

2009-01-20

媒体

维持

中性

短期板块有下行压力，年后业绩披露或掀高潮

◇ 报告起因 行业动态

◆ 弱势反弹体现估值与防御性的动态平衡：

在去年一年时间里，传媒板块并未出现显著跑赢大市的时期。近一个月来，行业有较好的反弹表现，从个股来看，近两星期有公告或相关利好的个股当日都成为领涨传媒板块的领头羊。这些消息对改善公司基本面没有实质性推动作用，且都在市场预期范围内。故而我们认为支持近期传媒板块高调反弹的基本面利好并不突出，上涨的表面原因是由于板块内做多动能强劲，根本原因还是在于其估值体系和防御特征的动态调整平衡。

◆ 单边估值尴尬引发价值重构：

当一系列事件打破大盘一路上涨的路径依赖时，传媒板块随之下跌，原有的估值体系已无法继续支撑现有股价水平。实际上，金融危机影响传媒基本面幅度并非那么显著，而市场对于此次大幅下跌的集体失语，凸显行业单边估值的尴尬处境。我们认为本轮调整提供了一个极好的估值调整机会，在基本面未发生重大改变情况下，对泡沫的挤出有利于重新审视行业本质，挖掘优质个股投资价值机会。

◆ 子行业各有防御特性：

我们认为在地域性和事业性双重属性下，传媒板块表现出与发达国家较大的差距，从而也造就了稳定性和发展性并存的局面，体现在资本市场就是防御性和成长性并重。我们推荐有线电视板块享受政策优惠的歌华有线，增长明确、数字化压力小的天威视讯，报纸经营板块的博瑞传播及出版行业估值水平较低的时代出版。

◆ 为年后业绩披露的提前布局：

我们认为，在目前大盘反弹已形成弱势的大前提下，唯有业绩支撑的个股反弹可以获得稳定的股价运行区间。从这个意义上看，前期已经走强的粤传媒、广电网络、电广传媒和中信国安都面临着获利回吐的压力。我们仍坚持认为传媒板块的投资机会存在于资金的避险需求。从历年来年报披露时间点上看，传媒板块披露时间都较晚，预计年报集中披露的4月中旬将带来一波行情。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
002238	天威视讯	12.62	0.27	0.33	0.37	增持
600831	广电网络	9.09	0.12	0.35	0.51	增持
600037	歌华有线	10.71	0.35	0.37	0.40	中性
000917	电广传媒	15.82	0.28	0.35	0.38	中性
600880	博瑞传播	13.07	0.37	0.56	0.63	增持
600825	新华传媒	10.71	0.12	0.55	0.75	中性
000839	中信国安	8.09	0.21	0.20	0.35	中性
601999	出版传媒	7.00	0.19	0.20	0.26	中性
000793	华闻传媒	3.56	0.10	0.15	0.20	中性
002181	粤传媒	6.26	0.20	-0.02	0.10	中性

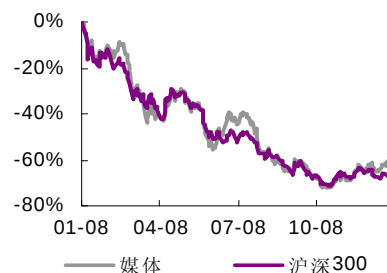
分析师：

范敏

021-22169039

fanmin@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

弱势反弹体现估值与防御性的动态平衡

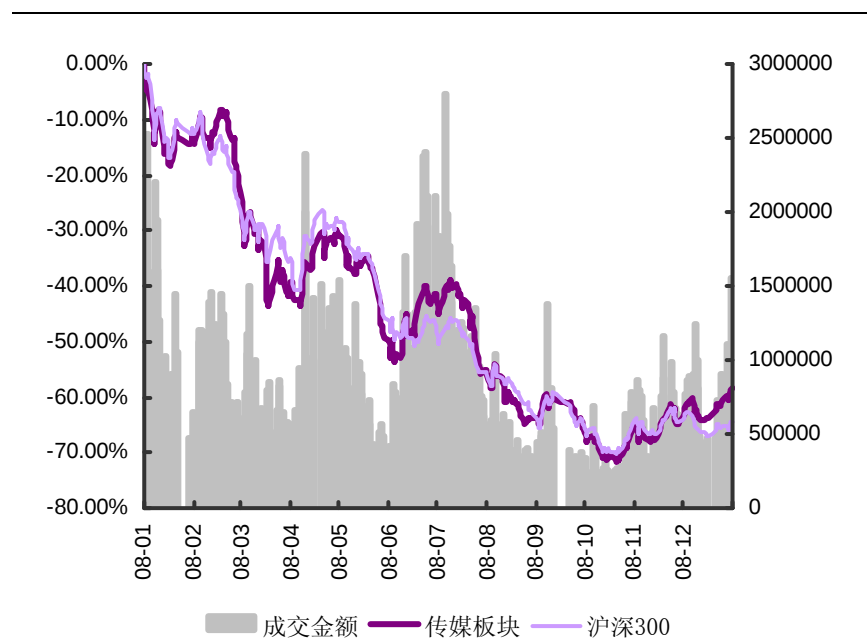
通过对过去两周的传媒板块数据监测，我们发现近期传媒股涨跌的有迹可循：大盘反弹背景下，传媒板块有略强的贝塔值；同时，有消息公布的个股当日都有较好的股价表现。我们认为，这反应传媒板块在大盘长期趋势性下降，估值中枢被迫下滑的大背景下，内在防御性上涨需求的体现，同时也凸显传媒单边估值体系的尴尬。

近期反弹强于大市，做多动能强劲

从近一年的走势来看，我们覆盖的传媒上市公司与沪深 300 指数涨跌基本一致，跑赢指数幅度不超过 10%，而近一月以来传媒板块有较强的反弹表现。

图一：去年传媒并无显著跑赢大市时期

传媒与沪深 300 走势对比



资料来源：WIND 光大证券研究所

从个股来看，近两星期有公告或相关利好的个股当日都成为领涨传媒板块的领头羊。包括：出版传媒更名、电广传媒增资扩股、中信国安的化肥概念及广电网络资产收购及广告清算协议。从影响力来看，这些消息对改善公司基本面没有实质性推动作用，而且几乎都在市场预期范围内。我们认为支持近期传媒板块高调反弹的基本面利好并不突出，上涨的表面原因是由于板块内做多动能强劲，根本原因还是在于其估值体系和防御特征的动态调整平衡。

表一：近两周传媒板块个股涨跌

	1-5	1-6	1-7	1-8	1-9	1-12	1-13	1-14	1-15
新华传媒	4.00	1.21	2.76	-0.58	3.51	2.39	1.91	-2.47	1.91
广电网络	5.90	4.18	-1.34	0.99	2.19	0	7.52	-1.79	7.52
博瑞传播	0.38	0.45	-2.32	-2.22	-0.93	2.78	0.31	-1.72	0.31
华闻传媒	3.93	4.10	0.91	0.60	-0.87	4.22	2.89	-3.21	2.89
中信国安	5.87	3.64	-0.76	-4.62	4.99	10.03	2.70	-0.98	2.70
电广传媒	6.75	0.56	-0.28	-1.66	-0.14	1.47	4.55	2.12	4.55
歌华有线	5.06	3.21	-0.10	1.65	1.71	2.96	0.46	-2.24	0.46
粤传媒	3.91	4.62	2.12	-3.20	1.13	4.03	1.45	-5.10	1.45
出版传媒	0	6.60	2.40	-1.97	-0.70	2.97	-1.01	-4.54	-1.01
天威视讯	6.53	-0.92	0.54	-1.08	-0.60	2.63	-3.69	-2.63	-3.69
时代出版	3.00	1.05	3.75	0.72	5.02	-0.16	-2.42	3.07	-2.93
沪深 300	4.15	3.76	0.02	-2.09	2.25	0.92	-2.60	4.03	0.74

资料来源：WIND 光大证券研究所

下跌中凸显小市值行业单边估值尴尬

事实上，传媒作为小市值行业，若非行业基本面变化，很难摆脱大盘对其的影响，在市场整体估值体系中，传媒板块一直是被动的追随者，而非领导者，这种情况在很多小市值行业都存在。牛市中充裕的流动性赋予传媒企业较高的估值水平，而国家对于文化体制改革的积极态度、行业技术升级带来的广阔发展前景，都为其高估值提供了高增长的完美想象空间。

然而，当一系列事件打破大盘一路上涨的路径依赖时，传媒板块随之下跌，原有的估值体系已无法继续支撑现有股价水平。实际上，金融危机影响传媒基本面幅度并非那么显著，而市场对于此次大幅下跌的集体失语，凸显行业单边估值的尴尬处境。

熊市提供对行业价值体系重构的最佳时机

我们对传媒业的整体认识是：在国家相关方针管制下，事业性和地域性是其最根本的属性，而与发达国家的差距和落后是表象。我国的文化体制改革一定以方向明确，小步快走的形式逐渐展开。这就造成传媒行业稳定性和发展性并存，体现到资本市场上就是防御性和增长的确定性。

我们认为本轮调整提供了一个极好的估值调整机会，在基本面未发生重大改变情况下，对泡沫的挤出有利于重新审视行业本质，挖掘优质个股价值投资机会。

对于近一个月以来的小幅反弹，我们认为主要原因有二：一是大幅下跌过程中，板块内做多动能的释放，这从上述个股的表现可以验证；二是板块与大盘同步下跌过程中，防御性特征的内在要求。也反应熊市资金

追逐避风港的风险偏好。

子行业各有防御特征

从细分行业来看，防御性主要体现在以下几个方面：

有线电视稳定性最佳，数字化压力仍较大

虽然数字电视业务进展速度没有达到广电总局及市场预期，但有线电视所处行业整体市场需求无弹性，最大竞争来自于地面数字电视和卫星电视，后两者处于试验阶段，大范围的推广在短期内不具备可行性。因此，有线电视营收增长确定性可以预见。

从广电总局最新公布数据来看，2008 年末全国数字电视用户达到 4300 万，较 2007 年增长 83%，应该说发展速度较快，但这个数字与广电总局计划的 5000 万户以上仍有不小差距。我们估计推进速度不达标的主要原因在于市场接受度较低，加上一些地区在数字化基础上面临网络改造，进度延缓。有线板块上市公司的数字化进度并没有达到显著超越行业水平，有的甚至明显低于这一标准。因此，我们对有线板块上市公司今年将享有的政策优势抱有较大信心，重点推荐歌华有线，同时推荐业绩增长稳定、数字化压力最小的天威视讯。

报纸广告下滑已成定局，盈利模式取胜

按基本面划分，A 股报业公司泾渭分明，有处于盈亏平衡附近的粤传媒和赛迪等，也有业绩稳定增长的博瑞传播和新华传媒。我们认为，目前国内报纸经营公司核心竞争力在上市公司之外，因此应重点考察报业经营公司的盈利模式及所依附报纸的竞争力。我们重点推荐基本面突出的博瑞传播，在深度报告中我们指出，博瑞的报纸经营模式与其他公司相比，专业化程度更强，同时控股方对其优厚的分成模式揭示其在集团内战略地位应远超当前，凭业绩清晰及稳定性胜出。

出版企业获得政策利好可能性较大

从国家文化体制改革步骤来看，报纸、电视意识形态较强，改革最可能发生在意识形态较薄弱的出版行业，出版传媒、时代传媒均实现内容上市已经证明了这一点。不可否认，金融危机、教材改革对出版行业整体造成了一定影响，新闻出版总署对于地方出版集团做大做强的意图是十分坚定的。据相关报道，去年通过主管部门审批上市的就有十几家新闻出版集团，充分体现了目前地方出版对企业化运作的需求和上级主管部门的支持。出版板块我们重点推荐估值较低的时代出版。

投资机会：反弹稳定性取决于业绩

值得注意的是，发稿日当天，时代传媒公布 2008 年业绩预增公告，提示经初步测算，由于资产重组带来净利润同比增长 3650%以上，以去年每股 0.07 分钱计算，初步估算今年的 EPS 在 1 元钱上下。以前一天收

盘价 19.37 元来看，市盈率在 20 倍左右，比起出版传媒 30 倍左右的市盈率仍有不少空间。

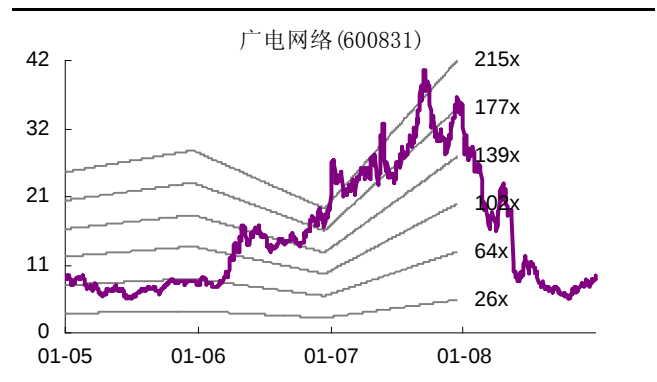
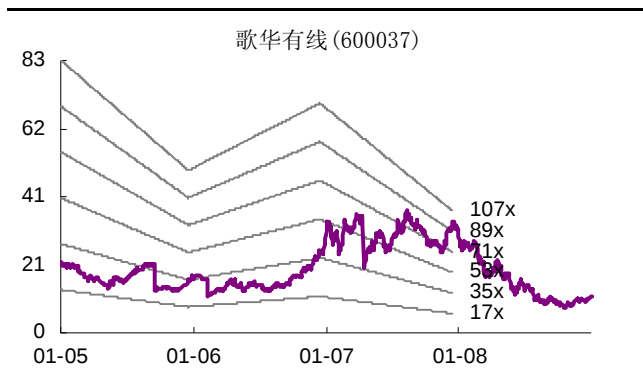
我们认为，在目前大盘反弹已形成弱势的大前提下，唯有业绩支撑的个股反弹可以获得稳定的股价运行区间。从这个意义上看，前期已经走强的粤传媒、广电网络、电广传媒和中信国安都面临着获利回吐的压力。我们仍坚持认为传媒板块的投资机会存在于资金的避险需求。从历年来年报披露时间点上看，传媒板块披露时间都较晚，预计年报集中披露的 4 月中旬将带来年后的一波行情。

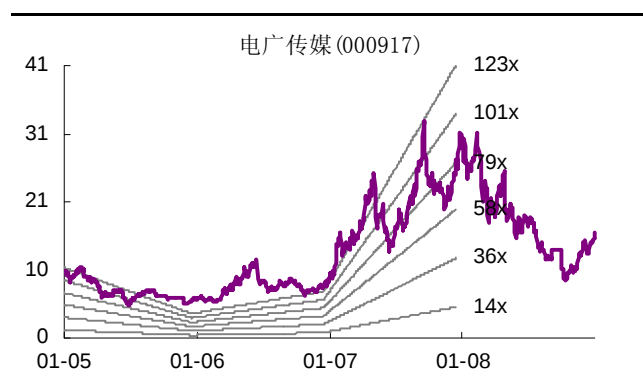
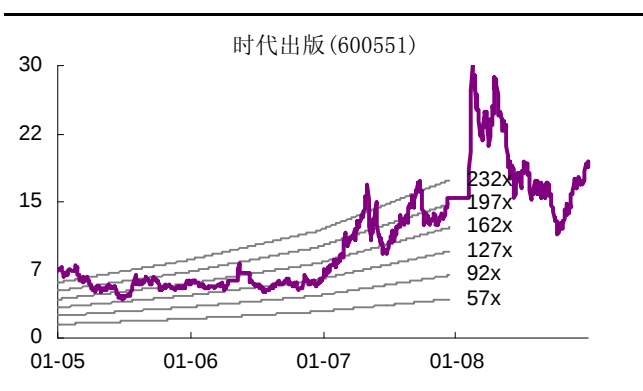
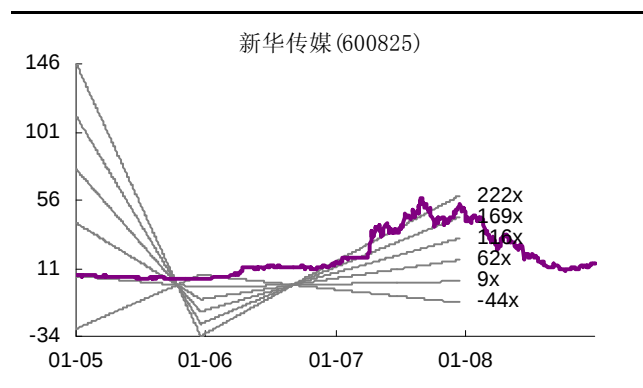
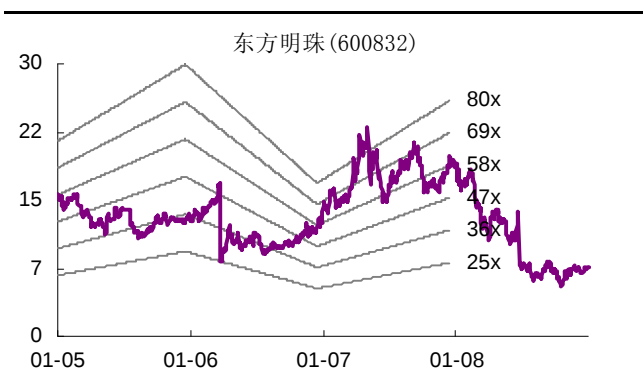
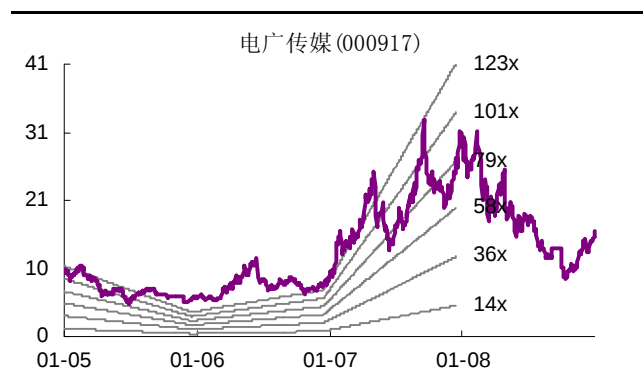
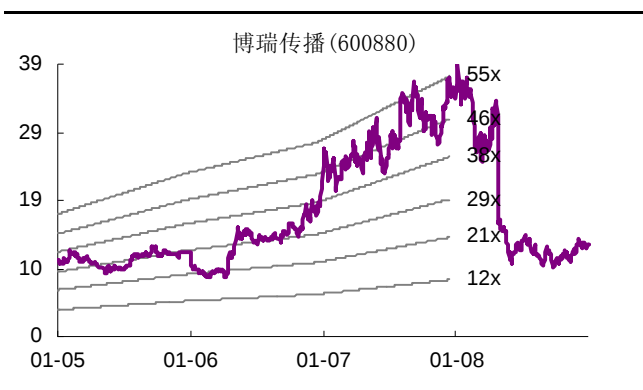
行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
002238	天威视讯	12.62	67	0.27	0.33	0.37	46.74	38.24	34.11	4.2	3.0	中性	中性
600831	广电网络	9.09	233	0.12	0.35	0.51	75.75	25.97	17.82	1.8	1.0		增持
600037	歌华有线	10.71	583	0.35	0.37	0.40	30.6	28.95	26.78	2.3	2.0	中性	中性
000917	电广传媒	15.82	317	0.28	0.35	0.38	56.5	45.2	41.63	2.4	1.4		中性
600880	博瑞传播	13.07	233	0.37	0.56	0.63	35.32	23.34	20.75	4.8	4.0	买入	增持
600825	新华传媒	10.71	256	0.12	0.52	0.59	89.25	20.60	18.15	6.8	7.9	增持	中性
000839	中信国安	8.09	870	0.21	0.20	0.35	38.52	40.45	23.11	1.9	1.83		中性
601999	出版传媒	7.00	140	0.19	0.20	0.26	36.84	35	26.92	2.3	2.6	2	中性
000793	华闻传媒	3.56	1,169	0.10	0.15	0.20	35.6	23.73	17.8	2.2	1.8		中性
002181	粤传媒	6.26	62	0.20	-0.02	0.10	31.3	-313	62.6	1.2	-		减持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图





资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

范敏 上海财经大学经济学硕士，曾供职于中诚信证券评估有限公司，现在光大证券研究所负责传媒行业研究工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

媒体

分析师：范敏



日期	行业评级
2008-03-04	增持
2008-09-08	中性
2008-11-12	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。