

关注意料外的主业增长

——传媒行业 2008 年年报前瞻

研究结论

- 相对其它行业而言，传媒行业属于全内需驱动的行业，实体经济的影响相对滞后，具备一定的防御性。特别是，向内需驱动转型的发展模式有利于我国的广告消费市场。从上市传媒企业的业绩或业绩预告来看，金融危机尚未大面积波及传媒企业。
- 虽然发达国家报业纷纷面临生存压力，但对我国报业而言，更多的是发展的问题。面临不利的宏观形势，市场份额占主导的传统报业集团可通过积极拓展新兴行业的广告投放，平抑广告市场的波动。此外，在预算不多的情况下，广告主将选择排名更靠前的媒体来投放，利于行业整合。但长期看，多元化发展是必须的，我国报业相对发达国家报业而言，很多赚钱的手段还未使用。通过多元化拓展，我国报业完全可以摆脱短期压力，实现综合转型，年报显示，博瑞传播的多元化已初显曙光。
- 有线网络的发展依然稳健。后平移时期的网络大力拓展增值业务，无奈增值业务利润贡献尚少，业绩仅能维系略有增长；平移中的网络如能大幅提升收视费，则平移过程可提升利润，电广传媒和广电网络的网络盈利都有较大提升，但电广的整体利润有其它资产负的贡献，而广电网络则有非经常性影响，利润情况都不够理想；如果平移中的网络不能提高收视费，平移则给业绩带来负面的影响，歌华有线就是如此。
- 出版与发行公司业绩仍可保持稳步增长。虽然该类公司很大程度较为依赖教材教辅的出版与发行，由于多年的计划生育政策导致中小学人数不可避免的减少，并且由于国家一直在推进教材及教辅出版发行体制改革，出版与发行单位必须逐步让利，限制了利润潜力，但一般类图书的出版发行空间仍可积极拓展。而 09 年新闻纸的跌价有望给该类公司带来预期外的利润增长。
- 本期我们开始关注户外广告领域。户外广告公司的增长在于能持续获取有价值的渠道资源，北巴传媒以低廉的价格获取北京公交的车身广告资源并有持续的增量，在 08 年的 4 季度获得超预期的增长。我们认为北巴传媒具备持续增长的潜力，本期开始重点关注。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎

家电传媒行业资深分析师

8621-50366888 × 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

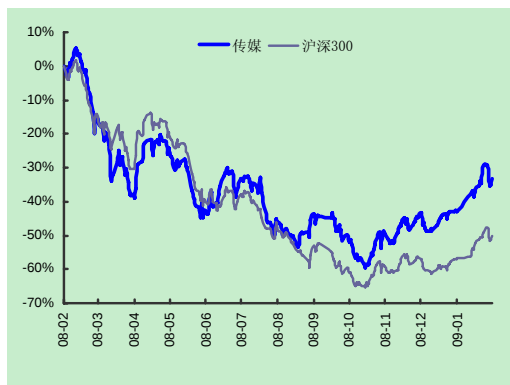
行业

传媒

报告日期

2009 年 2 月 22 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

9.43

15.57

-33.32

相对表现 (%)

2.64

6.81

16.82

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
电广传媒	0.28	0.24	0.42	15.12	增持
天威视讯	0.27	0.31	0.40	13.62	增持
博瑞传播	0.37	0.52	0.67	15.58	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《2009 年传媒行业策略报告》	2009 年 1 月 13 日
《中报回顾》	2008 年 9 月 18 日

目 录

一、传媒公司未受金融危机影响	3
二、数字电视网络：剔出噪音增长稳健.....	7
三、平面媒体：多元化缓解经营压力	8
四、出版与发行：纸价下跌的受益者	8
1、教材教辅增长空间有限	8
2、纸价下跌带来成本压力缓解	9
五、户外广告：北巴传媒的超预期增长.....	10
六、重点公司	11

一、传媒公司未受金融危机影响

相对其它行业而言，传媒行业属于全内需驱动的行业，实体经济的影响相对滞后，具备一定的防御性。从上市传媒企业的业绩或业绩预告来看，金融危机尚未大面积波及传媒企业。

表 1：上市公司 08 年业绩情况

公司	07 年利润(万)	08 年利润
北巴传媒	4764	同比增长 60%-90%
博瑞传播	13538	增长 41.57%
新华传媒	6940	增长 250%以上
粤传媒	7124	约 0-500 万
歌华有线	36682	-25.06%
广电网络	4100	增长约 10%
电广传媒	11339	-
天威视讯	7127	小幅增长
时代出版	555	增长 3650%以上
出版传媒	10474	-

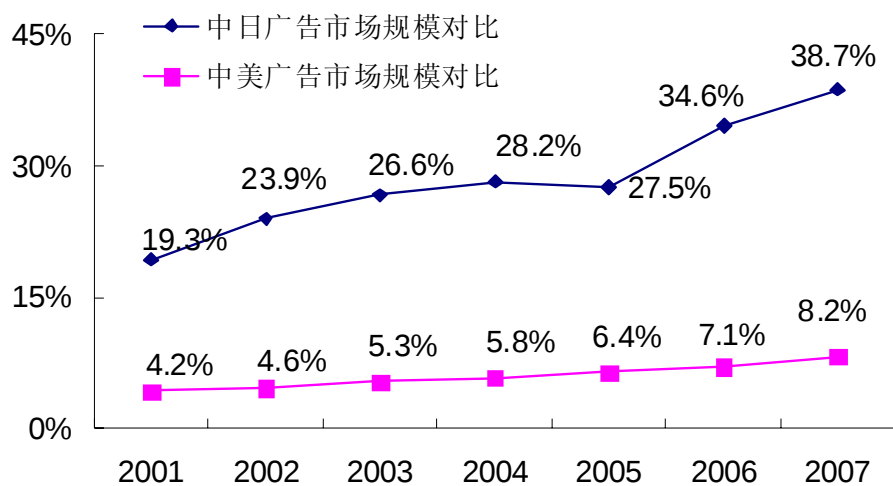
资料来源：东方证券研究所

反过来看，金融危机对我国传媒企业而言应该是一种机会。面对全球严峻的经济形势，我国政府希望能依靠内需拉动经济，美国经济的强大也是基于美国人负债消费习惯带来的巨大消费市场，我国当前内需仅占 GDP 的三成，而发达国家一般占到六成，可见我国内需市场仍存在巨大潜力，巨大的内需市场意味着潜在巨大的广告市场。按照估算，假如我国市场商业化能达到美国当今水平，也即人均广告投放量能达到美国水平，那么我国的广告市场存在 50 倍以上的提升空间。

表 2：2007 年各国人均广告费用

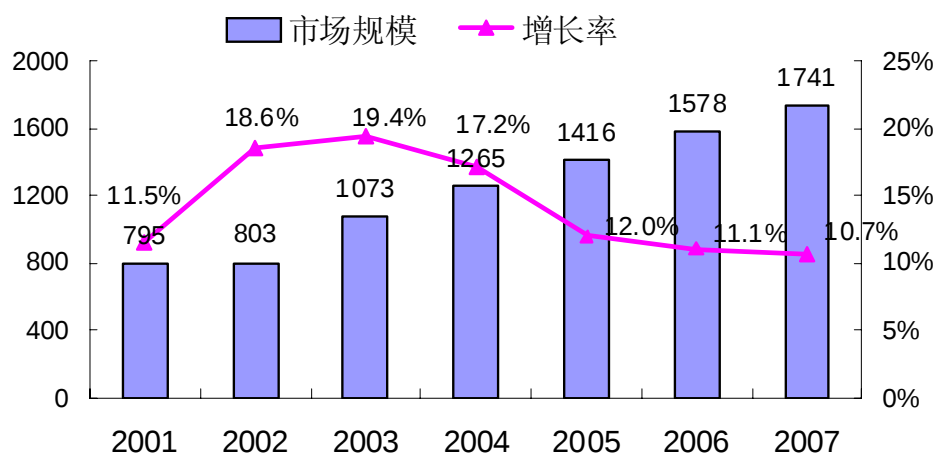
地区	广告市场规模（亿美元）	人口（亿人）	人均广告费用（美元/人/年）
中国	238	13.22	18
日本	616	1.27	485
美国	2838	3.08	921.4
全球	4648	66.07	70.4

资料来源：东方证券研究所

图 1：2001-2007 年中美日广告市场规模对比


资料来源：东方证券研究所

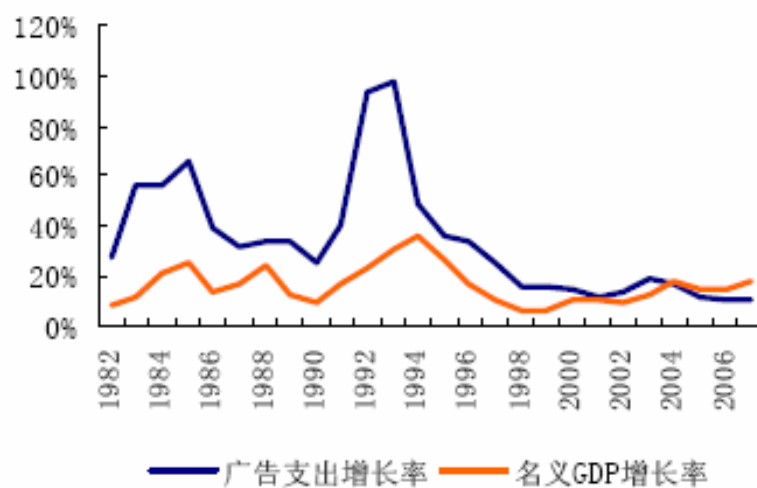
图 2：2001-2007 年中国广告市场规模及增长率



资料来源：东方证券研究所

即便 09 年我国宏观经济增速将有所回落，而广告总投放和宏观经济密切相关，但从历史上看，宏观经济增速只影响广告市场增速，并不意味着广告市场容量下降。事实上，无论宏观经济如何波动，我国广告市场近 10 年来一直保持 10% 以上的增长。

图 3：广告支出增速与 GDP 增速



资料来源：东方证券研究所

其实，从行业广告投放来看，日常消费品、通信、医药等行业将加大在 09 年的广告投放，宏观经济的“重灾区”房地产与汽车行业为保持一定的销售，即便广告投放总量下降，但也不至于衰减过

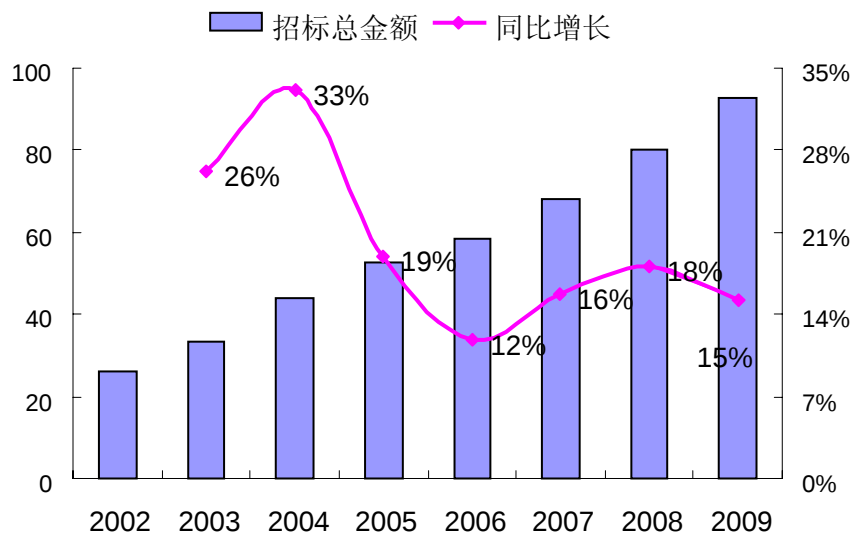
快。作为年度广告市场风向标的央视广告招标增速达 15%也一定程度表明市场的信心，强化内需市场，树立品牌形象是众多品牌企业不二的选择。

表 3：广告投入此消彼涨

中国主要广告行业	行业广告支出变化
化妆品/浴室用品	↑
医药	↑
电信业	↑
食品/零售业	↑
娱乐业/餐饮/旅游业	↑
房地产	→
汽车	→
金融服务业	↑

资料来源：东方证券研究所

图 4：央视广告招标持续增长（亿元）



资料来源：东方证券研究所

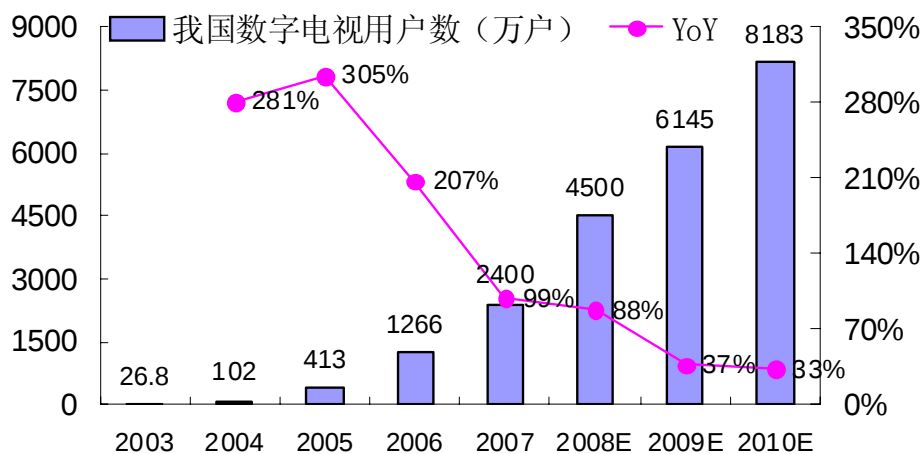
二、数字电视网络：剔出噪音增长稳健

有线网络的发展依然稳健。后平移时期的网络大力拓展增值业务，无奈增值业务利润贡献尚少，业绩仅能维系略有增长；平移中的网络如能大幅提升收视费，则平移过程可提升利润，电广传媒和广电网络的网络盈利都有较大提升，但电广的整体利润有其它资产负的贡献，而广电网络则有非经常性影响，利润情况都不够理想；如果平移中的网络不能提高收视费，平移则给业绩带来负面的影响，歌华有线就是如此。

网络公司中除电广传媒外均给出了业绩预告。天威视讯属于后平移时期的网络，增值业务虽发展喜人但占比仍少，折旧稳定，业绩小幅提升在预料之中；广电网络属于重组公司，其 07 年业绩仅计入装入资产的 4 个月业绩，08 年虽是全年，但有广告清算的约 3000 万损失，业绩增幅在 10% 左右，剔出该类噪音，由于其平移用户不多，相应资产利润也当有小幅增长；歌华有线做数字电视平移而不能提高收视维护费，在增值业务开展得早期，不能不面临不断增加的折旧侵蚀利润的苦果，业绩下滑在情理之中；电广传媒虽未发布业绩预告，但其业务众多，如不出现大的投资损失，业绩也能保持；如果剔出容易引起业绩波动的投资收益部分，其利润也将稳步增长，因为其主业增长均可观，不良资产也在改善中。

展望 09 年，我国有线电视网络公司应该说是处于长期增长的起点。数字化改造是整个广电行业近几年影响最深远的事情。数字化将给有线网络公司及节目制作方带来新的发展机会，将改变长期制约其发展的业务模式，长期成长空间由此打开。但由于近几年网络的数字化改造一直处于“公益化”与“市场化”的争议中，平移十分缓慢，一直尚未形成规模，大规模增值业务推广也未开展，盈利尚不如人意。但无论如何，经历 07 年、08 年争议中的艰难推进，技术路线、盈利模式等都获得解决，数字电视用户规模也获得极大提升，一般网络数字电视用户都在百万以上，规模大的网络平移用户已达 200 万，开展增值业务的网络用户基础已经具备，09 年全国范围内大规模的增值业务推广即将展开。

图 5：数字电视用户形成规模



资料来源：东方证券研究所

虽然增值业务在发展的初期由于用户认知的原因进展稍显缓慢，但其前景毋庸置疑。其实数字电视网络的发展一定程度上可借鉴互联网的发展经历，他们共同点是都拥有巨大的用户资源，但均曾经

或正在经历盈利模式的探索，无论如何，象互联网一样，一旦找到某种易接受的盈利模式或增值业务（如短信等），盈利就会出现大幅的增长，网络价值才会真正显现。即便是对照国外网络巨头 Comcast 的 Triple Play 成功发展经历，也应对前景持乐观态度。再退一步参照杭州的发展模式，有 30% 的用户使用互动业务，其 ARPU 能达到 50 元，可见用户需求是有的，关键在于平移后的推广。

三、平面媒体：多元化缓解经营压力

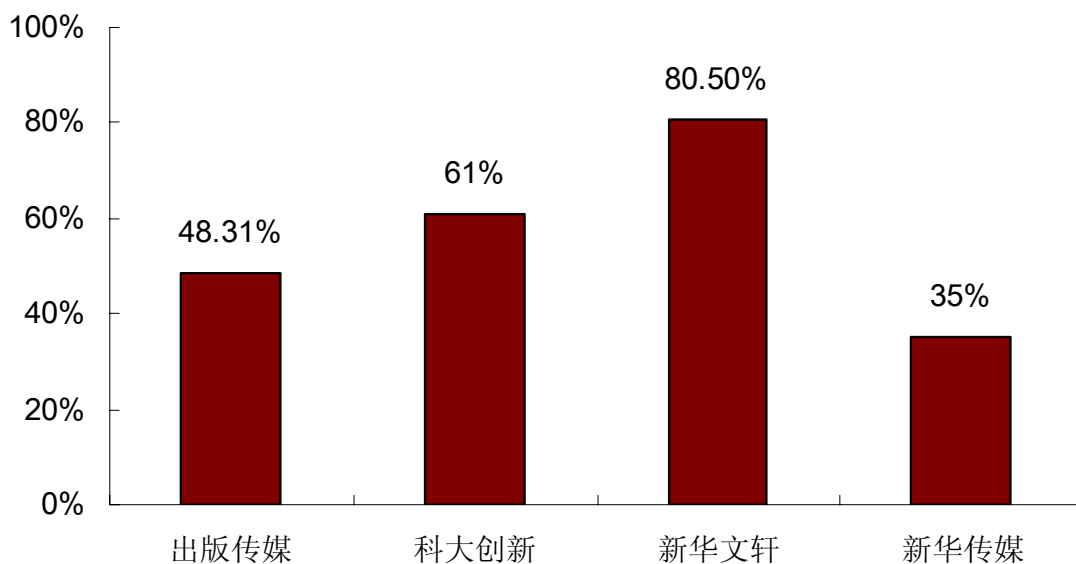
报业由于媒介的限制受到新媒体的冲击很大，在全球广告业受到冲击的时期，更是“易感”行业。曾经为众多投资家所看好的报业已逐步沦落到成为并购的对象是不争的现实，整个报业行业都面临发展与生存的困境。对中国的报业而言，生存压力倒是比较小，但发展面临很大压力。由于宏观经济的影响，传统广告投放大户地产、汽车面临影响，但市场份额占主导的传统报业集团通过积极拓展新兴行业的广告投放，可有效减缓这种影响。此外，广告主在预算不多的情况下，明年中国媒体的广告投放将呈现“二八”现象，即 80% 的广告会投放到 20% 的媒体中，广告主将选择排名更靠前的媒体来投放，龙头企业将受益。但长期看，多元化发展是必须的，我国报业相对发达国家报业而言，很多赚钱的手段还未使用，如多元化办报，国外众多的社区报我国才刚刚起步；进入电视、互联网及户外等传播模式，我国报业也仅是刚起步。因此，我们认为通过多元化的拓展，我国报业完全可以摆脱短期压力，实现综合转型。

博瑞传播一直引领报业服务企业多元化发展的潮流，跨地区、跨媒体一直在积极探索，最终依托其在成都地区的客户资源优势，大力发展户外广告，虽暂时贡献利润占比不大，但转型曙光已现。粤传媒与新华传媒业绩均是大幅波动，粤传媒主要是投资这块出现大的损失，导致利润大幅下滑。新华传媒主要是 08 年的重组，业绩对比无意义，备考比较，不会出现大的变化。但从转型的角度看，他们已落后博瑞传播较多。

09 年，博瑞传播的多元化进展会更深入，多元化的优势更加明显，而其它两家报业公司也将逐步探索多元化的业务。不过，对这些公司而言，纸价的下跌一定程度上可缓解主业经营压力。

四、出版与发行：纸价下跌的受益者

1、教材教辅增长空间有限

图 6：业务中教材教辅比重过高

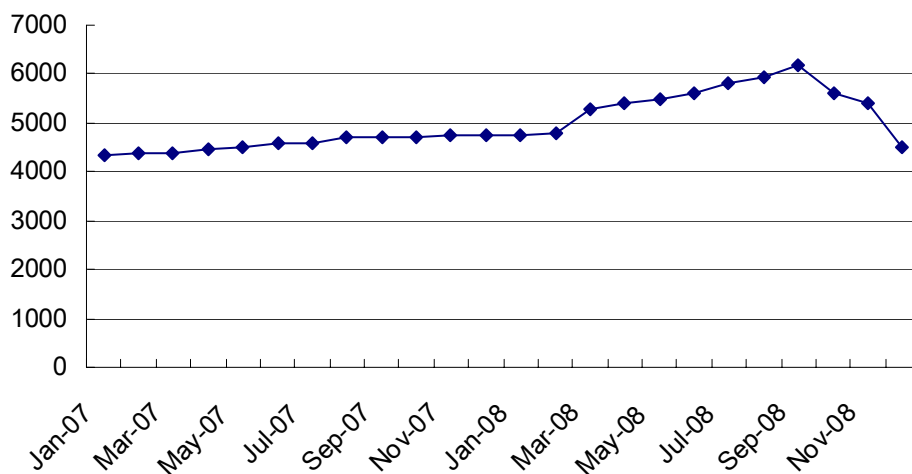
资料来源：东方证券研究所

从已上市的出版或者发行公司来看，其很大程度较为依赖教材教辅的出版与发行。由于多年的计划生育政策导致中小学人数不可避免的减少，需求受到限制；另外，由于国家一直在推进教材及教辅出版发行体制改革，出版与发行单位必须逐步让利，限制了利润潜力，因此，教材教辅给上市公司带来的利润空间有限，要发展必须拓展一般图书的出版发行空间。

时代出版由于 08 年重组，业绩可比性不大，备考来看，仍是稳步小幅增长的态势。而出版传媒基于同样的理由也不会出现大的增长。

2、纸价下跌带来成本压力缓解

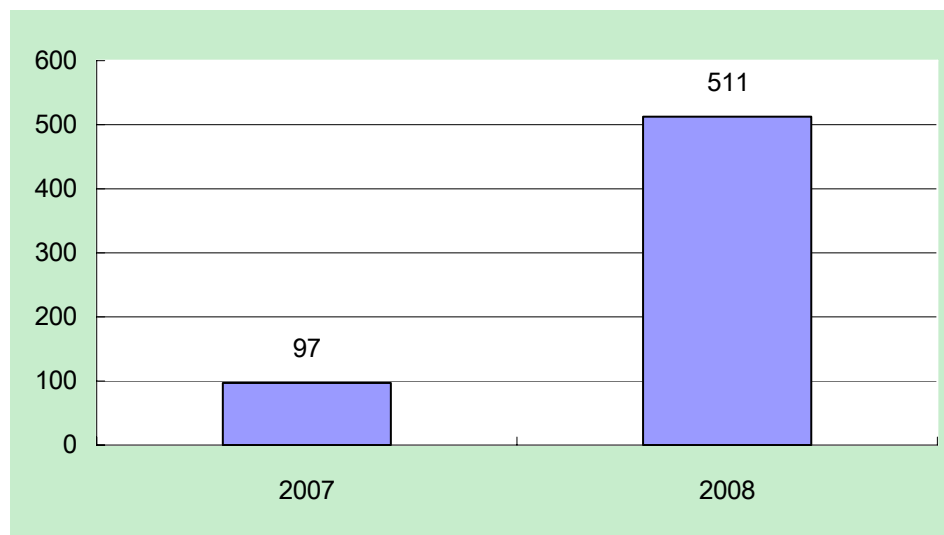
09 年，纸价下跌带来成本的下降，出版类公司成本有望得到大幅缓解，不过教材类书籍采取的是招标模式，价格也会有所下降。

图 7：纸张价格下跌


资料来源：东方证券研究所

五、户外广告：北巴传媒的超预期增长

本期我们开始关注户外广告领域。户外广告约占总体广告市场的 17%，门类众多，户外广告公司的增长在于能持续获取有价值的渠道资源。在当前的宏观经济背景下，假如获取的渠道资源并不十分出众或者获取的成本较高，那么其成长性也会受到一定限制，博瑞传播的户外广告业务的艰难发展历程表现出这一点。

图 8：博瑞传播户外广告经营业绩


资料来源：东方证券研究所

北巴传媒以低廉的价格获取北京公交的车身广告资源并有持续的增量，一方面其渠道资源独特，另一方面北京地区经济发达，渠道价值高，因此其在 08 年的 4 季度获得超预期的增长。我们认为未来几年北巴传媒渠道资源不断增加，渠道价值逐步提升，具备持续增长的潜力，本期开始重点关注。

六、重点公司

我们对我国以广告为主要收入来源的媒体行业充满信心。我们认为付费电视已经进入长期增长的起点，空间潜力巨大，在防御的基础上具有向上的弹性，看好电广传媒、天威视讯等网络公司。平面媒体虽面临压力，但对地区强势媒体影响不大，并且可通过适度多元化缓解，具有一定防御性，也有一定弹性，看好博瑞传播。出版和发行行业 09 年将会受益纸张价格的下跌，具备一定短期投资机会。户外广告我们开始关注部分有独特资源潜力的公司，开始关注北巴传媒。

表 4：重点公司

	每股收益			市盈率			投资评级
	07	08	09	07	08	09	
电广传媒	0.28	0.24	0.40	54	63	36	增持
博瑞传播	0.37	0.52	0.67	42	30	23	增持
天威视讯	0.27	0.31	0.40	50	43.9	34	增持
歌华有线	0.35	0.31	0.24	32	37	47	增持

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张小嘎：家电传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn