



2009年3月17日

传媒行业

业绩预览

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

审慎推荐

估值上升，防御下降

2008年业绩差强人意

我们重点关注的公司中，博瑞传播和华闻传媒已经公布了2008年业绩，每股盈利同比分别增长41.6%和12%。天威视讯公布业绩快报，同比增长8.4%。歌华有线业绩快报显示净利润同比下滑10%（数字化导致折旧和运营成本增加），广电传媒盈利预警，2008年业绩在2000-5000万元，同比下滑80%（投资亏损）。广电网络下调盈利增长幅度，从同比增长80%以上下调到同比增长10%左右（计提资产减值准备）。重组类公司预增，新华传媒增长超过250%，时代出版盈利增长36.5倍，但每股盈利超出市场预期的可能性不高。其他公司，我们预计中信国安盈利同比增长25%（主要受益于减持联通股权），东方明珠盈利同比下滑26.3%（主要是法人股减持收益下降），出版传媒盈利同比下滑10%（营业外收入下降），中视传媒盈利同比下滑16.3%（4季度广告收入同比下滑）。（08年业绩预览见表2）

要点关注

年度送配分析。我们分析了传媒类上市公司的资产负债表，认为天威视讯，时代出版，新华传媒，歌华有线和广电网络具有较强的送配能力，资本公积和未分配利润合计可以支持10送10以上。其中时代出版，天威视讯和新华传媒由于股本较小，每股盈利较高，送配的可能性较大。需要明确的是：送配能力和是否配送没有必然联系，而且我们不认为送配会改变公司的投资价值。（送配能力分析见表3）

1季度广告行业经营压力明显。我们最近对广告经营公司的调研表明，1季度广告行业走势不容乐观，其中户外媒体、地方电视台和报业广告运营压力最大，同比出现下滑。博瑞传播由于媒体资源拥有量增加，且仅占有成都商报广告代理份额的30%，1季度可以通过自身经营和大股东支持实现营收增长。新华传媒、广电传媒和中视传媒可挖掘的资源相对有限，收入和盈利面临下滑压力。

有线电视数字化走到十字路口。天威视讯和歌华有线的财务数据显示，单纯依靠用户增长，即使是提升了收视维护费，数字电视也很难给运营主体带来持续的收益。我们认为，2009年值得关注以下3点。一是数字电视能否形成有效的商业模式，关键是政策上能否放开对付费频道运营主体，非新闻类频道民营准入和付费频道禁播广告等诸多限制。二是：网络整合如何演绎，数字化背景下，以省为单位的网络整合在2007年开始加速，广东省明确在2009年将大力推动省内网络整合，在省网扩张的压力下，天威视讯会否加快关外有线网络的整合步伐。三是：通胀压力减轻，上海和北京两大都市有线网络的数字电视收视维护费提价能否获得政府认可。目前资本市场预期比较谨慎，如果出现积极变化，无疑将利好歌华有线和天威视讯的股份表现。

文化体制改革大势所趋。符合我们，但优于市场预期。文化体制改革并没有因为经济和社会压力而终止或倒退。新闻出版业改革正在如火如荼的推进，新闻出版总署明确提出将在2010年之前基本完成图书出版发行业改制，2009年大力推动报业改制；改制后的新闻出版企业鼓励上市；未来2年内，打造3个收入和资产规模双过百的综合传媒集团。如果资本市场融资窗口放开，传媒业的IPO和资产重组可以期待。广播电视领域，有线网络产业化和整合政策瓶颈已消除，目前障碍主要是如何提高盈利能力和突破地方保护，广电总局将推动制播分离作为2009年工作重点，节目制作和电视广告等经营性业务进入上市公司的政策壁垒开始松动。

2008-2010年盈利预测调整。整体上传媒板块2008年业绩符合预期，我们维持大部分重点关注公司盈利预测不变，仅对广电传媒和广电网络的业绩做了调整。（盈利预测参考表1）

估值与建议

估值上升，防御下降，建议降低配置到标配。

- ◆ 推荐“天威视讯+时代出版+博瑞传播”组合在 2008/7/22~2009/03/16 期间，跑赢沪深 300 指数 32%，中证 500 指数 27%，证监会文化传播指数 31%，并实现 10% 的绝对收益。考虑到政府在这段时间内多次出台救市（经济）政策，并导致政策敏感性板块阶段性表现，推荐组合能够持续超越主要指数充分认证了我们秉持的“防御为先，兼顾主题”投资策略的有效性。
- ◆ 展望后市，传媒板块相比大盘的估值溢价率明显提升，即使是推荐组合，估值安全边际也明显下降；内生增长对股价支撑力度下降，股价中隐含外延预期提升；考虑到内生增长短期内难有明显改善，外延扩张和资产整合的可预测性较差，我们认为板块防御性下降，建议投资者降低板块配置到标配。（估值分析见表 3/表 4，图 1~图 5）

行业配置，维持推荐天威视讯、时代出版和博瑞传播投资组合。

- ◆ **天威视讯**：EV/EBITDA 估值处于合理水平；公司 2010 年和 2011 年盈利将大幅增长，盈利可预见性较高；我们认为，关外网络收购在今明两年内完成的概率较高，将显著提升公司投资价值；受益于数字电视产业政策监管放松。
- ◆ **时代出版**：高盈利，低估值；2009 年盈利将实现稳步增长；较强的畅销书策划能力，有望打造出版界的“超女效应”；受益文化体制改革，有望实现跨地域、跨媒体扩张。
- ◆ **博瑞传播**：估值处于板块中低端；2009 年增长可见度维持在较高水平；上市公司、管理层和大股东利益一致；对外投资步伐将有所加快，外延扩张有望成为公司股价表现的主要催化剂。
- ◆ **歌华有线**：EV/EBITDA 估值合理，股价和 DCF 计算的内在价值相差无几，我们长期看好公司在中国数字电视产业和北京市文化产业的战略地位，但考虑到 09 年 40 倍的动态市盈率处于较高水平，且短期缺少明确的催化剂，维持“审慎推荐”评级。
- ◆ **新华传媒**：09 年动态市盈率上升到 30 倍，估值水平不低，考虑到 2009 年报业广告市场整体压力，盈利增长面临挑战，股价存在下调压力，唯考虑到公司在上海平面媒体和图书发行市场的相对垄断地位，以及潜在的世博会效应，维持长期“推荐”评级。
- ◆ **中信国安**：有钾肥、锂电池和有线网络等多重主题，但公司在盐湖综合开发方面落后市场预期，估值水平过高，建议投资者减持。
- ◆ **电广传媒**：电集团将制作和广告经营业务注入电广传媒有较高预期，但综合分析湖南广电集团资产盈利能力，对上市公司持股目标等要素，我们认为在当前股价下注入资产的可能性很低，建议投资者减持。

（重点推荐个股估值情况见表 1）

表1：重点研究公司投资评级和盈利预测一览

公司列表	股价	总市值	投资建议	EPS			P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
	(2009-3-16)	(百万元)		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
中金研究-A股																		
有线网络																		
天威视讯	13.28	3,546	推荐	0.29	0.33	0.47	45.9	40.3	28.3	3.0	2.8	2.5	9.8	9.1	8.3	6.5%	6.9%	8.9%
歌华有线	9.42	9,987	审慎推荐	0.31	0.23	0.25	30.3	40.1	37.4	2.3	2.2	2.1	12.5	11.9	10.9	7.7%	5.6%	5.7%
广电网络	8.23	2,744	中性	0.13	0.24	0.28	62.5	34.7	29.4	2.4	2.2	2.1	11.0	10.0	9.1	3.8%	6.4%	7.1%
报纸经营																		
博瑞传播	14	5,142	推荐	0.52	0.60	0.67	26.8	23.5	21.0	5.0	4.3	3.8	17.6	15.1	13.3	18.8%	18.5%	17.9%
新华传媒	15.43	8,957	推荐	0.46	0.53	0.61	33.7	29.4	25.1	4.3	3.7	3.2	27.4	22.1	18.8	12.6%	12.6%	12.9%
华闻传媒	3.93	5,345	中性	0.12	0.13	0.14	32.1	31.4	27.8	2.5	2.4	2.2	11.5	11.6	9.6	7.9%	7.6%	8.0%
粤传媒	6.7	2,346		0.04	0.183	0.23	167.5	36.6	29.1	Na	Na	Na	24.5	13.6	11.7			
图书出版																		
时代出版	22.98	4,488	推荐	1.08	1.05	1.13	21.2	22.0	20.3	2.4	2.2	1.9	47.5	16.4	14.9	11.4%	9.9%	9.6%
出版传媒	7.75	4,270	中性	0.17	0.19	0.21	44.8	40.7	37.4	3.2	2.9	2.7	45.2	39.5	34.7	7.0%	7.2%	7.3%
电视广告经营																		
中视传媒	10.57	2,502	中性	0.19	0.21	0.23	56.2	51.3	46.8	3.0	2.9	2.8	15.3	14.0	12.6	5.3%	5.7%	6.0%
户外广告经营																		
北巴传媒	11.13	4,488		0.18	0.336	0.535	61.8	33.1	20.8	3.3	3.3	Na	Na	Na	Na			
综合																		
中信国安	11.23	17,519	中性	0.26	0.26	0.37	43.2	42.6	30.2	3.4	3.2	3.0	31.0	24.7	19.6	7.8%	7.6%	9.9%
电广传媒	14.66	5,958	中性	0.07	0.17	0.25	203.2	86.1	59.6	3.4	3.3	3.1	21.2	18.1	15.7	1.7%	3.8%	5.3%
东方明珠	8.4	26,765	中性	0.15	0.16	0.17	57.0	53.4	49.6	4.2	3.9	3.6	36.8	31.1	28.6	7.4%	7.3%	7.3%
中值				44.8	36.6	29.4				3.2	3.1	2.8	22.9	15.8	14.1	7.2%	8.4%	9.6%
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万德平均预测均值																		

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万德平均预测均值

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

表2：传媒上市公司2008年业绩预览

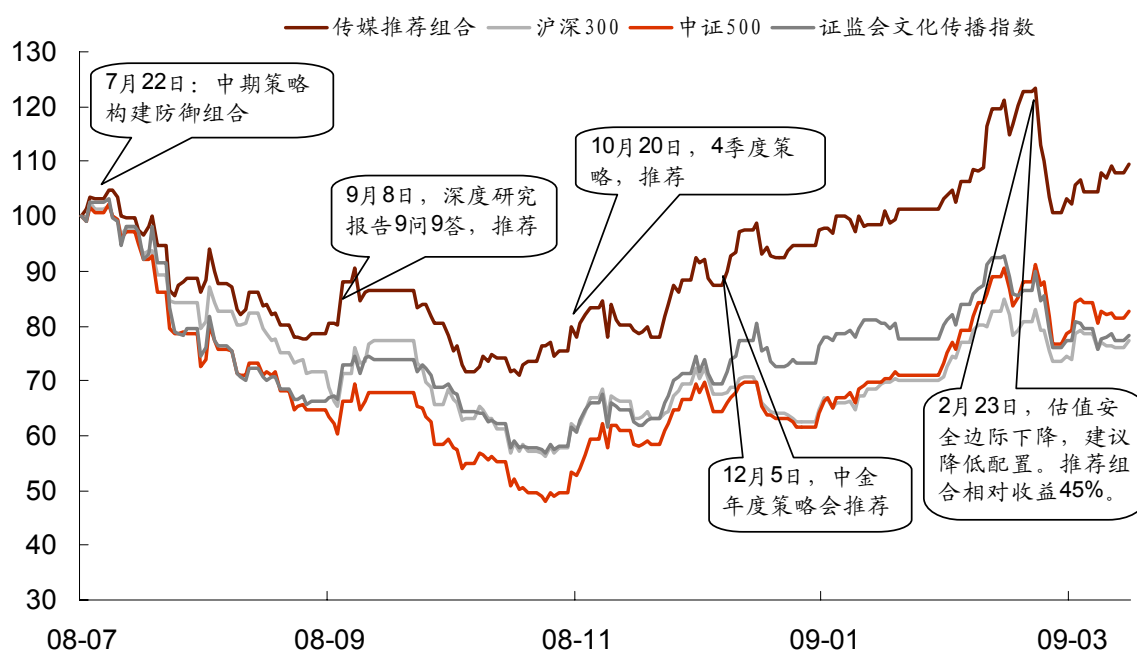
重点研究上市公司	营业收入								主营业务利润								净利润										
	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	08E	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E
天威视讯	154	158	165	177	170	171	184	180	705	52	50	54	61	53	56	59	66	234	16	20	17	17	18	19	21	19	77
时代出版	23	28	32	35	25	32	30	n.m	1621	8	10	11	10	8	10	9	n.m	444	0	1	2	2	0	6	-1	n.m	222
博瑞传播	146	188	191	183	186	172	230	222	810	81	101	102	74	105	69	106	100	380	21	44	47	23	36	61	55	41	192
歌华有线	217	278	285	404	251	381	310	418	1359	78	123	118	157	74	152	94	114	434	60	104	100	103	57	123	81	71	331
新华传媒	378	360	460	480	522	718	806	865	2911	92	91	113	107	159	191	254	237	841	16	13	19	21	39	66	87	73	266
东方明珠	339	369	366	637	420	553	466	537	1977	145	165	168	171	147	188	163	249	747	109	113	162	253	77	169	92	131	470
中信国安	402	484	590	845	506	621	660	749	2537	177	184	225	317	204	258	243	361	1066	52	43	63	167	59	78	73	194	405
广电网络	58	80	70	337	198	221	192	191	802	12	19	16	116	69	88	70	101	328	4	8	7	22	38	12	14	-20	44
华闻传媒	354	533	550	602	527	737	815	737	2815	24	183	200	208	137	238	207	282	863	37	44	25	25	38	48	52	28	166
电广传媒	444	816	696	693	775	861	826	835	3298	184	176	169	213	253	205	242	207	906	13	20	32	48	32	34	8	-45	29
出版传媒	228	202	300	293	286	223	328	296	1133	60	41	629	-483	77	38	15	120	250	25	16	-41	105	29	17	17	33	95
中视传媒	125	203	190	278	196	262	268	300	1026	28	43	38	81	28	35	26	75	165	10	15	8	21	9	16	8	11	45
YOY	营业收入								主营业务利润								净利润										
天威视讯	Na	Na	Na	Na	10%	8%	12%	2%	8%	3%	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	08E	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	4Q08	2008
时代出版	Na	Na	Na	Na	7%	14%	-7%	n.m	1262%	4%	0%	-15%	n.m	1047%	Na	Na	Na	Na	Na	Na	11%	-5%	24%	7%	8%	8%	
博瑞传播	-1%	22%	25%	21%	28%	-9%	20%	22%	14%	30%	-31%	4%	36%	7%	-19%	39%	42%	-193%	71%	38%	15%	74%	42%	15%	74%	42%	
歌华有线	15%	4%	11%	21%	15%	37%	8%	3%	15%	-5%	23%	-20%	-27%	-9%	25%	22%	11%	-51%	-5%	18%	-19%	-31%	-10%	-19%	-31%	-10%	
新华传媒	-48%	-47%	-19%	15%	38%	99%	75%	80%	73%	72%	110%	125%	121%	108%	-418%	-176%	98%	-25%	147%	397%	359%	246%	283%	246%	283%	246%	
东方明珠	10%	-24%	-6%	81%	24%	50%	27%	-16%	16%	1%	14%	-3%	46%	15%	-7%	-28%	100%	133%	-29%	50%	-43%	-48%	-26%	-43%	-48%	-26%	
中信国安	1%	-1%	23%	84%	26%	28%	12%	-11%	9%	16%	41%	8%	14%	18%	-18%	-45%	34%	-34%	13%	82%	17%	16%	25%	16%	25%	16%	
广电网络	8%	5%	-15%	281%	241%	175%	173%	-43%	47%	463%	357%	325%	-13%	100%	22%	9%	-3%	634%	813%	60%	85%	-192%	7%	-192%	7%	7%	
华闻传媒	49%	134%	94%	-44%	49%	38%	48%	22%	38%	472%	30%	3%	35%	40%	107%	173%	109%	-87%	1%	11%	108%	12%	27%	108%	12%	27%	
电广传媒	-2%	42%	35%	37%	74%	6%	19%	20%	24%	37%	17%	43%	-2%	22%	101%	90%	191%	-288%	152%	68%	-75%	-193%	-74%	-75%	-193%	-74%	
出版传媒	Na	Na	Na	Na	26%	10%	9%	1%	11%	28%	-7%	-98%	-125%	2%	Na	Na	Na	Na	Na	Na	14%	8%	-141%	-69%	-9%	-69%	-9%
中视传媒	31%	53%	41%	-5%	58%	29%	41%	8%	29%	2%	-18%	-31%	-7%	-13%	52%	-6%	11%	-7%	-9%	11%	3%	-47%	-17%	-47%	-17%	-17%	
Margin	点评								主营业务利润率								净利润率										
天威视讯	有线电视业务防御性强，资本开支高峰已过，盈利能力确定									1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	08E	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008
时代出版	安徽出版集团资产重组于4季度完成，全年合并报表，盈利大幅增长									34%	32%	33%	35%	31%	33%	32%	36%	33%	11%	13%	10%	10%	11%	11%	11%	10%	11%
博瑞传播	营业利润率提升，盈利稳步增长									35%	34%	34%	28%	34%	30%	32%	n.m	27%	1%	2%	7%	7%	1%	20%	-2%	n.m	14%
歌华有线	数字化导致资本开支和新旧成本迅速上升，营业利润率下滑，盈利同比滑落									55%	53%	53%	40%	57%	40%	46%	45%	47%	14%	23%	25%	13%	19%	35%	24%	18%	24%
新华传媒	2008年解放报业集团广告相关业务注入，导致利润率提升，盈利同比大幅增长									36%	44%	41%	39%	30%	40%	30%	27%	32%	28%	37%	35%	25%	23%	32%	26%	17%	24%
东方明珠	投资收益下降，导致利润率下降，主业利润率基本稳定									24%	25%	24%	22%	30%	27%	31%	27%	29%	4%	4%	4%	4%	7%	9%	11%	8%	9%
中信国安	青海国安盐湖开发贡献比例提升，利润率改善，但低于预期									43%	45%	46%	27%	35%	34%	35%	46%	38%	32%	31%	44%	40%	18%	31%	20%	24%	24%
广电网络	收购陕西网通，资产规模扩大，但资产质量没有明显改善，利润率基本稳定									44%	38%	38%	38%	40%	42%	37%	48%	42%	13%	9%	11%	20%	12%	13%	11%	26%	16%
华闻传媒	报业资产持续注入，利润率稳定，但业务规模扩大									21%	24%	23%	34%	35%	40%	36%	53%	41%	7%	10%	10%	6%	19%	6%	7%	-10%	5%
电广传媒	受投资权益影响，利润率波动较大，唯主业盈利仍处于较低水平									7%	34%	36%	35%	26%	32%	25%	38%	31%	11%	8%	5%	4%	7%	7%	6%	4%	6%
出版传媒	出版业务防御性强，盈利能力确定									41%	22%	24%	31%	33%	24%	29%	25%	27%	3%	2%	5%	7%	4%	4%	1%	-5%	1%
中视传媒	媒体成本上升，营业利润率下降									26%	20%	210%	-165%	27%	17%	5%	40%	22%	11%	8%	-14%	36%	10%	8%	5%	11%	8%
										22%	21%	20%	29%	14%	13%	10%	25%	16%	8%	7%	4%	8%	5%	6%	3%	4%	4%

表 3：传媒板块送配能力分析

传媒上市公司		3Q08			
		每股资本公积	每股未分配利润	每股(资本公积+未分配利润)	每股现金
002238	天威视讯	1.43	1.6	3.00	2.08
600551	时代出版	未披露资本公积和未分配利润细分数据		6.00	3.00
600825	新华传媒	1.55	0.6	2.10	0.88
600037	歌华有线	1.63	1.1	2.68	1.80
600880	博瑞传播	0.67	0.6	1.24	1.30
601999	出版传媒	1.01	0.3	1.35	1.09
000793	华闻传媒	0.03	0.3	0.37	0.80
600831	广电网络	1.99	0.5	2.46	0.74
000839	中信国安	1.17	0.9	2.07	1.57
600088	中视传媒	1.75	0.4	2.19	3.42
600832	东方明珠	0.75	0.2	0.92	0.63
000917	电广传媒	3.07	-0.2	2.86	2.91
600386	北巴传媒	1.62	-0.8	0.82	1.03

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 1：推荐组合“天威视讯+博瑞传播+科大创新”表现（2008/07/22-2009/03/16）



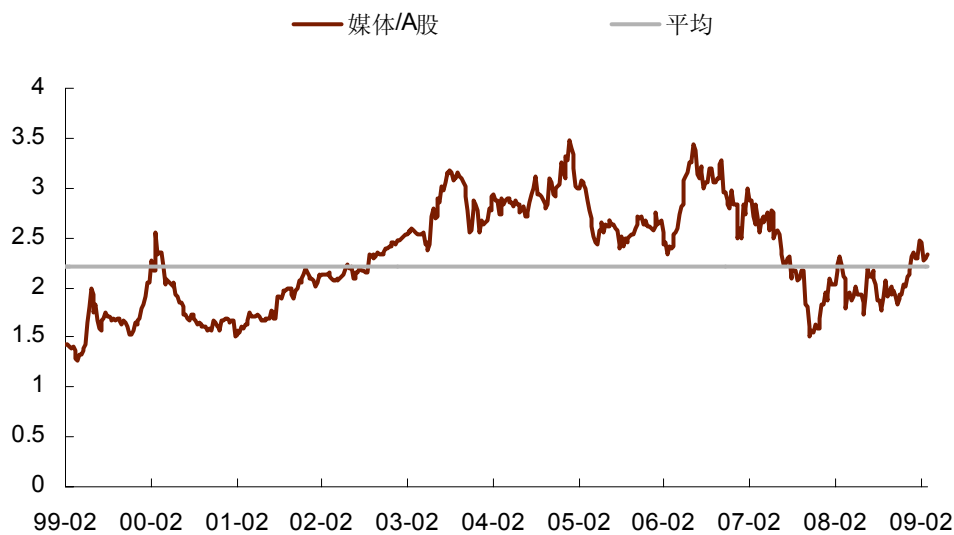
资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

表 4：传媒上市公司历史估值统计

公司名称	估值统计区间	Percentile(区间)	最小值	最大值	中值	2009-3-16(09XPE)
市盈率波动区间						
博瑞传播	1999.1.1-2009.03.16	96%	20	114	34	23
歌华有线	2001.2.8-2009.03.16	98%	18	95	37	40
东方明珠	1999.1.1-2009.03.16	90%	31	113	53	53
电广传媒	1999.3.25-2009.03.16	98%	-189	292	71	86
广电网络	1999.1.1-2009.03.16	90%	-164	248	120	35
中视传媒	1999.1.1-2009.03.16	98%	43	1576	144	51
中值			19	181	62	46
EV/EBITDA						
歌华有线	2001.2.8-2009.03.16	98%	9	60	19	12
博瑞传播	1999.1.1-2009.03.16	98%	10	85	21	15
电广传媒	1999.3.25-2009.03.16	98%	13	84	29	18
广电网络	2001.1.1-2009.03.16	90%	8	129	35	10
中值			9	85	25	14

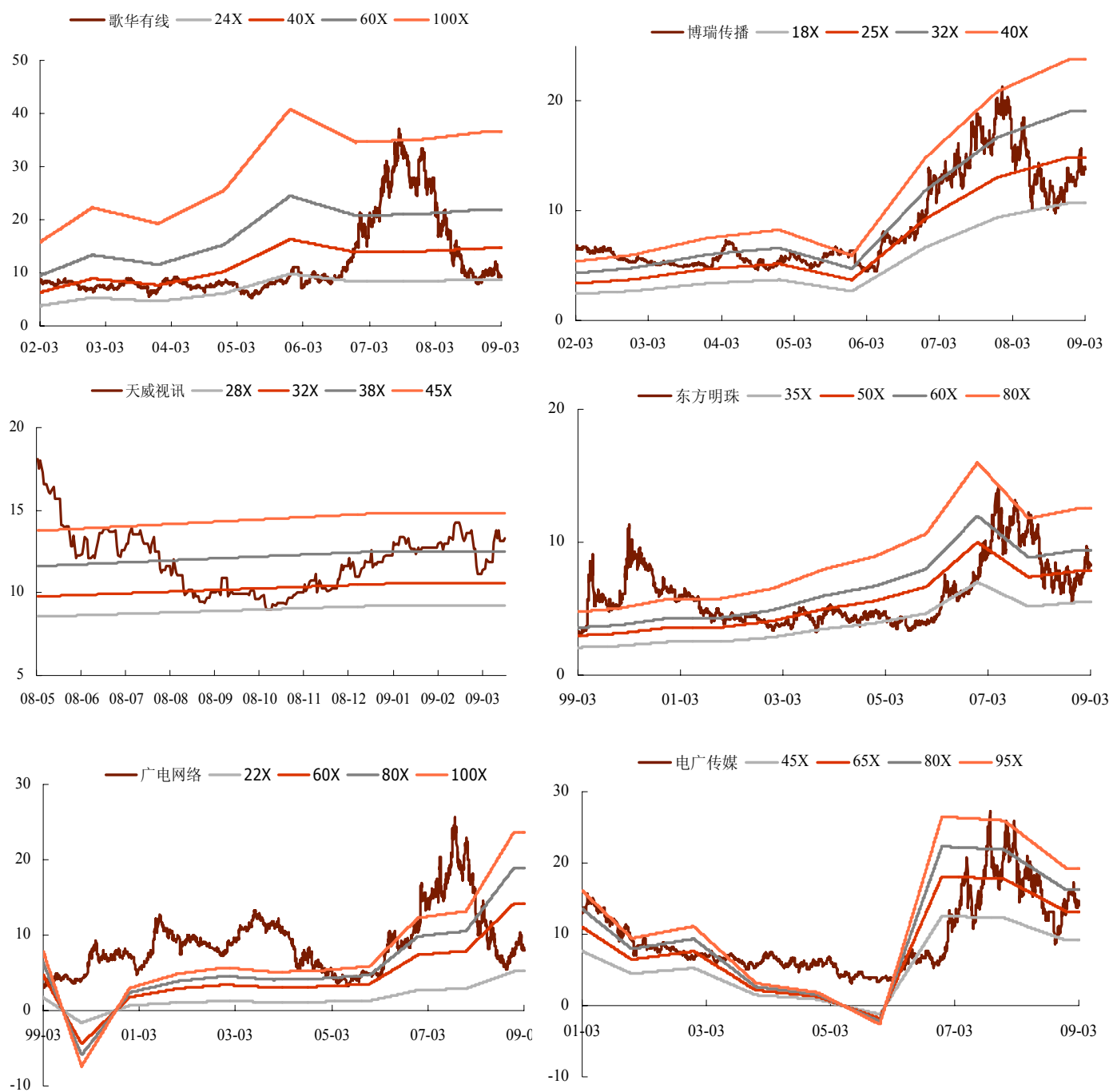
资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

图 2：传媒板块相比大盘估值的溢价率



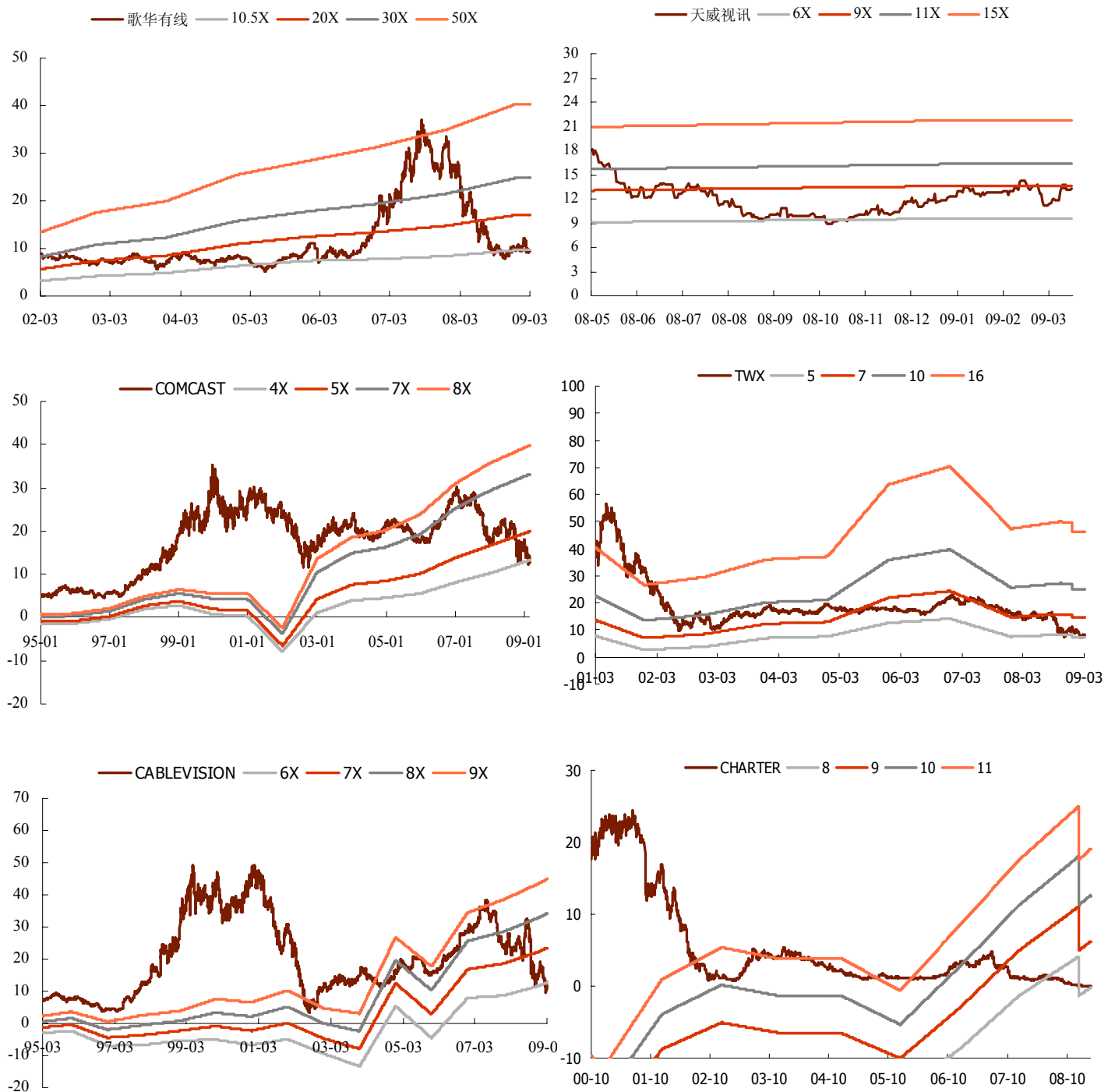
资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

图 3：重点关注传媒企业 PE BAND



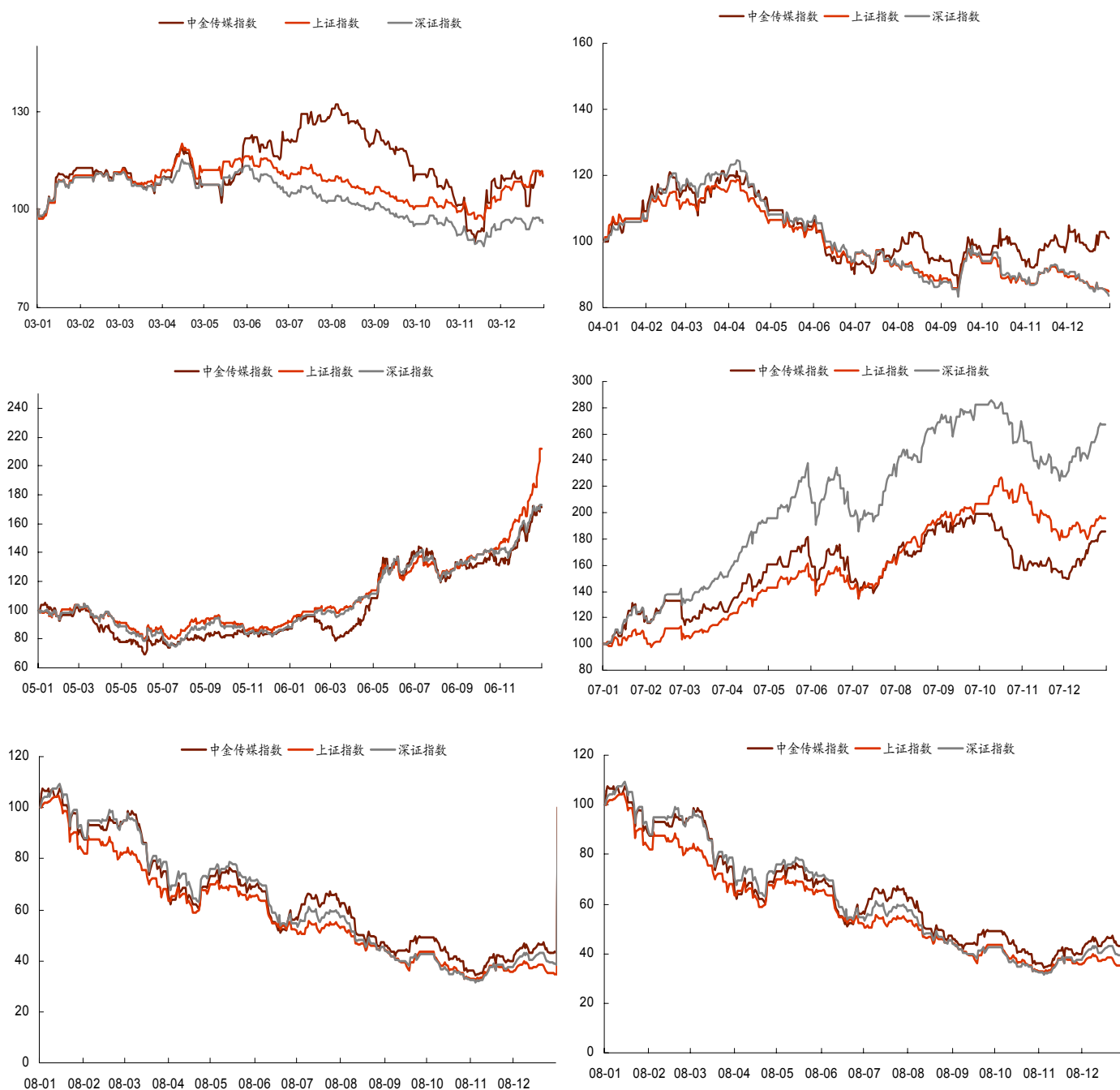
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 4：有线网络公司 EV/EBITDA BAND



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 5：传媒板块相对大盘表现（2003-至今）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。