

行业深度研究

传媒行业

2009 年二季度投资策略

中性

(维持评级)

2009 年 3 月 20 日

投资策略报告

本报告的独到之处

- 首次从成长性和周期性角度研判传媒子行业
- 首次对 A 股传媒三大子行业进行预测
- 指出有线网络短、中、和长期的增长动力

传媒行业分析师：陈财茂

电话：021-68866236

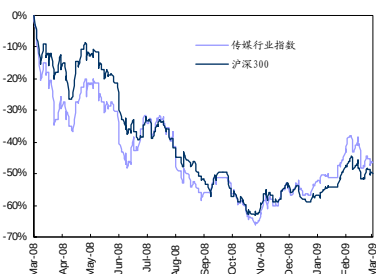
E-mail: chenmc@guosen.com.cn

传媒行业首席分析师：廖绪发 CFA

电话：021-68866237

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

一年收益率比较



资料来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

相关报告：

《优选“第一象限”公司》12/08/08

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

优选“确定性增长”的公司

● 维持行业“中性”评级，谨慎推荐“有线网络”子行业

A 股传媒行业 09 年平均 PE 为 36 倍，估值并不便宜，维持“中性”评级，建议配置确定性增长的品种。子行业中首选“高增长、弱周期”的有线网络，维持“谨慎推荐”评级；其次是“低成长、抗周期”的图书出版，维持“中性”评级；最后是“高增长、强周期”的广告行业，目前投资为时过早，维持“中性”评级。

● 有线网络：确定性高增长的子行业

短期内（2008-10），增长动力来自于数字化整转；中期内（2010-15），区域内的网络整合将驱动用户跨越式增长；长期后（2015 年以后），增值业务将成为持续增长的源动力。我们预计，至 2010 年，全国数字电视整转比率将达到 49.5%，用户规模将达到 9383 万户；2008-10 年有线电视用户规模的 CAGR 为 7.5%，收视费收入的 CAGR 为 16.7%。

● 图书出版：文化体制改革深化催生跨区域整合

图书出版属于典型的“低成长、抗周期”行业，预计 2008-10 年，图书销售总额的 CAGR 为 4.3%，其中中小学教材教辅为-3.3%，一般图书为 8.1%。投资机会在于文化体制改革深化带来跨区域重组。新闻出版总署最近提出最近两年出版业至少要出现三个“双百亿”的企业，但我们判断这三个“双百亿”的企业均为非上市公司，预计在江苏凤凰出版集团、浙江出版集团、湖南出版集团和河南出版集团中产生。

● 广告行业：增速下滑趋势并未改变

广告行业属于典型的“高成长、强周期”行业，全国广告总额 CAGR（2002-07），为 14%，广告增速与名义 GDP 增速的相关系数为 0.714。我们维持前期的看法，受累于经济周期下行和后奥运效应，09 年广告增速将大幅下降。预计 2008-09 年，广告总额增速分别为 15.2% 和 6.8%，电视广告增速分别为 21.7% 和 12.7%，报纸广告增速分别为 20.7% 和 11.2%，目前投资这一行业为时过早。

结合当前的估值水平，我们的推荐顺序是：天威视讯（推荐）、博瑞传播（推荐）、时代出版（谨慎推荐）、广电网络（谨慎推荐）。

内容目录

投资摘要	4
寻找增长确定的子行业	5
有线网络：高成长、弱周期	5
短期驱动力：数字化整转加速	5
中期驱动力：区域内外整合推动用户跨越式增长	7
长期驱动力：增值业务持续提升 ARPU	8
图书出版：体制改革孕育投资机会	9
行业特点：低成长、抗周期	10
“双百亿”：跨区域整合势在必行	10
广告行业：增速下滑的趋势并未改变	11
受累于经济周期下行	12
选择受累相对较小的媒介	13
投资策略：寻找确定性增长的公司	13
重点公司点评	14
天威视讯：整合价值仍被低估，推荐	14
博瑞传播：内涵与外延双轮驱动，推荐	15
时代出版：打造出版业的内容运营商，谨慎推荐	17
广电网络：垄断价格被低估，谨慎推荐	18
免责条款：	20

图表目录

图 1：2008 年上半年主要机顶盒厂商市场份额	6
图 2：2008 年 4 季度主要 CA 卡厂商市场份额	6
图 3：区域割据和内容匮乏制约增值业务的发展	9
图 4：有线网络收入增速（中国 VS 美国）	9
图 5：有线网络收入/居民消费支出（中国 VS 美国）	9
图 6：全国中小学生不断下降（普通初中+小学）	10
图 7：中小学教材教辅销售已经出现下滑	10
表 1：传媒各子行业成长性 VS 周期性	5
表 2：天威视讯历年机顶盒招标价格	6
表 3：有线网络行业预测简表	7
表 4：打破有线网络区域割据的路径	7
表 5：A 股有线网络资产整合进展	7
表 6：A 股有线网络资产历次收购定价	8
表 7：图书出版行业预测简表	10
表 8：2006 年全国出版集团资产、收入规模排序	11

表 9: A 股传媒公司 历次收购定价（平面媒体）	11
表 10: 广告行业预测简表	12
表 11: A 股传媒行业重点公司盈利预测与投资评级	13
表 12: A 股传媒行业投资主题	14
表 13: 天威视讯盈利预测与关键财务指标	15
表 14: 博瑞传播盈利预测与关键财务指标	16
表 15: 时代出版盈利预测与关键财务指标	18
表 16: 广电网络盈利预测与关键财务指标	19

投资摘要

A 股传媒行业 09 年 PE 平均为 36 倍，估值并不便宜，行业不存在系统性投资机会，我们维持行业“中性”的投资评级，并建议配置确定性增长的品种。子行业中首选“高增长、弱周期”的有线网络，维持“谨慎推荐”评级；其次是“低成长、抗周期”的图书出版，维持“中性”评级；最后是“高增长、强周期”的广告行业，目前投资为时过早，维持“中性”评级。

有线网络：短期内（2008-10），增长动力来自于数字化整转；中期内（2010-15），区域内的网络整合将驱动用户跨越式增长；长期后（2015 年以后），增值业务将成为持续增长的源动力。我们预计，至 2010 年，全国数字化整转比率将达到 49.5%，用户规模将达到 9383 万户；2008-10 年有线电视用户规模的 CAGR 为 7.5%，收视费收入的 CAGR 为 16.7%。

图书出版：属于典型的“低成长、抗周期”行业，预计 2008-10 年，图书销售总额的 CAGR 为 4.3%，其中中小学教材教辅的 CAGR 为-3.3%，一般图书为 8.1%。投资机会在于文化体制改革深化带来跨区域重组。但新闻出版总署最近提出最近两年出版业至少要出现三个“双百亿”的企业，我们判断这三个“双百亿”的企业均为非上市公司，预计在江苏凤凰出版集团、浙江出版集团、湖南出版集团以及河南出版集团中产生。

广告行业：典型的“高成长、强周期”行业，全国广告总额 CAGR（2002-07），为 14%，广告增速与名义 GDP 增速的相关系数为 0.714。我们维持前期的看法，受累于经济周期下行和后奥运效应，09 年广告增速将大幅下降。预计 2008-09 年，广告总额增速分别为 15.2%和 6.8%，电视广告增速分别为 21.7%和 12.7%，报纸广告增速分别为 20.7%和 11.2%，目前投资这一行业还为时过早。

结合当前的估值水平，我们的推荐顺序是：天威视讯（推荐）、博瑞传播（推荐）、时代出版（谨慎推荐）、广电网络（谨慎推荐）。

寻找增长确定的子行业

在 A 股传媒可投资的子行业中，有线网络具有“高成长性、弱周期性”的特点，是配置的首选标的；（在此，我们以行业过去 5 年收入的 CAGR 来衡量成长性，以行业增速与名义 GDP 增速的相关性来衡量周期性。）图书出版的特点是“低成长性、抗周期性”，是配置的次优标的；而广告行业则表现出“高成长性、强周期性”，目前经济下行的趋势没有改变，并非配置的好时机。

表 1：传媒各子行业成长性 VS 周期性

子行业	CAGR(02-07)	相关系数 (与名义 GDP 增速)	样本数 (样本期间)
有线网络	19.5%	0.173	8(00-07)
用户	9.1%	(0.371)	5(03-07)
ARPU	9.5%	(0.425)	5(03-07)
图书出版	5.6%	(0.306)	8(00-07)
中小学教材	-3.3%	(0.418)	8(00-07)
一般图书	11.3%	(0.115)	8(00-07)
广告	14.0%	0.716	25(84-07)
电视广告	13.9%	0.508	25(84-07)
电台广告	23.5%	0.601	25(84-07)
报纸广告	11.3%	0.650	25(84-07)
期刊广告	11.7%	0.459	25(84-07)
户外广告	14.5%	0.145	5(03-07)

资料来源：国家广电总局 新闻出版总署 国家统计局 CEIC 国信证券经济研究所

有线网络：高成长、弱周期

短期内（2008-2010），有线网络的主要增长动力来自于数字化整转；中期内（2010-2015），区域外部的网络整合将驱动用户跨越式增长；长期后（2015 年以后），增值业务将成为持续增长的源动力。

短期驱动力：数字化整转加速

数字化驱动收入增长的原因在于数字电视的提价，而驱动利润增长的逻辑则在于提价幅度覆盖了折旧摊销与财务费用的增加。目前，各地整转正在提速，原因主要包括：

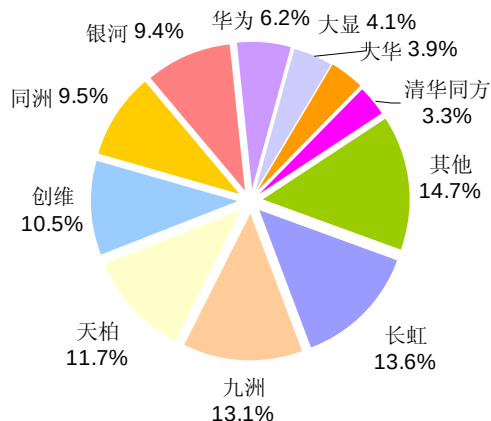
1、机顶盒价格逐步回落。相对于垄断的有线网络运营商，机顶盒制造商竞争较为充分，CR4 不足 50%；尽管 CA 卡市场份额更加集中，但也是一个垄断竞争的市场，正因如此，机顶盒和智能卡价格正在持续下降。

2、降息的累积效应有效缓解财务费用压力。2008 年年 9 月 16 日以来，一年期贷款基准利率累计下调 216 个基点（从 7.47% 下降到 5.31%），如果按照每户 600 元的整转投入（假定机顶盒加卡 350 元/户，网络改造 250 元/户），每年财务费用将减少 13 元/户。

3、营业税优惠申请将于 2010 年截止。国办发 2008 年 1 号文（《国务院办公厅转发发展改革委等部门关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》）第九条明确规定：“2010 年年底以前，广播电视运营服务企业收取的有线数字电视基本

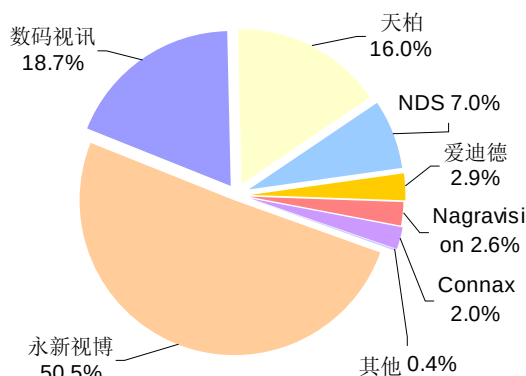
收视维护费，经省级人民政府同意并报财政部、税务总局批准，免征营业税，期限最长不超过三年。”有线网络运营商的收视维护费通常按照 5% 的税率缴纳营业税(另加 7% 的城建税和 3% 的教育附加)。如果按照每户 24 元/月的收费标准，营业税减免直接导致每户每年节省成本 15.8 元。

图 1: 2008 年上半年主要机顶盒厂商市场份额



资料来源: 赛迪顾问 国信证券经济研究所

图 2: 2008 年 4 季度主要 CA 卡厂商市场份额



资料来源: 易观国际 Enfodesk 国信证券经济研究所

表 2: 天威视讯历年机顶盒招标价格

供应商	合同日	型号	类型	数量(万台)	价格(万元)	单价(元/台)
迪威特	2005-10	NDSCA-TCS7112	单向	10	5190	519
同洲电子	2006-12	Anysight100CM	双向	1	720	720
同洲电子	2007-05	-	单向	2	760	380
同洲电子	2007-12	-	单向	2	676	338
同洲电子	2008-02	-	单向	2	676	338
九州	2006-06	DVC-2018ND	单向	2	860	430
九州	2007-04	DVCI-2188ND	单向	2	1200	600
九州	2008-03	DVCI-2188ND	单向	2	1080	540
创维	2006-06	C6000NDS	单向	1	400	400
创维	2007-07	C6000NDS	单向	2	690	345

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

4、外部竞争压力加剧倒逼运营商加快整转。有线网络、卫星直播、地面数字、IPTV 等四种传输方式，前面三种由国家广电总局统一协调管理，而 IPTV 则归属于工信部监管，2008 年重组完成后，电信运营商加大了 IPTV 的推进力度，对有线网络构成较大的威胁，相对于模拟电视，IPTV 最大的优势在于双向互动，而网络双向化改造以及数字化整转正好弥补了有线电视的这一缺陷。以上海为例，2007 年 IPTV 用户 22 万，数字电视用户 21 万；到了 2008 年，IPTV 用户 75 万，数字电视用户也达到了 71 万户。

5、从通胀步入通缩缓解了数字电视的提价压力。2008 年 4 月份，CPI 曾经高达 8.5%，而到了 2009 年 2 月，已经从通胀进入了通缩，CPI 已经下降至-1.6%，这给数字电视的提价提供了较好的外部环境，也提高了整转的积极性。

综合来看，尽管 2008 年 1 号文制定的整转目标难以完成，但是整转速度已然加快。我们预计，至 2010 年，全国数字化整转比率将达到 49.5%，用户规模将达到 9383 万户；2008-2010 年有线电视用户规模的 CAGR 为 7.5%，收视费收入的 CAGR 为 16.7%。

表 3: 有线网络行业预测简表

万户、百万元、%	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
有线电视用户	12,842	13,995	15,279	16,342	17,633	18,973
yoy		9.0%	9.2%	7.0%	7.9%	7.6%
北京	282	319	344	382	397	421
上海	427	448	499	527	554	578
陕西	300	339	372	402	429	453
湖南	429	470	510	544	578	613
广东	1,116	1,248	1,333	1,482	1,616	1,745
其他	10,288	11,171	12,220	13,005	14,059	15,162
数字电视用户	397	1,266	2,347	4,503	6,710	9,383
数字化率	3.1%	9.0%	15.4%	27.6%	38.1%	49.5%
北京		20	121	193	238	286
上海			21	71	141	205
陕西		20	53	100	165	217
湖南			120	270	374	488
广东			120	201	370	507
收视费收入	15,955	18,355	21,200	24,613	28,847	33,722
yoy	16.8%	15.0%	15.5%	16.1%	17.2%	16.9%

资料来源: 国家广电总局 各省市统计公报 国信证券经济研究所

中期驱动力: 区域内外整合推动用户跨越式增长

有线网络行业具有明显的规模效应,但目前国内条块分割的现状阻碍了规模效应的发挥,打破区域割据的局面具有必要性、现实性和紧迫性,从步骤来看,我们认为,可以分为四步走: 区域内的整合(市网、省网)、跨区域参控股、跨区域业务合作、最后是跨区域一体化。

表 4: 打破有线网络区域割据的路径

区域内整合	跨区域参控股	跨区域业务合作	跨区域一体化
● 主体: 属同一广电集团 ● 动力: 统一经营,发挥规模效应 ● 阻力: 人事安排等 ● 案例: 北京歌华收购十郊县有线网络资产、陕西广电网络收购陕西 11 地市有线网络资产、深圳天威视讯收购南油站、江苏有线网络重组、湖南有线网络重组。	● 主体: 属不同广电集团 ● 动力: 出售股权方对资金的需求 ● 阻力: 只允许参股而不允许控股,收购价格更易发生分歧 ● 案例: 中信国安参股 19 个地市的有线网络资产、东方明珠收购太原有线 50% 的股权、北京歌华有线收购涿州有线网络资产。	● 主体: 属不同广电集团 ● 动力: 业务本身具有跨区域的特点(例如语音、视频业务) ● 阻力: 目前各大有线网络运营商实力半斤八两,多数管理层习惯于事业单位的经营风格,依靠基本收视费企业也能正常运作。 ● 案例: 目前尚无相关合作。	● 主体: 属不同广电集团 ● 动力: 内部动力来自于统一经营,最大化发挥规模效应;外部动力来自国家广电总局等相关行政部门的行政推动 ● 阻力: 利益分配、人事安排等将构成最大的障碍 ● 案例: 跨区域一体化形成统一的网络,对中国有线网络运营商任重而道远,但却是一个长期方向。

资料来源: 国信证券经济研究所

表 5: A 股有线网络资产整合进展

公司	地区	持股比例	用户规模(万户)	市网整合	省网整合	跨省整合
歌华有线	北京	100%	382	已完成	..	整合了涿州
东方明珠	上海	39%	554	已完成	..	参股广电网络
广电网络	陕西	100%	429	已完成	已完成	..
电广传媒	湖南	62%	270	..	正在进行,除中信国安资产外,预计 2009 年年底完成 80 万户的整合规模	..
天威视讯	深圳	100%	103	关外资产还未整合(宝安、龙岗、光明新区、盐田共计约 150-160 万户)	广东省用户规模约 1500 万户,目前天威视讯是该省有线网络唯一上市平台。	..
中信国安	各地	44%	840	..	..	参股全国众多地区,江苏、湖南等

资料来源: 各公司公告 各省市统计公报 国信证券经济研究所

目前 A 股上市公司中,歌华有线、东方明珠(东方有线)已经完成了市网的

整合，广电网络则已经完成了省网的整合；电广传媒正在进行省网的整合；而天威视讯还未完成市网的整合，更别谈广东省网。**正因如此，天威视讯对于网络资产的整合空间最大。**

有线网络资产整合对相关公司带来的效应包括：

1、折价效应。不管是对集团内部资产的收购，还是跨区域的整合，一级市场上的收购定价都低于二级市场，折价收购对收购方现有股东的价值提升不言而喻。

2、协同效应。因规模经济而带来的协同效应在有线网络行业表现得尤为明显。户均管理成本、资本开支的下降，以及对增值业务的推动都是最好的明证。

表 6：A 股有线网络资产历次收购定价

公司	公告时间	收购资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	PS	PE	PB	每户 价值
东方明珠	2007-4	东方有线	10%	160		12.5	2.4	364
		太原有线	50%	220	2.4	..	1.7	677
歌华有线	2001-12/2002-2	北京远郊有线网络资产	100%	165	..	..	..	335
	2004-9	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459
广电网络	2006-4	陕西 11 地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388
中信国安	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19%	71	1.5	70.1	1.0	319
电广传媒	2007-12	湖南广播电视网络有限责任公司	38%	38	4.7	..	..	
	2006-4	湖南广播电视网络有限责任公司	62%	62	4.4	..	3.1	
天威视讯	2007-9	深圳南油广播电视台	100%	53	..	..	1.7	
mean					3.3	25.2	1.6	423.6
median					3.3	14.7	1.4	376.0

资料来源：各公司公告 国信证券经济研究所

长期驱动力：增值业务持续提升 ARPU

目前，市场对有线电视增值业务普遍比较悲观，因为看到已经完成整转的运营商增值业务开展并不理想。但是我们认为，增值业务必将成为有线网络长期增长的动力，不断提升 ARPU 值。

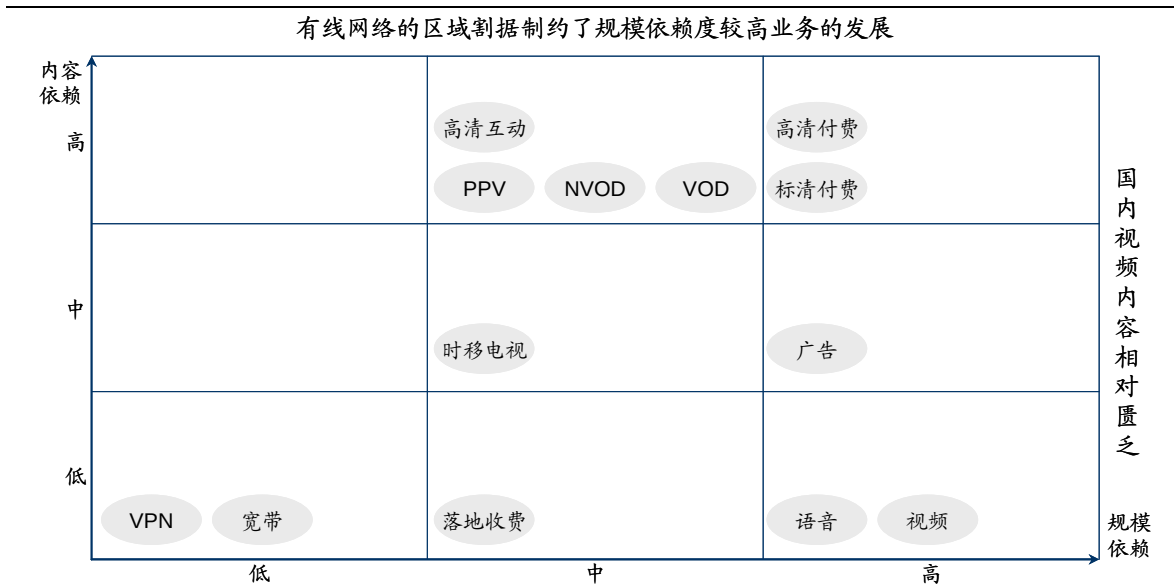
1、数字用户持续增长打破规模制约。从内容和规模两个视角对现有 13 种典型的增值业务进行分析，国内运营商经营相对成功的是“内容依赖度低、规模依赖度低”的业务，而“内容依赖度高、规模依赖度高”的业务发展比较缓慢。其原因在于目前国内的运营商两个方面都比较稀缺。但是，规模不足制约正在逐渐打破。（1）整转使得数字用户不断增加。（2）市网、省网、乃至跨地区的整合正在持续推进。

2、增值业务正在酝酿新的商业模式创新。这包括两个方面：（1）目前，付费频道、视频点播等业务的模式仍然依赖于向用户收费，但正酝酿转向依赖广告。（2）在节目包的设计上，目前收取基本收视费，可以收看 50-70 个频道，用户没有太多的选择权，目前部分运营商正在设计另外一种收费模式：取消基本收视费，完全按照用户需求设计节目包，分别收费。

3、与美国相比，中国有线电视收入增长空间巨大。中国有线电视收视收入增长远超美国，02-07 年的 CAGR 达到了 19.5%，而同期美国有线网络收入的

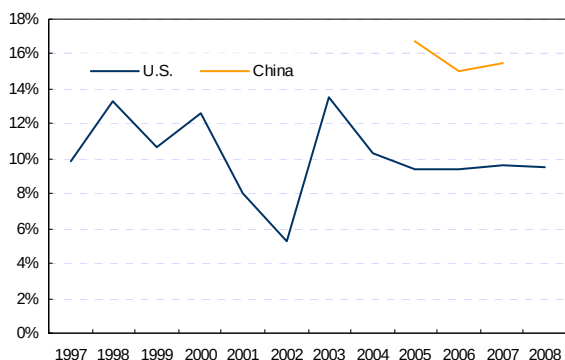
CAGR 为 9.6%。而从有线网络收入/居民消费支出的比例来看，中国和美国表现出了持续增加的趋势，但是中国的这一水平远低于美国，2006 年，中国的这一比例仅为 0.23%，而美国则达到了 0.78%，是中国的 3.4 倍。如果中国也达到这一水平，那即使不考虑消费支出的增长，全国有线网络收入也还有 2.4 倍成长空间。

图 3：区域割据和内容匮乏制约增值业务的发展



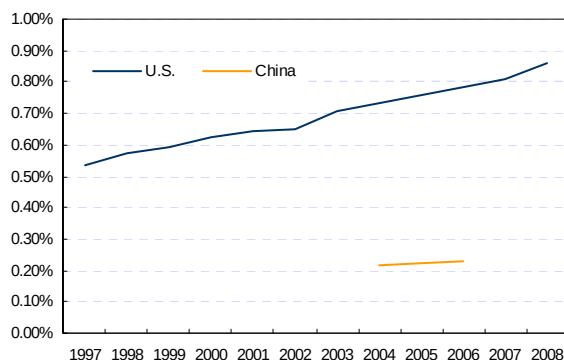
资料来源：国信证券经济研究所

图 4：有线网络收入增速（中国 VS 美国）



资料来源：CEIC 国家统计局 国信证券经济研究所

图 5：有线网络收入/居民消费支出（中国 VS 美国）



资料来源：CEIC 国家统计局 国信证券经济研究所

图书出版：体制改革孕育投资机会

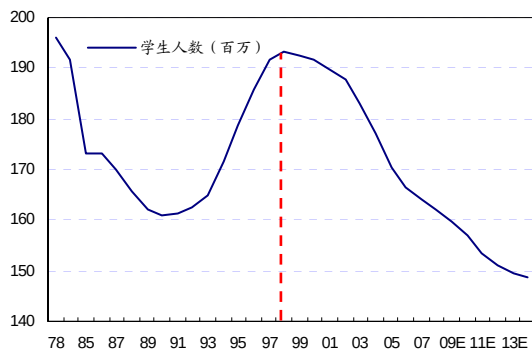
目前 A 股出版类的上市公司仅辽宁的出版传媒 (IPO) 和安徽的时代出版 (借壳上市)。

行业特点：低成长、抗周期

过去 5 年（02-07）年，全国图书销售总额 CAGR 为 5.6%，低于同期 GDP 的增速，属于典型的低成长行业，而中小学教材教辅 CAGR 更是下降了 3.3%，其原因主要在于 1998 年以来中小学生数量不断下降，年均下降率约为 1.7%。

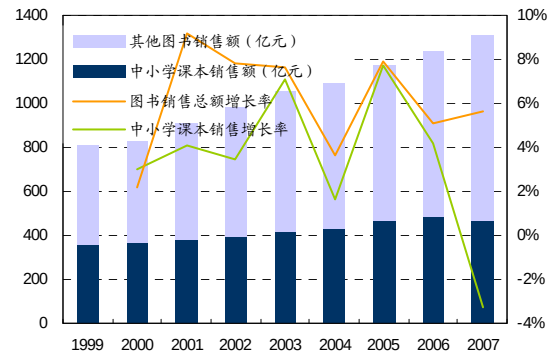
但图书出版行业具有明显的抗周期性，图书销售收入增速与名义 GDP 的相关系数为-0.306（尽管我们只有 8 个样本）。

图 6：全国中小学生不断下降（普通初中+小学）



资料来源：教育部 国信证券经济研究所

图 7：中小学教材教辅销售已经出现下滑



资料来源：新闻出版总署 国信证券经济研究所

表 7：图书出版行业预测简表

亿元, 亿册	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
图书销售总额	1052	1091	1177	1236	1305	1359	1420	1481
yoy	7.6%	3.7%	7.9%	5.0%	5.6%	4.1%	4.5%	4.3%
中小学课本	422	429	462	482	466	450	436	422
文化教育类	278	319	341	344	367	371	375	378
大中专教材	74	85	102	103	119	143	170	196
哲学社科类	74	69	77	88	103	122	141	156
文学艺术类	56	56	60	64	70	75	81	87
自然科技类	88	84	80	93	101	102	102	103
少儿读物类	39	27	33	34	40	49	59	71
其他类	22	21	21	28	39	47	57	69
图书销售总量	157	151	152	150	154	155	157	159
yoy	-2.0%	-3.8%	0.1%	-1.1%	2.7%	1.0%	1.3%	1.3%
中小学课本	83.0	80.9	80.0	78.6	79.4	78.1	76.9	75.7
文化教育类	44.5	46.8	47.5	46.6	45.8	44.9	44.0	43.2
大中专教材	4.8	5.4	5.8	5.4	6.9	8.2	9.7	11.2
哲学社科类	5.9	4.7	4.5	4.8	5.8	6.8	7.8	8.6
文学艺术类	4.8	4.0	4.3	4.3	4.5	4.7	5.0	5.2
自然科技类	5.9	4.7	4.3	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6
少儿读物类	5.9	3.2	3.8	3.5	4.0	4.6	5.3	6.1
其他类	2.6	1.8	1.4	1.7	2.8	3.3	4.0	4.8

资料来源：新闻出版总署 国信证券经济研究所

我们预计 08-10 年，图书销售总额的 CAGR 为 4.3%，其中中小学教材教辅为-3.3%，一般图书为 8.1%。

“双百亿”：跨区域整合势在必行

因图书出版行业成长性较差，其投资机会主要来自于文化体制改革不断深化

下的并购重组。自 2003 年文化体制改革启动以来，先后经过了事转企、经营性资产上市、整体上市，目前，跨区域的并购也正在试点推进。2008 年 12 月，新闻出版总署署长柳斌杰指出，跨地区组建联合出版传媒集团的工作，已经开始启动。最近两年，出版业至少要出现三个“双百亿”（资产和年销售收入均达 100 亿元）的企业。

1、三个“双百亿”预计均为非上市公司。从已上市的北方联合出版和安徽时代出版的资产和收入来看，距离“双百亿”还存在一定的差距，在两年内要达成这一目标存在不小的难度。差距最小的分别是：江苏凤凰出版集团、浙江出版集团、湖南出版集团以及河南出版集团，不出意外，三个“双百亿”将从这四个集团中产生。

表 8：2006 年全国出版集团资产、收入规模排序

亿元，%	总资产	净资产	销售收入	税前利润	造货码洋	发货码洋	销售利润率
江苏凤凰出版集团	88.9	48.6	84.0	6.4	32.3	31.9	7.6%
浙江出版集团	75.1	44.5	75.1	3.6	17.1	34.2	4.8%
湖南出版集团	68.0	32.0	61.0	3.1	18.5	26.0	5.1%
河南出版集团	63.8	29.5	58.8	1.5	15.7	15.4	2.5%
中国出版集团	52.7	18.2	38.3	1.4	22.1	17.2	3.7%
河北出版集团	47.2	25.6	37.7	1.8	10.5	9.9	4.9%
江西出版集团	42.7	28.5	34.3	2.1	..	..	6.0%
山东出版集团	75.0	32.0	33.0	1.8	15.0	..	5.5%
山西出版集团	22.7	9.8	30.8	0.6	9.3	6.3	1.9%
广东出版集团	39.1	25.3	28.2	1.6	14.9	12.1	5.5%
云南出版集团	23.5	10.3	23.5	1.4	8.7	8.0	6.0%
湖北长江出版集团	26.7	17.5	17.8	1.1	12.2	13.6	6.4%
辽宁出版集团	23.9	8.6	16.2	1.0	11.4	18.2	6.1%
贵州出版集团	14.5	8.7	15.5	0.8	5.0	4.6	5.0%
黑龙江省出版总社	13.3	7.1	13.8	0.4	6.2	1.8	2.8%
高等教育出版社	22.8	18.8	11.8	3.1	24.0	25.4	26.0%
吉林出版集团	21.8	7.2	11.1	0.9	4.6	4.0	8.1%
安徽出版集团	31.5	18.9	10.1	1.6	16.9	15.4	16.1%

资料来源：新闻出版总署 国信证券经济研究所

表 9：A 股传媒公司历次收购定价（平面媒体）

公司	公告时间	资产类别	收购比例	收购价格（百万）	P/S	市盈率	市净率
东方明珠	2001-11	两报一刊	80%	400	8.3	10.1	..
新华传媒	2006-8	新华发行集团资产	100%	649	0.5	18.2	1
	2007-5	解放日报资产	51-100%	2026	1.8	12.8	7.6
	2008-4	杨航传媒	70%	34	0	6.6	..
	2008-5	嘉美广告	100%	112	0.6	6.5	9.1
华闻传媒	2006-8	时报传媒	84%	84	0.6	2.1	1
	2007-4	华商传媒	31%	270	1.1	7.4	1.7
	2007-12	辽宁盈丰	85%	20	0.2	18	1.1
		重庆华博	85%	20	0.4	..	1.2
		天津华商	90%	10	..	..	1.4
		北京华商	85%	10	57	..	1.2
博瑞传播	2000-9	博瑞广告	35%	50	..	..	1
	2001-4	博瑞广告	6%	9	..	..	1
	2001-11	博瑞印务	100%	80	2.9	5.7	2.3
		博瑞广告	39%	55	2.9	5.5	2.5
时代出版	2008-2	安徽出版集团资产	60-100%	1581	1.2	8.3	1.1
出版传媒	2008-7	辽少社	100%	22	0.9	12.1	1.1
	2008-7	春风社	100%	3	0.1	1.3	1.4
	2008-7	音像社	100%	3	0.4	5.1	1.5
mean					4.9	8.6	2.2
median					0.8	7.0	1.2

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

2、上市公司将成为最佳整合平台。辽宁出版集团已更名为“北方联合出版

集团”，成为跨区域整合的试点，这体现了当局试图通过资本运作快速完成跨区域整合的使命，上市公司无疑是最佳平台。（1）北方联合出版集团整合的对象极有可能是黑龙江和吉林。（2）本次试点的特征是整合邻近区域、规模上大整小。（3）目前安徽周边的几个省，规模都不小，暂时还看不到整合的迹象。

广告行业：增速下滑的趋势并未改变

广告行业具有“高成长、强周期”性的特点，02-07年，全国广告总额 CAGR 为 14%，广告增速与名义 GDP 增速的相关系数也达到了 0.714。

受累于经济周期下行

我们在前期的报告中，对广告行业进行了较多的论述（参见 2008 年 12 月 8 日，《优选“第一象限”公司》）。主要观点包括：

1、广告是典型的周期性行业，回顾过去 26 年（1982 年-2007 年）的经验，广告增速与名义 GDP 的相关系数达到了 0.714。

2、根源在于广告客户的周期性。两类典型的行业如房地产和汽车广告占据了广告收入总额的 15-20%。

3、后奥运效应制约 09 年广告增速。（1）高基数致使 09 年广告增速减缓；（2）广告主透支广告预算和临时性广告支出的消退制约后奥运广告增长。

4、09 年广告增速将大幅下降。结合 Bloomberg 对中国实际 GDP 和 CPI 的预测，我们据此计算名义 GDP 增速，从而预测广告收入的增速，结果显示 08-09 年，广告总额增速分别为 15.2%和 6.8%，电视广告增速分别为 21.7%和 12.7%，报纸广告增速分别为 20.7%和 11.2%。

表 10：广告行业预测简表

亿元	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
广告总额	1,079	1,265	1,416	1,573	1,741	2,006	2,142
yoy	19.4%	17.2%	12.0%	11.1%	10.7%	15.2%	6.8%
房地产	159	125	127	160	183	216	233
汽车	47	59	70	97	119	143	157
药品	127	122	141	149	148	155	163
医疗服务	53	62	76	98	91	105	102
医疗器械	32	27	29	36	44	54	66
食品	100	107	137	136	141	145	150
酒类	44	37	46	47	52	56	60
化妆品	73	87	112	109	107	123	122
家用电器	88	77	77	89	94	113	108
服装服饰	44	29	35	44	49	55	60
烟草	13	18	18	17	17	18	18
其他	297	515	547	591	695	823	904
广告公司	445	565	615	631	688	750	788
兼营广告企业	55	46	57	60	119	131	137
电视台	255	292	355	404	443	539	608
电台	26	33	39	57	63	69	75
报社	243	231	256	313	322	389	432
杂志社	24	20	25	24	26	29	31
其他	31	77	69	84	79	98	71

资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

选择受累相对较小的媒介

在行业增速下滑的背景下，有两点需要注意：（1）由于各地产业结构差异较大，经济受影响的程度、时间显然不同，对广告的影响也分化明显。（2）广告主紧缩广告支出，对广告的效果更加关注。因此，我们认为以下媒体所受影响相对更小：

强势媒体：不论是全国性还是地方性的强势媒体，所受影响都要更小。央视、湖南卫视是全国性的强势媒体，而《成都商报》则是地方性的强势媒体。以湖南卫视为例，继 2008 年广告收入突破 15 亿元（同比增长 25%）后，管理层对 2009 年突破 18 亿元同样充满信心，这意味着 20% 的增长。

效果可测度且性价比高的媒体：典型的就依靠有效点击量收费的互联网媒体，而相对电视和报纸等传统媒体，核心地段的户外媒体性价比通常也比较高。

中西部地区媒体：因中西部地区的广告发展慢于东部地区，仍处于快速扩张期，另外，经济下滑从东部蔓延到中西部需要一段时间，因此，中西部媒介受影响的时间更晚，幅度也会更小。

投资策略：寻找确定性增长的公司

A 股传媒上市公司 09 年 PE 平均为 36 倍，已经不便宜，全行业并不存在系统性的投资机会，我们维持行业“中性”的投资评级，并建议配置确定性增长的品种。子行业中首选“高增长、弱周期”的有线网络，并维持“谨慎推荐”的评级；其次是“低成长、抗周期”的图书出版，并维持“中性”评级；最后是“高增长、强周期”的广告行业，我们认为目前并非投资的最好时机，维持“中性”评级。

结合当前的估值水平，我们的推荐顺序是：天威视讯（推荐）、博瑞传播（推荐）、时代出版（谨慎推荐）、广电网络（谨慎推荐）。

表 11：A 股传媒行业重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	EPS				3/11 收盘价	09PE	投资评级
		07A	08E	09E	10E			
002238	天威视讯	0.36	0.29	0.30	0.41	13.29	44.3	推荐
600880	博瑞传播	0.67	0.52	0.65	0.73	13.63	21.1	推荐
600551	时代出版	1.00	1.05	1.18	1.29	21.98	18.7	谨慎推荐
600831	广电网络	0.20	0.14	0.35	0.38	8.19	23.3	谨慎推荐
600037	歌华有线	0.35	0.31	0.23	0.25	9.29	39.7	中性
600386	北巴传媒	0.12	0.20	0.36	0.40	10.87	30.2	中性
600825	新华传媒	0.26	0.43	0.45	0.48	14.03	31.2	中性
000917	电广传媒	0.33	0.09	0.29	0.35	14.55	50.9	中性
600832	东方明珠	0.33	0.15	0.16	0.20	8.25	51.6	中性
600088	中视传媒	0.23	0.23	0.28	0.29	10.62	37.9	中性
000793	华闻传媒	0.11	0.12	0.14	0.15	4.00	28.6	中性
601999	出版传媒	0.19	0.19	0.20	0.21	8.17	40.9	中性
002181	粤传媒	0.26	0.00	0.04	0.04	6.83	194.8	中性
000504	赛迪传媒	0.01	-0.06	0.02	0.02	4.17	208.5	中性
000839	中信国安	0.42	0.18	0.22	0.27	10.78	49.7	谨慎推荐

资料来源：国信证券经济研究所

同时，我们也建议投资者根据自身投资风格适当关注传媒行业的主题性投资机会（见下表）。

表 12: A 股传媒行业投资主题

代码	公司	创业板	重组	提价	世博	迪斯尼	新能源
002238	天威视讯		✓				
600880	博瑞传播	✓	✓				
600551	时代出版						
600831	广电网络						
600037	歌华有线			✓			
600386	北巴传媒						
600825	新华传媒		✓		✓	✓	
000917	电广传媒	✓	✓				
600832	东方明珠		✓	✓	✓	✓	
600088	中视传媒		✓				
000793	华闻传媒		✓				
601999	出版传媒		✓				
002181	粤传媒		✓				
000504	赛迪传媒						
000839	中信国安		✓				✓

资料来源: 国信证券经济研究所

重点公司点评

天威视讯: 整合价值仍被低估, 推荐

天威视讯的投资要点概括起来就是“**确定性成长+整合预期**”。

确定性增长: (1)、天威视讯于 05-06 年完成了深圳特区的数字化整转, 07-10 年是机顶盒摊销的高峰期, 每年摊销成本约 1.1 亿元, 到 2011 年, 机顶盒摊销基本结束后, 业绩将大幅释放, 每股收益将达到 0.68 元。(2)、深圳特区是全国人均收入最高的城市之一, 付费频道和视频点播等增值业务将面临良好的发展机遇, 从而推动 ARPU 的持续增加。(3) 我们预计, 08-11 年收入年均复合增长率为 6.7%, 净利润的未来 3 年的 CAGR 达到 34%。

整合预期: (1) **整合关外资产。**关外约 150-160 万用户, 深圳广电集团全资控股光明新区和盐田区资产, 持有宝安和龙岗有线网络资产各 51%, 整合是必然趋势。(2) **广东省整合平台的猜想。**广东省共计拥有 1500 万用户, 而天威是省内唯一的有线网络上市平台, 省网的整合也是大势所趋。整合不仅体现为收购折价, 也对促进增值业务发展至关重要。

当前股价下, 天威的总市值约 35 亿元, 每户市值约 3500 元, 08-10 年 EV/EBITDA 分别为 11.6、10.2 和 8.9 倍, 即使对现有业务, 价值也存在低估。而考虑到公司对关外有线网络的整合预期, 更为重要的是, 公司可能成为广东省有线网络资产整合的平台, 应该享有更高的溢价, 我们继续维持“推荐”的投资评级, 建议投资者逢低买入, 长期持有。股价表现的催化剂来自于资产整合和业绩超预期。投资的风险在于国家可能放开城市的直播卫星业务、资产整合时点、定价、方式等存在不确定性。

表 13: 天威视讯盈利预测与关键财务指标

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	218	393	393	401	营业收入	654	710	764	815
应收款项	27	44	46	49	营业成本	437	481	508	511
存货净额	23	31	33	33	营业税金及附加	12	14	23	24
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	27	33	35	37
流动资产合计	268	467	472	483	管理费用	83	92	99	106
固定资产净额	609	856	931	1013	财务费用	27	17	5	(0)
无形资产及其他	485	367	250	146	投资收益	(0)	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	资产减值及公允价值	(3)	0	0	0
资产总计	1459	1712	1675	1663	补贴及营业外收支	11	17	5	0
短期借款及应付债券	250	50	50	50	利润总额	81	91	98	136
应付款项	145	137	141	138	所得税费用	10	15	18	28
其他流动负债	58	0	0	0	少数股东损益	(1)	0	0	0
流动负债合计	453	187	191	188	净利润	71	76	80	108
长期借款	200	200	100	0	关键财务与估值指标				
其他长期负债	113	115	110	115	每股收益	0.36	0.29	0.30	0.41
长期负债合计	313	315	210	115	每股红利	0.00	0.06	0.06	0.08
负债合计	765	502	401	303	每股净资产	3.40	4.48	4.72	5.04
少数股东权益	14	14	14	14	ROIC	8%	7%	6%	9%
股东权益	679	1196	1260	1346	ROE	10%	6%	6%	8%
负债和股东权益总计	1459	1712	1675	1663	毛利率	31%	30%	30%	34%
现金流量表 (百万元)					EBIT Margin	15%	13%	13%	17%
	2007	2008E	2009E	2010E	EBITDA Margin	30%	46%	47%	50%
净利润	71	76	80	108	收入增长	5%	9%	8%	7%
少数股东损益	(1)	0	0	0	净利润增长	8%	7%	5%	35%
折旧摊销	99	236	263	269	资产负债率	53%	29%	24%	18%
财务费用	28	17	5	(0)	息率	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
营运资本变动	(54)	(33)	(1)	(6)	P/E	49.8	46.4	44.3	32.8
其它	(0)	(57)	0	0	P/B	5.2	3.0	2.8	2.6
经营活动现金流	275	240	347	371	EV/EBITDA	20.6	11.6	10.2	8.9
资本开支	(88)	(365)	(220)	(247)	关键假设				
其它投资现金流	(40)	61	0	0		2007	2008E	2009E	2010E
投资活动现金流	(128)	(304)	(220)	(247)	数字终端 (万)	100	111	121	130
权益性融资	0	469	0	0	ARPU	25.4	25.5	25.6	25.7
负债净变化	50	(200)	(100)	(100)	宽带用户 (万)	27.3	31.3	34.3	36.3
支付股利、利息	144	32	21	21	ARPU	55.2	55.7	56.2	56.7
其它融资现金流	14	2	(5)	5	传输收入 (百万)	79	81	83	88
融资活动现金流	(80)	240	(126)	(116)	机顶盒摊销 (百万)	107	115	115	100
现金净变动	67	175	1	8	宽带业务毛利率	8.8%	7.6%	11.0%	16.6%
企业自由现金流	234	(144)	127	119	宽频出口每户成本 (	211	230	235	235
权益自由现金流	257	(361)	22	20					

资料来源: 公司资料和国信证券经济研究所预测

博瑞传播: 内涵与外延双轮驱动, 推荐

通过整合成都传媒集团的媒体资源, 及对外购并扩张, 博瑞传播将成为集报业、户外和广电为一体、区域性垄断的立体传媒集团, 资源整合后的巨大垄断性将不断提升其投资价值。

博瑞传播依托于实力雄厚的成都传媒集团, 并已建立了良好的股权激励机制, 这构筑了公司长期投资价值的基点。投资价值在于“确定性增长+整合预期”。

表 14: 博瑞传播盈利预测与关键财务指标

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	618	662	764	906	营业收入	809	952	1049	1149
应收款项	106	117	126	135	营业成本	430	495	532	570
存货净额	22	25	27	28	营业税金及附加	23	29	31	34
其他流动资产	0	2	2	2	销售费用	26	30	34	37
流动资产合计	746	805	919	1071	管理费用	91	90	100	109
固定资产净额	418	563	672	765	财务费用	(6)	(6)	(6)	(8)
无形资产及其他	97	111	116	113	投资收益	44	6	6	6
长期投资	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	(29)	10	8	0
资产总计	1439	1610	1838	2081	补贴及营业外收支	(2)	1	1	1
短期借款及应付债券	41	50	50	50	利润总额	257	330	374	414
应付款项	235	248	266	285	所得税费用	48	73	83	103
其他流动负债	23	30	30	30	少数股东损益	18	20	21	23
流动负债合计	299	328	346	365	净利润	192	238	269	287
长期借款	0	0	0	0	关键财务与估值指标				
其他长期负债	27	30	30	30	每股收益	0.52	0.65	0.73	0.78
长期负债合计	27	30	30	30	每股红利	0.11	0.19	0.22	0.23
负债合计	326	358	376	395	每股净资产	2.90	3.23	3.74	4.29
少数股东权益	48	68	89	112	ROIC	93%	50%	44%	42%
股东权益	1066	1185	1374	1575	ROE	18%	20%	20%	18%
负债和股东权益总计	1439	1610	1838	2081	毛利率	44%	45%	46%	47%
现金流量表 (百万元)					EBIT Margin	30%	32%	34%	35%
净利润	192	238	269	287	EBITDA Margin	37%	40%	41%	43%
少数股东损益	18	20	21	23	收入增长	14%	17.7%	10.2%	9.5%
折旧摊销	61	69	83	96	净利润增长	42%	24%	13%	7%
财务费用	(6)	(6)	(6)	(8)	资产负债率	23%	22%	20%	19%
营运资本变动	(2)	17	7	7	息率	0.8%	1.4%	1.6%	1.7%
其它	(6)	(0)	(5)	(5)	P/E	26	21	19	17
经营活动现金流	256	337	368	400	P/B	4.7	4.2	3.6	3.2
资本开支	(191)	(221)	(191)	(181)	EV/EBITDA	14.8	11.7	9.9	8.4
其它投资现金流	0	(19)	0	0	关键假设				
投资活动现金流	(191)	(240)	(191)	(181)	成都商报发行量 (万份)	60	60	60	60
权益性融资	32	0	0	0	零售 (万份)	20	20	20	20
负债净变化	0	9	0	0	征订 (万份)	40	40	40	40
支付股利、利息	47	66	75	78	成都商报广告增速	12%	5%	5%	5%
其它融资现金流	9	3	0	0	代理份额	32%	34%	35%	36%
融资活动现金流	(6)	(53)	(75)	(78)	印刷相关业务毛利率	32%	35%	36%	36%
现金净变动	60	44	103	141	销售费用率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
企业自由现金流	(303)	85	168	218	实际税率	18.5%	22.0%	22.3%	25.0%
权益自由现金流	(347)	100	175	226					

资料来源: 公司资料和国信证券经济研究所预测

确定性增长: (1) 期权费用确认于 2008 年截止, 节省管理费用 1291 万元。
(2) 《成都商报》发行费率的提高受益 2009 年全年, 新增收入约 5000 万元。
(3) 2008 年新增的户外广告资源在 2009 年集中受益, 预计户外广告收入将增长 100%, 达到 1 亿元左右, 三年内达到 2 亿元的目标也指日可待。

整合预期: (1) **集团资源的整合。**包括《成都日报》《成都晚报》的印刷业务、成都电视台的广告收入、成都有线网络资产、《每日经济新闻》报社等等, 这些整合预期始终存在。(2) **户外广告的对外整合。**并购是新增户外资源最为快

速的方式，公司极有可能通过这种方式整合省内户外资源以及进入省外市场。

即使不考虑集团资产注入，现有业务仍有望保持快速增长。预计 2009~11 年 EPS 分别为 0.55、0.73 和 0.78 元，净利润 CAGR 达 15%。当前股价即便对现有业务的价值也存在低估，考虑到公司未来可能的整合机会，公司应该享有一定的估值溢价，因此，我们继续维持“推荐”的投资评级，建议投资者逢低买入，长期持有。股价表现的催化剂包括（1）业绩超预期。（2）新增优质户外广告资源。（3）手中乾坤上市。而投资风险主要表现在公司房地产广告增长的不确定性（房地产约占到了公司广告总额的近 60%）。

时代出版：打造出版业的内容运营商，谨慎推荐

时代出版的投资要点在于“业绩稳定+受益于文化体制改革”。

1、中小学教材出版业务提供了良好的防御性。公司教材教辅占据了收入的 50%和毛利的 64%。跟随父母打工外出的学生回流、已有 70%的教材市场份额进一步扩大、以及教材价格的滞后调整奠定了这一业务的防御性。

2、优秀的编审团队保障了一般图书业务的快速成长。公司拥有成功出版过《鬼吹灯》和《虹猫蓝兔》系列图书的优秀编审团队，这正是公司的核心竞争力之一，从而支撑一般图书在未来三年超过 28%的复合增长率。

3、从内容供应商到内容运营商。公司目前与韩国富川签订了漫画合作、与 Uniservity 签订了网络教育合作的战略协议，与中国移动合作开发手机动漫业务等，突破了传统的出版业运营模式，从而最大化内容产业的价值。

4、未来出版行业的整合者。国家鼓励文化类企业跨媒体、跨地域发展的思路短期内不会改变，而先行一步整体上市的时代出版已经确立了在行业中的龙头地位，将成为后续行业整合的最大受益者。

5、纸价下调和税收优惠将提升业绩。10 月份以来的文化纸价格下调至少要持续 1-2 年，下调幅度将超过 20%，纸张成本占比高达 40%的出版商无疑是最大的受益者，另外，税收优惠也有望持续

我们预计，公司 2008~10 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.18 元和 1.29 元，对应的 PE 分别为 21 倍、19 倍和 17 倍，价值仍然存在低估，我们维持“谨慎推荐”的投资评级，股价表现的催化剂来自于畅销书的出版以及内容运营业务的快速发展、跨区域出版资源的整合，而投资风险主要表现在电子阅读对传统阅读方式的彻底颠覆，但我们认为这种可能性不大。

表 15: 时代出版盈利预测与关键财务指标

资产负债表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	494	571	678	798	营业收入	1324	1532	1681	1870
应收款项	548	620	675	746	营业成本	935	1097	1194	1327
存货净额	525	579	631	703	营业税金及附加	7	8	9	9
其他流动资产	18	18	18	18	销售费用	55	63	69	76
流动资产合计	1585	1789	2003	2265	管理费用	147	163	182	208
固定资产净额	622	684	740	792	财务费用	(2)	6	5	4
无形资产及其他	76	77	78	79	投资收益	15	3	3	3
长期投资	82	83	84	85	资产减值及公允价值	23	0	0	0
资产总计	2457	2633	2906	3221	补贴及营业外收支	37	20	20	20
短期借款及应付债券	95	90	90	90	利润总额	210	219	246	269
应付款项	514	608	674	761	所得税费用	4	3	4	4
其他流动负债	57	50	50	50	少数股东损益	10	11	12	13
流动负债合计	666	748	814	901	净利润	196	205	230	252
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	71	70	70	70	关键财务与估值指标	2007	2008E	2009E	2010E
长期负债合计	71	70	70	70	每股收益	1.00	1.05	1.18	1.29
负债合计	737	818	884	971	每股红利	0.00	0.16	0.18	0.19
少数股东权益	91	103	115	128	每股净资产	8.34	8.76	9.76	10.86
股东权益	1629	1712	1907	2121	ROIC	14%	15%	16%	16%
负债和股东权益总计	2457	2633	2906	3221	ROE	12%	12%	12%	12%
					毛利率	29%	28%	28%	29%
现金流量表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT Margin	14%	13%	14%	13%
净利润	196	205	230	252	EBITDA Margin	16%	16%	17%	16%
少数股东损益	10	11	12	13	收入增长	20%	16%	10%	11%
折旧摊销	34	45	51	56	净利润增长	5%	4%	12%	10%
财务费用	(2)	6	5	4	资产负债率	31%	31%	30%	30%
营运资本变动	66	9	(48)	(62)	息率	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%
其它	(22)	(46)	3	4	P/E	21.9	21.0	18.7	17.0
经营活动现金流	283	229	252	267	P/B	2.6	2.5	2.3	2.0
资本开支	(147)	(106)	(106)	(106)	EV/EBITDA	28.1	25.1	23.0	21.7
其它投资现金流	(7)	0	0	0					
投资活动现金流	(154)	(106)	(106)	(106)	关键假设	2007	2008E	2009E	2010E
权益性融资	33	0	0	0	出版收入增长率	14.6%	13.7%	13.5%	13.2%
负债净变化	0	(5)	0	0	教材教辅	9.2%	9.0%	8.5%	8.0%
支付股利、利息	(2)	36	39	42	出版业务毛利率	35.7%	35.2%	34.9%	34.6%
其它融资现金流	(47)	(30)	0	0	教材教辅	37.4%	37.0%	36.8%	36.6%
融资活动现金流	(12)	(70)	(39)	(42)	印刷复制收入增长率	66.6%	9.5%	8.6%	7.7%
现金净变动	117	53	107	120	物资销售增长率	40.4%	37.3%	-5.0%	6.2%
企业自由现金流	92	119	127	142	电子化工增长率	9.9%	9.5%	8.9%	8.6%
权益自由现金流	69	109	123	139	有效税率	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%

资料来源：公司资料和国信证券经济研究所预测

广电网络：垄断价格被低估，谨慎推荐

广电网络的投资要点在于“确定性增长+低估值”。

确定性增长：(1) 2008 年因退出广告业务而发生 2950 万元的营业外支出，2009 年将回复正常水平。(2) 机顶盒价格的下降导致整转已经能够获利，整转加速将提升业绩。(3) 陕西有线入户率较低，给公司的用户发展提供了广阔的空间。而随着城镇化水平的不断提高和收入水平的提升，入户率将持续增加。

低估值：PE 和 EV/EBITDA 估值的巨大差异给投资者提供了最好的买入机

会，市场往往简单以 PE 来判断公司的估值水平，而对处于整转过程的有线网络，这种估值方法明显不可取，因为短期内的巨额资本支出并不影响长期价值。根据我们的预测，对于当前的广电网络，

2008~10 年 PE 分别为 59 倍、23 倍和 21 倍，而 EV/EVITDA 则仅仅为 11.4 倍、9.3 倍和 7.6 倍，每户市值甚至约 680 元，接近东方明珠对太原有线的收购价值。价值已经被严重低估，建议投资者买入并长期持有，分享数字化后的高速成长。投资风险主要来自于直播卫星的对西部农村覆盖从而制约陕西省农村用户的

表 16: 广电网络盈利预测与关键财务指标

资产负债表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	631	50	50	109	营业收入	545	887	985	1271
应收款项	99	87	91	100	营业成本	381	561	602	806
存货净额	135	102	93	101	营业税金及附加	9	18	20	25
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	49	60	75	100
流动资产合计	866	239	233	310	管理费用	54	89	99	127
固定资产净额	2007	1958	1884	1772	财务费用	2	74	51	47
无形资产及其他	137	253	348	434	投资收益	5	2	0	0
长期投资	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
资产总计	3029	2453	2468	2519	补贴及营业外收支	(2)	(34)	0	0
短期借款及应付债券	117	122	189	100	利润总额	52	54	139	165
应付款项	404	374	334	384	所得税费用	9	6	21	36
其他流动负债	1168	100	5	5	少数股东损益	2	1	1	1
流动负债合计	1689	596	528	489	净利润	41	47	117	128
长期借款	200	700	700	700					
其他长期负债	0	0	0	0	关键财务与估值指标	2007	2008E	2009E	2010E
长期负债合计	200	700	700	700	每股收益	0.20	0.14	0.35	0.38
负债合计	1889	1296	1228	1189	每股红利	0.00	0.04	0.11	0.12
少数股东权益	17	18	19	20	每股净资产	5.39	3.42	3.66	3.93
股东权益	1123	1139	1221	1310	ROIC	8%	11%	8%	9%
负债和股东权益总计	3029	2453	2468	2519	ROE	4%	4%	10%	10%
					毛利率	28%	35%	37%	35%
现金流量表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT Margin	10%	18%	19%	17%
净利润	41	47	117	128	EBITDA Margin	27%	35%	40%	37%
少数股东损益	2	1	1	1	收入增长	81%	63%	11%	29%
折旧摊销	95	153	200	253	净利润增长	125%	14%	152%	9%
财务费用	11	74	51	47	资产负债率	63%	53%	50%	47%
营运资本变动	2	26	(34)	31	息率	0.0%	0.5%	1.3%	1.4%
其它	(5)	(1080)	(95)	1	P/E	67	59	23	21
经营活动现金流	146	(779)	240	460	P/B	2.4	2.4	2.2	2.1
资本开支	(139)	(219)	(220)	(227)	EV/EBITDA	20.7	11.4	9.3	7.6
其它投资现金流	(493)	(1)	0	0					
投资活动现金流	(632)	(220)	(220)	(227)	关键假设	2007	2008E	2009E	2010E
权益性融资	0	0	0	0	有线用户 (万户)	372	402	429	453
负债净变化	225	505	67	(89)	城镇用户	244	261	280	299
支付股利、利息	11	88	86	86	农村用户	128	140	149	155
其它融资现金流	(2)	0	0	0	数字用户 (万户)	53	100	165	217
融资活动现金流	211	417	(20)	(174)	渗透率	14%	25%	38%	48%
现金净变动	(275)	(581)	(0)	59	模拟收费标准 (元/月)	12.0	12.0	12.0	12.0
企业自由现金流	(492)	(965)	20	233	数字 ARPU (元/月)	23.9	23.3	23.4	29.5
权益自由现金流	(264)	(534)	35	97	有效税率	17%	12%	15%	22%

资料来源：公司资料和国信证券经济研究所预测

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为 10%—20 之间
	中性	预计 6 个月内，股价变动幅度介于±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业 投资评级	推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 10%—20 % 之间
	中性	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数±10%之间
	回避	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数±10%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料,我行业对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我行业及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我行业或关联机构可能会持有报告中所提到的行业所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些行业提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有,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。