

传媒

冷星星

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	15
总市值(亿元)	1168
占 A 股比例(%)	0.74%
平均市盈率(倍)	50.03

行业表现

(%)	1M	3M	6M
传媒	17.63	38.18	33.27
上证综合指数	22.35	57.61	40.88



相关报告

《传媒行业 2009 年年度策略报告-在经济下行的避风港收获确定的增长》2008-12-22

传媒行业 2009 年(二季度)投资策略

看好

确定性增长为支撑 整合重组预期为引擎

投资要点:

- 维持 2009 年年度策略报告中的观点, 长期看好中国传媒行业。然短期而言, 各传媒子行业发展情况不同。
- 有线数字电视行业-用户规模的迅速扩大推动行业收入确定地增长-看好。据格兰研究调查显示, 2008 年中国数字电视产业数字化程度为 27.93%, 各省市用户规模和数字化程度差距较大。目前行业正值快速发展阶段, 预计未来两年用户规模将达 50% 的增速, ARPU 值增幅将不大。用户规模的迅速扩大成为推动行业收入确定增长的主要动力。
- 出版行业-内生性增长速度持续较低, 期待政策推动跨区域整合-中性。十年来行业以 6.1% 的增速保持低速增长, 内生性增长不大, 预计 2008-2010 年年均增幅将不超过 5%。跨区域并购、打造大规模出版集团将是未来行业发展的必然趋势, 政策如何有效推动跨区域整合是关注的重点。
- 广告行业-经济下行不断加大广告投放量增速下降的压力-中性。行业周期性特征明显, 经济下行加大广告投放量下降压力, 预计 2009 年广告总额将增长 8% 左右; 电视广告将继续增长 12% 以上, 且投放额不断向优势媒体集中; 报纸广告增长约 8%, 较强的区域性导致各地报纸广告收入差异将较大。
- 2009 年二季度投资策略为: 找寻确定性增长的公司, 兼具整合重组预期为更优选择。推荐“博瑞传播”、“广电网络”和“北巴传媒”, 建议关注“出版传媒”和“电广传媒”, 提示质优公司“天威视讯”和“时代出版”具有估值压力。

风险提示:

- 广告行业具有明显的周期性特征, 经济下行将不断加大广告投放量增速下降的压力。报纸广告受影响尤为明显, 某些地区的报纸广告增速下滑幅度可能会较大。
- 有线电视行业为弱周期行业, 但低投入、高回报的阶段尚未到来。

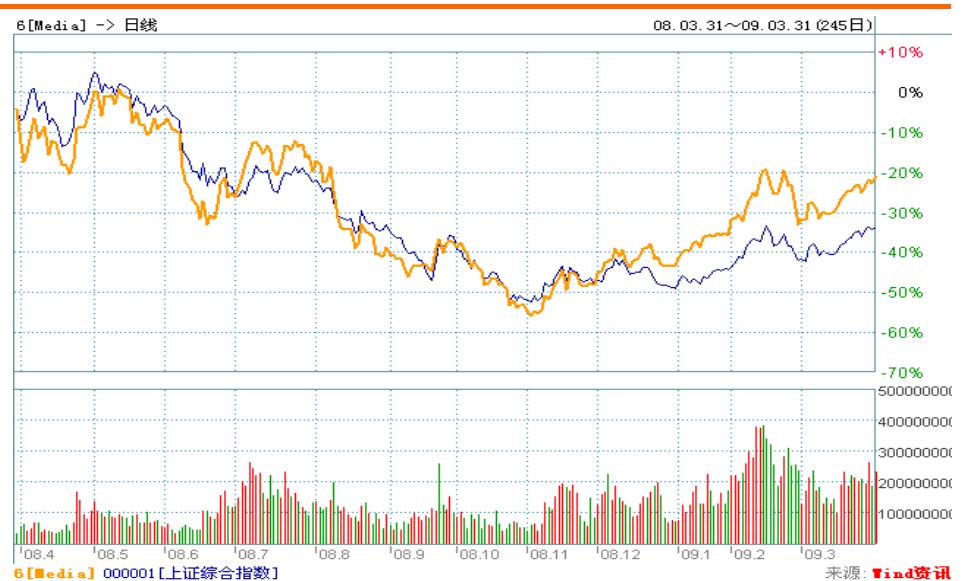
股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
600880	博瑞传播	0.41	0.51	0.68	0.78	35.61	28.59	21.56	18.61	推荐
600831	广电网络	0.12	0.13	0.35	0.49	76.92	71.44	26.39	18.96	推荐
600386	北巴传媒	0.11	0.22	0.42	0.60	97.19	48.01	25.35	17.77	推荐
002238	天威视讯	0.27	0.28	0.33	0.38	54.00	51.41	44.18	38.05	中性
600037	歌华有线	0.35	0.33	0.26	0.45	29.68	31.12	39.07	22.78	中性
000917	电广传媒	0.28	0.13	0.20	0.21	57.30	122.17	81.44	75.71	中性

目 录

1、一季度传媒板块表现回顾	3
2、长期看好中国传媒行业	4
3、有线数字电视行业-用户规模的迅速扩大推动行业收入确定地增长-看好	4
3.1 中国有线数字电视行业步入快速发展期，未来两年用户规模将迅速扩大、ARPU 增幅将不大...	4
3.2 未来两年行业收入增长主要推动力是用户数快速增加	5
4、出版行业-内生性增长速度持续较低，期待政策推动跨区域整合加速-中性	9
4.1 行业低速增长，中小学教材体制改革带来更大挑战	9
4.2 期待政策推动跨区域整合加速	10
6、2009 年二季度投资策略-找寻确定性增长的公司，兼具整合重组预期为更优选择.....	13
7、推荐公司投资价值分析	13
7.1 博瑞传播-垄断西部、多栖发展的传媒巨星	13
7.2 广电网络—增长确定的区域垄断型有线网络运营商	14
7.3 北巴传媒-媒体资源整合之年，广告业务价值逐步彰显	15

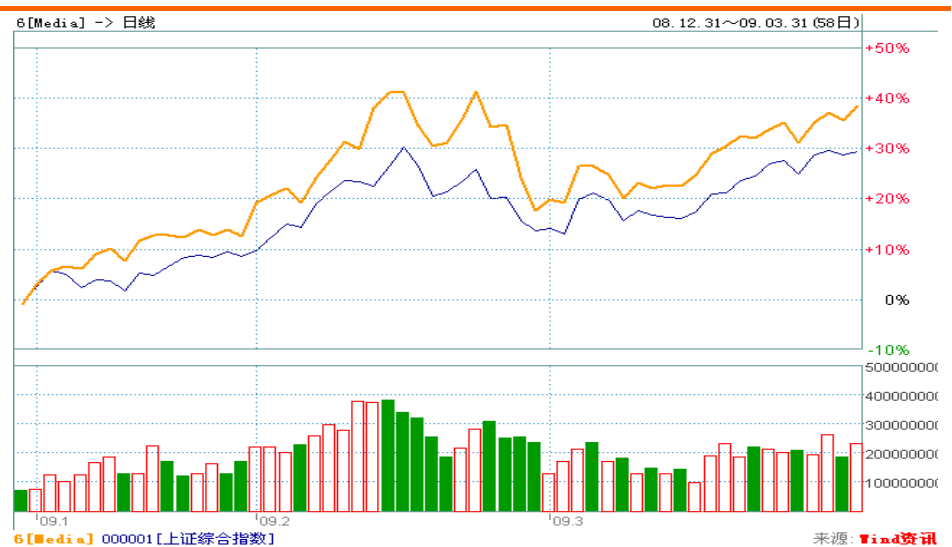
1、一季度传媒板块表现回顾

图 1: 最近一年传媒板块股价走势 (2008.3-2009.3)



资料来源: Wind 资讯

图 2: 第一季度传媒板块股价表现 (2009.1-3 月)



资料来源: Wind 资讯

传媒板块在过去一年中的多数时候表现弱于大盘走势, 估值一度由最高的 95 倍 PE 下滑到 30 倍, 市场对传媒股的高 PE 失去信心。2009 一季度, 传媒板块整体表现较好, 持续跑赢大盘, 目前行业平均 PE 达到 50 倍。我们认为, 这一方面表明市场信心在逐渐恢复; 另一方面说明市场对传媒股应享有较高估值在一定程度上表示认可。对于传媒股而言, 在经济下行时, 业绩增长的确定性可为股价提供一定的安全边际, 而持续发生的整合并购行为或是对此行为的预期应是抬高传媒板块估值的引擎。

2、长期看好中国传媒行业

随着经济和社会的不断发展，中国已经成为全球最大的媒体消费市场，且行业产出已在量上超过了传媒强国美国，但是从人均文化消费量来看，中国却远低于美国及其他发达国家，显然我们距传媒强国还相去甚远。然而，正是由于存在如此大的消费差距，我们认为中国传媒行业一定还有更为巨大的市场和更强劲的消费能力。我们维持 2009 年年度策略报告中的观点，长期看好中国的传媒行业。

3、有线数字电视行业-用户规模的迅速扩大推动行业收入确定地增长-看好

3.1 中国有线数字电视行业步入快速发展期，未来两年用户规模将迅速扩大、ARPU 增幅将不大

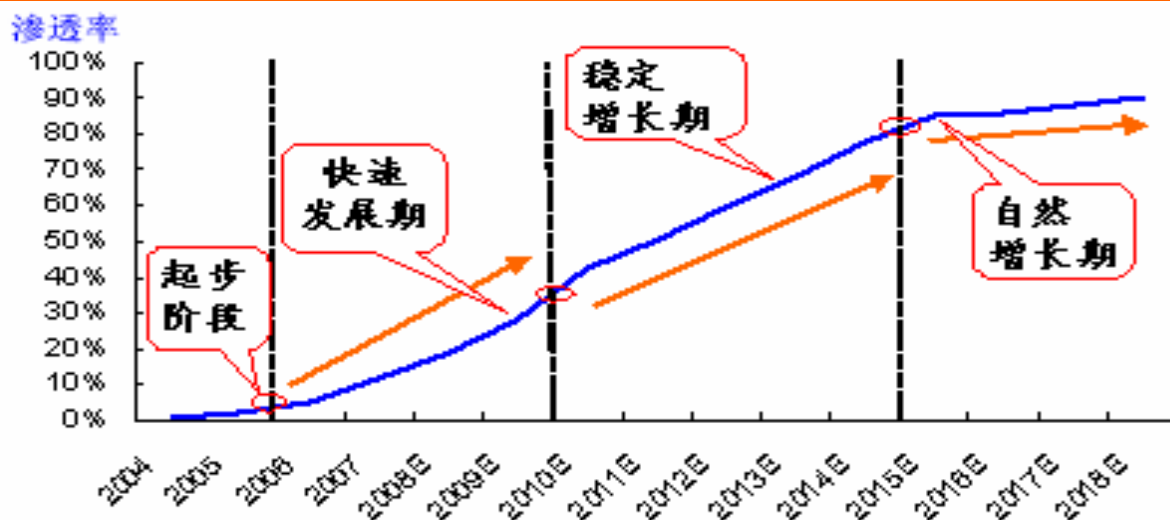
从美国的产业发展经验来看，有线数字电视的发展会经历四个阶段：起步阶段、快速发展期、稳定增长期和自然增长期。结合国家广电总局早前的数字电视过渡规划和当前国内的产业发展情况，我们对于中国数字电视产业发展周期做了如下的划分和预测，并简要解析了各阶段的发展特点。

- ✧ **起步阶段（2006 年底以前）：**有线数字电视处于试点阶段，民众开始接触和体验数字电视。数字电视只是进行简单的数字平移，政府政策是主要的市场驱动因素。用户发展缓慢，ARPU 值很低，截至 2006 年底渗透率仅为 10%左右；
- ✧ **快速发展期（2007-2010 年）：**2007 年以后我国有线数字电视产业全面过渡到快速发展期，民众对数字电视已经不陌生。运营商们开始进行数字双向化改造和大面积数字化转换，用户规模快速增长，用户收入主要来源仍为基本维护费，增值业务尚未全面开展，ARPU 值增幅将不大（这一点与美国不同，详细论述见下一段中国数字产业的发展阶段内容。）
- ✧ **稳定增长期（2011-2015 年）：**2010 年以后，我国除西部地区县级城市以外，均已基本完成数字化转换，产业进入稳定增长期。用户规模稳定，发展速度开始缓慢下降；内容产业不断发展，付费增值业务用户随之上升，ARPU 值逐步提高。
- ✧ **自然增长期（2016 年以后）：**2016 年以后我国已基本完成数字化平移，产业进入自然增长期。用户增长主要依靠城市化发展、人口自然增长和人均消费能力的提升，用户规模增长将较缓慢。

目前，中国有线数字电视产业正处于快速发展期。与美国快速发展期较高的市场化程度不同的是，中国的有线电视产业发展仍受政府管制，且由于民众意识接受数字电视收费尚待时日，基本收视费不能真正地随行就市。另外，产业链上游内容不丰富、盈利模式不灵活导致数字电视付费增值业务无法得到较

大发展，因此未来两年行业收入的增长将主要来源于用户规模的快速扩大，ARPU 值增幅将不大。

图 3：中国有线数字电视行业的四个发展阶段（2004-2018E）

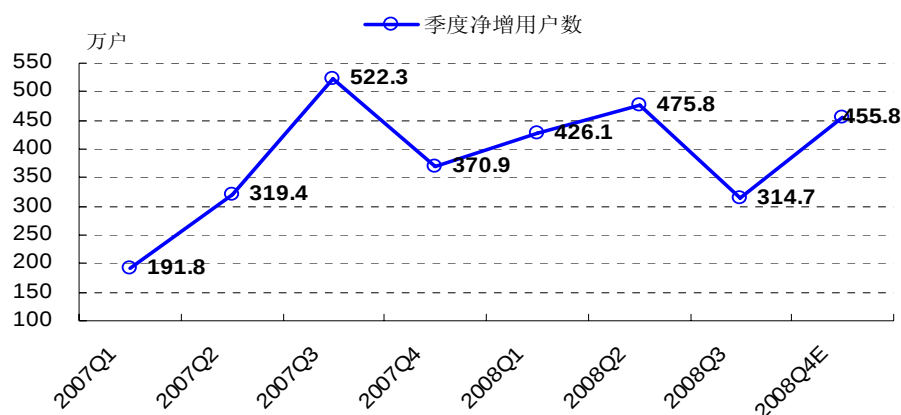


资料来源：中投证券研究所

3.2 未来两年行业收入增长主要推动力是用户数快速增加

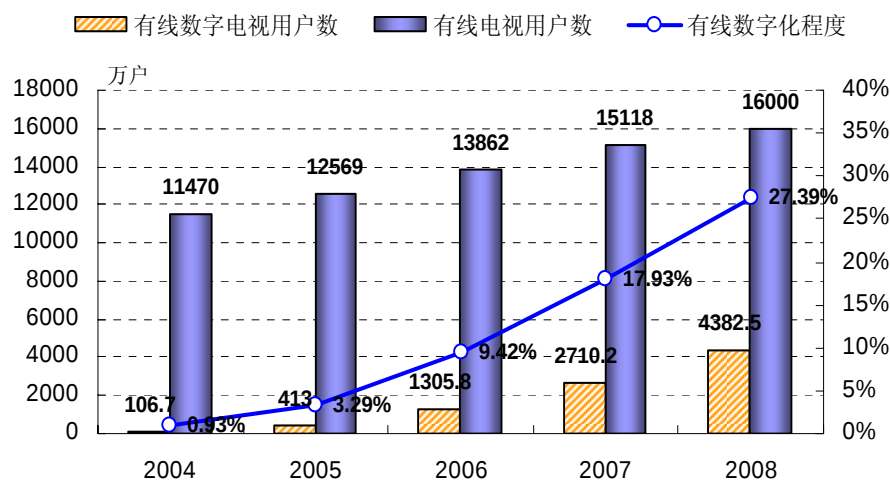
据格兰研究监测的 140 多家有线运营商的发展情况来看（注：不同来源的有线数字电视行业相关数据会有较大差异。对各方数据做了一些采集方式上的比较之后，我们决定将在本次及以后的报告中，尽可能地持续采用格兰研究的调研数据。本报告中采用的格兰研究数据可能与之前使用的易观国际及络达咨询的数据有差异，但不影响主要结论。），在经历了 2008 年三季度奥运期间很多地区数字转换停滞造成的有线数字电视用户数下滑之后，四季度有线数字电视用户数迅速回升，达到 455.8 万户。截止到 2008 年底，全国有线数字电视用户数达到 4382.5 万户，同比增加了 1672.3 万户，增幅达到 61.7%；有线数字化程度稳步增长，达到 27.39%，较 2007 年的水平（17.93%）提高了 9.46%。

图 4：2008 年四季度有线数字电视用户数净增长有所回升（2007Q1-2008Q4）



资料来源：Guideline Research

图 5: 我国有线数字电视用户规模持续增长, 有线数字化程度稳步提高 (2004-2008)



资料来源: Guideline Research

从不同地域来看, 各省有线数字电视用户规模差别较大。截止到 2008 年底, 广东省有线数字电视用户规模已超过 500 万, 其他用户规模较大的省份有江苏 (471.5 万)、山东 (229.2 万)、广西 (220 万) 和浙江 (218.2 万)。湖南省拥有 240 万用户, 其中上市运营商广电传媒拥有 170 万用户, 另中信国安拥有近 70 万用户。歌华有线所在的北京市用户数为 188 万户, 广电网络所在的陕西省用户规模迅速发展到 100 万户。上海有线数字电视用户规模仍然较小, 仅有 58 万户。其它还有几个规模较小的省份用户发展还不到 50 万户。

表 1: 各省市用户规模情况 (统计至 2008 年底)

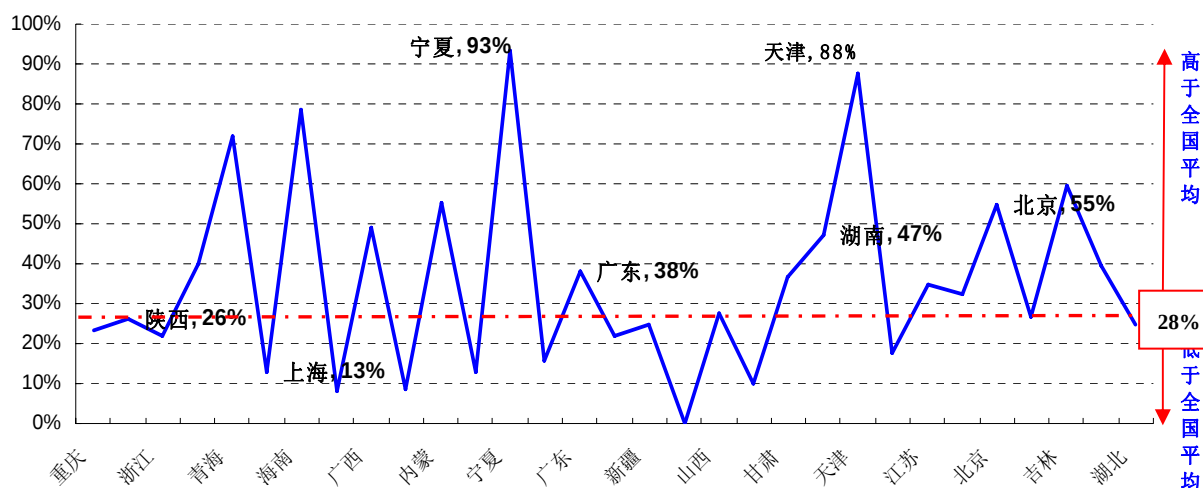
用户数范围	省市用户规模 (万户)
超过 500 万户	广东 (509)
200-500 万	江苏 (471.5)、湖南 (240)、山东 (229.2)、广西 (220)、浙江 (218.2)
100-200 万	辽宁 (193)、北京 (188)、天津 (187)、河北 (175)、吉林 (162)、湖北 (161)、云南 (159)、内蒙 (143)、贵州 (134)、福建 (104)、重庆 (100)、陕西 (100)
50-100 万	四川 (98.5)、山西 (95)、甘肃 (68)、海南 (60)、上海 (58)、河南 (55.4)、宁夏 (55)、安徽 (53.8)、黑龙江 (52)
50 万以下	新疆 (40)、江西 (29.8)、青海 (23.1)、西藏 (N/A)

资料来源: Guideline Research

截止 2008 年底，中国有线电视数字化转换情况区域差别较大。

- 全国共有 16 个省份有线数字化程度超过全国 27.93% 的平均水平，其中宁夏有线化程度最高，达到 93.2%，其次是天津市（87.7%）和海南省（78.5%）。
- 有线数字化程度在 10% 以下的地区有 3 个：四川（8.8%）、江西（8.13%）、西藏省，主要是因为这些地区尚未启动大规模的数字整转。目前，四川省正在积极进行网络整合，并规划整体转换；江西省整体转换规划已经出台，正在争取政府支持。
- 上市运营商所在省市发展速度总体中等偏慢，北京目前达到 55%，湖南为 47%，广东为 38%，均高于全国平均水平（27.93%）；其他省市如陕西省为 26%，略低于全国平均水平，上海仅为 13%。以上各省市用户规模发展空间还非常大。

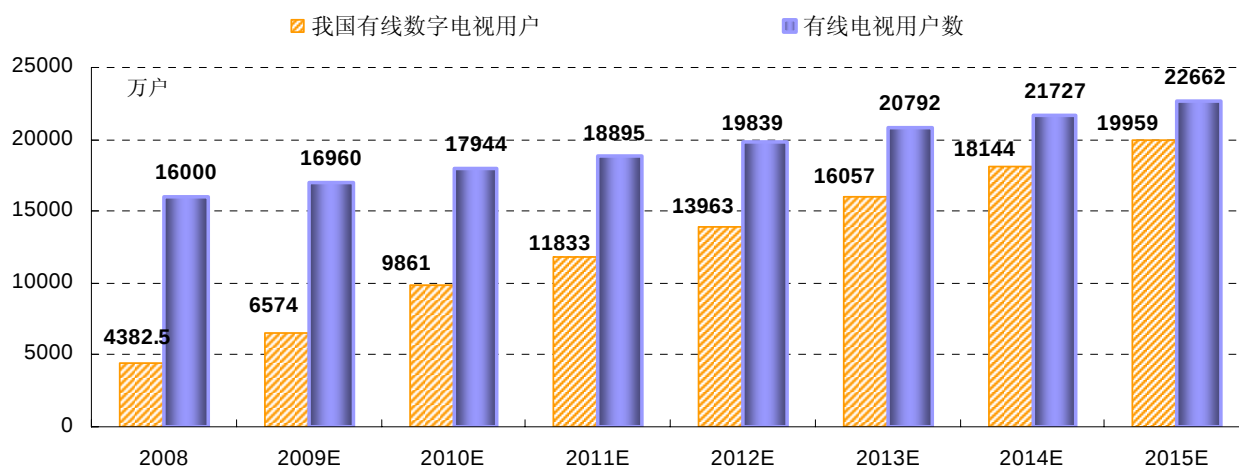
图 6：全国有线电视数字化程度各省市差距较大（截至 2008 年底）



资料来源：Guideline Research

我国有线数字电视行业正值快速发展期，有线数字电视用户规模快速扩大，预计 2009 年我国有线数字电视用户将大幅增加 50% 以上，主要增长区域为上海、江苏、陕西等地区。已完成整体转换的区域如深圳，工作重点正向增值付费业务发展转移。预计 2010 年我国的用户规模还将同比增长约 50%，2011 年之后的五年增长率将逐步减缓到 10-20% 之间。未来几年有线电视用户的增长将在 4-8% 的区间内逐年下降。全国有线电视渗透率则逐年提高并于 2015 年达到 88% 以上。目前国内市场化程度正逐步提高（已有超过 60 个城市和地区召开了有线数字电视维护费的价格听证），但未来两年 ARPU 值增长仍不大，数字化大规模整转将是行业收入增长的主要动力。

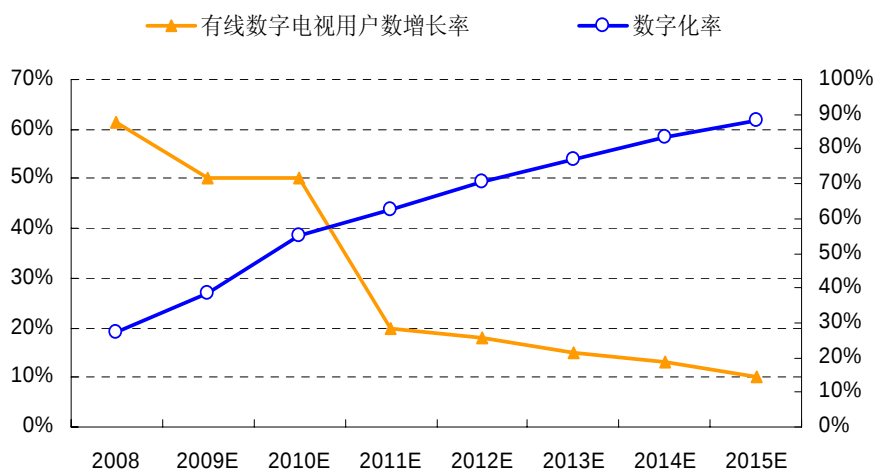
图 7：中国有线电视用户及有线数字电视用户数预测（2008-2015E）



资料来源：Guideline Research（08 年统计数据）

中投证券研究所（08 年以后预测数据）

图 8：2015 年我国有线数字化程度将稳步提高到 88% 以上



资料来源：Guideline Research（08 年统计数据）

中投证券研究所（08 年以后预测数据）

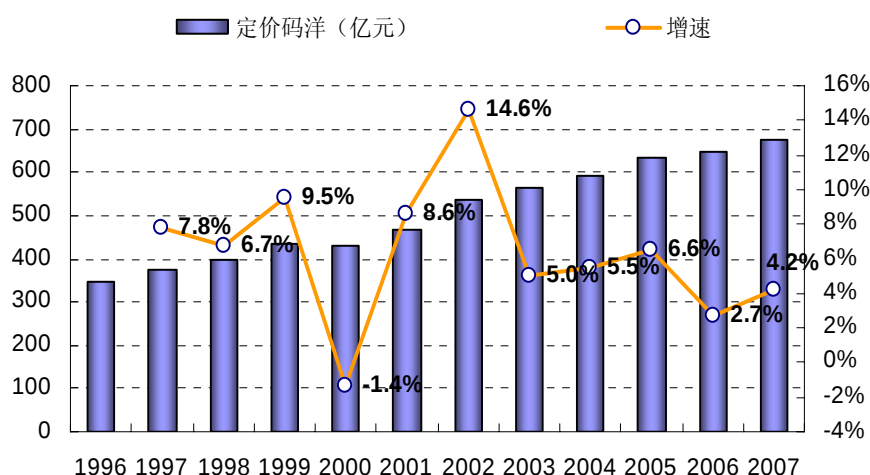
鉴于有线数字电视行业基本没有周期性特征，受经济下滑的影响不大，用户规模的迅速扩大推动行业收入稳定增长，给予“看好”评级。

4、出版行业-内生性增长速度持续较低，期待政策推动跨区域整合加速-中性

4.1 行业低速增长，中小学教材体制改革带来更大挑战

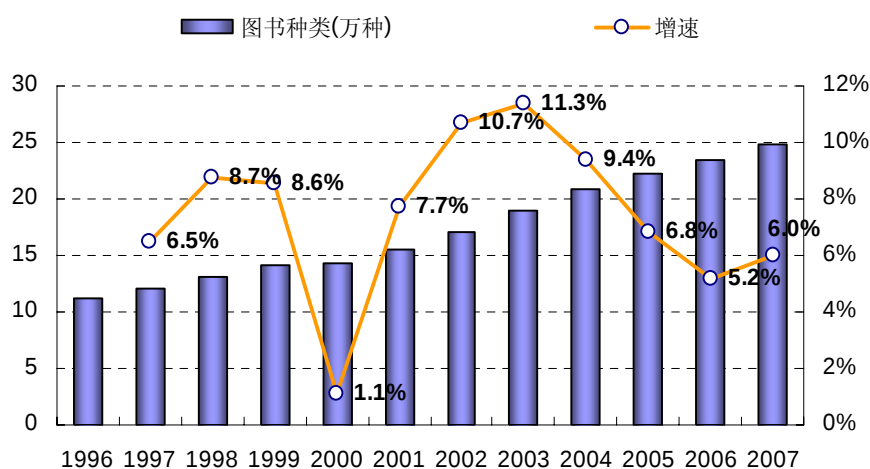
2007 年中国图书出版业总的定价码洋为 676 亿元，是中国传媒的第一大子行业。但其增速较低，1997-2007 年复合增长率仅为 6.1%。图书出版种类在 2007 年发展到 24.8 万种，1997-2007 年复合增长率为 7.5%，图书种类仍在逐渐丰富。

图 9：图书出版定价码洋复合增长率为 6.1%（1997-2007）



资料来源：新闻出版总署、中投证券研究所

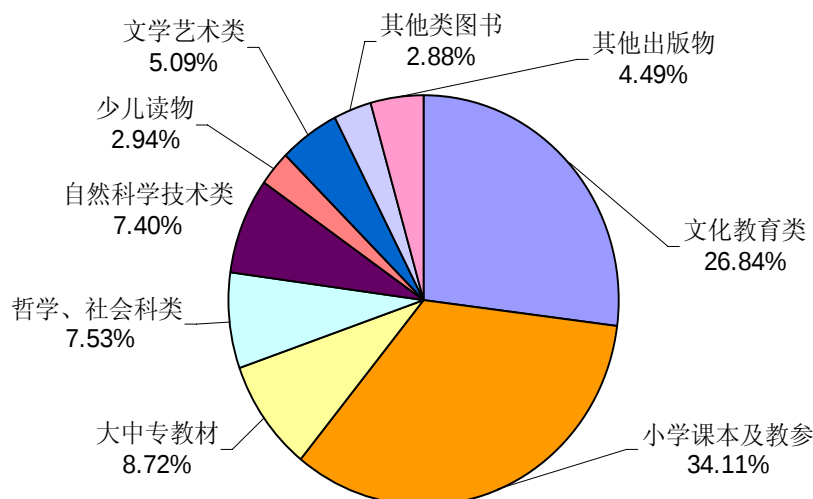
图 10：图书出版种类年复合增长率为 7.5%（1997-2007）



资料来源：新闻出版总署、中投证券研究所

从产业结构来看，小学课本及教参定价码洋占比最大，达到 34.11%，大中专教材也占到 8.72%。两者总占比超过 40%，对出版行业影响颇大。

图 11: 图书出版业产业结构 (2007)



资料来源：新闻出版总署、中投证券研究所

当前，政府不断要求深化教材出版发行体制改革，主要包括中小学出版教材公开竞价招标、政府免费发放农村义务教务阶段教材、部分中小学教材循环使用三个方面的改革。随着改革的不断推行，中小学教材的使用量将受到一定的影响（03-07 年年均下滑 3.3%），将进一步压低出版行业的收入。

鉴于出版行业较低的增速及中小学教材体制改革所带来的增速进一步下滑的可能，我们预计 08-10 年出版行业收入年均增长不超过 5%，给予“中性”评级。

4.2 期待政策推动跨区域整合加速

目前，中国出版行业正处于战略转型期，体制改革初显成效。2007 年以来，实现了重大突破：

- 国内出版发行企业在经历了转企改制、整合重组之后，积极迈向资本市场，形成国内资本市场传媒板块；
- 出版发行企业之间出现跨区域的并购重组。

同时，出版业产业格局出现重大调整，出版发行集团已经成为出版业最重要的产业组织形式，跨区域合作加速发展，出版业正在积极向现代出版转型。跨区域并购、打造大规模出版集团将是未来行业发展的必然趋势。2008 年 12 月，新闻出版总署署长提出最近两年，中国出版业至少要出现三个“双百亿”（资产和销售收入都达到 100 亿元）集团。2009 年 3 月 6 日，柳斌杰在接受新华网访问时说：“最近两、三年我国计划将培养三个大的出版传媒集团。到去年年底，国内已有江苏的凤凰出版集团实现了资产和销售收入的“双百亿”。今年预计还有两家，一家可能在地方，一家可能在北京。”

出版传媒是国内首家将编辑和经营业务一同发行上市的出版企业。并于 2008 年 12 月由“辽宁出版集团”更名为“北方联合出版集团”。我们认为，出版传媒将极可能成为整合东三省出版资源的平台。至于是否将是下一个在地方的“双百亿”出版集团，还有待国家相关部门的进一步明确。

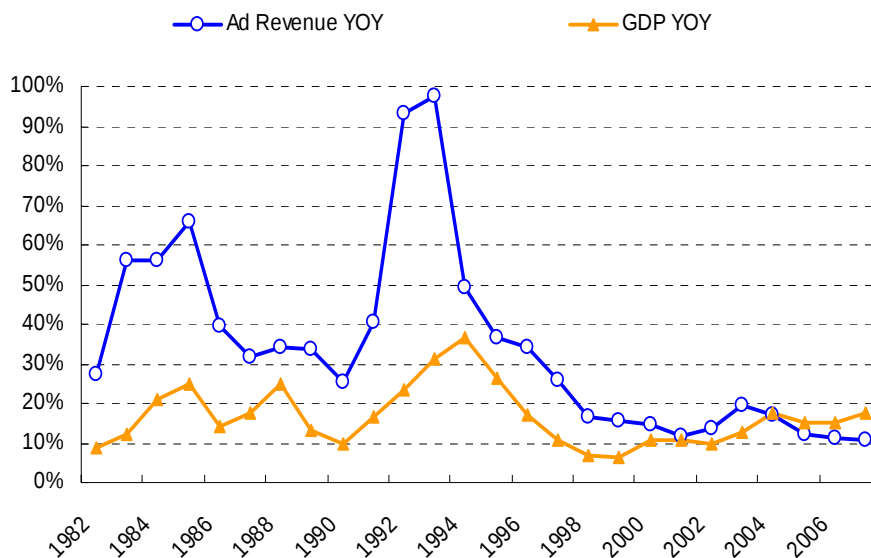
期待国家政策积极推动出版集团的跨区域整合加速，“出版传媒”和“时代出版”的外延扩张将是我们后续关注的重点。

5、广告行业-经济下行不断加大广告投放量增速下降的压力-中性

十几年来中国广告行业保持着持续增长，增速逐步放缓。2009 年由于全球宏观经济不景气，周期性特征明显的广告行业势必随之下滑，广告投放量增速下降的压力不断加大。据世行预测中国明年的 GDP 增幅将在 7.5% 的水平，仍是世界上增长最快的国家，预计 2009 年中国广告行业将好于全球其它国家，其增长将可达到略高于 GDP 的增速，但低于 2007 和 2008 年的增速，增幅大约为 8%。

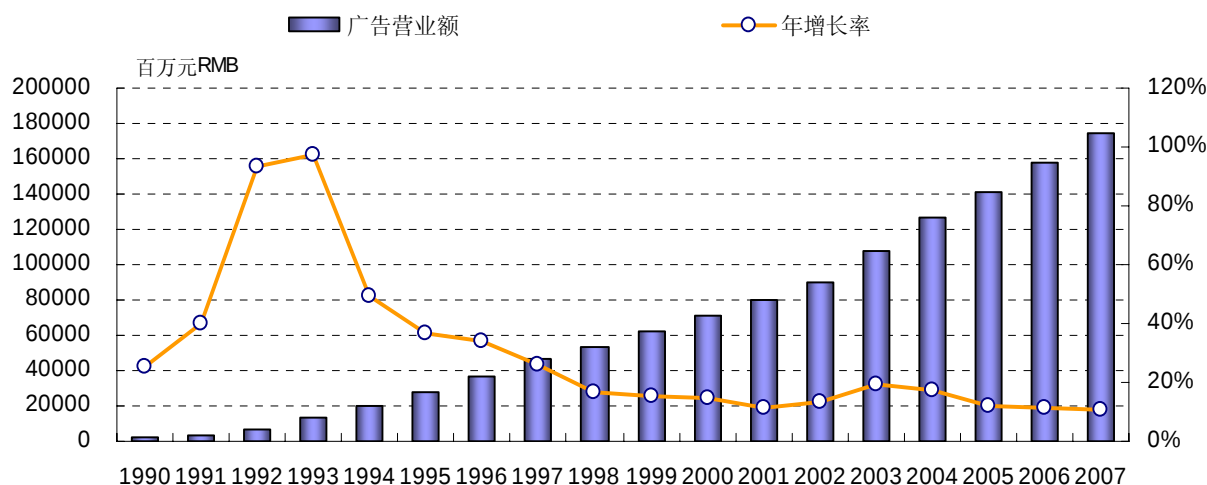
然而，各种形式的广告发展情况将不同。占比最大的电视广告发展前景相对较好，报纸广告增幅较低，而上市公司所涉及的大部分为报纸广告，因此我们给予广告行业“中性”评级。

图 12：中国广告增幅与 GDP 增幅呈周期正相关



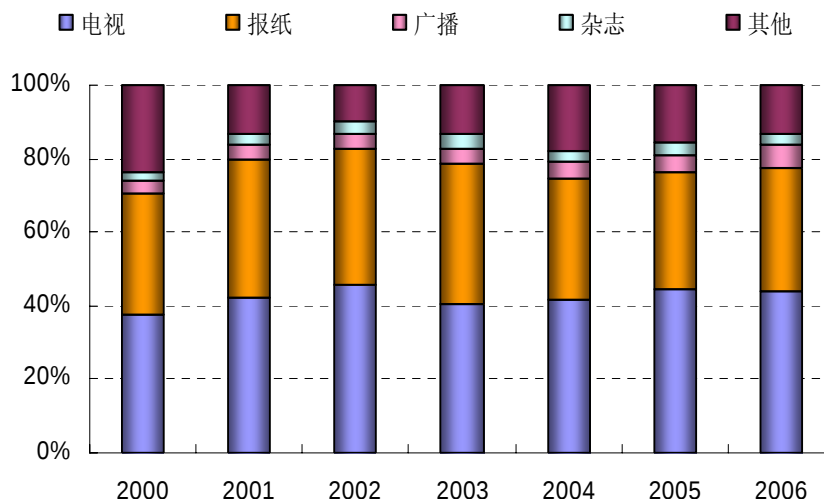
资料来源：Datastream、CEIC、中投证券研究所

图 13: 中国广告行业年收入持续增长, 增幅逐渐趋稳 (1990-2007)



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 14: 电视和报纸广告为主要广告形式 (2000-2006)



资料来源: CEIC、中投证券研究所

- 电视广告受宏观经济影响相对较小, 且广告投放有向优势媒体集中之势。从央视和湖南卫视招标的情况来看, 2009 年行业发展前景相对较好, 预计增幅可达到 12%以上。
- 报纸广告受宏观经济影响较大, 预计 2009 年增长 8%。由于报纸广告 80% 收入来源于综合类都市报纸 (主要以城市为发行区域), 因此具有较强的地域属性, 各地报纸广告收入差异较大。

6、2009 年二季度投资策略-找寻确定性增长的公司，兼具整合重组预期为更优选择

在经济下行和市场较为波动的情况下，我们认为在判断传媒股票的投资价值时，两方面因素应予以评判：

- ◇ 公司业绩增长的较大确定性-业绩确定性增长为股价的重要且必要支撑，为估值提供安全边际；
- ◇ 公司是否有整合重组的可能-整合重组预期可能提升估值的上升空间，成为股价上涨的引擎。

目前，传媒板块平均 PE 上升到 50 倍，多数公司估值已经不低。因此，二季度投资应选择 2009 年业绩增长确定的公司，以获得一定的估值安全边际，从而控制投资风险。同时，我们应判断公司是否有整合重组的可能，若兼顾此预期，则估值将还有进一步上升空间，该类公司为最佳投资标的。然而仅有整合重组预期但缺乏确定的业绩增长支撑的公司，我们仅应予以密切关注，静待其预期的逐步实现带来的基本面良性变化和业绩增长。

秉承上述投资策略，结合各公司的估值水平，我们推荐“博瑞传播”（增长确定兼具资源整合预期）、“广电网络”（增长确定）和“北巴传媒”（增长确定），建议关注“出版传媒”（有跨区域整合预期但内生性增长不大）和“电广传媒”（有资产重组预期但 09 年业绩具有不确定性），并提示质优公司“天威视讯”和“时代出版”具有估值压力。

7、推荐公司投资价值分析

7.1 博瑞传播-垄断西部、多栖发展的传媒巨星

- ◇ 垄断西部的传媒巨星，多栖发展，逐步迈向综合媒体集团。“传统平面媒体+传统户外媒体+户外数字新媒体+手机新媒体”业务结构已经形成。公司将在大股东的鼎力支持下，积极发展各类业务，不断整合媒体资源，逐步打造成综合媒体集团。
- ◇ 估值远低于行业平均水平。在不考虑未来集团资产可能注入的情况下，预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.69、0.80、0.89 元，在当前股价下（14.60 元），对应 PE 分别为 21 倍、18 倍、16 倍，远低于传媒行业 50 倍的平均水平。我们按 25 倍 PE 得出 6-12 个月目标价 17.25 元，维持“推荐”评级。
- ◇ 2009 年业绩增长明确。1）09 年上半年商印生产线改造将能完成，扩张产能瞄准中高端商印市场，下半年业务收入将有明显增长。3）08 年 7 月 1 日起公司大幅提高商报发行费率，由于多数客户已于提价前签订合同，因此 08 年下半年发行业务收入尚未有大幅增长，09 年将会有较好体现；4）成都市经济对外依存度低，本轮经济下行并未对成都报业

广告造成太大影响，预计 09 年成都报业广告额增幅不会出现明显下滑。作为成都市场份额最大的《成都商报》的最大广告代理商，公司 09 年广告代理业务收入将能保持稳定增长；5) 公司积极进入户外广告市场，08 年收购的机场高速户外广告业务将在 09 年贡献全年利润。

◇ **整合并购关注点：**公司整合占有户外广告资源战略的实施、与成都传媒集团的资源整合、通过并购方式进一步拓展多种形式的新媒体业务。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	809	984	1124	1240
同比(%)	14%	22%	14%	10%
归属母公司净利润	192	254	294	328
同比(%)	42%	33%	16%	11%
毛利率(%)	46.9%	48.8%	49.6%	49.4%
ROE(%)	18.8%	21.0%	19.5%	17.8%
每股收益(元)	0.52	0.69	0.80	0.89
P/E	27.98	21.10	18.21	16.36
P/B	5.26	4.44	3.56	2.91
EV/EBITDA	15	13	12	11

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

7.2 广电网络——增长确定的区域垄断型有线网络运营商

◇ **未来两年增长确定。**1) 未来两年，模拟用户的大规模整转、“黑户”挖掘和新增小区用户将推动公司数字电视用户数每年增长 100 万，并到 2014 年达到 400 万户规模；2) 数字电视基本维护费的提升和收缴率提高将促使 2009-2011 年 ARPU 值实现 15% 的内生性增长；3) 机顶盒、光纤等价格下降带来成本降低、市场不断降息后显著减少财务费用，不仅有效缓解了公司的财务压力，同时提升了公司业绩。

◇ **估值仍被低估。**在不考虑可能申请到的所得税全免优惠，仍按 15% 的税率，预测公司 09-11 年 EPS 为 0.35、0.49、0.56 元，在当前股价（9.23 元）下，对应 PE 分别为 26、19 和 16 倍，低于其他有线网运营商，并远低于传媒行业 50 倍平均水平。EV/EBITDA 仅为 11、9 和 8 倍，估值仍具吸引力，维持“推荐”评级，6-12 个月目标价 10.85 元。

◇ **区域垄断性提升长期发展能力。**广电网络的发展将是一个分阶段逐步推进的长期且艰难的过程。然而，作为陕西省唯一的有线网络运营商，区域垄断优势奠定了其光明的未来。长期来看，公司的用户规模将随着陕西省城镇人口的增加而保持增长的趋势。同时，随着整个中国有线电视产业市场化进程的推进，人均收入的提高、消费升级带来的文化娱乐需求提升以及数字化带来的增值服务愈加丰富将逐步挖掘数字电视 ARPU 值的巨大提升空间。

◇ **风险提示：**陕西省双向网络改造率低，长期来看公司仍有较大资本支出。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	834	1006	1143	1258
收入同比(%)	53%	21%	14%	10%
归属母公司净利润	43	117	162	188
净利润同比(%)	5%	171%	39%	16%
毛利率(%)	38.5%	41.7%	42.2%	42.2%
ROE(%)	3.7%	9.2%	11.4%	11.6%
每股收益(元)	0.13	0.35	0.49	0.56
P/E	69.35	26.37	18.84	16.48
P/B	2.60	2.36	2.09	1.85
EV/EBITDA	11	11	9	8

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

7.3 北巴传媒-媒体资源整合之年，广告业务价值逐步彰显

- ◇ **“重整河山”战略思路明确，2009 年定位“媒体资源整合之年”。**在历经两次重大资产重组之后，到 2008 年底为止，公司主营业务转型为公交广告、汽车服务和旅游三大块。公司还可能进一步剥离资产占比大但盈利出现亏损的旅游业务，从而彻底轻装上阵。2009 年，公司将收回承包给 CBS 和七彩阳光的所有车身广告资源，并引进战略投资者，合营北京市全部巴士车身广告。
- ◇ **广告业务成为公司长短期强有力的增长动力。**垄断北京公交车身广告资源，发展机遇得天独厚。随着公司广告业务经营能力的逐步提升，这一稀缺性户外广告资源的价值将日渐显现。
- ◇ **汽车服务业务具长期增长潜力。**2009 年，受到经济下行因素影响，4S 店发展脚步放缓，汽车业务增长将较为平稳，快速成长期尚未到来。
- ◇ **维持公司“推荐”的投资评级。**公司拥有地区垄断性广告资源，业务模式具有长期增长潜力，预计在整合重组后业务将逐步理顺并开始释放业绩。预测公司 09-11 年 EPS 为 0.42、0.60、0.76 元，年复合增长率为 34.1%，在当前股价（10.69 元）下，对应 PE 为 25、18 和 14 倍，远低于传媒行业 50 倍的平均水平。给予“推荐”评级。
- ◇ **风险提示：**经济下行对公交广告单价和上刊率造成压力；北京市对户外广告的监管风险。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	860	1008	1209	1451
收入同比(%)	-58%	17%	20%	20%
归属母公司净利润	90	170	242	305
净利润同比(%)	96%	89%	43%	26%
毛利率(%)	38.0%	45.0%	49.0%	50.0%
ROE(%)	10.2%	16.2%	18.8%	19.2%
每股收益(元)	0.22	0.42	0.60	0.76
P/E	48.68	25.45	17.82	14.07
P/B	4.99	4.18	3.39	2.74
EV/EBITDA	12	12	10	8

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2007 年 5 月加入中投证券研究所, 现为传媒行业研究员。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434