

[2009.04.15]

制度红利渐兑现，将助推行业龙头超常规发展

——传媒行业 2009 年二季度投资策略

✍ 谭晓雨

吴轶

☎ 021-38676061

021-38676050

✉ tanxy@gjtjas.com

wuyi007608@gjtjas.com

本报告导读：

- 分析传媒公司 08 年业绩及 09 年经营前景，建议关注有注资预期的公司

投资要点：

- 08 年传媒行业上市公司营业收入平均同比增长 15.30%，归属母公司股东净利润平均同比下降 5.19%，扣除非经常性损益后的净利润平均同比增长 16.24%。非经常性损益主要是公允价值变动收益和投资净收益。常态经营企业毛利率下降，行业平均资产盈利能力微升。
- 根据广电总局数字化转换的时间表，预计 2009 年-2011 年全国将新增数字电视用户 3151 万户、5356 万户和 4804 万户。平移的全面推进将进一步增加有线网络运营商的资本支出压力。“补贴+提价”的复合模式有助于减轻运营商在集中资本支出阶段的利润增长压力。
- 来自新媒体的竞争使得国内传统报刊业务的经营环境日益严峻。报刊纸媒上市公司未来增长的驱动力来自数字化转型和产业升级，跨区域、跨行业、跨媒体发展。
- 国家新闻出版总署近期进一步明确了新闻出版体制改革路线图和时间表，对于整个行业的影响都是非常积极和正面的。上市公司其有可能成为优质出版资源整合和注入的平台而得到政府部门的倾力支持，从而获得超常规的发展。
- 广告行业增长形势较为严峻，增速放缓是必然。电视、报刊、户外、互联网似乎无一幸免。上市公司业绩分化预计会加剧。而获得优质资源注入或政策支持力度大的上市公司的处境将显从容，其业绩表现更为优良。
- 对于传媒行业来说，由于其剔除 08 年 100 倍市盈率个股后平均静态市盈率达到 42 倍，行业估值高于市场平均水平，因此其后续如果要普涨将主要依赖估值中枢的上移。而部分个股有望通过优质资源注入提升业绩而骤然降低其估值，这是我们推荐和关注的重点。
- 公司基本面的突破性改善机会来自于以下几个方面：（1）新闻出版和广电行业的跨地区、跨媒体、跨行业兼并重组，以及相关政策扶持，拥有资本运作平台的上市公司有望成为骨干企业和战略投资者；（2）数字化转换和三网融合将为有线网络运营商提供产业升级的机会，为未来的增值业务发展奠定基础；（3）创业板的推出将为拥有创投业务的上市公司开辟一条新的退出途径。
- 2009 年第二季度我们建议平配行业，选择配置兼具基本面稳定、优质资源注入预期较大的公司。如天威视讯、电广传媒、出版传媒、时代出版、博瑞传播等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

户外广告	中性
有线网络	增持
电视广播	增持
图书出版印刷	增持
报纸杂志	中性

重点公司评级

博瑞传播	谨慎增持
天威视讯	谨慎增持
同洲电子	谨慎增持
新华传媒	谨慎增持
出版传媒	谨慎增持
时代出版	谨慎增持
北巴传媒	谨慎增持
东方明珠	中性
电广传媒	中性
歌华有线	中性
广电网络	中性
华闻传媒	中兴

相关报告

配置业绩具有确定性或隐含整合预期的品种	(09.03.17)
传媒行业月报（2009 年 2 月）	(09.02.24)
探索提升 ARPU 新途径	(09.01.23)

目录

1. 传媒行业上市公司 2008 年报综述	4
1.1. 主营业务增长稳健，非经常性损失稀释业绩	4
1.2. 常态经营企业毛利率下降，行业平均资产盈利能力微升	5
1.3. 大幅计提资产减值准备，09 年资产跌价风险降低	5
2. 子行业及重点公司业绩分析及前景展望	5
2.1. 有线电视网络——资本支出压力犹存，业绩释放滞后于整转完成	6
2.1.1. 2009-2010 年底全面推进整转，资本支出压力进一步增加	6
2.1.2. 提价&补贴，上市公司积极争取整转资金来源	6
2.1.3. 摊销期结束滞后于整转完成 3 年左右	7
2.2. 报刊纸媒——国外报业遭遇寒冬，国内亦难隔岸观火	8
2.2.1. 2008 年国内报刊纸媒经营环境严峻	8
2.2.2. 对关联交易的依赖性依然较大，需要通过业务扩张打开增长空间	9
2.3. 图书出版——改革体制助推行业资本化进程提速	10
2.4. 广告——行业在危机中洗牌	10
2.4.1. 电视广告——央视广告首次下乡，强势媒体也受波及	10
2.4.2. 户外广告——行业整体下滑延续，上市公司或可逆势而上	11
2.4.3. 互联网广告——增速不尽人意，大大低于预期	12
3. 行业与上市公司近期市场表现	12
3.1. 09 年一季度板块走势弱于大盘	13
3.2. 09 年板块估值压力犹存	14
4. 2009 年第二季度行业配置建议	15
4.1. 博瑞传播（600880）：复合媒体业务结构驱动未来增长	16
4.2. 天威视讯（002238）：摊销结束后 2011 年业绩将显著提高	17
4.3. 同洲电子（002052）：受益国内数字化进程额，产品需求旺盛	17
4.4. 电广传媒（000917）：隐含全省网络和集团广告业务全面整合注入预期	17
4.5. 出版传媒（600880）：可能成为东三省出版资源的整合者	18
4.6. 时代出版（600551）：出版主业有望向中心城市延伸	18

图表

图表 1: 2008 年各媒体广告经营额及增速	9
图表 2: 白马户外 2004-2008 年度经营状况一览表	11
图表 3: 2008-2009 年国内广告花费变动	12
图表 4: 2009 年 1 季度传媒行业指数表现	13
图表 5: 板块涨跌幅一览表	14
图表 6: 传媒板块上市公司股价表现	14
图表 7: 08-09 年板块动态市盈率一览	15

表格

表格 1: 传媒行业上市公司 08 年度主要经营数据一览表	4
表格 2: 传媒行业上市公司 07-08 年度所得税一览表	4
表格 3: 传媒行业上市公司 08 年度主要财务指标一览表	5
表格 4: 2007-2008 年上市公司资产减值准备一览表	5

表格 5: 有线网络上市公司 2008 年末模拟/数字电视用户数.....	6
表格 6: 有线电视网络上市公司数字化转换模式一览表.....	7
表格 7: 2004-2011 年全国数字电视平移进度一览表.....	7
表格 8: 有线网络上市公司最近三年折旧和摊销一览表.....	8
表格 9: 有线电视网络上市公司最近 3 年经营业绩及 09 年业绩预测一览表.....	8
表格 10: 报刊媒体上市公司最近 3 年经营业绩及 09 年业绩预测一览表.....	10
表格 11: 传媒行业上市公司 08-09 年每股收益及市盈率一览表.....	15
表格 12: 重点上市公司盈利预测与估值.....	18

1. 传媒行业上市公司 2008 年报综述

1.1. 主营业务增长稳健，非经常性损失稀释业绩

截至 09 年 4 月 13 日传媒行业已有 8 家上市公司披露了 2008 年年报。8 家公司主营业务收入平均同比增长 15.30%，归属母公司股东净利润平均同比下降 5.19%，扣除非经常性损益后的净利润平均同比增长 16.24%。

非经常性损益主要是公允价值变动收益和投资净收益，各上市公司持有的证券资产在 07 年度取得了超大规模的收益而 08 年度同比大幅下降或出现损失，导致 08 年归属母公司股东净利润同比下降。

扣除非经常性损益的净利润同比增加，一是有赖于重组型公司业绩突破性增长拉高均值指标，这类公司典型的有广电网络、北巴传媒、华闻传媒、时代出版；二是个别公司 08 年度实际税率同比大幅下降，所得税节省增厚业绩，比如博瑞传播。

表格 1：传媒行业上市公司 08 年度主要经营数据一览表

代码	简称	营业收入	增速	归属母公司股东的净利润	增速	扣除非经常性损益后的净利润	增速	市值
600880.SH	博瑞传播	80919	14.34%	19167	41.57%	18258	67.73%	540414
002181.SZ	粤传媒	46369	16.96%	98	-98.62%	2725	-2.66%	267874
000793.SZ	华闻传媒	281496	26.01%	16628	11.98%	13651	767.34%	582137
600551.SH	时代出版	146554	21.65%	21471	12.58%	19769	8.25%	552122
002238.SZ	天威视讯	71064	8.58%	7572	6.24%	6236	0.42%	400500
600831.SH	广电网络	83421	52.95%	4307	5.03%	7746	81.48%	300389
002052.SZ	同洲电子	210067	14.96%	10827	8.70%	9923	7.48%	288423
600386.SH	北巴传媒	86040	-57.95%	8979	95.57%	8028	139.38%	447149
行业均值			15.30%		-5.19%		16.24%	540414

数据来源：WIND，国泰君安证券

注释：华闻传媒（000793）、广电网络（600831）和北巴传媒（600386）在 07-08 年度完成资产重组，同比数据意义不大，计算行业均值时剔除；时代出版（600551）08 年报对 07 年数据进行了调整，为可比数据

表格 2：传媒行业上市公司 07-08 年度所得税一览表

代码	简称	所得税（万元）		实际税率		变动
		2008	2007	2008	2007	
600880.SH	博瑞传播	4816	7650	18.71%	33.82%	-15.11%
002181.SZ	粤传媒	982	2456	93.63%	28.60%	65.03%
000793.SZ	华闻传媒	5814	9169	14.88%	24.18%	-9.30%
600551.SH	时代出版	106	218	0.47%	1.08%	-0.62%
002238.SZ	天威视讯	1496	1040	16.56%	12.86%	3.70%
600831.SH	广电网络	610	898	12.38%	17.40%	-5.02%
002052.SZ	同洲电子	1590	354	12.40%	2.98%	9.41%
600386.SH	北巴传媒	2647	2020	21.49%	30.16%	-8.67%

数据来源：WIND，国泰君安证券

1.2. 常态经营企业毛利率下降，行业平均资产盈利能力微升

对于常态经营企业如博瑞传播、天威视讯、粤传媒等公司来说，其毛利率都呈现同比下降趋势，只有如广电网络(600831)和北巴传媒(600386)、华闻传媒(000793)等发生重大资产重组或业务转型的公司其毛利率有提高。8家企业平均毛利率则下降了1.5个百分点。行业平均净资产收益率小幅提高0.46个百分点。

表格 3: 传媒行业上市公司 08 年度主要财务指标一览表

代码	简称	毛利率		净资产收益率 ROE(摊薄)		销售净利率	
		2008	2007	2008	2007	2008	2007
600880.SH	博瑞传播	46.92%	50.39%	25.87%	21.15%	18.82%	14.95%
002181.SZ	粤传媒	25.87%	28.79%	0.14%	15.47%	0.08%	5.42%
000793.SZ	华闻传媒	30.68%	27.97%	15.42%	6.51%	7.88%	6.68%
600551.SH	时代出版	28.69%	32.49%	10.61%	10.76%	12.36%	4.06%
002238.SZ	天威视讯	31.79%	33.26%	5.18%	7.82%	6.36%	10.71%
600831.SH	广电网络	38.55%	30.09%	5.35%	6.30%	3.75%	3.71%
002052.SZ	同洲电子	21.48%	21.65%	11.24%	2.53%	13.77%	14.69%
600386.SH	北巴传媒	37.99%	4.00%	11.82%	12.87%	10.25%	6.06%

数据来源: WIND, 国泰君安证券

注释: 广电网络(600831)和北巴传媒(600386)在07-08年度完成资产重组, 同比数据意义不大, 计算行业均值时剔除

1.3. 大幅计提资产减值准备, 09 年资产跌价风险降低

根据 WIND 的统计, 目前已公布年报的 985 家上市公司 2008 年资产减值损失合计 3191.8 亿元, 同比大幅增长 154%。传媒板块中时代出版(600551)08 年度资产减值损失 2629 万元, 同比增长 41.23%, 原因是出版企业按库存图书库龄计提的存货跌价准备增加。08 年度大幅计提资产减值准备将会降低 09 年资产跌价风险。

表格 4: 2007-2008 年上市公司资产减值准备一览表

代码	简称	2007 年计提	2007.12.31	2008 年计提	2008.12.31	本期计提增速
600880.SH	博瑞传播	344.75	1218.34	100.35	1263.44	-70.89%
002181.SZ	粤传媒	514.91	1261.27	703.41	1859	36.61%
600551.SH	时代出版	423.30	7262	7669	14319.12	1711.70%
002238.SZ	天威视讯	89.62	837.12	29.25	827.18	-67.36%
600831.SH	广电网络	0.00	1253.31	616.77	1870.08	-
002052.SZ	同洲电子	4716.85	6912.89	4461.13	11326.3	-5.42%
600386.SH	北巴传媒	403.14	2727.36	636.33	3132.2	57.84%
000793.SZ	华闻传媒	8259.81	9424.16	3255.98	12492.22	-60.58%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2. 子行业及重点公司业绩分析及前景展望

2.1. 有线电视网络——资本支出压力犹存，业绩释放滞后于整转完成

2.1.1. 2009-2010 年底全面推进整转，资本支出压力进一步增加

2005 年以来，全国的有线电视网络运营商陆续开始以“有线电视数字化转换”为经营主线。有线电视数字化转换初期伴随着巨大的资本投入，主要成本来自向用户主终端免费赠送的单向机顶盒以及系统和网络的改造支出，目前数字电视机顶盒价格从 500 元/台下降到 350 元/台左右；每用户系统改造成本约 500 元。合计每用户平移成本在 800-900 元。

目前全国有 229 个城市正在进行有线电视数字化转换，其中有 106 个城市已完成数字化转换，北京、天津、青海、海南、贵州、吉林等地的城市有线数字电视用户比例已经超过半数。根据广电总局的要求，2010 年东部和中部地区县级以上城市、西部地区大部分县级以上城市的有线电视基本实现数字化；2015 年基本停止播出模拟信号电视节目。

表格 5：有线网络上市公司 2008 年末模拟/数字电视用户数

代码	简称	数字电视用户 (万户)	模拟电视用户 (万户)	合计用户 (万户)
000917.SZ	电广传媒	200	60	260
002238.SZ	天威视讯	105.9	0	105.9
600037.SH	歌华有线	190	184	374
600831.SH	广电网络	111	299	410
000839.SZ	中信国安	400	440	880

数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.2. 提价&补贴，上市公司积极争取整转资金来源

由于广播电视行业资本化和开放程度低，有线网络运营商依靠收视费提价、政府补助、银行贷款、资本市场融资获得产业升级的资金。有线电视网络上市公司基本上采用以下三种整转模式：

第一种、基本不享受整转补贴，对已整转用户的数字电视收视费实施提价。比如广电网络目前模拟用户基本收视费 14 元/月、数字用户基本收视费 25 元/月。中信国安（000839）拥有的网络用户等。

第二种、完全依靠政府补贴，整转后基本收视费短期保持不变。比如歌华有线 2006-2007 年累计收到北京市广电局拨付有线电视数字化整体转换补贴专项资金 1.2 亿元，2006-2008 年分别确认 66.67 万元、1477.63 万元和 2935.82 万元（预计）。

第三种、享受整转补贴同时整转后实施提价。比如深圳天威视讯累计收到政府补助 3734.97 万元，目前尚有 1979.83 万元在以后年度确认；同时天威视讯整转后对数字电视基本收视费进行了提价，用户主终端 28 元/月、副终端 14 元/月。

东方明珠(600832)参股的上海东方有线公司整转模式比较特殊,由于面临IPTV、卫星接锅的“贴身肉搏”,上海东方有线2008年平移了70万有线数字电视家庭,但并没有提高每月13元收费,同时获得的政府补贴也乏善可陈。

但总体上,广电系统下的有线网络运营商采用走的是一条“补贴+提价”的复合模式,我们认为这个模式有助于减轻运营商在集中资本支出阶段的利润增长压力。另外同洲电子(002052)则是通过参股和合营的方式涉足有线网络业务。

表格 6: 有线电视网络上市公司数字化转换模式一览表

代码	简称	政府补贴(万元)			基本收视费(元/月)	
		2006	2007	2008E	模拟用户	数字用户
000917.SZ	电广传媒	3290	222.54	800	16.5	24
002238.SZ	天威视讯	-	1056.54	1687.97	--	28
600832.SH	东方明珠	1699	850	1364	13	13
600037.SH	歌华有线	66.67	1477.63	2935.82	18	18
600831.SH	广电网络	0	22	25.12	14	25

数据来源: WIND, 国泰君安证券

2.1.3. 摊销期结束滞后于整转完成3年左右

2008年底全国有线广播电视用户预计1.63亿户,其中数字电视用户4501万户,同比分别增长8.67%和73.12%。如果按照2008年数字化平移速度推进,全国有线电视用户将在2011年完成整转。

假设2009-2010年全国数字电视用户增速70%,有线电视用户以3%速度自然增长,预计2009年-2011年全国将新增数字电视用户3151万户、5356万户和4804万户。

表格 7: 2004-2011年全国数字电视平移进度一览表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
全国有线电视用户(万户)	11601	12569	13900	15000	16300	16789	17293	17811
增速	--	8.34%	10.59%	7.91%	8.67%	3.00%	3.00%	3.00%
其中数字电视用户(万户)	97	419	1290	2600	4501	7652	13008	17811
增速	--	332.0%	207.9%	101.6%	73.1%	70.0%	70.0%	36.9%
当年平移(万户)	97	322	871	1310	1901	3151	5356	4804

数据来源: 国泰君安证券

根据广电总局“2010年东部和中部地区县级以上城市、西部地区大部分县级以上城市的有线电视基本实现数字化”的要求,2009-2010年有线网络运营上市公司将全面推进区域内剩余模拟用户的平移,资本支出压力将继续加大。

目前,有线网络业务的毛利率约为35%,其中机顶盒和智能卡摊销占成本的一半左右。数字机顶盒的摊销期为5年,因此即使完成平移,有线电视业务毛利率的跳跃式增长将滞后3年左右。行业特征决定率先度过大规模摊销期的公司能够首

先享受毛利率提升及业绩的释放。目前，仅天威视讯（002238）已经在 07 年完成了深圳关内全部有线用户的数字化转换。经过我们的测算，天威视讯的机顶盒摊销将在 2011 年锐减，届时有望看到其业绩的释放。

表格 8：有线网络上市公司最近三年折旧和摊销一览表

代码	简称	固定资产折旧			无形资产摊销			长期待摊费用摊销		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
000917.SZ	电广传媒	10243	18733	26364	1009	1385	1718	280	522	256
002238.SZ	天威视讯	8392	9655	10565	162	154	173	11259	13094	13895
600037.SH	歌华有线	21101	27639	24943	299	329	513	311	375	404
600831.SH	广电网络	1140	6751	16164	1233	1811	979	0	921	1614

数据来源：WIND，国泰君安证券

注释：灰色单元格表示机顶盒成本计入每年固定资产折旧或长期待摊费用摊销科目中

表格 9：有线电视网络上市公司最近 3 年经营业绩及 09 年业绩预测一览表

代码	简称	营业收入				归属母公司股东的净利润			
		2006	2007	2008	2009E	2006	2007	2008	2009E
000917.SZ	电广传媒	202975	264982	311338	375509	1942	11339	11113	18616
	增速		30.55%	17.49%	20.61%		483.90%	-2.00%	67.52%
002238.SZ	天威视讯	62399	65446	71064	75812	6623	7127	7572	7585
	增速		4.88%	8.58%	6.68%		7.61%	6.24%	0.17%
600832.SH	东方明珠	152654	171129	191665	201248	40244	63883	45078	46175
	增速		12.10%	12.00%	5.00%		58.74%	-29.44%	2.43%
600037.SH	歌华有线	102422	118492	146093	167292	43259	36682	32727	24075
	增速		15.69%	23.29%	14.51%		-15.20%	-10.78%	-26.44%
600831.SH	广电网络	30136	54542	83421	89960	1965	4101	4307	7460
	增速		80.98%	52.95%	7.84%		108.70%	5.02%	73.20%
002052.SZ	同洲电子	107675	182736	210067	297334	6203	9960	10827	15459
	增速		69.71%	14.96%	41.54%		60.58%	8.70%	42.78%

数据来源：WIND，国泰君安证券

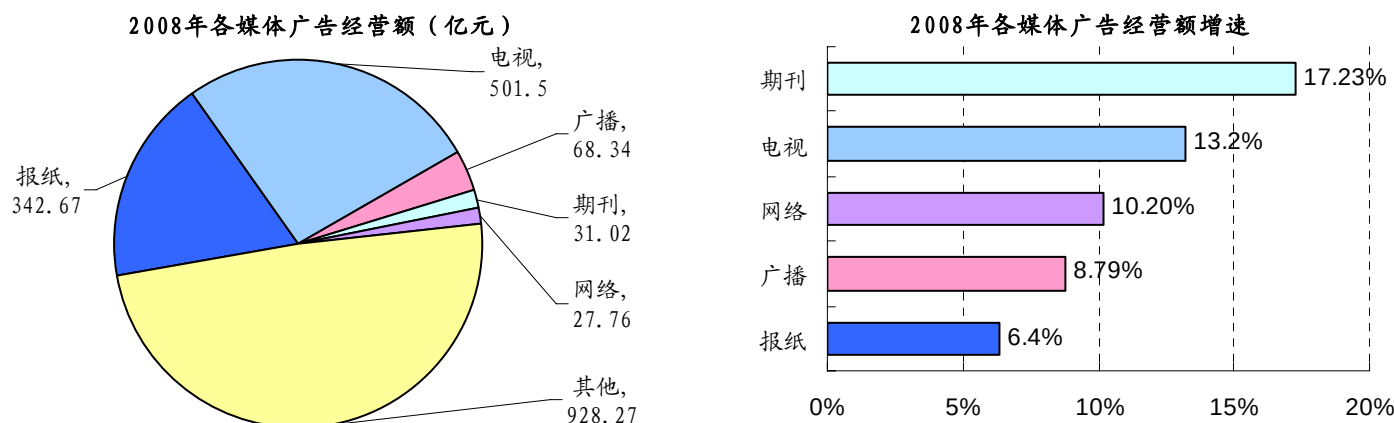
2.2. 报刊纸媒——国外报业遭遇寒冬，国内亦难隔岸观火

2.2.1. 2008 年国内报刊纸媒经营环境严峻

根据国家工商总局统计，2008 年全国广告经营额共计 1899.56 亿元，同比增长 9.11%。其中报纸和期刊广告营业额 2008 年分别增长 6.36%和 17.23%。期刊广告的强劲增长一方面得益奥运因素刺激，另一方面也由于中美两国纸媒和互联网媒体发展阶段差异所致。报纸广告增速在各类媒体中仍处于最低。

2008 年前三季度新闻纸价格的暴涨使得报刊纸媒上市公司 08 毛利率与 07 年相比普遍有 3-4 个百分点的下降。同时，作为收入重要来源的广告代理业务受经济危机的影响逐渐显现。尽管国内报刊纸媒上市公司的经营环境并不如欧美等发达国家那样严峻，但国内传统报业在 2008 年也明显感到增长压力。

图表 1：2008 年各媒体广告经营额及增速



数据来源：国家工商总局，国泰君安证券研究所

2.2.2. 对关联交易的依赖性依然较大，需要通过业务扩张打开增长空间

行业龙头博瑞传播（600880）2008 年印刷、发行、广告三项主营中合计有 75.32% 来自与成都商报社之间的关联交易。关联交易为上市公司主营业务收入的稳定增长起到了强有力的支撑，但拉动主营业务增长的动力主要源于非关联交易，也就是对新客户和新业务的开发。博瑞传播 08 年户外广告收入 5375.04 万元，增速达到了 134%。扣除来自于《成都商报》的广告代理收入 16186.86 万元和《每日经济新闻》的广告代理收入 21 万元，我们推测电视广告和新媒体广告收入为 2195.45 万元，占广告收入的比重约为 9.23%。

粤传媒（002181）2008 年依靠印刷和书刊零售业务带动收入增长，毛利率较高的广告代理和旅店服务业务收入下滑。公允价值变动收益和投资收益合计同比减少 7402 万元，主业不振和投资亏损导致业绩大幅滑坡。2008 年公司印刷业务占主营收入的比重已经上升到 85.64%，俨然变成低毛利率运营的印刷厂。其实际控制人广州日报报业集团实力居全国前列，如果集团能够将广告代理和发行等优质资产向上市公司倾斜，那么公司则有望向博瑞传播一样实现三项业务齐头并进。仅靠公司目前的印刷业务一项，成长空间十分有限。

华闻传媒（000793）正在逐渐剥离传媒和燃气以外的业务。2008 年传媒业务收入增长 21.76%，来源于主营业务的利润贡献比例大幅度增加，收益质量有所提高。控股子公司时报传媒和华商传媒的收入增长而利润率下降，原因是报刊广告收入下降和印刷毛利率下降。公司股东之一首都机场集团在 07 年股权受让时所承诺的将北京首都机场广告等媒体资产注入事项未有推进，预计 2009 年公司业绩只能保持稳定而难以看到增长。

新华传媒（600825）在 07 年底完成重组，收入结构发生变动，图书音像发行收入下降、报纸发行和广告业务快速增长。主营业务利润同比增长 95.12%，毛利率提高 5 个百分点，主业的盈利能力增强。公司近日公告其全资子公司上海申报/晨报/人报/房报传媒经营有限公司从转制之日起至 2008 年 12 月 31 日享受免征所得税，

所得税追溯调整将增厚公司业绩。公司在上海媒体资源整合过程中隐含再次大规模注资机会。

来自互联网等新媒体的竞争使得国内传统报刊业务的经营环境日益严峻，我们认为，报刊纸媒上市公司未来增长的驱动力：一是紧抓行业改革机遇，加快数字化转型，实现产业升级；二是跨区域发展，将报刊印刷、发行、广告代理业务延伸向其他地区延伸，实现规模效应；三是跨行业、跨媒体发展成为具有多元媒体业务的集团，实现协同效应。

表格 10: 报刊媒体上市公司最近 3 年经营业绩及 09 年业绩预测一览表

代码	简称	营业收入				归属母公司股东的净利润			
		2006	2007	2008	2009E	2006	2007	2008	2009E
600825.SH	新华传媒	-	167821	270530	320291	-	6940	22693	24479
	增速			61.20%	18.39%			226.97%	7.87%
600880.SH	博瑞传播	60272	70773	80919	99531	8061	13538	19167	19415
	增速		17.42%	14.34%	23.00%		67.96%	41.57%	1.30%
002181.SZ	粤传媒	34129	39645	46369	53888	6073	6896	98	4283
	增速		16.16%	16.96%	16.22%		13.56%	-98.57%	4257.2%
000793.SZ	华闻传媒	181701	223395	281496	336497	209611	200281	210894	225662
	增速		22.95%	26.01%	19.54%		-4.45%	5.30%	7.00%

数据来源：WIND，国泰君安证券

2.3. 图书出版——改革体制助推行业资本化进程提速

国家新闻出版总署近期印发了《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》，进一步明确了新闻出版体制改革路线图和时间表，对于整个出版行业的影响都是非常积极和正面的。

对于已经上市的出版企业，其有可能成为优质出版资源整合和注入的平台而得到政府部门的倾力支持，从而获得超常规的发展。而积极改制为企业的优质出版集团相信都将陆续进入资本市场上市，这对于做大做强行业是非常有利的。对于投资者来说，也获得了更多的投资选择和投资机会。

目前 A 股市场上只有出版传媒（601999）和时代出版（600551）两家出版类上市公司，并且收入和资产规模距离“双百亿”还相差很远。我们认为，借助《指导意见》东风，A 股图书出版上市公司有望在做强做大和信息化、数字化升级方面走在行业前列，其长期投资价值因此而提升。

2.4. 广告——行业在危机中洗牌

2.4.1. 电视广告——央视广告首次下乡，强势媒体也受波及

央视的广告分为三部分：黄金资源招标、承包经营、自营资源。2008 年 11 月央视黄金资源招标的中标金额为 92.56 亿元，同比增长 15.28%。承包经营和自营资

源都是企业通过代理公司向中央电视台购买的资源，只是定价权不同。2009年3-4月，中央电视台广告部将走进广东小榄镇、江苏常熟、广西柳州、浙江温州、辽宁大连、黑龙江哈尔滨、内蒙古、四川成都等工业生产总值较高地区，与当地企业和代理公司签订央视广告投放协议。

央视广告下乡行动说明在经济低谷中，央视黄金资源招标代表的只是国内第一强势媒体的最优质广告资源，地方甚至央视的广告经营单位不得不广泛寻求广告投放来源应对经济危机。

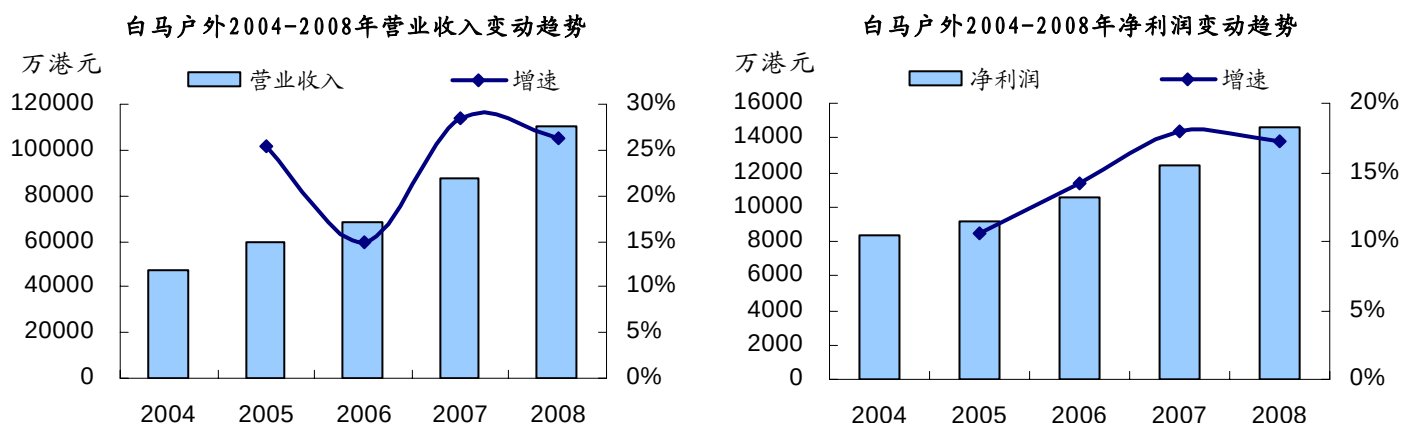
2.4.2. 户外广告——行业整体下滑延续，上市公司或可逆势而上

我国户外广告市场的竞争十分激烈，市场集中度低，一些中小规模广告公司通过价格竞争的手段谋求生存。2008年度全国户外广告投放额同比下降4%（2007年下滑5%），两大投放支柱行业房地产和通讯行业投放额分别下滑10%和17%。

A股唯一一家主营为公交户外广告业务的上市公司北巴传媒（600386）在08年初完成了资产置换和业务转型，导致2008年度净利润大幅增长95.57%。公交户外广告收入占主营收入的比重从10.05%跃升到2008年的31.01%。由于公交户外广告业务的毛利率水平高达71.91%，导致公司综合毛利率2008年达到37.99%，同比大幅提高32.51个百分点。受益奥运，公司在第4季度新增了集团所属400辆公交双层巴士的车身媒体使用权。公司前期已经以65400万元价格买断了集团所有巴士的十年媒体广告发布权，锁定了成本，新增车身媒体使用权直接增加纯利。

具有11年户外广告经营经验的白马户外（0100.HK）2008年度获得营业收入11亿元，同比增长26.35%，归属上市公司股东净利润1.46亿元，同比增长17.29%，营业收入和净利润增速同比下滑。主要原因是08年第四季度，由于受到经济危机的打击和奥运会的结束，国内广告客户纷纷减少广告投放量。

图表 2：白马户外 2004-2008 年度经营状况一览表



数据来源：WIND，国泰君安证券

2008年一些城市的地方政府加大对广告行业的监管、大量拆除个别类型的公交户外广告媒体。我们认为，这些政策对国内户外广告行业的整体发展有益，将使得

具有实力的户外广告公司的地位更加巩固，优胜劣汰将提高行业的集中度。2009 年建国 60 周年、2010 年上海世博会和 2010 年广州亚运会等事件将推动广告业的蓬勃发展。从更长时期来看，中国是世界上经济增长最快的国家之一，国内户外广告行业远景依然光明。

2009 年全球金融海啸余波未了，大部分广告商的广告开支趋向谨慎，对户外广告运营商来说 2009 年是充满挑战的一年，订单数同比下滑的概率很高。

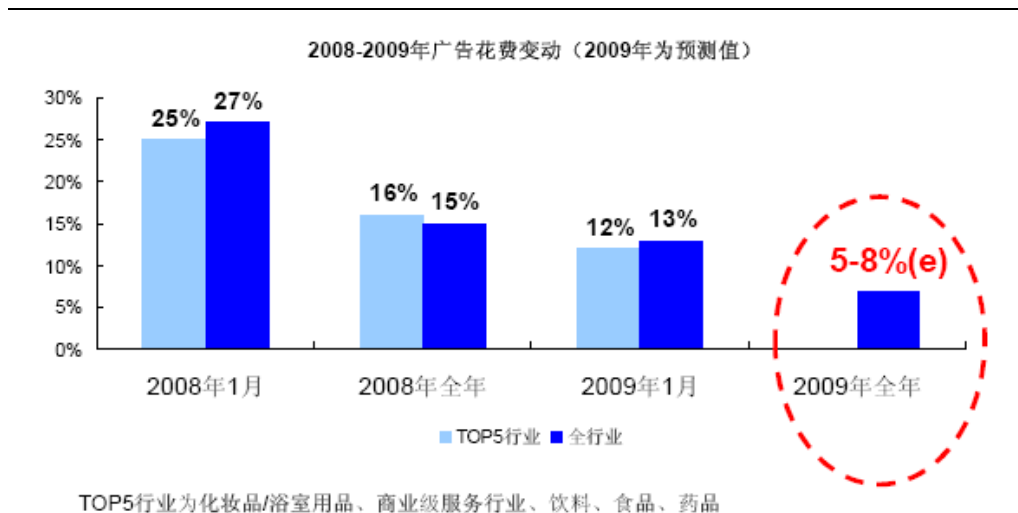
北巴传媒（600386）由于具有北京地区公交车身媒体的资源优势和垄断优势，有可能走出和行业的相反的走势。但在引入战略合作者基本无望的前提下，能否通过加强内部管理改善企业经营绩效是公司能否充分利用媒体价值的关键，2009 年是北巴传媒媒体整合的关键之年。

2.4.3. 互联网广告——增速不尽人意，大大低于预期

根据国家工商总局统计，2008 年我国互联网广告营业额为 27.76 亿元，同比增长 10.2%，大大低于市场前期对互联网广告爆发式增长的预期。

2009 年开年，多数行业广告增速大幅减缓或出现负增长，其中在各媒体中占比最高的电视广告增长减速最明显。2009 年广告主对媒体的选择出现分化，媒体行业在洗牌中面临谋变。CTR 预测 09 年国内广告市场全年增长为 5%-8%。

图表 3：2008-2009 年国内广告花费变动



数据来源：CTR，国泰君安证券

总体看，广告行业增长形势较为严峻，增速放缓是必然。电视、报刊、户外、互联网似乎无一幸免。上市公司业绩分化预计会加剧。而获得优质资源注入或政策支持力度大的上市公司的处境将稍微从容，其业绩表现将有更为优良。

3. 行业与上市公司近期市场表现

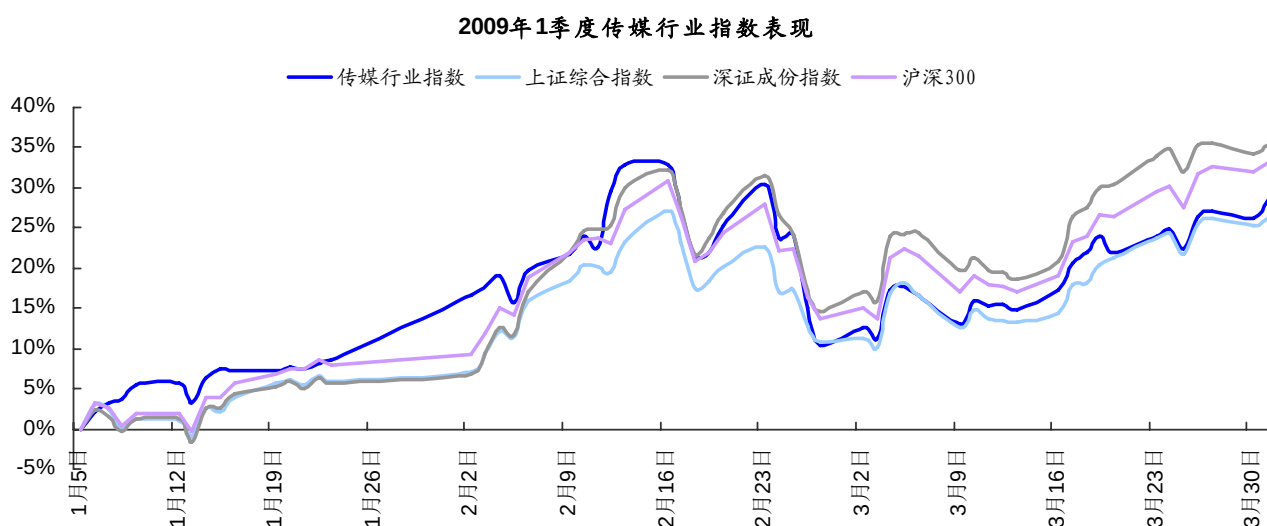
3.1. 09 年一季度板块走势弱于大盘

2009 年第一季度传媒行业指数累计上涨 28.45%，同期上证综指、深圳成指和沪深 300 指数的涨幅分别为 26.19%、35.37%和 33.18%。传媒板块的市场表现落后于其他板块。

我们分析，2009 年以来大盘指数在十大产业振兴规划的刺激和流动性充裕的推动下持续走强，呈现板块轮涨局面。而传媒行业不在十大振兴产业之中，且相对板块估值优势在 08 年底到 09 年 2 月的持续上涨中已经基本填平，因此影响了相对行业表现。

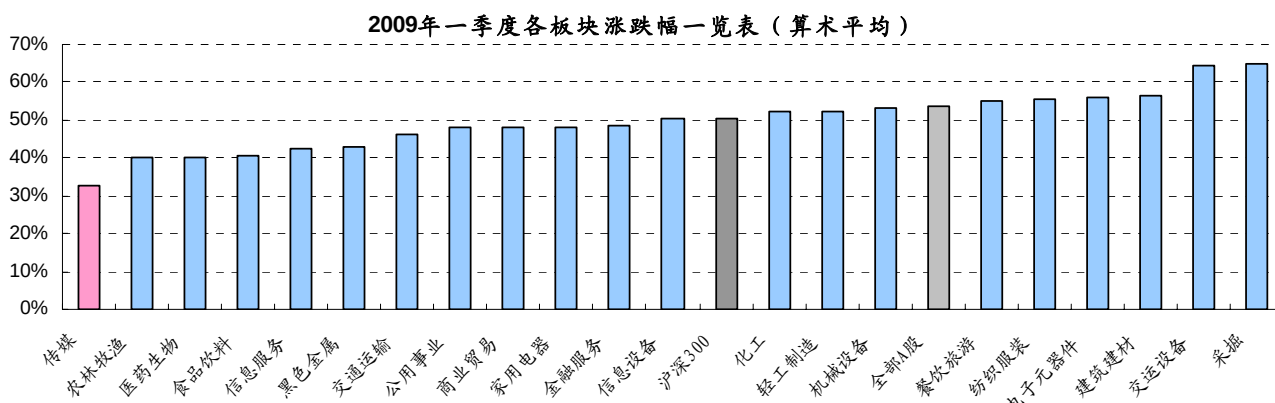
从个股来看，期间曾经超越大盘表现的个股主要有天威视讯（002238）和北巴传媒（600386），天威视讯走强受到整合关外用户传媒的影响，北巴传媒则与公司 08 年四季度超预期的业绩相关。

图表 4：2009 年 1 季度传媒行业指数表现



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

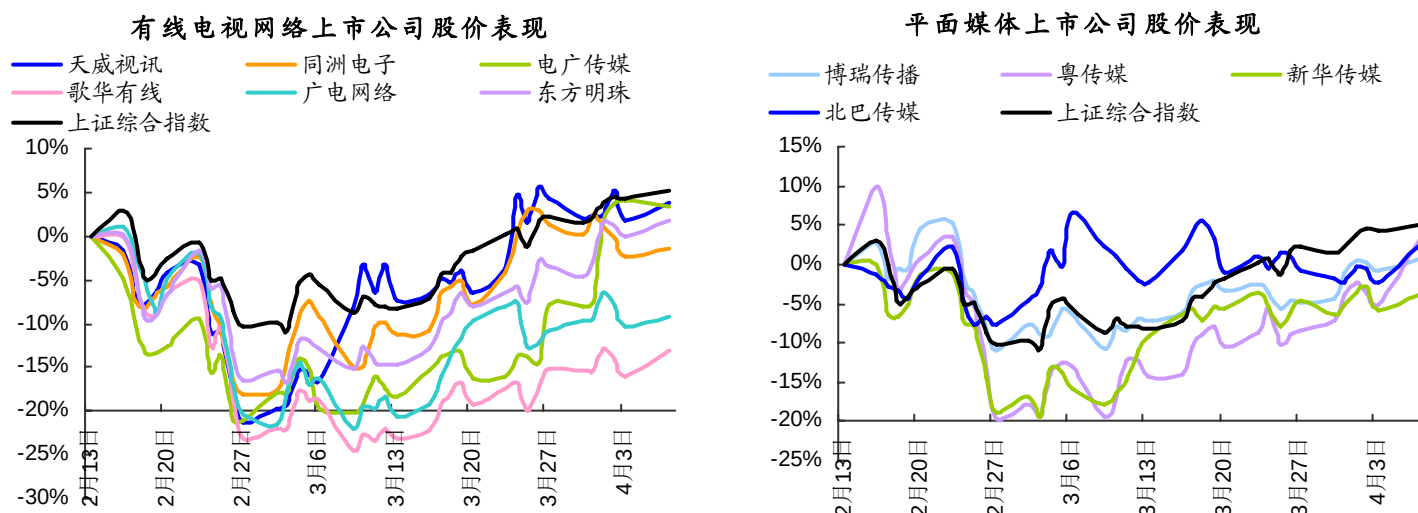
图表 5：板块涨跌幅一览表



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

注释：板块涨跌幅=板块个股涨跌幅之和/该板块上市公司家数

图表 6：传媒板块上市公司股价表现



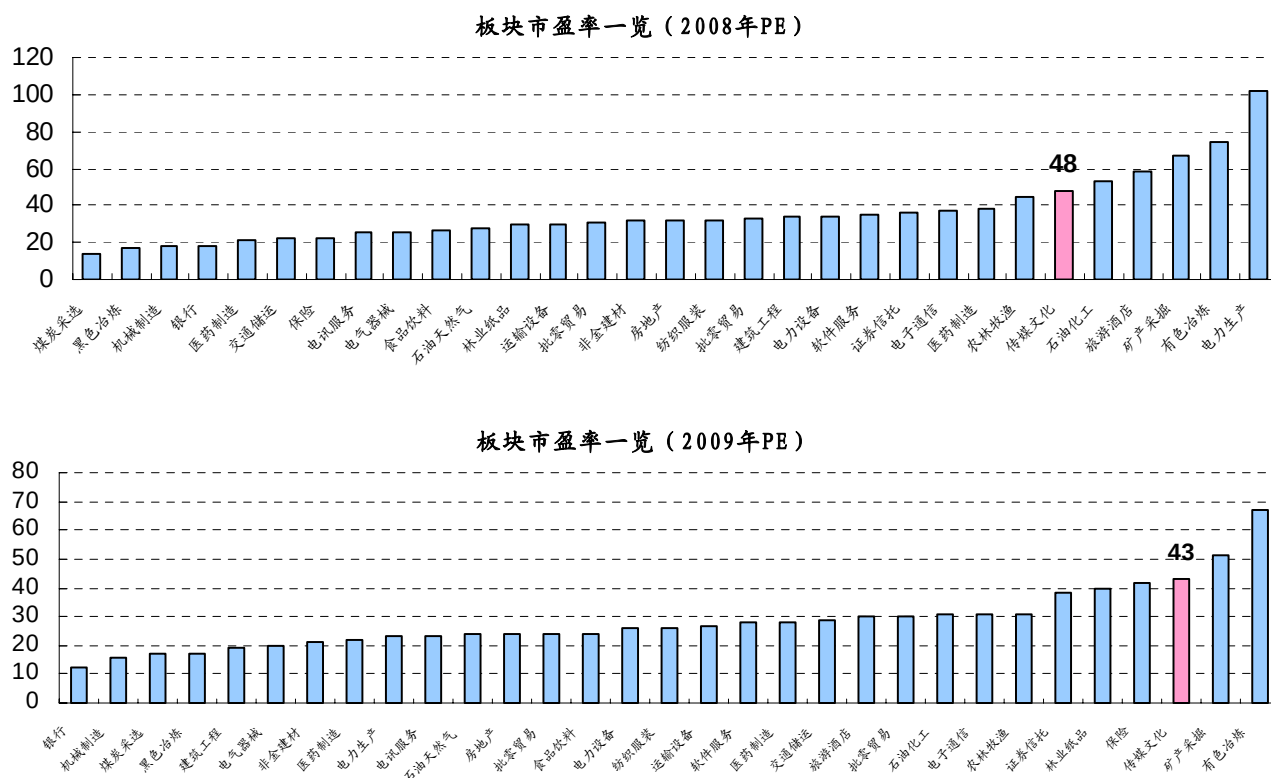
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

3.2. 09 年板块估值压力犹存

以目前盈利预测值看传媒板块 08 和 09 年的动态市盈率分别为 48 倍和 43 倍，在全市场各板块的估值排名第三位。尽管传媒板块相对市场平均估值始终存在 1.5-1.8 倍的估值溢价，但是在预期市场估值中枢不可能出现大幅提升的情况下，传媒板块估值压力犹存。

上市公司中只有博瑞传播（600880）和同洲电子（002052）09 年的市盈率在 30 倍以下。博瑞传播（600880）长期以来业绩稳健，属于机构投资者偏好的投资标的。同洲电子（002052）正在运作从设备制造商向有线网运营商的转型，目前主营收入中绝大部分来自于机顶盒销售收入，因此我们认为不能以有线网络运营商的平均估值来衡量它。但是 09-10 年公司主导产品机顶盒的市场需求将因数字化转换的全面推进而出现大幅增长，公司订单前景较清晰，业绩有较好的成长性。

图表 7：08-09 年板块动态市盈率一览



数据来源：国泰君安证券研究所

注释：板块市盈率=2009年3月13日收盘价/国泰君安重点公司09预测业绩，共包含324家上市公司。

表格 11：传媒行业上市公司 08-09 年每股收益及市盈率一览表

代码	简称	每股收益 08	每股收益 09E	市盈率 08	市盈率 09E
002238.SZ	天威视讯	0.32	0.28	46.88	53.57
601999.SH	出版传媒	0.20	0.23	42.00	36.52
600825.SH	新华传媒	0.40	0.45	37.73	33.53
600880.SH	博瑞传播	0.52	0.53	27.69	27.17
002052.SZ	同洲电子	0.37	0.53	26.54	18.53
600386.SH	北巴传媒	0.22	0.29	50.41	38.24
000917.SZ	电广传媒	0.10	0.46	168.20	36.57
600831.SH	广电网络	0.13	0.17	69.31	53.00
600832.SH	东方明珠	0.16	0.16	58.06	58.06
000793.SZ	华闻传媒	0.12	0.13	35.67	32.92
600037.SH	歌华有线	0.31	0.22	32.29	45.50

数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

4. 2009 年第二季度行业配置建议

行业的强弱走势离不开宏观经济大环境。我们认为 2009 年上半年市场仍处于政府

“旧招”的效应体现阶段和“新招”推出阶段的“憧憬期”。在2季度，前期各项刺激政策效应将逐渐显现，在投资的强劲拉动下，经济将触底回升。但中国经济仍处于大衰退背景下的长期调整过程，因此，09年3、4季度中国经济可能难以出现持续较高速度的增长。目前政府的宽松货币和财政政策所引发的增量货币除了流向实业之外，就是投资金融资产和准金融资产。在国内实体经济和个人需求萎缩，金融市场不开放的前提下，增量货币流向金融或准金融资产的格局必将维持。可以想象，市场在2季度乐观预期的支撑下将跨越估值障碍，领先于实体经济的实质复兴而获得夸张表现。如果最终政策未能真正刺激实体经济复苏或预期政府招数已尽，那么金融资产价格的泡沫迟早会破灭。

对于传媒行业来说，由于其剔除08年100倍市盈率个股后平均静态市盈率达到42倍，行业估值高于市场平均水平，因此其后续如果要普涨将主要依赖估值中枢的上移。而部分个股有望通过优质资源注入提升业绩而骤然降低其估值，这是我们推荐和关注的重点。因此，2009年第二季度我们建议平配行业，选择配置兼具基本面稳定、优质资源注入预期较大的公司。如天威视讯、电广传媒、出版传媒、时代出版、博瑞传播等。

公司基本面的突破性改善机会来自于以下几个方面：（1）新闻出版和广电行业的跨地区、跨媒体、跨行业兼并重组，以及相关政策扶持，拥有资本运作平台的上市公司有望成为骨干企业和战略投资者；（2）数字化转型和三网融合将为有线网络运营商提供产业升级的机会，为未来的增值业务发展奠定基础；（3）创业板的推出将为拥有创投业务的上市公司开辟一条新的退出途径。

4.1. 博瑞传播（600880）：复合媒体业务结构驱动未来增长

博瑞传播（600880）依托强势纸媒《成都商报》开展经营，业绩稳定性和确定性较高。08年公司继续打造多元广告代理模式，买断了成都电视台1、3、4、5频道所有晚间时段编组广告中的省内广告代理权，获得成都机场高速收费站全部落地广告牌等优质户外媒体80余座。多元广告代理有利于帮助公司抵御经济周期下行所带来的广告行业增速减缓风险，提升抗风险能力。

2007年公司投资6380万元收购的手中乾坤项目（持股20%）08年实现营业收入和净利润分别为6280.22万元和3843.62万元，同比增长6.63%和32.96%。“手中乾坤”项目准备在中小板或创业板上市，公司将继续重点投资互联网垂直媒体，构建新型媒体产业群，实现与现有媒体资源的良性互动，从长远发展上看有利于促进产业结构升级。

公司表示要抓住报业与广电业务深度融合的发展机遇，把广电业务培育成公司新的业务增长点。报业与广电业务的融合，可以进一步延伸公司主业产业的价值链，使公司的复合媒体业务结构更加完善。

考虑到公司09年度预算计划主动降低了业绩增速，我们下调09-10年每股收益至0.53元和0.56元，对应当前股价09-10年动态市盈率分别为27.17倍和25.71倍，维持谨慎增持评级。

4.2. 天威视讯 (002238): 摊销结束后 2011 年业绩将显著提高

天威视讯 (002238) 整转中第一批投入的机顶盒摊销到 2010 年 7 月。根据我们的测算, 已投入机顶盒的摊销规模在 2010-2012 年每年将分别减少 1425 万元、8040 万元和 1189 万元。也就意味着 2010 年机顶盒摊销开始出现下降, 而 2011 年该支出会锐减, 2011 年公司电视收视业务的毛利率可望提升约 20 个百分点。天威视讯 (002238) 将成为 A 股有线网络运营商中率先实现业绩爆发的上市公司。

09 年公司预算收入 75000 万元, 净利润 7600 万元, 分别同比增长 5.54% 和 0.37%, 约合每股收益 0.28 元。我们预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.28 元、0.49 元、0.56 元, 对应当前股价的市盈率分别为 53.57 倍、30.61 倍、26.79 倍。09 年估值偏高, 但 10 年估值相对行业有优势。维持谨慎增持的评级。

坊间传媒公司将启动对关外 150 万有线用户的收购。每用户的定价和随之而来的整转资本支出是收购事件中最大不确定。好处是整转后公司用户和收费水平都将提升。长期看将降低公司边际经营成本, 对公司影响正面。

4.3. 同洲电子 (002052): 受益国内数字化进程额, 产品需求旺盛

同洲电子 (002052) 受益于国内村村通工程及有线数字电视整体平移的推进, 机顶盒等视频设备需求旺盛; 公司出口订单亦依然较为稳定, 这保障公司未来收入仍将保持较快增长。从单纯设备制造商向有线网络增值服务商的逐步升级将促进产品销售和回款, 同时也为公司未来发展打开新空间。

我们对公司 09 年国内有线机顶盒需求做了情景分析, 保守假设下公司国内有线机顶盒需求 458 万个, 销售收入 12.38 亿元, 相当于 08 年营业收入的 59%, 毛利润 2.72 亿元。公司拟新增的年产 800 万台生产线将保证公司产能能够满足需求增长。资金成为收入规模扩张的核心问题。公司拟通过定向增发募集资金约 4.3 亿元, 计划将新增产能 800 万台。增发价格每股不低于 8 元。

我们预计公司 09-10 年的每股收益分别为 0.53 元、0.74 元, 按照当前股价对应的市盈率分别为 18.53 倍、13.27 倍。低于信息设备行业平均市盈率。首次给予谨慎增持的投资评级。

4.4. 电广传媒 (000917): 隐含全省网络和集团广告业务全面整合注入预期

电广传媒 (000917) 08 年有线电视网络业务和创投业务进展良好, 亏损主要源于证券投资亏损这个非常因素。如果湖南广电集团的广告、内容资产整体注入上市公司、上市公司如期完成网络整合, 则公司业务将形成真正的广告、内容、网络三驾马车并行状态, 其传媒主业的竞争力和盈利能力将显著提高。这也是公司目前享受较高估值溢价的基础。

我们维持 09-10 年每股收益 0.46 元、0.30 元的估计，对应当前股价 09-10 年市盈率分别为 36.57 和 56.07 倍。公司属于媒体业务重组型公司，目前利润主要构成为投资收益，静态估值较高。但按关联股东湖南广电集团媒体业绩的实际盈利情况模拟计算，公司估值尚为合理。公司属于典型的多重博弈品种，适合风险偏好较高投资者投资。

4.5. 出版传媒（600880）：可能成为东三省出版资源的整合者

出版传媒（600880）作为首家获得中宣部和新闻出版总署批准将编辑业务连同经营业务整体发行上市的出版企业，在出版行业改革的大潮中作为战略投资者跨区域整合出版资源是大概率事件，公司在 08 年 12 月更名为“北方联合出版传媒集团”也印证了这一点。除了依靠资源整合实现超常规发展，公司自身从“编辑-出版-发行”完整的产业链也有利于抵抗行业景气下降风险。

我们预计公司 09-10 年的每股收益为 0.23 元和 0.26 元，对应当前股价的市盈率为 36.52 倍和 32.31 倍。维持谨慎增持的评级。

4.6. 时代出版（600551）：出版主业有望向中心城市延伸

时代出版（600551）2008 年完成了将安徽出版集团的出版、印刷类资产注入上市公司。08 年度实现营业收入 14.7 亿元，所出版图书的种类和数量都有大幅提升，重版率高出全国平均 10 个百分点。时代出版在年报中披露，09 年将利用中央部委和大学出版社脱钩转企有利时机，适时进行重组合作或控股，将出版主业延伸到中心城市。我们认为，公司资产盈利能力强又拥有上市公司平台，实施跨地区、跨行业、跨媒体整合将得到政策支持，有望成为出版行业改革的战略投资者。

表格 12：重点上市公司盈利预测与估值

简称	最新价	每股收益			市盈率			投资评级
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
天威视讯	15.00	0.32	0.28	0.49	46.88	53.57	30.61	谨慎增持
出版传媒	8.40	0.20	0.23	0.26	42.00	36.52	32.31	谨慎增持
新华传媒	15.09	0.40	0.45	0.48	37.73	33.53	31.44	谨慎增持
博瑞传播	14.40	0.52	0.53	0.56	27.69	27.17	25.71	谨慎增持
同洲电子	9.82	0.37	0.53	0.74	26.54	18.53	13.27	谨慎增持
北巴传媒	11.09	0.22	0.29	0.56	50.41	38.24	19.80	谨慎增持
电广传媒	16.82	0.10	0.46	0.30	168.20	36.57	56.07	中性
广电网络	9.01	0.13	0.17	0.21	69.31	53.00	42.90	中性
东方明珠	9.29	0.16	0.16	0.18	58.06	58.06	51.61	中性
华闻传媒	4.28	0.12	0.13	0.14	35.67	32.92	30.57	中性
歌华有线	10.01	0.31	0.22	0.24	32.29	45.50	41.71	中性
重点公司平均		0.26	0.31	0.38	54.07	39.42	34.18	

数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

作者简介:

谭晓雨: 高级经济师。传媒首席分析师。中国广播电视学会产业研究专业委员会理事。
2003—2008 连续六年获《新财富》传播文化业全国最佳分析师, 2003-2004 年社会服务行业全国最佳分析师。

吴轶: 复旦大学经济学硕士, 金融学专业, 2008 年 7 月加入国泰君安证券研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com

文件名: 传媒行业 09 年 2 季度投资策略报告~1
目录: C:\Documents and Settings\LH\桌面
模板: C:\Documents and Settings\LH\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dot
标题:
主题:
作者: sinittek
关键词:
备注:
创建日期: 2005-12-2 9:35:00
修订号: 252
上次保存日期: 2009-4-15 9:02:00
上次保存者: MC SYSTEM
编辑时间总计: 1,887 分钟
上次打印时间: 2009-4-15 9:04:00
打印最终结果
 页数: 20
 字数: 3,258 (约)
 字符数: 18,573 (约)