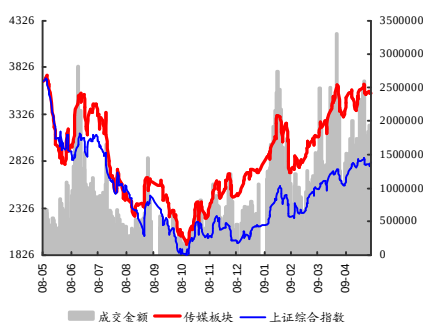


2009 年 6 月 12 日

优异（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

行业研究员：卫婵娟
洪阳

联系方式

电话：0510-82832380

Email: weicj@glsc.com.cn
hongy@glsc.com.cn

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，特此申明。

传媒行业 2009 年下半年度策略报告

摘要：

并购扩大收入、新资产提供发展新亮点。纵观分众传媒的发展历程，我们发现分众的快速发展在于两方面因素的结合，一是通过并购扩大其经营规模，增多收入；二是其并购资产本身具备的快速成长性。因为我们认为并购固然可以短时期内使公司的收入增长，但是并购所得资产的发展空间将进一步影响公司的可持续性发展。

关注并购机遇以及并购资产的未来发展空间。传媒行业的并购机遇主要在于出版行业和广告行业，出版行业受国家政策扶持需要通过并购做大做强，随着国家出版体制改革时间表的出台，加速了出版行业的并购活动；而广告行业的媒体资源具有稀缺及不可再生的特性，所以公司业绩的快速提升依赖于媒体资源的不断聚集，但是传统媒体受政策限制缺乏市场化机制，而新兴的新媒体行业则出现了活跃的并购活动。

结合并购存在的可能性以及并购资产的未来发展空间，我们推荐从事广告行业的博瑞传播和从事出版行业的出版传媒。

引言:

传媒行业中最早上市的公司是东方明珠，在 1993 年上市，但是在随后的几年时间里传媒行业几乎没有什么新的公司上市，直到 2000 年后，开始逐步有新的传媒上市公司推出，不过我们发现这些公司中多数都是通过传媒资产置换旧资产而形成一个新的传媒公司，所以，前期传媒行业的增长点主要在于资产注入。那么在资产全部整合完毕后，公司的发展又将会如何呢？我们发现在传媒类上市公司中分众传媒的发展较受市场认同，因此，我们希望通过分析分众传媒发展历程找出能够使传媒行业上市公司得到进一步发展的因素。

一、分众传媒的成长启示

分众传媒曾以 40 多亿美元的市值雄踞纳斯达克中国上市公司之首，成为“纳市中国第一股”，三年来千万元以上投放的客户流失率保持为零，能够有效到达中国 1.5 亿都市主流消费者。

分众传媒于 2005 年 7 月正式在纳斯达克上市，其股价从上市开始一路攀升至 2007 年 11 月的最高点 65 美元/股，是什么让分众传媒在短短的两年时间里将其市值翻了 6 倍？为何资本会关注这只个股？让我们来看一下分众传媒的成长历程。

图 1：分众传媒股价表现 2005-2007



分众传媒成立于 2003 年，经过近五年的发展，产品线覆盖商业楼宇视频媒体、卖场终端视频媒体、公寓电梯媒体（框架媒介）、户外大型 LED 彩屏媒体、电影院线广告媒体、网络广告媒体等多个针对特征受众、并可以相互有机整合的媒体网络。

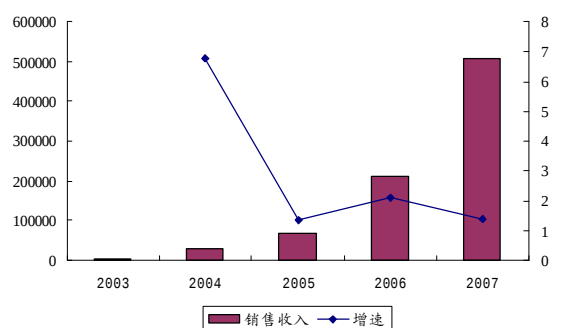
分众传媒拥有的媒体平台属于不同种类的资源，而任何一种媒体资源要为公司带来利润都需要得到广告主的认可，广告主的认可则取决于受众对该

资源的依赖，但是每一种媒体资源的受众培养都需要时间，那么为什么分众可以在短时间内积聚这些资源同时这些资源又可以为其带来丰厚利润？

1.1 快速成长在于外延式扩张

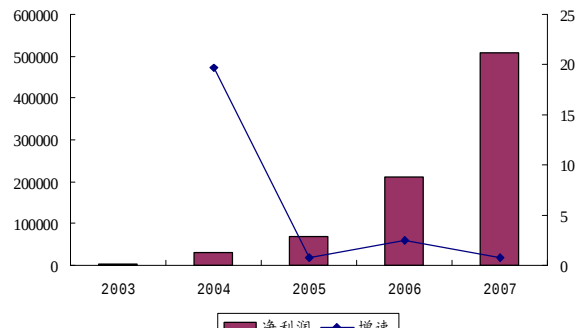
分众传媒的快速成长在于其不断的进行并购整合，图 2、3 显示，公司的收入及净利润每年以超过 100% 的增速在成长，江南春也指出“并购没有尽头，资本市场之所以支持并购，因为并购后创造的价值要远远大于并购的成本”。因此，分众传媒的股价随着一次次的并购而一路走高。

图 2：分众传媒销售收入 2003-2007



数据来源：国联证券研究所 公司网站

图 3：分众传媒净利润 2003-2007



数据来源：国联证券研究所 公司网站

图 4：分众传媒并购历程

收购时间	收购资产
2005 年 8 月	分众传媒收购深圳视听广告网络运营商“边界上广告公司”
2005 年 10 月	分众传媒以 1 亿美元左右的价格收购框架媒介的 100% 股权。
2006 年 1 月	分众传媒以 3.25 亿美元的价格合并中国第二大楼宇视频媒体运营商—聚众传媒
2006 年 3 月	分众传媒以 3000 万美元收购手机广告商凯威点告，正式进军手机广告新领域。
2006 年 4 月	分众传媒的城市彩屏联播网（LED）开始在上海投入运营。
2006 年 8 月	分众传媒宣布收购影院广告公司 ACL，同时，ACL 公司的网络将更名为分众传媒“影院网络”。
2007 年 3 月	分众传媒并购好耶广告。
2007 年 12 月	分众传媒以 1.684 亿美元现金并购卖场数字广告网络运营商玺诚传媒。
2008 年 1 月	分众传媒向炎黄健康传媒投资 500 万美元现金
数据来源：国联证券研究所 公司公告	

媒体行业是个特殊行业，需要通过并购整合达到规模效应，从而提高公司的议价能力。如分众传媒收购聚众传媒——中国第二大楼宇视频媒体运营商，这两家楼宇运营商所拥有的资源占到该子行业的 98%，两者的整合可以有效解决两家在楼宇争夺以及给予广告主折扣上的恶性竞争，从而提高了分

众的议价能力。根据南京投放楼宇广告的数据显示，2005 年 8 月 30 秒的广告每周费用报价仅为 6.8 万元，频率是一天滚动播出 60 次，连续播一个星期，可是 10 月份就涨到了每周 9.8 万元，2 个月后，又达到了 12.8 万元。广告价格的上涨是因为公司的广告网络在不断的扩大，其覆盖的人流量也在不断增加，虽然价格上涨了，但是 CPM 成本是在下降的，为客户带来更多的价值。

1.2 关注新资产带来的新发展

纵观分众传媒并购历程图，我们可以发现分众的并购并不仅局限于其所从事的楼宇广告行业，而是扩散到了各种不同的媒体子行业，而且分众选择并购的对象主要为行业中规模较大、市场占有率较高的资源型广告公司，如框架媒介、凯威点告和玺诚传媒。

框架媒介在全国电梯框架广告行业中属于规模最大的，而且是唯一一个在多个城市设有自己分支机构的公司。而且框架媒介的很多客户都是从一开始与框架合作，便与框架建立了牢固稳定的合作关系，许多客户的销售额都是以每年一倍的速度在翻升。因此，收购框架为分众提供了稳定的客户关系，同时还扩大了公司的广告资源。

玺诚传媒主要经营卖场广告，其拥有的全国金级门店的市场份额是 59.4%，剩余 40.6% 为分众在内的其他媒体所有。在北京、上海、广州、深圳 4 大一级城市中，玺诚传媒金级门店的城市渗透率是 100%，市场份额为 56.3%，其中在中国内地经济最发达的上海，玺诚传媒的市场份额更高达 72.7%。因此，分众传媒在收购了玺诚后，在该领域的市场份额接近 100%，并且提高了其议价能力，改变了原先卖场毛利低的局面。

凯威点告虽然暂时似乎没有什么突出的表现，但是根据分众的年报披露凯威点告已积累了数量近 7000 万 WAP 用户的数据库，约占中国 WAP 用户总量的 90%。目前，我国的手机用户数超过 4 亿，显示出未来手机广告市场的发展空间较大。因此，分众的此次收购事先占领了手机广告市场，为未来该业务的拓展打下基础。

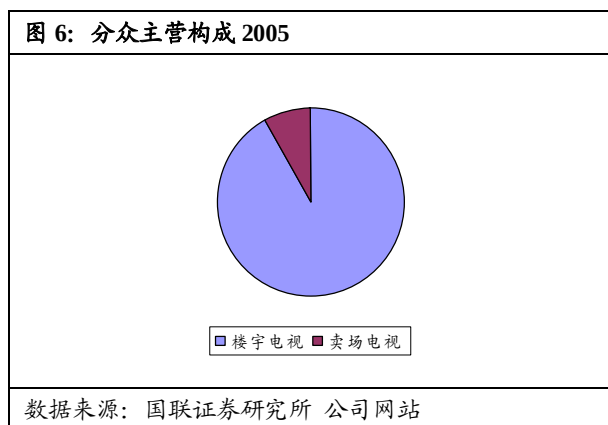
图 5：分众传媒分业务收入情况

USD (000)	2003	2004	2005	2006	2007
销售总收入	3,758	29,210	68,229	211,905	506,560

增速		677%	134%	211%	139%
楼宇电视	3,369	26,321	61,435	132,061	220,683
增速		681%	133%	115%	67%
卖场电视			5,469	26,907	27,444
增速				392%	2%
电梯框架				40,904	85,472
增速					109%
无线广告				10,101	46,909
增速					364%
互联网广告					124,938
数据来源：国联证券研究所 公司公告					

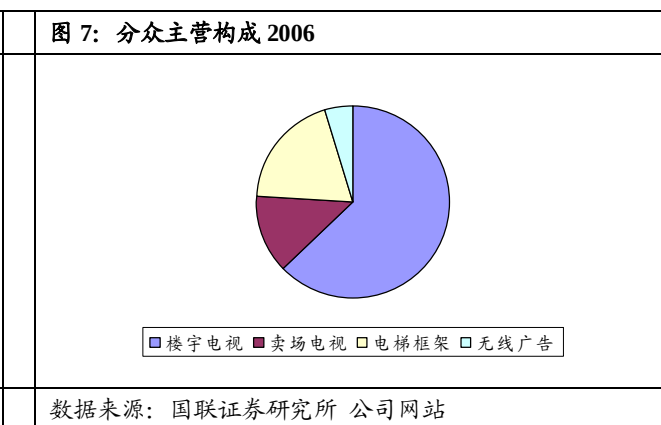
通过上图分众传媒分业务收入显示，公司楼宇电视通过 5 年的发展其增速呈递减趋势，而其新并进入的卖场电视因被并公司的市场份额已基本饱和，所以后续的高速增幅并不持久。随着公司各项业务市场份额的不断拓展，分众传媒的楼宇电视广告占市场的 98%，电梯框架广告占市场的 95%，卖场广告市场的份额也因收购玺诚传媒几乎接近 100%。如果分众不进行持续的并购，那么就不会有持续成倍增长的局面，从图 6、7、8 的演变，我们可以注意到公司的主营业务每年都在增多，公司的收入也因为不断的有新业务被纳入而持续成长。

图 6：分众主营构成 2005



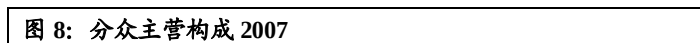
数据来源：国联证券研究所 公司网站

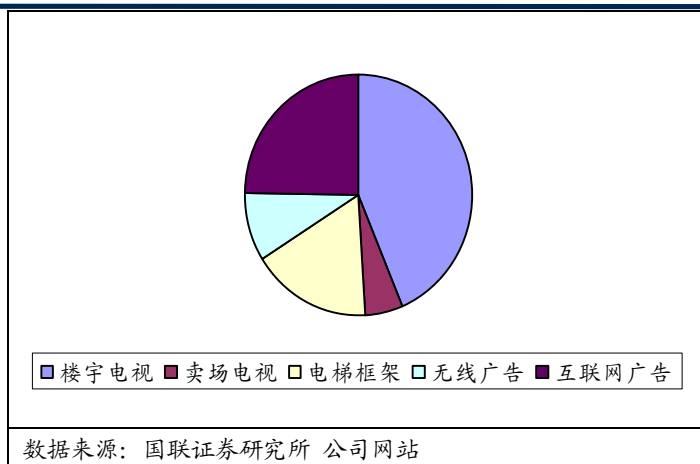
图 7：分众主营构成 2006



数据来源：国联证券研究所 公司网站

图 8：分众主营构成 2007





依赖内生性增长的公司发展会比较缓慢，而并购成熟产业的公司后续发展也会受限，因此在进行外延式扩张的同时，并购还需要为公司带来新的发展亮点，分众的并购并不是盲目的寻找并购标的，而是通过对产业发展前景的分析寻找新亮点的并购过程，像分众在 2008 年进入的互联网广告，其当年的收入占到总收入的 25%，而互联网随着用户数的持续增长未来的发展空间也很广阔。

因此，并购可以使公司的收入增长迅速，而并购资产的成长性可以使公司保持持续的增长。

二、并购为传媒上市公司带来新机遇

下图显示，传媒行业各上市公司中净利润增长高的都是在近期刚进行过资产重组的，其中有时代出版、新华传媒、粤传媒、华闻传媒、北巴传媒。在剩下的 9 家公司中，电广传媒因影视制作单项业务的快速增长使其净利润增幅较大，而博瑞传播则是因为资产剥离导致财务费用大幅下降拉动业绩上涨。其余的公司成长缓慢。那么这些公司的未来发展在哪里呢？从上面分众传媒的分析，我们发现在主营业务内生性不足的情况下，外延式的扩张将为公司的发展提供一条捷径。

图 9：2008 年传媒行业上市公司收入、净利润增长幅度

公司名称	收入增幅	剔除非经常性损益后净利润增幅
时代出版	1131%	6584%
新华传媒	73%	395%
粤传媒	17%	144%
华闻传媒	26%	136%
北巴传媒	-56%	109%
电广传媒	26.47%	90.11%

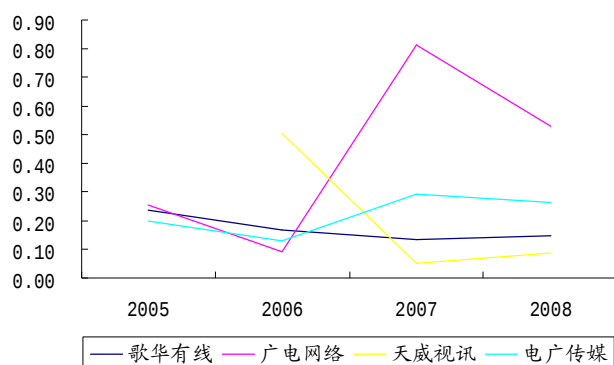
博瑞传播	14%	83%
东方明珠	7%	19%
广电网络	53%	11%
天威视讯	9%	7.41%
出版传媒	15%	6.61%
中视传媒	25%	-10%
歌华有线	15%	-19%
赛迪传媒	-38%	-16%
数据来源：国联证券研究所		

2.1 并购的条件

那么传媒行业中的这些公司是否具备进行并购的条件呢？

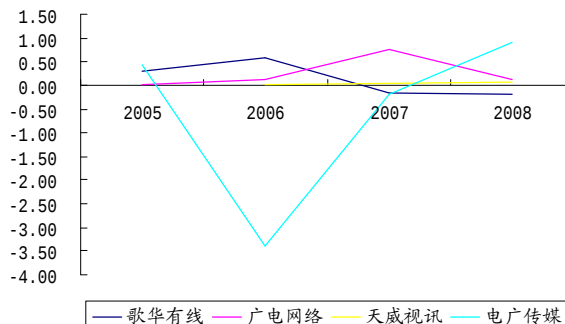
这里我们需要重点留意的是广电网络，该公司将全省有线网络进行了整合，其收入增长很快，但是我们也看到净利润的增长幅度却远小于其收入增幅，其 2008 年的收入增长 53%，但扣除非经常性收入后的净利润增长仅为 11%。这与整个有线网络行业处于数字化整体转换阶段的高折旧与高投入有关，再结合天威视讯和歌华有线的净利润增幅，我们认为有线网络整个行业的净利润低，即使进行网络间整合也不利于公司的业绩提升。因此，有线网络行业中各公司进行同行业并购在现阶段就显得意义不大。

图 10：有线网络行业收入增长幅度



数据来源：国联证券研究所

图 11：有线网络行业净利润增长幅度

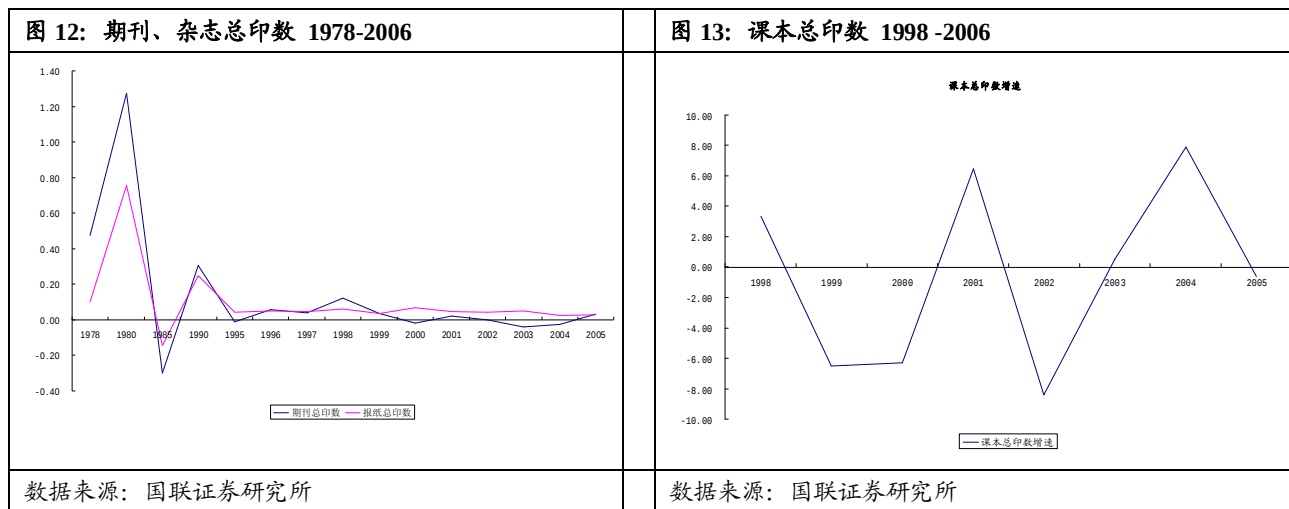


数据来源：国联证券研究所

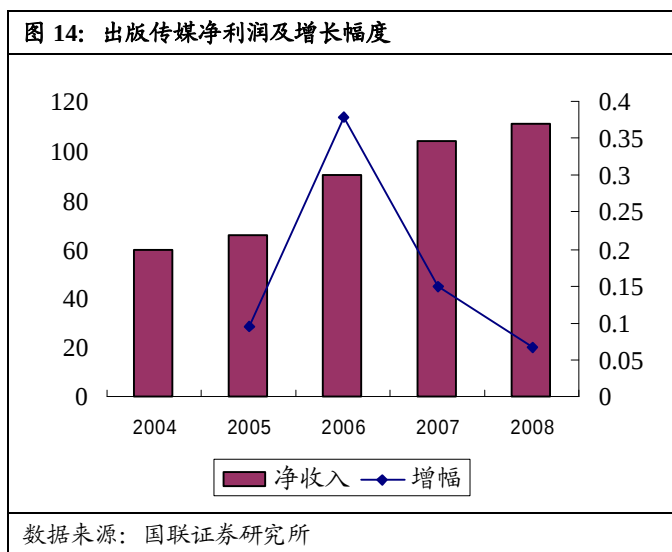
其次，我们再来看一下出版行业相关动态。出版行业是 2009 年国家扶持的重点产业，希望该行业通过并购做大做强。新闻出版体制改革的规划是：2009 年年底，全面完成地方和高校图书、音像制品和电子出版物出版单位的改制任务，2010 年年底全面完成中央各部门（单位）出版单位的转制任务；三年内完成经营性报刊出版单位转制任务；在三到五年内，培育出六七

家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业；三到五年内在全国形成六七家区域性出版物发行集团公司；解放和发展新兴出版生产力，引导和规范非公有出版工作室的经营行为。

政策的出台正是因为行业发展的需要，通过下图我们发现出版物的印数在 20 世纪 80 年代增速超过 100%，但进入 90 年代后半期后其增速已明显放缓，现阶段出版行业的总体发展情况已处于缓慢发展的稳定期。



同时，上市公司中第一家上市的出版企业出版传媒的净利润已呈现出下滑趋势，从下图我们看到公司净利润的增速由原先的 35%下降到了 2008 年 5%，再结合整个行业成长趋缓的态势，公司要取得进一步的发展就并须进行并购。而且，公司在 2009 年更名为北方联合出版传媒，其整合北方地区出版资源的意图十分明显。



出版行业的并购主要受惠于国家推动，而广告行业由于资源稀缺性也存在着并购的需要。分众传媒是一家典型的广告类公司，我们可以发现分众对于楼宇电视广告的市场占有率为 98%，电梯框架广告的市场占有率为 95%，卖场广告的市场占有率几乎接近 100%。分众之所以要取得如此高市场占有率的原因就在于垄断市场后提高议价能力，而且广告行业的媒体资源具有不可再生性，为了扩大收益就需要不断收购资源。但是，传统媒体因受政策限制，已形成区域垄断而且缺乏市场化竞争。而新兴发展起来的新媒体行业则出现并购活跃的现象。

在传媒行业上市公司中，目前新媒体业务发展快速的有博瑞传播。博瑞传播在过去的 3 年时间里，不断地收购西南区域的新媒体资源，如户外媒体、移动媒体等。近期收购成都梦工厂也彰显其欲在新媒体领域进一步扩张的规划。

2.2 新媒体业务带来发展空间

根据上文所讲，并购资产的发展空间将会影响并购后的利润持续性增长，所以，在出版行业的并购与广告行业的并购中，我们更看好有新媒体概念的并购。这与现在新媒体行业所处的成长期密不可分。

新媒体业务涉及种类繁多，包括移动媒体、户外媒体和互联网等等。互联网和移动增值作为新媒体最重要的两个领域，在 2007 年得到了快速发展。2007 年互联网市场规模超过 400 亿元，增长速度超过 40%。此外，在发展迅速的新媒体市场中，户外电子屏广告市场在 2007 年的市场规模达到 41.8 亿元，同比增长 91%，2008 年达到 71.3 亿元，同比增长将达到 71%。而且该市场还在进一步整合，在医疗和列车等领域整合的趋势非常明显，公交和航空媒体的发展，也将带动这块市场发展。2008 年新媒体的市场规模已经超过了 1000 亿元，未来 3 年仍将每年以 30%~40% 的速度成长。

与此同时，中国传媒大学广告主研究所发布广告主新媒体投放趋势调查报告显示，新媒体已受到广告主的认可，受访企业在新媒体广告的投放费用占广告费的 21%，仅次于家庭电视广告费，位列第二。而且 56.8% 的受访广告主都表示将增大新媒体领域的广告投放。

目前取得成功的新媒体企业也是比比皆是，如航美传媒、华视传媒和 DMG 数码媒体集团等，这些公司分别占领着航空媒体平台、地铁、公交移动媒体平台。因为新媒体所处的初级阶段，这些公司的收入每年都是成倍增长的。而新媒体的种类繁多，只要该平台可以吸引众多消费群体就可以成为传

媒公司的资源平台，如目前新兴的手机媒体平台和网游媒体平台等。

《2006年-2007年北京市互联网出版产业调研报告》显示，网络游戏市场发展快速，互联网游戏出版占整个互联网出版产业的一半以上，2007年达到70.1亿元。另据计世资讯(CCW Research)调查统计，2006年北京市互联网游戏出版市场规模大约为5.3亿元，2007年达到7.2亿元的规模，增长47%。

结合并购存在的可能性以及并购资产的未来发展空间，我们关注广告行业中的博瑞传播和出版行业下的出版传媒。

三、重点关注公司

博瑞传播 (600880.SH)

兼并历程：2008年收购北京手中乾坤信息技术有限公司20%股权；2009年收购成都梦工厂100%股权。

未来发展亮点：

博瑞2008年的净利润为20931万元，成都梦工厂的同期净利润为6000万元，占到博瑞传播的29%。同时，网络游戏的产业增幅很高，2008年同比增长了76%。因此，我们认为博瑞传播业绩增长的下一个亮点依赖于网游业务的发展。

我们预测公司09、10年的EPS为0.68元和0.90元，目前传媒行业的平均PE为35倍左右，公司在行业中的PE处较低水平，市场价格未体现出公司的价值，我们给予公司“推荐”评级。

出版传媒 (601999.SH)

兼并历程：2008年收购三家出版社，辽宁少年儿童出版社、春风文艺出版社和辽宁音像出版社。

未来发展亮点：

根据国家政策要求，希望出版企业通过并购做大做强，并且指出要在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。再结合公司在年初更名为北方联合出版传媒的意图，显示出公司将利用此次国家扶持契机扩大公司业务规模。

我们预计公司2009年和2010年的EPS为0.25元和0.27元，目前传媒行业的平均PE为35倍左右，市场价格已体现出公司的价值，但由于现有的EPS未考虑并购预期，因此，我们给予公司“推荐”评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。我公司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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。