

依然平淡的中期业绩

——2009 年传媒行业中报前瞻

研究结论

- 几年来, 每次的业绩前瞻乃至其后的业绩分析, 我们都会发现扣除非经常性业绩后, 传媒行业的业绩其实没有亮点。对出版、报纸及有线等业务而言, 其现有的业务要么产业没落、要么仍处于转型期, 当前业绩平淡无奇。
- 我们推断对于尚未转型的传统报业公司的主业而言, 其业绩不可能有太多的惊喜, 即便象博瑞传播这样一向制造惊喜的公司, 其惊喜也无非来自些非经常性损益。当前的报业公司, 只有博瑞传播有了明确的转型方向, 其业绩会计入下半年业绩。因此, 整个报业公司的上半年业绩基本还是主业贡献, 基于行业形式, 业绩乏善可陈。整体上, 我们预计博瑞传播依靠非经常性损益等原因可获得 30% 左右的业绩增长; 新华传媒能维持低速的增长, 粤传媒实现盈利, 但盈利数据非常小。
- 虽然前景依然美好, 但我国的有线电视网络依然处于发展的阵痛期, 短期内难有突破。已经完成平移的天威视讯, 考虑的是如何才能提升自己的增值业务收入, 而平移的巨大折旧也压制其业绩的释放, 因此其业绩只会保持 10% 左右的稳健增长。而对于广电网络、电广传媒和歌华有线而言, 当前一方面是推进整体平移, 另一方面加大推进增值业务, 由于推进过程中的费用增长过快, 预计业绩仍会下滑, 特别是电广传媒, 预计下滑幅度还比较大; 歌华有线虽有现金资源, 但其折旧年限短, 且收视维护费不能提价, 所得税同比增加, 预计业绩下滑仍在 30% 左右。
- 对于出版业而言, 凭借一般类图书的有效增长, 可维系 10%—20% 的增长, 但这个增长之中, 我们可以找出一些增长的亮点, 如民营出版社的收编或者新业务如动漫业务的发展, 这些业务增长迅猛, 但当前基数较小, 假以时日, 一定能成为拉动业绩较快增长的利润点。
- 整体看来, 传媒板块中期业绩不会有惊喜, 但这并不构成不看好传媒的理由。事实上, 经过长达几年的推进, 当前已经进入了文化体制改革的关键时期, 也是必将取得突破的时期, 同时, 主业发展的压力也会让企业谋求并购转型, 因此, 未来的资本运作完全可以期待, 可以谋求在一定安全边际的前提下期待超额收益。投资标的中首选出版类公司, 因为他们改革力度最大; 其次是报纸类公司, 他们经营压力巨大, 迫切谋求转型; 网络类公司内生与外延并重, 也值得推荐。


东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎

家电传媒行业资深分析师

8621-63325888 × 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

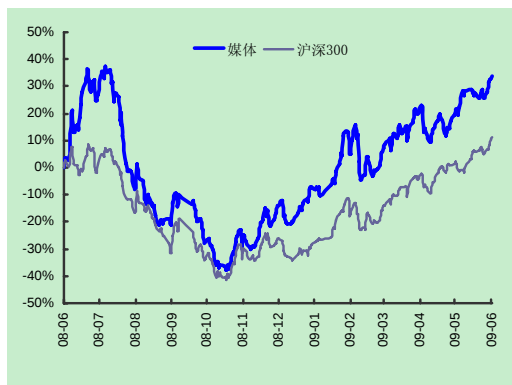
行业

传媒

报告日期

2009 年 7 月 11 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

12.12

26.53

33.89

相对表现 (%)

3.47

1.38

22.82

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及评级

	08EPS	09EP(E)	10EPS(E)	股价	评级
出版传媒	0.21	0.23	0.26	10.81	增持
歌华有线	0.3	0.24	0.28	11.96	增持
博瑞传播	0.52	0.78	0.9	22.8	增持
电广传媒	0.05	0.4	0.57	16.4	增持
天威视讯	0.26	0.3	0.37	14.73	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《传媒行业下半年策略》	2009 年 6 月 22 日
《出版传媒调研快报》	2009 年 6 月 18 日
《传媒行业年报总结与展望》	2009 年 5 月 10 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、平面媒体：传统业务趋向没落.....	4
1、主业增长潜力有限.....	4
2、资产注入与并购转型.....	4
二、数字电视网络：内生增长短期不会见效	5
1、内生增长不容忽视.....	5
2、短期业绩难有突破.....	6
3、网络整合迫在眉睫.....	6
三、出版与发行：平淡的中期业绩中可寻觅亮点	7
1、出版发行成为改革的先锋.....	7
2、行业内整合机会大.....	7
四、重点公司评述	8

图表目录

图 1：博瑞传播主业增长有限（毛利，除广告业务由于户外的增量其他堪忧）	4
图 2：数字电视用户形成规模	6
图 3：业务中教材教辅比重过高.....	7
表 1：资产注入潜力.....	5
表 2：并购转型潜力.....	5
表 3：国有出版与民营合作.....	8

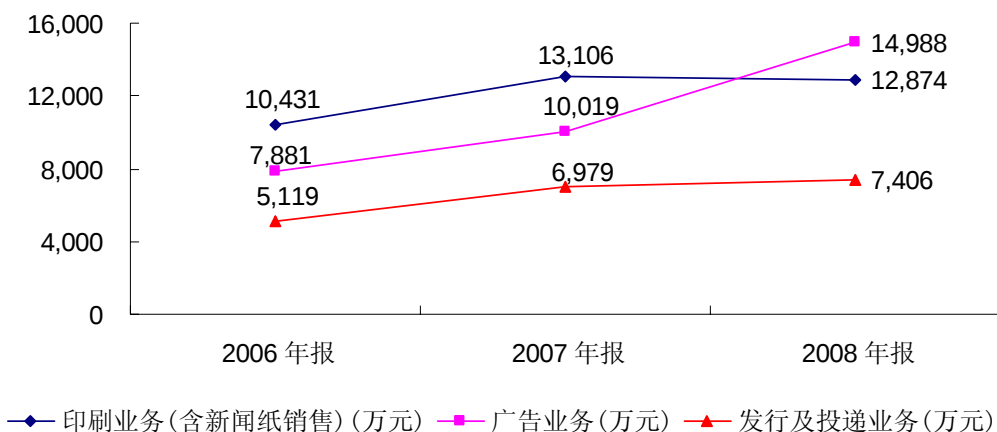
一、平面媒体：传统业务趋向没落

1、主业增长潜力有限

报业由于媒介的限制受到新媒体的冲击很大，在全球广告业受到冲击的时期，更是“易感”行业。近年来，西方发达国家报业纷纷倒闭，曾经为众多投资家所看好的报业已逐步沦落到成为并购的对象则是不争的现实，巴菲特已经放言：“20 或 30 年前，报纸是有非常重要的定价实力的产品。报纸现在已经失去了这个重要的性质。报纸行业也许永远也不会复苏，因为它缺少一个可持续发展的商业模式。”整个报业行业都面临发展与生存的困境。对中国的报业而言，生存压力倒是比较小，但发展面临很大压力，体现在：1、发行难度加大；2、影响力下降；3、竞争度增加；4、广告量减少等。这些现实的压力都决定了报业主业的发展潜力有限，必须拓展新的发展思路。

由此，我们推断对于尚未转型的传统报业公司的主业而言，其业绩不可能有太多的惊喜，即便象博瑞传播这样一向制造惊喜的公司，其惊喜也无非来自些非经常性损益。当前的报业公司，只有博瑞传播有了明确的转型方向，其业绩会计入下半年业绩，上半年影响不大。因此，整个报业公司的上半年业绩基本还是主业贡献，基于行业形式，业绩乏善可呈。整体上，我们预计博瑞传播依靠非经常性损益等原因可获得 30%左右的业绩增长；新华传媒能维持低速的增长，粤传媒实现盈利，但盈利数据非常小。

图 1：博瑞传播主业增长有限（毛利，除广告业务由于户外的增量其他堪忧）



资料来源：东方证券研究所

2、资产注入与并购转型

上市报业公司靠现有主业增长十分有限，新的增长要么来自大股东的资产注入或者对外并购转型。就大股东资产注入潜力来讲，粤传媒无疑最具潜力，其大股东广州日报绝大部分经营性资产均在体外；而新华传媒也具备注入潜力，但博瑞传播则恐怕大股东可注入资产并不多。

但即便有大股东的资产注入，也无法解决持续增长问题，未来的发展仍在于并购转型。在这方面，博瑞传播做出了表率，在前期投资手中乾坤后，近期成功全资收购互联网游戏公司，为未来寻找到的方向。博瑞传播成功后，我们完全可以期待下一个，粤传媒与新华传媒帐上均有不低于博瑞传播的现金，完全有可能通过并购新媒体为未来转型打下基础。特别是粤传媒，其募集资金项目市场环境已发生很大变化，寻求新项目的需求很迫切。

表 1：资产注入潜力

公司	集团	尚未进入主要资产
博瑞传播	成都日报报业集团	由于主要利润在博瑞体现, 成都商报的经营利润可能不高, 可注入资产不多
粤传媒	广州日报报业集团	大部分经营业务未进入上市公司, 广告、印刷及发行业务基本都未进上市公司
新华传媒	解放日报报业集团	新闻晨报经营公司

资料来源：东方证券研究所

表 2：并购转型潜力

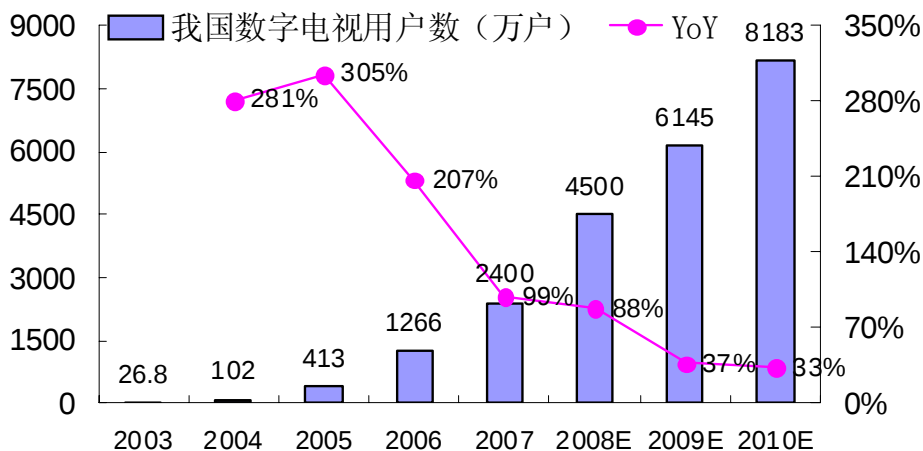
公司	帐上现金（万）	转型方向
博瑞传播	54521	手中乾坤 20%股权、成都梦工厂有限公司 100%股权；转型方向新媒体
粤传媒	50636	新媒体及部分收益高项目如地产类；当前转型项目尚不明确
新华传媒	86281	跨媒体收购

资料来源：东方证券研究所

二、数字电视网络：内生增长短期不会见效

1、内生增长不容忽视

在关注外延增长的同时，有线网络的长期内生增长潜力也不容忽视。数字化改造是整个广电行业近几年影响最深远的事情。数字化将给有线网络公司及节目制作方带来新的发展机会，将改变长期制约其发展的业务模式，长期成长空间由此打开。但由于近几年网络的数字化改造一直处于“公益化”与“市场化”的争议中，平移十分缓慢，一直尚未形成规模，大规模增值业务推广也未开展，盈利尚不如人意。但无论如何，经历 07 年、08 年争议中的艰难推进，技术路线、盈利模式等都获得解决，数字电视用户规模也获得极大提升，一般网络数字电视用户都在百万以上，规模大的网络平移用户已达 200 万，开展增值业务的网络用户基础已经具备，09 年全国范围内大规模的增值业务推广即将展开。

图 2：数字电视用户形成规模


资料来源：东方证券研究所

虽然增值业务在发展的初期由于用户认知的原因进展稍显缓慢，但其前景毋庸置疑。其实数字电视网络的发展一定程度上可借鉴互联网的发展经历，他们共同点是都拥有巨大的用户资源，但均曾经或正在经历盈利模式的探索，无论如何，象互联网一样，一旦找到某种易接受的盈利模式或增值业务（如短信等），盈利就会出现大幅的增长，网络价值才会真正显现。即便是对照国外网络巨头 Comcast 的 Triple Play 成功发展经历，也应对前景持乐观态度。再退一步参照杭州的发展模式，有 30% 的用户使用互动业务，其 ARPU 能达到 50 元，可见用户需求是有的，关键在于平移后的推广。

2、短期业绩难有突破

如前所述，虽然前景依然美好，但我国的有线电视网络依然处于发展的阵痛期，短期内难有突破。已经完成平移的天威视讯，考虑的是如何才能提升自己的增值业务收入，而平移的巨大折旧也压制其业绩的释放，因此其业绩只会保持 10% 左右的稳健增长。而对于广电网络、电广传媒和歌华有线而言，当前一方面是推进整体平移，另一方面加大推进增值业务，由于推进过程中的费用增长过快，预计业绩仍会下滑，特别是电广传媒，预计下滑幅度还比较大；歌华有线虽有现金资源，但其折旧年限短，且收视维护费不能提价，所得税同比增加，预计业绩下滑仍在 30% 左右。

3、网络整合迫在眉睫

近年来，有线电视数字化已在全国多个大中城市展开，当前已有 200 多个城市进行了有线电视数字化整体转换，其中 30 多个城市已完成了整体转换，全国有线数字电视用户超过了 4000 万，接近全国有线电视用户总数的三分之一。面对全国 1 亿多有线电视用户，最大的运营商才拥有几百万户用户，市场份额约 3%，行业集中度非常低。预计 2009 至 2011 年将是有线电视行业收购兼并的高峰年，行业内有实力的地区龙头，行业外有资金的投资企业，都将加大对有线电视行业的收购整合。

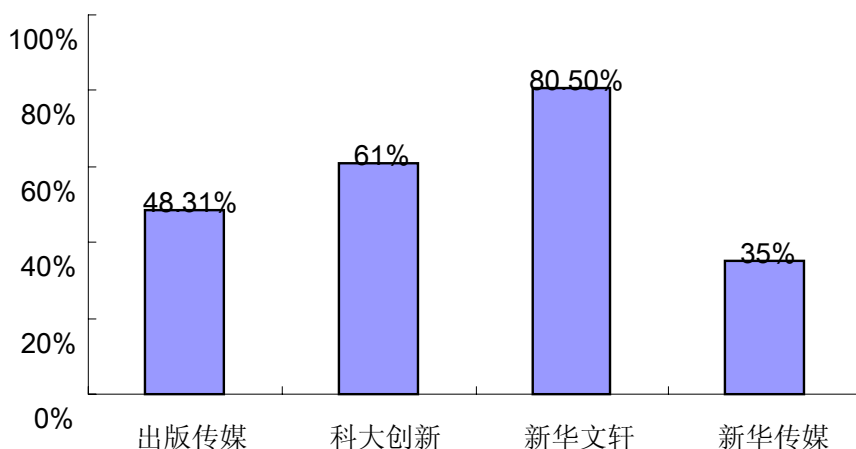
三、出版与发行：平淡的中期业绩中可寻觅亮点

1、出版发行成为改革的先锋

纵观传媒板块各子行业，当前改革力度最大的莫过于出版发行领域。出版发行的改革之所以成为改革的急先锋，最大的原因恐怕就是书籍承载中国的文化，而当前中国的文化影响力与自身的经济、政治影响力远不匹配，政府无疑需加大力量推动出版发行行业做大做强。此外，出版类业务非新闻时政类业务，改革的障碍相对小些，这也是出版发行类公司上市可以整体上市，而不是类似报纸类的两分开模式的原因。再则，出版类公司虽有一定地域限制，但市场相对开放，地方政府并非一定要保留，改革重组未来的阻力也会小些。

如果不改革的话，出版发行类公司的利润潜力还是堪忧的。从已上市的出版或者发行公司来看，其很大程度较为依赖教材教辅的出版与发行。由于多年的计划生育政策导致中小学人数不可避免的减少，需求受到限制；另外，由于国家一直在推进教材及教辅出版发行体制改革，出版与发行单位必须逐步让利，限制了利润潜力。对于出版业而言，凭借一般类图书的有效增长，可维系 10%-20% 的增长，但这个增长之中，我们可以找出一些增长的亮点，如民营出版社的收编或者新业务如动漫业务的发展，这些业务增长迅猛，但当前基数较小，假以时日，一定能成为拉动业绩较快增长的利润点。

图 3：业务中教材教辅比重过高



资料来源：东方证券研究所

2、行业内整合机会大

全行业有 570 多家国有出版社，按照新闻出版署的要求，09 年底必须完成所有省级及高校出版社的改制，中央部委出版社到明年底也要全部改制完毕，如此多的出版传媒资源待整合。根据新闻出版署的要求，民营出版公司等以前处于“灰色”地带的出版力量也将会被拉入正规体系，而全国民营工作室多达上万家，整合潜力巨大。

除了在行业内整合外，大的出版集团把整合或者发展的触角已经延伸到动漫、互联网、手机报、网络文学等新媒体领域，随着新媒体的逐步盛行，在强大的政策、资金优势下，也能获得很好的发展。

表 3：国有出版与民营合作

出版集团	国有与民营合资公司	取得效益
出版传媒	万卷出版	今年一季度收入利润增幅达 600%
凤凰传媒	凤凰联动	09 年成立, 力争实现年销售 3 亿
长江出版	新世纪文化与海豚传媒股份	今年一季度, 公司 7 家原体制出版社的回款与去年持平, 而北京公司与海豚传媒的回款额, 同比却增长了 105% 和 44%
十月文艺出版	十月文化传媒有限公司	两年 1.4 亿码洋

资料来源：东方证券研究所

四、重点公司评述

出版传媒 (601999)

- 作为出版传媒领域的第一个 IPO 公司，公司具备资金、体制、政策支持等先发优势，适逢出版领域大改革的时期，管理部门希望公司能以战略投资者的身份参与出版及其他文化领域的改革，由此将会带来公司的一系列的短期或者长期投资机会。
- 公司名称更改为北方联合出版并非意味着公司一定整合东北的出版资源，主要意图还是使公司摆脱地域限制，能够在更高层次开展对外合作，公司外延发展的战略眼光并不限于东北，更多在于全国范围内的文化资源。
- 公司现有业务最大的亮点来自募投项目之一的万卷出版公司。08 年 6 月开始，陆续成立的万榕、智品、万邦等出版发行机构，至去年底共计贡献 600 多万，万卷成为当前利润增长的主要亮点。
- 教材教辅仅占公司利润的 5 成，在全国出版领域是较低的水平，这主要在于公司上市前的改革较为彻底。08 年，辽宁省实行春、秋两季农村义务教育阶段中小学教材由政府统一采购，出版传媒是辽宁地区主要的教材生产商和供货商，在教材政府采购中取得了绝对份额，并采取扩大市场份额的策略维持该业务利润稳定。总体预计教材业务 09 年利润规模仍可保持稳定，至于教材循环利用等冲击，短期尚不会出现。
- 纸张价格的下跌给公司带来直接利好，表现在毛利率获得提高，但整体上，公司费用水平的增幅压制了利润释放，因此，虽然有万卷的高增长，整体业绩依然会是平稳释放。

- 发行领域公司是采取以北方图书城为基础，以其下辖的 20 余家图书连锁店为辐射，在东北三省建立了领先的区域性出版物零售网络，并将业务拓展至培训等文化消费领域。辽宁省内各市、县新华书店当前还处于分散状态，目前也在考虑整合与体制改革，将会涉及到与公司进行合作。
- 公司近年来始终遵循“提高出版的高科技含量，实现数字化出版和出版物结构精品化”的发展理念，十分重视在出版、发行和配送各环节引进数字化和网络化技术，从而大幅度地提高出版制作、传播能力及发行和配送环节的效率。公司积极考虑与网络文学等网站进行深度合作的可能。
- 我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.23 元、0.26 元和 0.3 元，在新媒体的冲击下，公司稳定保持内生性增长的同时，加速外延式扩张，在时间上存在一定不确定性。表现在股价上，长期潜力看好，因此可从长期角度给与增持的评级。

分析师承诺

张小嘎：家电传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn