

传媒

冷星星

0755-82026747

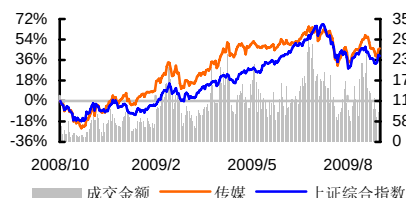
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	16
总市值 (亿元)	1107
占 A 股比例 (%)	0.45%
平均市盈率 (倍)	54.39

行业表现

(%)	1M	3M	6M
传媒	-2.41	-5.68	7.77
上证综合指数	-3.19	-7.05	18.42



相关报告

《板块滞涨适逢行业利好》2009-8-7

《传媒-《文化产业振兴规划》通过 行业将在改革中加速前行》2009-7-23

《传媒行业 2009 年中期策略报告-发展之路与传媒精彩》2009-6-29

传媒行业 2009 年 (四季度) 投资策略

看好

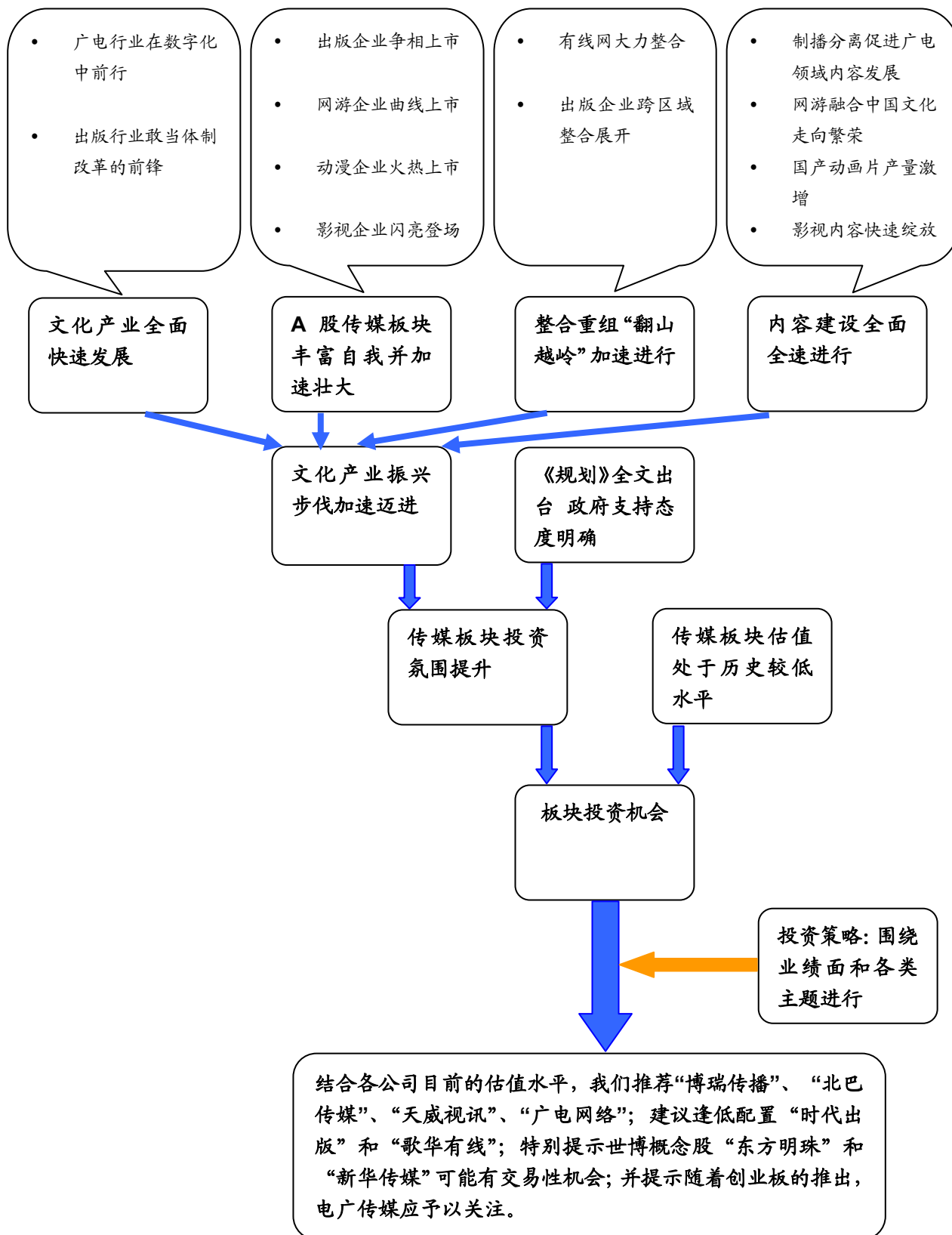
文化产业振兴步伐加快 板块投资氛围逐步提升

投资要点:

- 2009 年 9 月 26 日, 国务院发布了《文化产业振兴规划》全文。《规划》全文进一步明确加快文化产业振兴的重要性紧迫性, 阐明了其指导思想、基本原则并提出全面的规划目标。关于当前和今后一个时期, 《规划》提出要着力做好八方面工作, 并提出了五项政策措施和四方面保障条件。《规划》全文的公布充分表明政府重视和支持文化产业发展的态度非常坚定。文化体制改革将全面展开, 步入高潮。
- 文化产业振兴步伐加速迈进。1) 目前文化产业正全面快速地发展-广电行业不断出台各项政策措施规范行业发展、推动数字化平移和 NGB 的建设、高清电视也正逐渐走入百姓生活, 出版行业作为文化产业的核心积极进行战略转型敢当体制改革的前锋; 2) A 股传媒板块丰富自我不断壮大-出版企业争相上市, 网游企业曲线上市, 动漫企业火热上市, 影视企业闪亮登场; 3) 行业中整合重组正“翻山越岭”加速进行-有线网 (主要是省内) 大力整合, 出版企业跨区域整合已经展开; 4) 内容建设亦全面全速推进-制播分离促进广电领域内容发展, 网游融合中国文化走向繁荣, 国产动画片产量激增, 影视内容快速绽放。
- 《规划》全文的公布以及产业振兴步伐加快和多方面积极信号的释放使传媒板块投资氛围逐步提升并使各类投资主题备受关注。同时, 由于传媒板块目前估值相对大盘处于历史低位, 因此我们认为, 四季度传媒板块表现将较为活跃, 跑赢大盘的概率较高。
- 2009 年四季度, 投资传媒 A 股公司仍将围绕业绩面和各类主题进行。结合各公司目前的估值水平, 我们推荐“博瑞传播”、“北巴传媒”、“天威视讯”、“广电网络”; 建议逢低配置“时代出版”和“歌华有线”; 特别提示世博概念股“东方明珠”和“新华传媒”可能有交易性机会; 并提示随着创业板的推出, 电广传媒应予以关注。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600880	博瑞传播	0.51	0.76	0.94	1.09	41.10	27.54	22.38	19.21	推荐
600386	北巴传媒	0.22	0.39	0.60	0.69	54.79	30.94	20.34	17.58	推荐
002238	天威视讯	0.28	0.30	0.36	0.58	58.50	55.37	46.63	28.39	推荐
600831	广电网络	0.10	0.22	0.28	0.38	76.47	34.67	27.22	20.09	推荐
600037	歌华有线	0.31	0.26	0.27	0.39	35.57	42.30	40.12	28.08	中性
000917	电广传媒	0.05	0.20	0.22	0.23	359.69	93.25	86.97	82.82	中性
600832	东方明珠	0.14	0.13	0.21	0.23	69.42	75.17	47.07	43.14	中性
600825	新华传媒	0.28	0.28	0.33	0.35	37.52	37.35	31.43	29.54	中性
600551	时代出版	0.55	0.61	0.65	0.68	28.03	25.29	23.60	22.54	中性
601999	出版传媒	0.21	0.20	0.22	0.24	45.20	48.03	42.50	39.11	中性
601999	奥飞动漫	0.41	0.66	0.86	1.18	99.49	61.40	47.13	34.35	中性

报告逻辑框架图



1、《文化产业振兴规划》全文出台 政府支持态度坚定明确

2009年9月26日，国务院发布了《文化产业振兴规划》全文。与7月22日原则通过并披露的《规划》相比，此次文件新内容不多，但对各方面内容均进一步细化。

《规划》进一步明确了加快文化产业振兴的重要性紧迫性，阐明了其指导思想、基本原则并提出全面的规划目标。

关于当前和今后一个时期，《规划》提出要着力做好八方面工作：

1. 发展重点文化产业。以文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫产业为重点，加大扶持力度，完善产业政策体系，实现跨越式发展。
2. 实施重大项目带动战略。充分调动各方面力量，加快推进具有重大示范效应和产业拉动作用的重大项目。选择一批具备实施条件的重点项目给予支持。
3. 推动跨地区、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业。
4. 加快文化产业园区和基地建设。统筹规划，加快建设一批产业示范基地，发展具有地域和民族特色的文化产业群。
5. 扩大文化消费。不断适应城乡居民消费结构新变化和审美新需求，创新文化产品和服务，努力降低成本，开发与文化相关的服务性消费，以扩大文化消费。
6. 建设现代文化市场体系。发展文艺演出院线，推进有线电视网路、电影院线、数字电影院线和出版物发行的跨地区整合，繁荣城乡文化市场。
7. 发展新兴文化业态。积极发展移动多媒体广播电视、网路广播影视、手机广播电视等新兴文化业态，推动文化产业升级。
8. 落实鼓励和支持文化产品与服务出口的政策，扩大对外文化贸易。

同时，《规划》从五个方面提出了政策措施：

1. 降低准入门槛，积极吸收民营资本和外资进入政策允许的文化产业领域，参与国有文化企业股份制改造，形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局。
2. 加大政府投入。
3. 落实税收政策。
4. 加大金融支持。
5. 设立中国文化产业投资基金。

为推动落实各项重点工作和目标，《规划》提出了四方面保障条件，包括加强组织领导、深化文化体制改、培养文化产业人才和加强立法工作。

《规划》全文的公布再一次充分表明政府重视和支持文化产业发展的态度非常坚定。文化体制改革将全面展开，步入高潮。

2、文化产业振兴步伐加速迈进

2.1 文化产业全面快速发展

➤ 广电行业在数字化中前行

• 近期政策频繁出台以规范和推动行业发展

2009年8月28日，国家发改委和广电总局联合下发《关于加强有线电视收费管理等有关问题的通知》的通知。要求各地采取有力措施加强有线电视收费管理，以进一步规范有线电视服务收费行为，维护有线电视用户的合法权益，从而促进有线电视行业健康持续发展。

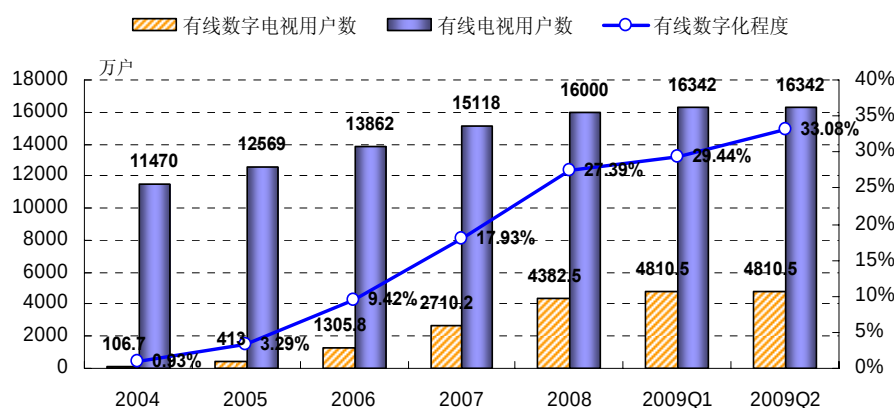
8月6日，广电总局发布《广电总局关于促进高清电视发展的通知》，宣布9个卫视即将免费进行高标清同播，引领数字电视行业勇敢地跨入高清时代。

7月29日，广电总局发布《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》的通知，推动行业积极培育市场主体、加快网络整合，推动行业更快发展。

• 数字平移继续快速推进

截至2009年二季度，中国有线数字电视用户规模达到5405.6万户，二季度同比增幅达到12.37%。二季度有线数字化程度达33.08%，较上季度提升3.64%，数字化平移正快速进行。

图1：我国有线数字电视规模迅速扩大（2004-2009Q2）



资料来源：Guideline Research、中投证券研究所

• 高清电视逐渐走进百姓生活

互动高清是数字电视未来发展的必然趋势。发展高清电视除了需要多方的智慧，还需要巨大的勇气。政府支持是中国高清电视产业发展最强劲的推动力，一系列政策的出台为高清的普及发展铺平了道路。2009年9月28日，9套卫视频道的高标清同播，中国高清频道已达到13个，标志着中国数字电视勇敢地跨入了高清时代。然而，其全面发展还需产业链上下游长期地通力合作，协同发展。

- **NGB 的建设将为产业发展带来新契机**

多业务是数字电视向 NGB 演进的一个原始驱动力。当前，广电总局不断号召并开始在上海兴建 NGB 示范网，推动数字电视多种业务形式的发展是其搭建这个平台的主要目标之一。在 NGB 时代，广播电视的运营商将成为一个综合服务的提供商，是娱乐、信息的提供者，是生活的服务者、健康的助手，还是综合服务提供商，提供教育信息、通信、安防等。

NGB 的提出还将进一步明确广电在三网融合进程中的重要性，将给有线网行业带来运营模式的创新，提升数字电视的业务形式和服务形式，为产业发展带来新的机会。

- **出版业敢当体制改革的前锋**

中国文化体制改革任重道远，作为文化产业核心的出版行业，成为体制改革的前锋。

2003 年，中国文化体制改革正式拉开序幕，全国确定了 35 家试点单位，其中新闻出版业 21 家（8 家为报业）。

2007 年，政府的十七大报告中指出，中国的文化软实力在国际上的影响力非常有限，与国家的国际地位很不相称，并将“提高国家文化软实力”提升到了国家战略的高度。出版行业作为文化产业的核心，近几年来积极进行战略转型，并实现了重大突破：

- 国内出版发行企业在经历了转企改制、整合重组之后，积极登陆资本市场，不断丰富着传媒板块的内涵；
- 出版发行企业之间出现跨区域的并购重组。

目前全国已形成出版传媒集团 99 家，其中报业集团 49 家，出版集团 24 家，发行集团 24 家，期刊集团 2 家。24 家出版集团中 17 家已经完成了转企改制，79 家音像社和 184 家图书出版社转企到位。

2.2 A 股传媒板块丰富自我并加速壮大

- **出版企业争相上市**

出版企业争相上市，继 8 月 18 日公告江西出版集团借壳鑫新股份后，中原出版重组焦作鑫安浮出水面。后续，湖南出版集团、中国出版集团等登陆资本市场亦指日可待。

- **网游企业曲线上市**

博瑞传播全资收购网游公司成都梦工厂，从而较快实现了梦工厂的曲线上市。获得了博瑞在资金和营销上巨大支持，梦工厂将实现更快地发展，并可能于三年之后在达到协议的盈利情况之后实现单独上市。

- **动漫企业火热上市-奥飞动漫**

作为动漫第一股的奥飞动漫上市以来充分感受到市场的热情。其发行市盈率 58.76 倍，为近几个月 IPO 的发行市盈率的最高水平，首日发行溢价幅度达到 80%。

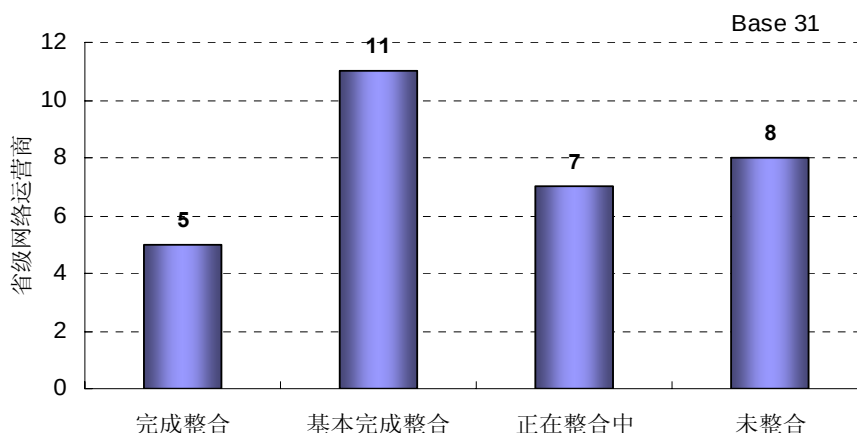
➤ 影视企业闪亮登场-华谊

影视第一股华谊兄弟将于 10 月底在创业板闪亮登场，公司首次发行 4200 万股，预计该股将受到投资者的极大关注和热情申购。

2.3 整合重组“翻山越岭”加速行进

➤ 有线网整合大力推进

图 2: 有线网络整合正在进行 (2009 年 6 月)



资料来源: Guideline Research

全国有线网“条块分割”的状况正在改变，省网整合是当前的重点。截至 2009 年二季度，5 个省级网络运营商完成了从地市到县级地区的网络整合，包括歌华有线所在的北京市、广电网络所在陕西省、吉林省网、海南省网、宁夏省网；有 11 个省也已基本完成整合；7 个省正在积极整合过程中；尚未整合省有 8 个。

➤ 出版业整合跨域展开

出版传媒已于 6 月 29 日公告，公司分别与内蒙古新华发行集团、天津出版总社签订跨地区合作框架协议，跨区域联合打造大型出版传媒产业集团和战略投资者。这是落实新闻出版总署 4 月份出台的《关于进一步推进新闻出版体制改革指导意见》的具体表现，出版资源的跨区域整合已经展开。

2.4 内容建设全面全速进行

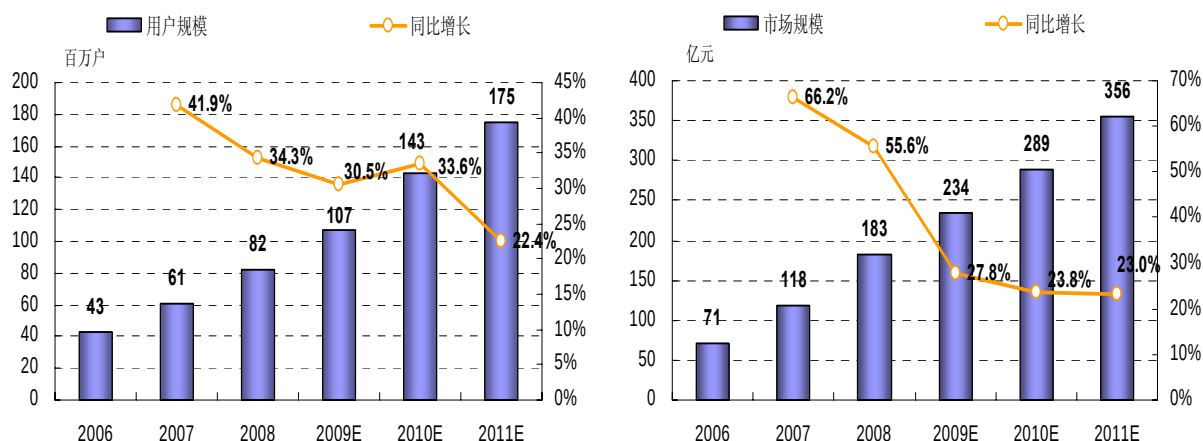
➤ “制播分离”促进广电领域内容发展

广电总局积极推动“制播分离”的进行，以推动内容的发展。据悉，上海市将成为改革的先锋，率先较快看到成果。

➤ 网游融合中国文化逐步繁荣

2008 年，中国网游用户规模达到 8200 万，同比增长 34.3%，预计 2011 年用户规模将扩大一倍，达到 1.75 亿，2008-2011 年年复合增长率为 28.7%；个人用户市场规模达到 183 亿元，同比增长 55.6%。预计 2011 年市场规模将达到 356 亿元，2008-2011 年市场规模复合增长率为 24.8%。

图 3：中国网游行业用户规模和个人用户市场规模迅速扩大（2006-2011E）



资料来源：易观国际

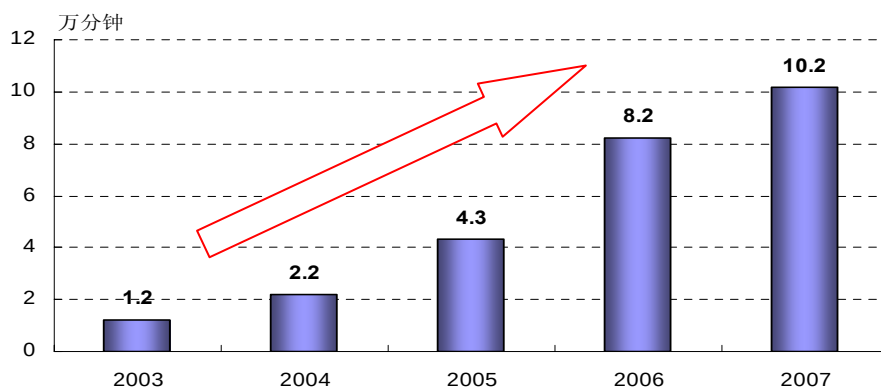
中国的网游产业拥有快速和持续增长的动力。潜在玩家的快速增加以及他们的付费能力和付费意愿的提升，国内网游研发能力的提高，技术的进步，国产游戏越来越受欢迎，以及海外市场的巨大空间都将推动行业快速朝前发展。

未来将在游戏内容上更广泛更深入地融合中国文化，逐步走向繁荣。目前，玩家已经越来越重视网络游戏的故事性及文化内涵，游戏间的竞争已经从画面的精美程度和玩法的好玩程度上升到虚拟世界构建的完美程度上。中国文化博大精深且拥有大量具有丰富内涵的传统文化产品，包括小说、电影和电视剧等，近年来中国元素在全球非常流行。开发商也越来越多地考虑到结合中国文化产品去开发网游产品，这样不仅可以弥补游戏策划专业性的不足，而且大大提升了游戏的品质。同时，由于这些文化产品的用户群已对故事内容有一定的认识和兴趣，将能增加游戏的用户粘性，而且公司更易进行网游产品的市场推广，节省了营销成本。未来，网络游戏除了更多地融合《三国演义》和《西游记》这类古典名著的情节故事之外，还会扩展到通俗小说、电影、电视等多类文化产品。并且，融合的程度会更加深入（如剧情更贴近原著，设计成连环剧情等），融合的方式会多种多样（如题材以副本的方式嵌入已设计好的游戏中等）。

国内动画片产量激增

近年来，在越来越好的政策环境下，国内动画片产量高速增长。截至2007年底，国产动画片产量达到10.2万分钟，2003-2007年年均增长达到71%。

图 4：国内动画片产量高速增长（2003-2007）



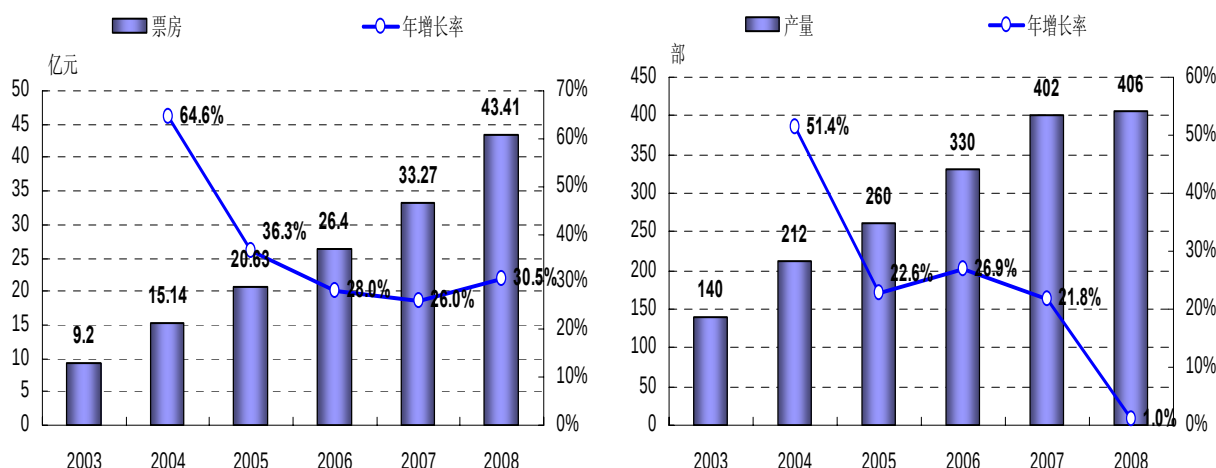
资料来源：国家广电总局

► 影视内容快速绽放

据国家广电总局统计数据显示，我国电影票房从 2003 年约 9.2 亿元增长到 2008 年 43.4 亿的规模，增长近 4 倍，年复合增长率近 40%。2008 年我国电影票房收入首次突破 40 亿，首次跻身全球电影票房市场的前十名。

从产量规模来看，虽然大制作影片仍然较少，但总的影片部数增长较快。2003 年，全国影片总产量仅为 140 部，到 2008 年已达 406 部，增长近 3 倍。

图 5：中国电影行业全国总票房和影片产量规模快速增长（2003-2008）

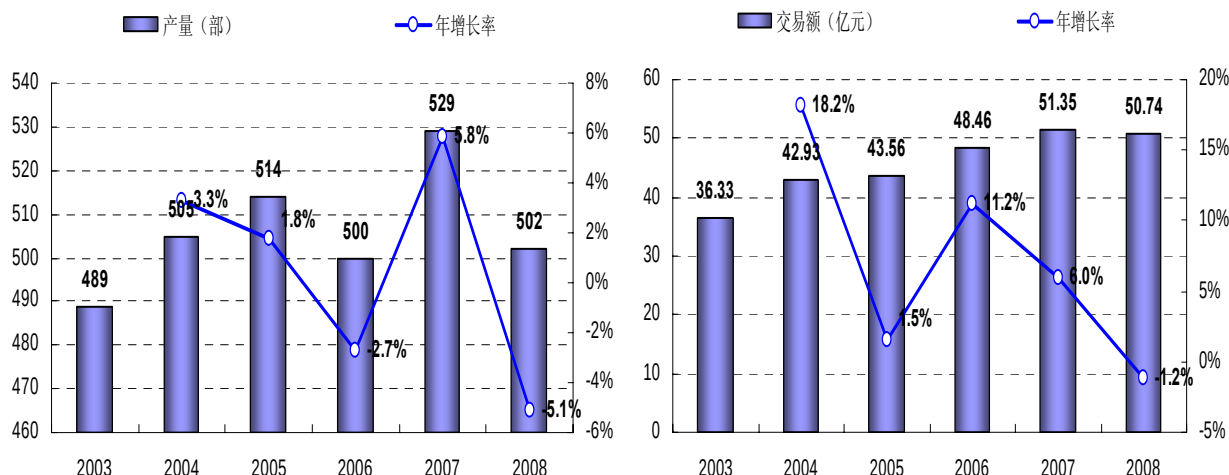


资料来源：国家广电总局

据国家广电总局统计数据，自 2003 年以来，我国电视剧生产规模一直在 500 部左右。以获得发行许可证的电视剧为统计口径，2008 年我国生产电视剧 502 部。

从国产电视剧的交易额来看，近年来保持持续的增长，2008 年国产电视剧交易总额达到了 50.74 亿的规模。

图 6：国产电视剧产量保持在较高水平且交易额保持持续增长（2003-2008）



资料来源：国家广电总局

3、投资氛围逐步提升&估值处于历史低位

2009 年四季度，投资传媒 A 股公司仍将围绕业绩面和各类主题进行，《规划》全文的公布及多方面积极信号的释放使传媒板块投资氛围逐步提升并使各类主题备受关注。同时，由于传媒板块目前估值相对大盘处于历史低位，因此我们认为，四季度传媒板块表现将较为活跃，跑赢大盘的概率较高。

上市公司	业绩		主题			
	确定增长	稳定且预见度高	整合重组预期	世博受益	创投概念	税收优惠预期
天威视讯		√	√			
歌华有线						√
广电网络	√		√			√
电广传媒			√		√	
东方明珠				√		
新华传媒			√	√		
博瑞传播	√		√			
北巴传媒	√					
时代出版		√	√			
出版传媒		√	√			
粤传媒			√			
奥飞动漫	√					

结合各公司目前的估值水平，我们推荐“博瑞传播”、“北巴传媒”、“天威视讯”、“广电网络”；建议逢低配置“时代出版”和“歌华有线”；特别提示世博概念股“东方明珠”和“新华传媒”可能有交易性机会；并提示随着创业板的推出，电广传媒应予以关注。

表 1：传媒上市公司盈利预测与投资评级（截至 2009 年 10 月 12 日）

股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	评级
博瑞传播	0.51	0.76	0.94	1.09	41.10	27.54	22.38	19.21	推荐
北巴传媒	0.22	0.39	0.60	0.69	54.79	30.94	20.34	17.58	推荐
天威视讯	0.28	0.30	0.36	0.58	58.50	55.37	46.63	28.39	推荐
广电网络	0.10	0.22	0.28	0.38	76.47	34.67	27.22	20.09	推荐
歌华有线	0.31	0.26	0.27	0.39	35.57	42.30	40.12	28.08	中性
电广传媒	0.05	0.20	0.22	0.23	359.69	93.25	86.97	82.82	中性
东方明珠	0.14	0.13	0.21	0.23	69.42	75.17	47.07	43.14	中性
新华传媒	0.28	0.28	0.33	0.35	37.52	37.35	31.43	29.54	中性
时代出版	0.55	0.61	0.65	0.68	28.03	25.29	23.60	22.54	中性
出版传媒	0.21	0.20	0.22	0.24	45.20	48.03	42.50	39.11	中性
奥飞动漫	0.41	0.66	0.86	1.18	99.49	61.40	47.13	34.35	中性

资料来源：公司数据、中投证券研究所

4、上市公司推荐

4.1 博瑞传播—西部传媒巨星-在确定与惊喜中绽放光彩

- ◇ 西部传媒巨星多栖发展，收购成都梦工厂符合战略思路，同时也给市场带来惊喜。收购网游业务将推动公司朝着“传统媒体运营服务商、新兴媒体内容提供商、文化产业战略投资者”的定位继续迈进，符合公司的战略思路，同时也给市场带来一些惊喜。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。
- ◇ 2009 年原有业务增长明确。1) 商印生产线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；2) 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。
- ◇ 收购梦工厂将直接增厚业绩。按业绩承诺要求，09-11 年梦工厂净利润目标值将以 08 年审计后的 5800 万元为基础，分别较前一年增长不低于 30%，即分别达到 7540、9802 和 12743 万元。若 09 年按 5-12 月并表，09-11 年收购梦工厂将直接增厚公司业绩 22%、38%、45%
- ◇ 估值远低于行业平均水平。在梦工厂实现业绩承诺收购顺利进行且不考虑未来集团资产可能注入的情况下，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.76、0.94、1.09 元，在当前股价下（20.99 元），对应 PE 分别为 28 倍、23 倍、20 倍，远低于传媒行业 54 倍的平均水平。基于以下几方面，我们认为博瑞至少还应享有 25% 的估值溢价：1) 公司平面媒体业务的稳定性；2) 户外广告业务的高成长和更多资源的获取可能；3) 本次收购加大业绩弹性；4) 投资网游管理层所展现的向新媒体进发的积极态度将加大投资者对公司新业务发展的想象空间；5) 手机乾坤的上市预期；6) 集团资源的进一步注入。维持公司“推荐”评级。
- ◇ 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。
- ◇ 风险提示：公司业务多样化带来的业绩影响因素增多；公司缺乏网游企业的运营管理经验；梦工厂核心人才流失风险和产品研发风险。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	809	947	1067	1170
同比(%)	14%	17%	13%	10%
归属母公司净利润	192	286	352	410
同比(%)	42%	49%	23%	16%
毛利率(%)	46.9%	48.3%	48.4%	48.8%
ROE(%)	18.8%	21.0%	20.5%	19.3%
每股收益(元)	0.51	0.76	0.94	1.09
P/E	42	28	23	20
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA	23	21	19	17

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

4.2 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”。**到 2008 年底为止，在历经两次重大资产重组之后，公司主营业务转型为公交广告、汽车服务和旅游三大块。近期公司已公告将近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(公司可能于年底将公布具体方案)，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。暂未就旅游资产和部分银行债务转让给控股股东调整模型，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（12.20 元）下，对应 PE 为 31、20 和 17 倍，远低于传媒行业 54 倍的平均水平。维持公司“推荐”评级。
- ◇ **风险提示：**经济情况对公交广告单价和上刊率有直接影响；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	1298	1428	1571
收入同比(%)	-58%	51%	10%	10%
归属母公司净利润	90	159	242	280
净利润同比(%)	96%	77%	52%	16%
毛利率(%)	38.0%	32.0%	39.0%	40.0%
ROE(%)	10.2%	15.4%	18.9%	18.0%
每股收益(元)	0.22	0.39	0.60	0.69
P/E	54	31	20	17
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	14	14	11	10

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

4.3 天威视讯-高清开路 全面推动互动增值业务的发展

- ◇ **主营业务盈利稳定，业绩增长明确。**公司已基本完成模拟用户的数字化整转，有线数字电视业务经营稳定。由于公司所拥有的网络已经完成双向化改造，未来资本支出压力小。2010 年开始公司有小部分（大约 2000 万以内）的机顶盒摊销结束，2011 年机顶盒摊销基本完成后，公司业绩将能得到释放，未来两年业绩增长明确。
- ◇ **高清开路，互动增值业务全面推广，逐步打开公司内生增长空间。**9 月 28 日，天威向市场推出“高清互动电视家庭计划”，以高清开路，全面推广互动增值业务。我们认为，深圳经济较发达，用户的消费能力较强，向深圳市场推广高清互动业务时机已经成熟，并对其市场前景表示乐观。“计划”对公司中长期业绩影响积极向上。高清的推出短期内将增加投入成本，但高清将带动互动增值业务的消费，从而抵补高清的成本支出并使高清互动成为新的利润增长点，逐步打开公司内生增长的空间。
- ◇ **维持“推荐”评级。**在暂不考虑高清互动计划的推出对公司业绩的影响情况下，且假设公司的机顶盒摊销仅有较小部分（约为 2000 万以内）于 2010 年完成，预计公司 09-11 年 EPS 为 0.30、0.36、0.58 元，在当前股价（16.59 元）下，对应 09-11 年 PE 分别为 56、47、29 倍，10 年 PE 低于传媒行业整体水平；09-11 年 EV/EBITDA 均在 12 倍左右，低于有线网公司合理水平（15 倍），估值还有上升空间。我们看好公司较高的管理水平和市场化运作能力及技术和网络优势将带来公司的美好发展前景，看好高清互动业务在深圳市场的推广，并认为关外网整合明年实现的可见度较高，维持公司“推荐”评级。
- ◇ **整合并购关注点：**深圳关外网络整合；更长远地看，广东省网整合。
- ◇ **风险提示：**高清互动业务在深圳的推广还需要逐步开展，收入和利润情况短期内可能不会明显提升。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	711	740	784	863
收入同比(%)	9%	4%	6%	10%
归属母公司净利润	76	80	95	156
净利润同比(%)	6%	6%	19%	63%
毛利率(%)	31.8%	34.0%	35.0%	42.0%
ROE(%)	6.4%	6.5%	7.1%	10.4%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.36	0.58
P/E	59	56	47	29
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	12	12	12	12

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

4.4 广电网络—区域垄断型有线网运营商-用户增加推动

业绩确定增长，积极预期提升公司估值

- ◇ **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 70-100 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。
- ◇ **积极预期将提升公司估值，维持“推荐”评级。**在不考虑所得税全免等优惠的情况下，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.22、0.28、0.38 元，在当前股价（7.60 元）下对应 09 年 EV/EBITDA 为 13 倍，PE 为 35 倍，虽处于公司 PE 历史值的正常水平，但远低于传媒行业平均约 54 倍的 PE。近期国家领导对公司的愈加重视和公司不断展现的积极向好的变化，以及获所得税全免优惠预期的增强，可能将提升公司估值。维持公司“推荐”评级。
- ◇ **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。
- ◇ **股价催化剂：**申请文化体制改革试点单位成功，获所得税优惠全免；数字电视业务获政府补贴，加快数字平移进程；跨区域整合取得进展。
- ◇ **风险提示：**未来双向网改造的巨大资本支出；非经常性损益超预期；文化体制改革试点申请失败。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	834	902	1083	1298
收入同比(%)	53%	8%	20%	20%
归属母公司净利润	43	95	121	164
净利润同比(%)	5%	121%	27%	35%
毛利率(%)	38.5%	39.8%	40.0%	40.2%
ROE(%)	3.7%	7.7%	9.0%	10.8%
每股收益(元)	0.10	0.22	0.28	0.38
P/E	77	35	28	20
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	12	13	11	10

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, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434