

证券研究报告—动态报告/行业快评

传媒

2011 年业绩预览

中性

(维持评级)

2012 年 02 月 09 日

行业增速平稳, 业绩分化加剧

证券分析师: 陈财茂

010-88005322

chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

事项:

传媒行业诸多公司发布 2011 年度业绩快报。

评论:

■ 传媒行业: 2011 年预计增长 25%

结合部分公司已经发布的业绩快报, 我们判断传媒行业上市公司 2011 年整体业绩同比增长 25%, 细分行业看: 图书增长 22%、报刊增长 4%、影视增长 37%、有线运营增长 37%、有线设备增长 105%、广告营销增长 34%、文化用品增长 5%、互联网增长 14%。这一增速相对于全行业 34 倍 (2010) 的 PE 水平来说, 并不快, 换句话说, 行业当前的估值仍旧较高, 故而继续维持“中性”评级。

- **驱动力之一: 影视、营销等细分行业需求持续快速增长。**在 A 股传媒诸多行业中, 有线运营、图书、报刊、广告等行业增长较为缓慢, 但电影、公关等行业则快速增长。电影票房 2005-10 年 CAGR 为 38%, 公关行业营业额 2005-10 年 CAGR 为 29%, 电视剧销售行业同样有 30% 以上的增长。因行业相对景气, A 股影视、营销公司 2011 年业绩分别同比增长了 37% 和 34%。
- **驱动力之二: 并购、重组。**并购重组是 A 股传媒行业持续的投资要点, 创业板开板之前, 市场把并购重组当成是国有媒体资产证券化的途径、传统媒体转型的手段。待到 A 股中增加了诸多所谓新媒体公司后, 市场发现并购不再分国有还是民营、传统还是非传统, 这已经成为一种常态。2011 年, A 股传媒行业中重组而来的公司包括大地传媒、ST 源发、浙报传媒、百视通, 发生过重大收购的公司包括电广传媒、蓝色光标, 重组仍在进行当中的包括出版传媒、武汉塑料、粤传媒。这些公司在并购重组之后, 因可比口径不一致, 导致业绩同比大幅增长, 例如百视通披露 2011 年净利润同比增长 200% 以上。
- **驱动力之三: 其他因素。(1) 成本一次性下降。**天威视讯机顶盒折旧摊销结束, 2011 年增 37%; **(2) 投资收益。**电广传媒集中减持创业板资产, 获得巨额投资收益。

■ 2012 年行业趋势、机会、风险

我们对 2012 年传媒行业可能的主要趋势做一个简要总结。

- **媒体上市公司越来越多, 稀缺性导致的估值溢价将逐渐缩小。**17 届 6 中全会以后, A 股传媒公司上市进程已经加快, 标的公司覆盖了书、报、有线、影视、互联网等各个行业。随着公司越来越多, 对比越来越强, 由稀缺性导致的溢价将逐步消失。
- **全媒体、全产业链的竞争趋势正在形成。**传统单一媒体、产业链中单一环节的优势将不足以应对新的竞争形势, 媒体之间、产业链前后的相互渗透趋势将更加明显。

- **企业营销开支在 2012 年将温和增长。**从部分电视台对 2012 年的广告招标、广告公司的反馈、以及各消费品公司的现金流来看, 2012 年企业营销开支将温和增长, 增速慢于 2011 年, 但医药、汽车等行业很可能下滑。
- **新兴媒体将进一步分流传统媒体用户。**互联网、移动互联等媒体尽管不会完全替代传统媒体, 但是新的平衡还没有形成, 这主要是因为传统媒体被越来越多的行政管制保护起来, 若继续如此, 传统媒体公司将错失最后的融合机会。
- **文化体制改革将逐步深化。**2012 年, 都市报专业报采编业务、专业电视台、艺术院团上市都可能看到。
- **三网融合将有突破性进展。**国家有线网络公司仍将挂牌成立, 网络整合是未来 3-5 年的重点工作, 2012 年有线电视运营商高清化、双向化速度将加快。
- **互联网电视逐渐进入公众视野。**随着互联网完成了向 PC、移动终端的渗透, 向电视机渗透是大势所趋。

由此, 2012 年传媒行业的投资机会包括。

- **传统媒体的并购重组机会。**投资组合为: 天威视讯+武汉塑料+出版传媒+大地传媒+博瑞传播。
- **因有线运营商资本开支给设备商带来的机会。**重点关注数码视讯。
- **用户规模持续增加可能带来的潜在机会。**重点关注: 东方财富、乐视网、百视通。

从当前看, 2012 年的投资风险包括:

- **有线运营行业和可能迎来资本开支高峰。**高清化、双向化很可能在 2012 年快速推进。
- **轻资产并购是一把双刃剑, 商誉减值不得不防。**2011 年, 博瑞已经对 2009 年所收购网游公司梦工厂进行了部分减值, 而这个问题在蓝色光标上更为严重, 投资者在 2011 年享受其“分众式”成功时, 不可忽视其“分众式”失败。
- **警惕成长的陷阱, ROI 下降后利润增速也将见顶。**当前的影视制作行业很可能处于这一阶段。

■ 维持行业“中性”评级, 推荐组合“数码视讯+蓝色光标”

我们预计全行业 2012 年净利润增速为 15.5%, 较 2011 年回落约 10 个百分点, 行业 2012 年的 PE 平均为 31 倍, 与增速匹配不具有优势, 故继续维持“中性”评级。建议配置估值较低、业绩锁定性较高、且有催化剂的公司, 推荐组合“数码视讯+蓝色光标”。

表 1: A 股传媒互联网 2011 年业绩预览, 全行业同比增 25%

行业	公司	代码	投资评级	总市值 亿元	2010A	EPS 2011E	2012E	YoY 11/10	2010A	P/E 2011E	2012E
传媒			中性	2,456				25%	34	33	31
图书			中性	848				22%	33	27	24
	凤凰传媒	601928	谨慎推荐	216	0.26	0.31	0.40	21%	33	27	22
	中南传媒	601098	谨慎推荐	168	0.33	0.42	0.49	27%	28	22	19
	时代出版	600551	谨慎推荐	56	0.49	0.56	0.60	14%	23	20	19
	中文传媒	600373	中性	96	0.62	0.80	0.93	29%	27	21	18
	出版传媒	601999	中性	45	0.24	0.20	0.22	-14%	35	40	37
	皖新传媒	601801	中性	102	0.35	0.43	0.47	22%	32	26	24
	大地传媒	000719	中性	51	0.30	0.31	0.33	4%	39	37	35
	ST 源发	600757	中性	91	0.18	0.26	0.28	46%	49	33	32
	天舟文化	300148	中性	22	0.32	0.36	0.49	15%	72	63	47
报刊			中性	311				4%	31	33	27
	浙报传媒	600633	无	63	0.49	0.51	0.54	5%	30	29	27
	博瑞传播	600880	谨慎推荐	70	0.51	0.61	0.70	20%	22	18	16
	粤传媒	002181	中性	37	0.05	0.04	0.40	-20%	221	276	26
	华闻传媒	000793	中性	79	0.17	0.18	0.17	4%	34	33	35
	新华传媒	600825	中性	62	0.19	0.15	0.14	-22%	31	40	42
影视			谨慎推荐	298				37%	58	40	29
	奥飞动漫	002292	谨慎推荐	100	0.32	0.34	0.44	5%	76	73	56
	华谊兄弟	300027	中性	87	0.25	0.33	0.46	34%	59	44	31
	华策影视	300133	无	55	0.50	0.80	1.08	60%	57	36	27
	光线传媒	300251	无	56	1.03	1.64	2.14	60%	50	31	24
有线运营			中性	320				37%	48	40	41
	天威视讯	002238	谨慎推荐	47	0.27	0.37	0.36	37%	55	40	41
	歌华有线	600037	中性	88	0.33	0.28	0.24	-13%	25	29	35
	广电网络	600831	中性	55	0.20	0.24	0.27	19%	48	40	36
	电广传媒	000917	中性	110	1.01	1.85	0.49	83%	27	15	55
	武汉塑料	000665	谨慎推荐	21	0.06	0.09	0.26	60%	208	130	46
有线设备			中性	132				105%	33	30	33
	数码视讯	300079	推荐	52	0.67	0.92	1.17	39%	35	25	20
	同洲电子	002052	无	30	-0.35	0.05	0.16	115%	-25	165	54
	银河电子	002519	无	20	0.52	0.60	0.50	15%	27	24	29
	金亚科技	300028	无	18	0.20	0.18	0.15	-11%	33	37	44
	佳创视讯	300264	无	13	0.36	0.42	0.37	15%	34	30	33
广告营销			谨慎推荐	166				34%	45	34	25
	蓝色光标	300058	推荐	47	0.34	0.67	1.02	100%	77	39	25
	省广股份	002400	中性	31	0.46	0.64	0.83	40%	45	32	25
	华谊嘉信	300071	无	13	0.32	0.36	0.41	13%	38	34	30
	北巴传媒	600386	中性	32	0.34	0.40	0.46	20%	24	20	17
	中视传媒	600088	中性	45	0.24	0.27	0.31	13%	56	50	43
文化用品			无	16				5%	22	21	20
	姚记扑克	002605	无	16	0.76	0.80	0.86	5%	22	21	20
互联网			无	365				14%	44	40	30
网络游戏	中青宝	300052	无	16	0.27	0.18	0.15	-35%	44	68	78
电子商务	焦点科技	002315	无	47	1.28	1.40	1.49	10%	31	28	27
	生意宝	002095	无	20	0.32	0.22	0.19	-30%	38	54	65

网络视频	上海钢联	300226	无	12	0.67	0.91	1.13	35%	43	32	26
	东方财富	300059	中性	39	0.32	0.49	0.64	55%	58	38	29
	腾邦国际	300178	无	19	0.68	0.49	0.59	-28%	23	32	27
	乐视网	300104	无	58	0.32	0.59	0.82	85%	83	45	32
	百视通	600637	无	155	0.10	0.32	0.45	240%	146	43	31

资料来源: Wnd 资讯、各公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: Big picture-中国媒体概览

	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010	YoY	CAGR
用户付费型	亿元	673.2	714.5	757.9	833.1	928.1	1,024.1	10.4%	8.8%
有线电视	亿元	159.6	184.0	212.0	250.0	285.0	322.5	13.2%	15.1%
有线用户	万户	12,842.0	13,995.0	15,279.0	16,397.9	17,522.7	18,872.0	7.7%	8.0%
数字用户	万户	397.0	1,266.0	2,347.0	4,527.9	6,321.7	8,798.0	39.2%	85.8%
ARPU	元/户/月	10.4	11.0	11.6	12.7	13.6	14.2	5.1%	6.6%
图书纯销售	亿元	493.2	504.3	512.6	539.7	581.0	599.9	3.3%	4.0%
图书总销售	亿元	1,229.8	1,290.9	1,366.6	1,456.4	1,557.0	1,754.2	12.7%	7.4%
中小学教材	亿元	462.5	481.9	466.2	488.2	497.0		1.8%	1.8%
一般图书	亿元	767.4	809.0	900.4	968.2	1,059.9		9.5%	8.4%
出版社数量	家	573	573	578	579	580.0	581.0	0.2%	0.3%
出书数量	万种	22.2	23.4	24.8	27.4	30.2	32.8	8.8%	8.1%
电影票房	亿元	20.5	26.2	33.3	43.4	62.1	101.7	63.9%	37.8%
影院数	家	1,243	1,325	1,427	1,545	1,687	2,000	18.6%	10.0%
荧屏数	块	2,668	3,034	3,527	4,097	4,723	6,256	32.5%	18.6%
电影产量	部	262	330	402	406	456	526	15.4%	15.0%
企业付费型	亿元	1,476.3	1,653.0	1,849.0	2,039.6	2,213.0	2,550.5	15.3%	11.6%
广告	亿元	1,416.3	1,573.0	1,741.0	1,899.6	2,045.0	2,340.5	14.4%	10.6%
电视	亿元	355.3	404.0	443.0	501.5	536.2		6.9%	10.8%
广播	亿元	38.9	57.2	62.8	68.3	71.9		5.2%	16.6%
报纸	亿元	256.0	312.6	322.2	342.7	370.5		8.1%	9.7%
杂志	亿元	24.9	24.1	26.5	31.0	30.4		-2.1%	5.1%
广告公司	亿元	615.4	631.3	688.5	778.3	849.4		9.1%	8.4%
互联网	亿元		18.7	25.2	27.8	31.4		13.0%	18.7%
公关	亿元	60.0	80.0	108.0	140.0	168.0	210.0	25.0%	28.5%
蛋糕分享型	亿元				18.4	25.8		39.9%	
电视剧销售	亿元				16.4	21.7		31.8%	
电视剧部数	部				666	557		-16.4%	
电视剧集数	集				18,729	16,928		-9.6%	
动画片销售	亿元				2.0	4.2		105.7%	
动画片部数	部			186	337	292		-13.4%	
动画片集数	集				10,562	15,571		47.4%	
动画片分钟数	分钟			101,900	131,042	171,816		31.1%	

资料来源: 国家广电总局、新闻出版总署、艺恩咨询、CEIC、CIPRA, 国信证券经济研究所整理

特别提示

根据《证券公司信息隔离墙制度指引》(中证协发[2010]203号)第五条的规定, 我公司特披露: 截至 2012 年 02 月 08 日, 我公司直投子公司国信弘盛投资有限公司以自有资金投资持有“腾邦国际”(300178) 204.7 万股。

相关研究报告:

《图书出版行业深度研究: 数字版权, 图书市场新“蓝海”》——2011-12-12

《传媒行业 2011 下半年投资策略: 估值压力释放进入后期》——2011-06-09

《传媒行业 2011 年投资策略: 优选确定性增长下的并购预期》——
2010-12-24

《央视招标金额再创新高, 广告增长势头延续》——2010-11-09

《三网融合专题研究: 通往“3+1”之路》——2010-09-20

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

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, 特此声明。

风险提示

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有, 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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行