

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

电广传媒 (000917)
中性

广播与电视

中报业绩预增点评

(维持评级)

2011年7月13日

创投项目减持带来利润大幅增加

证券分析师: 陈财茂 021-60933163 chencm@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

事项:

电广传媒公告中报业绩预增, 1-6月归属于上市公司股东的净利润预计 3.9-4.3 亿元, 同比增长 1850%-2050%, 按照增发后股本计算, 上半年 EPS 为 0.85-0.94 元。

评论:

■ 创投项目减持带来利润大幅增加

电广传媒公告 2011 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润预计 3.9-4.3 亿元, 同比增长 1850-2050%, 按照增发后股本计算, 上半年 EPS 为 0.85-0.94 元。一季度已经实现净利润 2.08 亿元, 二季度单季度利润预计为 1.8-2.2 亿元, 相比 2010 年二季度单季 1530 的净利润大幅增加。公司披露业绩预增的原因为“各项主营业务尤其是有线网络业务收入、利润同比大幅增长, 同时对部分创投项目进行了减持”, 但是我们认为主要原因为创投项目减持。

- 1、**有线网络等业务相对平稳, 难以产生爆发性增长。**电广传媒主业包括有线网络、旅游、影视制作发行和创投, 前三者 2008-2010 年收入的 CAGR 分别为 17%、15%和-21%; 同期毛利的 CAGR 分别为 2%、20%和-90%。发展相对平稳。
- 2、**电广传媒的主要利润来源为创投项目减持, 2010 年和 2011 年一季度净利润就是明证。**11 年一季度净利润 2.08 亿元, 投资收益就 2.38 亿元, 2010 年度净利润 4.1 亿元, 投资收益就为 7.8 亿元。这些投资收益主要来自于创投项目的减持。创投项目 IPO 时, 电广传媒对其会计核算为从“长期股权投资”科目转入“可供出售金融资产”, 资产增值部分计入“资本公积”, 期间的股价涨跌也主要通过“资本公积”账户核算, 故而减持前不影响电广传媒的净利润, 减持后, 则确认投资收益。二季度新增解禁项目为和而泰和数码视讯, 解禁日分别为 5 月 4 日和 5 月 11 日, 按当前价计算, 权益市值为 3.24 亿元。预计二季度投资收益为 2-2.5 亿元。

■ 创投资产价值: 相当于增发后每股 6.1 元

电广传媒最早期的创投项目是通过自有资金进行投资, 之后则以达晨创投这一平台, 再后来是通过达晨财信和财智等合资公司, 发展至今则是主要以基金(有限合伙)的形式进行投资。2011 年内还将迎来三个解禁项目, 分别是达刚路机、太阳鸟和晨光生物, 解禁日分别为 8 月 12 日, 9 月 28 日和 11 月 5 日, 当前权益市值为 1.73 亿元。那么电广传媒的创投业务到底价值几何? 我们的判断为: 价值 28.1 亿元, 相当于增发后每股 6.1 元。

- 1、**已上市未减持项目权益市值 14.7 亿元, 有效市值 11.8 亿元。**按照当前价对电广传媒旗下已经上市但仍未减持的创投资产累加其权益市值, 约 14.7 亿元, 考虑到退出后要对核心团队进行奖励, 我们在此基础上扣除 20%, 剩余 80%则为有效市值 11.8 亿元。
- 2、**自有资金价值 10 亿元。**因达晨创投已经很好的证明了其投资能力, 对其管理的 2 亿元自有资金, 我们仍旧给予

一定的溢价，按照 4 倍回报率计算，则价值 10 亿元。

3、管理的其他基金，价值约 6.3 亿元。截止 2010 年底，达晨旗下管理的资金约 65 亿元，参照国内公募基金的产权交易记录，按照其管理资金规模的 10% 对其估值，则价值 6.3 亿元（扣除 2 亿自有资金）。

■ 维持“中性”评级

考虑增发股本后，电广传媒当前市值 132 亿元，扣除创投资产价值 28 亿元，其他业务价值 104 亿元。根据我们的盈利预测，如果不考虑投资收益的影响，按照增发前股本计算，2011-13 年核心业务的 EPS 为 0.10/0.15/0.16 元，按照增发股本计算，对应的 EPS 则为 0.09/0.13/0.14 元。进一步假定 2011-13 年投资收益分别为 7 亿元、5 亿元和 2 亿元，增发前后对应的 EPS 分别为 1.48/1.14/0.55 元和 1.31/1.01 和 0.49 元。当前股价下，对应创投以外业务的 PE 分别为 260、170 和 165 倍，估值有存在一定压力，故维持“中性”评级。但是未来也存在对股价影响的正面因素：（1）新的创投项目过会；（2）减持收益超出预期；（3）存在有线网络跨区域收购的可能。建议投资者根据自身的风险偏好谨慎对待。

图表 1：电广传媒创投资产

代码	股票简称	投资主体	电广持股 投资主体	持股数	股价	市值 百万	权益 市值	解禁日期
002261	拓维信息	湖南电广传媒股份有限公司	100.0%	10,519,469	18.50	194.6	194.6	2009-7-23
002299	圣农发展	深圳市达晨创业投资有限公司	100.0%	10,037,590	17.05	171.1	171.1	2010-10-21
		深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	2,887,976	17.05	49.2	19.7	2010-10-21
300014	亿纬锂能	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	293,397	18.40	5.4	2.2	2010-11-01
300015	爱尔眼科	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	697,068	33.55	23.4	9.4	2010-11-01
300017	网宿科技	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	55.0%	4,845,000	13.17	63.8	35.1	2012-11-01
		深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	300,950	13.17	4.0	1.6	2010-11-01
300058	蓝色光标	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	3,645,000	34.58	126.0	50.4	2011-02-28
		深圳市达晨创业投资有限公司	100.0%	1,530,000	34.58	52.9	52.9	2011-02-28
002402	和而泰	深圳市达晨创业投资有限公司	100.0%	12,600,000	19.66	247.7	247.7	2011-05-11
300079	数码视讯	深圳市达晨创业投资有限公司	100.0%	3,500,000	21.68	75.9	75.9	2011-05-04
300103	达刚路机	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	8,820,000	15.71	138.6	55.4	2011-08-12
601098	中南传媒	深圳市达晨创业投资有限公司	100.0%	30,000,000	9.70	291.0	291.0	2013-10-28
300123	太阳鸟	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	2,615,800	21.18	55.4	22.2	2011-9-28
		深圳市达晨财富创业投资企业（有限合伙）	32.5%	9,591,270	21.18	203.1	66.0	2011-9-28
300138	晨光生物	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	2,500,000	29.03	72.6	29.0	2011-11-05
	恒泰艾普	深圳市达晨财信创业投资管理有限公司	40.0%	7,510,560	34.20	256.9	102.7	2012-01-07
300229	拓尔思	深圳市达晨创业投资有限公司	100.0%	2,571,300	18.41	47.3	47.3	2012-06-15
合计						2,079	1,474	

资料来源：公司公告，Wind 资讯，国信证券经济研究所

注 1：对于已经解禁的标的，持股数为推断数，除非电广及达晨相关公司增持，否则权益市值的估计存在高估。

注 2：持股数的推断原则按可获取的公开资料，若已经解禁，则根据相关标的十大流通股东进行推断，不在 10 大流通股东时以最后一名流通股东的持股数替代。

图表 2: 电广传媒盈利预测与估值表

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2926	3966	0	0
应收款项	227	124	147	168
存货净额	1380	220	270	340
其他流动资产	164	113	134	153
流动资产合计	4874	4423	550	660
固定资产	4294	4613	4863	5013
无形资产及其他	361	325	289	253
投资性房地产	1223	1223	1223	1223
长期股权投资	831	931	1031	1131
资产总计	11584	11516	7957	8281
短期借款及交易性金融负债	303	2000	2000	2000
应付款项	756	135	166	209
其他流动负债	2195	550	662	785
流动负债合计	3254	2686	2828	2994
长期借款及应付债券	4151	4151	4151	4151
其他长期负债	287	297	307	317
长期负债合计	4438	4448	4458	4468
负债合计	7692	7134	7286	7463
少数股东权益	1006	1075	1137	1193
股东权益	2886	3307	3631	3787
负债和股东权益总计	11584	11516	12054	12443

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.01	1.31	1.01	0.49
每股红利	0.02	0.39	0.30	0.15
每股净资产	7.10	7.20	7.91	8.25
ROIC	1%	5%	6%	7%
ROE	14%	18%	13%	6%
毛利率	24%	58%	57%	57%
EBIT Margin	1%	19%	19%	17%
EBITDA Margin	8%	39%	38%	36%
收入增长	48%	-63%	18%	14%
净利润增长率	1295%	47%	-23%	-52%
资产负债率	75%	71%	70%	70%
息率	0.1%	1.5%	1.2%	0.6%
P/E	28.5	21.9	28.5	59.1
P/B	4.0	4.0	3.6	3.5
EV/EBITDA	38.8	22.9	20.0	18.9

资料来源: 公司资料和国信证券预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6191	2261	2678	3057
营业成本	4724	941	1148	1300
营业税金及附加	269	98	87	183
销售费用	466	317	375	428
管理费用	649	477	558	617
财务费用	248	238	307	336
投资收益	780	700	500	200
资产减值及公允价值变动	(24)	(20)	(20)	(20)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	592	870	683	373
营业外净收支	(2)	6	6	6
利润总额	590	876	689	379
所得税费用	69	175	138	76
少数股东损益	110	99	89	80
归属于母公司净利润	410	602	463	223

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	410	602	463	223
资产减值准备	(53)	40	3	2
折旧摊销	415	457	513	564
公允价值变动损失	24	20	20	20
财务费用	248	238	307	336
营运资本变动	173	(902)	62	69
其它	161	30	59	54
经营活动现金流	1130	247	1120	932
资本开支	(837)	(800)	(750)	(700)
其它投资现金流	(151)	177	0	0
投资活动现金流	(1240)	(723)	(850)	(800)
权益性融资	16	0	0	0
负债净变化	471	0	0	0
支付股利、利息	(8)	(181)	(139)	(67)
其它融资现金流	(217)	1697	0	0
融资活动现金流	724	1516	(139)	(67)
现金净变动	615	1040	131	65
货币资金的期初余额	2311	2926	3966	0
货币资金的期末余额	2926	3966	4097	65
企业自由现金流	(175)	(901)	233	357
权益自由现金流	79	605	(12)	87

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，并向客户发布的行为。