

电广传媒 (000917.SZ)

互联网络行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 9.42元

目标(人民币): 10.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	701.27
总市值(百万元)	95.70
年内股价最高最低(元)	15.82/8.28
沪深300指数	2242.64
深证成指	8171.35



有线电视和投资管理业务共同驱动业绩成长;

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.010	1.251	0.508	0.575	0.606
每股净资产(元)	7.10	6.76	3.08	3.53	4.01
每股经营性现金流(元)	1.68	-2.79	1.27	1.11	1.16
市盈率(倍)	24.16	20.29	18.26	16.12	15.30
行业优化市盈率(倍)	72.93	20.46	27.66	27.66	27.66
净利润增长率(%)	1294.68%	23.89%	1.47%	13.23%	5.36%
净资产收益率(%)	14.22%	18.50%	16.46%	16.29%	15.13%
总股本(百万股)	406.38	406.38	1,015.95	1,015.95	1,015.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **有线电视业务将量价齐升:** (1) 基本完成省网整合, 少数股东权益大幅减少, 增厚上市公司业绩; (2) 顺应行业发展趋势, 重点建设“下一代广播电视网”, 预计短期将拉低有线电视业务毛利率, 长期有利于发展增值业务; (3) 湖南省有线电视用户渗透率低, 增值业务占比较低, 但发展迅速, 将迎来量价齐升。
- **投资管理业务对净利影响显著:** (1) 在国内经济增速放缓、证监会监管趋紧、新政频出等多重因素作用下, 中国企业上市数量、融资额、VC/PE 账面回报倍数持续下滑, 创投行业步入盘整期; (2) 2011年以来艺术品市场规模持续缩水, 2012年秋部分艺术家作品每平方米价格出现回升, 艺术品具有抗通胀性、稀缺性等诸多优点, 仍有成长空间; (3) 预计未来创投业务的投资回报率将继续下滑, 艺术品以名家书画作品为主, 仍有升值空间。
- **广告与影视:** (1) 电视广告制作代理毛利难以为继, 高铁广告价值凸现; (2) 受下游新媒体拉动需求, 上游成本有所减缓, 影视剧行业景气度有望回暖; (3) 广告业务受益于高铁广告毛利提升带来业绩提升, 影视剧为非重点业务, 对业绩贡献有限。
- **旅游酒店:** 预计长沙世界之窗每年为公司贡献稳定的利润分成, 圣爵菲斯酒店明年实现扭亏。

估值与投资建议

- 我们预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.51、0.58、0.61 元。公司于 2012 年 12 月 10 日发公告称将下属全资子公司湖南金鹰城置业所持有的湖南新丰源投资有限公司 55% 的股权作价 1.71 亿元转让给湖南广播电视产业中心, 若交易顺利且计入当年收益, 预计会增厚今年业绩 15% 左右。
- 我们认为电广传媒的市值应该在 110 (有线电视 65 亿+创投 38.5 亿+旅游酒店 6.24 亿) 亿左右, 对应股价 10.80 元, 首次评级“增持”。

风险

- 有线电视业务毛利率大幅下滑; 投资管理业务市场持续低迷。

张燕

联系人
(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	5
公司概况: 有线电视和投资管理业务共同驱动业绩成长	5
有线电视: 省网整合基本完成, 重点建设下一代广播电视网	5
投资管理业务: 创投业务进入盘整期, 艺术品投资仍有成长空间	5
广告与影视: 高铁广告价值凸现, 影视剧景气度有望回暖	5
旅游酒店: 旅游业务稳定增长, 酒店业务预计实现扭亏	5
盈利预测及估值	5
风险	5
公司概况: 有线电视和投资管理业务共同驱动业绩成长	6
有线电视: 双向网改造发展增值业务是中长期成长动力	6
网络整合是必经之路, 双向网改造发展互动电视是广电唯一出路	6
湖南省省网整合基本完成, 顺应行业发展趋势欲建下一代广播电视网	8
增值业务占比较低, 发展迅速, 未来有线电视业务有望量价齐升	11
盈利预测及估值	14
投资管理: 创投行业进入盘整期, 艺术品仍有成长空间	15
国内经济增速放缓, 证监会监管趋紧, 创投行业步入盘整期	15
艺术品市场规模持续缩水, 长期仍具有成长空间	17
基金管理收入稳定, 投资收益及艺术品拍卖对净利有显著影响	17
盈利预测及估值	20
广告与影视: 高铁广告价值凸现, 影视剧景气度有望回暖	22
电视广告制作代理毛利难以为继, 高铁广告媒体价值凸现	22
下游新媒体拉动需求, 上游成本减缓, 影视剧景气度有望回暖	22
高铁广告进展迅速, 期待毛利回升带来业绩提升	23
盈利预测及估值	25
旅游酒店: 旅游业务稳定增长, 酒店业务预计实现扭亏	25
旅游业务稳定增长, 酒店业务预计实现扭亏	25
盈利预测及估值	26
投资建议	27
附录: 三张报表预测摘要	28

图表目录

图表 1: 2006-2011 年各项业务收入 (单位: 百万)	6
图表 2: 2006-2011 年各项业务毛利率变化	6
图表 3: 截止 2011 年年底省网整合进展情况	7
图表 4: A 股上市有线网路公司基本情况	7

图表 5: 2011 年我国有线网络收入 564 亿元.....	8
图表 6: 有线运营商收入仅为电信运营商收入的 1/6	8
图表 7: 2011 年我国有线电视用户达到 2.02 亿	8
图表 8: 2011 年我国双向机顶盒用户达到 2100 万	8
图表 9: 2011 年我国 IPTV 用户数突破 1350 万	8
图表 10: 2011 年我国网络视频用户突破 3.25 亿	8
图表 11: 湖南省地图	9
图表 12: 重组前后利润表主要指标变化.....	9
图表 13: 募集资金投向	10
图表 14: 下一代有线电视网募集资金投向	10
图表 15: 2009-2012H1 银行贷款和应付债券.....	11
图表 16: 2006-2012H1 财务费用及增速	11
图表 17: 2011 年 A 股上市有线网络公司营业收入构成 (单位: 百万)	12
图表 18: 2011 年 A 股上市有线网络公司用户数.....	12
图表 19: 2008-2011 年增值业务收入及增速.....	13
图表 20: 2008-2011 年有线电视业务人均 ARPU 值.....	13
图表 21: A 股有线网络上市公司所在省份有线电视用户数及渗透率	13
图表 22: 电广传媒现有主要付费增值业务	14
图表 23: 电广传媒宽带业务资费	14
图表 24: 2010-2014E 电广传媒有线电视业务预测	15
图表 25: A 股有线网络上市公司估值表	15
图表 26: 10Q1-12Q3 中国企业境内 IPO 融资额和数量	16
图表 27: VC/PE 支持企业境内外 IPO 融资额与上市量	16
图表 28: 10Q1-12Q3 创业投资金额与案例数量.....	16
图表 29: 创业投资机构募集基金金额及新募集基金数	16
图表 30: 2012Q3 各市场 VC/PE 支持上市中国企业平均账面投资回报	16
图表 31: 2000-2012 年雅昌国画 400 指数.....	17
图表 32: 2000-2012 年雅昌油画 100 指数.....	17
图表 33: 2000-2011 年齐白石书画成交额及单位均价	17
图表 34: 2000-2011 年徐悲鸿书画成交数量及单位均价.....	17
图表 35: 电广传媒投资业务布局结构	18
图表 36: 达晨创投旗下管理基金	19
图表 37: 达晨创投已成功投资上市的案例	19
图表 38: 2010-2012H1 投资管理收入及增速.....	20
图表 39: 电广传媒投资收益、艺术品投资和净利润.....	20
图表 40: 2010-2012H1 艺术品投资收入及增速	20
图表 41: 2010-2012H1 艺术品和投资管理收入毛利率	20
图表 42: 2006-2011 年电广传媒投资收益	21
图表 43: 电广传媒可供出售金融资产	21

图表 44: 2010-2014E 投资管理和艺术品收入预测	22
图表 45: 2012 年整体广告经营额同比增速下滑	22
图表 46: 2012 年户外广告经营额同比增速上升	22
图表 47: 2007Q1-2012Q3 获准发行电视剧部数	23
图表 48: 2007-2011 年电视广告收入及电视剧交易额	23
图表 49: 2001-2012 广告制作代理收入及增速	24
图表 50: 广告制作代理毛利率持续下滑	24
图表 51: 2001-2012 公司影视剧制作收入及增速	24
图表 52: 影视剧制作毛利波动幅度较大	24
图表 53: 电广传媒主要投拍的影视剧作品	25
图表 54: 2012-2014E 广告业务收入及净利润预测	25
图表 55: 2006-2012 年旅游业务收入及增速	26
图表 56: 2006-2012 年旅游业务毛利率维持在 85%左右	26
图表 57: 2012-2014E 旅游酒店业务收入及净利润预测	27

投资逻辑

公司概况：有线电视和投资管理业务共同驱动业绩成长

- 电广传媒主营业务分为有线电视、投资管理、广告与传媒、酒店旅游四大块，其中有线电视和投资管理业务是驱动公司业绩成长的主要动力。

有线电视：省网整合基本完成，重点建设下一代广播电视网

- (1) 2012年8月，电广传媒实现了湖南省除中信国安控制的四市一县及岳阳县、湘阴县、通道县、长沙县外，全省县级以上有线电视网络的深度整合，对今后的业务发展起到了积极推进作用，同时大幅减少了少数股东权益，增厚上市公司业绩；(2) 顺应行业发展趋势，重点建设“下一代广播电视网”，预计短期将拉低有线电视业务毛利率，长期有利于提升用户 ARPU 值；(3) 目前湖南省有线电视用户渗透率低，增值业务占比较低，但增长迅速，未来有线电视业务有望迎来量价齐升。

投资管理业务：创投业务进入盘整期，艺术品投资仍有成长空间

- (1) 在国内经济增速放缓、证监会监管趋紧、新政频出等多重因素作用下，中国企业上市数量、融资额、VC/PE 账面回报倍数持续下滑，创投行业步入盘整期；(2) 2011年以来艺术品市场规模持续缩水，2012年秋部分艺术家作品每平方尺价格出现回升，艺术品具有抗通胀性、稀缺性等诸多优点，仍有成长空间；(3) 受行业影响，公司创投业务的投资回报率预计在未来也将有所下滑，艺术品主要以名家书画作品为主，仍有升值空间。

广告与影视：高铁广告价值凸现，影视剧景气度有望回暖

- (1) 电视代理广告市场趋于成熟，在竞争激烈的情形下，毛利难以为继；高铁广告媒体价值凸现，代理成本固定，盈利取决于公司自身经营；(2) 受下游新媒体拉动需求，上游成本有所减缓，影视剧行业景气度有望回暖；(3) 广告业务有望受益于高铁广告毛利提升带来业绩提升，影视剧为非重点业务，预计对业绩贡献有限。

旅游酒店：旅游业务稳定增长，酒店业务预计实现扭亏

- 公司旅游酒店业务的收入主要来自于持股 49%的长沙世界之窗和持股 100%的圣爵菲斯酒店，旅游业务每年为公司贡献稳定的利润分成，酒店业务预计明年实现扭亏。

盈利预测及估值

- 我们预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 42.29 亿、51.76 亿、60.09 亿，归属于上市公司股东的净利润分别为 5.16 亿、5.84 亿、6.15 亿，EPS 分别为 0.51、0.58、0.61 元。公司于 2012 年 12 月 10 日发公告称将下属全资子公司湖南金鹰城置业所持有的湖南新丰源投资有限公司 55%的股权作价 1.71 亿元转让给湖南广播电视产业中心，本次交易将于 12 月 27 日提请股东大会通过，若交易顺利且计入当年收益，预计会增厚今年业绩 15%左右（需扣土地增值税、营业税等）。
- 我们认为电广传媒的市值应该在 110（有线电视 65 亿+创投 38.5 亿+旅游酒店 6.24 亿）亿左右，对应股价为 10.8 元，首次评级“增持”。

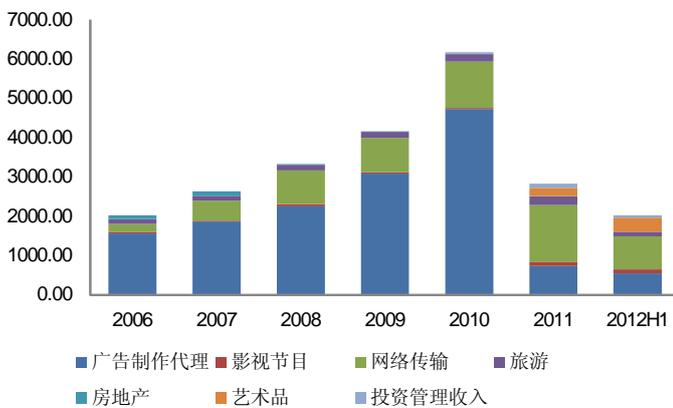
风险

- 有线电视业务毛利率大幅下滑；投资管理业务市场持续低迷。

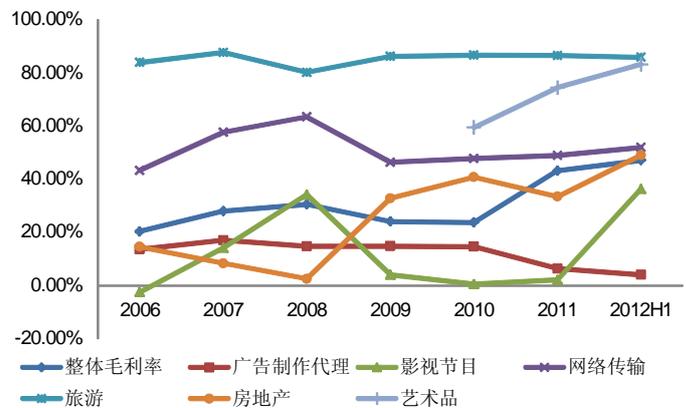
公司概况：有线电视和投资管理业务共同驱动业绩成长

- 电广传媒主营业务分为有线电视、投资管理、广告与传媒、酒店旅游四大块，其中有线电视和创投业务是驱动公司业绩成长的主要动力。
- 公司是湖南省有线网络整合平台，已基本完成了省网整合，拥有湖南省 468 万有线电视用户；创投业务收益主要来自于投资企业上市之后的退出收益及艺术品拍卖所得，对净利贡献显著；公司自 2011 年开始不再独家代理湖南广播电视台广告业务（2010 年收入 43.35 亿元），导致收入大幅下滑，2012 年高铁广告发展迅速，未来有望提高毛利带来业绩提升；旅游对业绩贡献较为稳定，酒店有望跨越盈亏平衡点。
- 广告制作代理毛利较低，2012H1 因加大高铁广告开发导致毛利进一步下滑至 4%，但因收入下滑更大，且网络传输服务及其它业务毛利率较高，公司的主营业务毛利率从 2010 年的 23.7% 提升至 47.09%。

图表1：2006-2011 年各项业务收入（单位：百万）



图表2：2006-2011 年各项业务毛利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

有线电视：双向网改造发展增值业务是中长期成长动力

网络整合是必经之路，双向网改造发展互动电视是广电唯一出路

- 在政策、技术和需求的共同驱动下，网络整合是必经之路，整合将从省内整合走向跨省的参股、控股，最后到跨省的业务合作及一体化。
- 省网整合稳步推进：截止 2011 年年底，我国已有 26 个省（区、市）完成或基本完成省网整合，已上市的公司中，歌华有线、广电网络、电广传媒、吉视传媒、武汉塑料已基本完成市/省网整合，天威视讯基本完成市网整合。
- 部分公司开始参与跨省整合：在完成区域内的整合之后，部分有线网络公司已启动跨省的参股、控股。歌华有线收购涿州有线、东方明珠收购太原有线 50% 股权、电广传媒收购河北保定有线\青海西宁有线 49% 股权和新疆广电 10% 股权。跨省的整合动力主要来自于数字化整转及双向化改造给有线网络公司带来的资金压力，而上市的有线网络公司具有资本平台优势，此外，省外收购的定价也远低于已上市公司的用户价值，收购优势明显。
- 跨省业务合作及一体化为最终发展方向：语音、视频业务本身就具有跨区域性质，随着三网融合的持续推进，为发挥规模效应，跨省业务合作及一体化将是有线网络行业的最终发展方向。

图表3: 截止 2011 年年底省网整合进展情况

整合情况	城市
完成或基本完成省、市、县三级有线网络整合	北京、上海、天津、重庆、陕西、吉林、广西、海南、宁夏、江苏、贵州、四川、云南、新疆、黑龙江
完成或基本完成省、市(地)两级有线网络整合	安徽、河北、内蒙古、河南、甘肃、辽宁、山东
基本完成除个别市外的省、市两级有线网络整合	湖南、青海、江西、广东

来源: 国家广电总局, 国金证券研究所

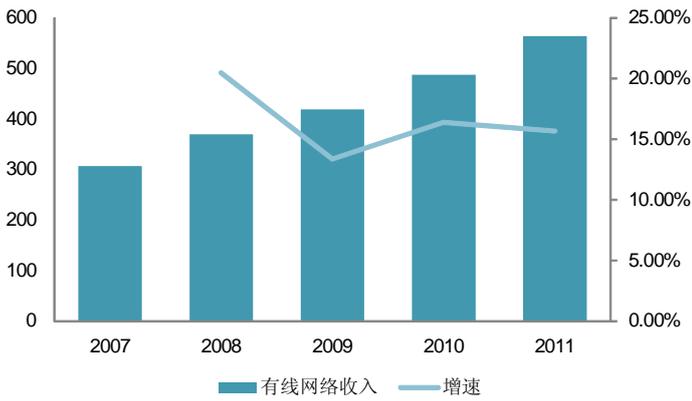
图表4: A 股上市有线网路公司基本情况

上市公司	地区	代码	市值(亿)	用户规模(万)	市/省网整合情况	跨省整合情况
电广传媒	湖南	000917.SZ	95.70	450.00	基本完成省网整合(除中	控股河北保定有线、青海信国安) 西宁有线、新疆广电
天威视讯	深圳	002238.SZ	29.54	114.00	完成深圳市网整合	无
歌华有线	北京	600037.SH	63.62	476.00	完成市网整合	收购涿州有线
广电网络	陕西	600831.SH	33.36	530.00	完成省网整合	无
吉视传媒	吉林	601929.SH	92.13	415.00	完成省网整合	无
武汉塑料	湖北	000665.SZ	34.17	400.00	完成部分县市整合	无
华数传媒	杭州	000156.SZ	95.11	235.00	省网整合平台, 未完成	无

来源: 公司年报, 国金证券研究所

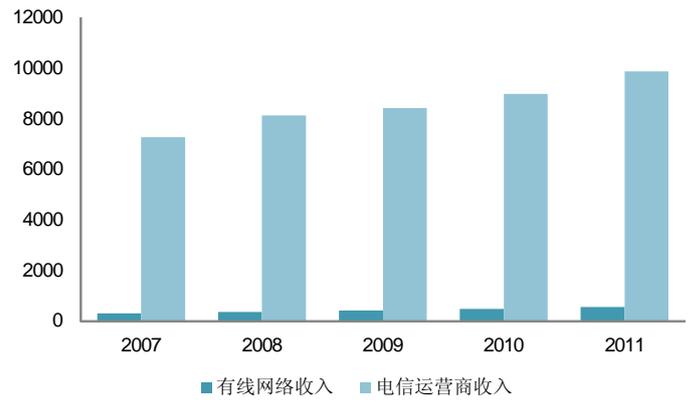
- 有线电视用户增速趋缓, 双向用户占比较低, ARPU 值难以提升, 有线网络行业面临收入放缓的局面; IPTV、网络视频、互联网电视的快速发展又侵蚀了有线运营商的优势领域, 发展互动电视提升用户 ARPU 值是唯出路; 迫于资金压力, 双向网改造进度缓慢, 行业发展我们只能寄托于国家进一步出台政策予以扶持。
 - 2011 年我国有线网络行业收入 564 亿元, 同比增长 16%, 其中收视费约为 360 亿元, 同比增长 12%; 三大电信运营商的收入达到 9880 亿元, 有线网络仅为电信运营商收入的 6%。
 - 2011 年我国有线电视用户 2.02 亿, 同比增长 7%, 增速趋缓; 双向网络覆盖用户 7650 万, 有线网络运营商为用户发放双向机顶盒的数量为 2100 万, 实际双向互动电视订户 883 万, 仅占有有线电视用户的 4.37%。有线电视用户增长趋缓, 双向用户占比较低, ARPU 值难以提高, 整个有线网络行业面临收入放缓的局面。
 - 2011 年我国 IPTV 用户突破 1350 万, 电信运营商欲借此进入视频领域, 随着三网融合政策的持续推进, IPTV 发展有望加速; 网络视频用户数达到 3.25 亿, 成为仅次于即时通信、搜索引擎、网络音乐、网络新闻的第五大应用; 2009 年以来互联网电视终端飞速发展, 至 2011 年已达 1700 万台。IPTV、网络视频、互联网电视的快速发展侵蚀了有线运营商的优势领域, 未来有线运营商面临用户流失的可能。
 - 有线运营商提高盈利的唯一选择是进行双向网改造, 据了解, 双向网接入户均成本约为 350 元/户, 如果所有的有线电视均完成双向接入, 则至少需要 700 亿元, 而 2011 年我国有线网络行业收入仅 564 亿元, 再加上各省省网整合尚未全部完成, 根本无力支撑巨额的资本开支。
 - 国家广电欲挂牌成立, 据称注册资金 45 亿元, 对全国有线运营商来说如杯水车薪, 根本无法解决实际问题, 若三网融合试点结束双向进入完全放开, 对有线运营商来说无疑是雪上加霜, 行业发展我们只能寄托于国家进一步出台政策予以扶持。

图表5: 2011年我国有线网络收入564亿元



来源: 国金证券研究所

图表6: 有线运营商收入仅为电信运营商收入的1/6

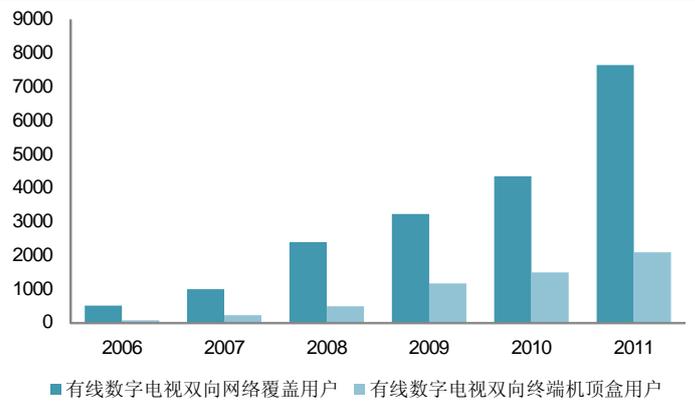


图表7: 2011年我国有线电视用户达到2.02亿

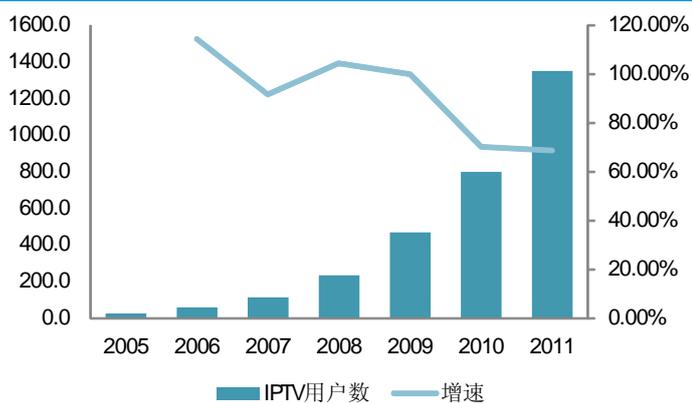


来源: 国家广电总局, 国金证券研究所

图表8: 2011年我国双向机顶盒用户达到2100万

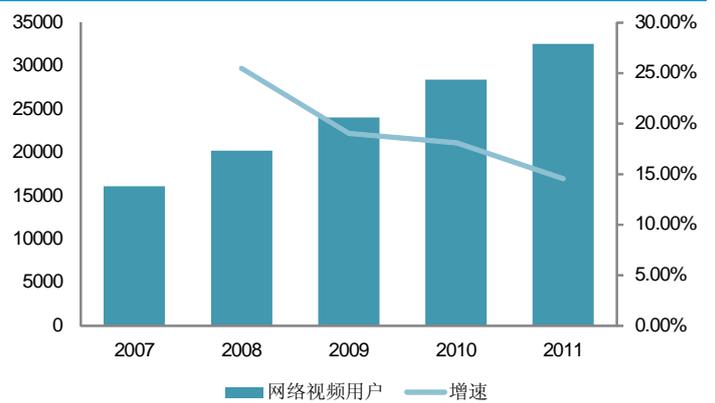


图表9: 2011年我国IPTV用户数突破1350万



来源: 流媒体网, CNNIC, 国金证券研究所

图表10: 2011年我国网络视频用户突破3.25亿



湖南省省网整合基本完成, 顺应行业发展趋势欲建下一代广播电视网

- 电广传媒实现了湖南省除中信国安控制的四市一县及岳阳县、湘阴县、通道县、长沙县外, 全省县级以上有线电视网络的深度整合, 对今后的业务

发展起到了积极作用，同时大幅减少了少数股东权益，增厚上市公司业绩；在充裕的资金来源及优秀的经营管理团队的共同保证下，跨省收购也将成为看点。

- **湖南省省网整合基本完成，少数股东权益大幅减少，增厚上市公司业绩：**2012年7月5日，公司发布公告称收到中国证监会《关于核准湖南电广传媒有限公司合并湖南省惠心有线网络有限公司等的批复》，核准公司新增5510.1万股股份（配股后发行1.22亿股）吸收合并湖南省惠心\惠德\惠悦\惠润有线网络公司。本次交易完成后，上市公司将直接和间接拥有97家地方有线网络公司和一家省网公司全部收益权及控制权，实现湖南省除中信国安控制的四市一县及岳阳县、湘阴县、通道县、长沙县外，全省县级以上的有线电视网络深度整合，上市公司的少数股东权益将大幅减少，增厚上市公司业绩。
- **跨省收购也将成为看点：**2011年6月，电广传媒控股子公司华丰达以现金10300万元收购河北保定有线广播电视综合信息网络有限公司49%的股权；2011年7月，以现金8000万元收购西宁数字电视信息网络有限公司49%的股权；2011年8月，以现金7111万元持有新疆广电网络有限责任公司10%的股权。**网络整合的成功很大程度上依赖于持续稳定的融资来源：**2010年4月，公司与国开行签署《战略合作协议》，国开行将为公司提供总额为106亿元人民币的意向性融资支持，用于对湖南省乡镇电视网络整合及跨区域有线电视网络拓展项目的融资需求；2012年3月，公司与国开行签署《推进湖南电广传媒繁荣发展开发性金融合作备忘录》，协议称，自2012年至2017年，双方在各类金融产品上的合作融资总量为80亿元人民币。在充裕的资金来源及优秀的经营管理团队的共同保证下，跨省收购也将成为看点。

图表11：湖南省地图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表12：重组前后利润表主要指标变化

	重组前		重组后	
	2010	2011	2010	2011
营业收入（百万）	6,190.91	2,845.48	6,349.63	3,080.30
营业成本	4,723.61	1,616.64	4,809.21	1,757.22
期间费用	1,362.20	1,073.11	1,396.15	1,130.53
投资收益	780.00	677.15	763.25	660.60
营业利润	592.02	752.14	610.22	769.94
净利润	520.30	636.80	537.82	654.35
其中：归属于母公司所有者的净利润	410.38	508.44	515.71	613.00
少数股东收益	109.91	128.36	22.11	41.35

- 公司欲募集总额不超过53亿资金用于建设“下一代有线电视网”和偿还“银行贷款”，顺应行业发展趋势，预计短期内将拉低有线电视业务毛利率，但同时也降低了财务费用。
- 2012年10月，公司公告称，欲非公开发行不超过5.15亿股，募集资金总额不超过53亿元，扣除发行费用的净额将用于建设“下一代广播电视网，实现全业务运营升级改造项目”和偿还“银行贷款”等项目。
- 项目顺应了行业发展趋势，主要用于双向网改造，公司预计项目完成后有线电视用户总数将达到600万（468万）、双向网覆盖用户400万（300万）、满足双向网和宽带接入用户200万（50万）、50万客户在线通信能力、200万家庭网关用户、40万家庭安防用户等。

- 用于建设“下一代广播电视网”的资金为 37.27 亿元，分三年投入，每年分别投入 16、10.5、10.5 亿，按照网络、设备的平均摊销年限 10 年计算，且项目从明年开始投入，则 2013-2015 年将至少每年摊销 1、2、3 亿元，预计短期内将拉低有线电视业务毛利率。
- 用于偿还“银行贷款”项目的资金为 15.70 亿，公司近几年发生了较大的资本支出，主要依靠银行贷款解决资金需求，2009-2012H1 银行贷款和应付债券总额分别为 42、44.55、56.80、64 亿元，而相应的财务费用分别为 1.85、2.48、3.06、1.73 亿元，影响公司盈利能力提高，通过非公开增发偿还部分贷款，将缓解公司财务压力。

图表13: 募集资金投向

项目名称	投资总额 (百万)	利用募集资金量
建设下一代广播电视网，实现全业务运营升级改造项目	3,727.33	3,727.33
偿还银行贷款	1,569.86	1,569.86
合计	5,297.19	5,297.19

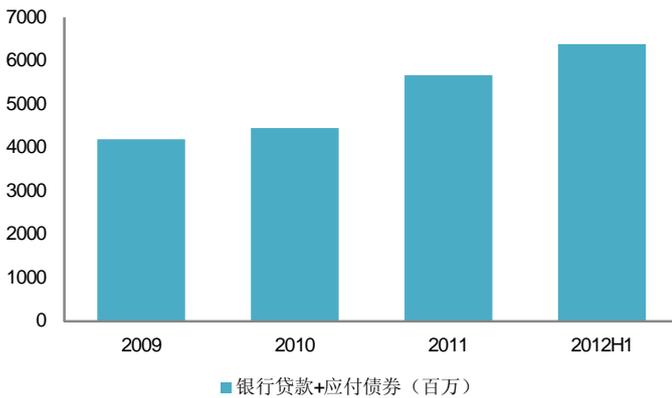
来源：公司公告，国金证券研究所

图表14: 下一代有线电视网募集资金投向

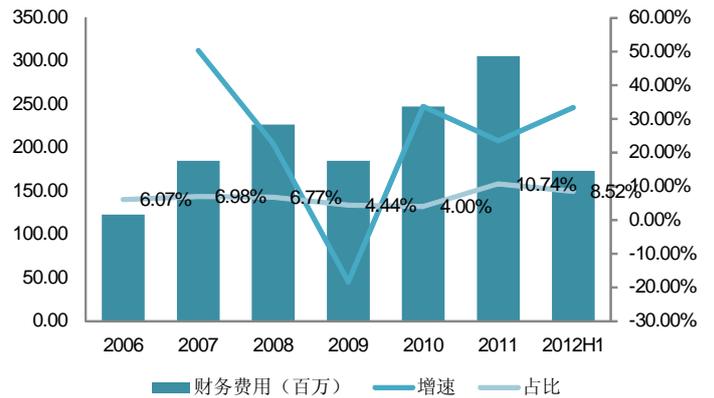
项目	2013	2014	2015	小计	摊销年限
基础网络建设和优化	678.25	370.52	378.40	1,427.17	
基础网络升级扩建	374.25	142.52	150.40	667.17	
新客户数字电视平移	120.00	90.00	90.00	300.00	
双向网络改造	184.00	138.00	138.00	460.00	
支撑平台扩容升级	234.77	151.00	100.00	485.77	
支撑系统建设	114.77	61.00	50.00	225.77	
IDC 建设	120.00	90.00	50.00	260.00	预计8-10年
专项业务系统建设	624.30	491.50	521.10	1,636.90	左右
家居安防建设	173.40	204.00	302.60	680.00	
家庭网关	180.00	270.00	210.00	660.00	
智慧教育云平台	177.70	0.00	0.00	177.70	
数字旅游项目	93.20	17.50	8.5	119.20	
基本预备费	76.87	50.65	49.97	177.49	
合计	1,614.19	1,063.67	1,049.47	3,727.33	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表15: 2009-2012H1 银行贷款和应付债券



图表16: 2006-2012H1 财务费用及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

增值业务占比较低, 发展迅速, 未来有线电视业务有望量价齐升

- 电广传媒增值业务占比较低, 但发展迅速, 有线电视用户渗透率低, 随着双向网改造的进一步推进, 凭借增值业务和资费优势, 有线电视业务有望迎来量价齐升。
 - 有线运营商的收入主要由收视费、安装费、节目传输费、增值业务构成, 在 A 股上市的公司中, 按增值业务进展快慢排序依次是华数传媒、天威视讯、歌华有线、电广传媒、广电网络、吉视传媒。2011 年, 华数传媒收视费仅占整体营业收入的 32.59%, 天威视讯和歌华有线收视费占比也降至 52%, 而电广传媒的收视费仍高达 66.71%。
 - 从用户数来看, 公司位居广电网络和歌华有线之后, 数字化整转用户渗透率预计超过 90%; 与数字化整转率达到 100% 的天威视讯、华数传媒相比, 户均 ARPU 值较低。
 - 值得注意的是, 公司近几年增值业务发展迅速, 三年复合增速高达 97%, 目前公司所提供的增值业务主要有有线影院、视频点播、电视回看等, 其它增值业务有电视彩票、电视教育、电视支付等; 宽带业务资费方面要低于中国电信, 以公司提供的 4M 带宽为例, 资费在 710-950 元/年之间, 而中国电信提供的同速率带宽资费在 900-1300 元/年之间。
 - 除上述已经较为成熟的基础性增值业务外, 公司在视频通信、家庭网关、云电视几项业务上也取得了突破性的进展。视频通信能够在 5 米之内不用听筒和话筒直接和电视机通话, 据公司介绍, 此项业务技术在国内尚属首例, 待双向网建成后推广将成为电信运营商的最大竞争对手, 业务前景广阔; 家庭网关已经能够做到用智能手机控制屋内各类电器自动开关; 云电视将成为一个综合性的业务平台。
 - 电广传媒是湖南省省网整合平台, 而湖南省有线电视用户渗透率较低, 随着双向网改造的进一步推进, 凭借多样化的增值业务及资费优势, 未来有线电视收入有望迎来量价齐升。

图表17: 2011年A股上市有线网络公司营业收入构成(单位:百万)

电广传媒			天威视讯			歌华有线		
营业收入	1682.28		营业收入	849.53		营业收入	1897.84	
收视费	1122.25	66.71%	收视费	443.56	52.21%	收视费	978.41	51.55%
安装费	188.68	11.22%	工程及入网	22.73	2.68%	工程及维护	238.84	12.58%
节目传输	57.22	3.40%	节目传入	89.81	10.57%	频道收转	167.21	8.81%
增值业务	157.30	9.35%	有线宽频	209.87	24.70%	信息业务	366.10	19.29%
数据业务	80.88	4.81%	机顶盒销售	51.19	6.03%	安装费	37.68	1.99%
其他	75.95	4.51%	广告代理	14.01	1.65%	其它	147.28	7.76%

华数传媒			吉视传媒			广电网络		
营业收入	1317.05		营业收入	1513.14		营业收入	1413.94	
收视费	429.29	32.59%	收视费	1139.02	75.27%	收视费	1047.81	74.11%
安装费	205.48	15.60%	工程及入网	189.58	12.53%	安装工料费	110.62	7.82%
节目传输	115.74	8.79%	节目传输	133.73	8.84%	卫视落地费	100.10	7.08%
互动电视	295.50	22.44%	宽带业务	39.55	2.61%	数据业务	143.52	10.15%
新媒体业务	139.96	10.63%	机顶盒销售	11.26	0.74%	其他	11.89	0.84%
其它	131.09	9.95%						

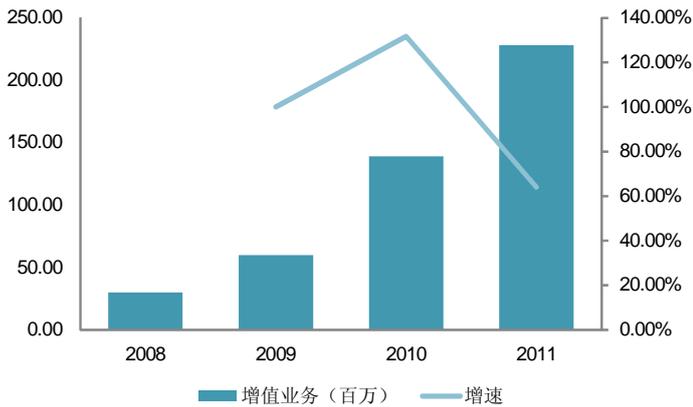
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 2011年A股上市有线网络公司用户数

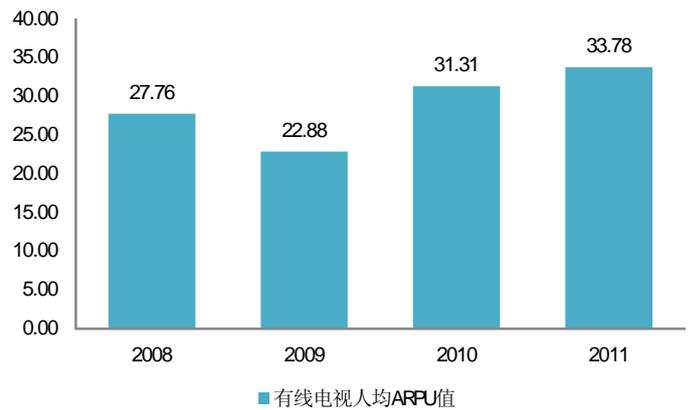
		天威视讯	歌华有线	电广传媒	广电网络	吉视传媒	华数传媒
有线电视用户数	万	114	476	450	530	415	235
数字电视用户数	万	114	345	405	345	300	235
宽带用户	万	34	16	-	14.17	-	-
高清交互用户	万	33	272	-	-	-	超过100
数字化率	%	100.00%	72.48%	90.00%	65.09%	72.29%	100.00%
收入	亿	8.50	18.98	16.82	14.19	15.15	13.17
户均ARPU值	元	61.86	33.23	31.15	22.31	30.42	46.70

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 2008-2011年增值业务收入及增速



图表20: 2008-2011年有线电视业务人均ARPU值



来源: 公司公告 (注: 2008, 2009 年收入未做调整), 国金证券研究所

图表21: A股有线网络上市公司所在省份有线电视用户数及渗透率

	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
湖南省人口 (电广传媒)	万	6326	6342	6355	6380	6406	6570	6596
有线电视用户	万	428	470	510	544	606	641	696
渗透率	%	6.77%	7.41%	8.03%	8.53%	9.46%	9.76%	10.55%
北京总人口 (歌华有线)	万	1538	1581	1633	1695	1755	1962	2019
有线电视用户	万	282	320	345	383	408	448	476
渗透率	%	18.34%	20.24%	21.13%	22.60%	23.25%	22.84%	23.58%
浙江总人口 (华数传媒)	万	4991	5072	5155	5212	5276	5447	5463
有线电视用户	万	890	948	1009	1057	1110	1184	1331
渗透率	%	17.83%	18.69%	19.57%	20.28%	21.04%	21.73%	24.36%
广东总人口 (天威视讯)	万	9194	9442	9660	9893	10130	10441	10505
有线电视用户	万	1122	1248	1346	1494	1572	1702	1825
渗透率	%	12.20%	13.22%	13.93%	15.10%	15.52%	16.30%	17.37%
吉林总人口 (吉视传媒)	万	2716	2723	2730	2734	2740	2747	2749
有线电视用户	万	255	270	278	274	294	452	487
渗透率	%	9.39%	9.92%	10.18%	10.02%	10.73%	16.47%	17.72%
湖北总人口 (武汉塑料)	万	5710	5693	5699	5711	5720	5728	6200
有线电视用户	万	508	576	650	730	803	894	988
渗透率	%	8.90%	10.12%	11.41%	12.78%	14.04%	15.61%	15.93%
陕西总人口 (广电网络)	万	3690	3699	3708	3718	3727	3735	3752
有线电视用户	万	300	349	389	419	464	507	551
渗透率	%	8.13%	9.43%	10.49%	11.27%	12.45%	13.59%	14.69%

来源: 统计局, 国金证券研究所

图表22: 电广传媒现有主要付费增值业务

业务类型	业务名称	业务类型
单向数字电视 增值业务	付费节目	具体资费根据节目内容情况定价。
	有线影院	具体资费根据节目内容情况定价。
	高清电视	1、付费高清频道11套：新视觉高清频道20元/户/月、CHC高清电影频道65元/户/月、高清影视30元/户/月、高清探索25元/户/月、高清体育15元/户/月、高清综艺25元/户/月、新视觉常剧场20元/户/月、新视觉纪实15元/户/月、新视觉欢笑15元/户/月。2、客户订购任意一个高清付费频道或高清付费套餐，配套开通7套高清开路频道。
双向数字电视 增值业务	视频点播	计划采取免费专区、套餐专区、高清专区、节目商直供专区等营销模式，价格为15元/月/户，单片点播价格根据具体节目内容定价。
	电视回看	15元/月
	其他双向增值业务	包括电视娱乐、电视教育、股票金融、电视彩票、电视支付等业务，具体资费标准尚未拟定。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表23: 电广传媒宽带业务资费

带宽 (1MB)	地区类别	包半年租金	包年租金	续费
1	A类地区	400	700	600
	B类地区	320	560	480
	C类地区	300	500	450
2	A类地区	550	800	700
	B类地区	440	640	560
	C类地区	410	600	520
4	A类地区	650	950	850
	B类地区	520	760	680
	C类地区	480	710	630

A类：长沙、株洲、衡阳、常德；B类：邵阳、永州、郴州；C类地区：除A、B。

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测及估值

- 我们预计 2012-2014 年有线网络业务收入分别为 20.30、23.26、26.16 亿元，同比增速分别为 20.69%、14.54%、12.49%，净利润分别为 3.25、3.49、3.14 亿元，不考虑增发，为母公司贡献的 EPS 分别为 0.32、0.34、0.31 元。
 - 2009-2011 年公司有线电视用户分别增长 42、43、70 万户，因湖南省有线电视用户渗透率较低，完成省内整合之后，用户仍有较大增长空间，假设 2012-2014 年分别净增 40、35、30 万户。
 - 2010-2011 年有线电视用户人均 ARPU 值分别为 27.36、33.78 元，随着增值业务的推广，ARPU 进一步提高是必然的，假设 2012-2014 年分别为 36、38、40 元。由此预计 2012-2014 年有线网络业务收入分别为 20.30、23.26、26.16 亿元，同比增速 20.69%、14.54%、12.49%。
 - 2010-2011 年有线电视业务毛利率分别为 47.86%、47.71%，考虑到公司未来几年存在因资本开支加大导致折旧费用上升毛利率下滑的可能，预计 2012-2014 年毛利率分别为 46.50%、45%、42%。
 - 2010-2011 年有线电视其它成本占营业收入的比重分别为 30.52%、30.64%，考虑到其它成本占比不会显著上升或下降，假设 2012-2014 年分别为 30.50%、30%、30%。

- 由以上假设得到有线电视业务的净利润分别为 3.25、3.48、3.14 亿元，给予公司 2012 年 20 倍 PE，对应市值 65 亿元。

图表24: 2010-2014E 电广传媒有线电视业务预测

有线网络业务	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	1346.85	1682.28	2030.40	2325.60	2616.00
增速	35.69%	24.90%	20.69%	14.54%	12.49%
用户数	380.00	450.00	490.00	530.00	560.00
ARPU值	27.36	33.78	36.00	38.00	40.00
营业成本	702.28	879.66	1086.26	1279.08	1517.28
毛利	644.57	802.62	944.14	1046.52	1098.72
毛利率	47.86%	47.71%	46.50%	45.00%	42.00%
其它成本	411.05	515.46	619.27	697.68	784.80
占比	30.52%	30.64%	30.50%	30.00%	30.00%
净利润	291.23	287.16	324.86	348.84	313.92
归属母公司净利润	291.23	287.16	324.86	348.84	313.92
净利率	21.62%	17.07%	16.00%	15.00%	12.00%
股本	406.38	406.38	1015.95	1015.95	1015.95
基本每股收益	0.72	0.71	0.32	0.34	0.31

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表25: A 股有线网络上市公司估值表

板块名称	代码	公司	股价	股本	市值	EPS			PE		
						2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
有线网络	000665.SZ	湖北广电	8.79	388.76	34.17	0.33	0.43	0.45	26.36	20.24	19.42
	600037.SH	歌华有线	6.00	1,060.37	63.62	0.28	0.32	0.37	21.34	18.90	16.28
	600831.SH	广电网络	5.92	563.44	33.36	0.30	0.35	0.40	19.95	17.10	14.75
	601929.SH	吉视传媒	6.59	1,397.99	92.13	0.21	0.29	0.35	31.59	22.43	18.82
	000156.SZ	华数传媒	8.67	1,097.03	95.11	0.15	0.22	0.27	57.34	39.90	32.31
	002238.SZ	天威视讯	9.22	320.40	29.54	0.42	0.47	0.50	21.83	19.49	18.45
均值	(剔除掉华数传媒)								24.22	19.63	17.55

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资管理: 创投行业进入盘整期, 艺术品仍有成长空间

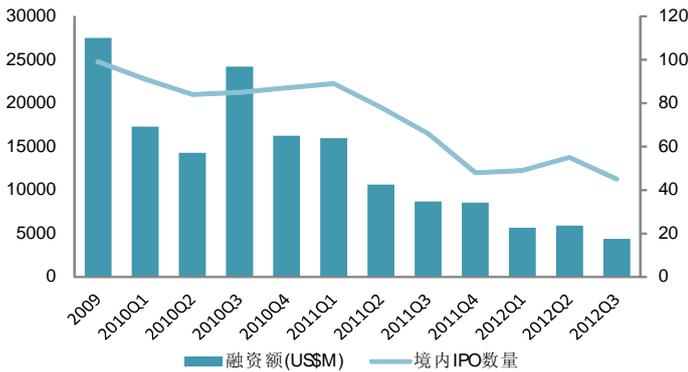
国内经济增速放缓, 证监会监管趋紧, 创投行业步入盘整期

- 在国内经济增速放缓、证监会监管趋紧、新政频出等多重因素作用下, 中国企业上市数量、融资额、VC/PE 账面回报倍数持续下滑, 创投行业步入盘整期。
 - 企业上市数量和融资额继续双双下滑: 2012Q3 仅有 45 家企业在境内上市, 同比减少 21 家, 募集资金 43.86 亿美元, 同比减少 49.6%; 国内市场 VC/PE 机构通过 IPO 方式退出的积极性严重受挫, 仅 31 家具有创投和私募股权投资支持的中国企业在境内外市场上市, 融资金额为 33.01 亿美元, 与 2011 年同期相比上市企业数量减少 12 家, 融资额减少 47.2%。
 - VC/PE 境内 IPO 退出账面回报倍数继续呈现下滑态势: 31 家 VC/PE 支持的上市企业为其背后的 75 支 VC/PE 投资基金仅带来 4.67 倍的平均账面投资回报, 剔除“南大光电”为同华创投带来的 75.37 倍的账

面回报后，第三季度 IPO 退出的平均账面回报水平为 2.35 倍，剔除极值后较去年同期 5.38 倍的账面回报下浮过半；境内上市的企业为 VC/PE 带来平均账面投资回报为 4.99 倍，剔除极值后仅为 3.59 倍。

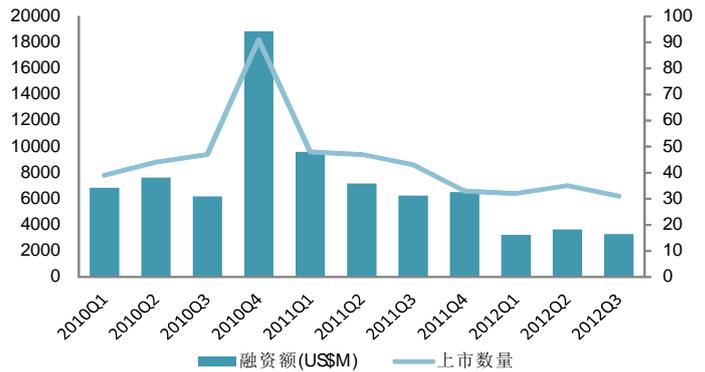
- **创业投资市场不断遇冷，行业整体呈现持续降温态势，经历了一轮市场的下滑，VC 步入深度盘整期。**2012Q3 中外创投机构共新募基金 34 支，新增可投资于中国大陆的资本量为 26.75 亿美元，新募基金数同比下降 67.9%，新增资本量同比下降 58.9%；共发生 172 起投资，已披露金额的 143 起投资总量共计 15.17 亿美元，投资案例数同比下降 55.9%，投资金额同比下降 53.5%；退出方面，三季度共有 65 笔退出，其中 IPO 退出 41 笔。

图表26: 10Q1-12Q3 中国企业境内 IPO 融资额和数量

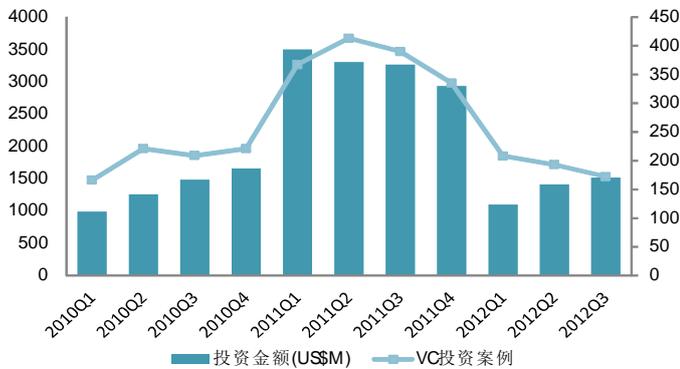


来源: 清科研究, 国金证券研究所

图表27: VC/PE 支持企业境内外 IPO 融资额与上市量

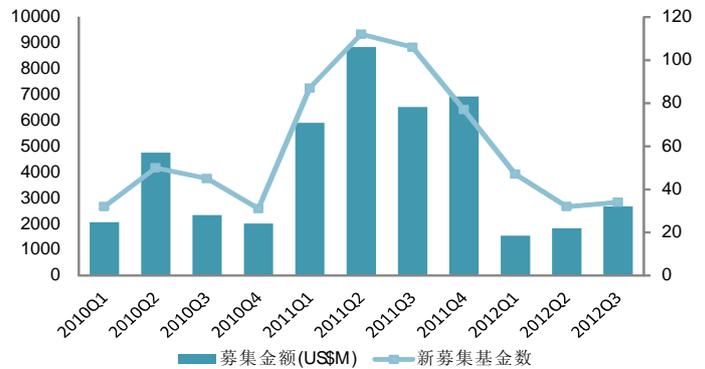


图表28: 10Q1-12Q3 创业投资金额与案例数量



来源: 清科研究, 国金证券研究所

图表29: 创业投资机构募集基金金额及新募集基金数



图表30: 2012Q3 各市场 VC/PE 支持上市中国企业平均账面投资回报

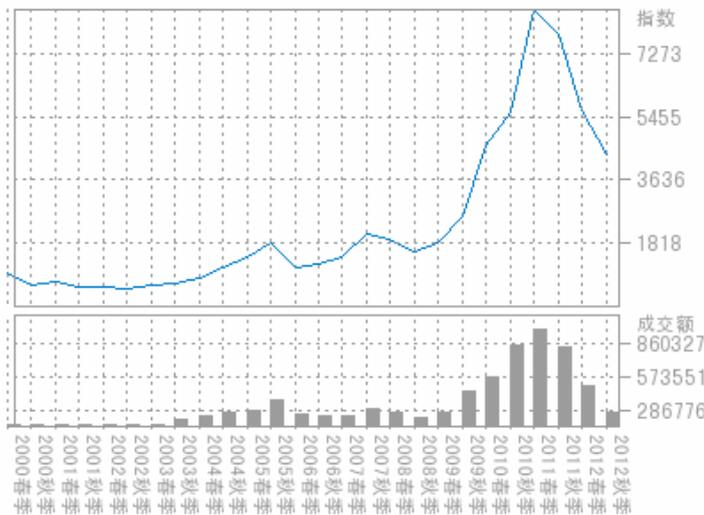
行业	上市地点	平均账面投资回报 (倍)
境内市场	上海证券交易所	2.57
	深圳创业板	6.97
	深圳中小企业板	3.31
	平均	4.99
海外市场	香港主板	1.10
	法兰克福证券交易所	-
	平均	1.10
平均		4.67

来源: 清科研究, 国金证券研究所

艺术品市场规模持续缩水，长期仍具有成长空间

- 2011 年以来艺术品指数持续下滑，但部分艺术家作品每平方尺价格出现回升；艺术品作为一种投资工具，具有抗通胀性、稀缺性等诸多优点，仍有成长空间。
- 2012 年秋雅昌国画 400 指数收于 4625 点，比上季下跌 23%，成交额为 16.29 亿元，比上季下跌 65%；雅昌油画 100 指数收于 9781 点，比上季下跌 15%，成交额为 2.56 亿元，比上季下跌 76%。艺术品指数自 2011 年秋季开始持续下滑，但部分艺术家如齐白石、徐悲鸿作品平均每平方尺价格开始出现回升。
- 艺术品作为一种投资工具，与其它投资品相比，有抗通胀性、稀缺性、高收益性、稳定性等诸多优势，仍具有成长空间。

图表31：2000-2012 年雅昌国画 400 指数



图表32：2000-2012 年雅昌油画 100 指数



来源：雅昌艺术网，国金证券研究所

图表33：2000-2011 年齐白石书画成交额及单位均价



图表34：2000-2011 年徐悲鸿书画成交数量及单位均价



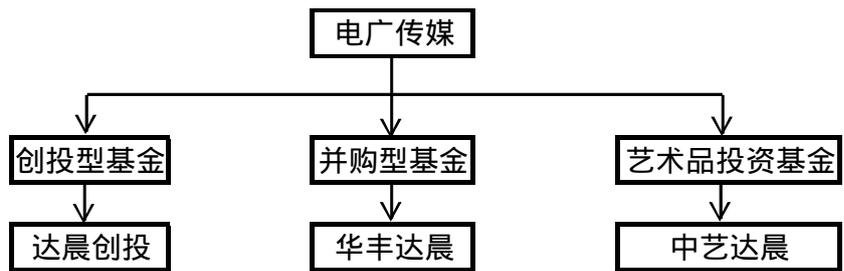
来源：雅昌艺术网，国金证券研究所

基金管理收入稳定，投资收益及艺术品拍卖对净利有显著影响

- 公司投资管理业务已搭建起“达晨创投+中艺达晨+华丰达晨”的达晨私募基金管理平台，分别涉足创业投资、艺术品投资、并购基金领域。
- 达晨创投成立于 2000 年 4 月，是第一批按市场化运作设立的内资创业投资机构，投资领域主要聚焦于文化传媒、消费服务、节能环保

- 等。截止目前，达晨创投管理资金 110 亿，投资企业累计 172 家，28 家企业成功 IPO。
- 中艺达晨起步 2006 年，2011 年完成总规模 3.4 亿元的雅汇雅集两只基金的全部投资。公司投资近代和现代艺术品，收集齐白石、傅抱石、李可染、徐悲鸿等 170 副，其中收集齐白石作品约 70 副，徐悲鸿的“愚公移山”和李可染的“万山红遍”是公司投资收藏的经典。
 - 华丰达晨的数字电视并购基金正在募集设立之中，将积极寻找产业链上下游的投资机会，投资于国内有线网络产业整合，深度增值业务开发和运营等方面。

图表35: 电广传媒投资业务布局结构



来源：国金证券研究所

- 达晨创投和中艺达晨的基金管理费和利润分成收入较为稳定，但一次性创投收益和艺术品拍卖受制于行情，对净利润有显著影响。
 - 达晨创投的收入来源于三个方面：（1）基金管理费：费率约为 2%；（2）利润分成：管理基金收益的 20%；（3）企业上市后的一次性投资收益。基金管理费和利润分成收入较为稳定，一次性创投收益取决于资本市场行情及公司所投资项目情况，2009-2012 年分别有 4、8、4、9 家投资企业上市，取得了丰厚的投资收益，也成为近几年净利润出现大幅上涨的主因。
 - 中艺达晨的收入来源于两个方面：（1）基金管理费和利润分成；（2）艺术品拍卖：每年分春拍、秋拍，春拍在 4-5 月，秋拍在 11-12 月，收入计入当年二季度和四季度。目前基金管理规模较小，管理费收入占比不大，主要是拍卖所得收益，2011Q4、2012H1 艺术品收入分别为 2.15 亿、3.64 亿，毛利高达 80%，成为继投资收益之后又一 对净利有显著影响的业务。

图表36: 达晨创投旗下管理基金

基金	投资领域	投资项目	投资周期
达晨创业	通讯、网络、新材料、农业、消费品等	同洲电子(002052)、拓维信息(002261)、和而泰(002402)等	2000-2006
达晨兴业	文化传媒、消费服务、节能环保、农业等	拓尔思(300229)、凯立德、百杰瑞、宏昌电子(603002)	2006至今
达晨成长	文化传媒、消费服务、农业、医药等	爱尔眼科(300015)、蓝色光标(300158)、多喜爱、天派电子等	2007-2008
达晨财信	节能环保、文化传媒、消费服务、农业等	圣农发展(002299)、恒泰艾普(300157)、达刚路机(300103)等	2006-2009
达晨财富	文化传媒、消费服务、节能环保	数码视讯(300079)、网宿科技(300017)、太阳鸟(300123)等	2008-2009
达晨银雷	文化传媒、节能环保、高端装备、电子信息	东标电气、华夏电通、沃尔德、龙软科技等	2009年开始
达晨创富	文化传媒、节能环保、现代农业、消费服务	金凰珠宝、恒大高新(002591)、煌上煌、中科金财、中南传媒等	2009-2010
达晨创盛	文化传媒、节能环保、电子信息等	东方精工、生态家、硕贝德、开元仪器、兆日科技、昱嘉华讯等	2010-2011
达晨文旅		吉比特、北青网、体育之窗、琴岛演艺等	2011年开始
达晨美元	消费服务、高端装备	上海豪海、凌特精密、舒朗服饰等	2011年开始
达晨恒泰	消费服务、现代农业、节能环保等	星光农机、光莆电子、康隆农业、实创装饰等	2011年开始
达晨财鑫	文化传媒、生物医药、现代农业	百合传媒、梦龙移通、中德生物	2011年开始
达晨创银	文化传媒、高端装备、电子信息	双飞轴承、珐玛珈	2011年开始
达晨恒胜			2012年开始

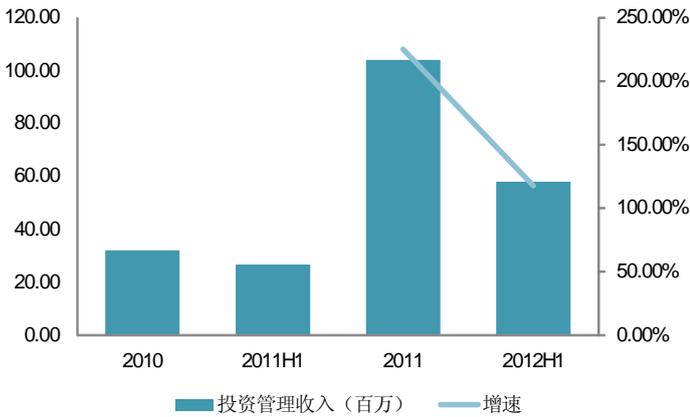
来源: 达晨创投网站, 国金证券研究所

图表37: 达晨创投已成功投资上市的案例

公司	股票代码	上市日期	公司简介
中汇医药	000809.SZ	1998-06-16	从事中成药、西药、保健食品、中药提取物等产品的开发、生产及销售
同洲电子	002052.SZ	2006-06-27	中国最大的数字电视机顶盒生产商
拓维信息	002261.SZ	2008-07-23	国家重点高科技软件企业, 电信软件及电信增值服务商
圣农发展	002299.SZ	2009-10-21	中国唯一一家实现了工业化、标准化、产业化的养殖龙头企业
亿纬锂能	300014.SZ	2009-10-30	专心于环保高能一次锂电池的开发和制造, 是中国最大、世界第五的锂亚电池供应商
爱尔眼科	300015.SZ	2009-10-30	中国规模最大的连锁眼科医院集团
网宿科技	300017.SZ	2009-10-30	国内最大的专业互联网服务提供商
和而泰	002402.SZ	2010-05-11	中国白色家电智能控制系统的龙头企业, 同时也是全球领先的家居智能控制技术的倡导者
蓝色光标	300058.SZ	2010-02-26	国内最大的公共关系服务专业机构之一
数码视讯	300079.SZ	2010-04-30	中国最具实力的数字电视软件及系统提供商
达刚路机	300103.SZ	2010-08-12	从事公路筑、养路机械设备, 新材料的研制开发、生产、销售和服务的创新型高新技术企业
金凰珠宝	KGJI	2010-08-18	国内最大的黄金首饰制造商之一
太阳鸟	300123.SZ	2010-09-28	国内新型复合材料船艇的最大制造商之一
中南传媒	601098.SH	2010-10-28	“多介质、全流程”大型综合性出版传媒产业集团
晨光生物	300138.SZ	2010-11-05	中国最大的天然色素生产和销售企业
恒泰艾普	300157.SZ	2011-01-07	从事石油勘探与开发技术研究、服务与相应软件研发、销售的专业化的高科技公司
拓尔思	300229.SZ	2011-06-15	中国非结构化信息处理技术领域的领导者
恒大高新	002591.SZ	2011-06-21	工业设备防磨抗蚀行业的龙头企业
东方精工	002611.SZ	2011-08-30	国际领先的纸箱包装设备整体解决方案提供商
中科金财	002657.SZ	2012-02-28	快速成长的高端IT综合服务商
宏昌电子	603002.SH	2012-05-18	国内领先的电子级环氧树脂专业生产厂商
硕贝德	300322.SZ	2012-06-08	专业从事无线通信终端天线研发、制造与销售的企业
兆日科技	300333.SZ	2012-06-28	致力于信息安全产品的研发和生产, 是国内的主要安全解决方案供应商
开元仪器	300338.SZ	2012-07-26	专业从事煤质检测仪器设备的研发、生产和销售
太空板业	300344.SZ	2012-08-01	专业从事太空板系列产品的研发、设计、生产、销售及安装的高新技术企业
煌上煌	002695.SZ	2012-09-05	以畜禽肉制品加工为主的食品加工企业
湖北武大	430143		国内唯一掌握“硅/醇直接法合成烷氧基硅烷”技术并实现大规模产业化生产的企业
华数传媒	000156.SZ	2012-10-19	“新媒体、新网络”双轮驱动高速发展的大型国有新传媒、新网络文化产业集团

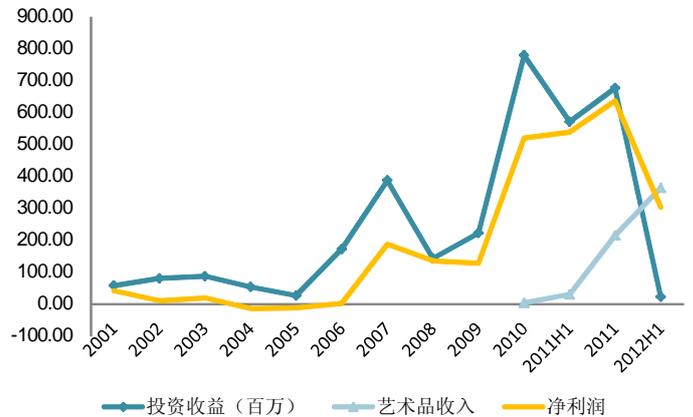
来源: 达晨创投网站, 国金证券研究所

图表38: 2010-2012H1 投资管理收入及增速

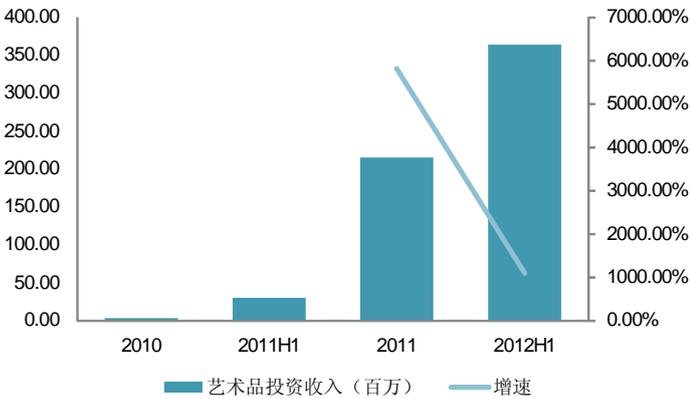


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表39: 电广传媒投资收益、艺术品投资和净利润

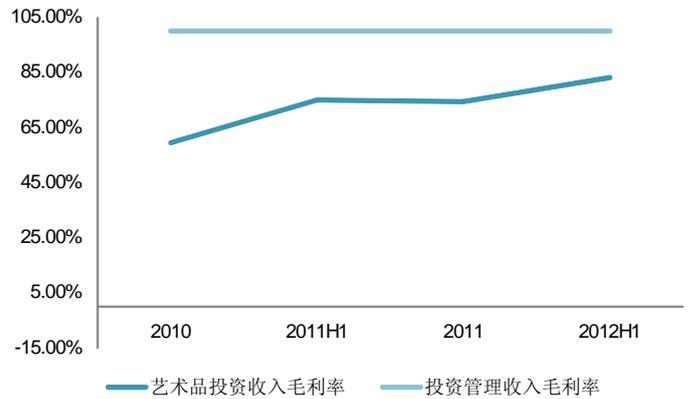


图表40: 2010-2012H1 艺术品投资收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表41: 2010-2012H1 艺术品和投资管理收入毛利率



盈利预测及估值

- 公司自身对一次性投资收益和艺术品收入有较强的调节能力, 且此块业务有诸多非确定性因素, 大致估算价值 38.5 亿元。
 - 创投项目: (1) 已上市项目: 截止 2012Q3, 可供出售金融资产为 3.95 亿, 按照公允价值计量, 并给予 0.6 的折价系数, 价值 2.5 亿; (2) 未上市项目: 截止 2012Q3, 长期股权投资 14.85 亿, 今年三季度, 创投行业遇冷, 境内 VC/PE 的投资回报率剔除极值后为 3.59 倍, 公司目前 15 亿股权投资成本对应 144 家未上市企业 (应该含有部分已上市企业), 所投企业并不能完全实现退出, 且市场投资回报率一直下滑, 考虑到公司已上市项目都获得了高于市场平均水平的投资回报率, 我给予整体 14.85 亿长期股权投资 1.5 倍的回报率, 价值 22 亿。
 - 投资收益: 目前达晨创投所管理的基金规模达到 110 亿, 2012H1 投资管理收入为 5800 万, 收入和所管理基金规模直接相关, 受资本市场影响较大, 预计 2012-2014 年投资管理收入增速分别为 25%、20%、15%, 假设此块业务的净利率为 30%, 对应净利润 2000 万, 给予 20 倍估值, 对应市值 4 亿。

- 艺术品收入：和艺术品市场关系紧密，公司自身对收入调节能力较强，预计 2012-2014 年艺术品投资收入增速分别为 150%、40%、20%。由于艺术品具有抗通胀性、稀缺性等特点，价值难以准确衡量，公司初始投资成本超过 5 亿元，给予 10 亿估值。

图表42: 2006-2011 年电广传媒投资收益

项目(单位:百万)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
成本法核算的长期股权投资收益		0.45	0.12	4.91	2.51	4.40
权益法核算的长期股权投资收益	37.22	21.46	18.91	23.51	26.68	15.08
处置长期股权投资产生的投资收益	23.52	4.88		160.96	593.49	2.02
交易性金融资产持有期间取得的投资收益				0.00	0.00	0.10
持有至到期投资持有期间取得的投资收益	36.54	56.42	0.52	47.02	41.35	
可供出售金融资产持有期间取得的投资收益					3.12	6.92
处置交易性金融资产取得的投资收益	75.25	85.31	-92.10	-16.49	27.01	-14.30
处置可供出售金融资产取得的投资收益		219.02	164.22	2.32	85.41	607.36
处置信托理财产品取得的投资收益				0.00	0.00	-1.14
其他					0.45	56.70
合计	172.39	387.55	143.16	222.23	780.00	677.15

来源:公司公告,国金证券研究所

图表43: 电广传媒可供出售金融资产

代码	股票名称	股本数量 (百万)	成本 (百万)	2012/12/11		2012/9/30		2012/6/30		公允价值 变动
				股价 (元)	当前市价 (百万)	股价 (元)	期末市价 (百万)	股价 (元)	期末市价 (百万)	
002402.SZ	和尔泰	12.60	6.73	9.73	122.60	10.36	130.54	11.46	144.40	115.87
300229.SZ	拓尔思	2.80	5.13	11.80	33.07	15.15	42.46	13.80	38.67	27.94
603002.SH	宏昌电子	10.30	22.95	6.46	66.54	6.76	69.60	6.72	69.53	43.59
002299.SZ	圣农发展	0.22	0.15	9.22	2.03	11.69	2.57	14.44	3.18	1.88
300103.SZ	达刚路机	12.96	2.12	10.53	136.47	9.27	120.14	8.45	109.51	134.35
300138.SZ	晨光生物	0.92	2.25	8.49	7.80	10.93	10.04	13.83	12.70	5.55
002261.SZ	拓维信息	4.76	9.01	7.38	35.13	9.58	45.61	11.22	53.41	26.12
合计			48.34		403.64		420.95		431.40	355.30
公告数据							394.98		431.40	

来源:公司公告,国金证券研究所

图表44: 2010-2014E 投资管理和艺术品收入预测

投资管理 & 艺术品	单位	2010	2011	2012H1	2012E	2013E	2014E
营业收入	百万	35.63	319.14	422.22	667.84	908.98	1082.97
投资管理收入	百万	32.00	104.01	58.02	130.02	156.02	179.43
艺术品收入	百万	3.64	215.13	364.20	537.83	752.96	903.55
增速	%		795.67%	640.15%	41.66%	37.91%	30.00%
投资管理	%	0.00%	225.09%	117.68%	25.00%	20.00%	15.00%
艺术品	%	0.00%	5816.83%	1098.30%	150.00%	40.00%	20.00%

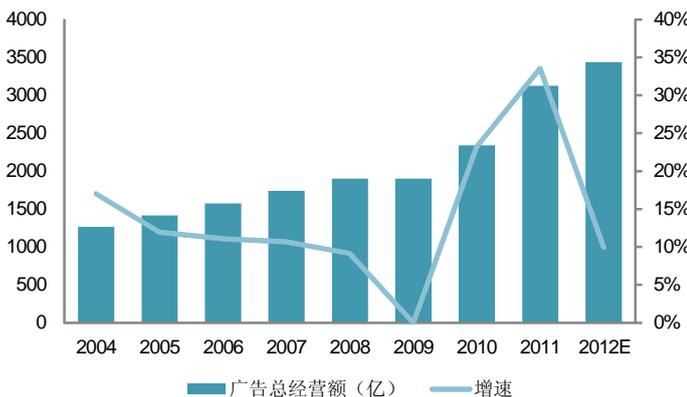
来源: 国金证券研究所

广告与影视: 高铁广告价值凸现, 影视剧景气度有望回暖

电视广告制作代理毛利难以为继, 高铁广告媒体价值凸现

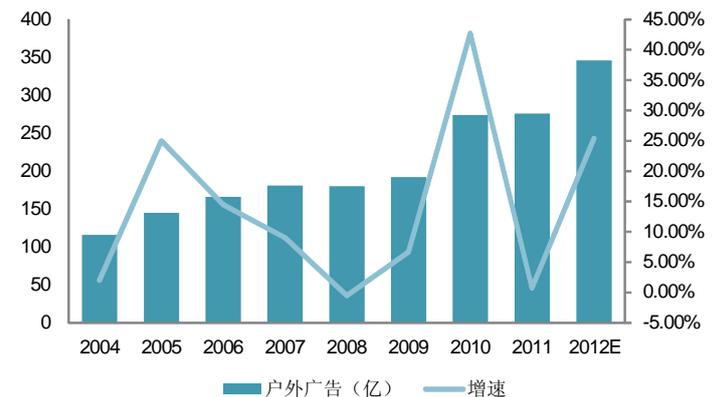
- 受国内经济影响, 整体广告投放额下滑, 电视广告收入大幅缩减, 户外广告有一定增长。电视广告制作代理公司在电视广告收入下滑, 市场趋于成熟, 竞争激烈的情形下, 毛利难以为继; 高铁广告媒体价值凸现, 代理成本固定, 盈利取决于公司自身经营。
 - 2012 年受国内经济影响, 整体广告投放额下滑。分媒体来看, “限娱令”和“限广令”导致电视广告时长和收入大幅缩减; 传统报业受广告投放、发行量、新闻纸价格等因素影响, 广告资源同样处于下降趋势; 网络广告保持较高增长; 户外广告较去年有一定增长。
 - 电视广告制作代理公司收入约占电视广告收入的 15%, 在电视广告收入下滑, 市场趋于成熟、竞争激烈的情形下, 广告制作代理公司毛利难以为继。
 - 高铁的高速发展给车厢内电子屏和站台电子大屏幕带来了新的运营空间, 也带来了高客流量和高质量受众群, 媒体价值凸现, 成为户外广告争夺的焦点之一。广告制作代理公司一般采取独家代理, 成本固定, 盈利的好坏取决于公司的经营能力。

图表45: 2012 年整体广告经营额同比增速下滑



来源: 《传媒蓝皮书》, 国金证券研究所

图表46: 2012 年户外广告经营额同比增速上升

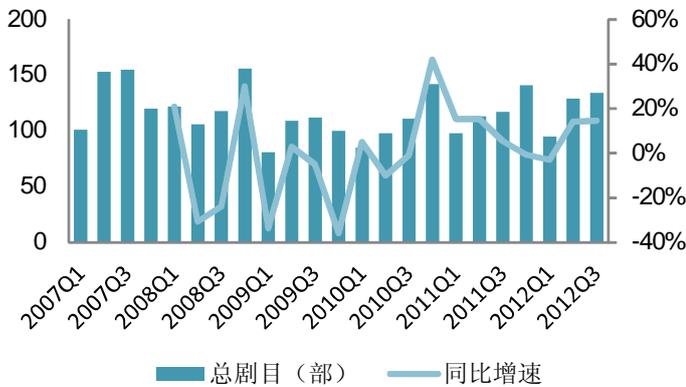


下游新媒体拉动需求, 上游成本减缓, 影视剧景气度有望回暖

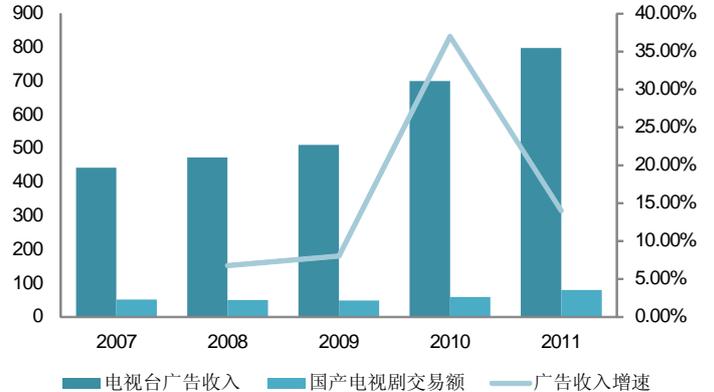
- 在电视台为主需求方, 需求量相对稳定的情况下, 电视剧制作行业经历了 2011 年版权价格飙升, 2012 年景气度回落的过程, 2013 年受益于新媒体拉动电视剧需求, 电视台广告招标额提升等因素景气度有望回暖, 精品剧仍为最大受益方。

- 电视剧行业是典型的 B2B2C 模式，上游的成本有艺人、剧本等，下游播出渠道有电视台、网络视频等。因电视台是电视剧最大的需求方，播放时间有限，需求量较为稳定，价格取决于电视台广告收入、电视剧质量，直接的体现是收视率的高低。
- 2011 年由于下游电视台抢购精品剧以及网络销售渠道的构建使得精品剧价格飙升，以《甄嬛传》为例，全部版权售价近 400 万/集，而 2010 年同为古装题材的《美人心计》全部版权售价也不到 200 万/集；2012 年电视台广告收入回落，视频网站整合联盟，演员成本提高等因素导致电视剧版权价格出现回落，行业景气度下滑，但精品剧的价格保持稳定还略有上涨。
- 2013 年电视剧行业受益于以下几个因素景气度有望回暖，精品剧仍为最大受益方：（1）网络视频广告继续高速增长，有持续购剧需求；（2）其它新媒体如 IPTV，互联网电视在用户中占比进一步提升拉动电视剧需求；（3）电视台广告招标额较今年相比有一定提升，；（4）2012 年下半年电视剧制作量减缓，人员成本有所下滑。

图表47: 2007Q1-2012Q3 获准发行电视剧部数



图表48: 2007-2011 年电视广告收入及电视剧交易额

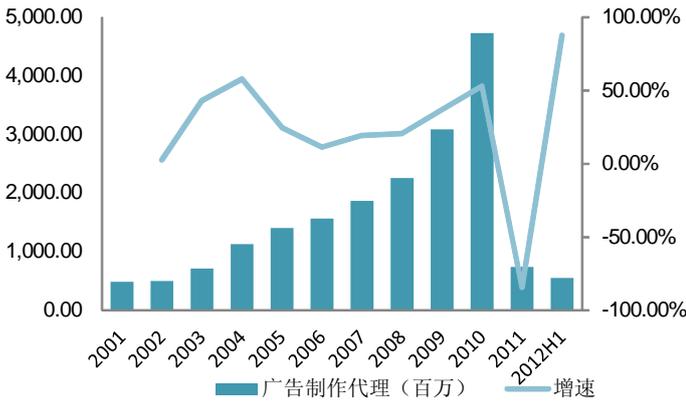


来源: 国金证券研究所

高铁广告进展迅速，期待毛利回升带来业绩提升

- 公司的广告业务主要来自于电视台和户外两大媒体，高铁广告毛利率会随着客户的增多出现回升，电视台代理广告毛利率维持相对稳定，若竞争激烈，有可能出现下滑。
- 广州韵洪广告有限公司是电广传媒广告业务的营运平台，收入来自于电视台代理和户外两大媒体。公司是湖南广电系全线电视台及佛山、中山、东莞、江门电视台媒体广告资源的核心代理商；同时积极拓展业务范围，成功进入户外广告领域，代理京港线、广珠城际、海南东环线等高铁站点广告。2011 年公司不再独家代理湖南广播电视台广告业务导致收入出现大幅下滑，2012 年又迅速回升，主要受益于高铁广告的快速拓展。
- 2006-2010 年广告制作代理毛利率维持相对稳定，2012H1 下滑至 4%，主要是户外广告处于开拓期，因高铁广告代理租金成本固定，未来毛利率会随着客户的开拓出现回升；电视台代理广告受制于电视台和下游广告投放商，毛利率基本维持稳定，若竞争激烈，有可能出现下滑。

图表49: 2001-2012 广告制作代理收入及增速



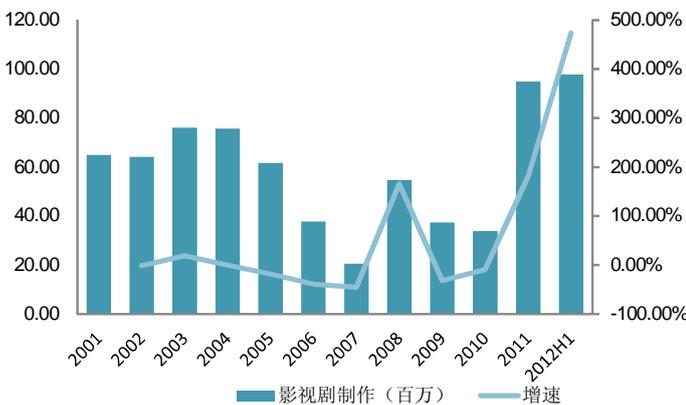
图表50: 广告制作代理毛利率持续下滑



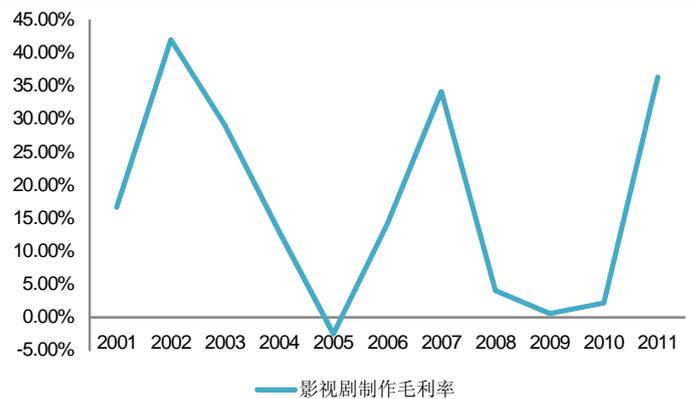
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2012 年上半年影视剧制作受益于部分新剧在重点电视台播放, 迎来了产销两旺的喜人局面, 但此项业务非公司重点业务, 且受到其它优质电视剧电影制作公司挤压, 并不具备太多优势。
- 公司控股子公司影业投资有限公司、文化发展有限公司分别从事电影和电视剧制作发行, 从收入来看, 2011 年之前一直不温不火, 但 2012 年上半年迎来了产销两旺的喜人局面, 其中《小夫妻时代》、《幸福生活在招手》、《青瓷》等剧分别在湖南卫视和中央电视台强势播出, 都取得了良好的收视率和收益率; 同时, 上半年还制作完成了《女人要过好日子》、《我的青春不简单》两部新剧。
- 影视剧制作毛利变化幅度较大, 从-2%-40%均有出现, 主要因为公司业务重点并不在影视剧制作上, 不会投入大量精力, 此外全国电视剧制作公司众多, 已上市的专营电视剧电影制作公司如华谊兄弟、华录百纳、华策影视等制剧能力远高于公司, 公司在此块业务上并不具备太多优势。

图表51: 2001-2012 公司影视剧制作收入及增速



图表52: 影视剧制作毛利波动幅度较大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表53: 电广传媒主要投拍的影视剧作品

电影\电视剧	剧名	导演	主演	出品时间	上映时间
电视剧	幸福生活在招手	夏钢	任程伟、牛莉、潘虹、方子春	2011年4月	
电视剧	小夫妻时代	李骏	朱雨辰、马苏、潘泰名、李凤旭	2011年3月	2012年
电视剧	青瓷	李骏	王志文、张国立、韩雨芹、王海燕	2011年9月	2012年6月4日
电视剧	远大前程	潘戍午	巴图、殷叶子、冯丹滢、是安	2011年9月	2012年
电视剧	女人要过好日子	李文龙	沈傲君、巩峥、徐秀林、刘敏		
电视剧	假装情侣	刘奋斗	黄渤, 江一燕, 张默, 夏嘉伟	2010年	2011年6月24日
电视剧	利剑	陈应岐	刘小锋、韩雪、申军谊、周惠林	2010年	2010年2月24日
电视剧	暗红1936	李骏	王学兵, 刘佩琦, 余皑磊	2010年	2011年8月24日
电影	赵氏孤儿	陈凯歌	葛优, 王学圻, 黄晓明, 范冰冰	2010年	2010年12月4日
电影	密室之不可告人	张番番	高军、刘沙白、黄群飞、宋春雨	2010年	2010年10月29日

来源: 互联网, 国金证券研究所

盈利预测及估值

- 假设未来公司的广告业务受益于高铁广告的快速成长及客户的持续增多, 毛利和净利均出现回升, 预计 2012-2014 年广告收入增速分别为 50%、30%、20%, 收入分别为 11.46、14.90、17.88 亿, 毛利率分别为 5.5%、6.0%、6.5%, 归属于母公司的净利率分别为-0.4%、0.4%、0.8%, 净利润分别为-458 万、596 万、1430 万; 影视剧并非公司重点业务, 而且竞争也非常激烈, 对公司业绩贡献较小。

图表54: 2012-2014E 广告业务收入及净利润预测

广告业务	单位	2011	2012H1	2012E	2013E	2014E
营业收入	百万	739.42	553.83	1146.10	1489.93	1787.92
	增速	25.33%	87.57%	55.00%	30.00%	20.00%
营业成本	百万	692.16	531.49	1094.53	1415.44	1689.58
毛利	百万	47.26	22.34	51.57	74.50	98.34
	毛利率	6.39%	4.03%	4.50%	5.00%	5.50%
其它成本	百万	31.88	33.58	57.31	67.05	80.46
	占比	4.31%	6.06%	5.00%	4.50%	4.50%
净利润	百万	15.38	-11.24	-5.73	7.45	17.88
归属母公司净利润	百万	12.30	-8.99	-4.58	5.96	14.30
	净利率	1.66%	-1.62%	-0.40%	0.40%	0.80%
股本	百万	406.38	1015.95	1015.95	1015.95	1015.95
基本每股收益	元	0.03	-0.01	0.00	0.01	0.01
PE					20	15
市值	亿元				1.19	2.15

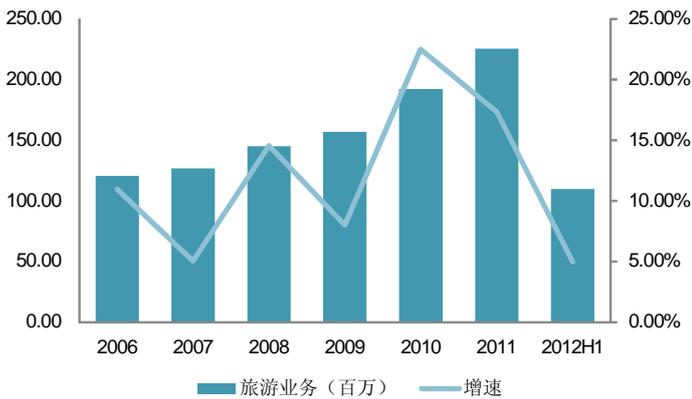
来源: 公司公告, 国金证券研究所

旅游酒店: 旅游业务稳定增长, 酒店业务预计实现扭亏

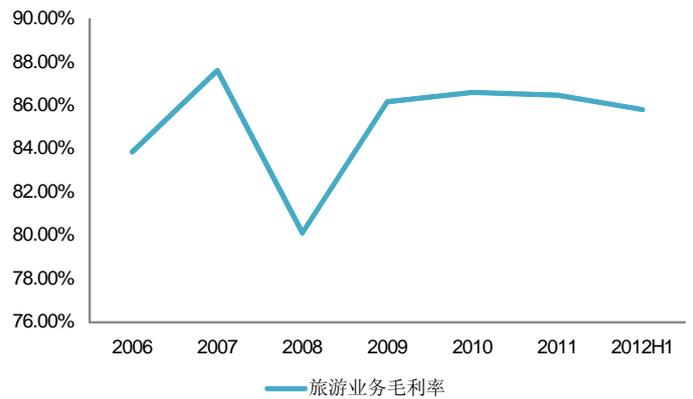
旅游业务稳定增长, 酒店业务预计实现扭亏

- 公司酒店旅游业务的收入主要来自于持股 49%的长沙世界之窗和持股 100%的圣爵菲斯酒店，旅游业务每年为公司贡献稳定的利润分成，酒店业务逐年好转。
- 公司自 2003 年开始，将长沙世界之窗托管给湖南经视旅游文化发展有限公司经营，托管经营期限持续到 2012 年，2010、2011、2012H1 的净利润分别为 1721、2076、1269 万，盈利能力较为稳定。
- 圣爵菲斯酒店自 2009 年引入华天酒店的管理团队之后盈利能力得到明显改善，2009-2012H1 净利润分别-5000 万、-34 万、8662 万、852 万元。据公司介绍，2011 年因有部分其它业务收入划转至酒店业务下，所以出现大幅增长，实际略有亏损，预计今年全年也略亏，明年将实现扭亏。

图表55: 2006-2012 年旅游业务收入及增速



图表56: 2006-2012 年旅游业务毛利率维持在 85%左右



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测及估值

- 预计未来旅游业务仍将维持稳定增长，酒店业务扭亏后会带来业绩提升，预计 2012-2014 年酒店旅游收入增速分别为 5%、15%、15%，毛利率维持稳定 85%，归属于母公司的净利润分别为 3119 万、4305 万、5388 万。
- 我们给予公司旅游酒店业务 2012 年 20 倍 PE，对应市值为 6.24 亿元。

图表57: 2012-2014E 旅游酒店业务收入及净利润预测

酒店旅游业务	单位	2010	2011	2012H1	2012E	2013E	2014E
营业收入	百万	192.10	225.41	109.89	236.69	272.19	313.02
	增速		17.35%	4.98%	5.00%	15.00%	15.00%
营业成本	百万	25.72	30.49	15.59	35.50	40.83	46.95
毛利	百万	166.38	194.93	94.30	201.18	231.36	266.06
	毛利率		86.47%	85.81%	85.00%	85.00%	85.00%
其它成本	百万		87.55	73.08	157.05	172.78	194.17
	占比		38.84%	66.51%	66.35%	63.48%	62.03%
净利润	百万	16.87	107.38	21.21	44.13	58.58	71.89
圣爵菲斯酒店	百万	-0.34	86.62	8.52	18.75	28.13	36.56
长沙世界之窗旅游	百万	17.21	20.76	12.69	25.38	30.46	35.33
归属母公司净利润	百万	8.09	96.79	14.74	31.19	43.05	53.88
	净利率	4.21%	42.94%	13.41%	13.18%	15.82%	17.21%
股本	百万	406.38	406.38	1015.95	1015.95	1015.95	1015.95
基本每股收益	百万	0.02	0.24	0.01	0.03	0.04	0.05
PE					20	18	15
市值	亿元				6.24	7.75	8.08

来源: 公司公告 (注: 2011 年酒店业务净利润做了调整, 实际微亏), 国金证券研究所

投资建议

- 我们预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 42.29 亿、51.76 亿、60.09 亿, 同比增速分别为 48.6%、22.4%、16.1%, 归属于上市公司股东的净利润分别为 5.16 亿、5.84 亿、6.15 亿, EPS 分别为 0.51、0.58、0.61 元。此外公司于 2012 年 12 月 10 日发公告称将下属全资子公司湖南金鹰城置业所持有的湖南新丰源投资有限公司 55% 的股权作价 1.71 亿元转让给湖南广播电视产业中心, 本次交易将于 12 月 27 日提请股东大会通过, 若交易顺利且计入当年收益, 预计会增厚当年业绩 15% 左右 (需扣土地增值税、营业税等)。
- 经过上文分析, 我们认为电广传媒的市值应该在 110 (65+38.5+6.24) 亿左右, 对应股价为 10.8 元, 首次评级“增持”。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	4,175	6,191	2,845	4,229	5,176	6,009	货币资金	2,311	2,926	1,289	1,265	1,701	2,194
增长率		48.3%	-54.0%	48.6%	22.4%	16.1%	应收款项	205	227	400	811	993	1,152
主营业务成本	-3,170	-4,724	-1,617	-2,414	-3,016	-3,621	存货	1,078	1,380	1,969	1,984	2,479	2,976
%销售收入	75.9%	76.3%	56.8%	57.1%	58.3%	60.3%	其他流动资产	243	341	360	759	940	1,121
毛利	1,005	1,467	1,229	1,815	2,160	2,388	流动资产	3,837	4,874	4,018	4,819	6,112	7,444
%销售收入	24.1%	23.7%	43.2%	42.9%	41.7%	39.7%	%总资产	41.4%	42.1%	35.8%	41.0%	47.4%	53.0%
营业税金及附加	-179	-269	-40	-80	-98	-114	长期投资	1,309	2,040	2,011	2,012	2,011	2,011
%销售收入	4.3%	4.3%	1.4%	1.9%	1.9%	1.9%	固定资产	3,790	4,294	4,810	4,554	4,397	4,209
营业费用	-309	-466	-213	-186	-228	-264	%总资产	40.9%	37.1%	42.8%	38.7%	34.1%	30.0%
%销售收入	7.4%	7.5%	7.5%	4.4%	4.4%	4.4%	无形资产	321	373	386	373	376	378
管理费用	-467	-649	-554	-706	-880	-1,022	非流动资产	5,433	6,710	7,210	6,942	6,786	6,601
%销售收入	11.2%	10.5%	19.5%	16.7%	17.0%	17.0%	%总资产	58.6%	57.9%	64.2%	59.0%	52.6%	47.0%
息税前利润 (EBIT)	50	84	421	843	954	988	资产总计	9,270	11,584	11,228	11,760	12,897	14,045
%销售收入	1.2%	1.3%	14.8%	19.9%	18.4%	16.4%	短期借款	1,018	303	1,290	0	0	0
财务费用	-185	-248	-306	-367	-368	-358	应付款项	1,889	2,507	1,336	2,141	2,663	3,171
%销售收入	4.4%	4.0%	10.7%	8.7%	7.1%	6.0%	其他流动负债	274	444	340	621	734	836
资产减值损失	-57	-4	-17	-42	-52	-60	流动负债	3,180	3,254	2,967	2,762	3,396	4,007
公允价值变动收益	14	-20	-24	17	5	6	长期贷款	3,180	3,651	3,885	4,271	4,271	4,271
投资收益	222	780	677	160	150	150	其他长期负债	110	787	580	500	500	500
%税前利润	396.6%	132.3%	89.3%	25.7%	21.3%	20.2%	负债	6,471	7,692	7,431	7,533	8,167	8,777
营业利润	44	592	752	610	690	725	普通股股东权益	1,954	2,886	2,748	3,134	3,586	4,069
营业利润率	1.0%	9.6%	26.4%	14.4%	13.3%	12.1%	少数股东权益	846	1,006	1,049	1,094	1,145	1,198
营业外收支	12	-2	6	13	16	18	负债股东权益合计	9,270	11,584	11,228	11,760	12,897	14,045
税前利润	56	590	759	623	705	743	比率分析						
利润率	1.3%	9.5%	26.7%	14.7%	13.6%	12.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	72	-69	-122	-62	-71	-74	每股指标						
所得税率	-128.4%	11.8%	16.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.072	1.010	1.251	0.508	0.575	0.606
净利润	128	520	637	561	635	669	每股净资产	4.808	7.101	6.762	3.084	3.529	4.005
少数股东损益	99	110	128	45	51	54	每股经营现金净流	2.557	1.680	-2.792	1.273	1.107	1.161
归属于母公司的净利润	29	410	508	516	584	615	每股股利	0.020	0.075	0.139	0.130	0.130	0.130
净利率	0.7%	6.6%	17.9%	12.2%	11.3%	10.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.51%	14.22%	18.50%	16.46%	16.29%	15.13%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	0.32%	3.54%	4.53%	4.39%	4.53%	4.38%
净利润	128	520	637	561	635	669	投入资本收益率	1.61%	0.85%	3.70%	8.43%	9.04%	8.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	409	430	463	533	565	595	主营业务收入增长率	24.58%	48.29%	-54.04%	48.63%	22.38%	16.09%
非经营收益	-33	-477	-330	47	148	144	EBIT增长率	-81.92%	67.26%	404.48%	99.92%	13.26%	3.48%
营运资金变动	534	212	-1,905	152	-222	-229	净利润增长率	37.94%	1294.68%	23.89%	1.47%	13.23%	5.36%
经营活动现金净流	1,037	685	-1,134	1,293	1,125	1,180	总资产增长率	17.01%	24.96%	-3.07%	4.74%	9.67%	8.90%
资本开支	-736	-697	-902	-254	-393	-392	资产管理能力						
投资	189	504	100	-1	0	0	应收账款周转天数	6.4	6.4	25.5	40.0	40.0	40.0
其他	103	203	-496	177	155	156	存货周转天数	116.7	95.0	378.0	300.0	300.0	300.0
投资活动现金净流	-443	10	-1,298	-79	-238	-236	应付账款周转天数	59.5	47.2	168.2	140.0	140.0	140.0
股权募资	42	16	10	0	0	0	固定资产周转天数	304.8	230.6	551.0	346.2	261.4	205.2
债权募资	205	257	1,220	-904	0	0	偿债能力						
其他	-280	-350	-434	-335	-451	-451	净负债/股东权益	66.48%	37.31%	114.64%	82.15%	64.20%	48.29%
筹资活动现金净流	-32	-78	796	-1,239	-451	-451	EBIT利息保障倍数	0.3	0.3	1.4	2.3	2.6	2.8
现金净流量	562	617	-1,636	-24	436	493	资产负债率	69.80%	66.41%	66.18%	64.05%	63.32%	62.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	4
增持	0	0	1	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.75	1.58

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-13	中性	12.10	N/A
2 2011-02-08	中性	11.00	N/A
3 2011-04-28	增持	11.00	N/A
4 2011-07-06	增持	12.09	33.65 ~ 38.00
5 2011-07-15	增持	14.24	N/A
6 2011-08-30	增持	13.80	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B