

中小市值个股精选系列：电广传媒

——电广传媒（000917）：Comcast 路径下的内外双向弹性空间相得益彰

2013年6月3日

强烈推荐/首次
电广传媒

报告摘要：

- 三大核心竞争力打造类“迪斯尼”传媒。**公司去年重组完成 97 家换股吸收，基本上完成了省内整合，并开始跨省布局；“有线+投资”双轮驱动的战略，分别凭借现金流平台和产业链弹性相得益彰，并辅以长沙世界之窗的主题乐园打造融合线上、线下的类“迪斯尼”综合大传媒概念。美国最大有线电视运营商 Comcast 的成功路径一是通过有效的收购兼并来扩大规模，二是通过不断的产品和技术创新来增加 ARPU 值。公司也有望凭借股东优势、寡头地位和创投支持实现 NGB 建设的跨越式发展。
- “有线+投资”双轮驱动相得益彰。**公司有线电视收入占比 44%，目前拥有 500 万用户，包括点播、回放、安防、广告等的增值业务占比仅 15%，未来的阶段性上线空间将达到 40%，后续增值业务推进与双向化改造前期大量固定资产投入的博弈是左右有线电视业务盈利能力的关键要素；广告业务收入占比 32%，与大股东的关联交易占比 25%，寡头垄断市场下、处于后投入期的高铁广告业务反转成为亮点；达成创投目前管理 110 亿资金，去年完成了 27 个项目的投资和 9 个项目的增资，创投项目将逐步由有限网络支持创投转变为创投支持有限网络纵横拓展的业务战略转变；电影业务则主要以合作投资为主，走小制作精品路线。
- 量价双重注地铸就弹性空间。**未来有线电视收入的空间取决于 ARPU 值提升和有限用户自然增长+收购新增用户两方面。公司募投项目完成后将新发展 100 万有线电视客户，有线电视用户总数将占全省居民总户数的 30%、双向网覆盖用户 400 万；同时参照天威视讯 ARPU 值也有翻倍的空间拓展。广电系和 IPTV 电信及 OTT 的竞争，成本最为关键，随着基础用户规模的扩大，平台商谈判能力有增强的趋势。
- 盈利预测与投资评级。**高铁广告业务的拐点；募投双向化改造带来的量价齐升、财务费用减少；影视剧投资、创投、艺术品投资的较大弹性是公司今年的三大亮点。我们预测公司 13-14 年的 EPS 分别为 0.58 和 0.66 元，给予“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	2845	4064	5100	6218	7710
增长率（%）	-54.1	42.81	25.49	21.92	24.01
净利润（百万元）	508.4	586.9	589.2	670.6	894.1
增长率（%）	23.89	15.43	0.41	13.79	33.33
每股收益(元)	1.25	0.58	0.58	0.66	0.88
净资产收益率（%）	—	17.73	17.56	18.10	18.55
PE	10.87	23.43	23.43	20.59	15.44
PS	4.85	3.40	2.71	2.22	1.79

高坤

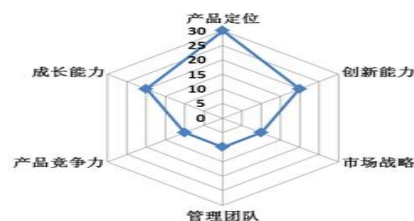
执业证书编号：S1480511110001

中小市值行业分析师

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

六位评价体系之服务业



所属于概念板块、东兴分类

概念题材：

三网融合板块、创投板块

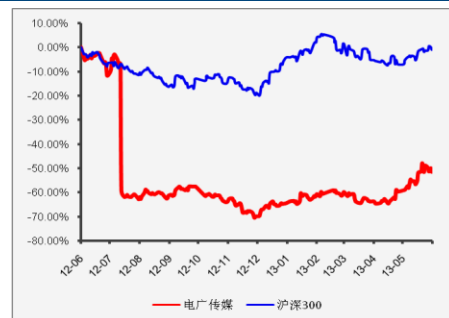
东兴分类：

东兴中小市值专题报告《东兴中小市值专题系列之智能电视》重点推荐个股

核心护城河、商业模式概括

- 大股东内容、平台、资本支持
- 省网整合下的绝对区域垄断地位
- 创投业务与有线电视产业链纵横延伸的相得益彰

52 周股价走势图



目 录

1. 核心护城河:	3
2. 成长路径、运营模式、业务构成:	3
2.1 成长路径: Comcast 用户量及增值价的引领先锋	3
2.2 业务构成及运营模式: “有线+投资” 双轮驱动相得益彰	3
3. 行业供需分析、市场空间及特性分析:	4
3.1 市场空间: 前有 NGB 引致增值空间, 后有用户基础稳定扩张	5
3.2 行业特性: 双轨融合大视频混战下平台商地位或将增强	6
4. 六位评价体系应用:	7
5. 解禁、业绩雷区风险:	8
6. 业绩亮点及预测:	8
结论:	9

表格目录

表 1: 中国有线数字电视增值业务 ARPU 值贡献率 单位: 元/月	5
表 2: 电广传媒有限电视用户预测	5
表 3: 传媒类企业 ROE 分解对比	8

插图目录

图 1: 公司四大业务相对收入占比趋势	3
图 2: 公司四大业务毛利率变化趋势	3
图 3: 有限电视运营上市企业用户数及利润对比	4
图 4: 康卡斯特市值及估值横向对比	6
图 5: 中国不同视频运营商的竞合关系	6
图 6: 中国有线数字电视增值业务开展现状	7

1. 核心护城河：

- 大股东内容、平台、资本支持
- 省网整合下的绝对区域垄断地位：有限电视广大的用户基础及路径依赖下的三网融合增值空间；
- 创投业务与有限电视产业链纵横延伸的相得益彰。

2. 成长路径、运营模式、业务构成：

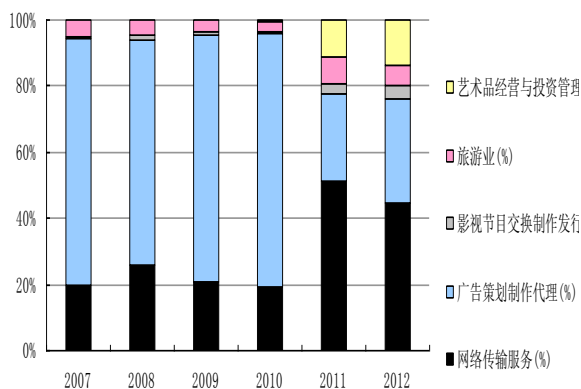
2.1 成长路径：Comcast 用户量及增值价的引领先锋

从企业发展的成长路径看：上市之初以广告为主；去年重组完成 97 家换股吸收对象，基本上完成了省内整合，并开始有线电视的跨省布局；未来将打造“有限+创投”的内容双平台。

美国的电视行业，曾经是有线电视一统天下的局面，渠道方面由康卡斯特 (Comcast) 和 DirecTV 等运营商主导，内容方面则几乎由迪士尼和时代华纳统治。其成功的路径一是通过有效的收购兼并来扩大规模，二是通过不断的产品和技术创新来增加 ARPU 值。三是通过对资本运作的有效控制带来的高利润率和自由现金流。

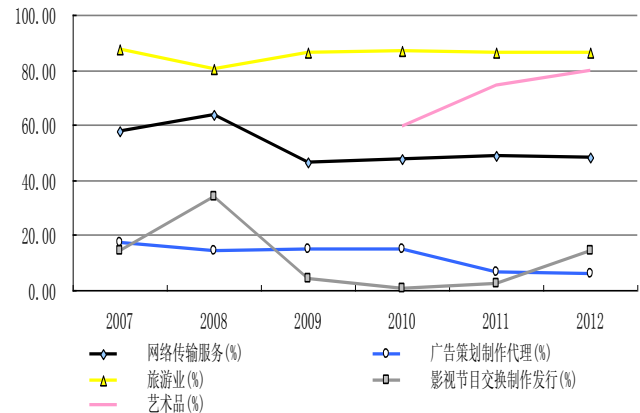
2.2 业务构成及运营模式：“有线+投资”双轮驱动相得益彰

图 1：公司四大业务相对收入占比趋势



资料来源：wind 东兴证券研究所

图 2：公司四大业务毛利率变化趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

有限电视： 入户是有限电视最大的优势，目前基于电视屏增值业务拓展还远未达到 OTT TV 的广泛应用，也恰恰是有限运营商通过双向化改造的适度“功能化”全面提升自身 ARPU 值的良好时机。公司目前拥有 500 万用户，ARPU 目前 400，按照天威视讯目前在业内的标杆值，预计公司能够提升到 600 以上。目前包括点播、回放、安防、广告等的增值业务占比仅 15%，未来的阶段性上线空间将达到 40%，美国几大传媒寡头的比例则是 50% 以上。但是本次募投项目采用 EPON+EOC (以大数据通

过同轴电缆传输)技术, 高清、宽带数据发展、广告依然是主要盈利来源, 项目的前五年新增业务几乎不贡献利润, 增值业务中的网关和家庭安控两大块已经相对成熟。

用户发展模式: 以安装维护费、收视费两大块前期收费为主, 高清开户还要加价100-200, 双向化改户均成本在300-450之间, 未来或将随着双向化改造的推进而短期拉低网络传输服务的毛利率水平, 三网融合对于电信垄断的打破从而降低宽带成本, 发挥规模效应是利润优化的外围关键所在。

图 3: 有限电视运营上市企业用户数及利润对比

	华数传媒	湖北广电	吉视传媒	广电网络	歌华有限	天威视讯	电广传媒
2012净利润、亿	1.76	1.5	3.83	1.4	2.94	1.27	3.4
用户总数		473万	463万	579万	492万	113万	500万
数字用户		大于200万	304万	421万	310万	113万	

数据来源: 广电互联, 东兴证券研究所

广告业务: 目前广告代理大股东关联交易仅有3亿(占广告业务比例为25%), 目前的广告代理以覆盖大中城市的纯市场化运作为主, 近两年的亮点主要是基本处于寡头垄断格局的高铁广告。高铁广告去年是投入期, 是该项业务毛利率较低的主要原因(显示屏等硬件投入不能资本化为一次性费用), 收入以固定租金为主, 去年整体亏损1000多万。但高铁广告毛利率成熟后比正常的广告代理要高。公司目前的广告业务已经覆盖京广线、京港线及天津、上海等众多重要支线。广告业务整体有望在高铁广告的推动下步入收入放量和盈利提升的良性循环轨道。不包含高铁部分广告预计今年16-17亿, 利润6000-7000万, 明年20亿;

影视剧制作: 电影主要以合作投资为主, 走精品路线。大制作通常也伴随着大风险, 公司仅参与部分的制作与发行, 以投资为主, 所以锁定目标还是以小制作电影为主: 几百—几千万的规模不等。电影及电视剧的投资今年预计均是4-5部, 去年全年投资了《花漾》、《全民目击》、《致青春》、《悲伤成河》4个项目, 其中致青春投资额度位列前五。

创投业务: 公司着力打造达晨创投、中艺达晨以及华丰达晨三大投资平台。达成创投管理110亿资金, 最初以直投为主, 现在已经转型为基金管理公司。去年全年实现管理收入1.23亿元。完成了27个项目的投资和9个项目的增资, 总投资额达14.35亿元。创投今年预计增长50-60亿。管理费的提成1.5-2%。创投项目都是和公司主要业务相关, 并将逐步由有限网络支持创投转变为创投支持有限网络纵横拓展的业务战略转变。创投自有资金10个亿。艺术品市场估值40个亿。

3. 行业供需分析、市场空间及特性分析:

3.1 市场空间：前有 NGB 引致增值空间，后有用户基础稳定扩张

未来有线电视收入的空间取决于内涵（ARPU 值提升）和外延（有限用户自然增长+收购新增用户）两方面。公司前有业务增值，后有用户市场，是城镇化的最大受益者。

截止 2012 年底，全国有线电视用户 21400 万户，比 2011 年增长 7%。其中，数字电视用户数 14300 万户，比 2011 年增长 24%，占用户总数的 66%，超过半数。2012 年新增整转量约超 3300 万户。双向网络覆盖用户近 8000 万户，实际开通双向业务的用户达到 1900 万户；2012 年，辽宁省、湖南省、甘肃省等省份陆续完成全省网络整合，至此我国有线电视一省一网整合目标基本完成。

表 1：中国有线数字电视增值业务 ARPU 值贡献率 单位：元/月

ARPU	16	24	55	64	73	95	113	104	144
有限模拟电视基本收费	◆								
有限数字电视基本收费		◆	◆	◆	◆	◆	◆	◆	◆
有限数字电视付费频道			◆			◆		◆	◆
有限数字电视双向增值收费（除宽带上网）				◆		◆	◆		◆
有限宽带网络接入服务					◆		◆	◆	◆

资料来源：电广互联，东兴证券研究所

2012 年 7 月 5 日，公司获得中国证监会核准新增 5510.1 万股股份吸收合并湖南省惠心\惠德\惠悦\惠润有线网络公司。公司实现了湖南省除中信国安（100 万用户）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整合。同时也全面开启了省外布局之路：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，与云南广电网络战略合作。

按照工程建设期 3 年，计算期 10 年，公司预计项目完成后新发展 100 万有线电视客户并配套进行网络扩建和数字电视整体转换，有线电视用户总数将达到 600 万（占全省居民总户数的 30%）、双向网覆盖用户 400 万、满足 200 万订户（包括数字电视双向业务客户和宽带互联网接入客户）的业务要求、达到 50 万客户在线通信能力、建设家庭网关客户 220 万户（占湖南有线客户总数的 35%）、家庭安控业务客户 40 万户（占湖南有线客户总数的 6%）；同时在教育行业客户市场渗透率达到 10%；在旅游行业（酒店及旅游景点企业）市场渗透率达到 60%。

在增量农村市场和新建小区方面，有限相对于电信的优势明显；我们预计公司的有限电视用户随着城镇化的推进将维持 10-15% 区间的自然增长（暂不考虑省内重组和跨省收购带来的用户跨越式增长），ARPU 值也将随着双向化改造的推进而稳步提升。

表 2：电广传媒有限电视用户预测

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
用户数、万	380	440	468	525	570	590
ARPU 值	26.67	28.33	32.08	35.42	39.00	42.92
有限运营收入	12.16	14.96	18.018	22.3125	26.676	30.385
增速、%	35.76	23.03	20.44	23.83	19.56	13.90

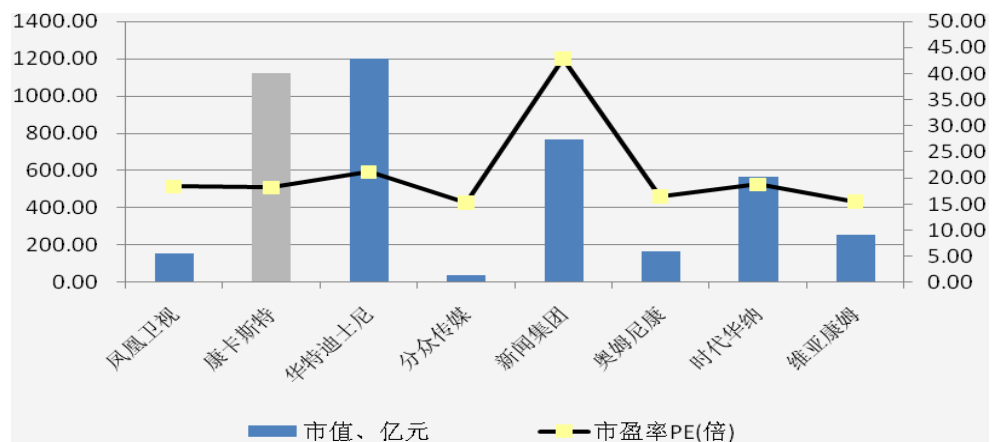
毛利率水平、%	47.76	48.88	48.19	47.98	46.85	46.56
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：东兴证券研究所

从美国有线电视运营商的发展空间和趋势看：美国有线运营商通过产品业务的多元化大大提升了 ARPU 值和竞争中的优势，鉴于基本有线电视用户数量的增加趋于平缓，有线运营商首先引入了数字电视和上网业务，随后又推出了高清、视频点播 VOD 和 VoIP 话音业务，将原来的约 20 美金 ARPU 值提升到 100 美元以上；除增加个人用户 ARPU 值之外，有线运营商也更加注重企业客户的发展，在为中小型企业提供电信整体方案的同时向大型电信运营商租赁链路支持 3G、4G 对电信运营商带宽的需求。

美国最大的有线电视运营商 Comcast 拥有 2460 万有线电视用户，1440 万宽带网络用户及 560 万 IP 电话用户。目前其用户 ARPU 值接近 200 美元，远超同行平均水平。市值已超过麦当劳、家得宝，位居美国六大传媒集团的第二，并接近英特尔、思科和高通等科技巨头。

图 4：康卡斯特市值及估值横向对比

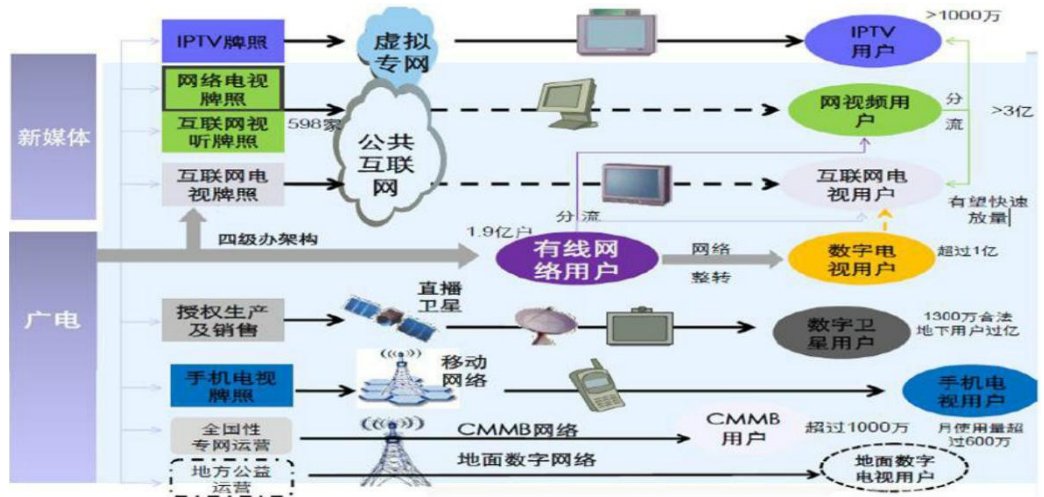


数据来源：彭博，东兴证券研究所

3.2 行业特性：双轨融合大视频混战下平台商地位或将增强

广电系和 IPTV 电信及 OTT 的竞争，成本成为关键。电信宽带大规模建设需要视频这样的产品来提升自身的 ARPU 值。随着用户规模的扩大，平台商谈判能力有增强的趋势。大的行业格局：和电信和联通的竞合关系是大势所趋，也符合我们智能电视专题报告中对于未来趋势的判断：我国大视频领域未来或将沿着 Ott+DVB；OTT+IPTV 两条主线演进：IPTV 的收费充当“现金牛”，而 OTT 的免费模式形成明“明星产品”门槛。

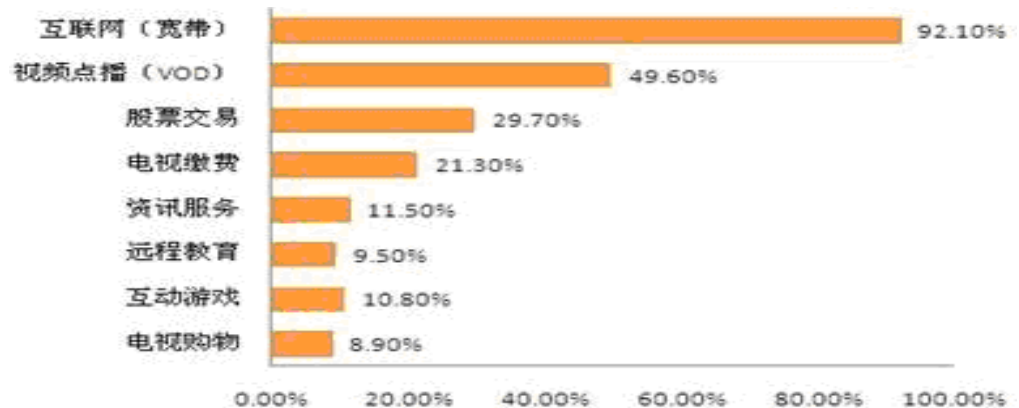
图 5：中国不同视频运营商的竞合关系



数据来源：中广互联，东兴证券研究所

有限电视目前付费、高新依然是主要的盈利来源：呈现低收益率、低周转的行业特性。三网融合全面打开了有线运营商的盈利空间，和电信合作以后 APRU 值有望翻倍。大量的增值业务如广告和数据相对比较容易：中国 IPTV 的使用 60-65%是点播，回看是 15%，直播占 20-25%。根据 OTT 消费者行为统计，在线视频、应用商城、新闻中心、游戏商城，点播率排名前四：其中视频、应用（购物）、游戏的用户重叠率很高（80%）。

图 6：中国有线数字电视增值业务开展现状



数据来源：东兴证券研究所

4. 六位评价体系应用：

细分行业空间（连锁快速成长潜力）：三网融合的推进将全面打开有限电视运营商的内生 ARPU 及外延新区用户的增长；

可持续及抗风险能力（穿越周期）：增值业务有效拓展是屏蔽 IPTV、OTT 等强劲竞争对手的主要路径；

盈利能力（行业竞争格局）：后续增值业务推进与双向化改造前期大量固定资产投入的博弈是左右公司盈利能力的两大关键要素；

轻重资产模式（固定资产投入资本/销售收入：商业模式好的企业通过制造过程外包或合作、租赁、资产证券化、存货融资、应收账款融资等方式，可以减少单位销售收入所需要的固定资产投资）：双向化改造前中期将形成高杠杆、重资产、慢周转、高盈利的 ROE 格局；

产业链地位（预收+应付现金流占比）：随着和电信运营商竞合关系的巩固，在巩固较强的下游控制力同时（预收款），也将适度提升对于上游平台支撑商的议价力；

管理层信息化、研发投入动力（激励 OR 定增事件催化）：湖南全网整合、跨省收购、与中信国安整合预期；大股东 5 亿参与定增 10%，增持计划。

表 3：传媒类企业 ROE 分解对比

	代表企业	ROE	权益乘数	总资产周转率	净利率
传媒类	蓝色光标	20.04	1.73	1.07	11.99
	华谊兄弟	12.84	1.73	0.42	17.36
	华策影视	15.60	1.18	0.45	30.87
	光线传媒	16.43	1.07	0.51	30.01
	中南传媒	11.62	1.41	0.61	13.29
	凤凰传媒	10.44	1.44	0.52	13.90
	华数传媒	54.61	5.74	0.82	11.52
	电广传媒	17.29	3.62	0.33	15.98
有线电	天威视讯	9.07	1.39	0.46	14.90
视类	歌华有线	5.50	1.99	0.20	13.52
	百视通	18.21	1.23	0.58	24.55
	吉视传媒	13.22	1.64	0.37	22.77

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. 解禁、业绩雷区风险：

省网整合后，跨省扩张带来的用户拓展、投资风险；

定向增发跌破发行底价 10.28 带来的增发失败风险，定向增发 13 年摊薄股本 30%与利润增厚滞后性带来的戴维斯双杀风险；

IPO 业务停滞对于公司创投业务的影响；艺术品投资经营风险的控制；电视剧电影投资高收益投资的双刃剑。

6. 业绩亮点及预测：

高铁广告的量价齐升；募投双向化改造带来的量价齐升、财务费用减少；影视剧投资、创投、艺术品投资的较大弹性是公司今年的三大亮点。不包含高铁部分广告预计今年 16-17 亿（单此收入同比增长 30%），利润 6000-7000 万，同时伴有高铁广告部分的利润拐点；37.27 亿的募投项目第一年预计产生利润 1 亿、第二年 2 亿、第三年 3 亿，对应的收入是 3、5、10 亿；公司目前是有限电视运营上市公司中权益乘数最高的公司，预计本次定增落地带来的财务费用 0.5-1 亿区间。

另外，大股东对公司的支撑也是公司的亮点之一。公司在去年及今年 4 月陆续增持上市公司，其中于今年 4 月 2 日-4 月 11 日期间陆续增持的成本在 10 元左右，且锁定一年。同时拟出资不少于 5.3 亿元认购本次非公开发行的股票，认购股票数量不低于本次非公开发行股票数量的 10%。

结论：

公司坚持“有线+投资”双轮驱动战略，两者分别凭借现金流平台和产业链弹性相辅相成。借助长沙世界之窗的主题乐园打造融合线上、线下的类“迪斯尼”综合大传媒概念。

全省县级以上有线电视网络的深度整合完成、省外扩张积极推进。湖南省有线电视用户渗透率低，增值业务占比较低，NGB 建设将带来用户和 ARPU 值的量价齐升态势。达晨在中国创投行业的品牌可以很好的保证公司的投资回报率，同时伴随着艺术品投资的基金化管理也使得公司的三大投资平台存在相对稳定的成长空间。我们预测公司 13-14 年的 EPS 分别为 0.58、0.66 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍（13 年市值分解：有限电视 120.25 亿；广告 9.5 亿；创投、影视旅游 50 亿），距离当前市值还有 28% 的空间，给予“强烈推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

中小市值组组长 产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐： 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。