中国平安 PING AN 平安证券公司

传媒

2015 年 05 月 26 日

电广传媒 (000917)

互联网+，拥抱新时代

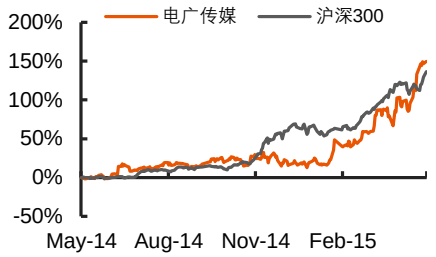
推荐（首次）

现价：36.18 元

主要数据

行业	传媒
公司网址	www.tik.com.cn
大股东/持股	湖南广播电视产业中心/16.58%
实际控制人/持股	湖南广播影视集团/17.13%
总股本(百万股)	1,418
流通 A 股(百万股)	1,062
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	512.87
流通 A 股市值(亿元)	384.20
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	34.70

行情走势图



证券分析师

林娟 投资资格编号 S1060515020001
021-20667154
LINJUAN156@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：最近，我们调研了电广传媒，了解了公司发展状况和未来发展规划。

平安观点：

- **筚路蓝缕，拥有开创新业务的姿态：**电广传媒早期业务以独家代理实际控制人湖南广播电视台的广告业务为主，后来随着这块业务的剥离，公司通过兼并收购等建立起以有线网络传输为主的，广告影视、投资管理、酒店旅游为辅的四大业务板块。公司在广电系公司中属于积极进取、拥有不断开创新业务精神的公司。
- **互联网时代新创业，内容、广告、网络、投资齐绽放：**公司目前拥有 550 万有线网络用户，具有家庭互联网的天然卡位优势，从 2013 年下半年开始，公司明确互联网化发展思路，积极向互联网转型。其中，内容领域和全球领先的独立电影制片公司狮门影业合作，以 25%的比例参与投资和分账；广告领域 2014 年投资了江苏物泰、广州翼锋等互联网广告平台；通过对机顶盒的升级和改造，公司将在机顶盒中提供更多的家庭互联网内容，并获得相应的分成收益；公司拥有领先的 PE 机构达晨创投，对比九鼎投资，价值达 250 亿。
- **鉴于公司新业务的积极拓展，给予“推荐”评级：**我们分别给予有线网络、影视广告、投资管理、酒店旅游 200 亿、180 亿、280 亿、40 亿的估值，总体估值在 700 亿，相比目前 513 亿市值有 36%空间。预计 15-17 年公司 EPS 分别为 0.40、0.71、0.79 元，目前股价对应 89.4、50.7、46 倍 PE，鉴于公司在家庭互联网的卡位角色、积极拓展新业务，我们首次给予公司“推荐”评级和 48 元目标价。
- **风险提示：**外延扩展低于预期，和狮门影业合作低于预期。

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5474	8393	11296	13961
YoY(%)	7.3	53.3	34.6	23.6
净利润(百万元)	333	573	1011	1115
YoY(%)	-31.2	72.4	76.3	10.3
毛利率(%)	32.3	35.7	37.2	37.8
净利率(%)	6.1	6.8	8.9	8.0
ROE(%)	3.8	5.6	9.3	9.5
EPS(摊薄/元)	0.23	0.40	0.71	0.79
P/E(倍)	154.2	89.4	50.7	46.0
P/B(倍)	5.3	4.5	4.2	4.0

正文目录

一、筚路蓝缕，整合湖湘有线网络 4
1.1 筚路蓝缕，具有开创精神 4
1.2 四朵金花，绽耀电广 5
二、平台格局，拥抱家庭互联网 6
2.1 牵手狮门影业，加码内容布局 6
2.2 互联网广告，丰富平台变现渠道 7
2.3 开放姿态，探索有线网络新模式 7
2.4 股权时代，创投业务喜迎收获 7
三、盈利预测 8
3.1 分部估值，现有业务低估明显 8
3.2 总体估值 8

图表目录

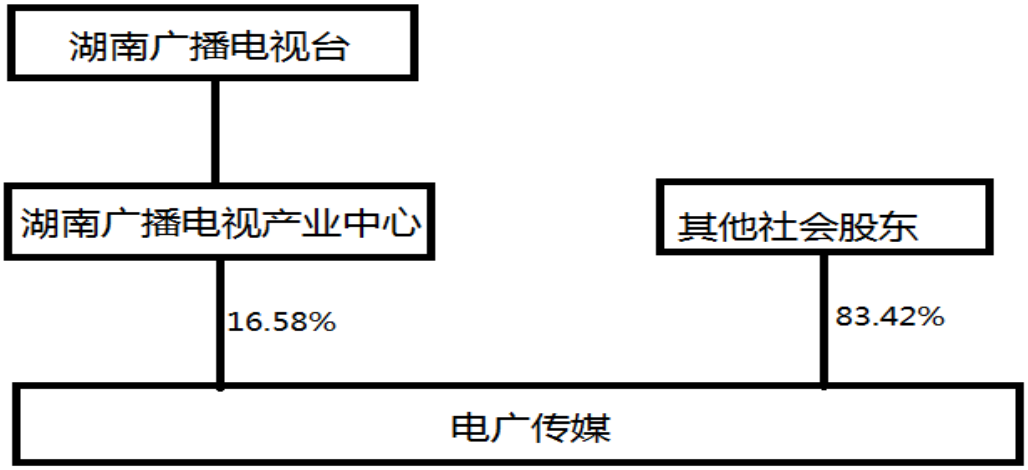
图表 1 公司股东背景 4
图表 2 电广传媒营业收入及其增速（单位：亿元） 4
图表 3 电广传媒净利润及其增速（单位：亿元） 4
图表 4 2014 年电广传媒营收结构 5
图表 5 2014 年电广传媒毛利结构 5
图表 6 达晨创投股权结构 5
图表 7 狮门影业的营收及其增速 6
图表 8 狮门影业的净利润及其增速 6
图表 9 电广传媒和狮门影业合作电影的部分片单 6
图表 10 收购的互联网营销标的情况（单位：万元） 7
图表 11 电广传媒分部估值法 8
图表 12 有线网络的估值水平 8

一、 筚路蓝缕，整合湖湘有线网络

1.1 筚路蓝缕，具有开创精神

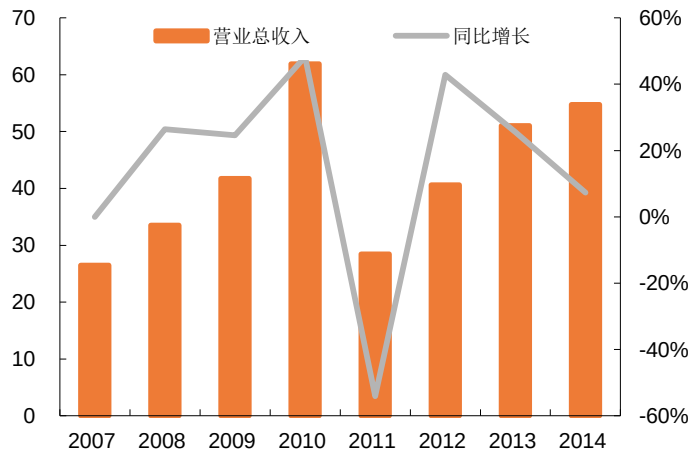
公司成立于 1999 年，上市初以独家代理实际控制人湖南广播电视台的广告为主要业务，后续随着此项业务的剥离和公司积极拓展有线网络业务，公司逐渐发展起四大支柱业务：有线网络、广告影视、投资业务、酒店旅游，分别贡献毛利的 61%、12%、13%、14%。公司 2014 年营业收入、净利润达到 54.74、3.33 亿元，分别同比增长 7.27%、-32.88%。

图表1　公司股东背景



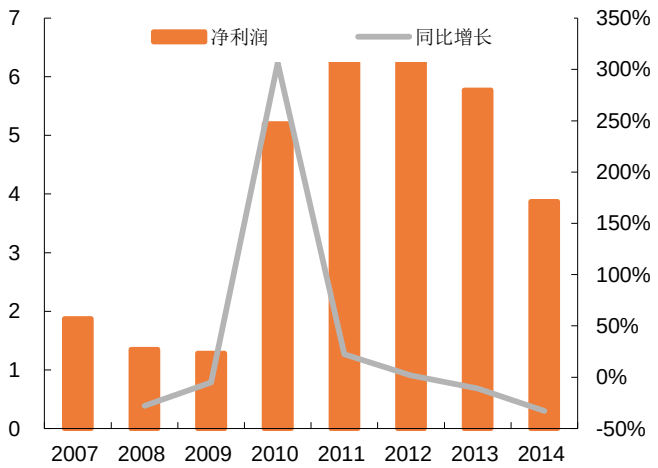
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2　电广传媒营业收入及其增速（单位：亿元）



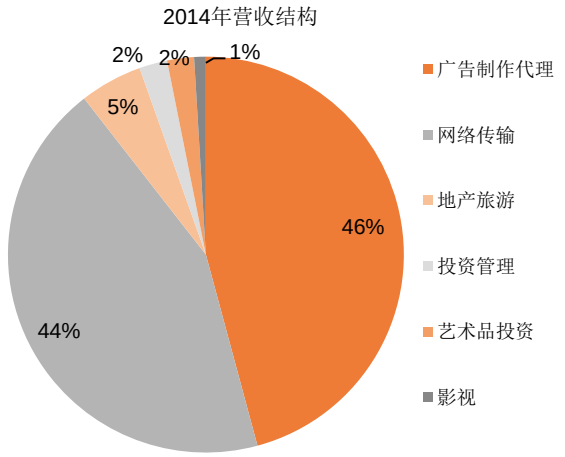
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3　电广传媒净利润及其增速（单位：亿元）



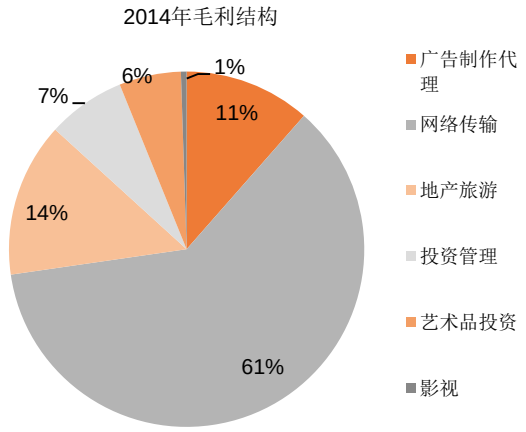
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4　2014 年电广传媒营收结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5　2014 年电广传媒毛利结构



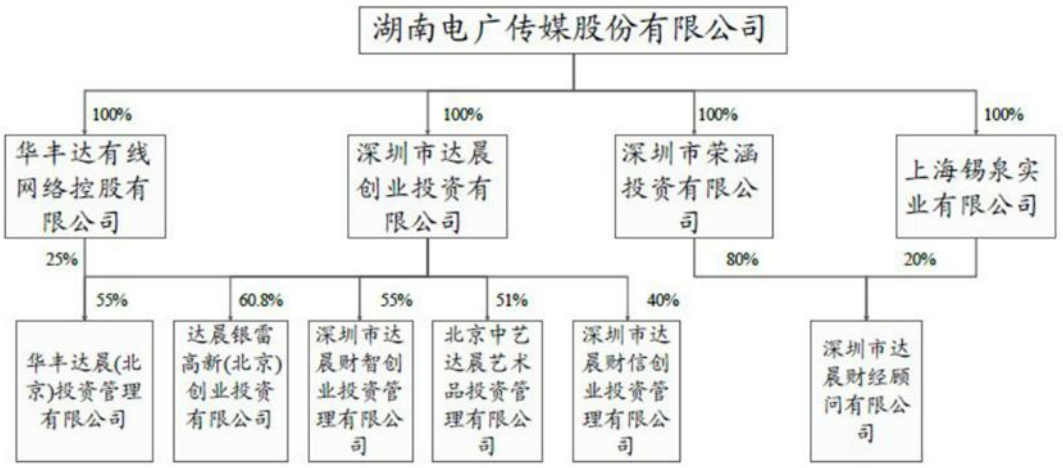
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 四朵金花，绽耀电广

公司通过定增并购等方式已经整合了湖南省内有线网络，目前覆盖 550 万有线电视用户，111 万个高清电视用户，68.1 万宽带用户，全省数字化覆盖率达到 74%。2014 年，有线网络业务贡献了 23.86 亿元收入。除省内业务外，公司成立了达晨华丰，积极在保定、西宁、新疆、天津、广州等地的进行有线网络股权收购，并与广东、天津、浙江、河北、云南等地的有线网络公司开展战略合作，大力扩展公司用户数。

公司的投资业务布局为“达晨创投”+“中艺达晨”+“华丰达晨”。其中达晨创投作为中国领先的私募股权基金，管理规模超过 150 亿。我们按照九鼎投资的 264 亿投资规模拥有 965 亿市值计算，达晨创投现有市值接近 250 亿元；公司可供出售金融资产达到 25.38 亿元，按照 10 倍增值计算，预计这部分的价值已经达到 250 亿元。中艺达晨为艺术品投资，目前仅以成本计价的艺术品存货高达 9.24 亿元，市场价格预计在 30 亿元。

图表6　达晨创投股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司广告业务以广州韵洪为平台，2010 年以后，主要经营户外广告、电视广告代理。受益于积极的跨区域和跨行业的扩张，2014 年广告营收达到了 25.03 亿元，同比增长 44.4%。电广传媒影业成立于 2010 年，曾投资过《赵氏孤儿》、《被偷走的那五年》，并发行过《惊天魔术团》，目前规模较小。

二、 平台格局，拥抱家庭互联网

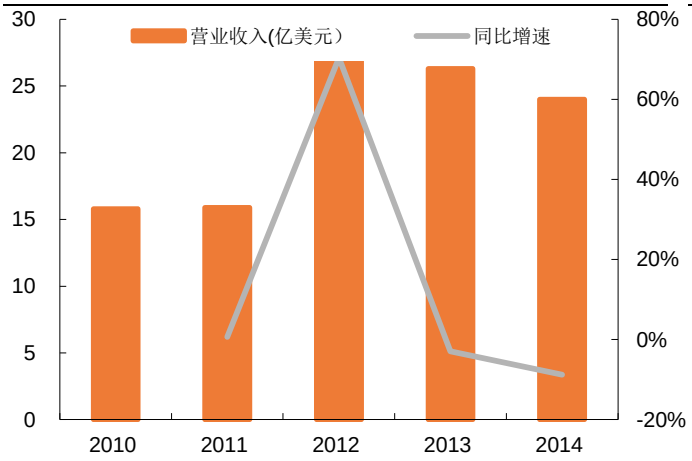
互联网时代，电广传媒作为一个天然拥有众多用户的家庭互联网平台，具有爆发的先天卡位优势。2014 年以来，公司积极拥抱互联网，打造包含内容、渠道、硬件等在内的家庭互联网平台，探索新兴的盈利模式，在外延扩张增加用户群的基础上，不断提高 ARPU 值。

2.1 牵手狮门影业，加码内容布局

2014 年公司和狮门影业合作签订战略合作协议，双方将在 15-17 年按照 25：75 共同进行影视项目合作，电广传媒对所投资影片享有全球票房和衍生产品分账；此外，双方还将商议开展网络视频、主题公园、电视剧、综艺节目等开发。

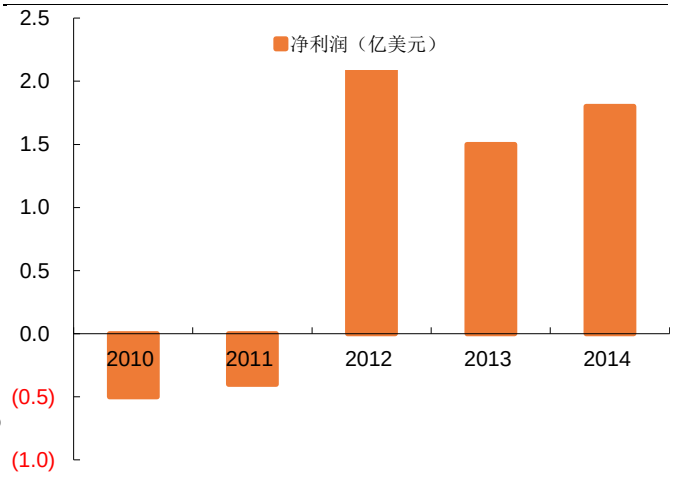
狮门影业成立于 1997 年，是全美著名的独立制片电影公司，2014 年北美票房收入达到 6.48 亿美元，市占率达到 6.9%。公司以惊悚悬疑青少年题材为主，曾经推出过《饥饿游戏》、《敢死队》、《惊天魔盗团》、《暮光之城》、《广告狂人》、《单身毒妈》等电影电视剧。2014 年 7 月，狮门曾经和阿里合作为《天猫魔盒 2》提供狮门娱乐天地(简称“LGWE”)服务，为中国用户提供《暮光之城》、《分歧者》等独家订购类影视娱乐服务。

图表7 狮门影业的营收及其增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 狮门影业的净利润及其增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 电广传媒和狮门影业合作电影的部分片单

电影	备注	上映时间
《埃及众神战》	备受期待的冒险动作片，重现古埃及文明的史诗片	2015
《惊天魔盗团 2》	2013 年狂揽 3.5 亿美元票房的全球大片《惊天魔盗团》的续集	2016
《最后的女巫猎人》	由范迪塞尔领衔主演的超自然动作惊悚片	2015
《西卡里奥》	广受好评的惊悚片	
《时光尽头的恋人》	由布莱克莱弗利和哈里森福特领衔主演的浪漫悬疑片	2015

电影	备注	上映时间
《44 号孩子》	根据汤姆 ·罗布 ·史密斯的同名小说改编，汤姆 ·哈迪和劳米 ·拉佩斯主演	2015
《大侦探霍桑》	民国侦探悬疑巨制系列片	
《不期而遇》	中美合拍公路爱情片	2016
《全民目击 2》	《全民目击》之后的第二弹	
《滚蛋吧！肿瘤君》	真实抗癌故事改编的励志电影，白百合、吴彦祖主演	2015
《最寒冷的冬天是旧金山的夏季》	首部旅美新留学生的浪漫爱情故事	2016
《谋杀似水年华》	蔡骏的巅峰之作改编，香港导演陈果北上后首部作品，杨颖、阮经天主演	2015
《小短腿嗨皮》	讲述少女成长的合家欢电影	
《同桌的我》	八月长安最新作品改编	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 互联网广告，丰富平台变现渠道

近年来，公司以广州韵洪为平台，积极拓展户外广告、电视广告，2014 年广告收入达到 25.03 亿元，同比增长 35.84%。14 年公司投资广州翼峰（51%）和江苏物泰（45%），分别主要经营移动 APP 广告和智慧旅游广告平台，15 年承诺利润为 4000 万、4800 万，实现了互联网营销的小迈步，我们预计未来公司将继续通过外延等方式探索互联网广告，既延展了现有广告业务，也丰富了未来家庭互联网平台的变现方式。

图表10　收购的互联网营销标的情况（单位：万元）

收购标的	股权比例	主营业务	2015 年承诺利润	2016 年承诺利润
广州翼峰	51%	APP 广告平台	4000	4000
江苏物泰	45%	智慧旅游广告平台	4800	5500

资料来源：公司公告

2.3 开放姿态，探索有线网络新模式

有线电视机顶盒作为一种天然接触客户的方式，天然垄断拥有海量客户，目前公司盈利模式为收取月使用费，尚未大力挖掘作为家庭互联网平台的价值。

2015 年，公司对机顶盒升级，增加了芒果 TV 的互联网点播内容。未来，预计通过硬件升级，和互联网公司合作培养自身的互联网思维等方式，推动机顶盒将成为家庭互联网的平台，公司凭借这一天然平台优势，将有机会探索广告收入、家庭影院、电视游戏等其他变现模式。

2.4 股权时代，创投业务喜迎收获

2015 年，受益于 A 股市场、新三板的繁荣，达晨创投现在有 30 家投资企业成功挂牌上市，9 家公司已过会未上市企业，14 个项目等待证监会过会审核。此外，达晨系所投资的企业有 15 家已在全国中小企业股份转让系统（即“新三板”）挂牌。待一年解禁期后，2016 年，公司的投资管理业务将迎来收获期。

三、 盈利预测

3.1 分部估值，现有业务低估明显

按照公司现有业务模块分类，我们分别预测对应未来发展空间和对应估值：

1）有线网络：网络传输收入 25 亿元，按照 45%毛利率，20%净利率计算，利润在 5 亿，预计受益于电视机顶盒在家庭互联网中的平台作用，因此给予对应 40 倍 PE，对应 200 亿市值。

2）电影制作：由于狮门影业过去的营收较为稳定，和电广、阿里合作之后，有利于其拓展中国市场，我们预计狮门影业的营收和利润分别达到 223 亿、13.2 亿，假设电广能够分得 25%，就将获得 3.3 亿元利润，对应 30 倍 PE，将达到 100 亿市值。

3）广告业务：预计受益于现有广告业务的快速发展和被投资的江苏物泰、广州翼锋的承诺利润，预计广告业务将贡献 2 亿元净利润，40 倍估值对应 80 亿元市值。

4）投资和旅游业务：根据前述按照资产规模（成本法）估计，达晨创投、中艺达晨、酒店旅游的估值分别在 250 亿、30 亿、40 亿。

综上所述，我们判断公司现有价值应当在 700 亿元，对应现有市值 513 亿元还将有 36%左右的上涨空间。

图表11 电广传媒分部估值法

业务	收入	利润（常态下）	估值(PE)	市值
有线网络	25	5	40	200
影视内容	56	3.33	30	100
现有广告业务	30	2	40	80
艺术品投资				30
创投业务				250
酒店旅游	4	2	20	40
预计总市值（亿元）				700
现有市值（亿元）				513
增值幅度				36%

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

3.2 总体估值

我们预计公司 15-17 年公司可实现收入为 83.93、11.29、13.96 亿元，增长 53.3%、34.6%、23.6%，归属于母公司股东的净利润为 5.73、10.11、11.15 亿元，增长 72.4%、76.3%、10.3%，对应 EPS 分别为 0.40、0.71、0.79 元，目前股价对应的 PE 分别为 89.4、50.7、46 倍，考虑到目前行业的平均 PE 为 78 倍和公司积极拥抱家庭互联网的态度，我们给予公司 120 倍 PE，对应目标价为 48 元，首次给予 “推荐”评级。

图表12 有线网络的估值水平

证券名称	收盘价	总市值（亿元）	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
百事通	70.65	1,005	1.29	1.54	1.45	54.6	46.0	48.8
歌华有线	38.73	453	0.68	0.91	1.07	57.3	42.4	36.1
吉视传媒	17.08	251	0.4	0.50	0.80	42.7	28.5	21.4
广电网络	20.21	114	0.24	0.25	0.26	84.2	80.8	77.7

证券名称	收盘价	总市值（亿元）	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
天威视讯	39.57	157	0.64	0.68	0.73	61.7	57.8	54.0
江苏有线	39.88	1,192	0.32	0.37	0.41	123.0	106.5	98.3
湖北广电	27.90	178	0.51	0.52	0.53	54.7	53.7	52.6
华数传媒	55.25	792	0.38	0.47	0.60	145.9	116.4	91.4

资料来源：wind

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	7397	5069	8233	9764
现金	4361	1620	1090	1130
应收账款	568	699	1633	1505
其他应收款	9	1	15	7
预付账款	506	838	1111	1451
存货	1538	1712	4283	5571
其他流动资产	1953	1912	4383	5671
非流动资产	9545	10705	10169	9319
长期投资	2164	737	737	737
固定资产	5680	5894	5492	5142
无形资产	780	802	786	770
其他非流动资产	921	3271	3153	2670
资产总计	16941	15774	18402	19083
流动负债	3274	3755	4757	4662
短期借款	608	1350	0	517
应付账款	852	714	1684	1469
其他流动负债	1813	1691	3072	2676
非流动负债	3835	1913	1795	1747
长期借款	2809	1397	762	722
其他非流动负债	1026	516	1033	1025
负债合计	7109	5668	6552	6410
少数股东权益	324	346	440	604
股本	1418	1418	1418	1418
资本公积	6179	6107	7315	7115
留存收益	1914	2190	2677	3537
归属母公司股东权益	9508	9760	11410	12069
负债和股东权益	16941	15774	18402	19083

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	1948	153	-315	-746
净利润	577	387	573	1011
折旧摊销	618	711	725	772
财务费用	418	172	102	53
投资损失	-245	-225	-300	-700
营运资金变动	228	-867	-1508	-2047
其他经营现金流	353	-25	93	165
投资活动现金流	-1571	-1501	169	825
资本支出	-52	-22	-55	-75
长期投资	-604	1427	-100	-0
其他投资现金流	-915	-2906	324	900
筹资活动现金流	2367	-1345	-383	-40
短期借款	-240	742	-1350	517
长期借款	-1466	-1412	-634	-40
普通股增加	402	0	0	0
资本公积增加	4583	-25	1163	-200
其他筹资现金流	-912	-650	438	-317
现金净增加额	2743	-2693	-529	39

利润表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	5103	5474	8393	11296
营业成本	3199	3707	5396	7095
营业税金及附加	73	45	84	113
营业费用	250	343	1007	1581
管理费用	876	910	1343	1807
财务费用	385	165	102	53
资产减值损失	-22	85	0	0
公允价值变动收益	20	-1	0	0
投资净收益	245	225	300	700
营业利润	607	443	761	1346
营业外收入	47	27	10	10
营业外支出	11	17	5	5
利润总额	644	453	766	1351
所得税	67	66	100	176
净利润	577	387	667	1175
少数股东损益	93	55	93	165
归属母公司净利润	484	333	573	1011
EBITDA	1603	1309	1588	2171
EPS（元）	0.34	0.23	0.40	0.71

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	25.6	7.3	53.3	34.6
营业利润(%)	-11.3	-27.1	71.9	76.8
归属于母公司净利润(%)	-17.6	-31.2	72.4	76.3
获利能力				
毛利率(%)	37.3	32.3	35.7	37.2
净利率(%)	9.5	6.1	6.8	8.9
ROE(%)	5.9	3.8	5.6	9.3
ROIC(%)	9.4	5.1	7.7	11.5
偿债能力				
资产负债率(%)	42.0	35.9	35.6	33.6
净负债比率(%)	4.5	-20.7	2.5	24.3
流动比率	2.26	1.35	1.73	2.09
速动比率	1.79	0.89	0.83	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.33	0.49	0.60
应收账款周转率	6.8	8.6	7.2	7.2
应付账款周转率	6.0	7.0	7.0	7.2
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.23	0.40	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	0.11	-0.22	-0.53
每股净资产(最新摊薄)	6.71	6.88	8.05	8.51
估值比率				
P/E	106.0	154.2	89.4	50.7
P/B	5.4	5.3	4.5	4.2
EV/EBITDA	14.8	18.2	31.8	23.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033