

传媒板块回购专题研究：公告日效应明显，长期效应取决于公司资质



核心观点

- 2018 年上市公司的回购预案规模及真实回购金额均创历史新高，传媒股排名居前。1-11 月众多公司出台了总规模达 1510 亿元的回购预案，整体回购预案上限规模远超 2016 年 (66.13 亿元) 及 2017 年 (107.6 亿元)。传媒、基础化工及医药行业回购预案规模排名前三，分别为 157.70、152.74 和 139.71 亿元。从真实回购金额看，排名前三的行业分别为汽车、传媒及家电，2018 年 1-11 月实际回购金额达 41.02、34.17 和 31.51 亿元。
- 回购对传媒公司股价具有公告日效应，但正向影响并不持续。2011 年至今，共有 21 家传媒公司发布过 27 次回购预案，预案公告日股价平均涨跌幅为 3.49%，而此前十天则有明显的连续下跌。但如果从较长期的维度看，公告日之后并没有发生明显的趋势性上涨，截至最新一次回购公告日，股价高于 T-1 日的个股的数量仅为 6 家，回购并未影响股价的长期走势。但在 21 家公司中，时代出版、中文传媒及浙数文化在回购预案之后，股价的短期及长期表现均较为优异，与其他公司之间形成明显分化。
- 三家股价表现较好的公司的特点在于：(1) 国企背景，表明管理层认为公司股价与内在价值偏离较大，释放积极信号；(2) 低估值、高 ROE 和较好的现金流状况，提供了较高的安全边际；(3) 更为重要的是，高股息率+高回购股份数量+注销为主要用途，可以获得由股息率和回购收益率带来的较高投资回报，对资金的吸引力明显增加。但是，上述特征只是三家公司较为共性的财务及回购特征，可以理解为回购催化行情下的必要但非充分条件。
- 海外传媒集团股价复盘：高 FCF Yield、高 ROE 下的积极回购是股价反弹的重要催化剂。本报告选取 8 家公司进行复盘，2005-2017 年，除康卡斯特外，其余公司基本进入成熟期。大部分公司在 2008 年股价低点反弹后 6 年 CAGR 平均达到 20%，大幅跑赢指数。从收益率构成看，股票回购和现金分红是反弹收益的重要组成部分，如维亚康姆平均回购收益率为 8.7%。样本公司具有高现金流、高 ROE 的特征，具备以回购、分红及并购等不同方式回馈股东的能力。

投资建议与投资标的

- 我们维持 2019 年传媒策略报告中的观点，当国内传媒行业迈入发展新阶段，过去从单一成长性指标择股思路需要进行调整，建议关注具备“稳健防御”属性的公司，看好中国电影(600977，买入)、中文传媒(600373，买入)，建议关注中南传媒(601098，未评级)等。

风险提示

- 政策监管风险，优质内容供应不足风险，经济增长放缓风险，与股份回购相关的潜在风险

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			17	18E	19E	17	18E	19E	
600977	中国电影	14.25	0.52	0.80	0.74	27.56	17.72	19.27	买入
600373	中文传媒	13.20	1.05	1.17	1.32	12.53	11.30	10.00	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

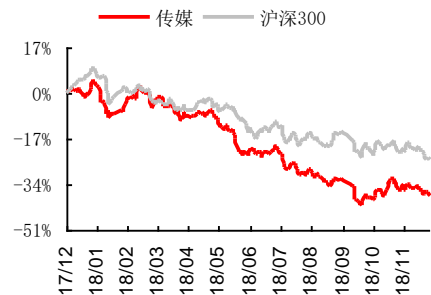
行业

传媒

报告发布日期

2018 年 12 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

联系人

马继愈

021-63325888-6107

majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

2019 年春节档前瞻	2018-12-27
国家电影局《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》点评	2018-12-16
从稳健防御、龙头反转、成长领先三个角度精选龙头	2018-12-12

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 2018 年以来回购预案规模创新高，传媒行业居首	4
1.1 政策密集出台，监管对回购支持力度加大	4
1.2 传媒行业回购预案上限 157.7 亿元，居全行业第一	5
2 A 股传媒板块回购详解	7
2.1 传媒板块回购公司概况	7
2.2 回购对传媒公司股价具有公告日效应，但正向影响并不持续	8
2.3 回购预案后股价表现优异的公司特征分析	9
3. 成熟期海外传媒集团股价复盘及回购研究	10
3.1 行业成熟期不影响个股大幅跑赢大盘	10
3.2 成熟期传媒集团估值/财务特征：高 FCF Yield、高 ROE 下的积极回购是股价反弹的重要 催化剂	12
投资建议	14
风险提示	14

图表目录

表 1：2018 年以来回购政策统计	4
图 1：2011 年至今 A 股回购预案上限规模（月度）	5
图 2：2011 年至今 A 股实际回购金额（月度，亿元）	6
图 3：2018 年 1-11 月分行业回购预案上限及真实回购金额（亿元）	6
表 2：传媒板块回购公司关键数据统计	7
图 4：传媒板块回购预案发生时点	7
图 5：传媒公司回购用途	7
图 6：回购公告日前后股价平均涨跌幅	8
图 7：预案公告日后股价累计涨跌幅	9
图 8：不同时间点股价相对 T-1 日上涨的个股数量	9
图 9：时代出版、中文传媒及浙数文化回购预案后股价涨跌幅	9
表 3：三家公司财务及回购特征	10
图 10：美国典型传媒集团收入增速	11
图 11：美国典型传媒集团净利润增速	11
表 4：美国典型传媒集团股价表现（注：以股价最低点为基准）	11
表 5：美国传媒集团股价投资回报分析	12
图 12：美国典型传媒集团 PE	13
图 13：美国典型传媒集团 PB	13
图 14：美国传媒集团 FCF Yield	13
图 15：美国传媒集团 ROE	13

2018年9月以来，证监会、上交所及深交所等针对上市公司回购出台了一系列政策规定，引发市场对于回购的关注。2018年下半年起，大量公司出台了回购预案。2018年1-11月，全部A股上市公司回购预案上限规模达1510亿，回购规模创新高；其中，传媒板块回购上限157.7亿元，整体回购规模在中信子行业中排名第一。本篇报告将梳理近期的回购政策及传媒公司回购预案，结合海外成熟期传媒公司的回购行为，分析传媒股回购对股价的影响。

1 2018年以来回购预案规模创新高，传媒行业居首

1.1 政策密集出台，监管对回购支持力度加大

2018年起，涉及上市公司回购的法规、意见及细则等陆续出台，政策对回购的支持力度明显增大。

9月6日，证监会等提出了完善上市公司股份回购制度的修法建议；10月26日，全国人民代表大会常务委员会对《公司法》第一百四十二条进行修改，进一步规范了上市公司的回购行为，距证监会会同有关部门提出修法建议仅不到两个月。11月9日，证监会、财政部及国资委联合发布了《关于支持上市公司回购股份的意见》，根据《公司法》修法决定，进一步明确了对上市公司回购行为的支持。此外，11月23日，上交所及深交所分别发布了《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则(征求意见稿)》和《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则(征求意见稿)》，并向市场公开征求意见。

表 1：2018 年以来回购政策统计

日期	政策	部门	核心要点
10.26	《公司法》	全国人大常委会	1、增添与修改了回购情形，增添的两种情形为：将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券，以及上市公司为维护公司价值及股东权益所必需； 2、决议流程：依照公司章程规定或者股东大会授权的董事会决议； 3、延长期限，将上市公司回购股份的保留时间设定为三年，且在三年内可以转让也可以注销，给予了上市公司充分的选择权； 4、10%的回购上限以及集中竞价成为主要形式。
11.9	《关于支持上市公司回购股份的意见》	证监会、财政部、国资委	1、明确回购视同现金分红； 2、对上市公司回购股份用于减少注册资本的情形放松限制； 3、强调了金融企业的以股权激励与员工持股计划为目的的回购； 4、继续支持上市公司通过发行优先股、债券等多种方式，为回购本公司股份筹集资金； 5、提供融资便利，可同时发行可转债。
11.23	《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则(征求意见稿)》	上交所	1、明确处置方式，上市公司为维护公司价值及股东权益所必需进行的股份回购，在持有半年并履行必要的决策程序后，可通过集中竞价交易方式卖出； 2、简化决策程序，落实公司法修法要求采用授权方式； 3、便利实施操作，丰富回购资金来源，自有资金、金融机构借款、发行优先股或可转债募集的资金以及闲置的其他募集资金等，都可以根据需要用于回购股份。同时，还允许上市公司在回购期间发行优先股。另一个是回购期限更为灵活，上市公司实施回购的期限由半年延长至一年。

11.23 《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则（征求意见稿）》

深交所

- 1、拓宽回购股份适用情形；
- 2、简化特定情形回购审议程序，规范回购股份的提议程序；
- 3、细化回购股份信息披露及方案变更要求，要求公司合理安排每日回购股份数量；
- 4、明确回购资金来源，回购股份支付现金视同现金红利；
- 5、明确回购股份的减持要求和限制

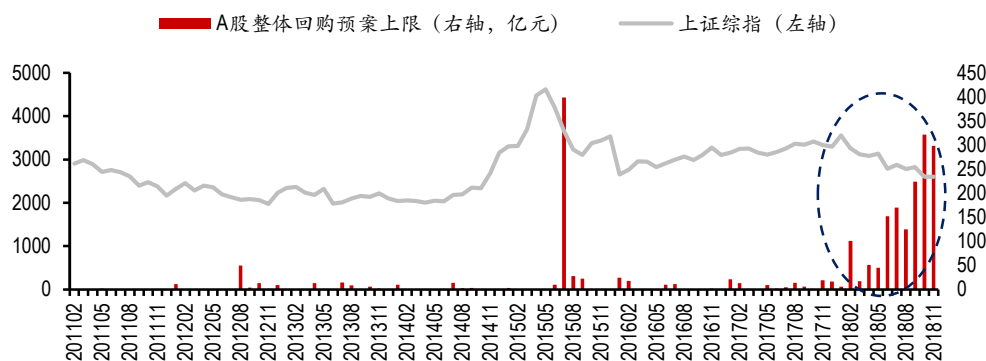
资料来源：证监会，上交所，深交所，东方证券研究所

回购作为上市公司重要的资本运营方式之一，有着直接提高 EPS、加强对财务杠杆的控制及增强大股东控制能力等积极作用；同时，对投资者而言，回购也是比现金分红税负更低的一种上市公司分红方式。当前我国上市公司回购的目的有：盈利补偿、市值管理、实施股权激励、股权激励注销、重组及其他等。

1.2 传媒行业回购预案上限 157.7 亿元，居全行业第一

在市场低迷及监管支持的背景下，2018 年上市公司的回购预案规模及真实回购金额均创历史新高。A 股历史上回购规模出现过两次小高峰，其中：2015 年市场顶点之后，以美的等为代表的公司宣布进行市值管理回购，2015 年 7 月 A 股市场整体回购上限达 398.58 亿元，全年回购预案上限 486.47 亿元。第二次回购规模高峰出现在 2018 年 1-11 月，众多公司出台了总规模达 1510 亿元的回购预案，整体回购预案上限规模远超 2016 年（66.13 亿元）及 2017 年（107.6 亿元）。

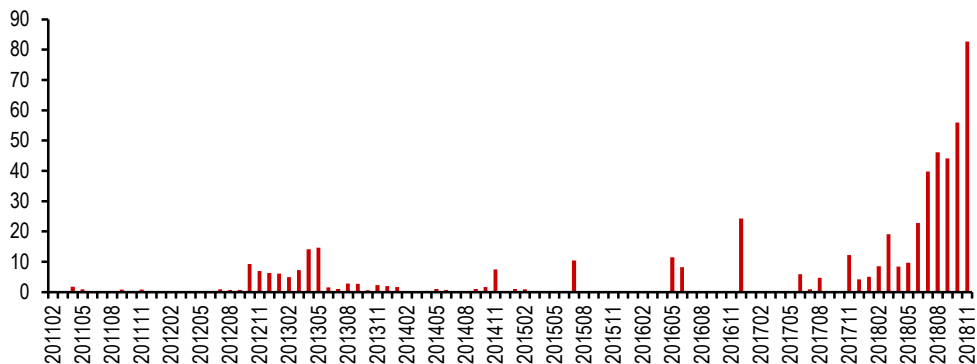
图 1：2011 年至今 A 股回购预案上限规模（月度）



资料来源：Wind，东方证券研究所

回购预案与最终实际的回购行为之间大多存在差异，但从我们统计的情况看，2018 年不但是回购预案大幅增加的年份，真实的回购金额也大幅增加。2018 年 1-11 月实现的回购金额为 342.17 亿元，占回购预案规模的 22.7%；回购金额远超 2015 年 12.46 亿，以及 2016、2017 年 43.92 和 27.88 亿的水平。

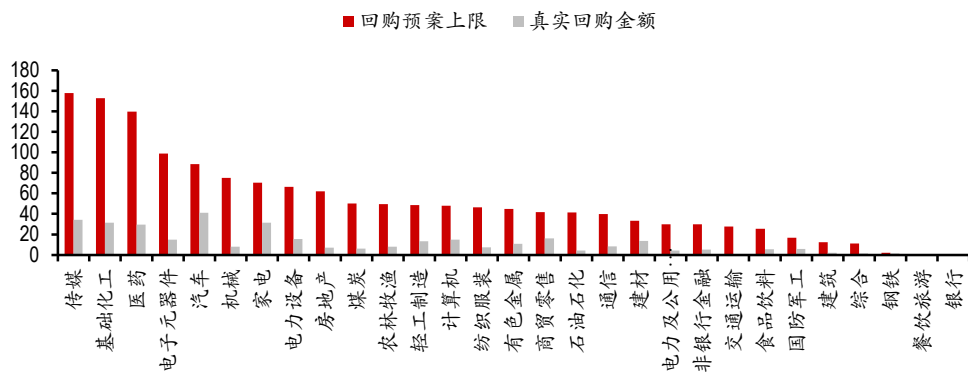
图 2：2011 年至今 A 股实际回购金额（月度，亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

分行业看，2018 年 1-11 月，传媒、基础化工及医药行业回购预案规模排名前三，分别为 157.70、152.74 和 139.71 亿元。从真实回购金额看，排名前三的行业分别为汽车、传媒及家电，2018 年 1-11 月实际回购金额达 41.02、34.17 和 31.51 亿元。此外，餐饮旅游及银行业既未有公司发布回购预案，也未发生实际回购行为。可以看到，传媒行业成为 2018 年以来回购预案及实际回购行为金额居前的板块。

图 3：2018 年 1-11 月分行业回购预案上限及真实回购金额（亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

2 A 股传媒板块回购详解

2.1 传媒板块回购公司概况

2011 年至今，共有 21 家传媒公司发布过 27 次回购预案，其中，科达股份及梦网集团两家公司分别进行过 3 次回购；21 家公司中，16 家进行过实际回购行为，5 家暂未进行回购，其中天威视讯并未发生真实回购且已停止披露回购进展，思美传媒、时代出版、中文传媒及巨人网络于近期发布董事会预案，尚未进行实际回购。27 次回购预案上限金额达 180.4 亿元，真实回购金额 48.6 亿元，占回购上限金额的 26.9%。从单家公司的回购预案看，单次回购金额较大的是分众传媒（30 亿元）、世纪华通（15-30 亿元）和巨人网络（10-20 亿元），回购上限金额占预案时点市值的 2.2%、6.3% 和 5.2%。

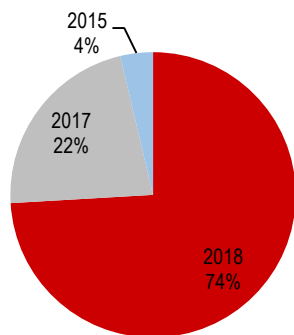
表 2：传媒板块回购公司关键数据统计

回购公司数量	21	回购预案数量	27	真实回购数量	22
回购预案上限金额	180.4 亿元	真实回购金额	48.6 亿元	占回购上限比重	26.90%

资料来源：Wind，东方证券研究所

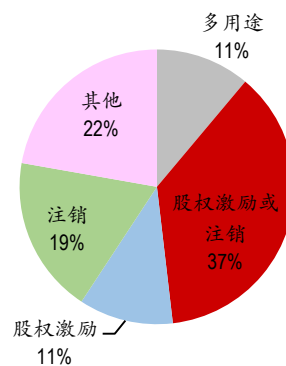
27 次回购预案中，20 次发生于 2018 年，占绝对比重。回购股份的资金来源均为自有资金或自筹资金，暂未出现发行优先股、债券等方式筹集资金的情形。回购方式上，28 次回购均以集中竞价方式为主，其中 5 家公司结合了大宗交易及其他方式进行回购。回购股份的用途中，37% 用于股份激励（含员工持股计划）或注销，18.5% 用于注销以减少注册资本，此外，还有 22%、11% 和 11% 的回购预案用途为其他、股权激励及多用途。

图 4：传媒板块回购预案发生时点



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：传媒公司回购用途



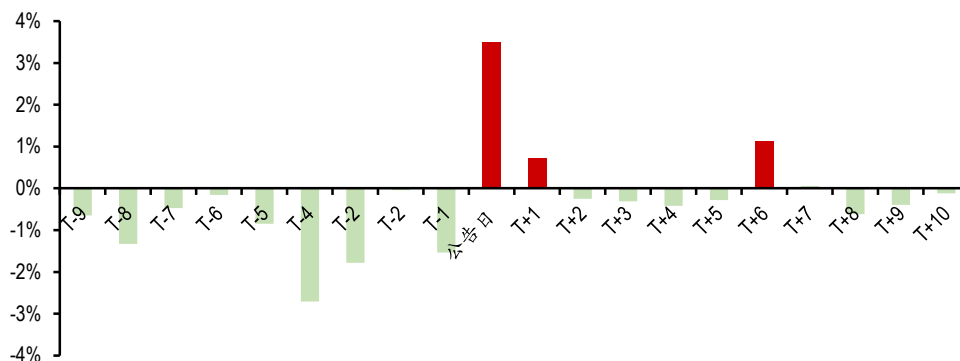
资料来源：Wind，东方证券研究所

2.2 回购对传媒公司股价具有公告日效应，但正向影响并不持续

回购涉及的信息时点较多，在整个回购过程中上市公司需要在一个时间段内，按相关规定进行充分的信息披露。我们选择预案公告日作为回购对股价短期影响的分析时点，一是市场对预案公告日的关注度较高，而对后续的首次回购公告、月度公告等关注度较低；二是回购预案作为整个回购事件的起点，具有一致分析的价值。

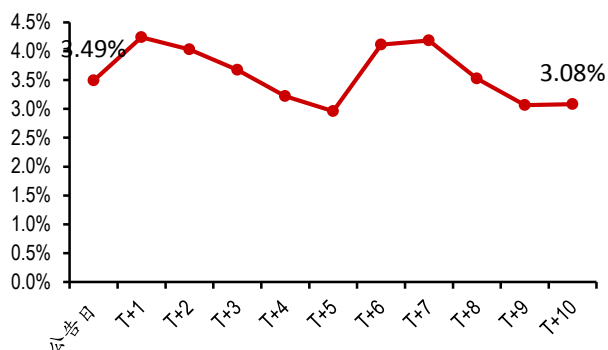
在 27 次传媒股回购中，剔除公告日前后处于停牌状态的个股 5 只，22 次回购行为中预案公告日股价平均涨跌幅为 3.49%，而此前十天则有明显的连续下跌。具体来看，公告日当天上涨的个股达 21 家，其中 3 家公司涨停，涨幅 5% 及 8% 以上的个股各 1 家。

图 6：回购公告日前后股价平均涨跌幅

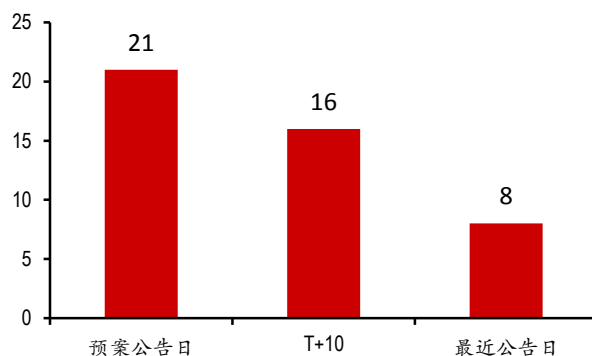


资料来源：Wind，东方证券研究所

但是，如果从较长期的维度看，我们发现：（1）公告日之后并没有发生明显的趋势性上涨，T+10 日平均累计涨跌幅 3.08%，低于公告日的 3.49%，即 T+10 日股价低于公告日收盘价；（2）T+10 日股价较 T-1 日仍有上涨的个股数量仅为 16 家，低于公告日的 21 家；（3）拉长到更长的时间段，22 次回购行为中，截至最新一次回购公告日，股价高于 T-1 日的个股的数量仅为 6 家。综上，我们认为回购对传媒公司股价的影响仅在公告日较为明显，但不是影响股价长期趋势的核心变量，对股价的正向影响并不持续。

图 7：预案公告日后股价累计涨跌幅


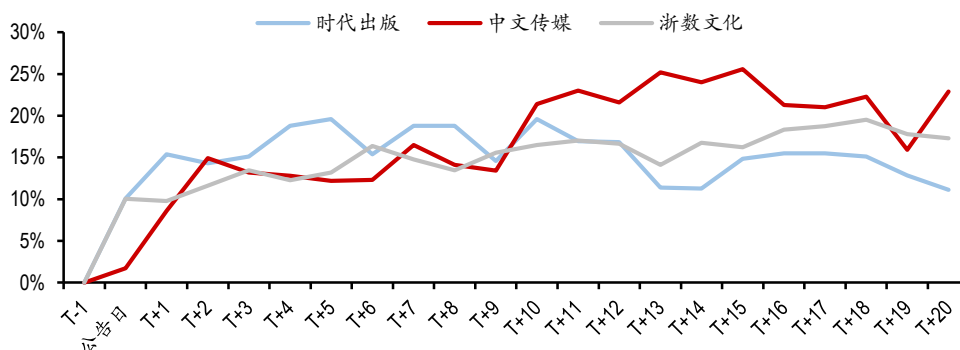
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：不同时间点股价相对 T-1 日上涨的个股数量


资料来源：Wind，东方证券研究所

2.3 回购预案后股价表现优异的公司特征分析

虽然回购对传媒公司股价的长期正向影响并不明显，但在 22 次回购行为中，中文传媒、时代出版及浙数文化三家公司股价的短期及长期表现均较为优异，与其他公司之间形成明显分化。上述三家公司公告日股价涨幅分别为 10.07%、1.7%和 10.03%，且截至 T+20 股价累计涨跌幅分别为 11.13%、22.90%和 17.28%。我们认为，在传媒行业回购规模大幅增加的背景下，分析回购预案后股价表现良好的公司的特征、以及股价分化的原因，具有一定的价值和参考意义。

图 9：时代出版、中文传媒及浙数文化回购预案后股价涨跌幅


资料来源：Wind，东方证券研究所

我们从估值、回购用途、业绩、ROE、现金流等众多维度对比分析了三家回购后股价表现较好的公司的特征，可以发现：（1）三家公司均为国企，且估值较低，预案公告日时代出版及中文传媒 PE (TTM) 分别为 12.4x 和 8.9x，低于行业平均水平；（2）股息率较高，公告日时代出版、中

文传媒及浙数文化股息率分别达 2.4%、4%和 2.2%，在 21 家回购公司中股息率分别排名第 4、第 1 和第 5；（3）回购用途以注销为主；（4）预计回购的股份数量占股本的比重较高，时代出版、中文传媒及浙数文化预计回购股本数量占总股本的比重分别为 9.88%、2.9%和 4.47%。（5）ROE 较高，或在手货币资金充足。

表 3：三家公司财务及回购特征

指标	时代出版	中文传媒	浙数文化
PE(TTM)	12.4	8.9	22.4
股息率	2.40%	4%	2.20%
回购用途	多用途	注销	注销
预计回购股份数量（万）	5000	4000	5822
占总股本比重	9.88%	2.90%	4.47%
ROE（2017 年）	6.12%	12.52%	23.13
货币资金（2017，亿元）	17.08	61.18	7.58
占总资产比重	25.3%	29.9%	7.7%

资料来源：Wind，东方证券研究所

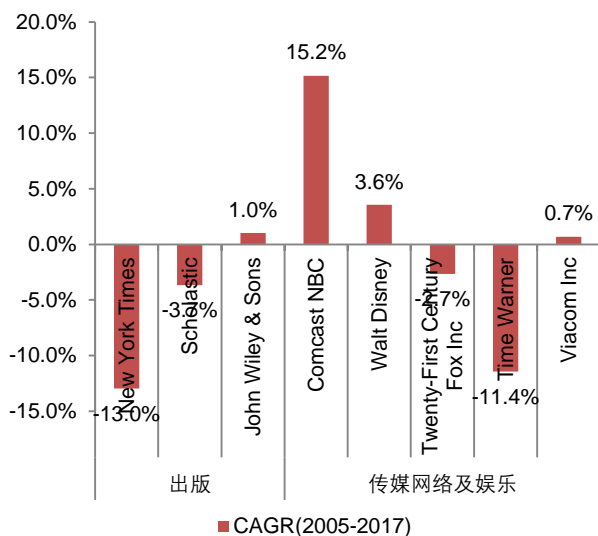
但不可否认的是，上述特征只是三家公司较为共性的财务及回购特征，可以理解为回购催化行情下的必要但非充分条件。我们认为，上述条件之所以可能对股价带来驱动，核心原因在于：（1）国企背景进行回购，表明管理层认为公司股价与内在价值偏离较大，释放积极信号；（2）低估值、高 ROE 和较好的现金流状况，提供了较高的安全边际；（3）更为重要的是，高股息率+高回购股份数量+注销为主要用途，可以获得由股息率和回购收益率带来的较高投资回报，对资金的吸引力明显增加。

3. 成熟期海外传媒集团股价复盘及回购研究

3.1 行业成熟期不影响个股大幅跑赢大盘

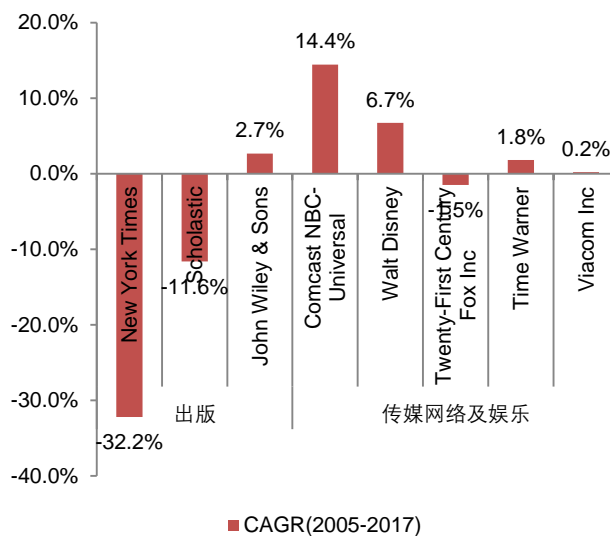
本报告所选的美股样本公司共 8 家，分别为迪士尼、康卡斯特、维亚康姆、时代华纳、21 世纪福克斯、时代出版、学乐集团等，覆盖出版、有线网络、广播电视、电影娱乐、主题公园等传媒领域。从规模指标看，2005-2017 共 13 年间，除康卡斯特通过频繁大手笔并购扩大规模外，其余公司整体规模较为平稳，迪士尼营业收入 CAGR 为 4.5%、净利润 CAGR 为 6.7%；时代华纳营业收入 CAGR 为-3.9%、净利润 CAGR 为 1.8%；维亚康姆营业收入 CAGR 为-0.1%、净利润 CAGR 为 0.2%。

图 10：美国典型传媒集团收入增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 11：美国典型传媒集团净利润增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

部分个股低点反弹后持续大幅跑赢大盘指数，6年 CAGR 平均为 20%。2008 年金融危机中，各公司股价均出现大幅调整，传媒集团在金融危机后表现亦出现较大分化。本报告以 2008 年为基准，统计了各传媒集团股价在不同期限内的表现，可以得到以下结论：（1）虽然收入和净利润规模在期间内并没有增长，但大部分传媒集团在 2008 年低点后均开启一轮股价反弹，股价低点反弹后 6 年 CAGR 平均达到 20%，大幅跑赢大盘指数。（2）相比出版类公司，传媒娱乐公司反弹幅度更大且持续性更强，维亚康姆、21 世纪福克斯在金融危机后的 6 年内的任何持有时间期限均大幅跑赢美股指数。

表 4：美国典型传媒集团股价表现（注：以股价最低点为基准）

		1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年
		CAGR	CAGR	CAGR	CAGR	CAGR	CAGR
出版	New York Times	73.7%	19.3%	3.6%	4.2%	17.1%	11.7%
	Scholastic	33.4%	17.9%	11.2%	11.5%	10.2%	14.6%
	John Wiley & Sons	24.7%	22.6%	10.1%	3.0%	11.1%	9.0%
传媒网络及娱乐	Comcast						
	NBC-Universal	30.3%	18.6%	30.4%	32.5%	28.0%	22.3%
	Walt Disney	22.5%	5.3%	24.3%	24.4%	26.7%	24.8%
	Twenty-First Century						
	Fox Inc	31.3%	39.4%	34.8%	37.5%	34.3%	26.2%
	Time Warner	40.3%	24.5%	20.3%	23.2%	27.4%	27.5%
	Viacom Inc	56.6%		34.0%	28.2%	33.0%	25.1%

	SPX500	23.5%	18.0%	11.7%	12.1%	15.4%	14.7%
指数	DJI	18.8%	14.9%	11.7%	10.5%	13.6%	12.5%
	IXIC	43.9%	29.7%	18.2%	17.6%	21.5%	20.1%

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

3.2 成熟期传媒集团估值/财务特征：高 FCF Yield、高 ROE 下的积极回购是股价反弹的重要催化剂

媒体娱乐板块个股的上涨虽然与 2008 年之后美股开启一轮大牛市有直接关系，但是不同公司在市场大跌后的财务/估值特征存在分化，因而导致其反弹幅度和持续性有所差异，我们认为，分析领涨公司的收益构成以及其在股价低点时的估值特征是具有借鉴意义的。

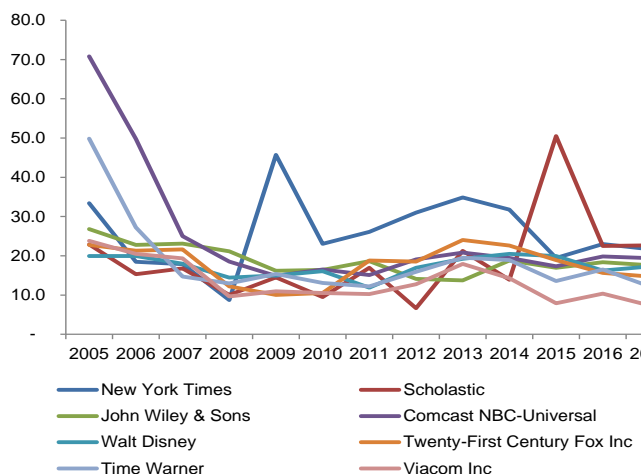
股票回购和现金分红是美股反弹收益的重要组成部分。2008 年前后，本报告所选取的样本公司均开始实施股票回购，迪士尼、时代华纳、维亚康姆、学乐集团 2007 年回购收益率分别为 10.2%、15.8%、7.4%、16.1%，2007-2014 年平均回购收益率为 5.3%、7.7%、8.7%和 5.6%。除此之外，样本公司股息率较为平稳，除时代华纳和纽约时报外，股息率基本在 1%~1.5%区间。

表 5：美国传媒集团股价投资回报分析

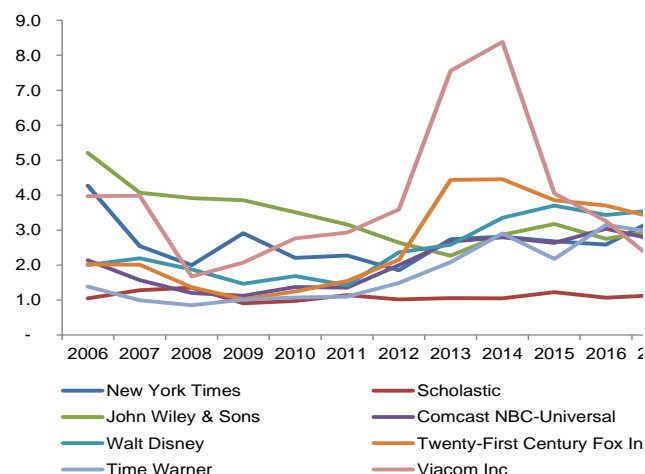
	6 年 CAGR	Repurchase Yield	Dividend Yield	Net income CAGR
New York Times	11.7%	0.0%	0.2%	-23.1%
Scholastic	14.6%	5.6%	1.4%	-4.4%
John Wiley & Sons	9.0%	1.4%	1.5%	7.1%
Comcast NBC-Universal	22.3%	3.1%	1.4%	18.3%
Walt Disney	24.8%	5.3%	1.1%	6.9%
Twenty-First Century Fox Inc	26.2%	2.8%	1.2%	4.0%
Time Warner	27.5%	7.7%	2.6%	-1.9%
Viacom Inc	25.1%	8.7%	1.0%	3.8%

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

2008 年前后，样本公司 PE 均跌到历史低位，其中，纽约时报、学乐集团和维亚康姆均在 2008 财年跌破 10 倍 PE。从 PB 来看，2008 年前后为各家公司 PB 落地历史最低点，学乐集团、康卡斯特、21 世纪福克斯以及时代华纳在 2008、2009 年纷纷跌破净资产。**股价大幅调整后带来的价值偏离是各家公司积极回购的主要原因。**

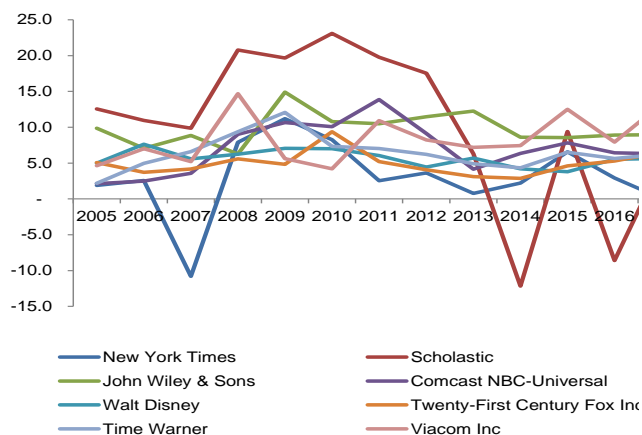
图 12：美国典型传媒集团 PE


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

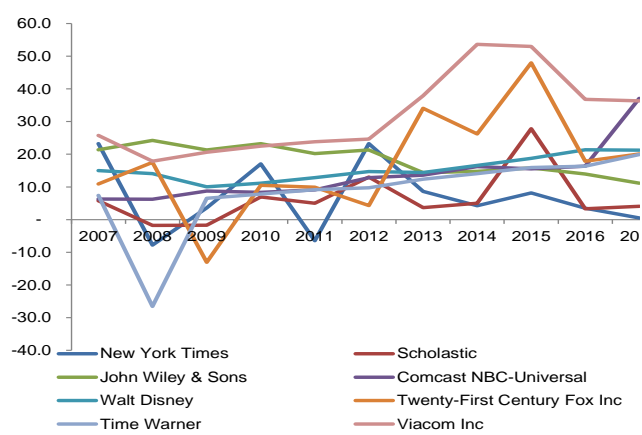
图 13：美国典型传媒集团 PB


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

高 FCF Yield、高 ROE 是积极实施回购以带动股价反弹的必要条件。本报告所选取的传媒公司均为美国传媒行业龙头，通过占据核心内容或渠道资源、并积极兼并收购不断巩固行业地位，在成熟期内，除个别年份亏损外，各个公司均保持较高的 ROE 水平；2007-2017 年，维亚康姆、迪士尼、康卡斯特 ROE 平均分别为 32.1%、15.5%和 13.7%。而决定回购和分红的更重要的指标是现金流，本报告测算样本公司 2005-2017 年平均 FCF Yield 为 7%（对应 P/FCF 约 14X），而在 2008、2009 年，平均 FCF Yield 提升至 10%以上（对应 P/FCF 仅为 10X）；其中，学乐集团、维亚康姆、时代华纳、康卡斯特在 2008 年 FCF Yield 分别为 20.8%、14.7%、9.4%和 9.0%，其均为回购力度较大的公司。

图 14：美国传媒集团 FCF Yield


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 15：美国传媒集团 ROE


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

投资建议

从海外传媒公司复盘看,处于成熟期的公司同样能够大幅跑赢大盘,这些公司普遍具有高现金流(能够支撑公司进行大额回购、收购扩张)、高 ROE (具有较强的盈利能力)的特征,其内在逻辑在于其具备以分红及回购方式回馈股东的能力。

2018 年以来, A 股上市公司的回购预案规模及真实回购金额均创历史新高,其中传媒股回购预案上限排名全行业第一。中文传媒等三家回购预案后股价表现突出的公司,其财务特征与海外公司较为相似,低估值、高 ROE 和较好的现金流状况提供了高安全边际,高股息率+高回购股份数量+注销为主要用途,使得配置资金可以获得由股息率和回购收益率带来的较高投资回报。

我们维持 2019 年传媒策略报告中的观点,当国内传媒行业迈入发展新阶段,过去从单一成长性指标择股思路需要进行调整,建议关注具备“稳健防御”属性的公司,看好中国电影(600977, 买入)、中文传媒(600373, 买入),建议关注中南传媒(601098, 未评级)等。

风险提示

- 政策监管风险

影视内容板块收到政策监管的影响较大,诸多新的内容形式在政策监管逐步介入后将受到相应掣肘,未来若监管政策进一步收紧,相关产业将受到较大影响。

- 优质内容供应不足风险

影视内容板块的增长与波动与优质内容的供应相关,若行业优质内容供应不足,则会影响板块整体业绩兑现并加大整体波动

- 经济增长放缓风险

经济增长的放缓对传媒互联网行业增长预期存在影响,经济增长及转型有助于提升居民消费水平及文化需求,若经济出现波动将对电影、电视剧及其他新兴内容板块产生影响。

- 与股份回购相关的潜在风险

回购是一把双刃剑,上市公司进行股份回购也存在一定的风险,如双重代理人风险(经理人有提高 EPS 的利益驱动)、财务风险(以自身现金流进行股份回购)、债权人风险等。同时,如前文所述,虽然回购的公告日效应明显,但长期影响有限,且由于回购预案公告之前股价一般处于连续下跌状态,意味着短期回购行情较难参与,投资者提前买入的机会成本较高、蒙受损失的概率较大。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

