

2010年02月11日

 市价(人民币): 20.68元
 目标(人民币): 18.50-20.50元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	318.74
总市值(百万元)	8,403.91
年内股价最高最低(元)	22.20/13.70
沪深300指数	3214.13
深证成指	12185.38


相关报告

- 1 《中报业绩低于预期,创投项目加快上市支撑高价》, 2009.8.25
- 2 《新设有线网络和文化投资公司,搭建扩张平台》, 2009.6.17

毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

敬请参阅最后一页之特别声明

电广传媒 (000917.SZ)

——创投减持影响业绩, 三网融合或将加速跨区整合

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.057	0.335	0.052	0.082	0.450	0.534
净利润增长率	148.27%	483.84%	-81.19%	55.67%	450.92%	18.66%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.170	0.307	0.367
市盈率(倍)	133.56	74.06	257.00	220.54	45.38	38.25
行业优化市盈率(倍)	60.57	93.73	55.96	81.18	81.18	81.18
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	0.12%	0.15%	0.09%	0.44%	0.78%
PE/G(倍)	0.90	0.15	N/A	3.96	0.10	2.05
净资产收益率	1.04%	6.52%	1.27%	1.94%	9.86%	10.81%
每股净资产(元)	5.50	5.14	4.14	4.21	4.57	4.94
市净率(倍)	1.39	4.83	3.26	4.28	4.47	4.13
每股经营性现金流(元)	0.21	1.75	0.91	1.80	1.76	1.97
已上市流通A股(百万股)	255.36	263.98	316.78	318.74	318.74	318.74
总股本(百万股)	338.65	338.65	406.38	406.38	406.38	406.38

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- **有线网络业务: 基本完成省内整合, 三网融合背景下跨区域并购或将提速, 然而, 折旧摊销大幅增加、财务费用高企等因素可能导致 09 年有线网络业务增收不增利。**
 - ◆ 经过 09 年一整年的努力, 湖南有线网络集团基本完成了对全省地市县有线网络的整合。除中信国安参股之 3 个半市的 70 万用户和少数偏远县城外, 已完成全省 108 个市县中 96 个市县有线网络的整合;
 - ◆ 在加速推进网络整合和数字化平移的同时, 资本开支的迅速增长及其引致的折旧摊销成本和财务费用增加在相当程度上吞噬了网络业务的收入增长, 我们总体判断, 09 年公司有线网络业务很可能出现“增收不增利”的情况, 净利润总体维持在 3 亿元左右的水平;
 - ◆ 在三网融合背景下, 我们认为, 湖南省内有线网络的全网整合乃至跨区域整合很有可能在年内实现重大突破, 江苏有线的整合模式以及湖南广电与青海卫视的深度合作为我们进行合理判断指引了方向。
- **创投业务: 2010 年套现力度将明显加大**
 - ◆ 创业板大幕开启, “达晨创投”品牌效应日渐显现。去年 10 月 30 日创业板大幕正式拉开, 在首批上市的 28 家公司中达晨系创投即参与了其中 3 家公司的投资, 而且, 公司旗下创投项目在中小板和创业板上市申请过程中始终保持较高的通过率, 推动创投业务进入快速发展期。先后设立达晨财信、达晨财智、达晨财富(有限合伙制)、达晨银雷

(北京)、天津达晨创富等多个创投管理平台，经过近十年的发展，公司已经有效打造起达晨系创投品牌。

- ◆ 09 年公司仅有拓维信息一个项目可以套现，鉴于其从事的手机动漫等移动增值业务在 3G 时代巨大的发展空间，对拓维信息明显表现出惜售的状态，09 年公司至多减持拓维信息 500 万股左右，创投的投资收益大概仅在 1 亿元左右。而随着 2010 年可套现创投项目增加，今年加大创投套现力度应是可以预期的。**我们估计，公司 2010 年通过创投套现实现的投资收益将达到 3 亿元以上，而之后两年也完全有条件维持在这一水平，将推动公司业绩从 2010 年开始出现较大变化。**

■ 酒店经营出现好转，世界之窗嫁接湖南广电成效显著

- ◆ 酒店从 09 年开始聘请原华天大酒店的部分高管，对酒店经营从市场营销到餐饮服务均进行了较大调整，尤其在大型会议营销和餐饮服务上调整力度十分显著。从酒店内部刊物的有关介绍情况来看，我们判断，影视会展中心酒店 09 年有望实现减亏近 2000 万元。
- ◆ 长沙世界之窗在 03 年委托给湖南经视经营后，通过引入湖南广电丰富的媒体资源，经济效益不断提升，09 年，随着湖南广电内容制作的持续强势发展，世界之窗的经营业绩也依旧保持了较快增长，我们预计，实现净利有望突破 2000 万元。
- ◆ 值得注意的是，在近期的临时股东大会上，原湖南经济电视台副台长王艳忠先生出任电广董事兼副总裁，统一管理公司的酒店、世界之窗等旅游资产，依托湖南广电丰富的电视节目资源，相关资产对公司经营业绩的影响将更为正面。

■ 盈利预测及投资收益：上调 2010 年业绩预测，维持“持有”评级

- ◆ 根据此次调研的情况以及我们对公司创投项目套现力度的估计，我们下调公司 09 年每股盈利预测至 0.082 元，但上调公司 2010~2011 年每股收益预测至 0.45 元和 0.534 元。
- ◆ 尽管我们看好公司在三网融合背景下有线网络跨区域整合的前景和创投业务对公司的利润贡献，但考虑到公司目前较高的估值水平及其主要来自于投资收益的盈利结构，我们暂维持公司“持有”的投资评级。我们认为，当前状况及市场条件下，公司的合理价值区间在 14.50~16.00 元左右。

内容目录

1.	有线网络：省内整合基本完成，跨区扩张或将提速	4
1.1.	湖南全省网络整合基本完成，数字电视渗透率迅速提高	4
1.2.	整合、平移加速催涨资本开支，09 年或将增收不增利	5
1.3.	“三网融合”背景下电视湘军或将成就跨区并购第一单	6
2.	广告代理：湖南电视广告持续快速增长	6
3.	创投业务：2010 年套现力度将明显加大	7
3.1.	创业板大幕开启，“达晨创投”品牌效应日渐显现	7
3.2.	创投项目套现力度影响业绩走势	8
4.	酒店经营出现好转，世界之窗嫁接湖南广电效果显著	9
5.	上调 2010 年盈利预测，维持“持有”投资评级	9
	附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1.	电广传媒所属有线电视用户数(2001~2009F)	4
图表 2.	湖南有线网络市场份额分布(2009F)	4
图表 3.	电广传媒所属数字电视用户数(2007~2009F)	5
图表 4.	电广传媒所属数字电视渗透率(2007~2009F)	5
图表 5.	电广有线网络业务收入及其增长(2001~2012F)	5
图表 6.	电广有线网络户均 ARPU 变化(2001~2012F)	5
图表 7.	电广传媒广告代理收入增长变化(1998~2012F)	7
图表 8.	湖南电视台广告收入增长变化(2004~2012F)	7
图表 9.	电广传媒广告代理业务毛利率变化(1998~2009F)	7
图表 10.	电广传媒已上市创投项目基本情况一览	8
图表 11.	电广传媒投资收益预测(2000~2012F)	9

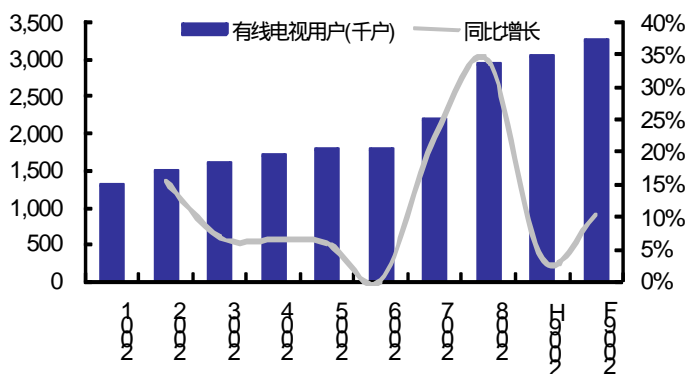
近期，我们对电广传媒进行了跟踪调研。在对其各业务板块经营情况进行详细了解的基础上，我们就三网融合条件下公司有线网络运营的发展态势以及创投业务情况和可能的套现进度进行了重点沟通。

1. 有线网络：省内整合基本完成，跨区扩张或将提速

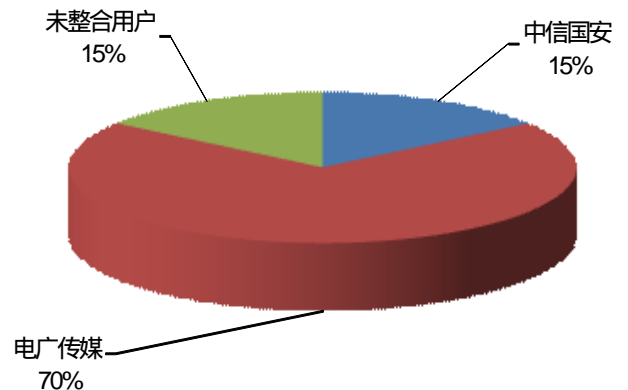
1.1. 湖南全省网络整合基本完成，数字电视渗透率迅速提高

经过 09 年一整年的努力，湖南有线网络集团(公司控股 62.98%)基本完成了对湖南全省地市县有线网络的整合。除中信国安参股之 3 个半市(岳阳、湘潭、益阳、长沙一部分)的 70 万有线电视用户和少数偏远县城的有线网络，公司已完成全省 108 个市县中 96 个市县有线网络的整合，相较 08 年底的 55 个市县增加 41 个，有线电视用户数约为 325 万户，较 08 年底增加 30 万户(见图表 1)。考虑到少数散落在乡镇城区的有线电视用户，公司拥有的用户数在湖南有线网市场占到 70%的份额(见图表 2)。公司在加快完成对全省有线网络整合的同时，积极推进对原有控、参股地市县有线网络公司资产、产权关系的梳理，将省内有线网络整体纳入到有线网络集团的架构中来，这将有利于网络业务的整体运营。

图表1.电广传媒所属有线电视用户数(2001~2009F)



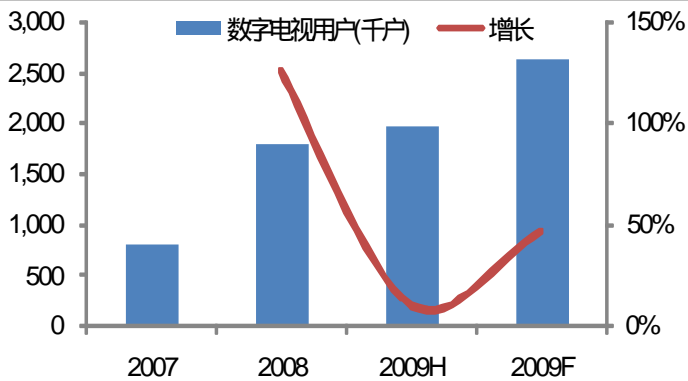
图表2.湖南有线网络市场份额分布(2009F)



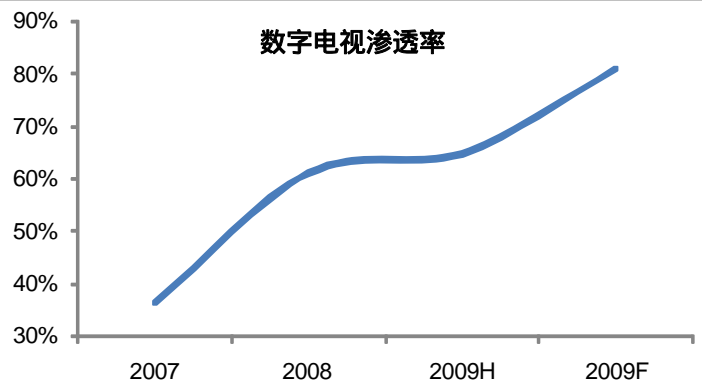
来源：国金证券研究所

在加快全省网络整合的同时，公司有效推进了有线电视的数字化平移。截至 09 年末，我们预计公司有线电视用户完成数字化平移 260 多万户，较 08 年底增加 80 多万户(见图表 3)，所辖网络数字电视渗透率迅速提高到 80%以上(见图表 4)。而且，鉴于其他地区有线网络早期平移过程中的经验、教训，公司自平移之初便采取赠送双向机顶盒的平移方式，今年初，国家正式确立了“三网融合”的产业发展目标，有线全网双向化将成为大势所趋，公司在平移之初即确定赠送双向机顶盒的方式，不仅避免了重复投资，更使其在三网融合背景下开展多种增值业务提供的先机。公司在数字化平移的基础上，积极开展网络增值业务，截至 09 年底，发展宽带用户 1 万多户，付费电视用户近 4 万户，为拓展增值业务开了一个好头。

图表3. 电广传媒所属数字电视用户数(2007~2009F)



图表4. 电广传媒所属数字电视渗透率(2007~2009F)

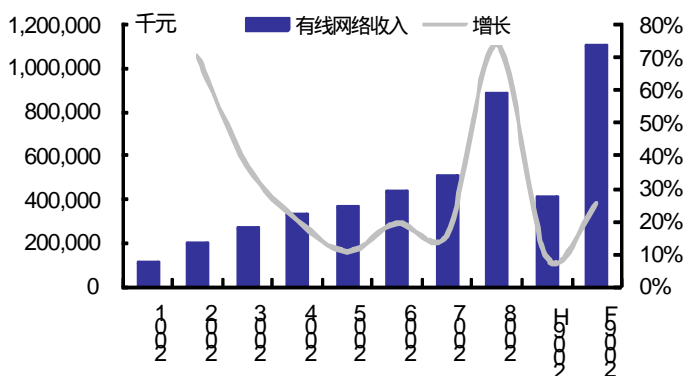


来源：国金证券研究所

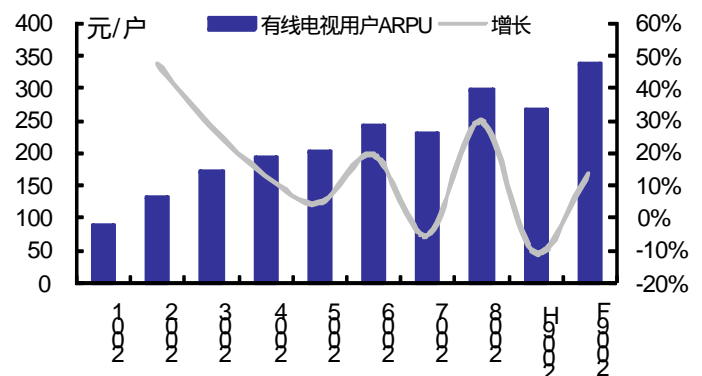
1.2. 整合、平移加速催涨资本开支，09年或将增收不增利

鉴于电广基本完成省内有线网整合后核算范围扩大以及数字化平移提价效应的充分反映，我们预期，09年公司源自有线网络业务的收入将超过11亿元，较08年增长25%以上(见图表5)，折合户均ARPU值达到340元(见图表6)，显示出公司在数字化平移后实现基本收视维护费提价效应的同时，增值业务也获得一定程度的推进。

图表5. 电广有线网络业务收入及其增长(2001~2012F)



图表6. 电广有线网络户均ARPU变化(2001~2012F)



来源：国金证券研究所

然而，公司在加速推进网络整合和数字化平移的同时，资本开支的迅速增长及其引致的折旧摊销成本和财务费用(近几年都是依靠银行贷款扩张)增加在相当程度上吞噬了收入的增长，影响了有线网络业务对公司的盈利贡献。一方面，除暂时难以解决的地区外，公司09年基本完成湖南全省有线网络的整合，合并范围扩大在推高收入的同时成本费用也迅速增加，尤其在初期，大量整合成本的发生在一定程度上影响了业绩体现；另一方面，过去两年间公司加速推进有线网络数字化平移，机顶盒的资本支出大幅增加，08年送出的100万台机顶盒在09年全年摊销进入成本，加上09年赠送的80万台机顶盒，折旧摊销将在2009~2010年间将达到峰值(暂不考虑省内外网络整合的情形)。此外，公司进行有线网络整合、平移资本开支所需的大量资金来自于银行贷款，财务费用的持续增长也对盈利的同步增加产生不利影响。因此，我们总体判断，09年公司有线网络业务很可能出现“增收不增利”的情况，净利润总体维持在3亿元左右的水平。

1.3. “三网融合”背景下电视湘军或将成就跨区并购第一单

2010年1月14日，国务院常务会议原则通过了关于加快推进电信网、广播电视网和互联网“三网融合”的决议，在新的历史时期，三网融合已经成为承载中国加速推动产业结构转型、寻求新的经济增长点的重要支点。在此背景下，实力雄厚的电信运营商可以从事广播电视节目制作和传输业务无疑将大大加大市场的竞争压力，离开“政策襁褓”且经济实力较弱的有线网络运营商通过网络整合寻求规模效应无疑将成为一种必然趋势。在中宣部、广电总局等行业主管部门的积极推动以及市场竞争不断加剧的背景下，我们认为，湖南省内有线网络的全网整合乃至跨区域整合很有可能在年内实现重大突破。

从中信国安以其持有的南京、常州、武进、金坛有线电视项目权益资产及现金参与江苏有线(占股20%)整合成立的“前车之鉴”来看，我们认为，不排除电广传媒以湖南有线网络集团为平台实现湖南省有线网络全面整合的可能，依托巨大的用户群，发展、壮大有线网络，以获得良好的规模综合效益。在此基础上，作为在文化体制改革、产业运营方面极具创新意识的电视湘军不排除在有线网络跨区整合方面同样走在市场的前列。

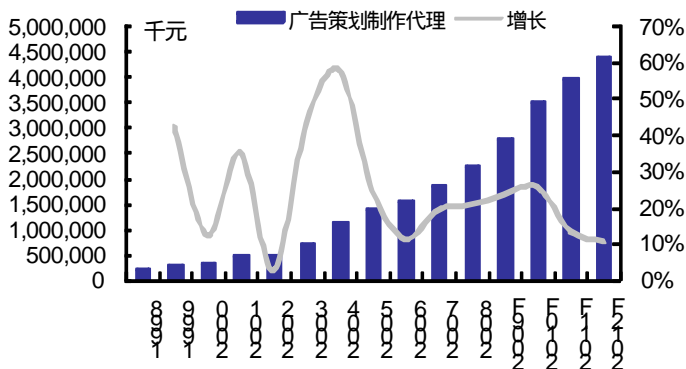
从2010年开始湖南广电集团已经在电视节目上与青海卫视开展了全频道的整体合作，对湖南广电旗下各频道的优质电视节目和自制大剧进行精选并重新组合编排，我们分析认为，鉴于各省卫视频道对于当地经济社会发展极为重要的宣传作用，既然能够在此方面开展全面合作，进而在有线网络领域开展资本层面的合作也是完全可能的。尽管由于青海地广人稀，有线电视用户规模不会很大(估计不超过100万户)，但如能实现有线网络跨区域并购第一单无疑将具有十分重要的意义。公司对跨区并购的积极态度以及三网融合背景下网络跨区域整合的发展趋势将对股价产生“催化剂”的作用。

2. 广告代理：湖南电视广告持续快速增长

电广的广告代理业务以代理湖南电视台各频道(含原经济电视台的频道)广告为主，并通过广州韵洪这一平台进行省外广告的代理。近年来，湖南广电以打造“快乐中国”电视品牌为目标，节目内容推陈出新，市场影响力不断扩大，广告收入在较高基数上仍旧实现了快速增长。

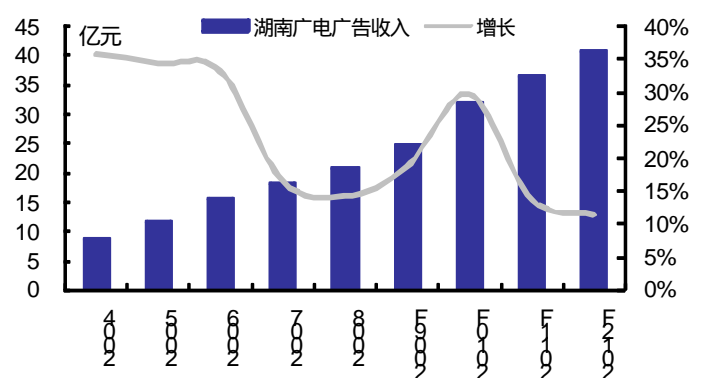
09年公司代理湖南电视台的广告收入预计将近28亿元，较08年继续保持了20%以上的增长，增速并有所提高(见图表7)。其中，持续的快速增长主要源自于湖南卫视广告收入增加，从有关新闻报道估算，湖南卫视单频道的广告收入即超过20亿元，强势品牌效应充分显现，在全国省级卫视中稳居第一的位置，而总体广告金额估计接近25亿元。而且，随着湖南广电整体运作青海卫视，广告经营的协同效应将进一步增强。根据公司在年初公司公告之《续签广告经营合作协议》中的内容，预计公司代理湖南广电集团下属媒体广告收入不超过35亿元，2010年仍将是湖南广电高速发展的一年(见图表8)。此外，广州韵洪代理的湖南省外广告业务日渐起色，09年收入规模也达到3亿元以上，实现了良好的发展势头。而由于09年公司与湖南广电的广告分成继续维持了“统一按广告收入15%分成”的协议，广告代理业务的毛利率水平应总体维持“低位徘徊”的变化态势(见图表9)。

图表7. 电广传媒广告代理收入增长变化(1998~2012F)

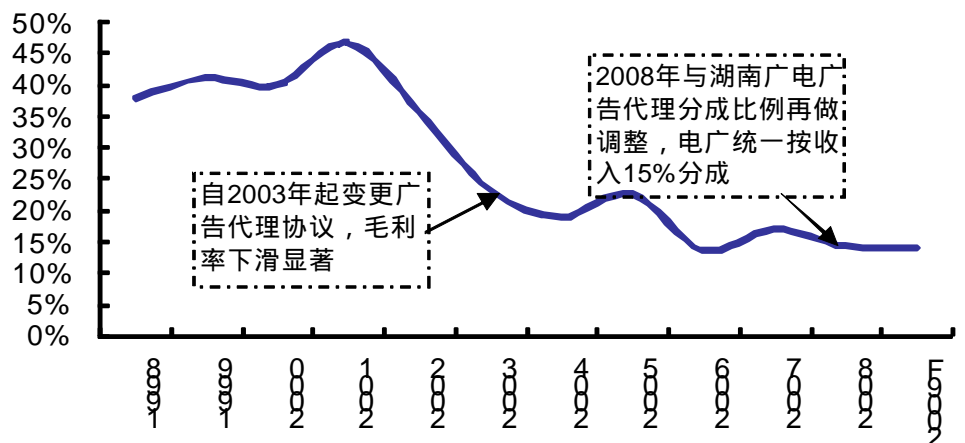


来源：国金证券研究所

图表8. 湖南电视台广告收入增长变化(2004~2012F)



图表9. 电广传媒广告代理业务毛利率变化(1998~2009F)



来源：国金证券研究所

3. 创投业务：2010 年套现力度将明显加大

3.1. 创业板大幕开启，“达晨创投”品牌效应日渐显现

09 年 10 月 30 日创业板大幕正式拉开，首批上市的 28 家公司中出现了 40 多家 PE 创投机构，其中以达晨创投及其下属的达晨财信、达晨财智等所组成的达晨系创投连中三元，最为引人注目。在此之后，有“国内公关第一股”之称的蓝色光标以及深圳和而泰先后通过证监会的创业板上市核准，启动 IPO 程序。加上早先在中小企业板上市的同洲电子(已全部抛售)、拓维信息和圣农发展，电广旗下 60 多个创投项目中已有 8 家公司在国内中小板或创业板实现上市，资本增值数以十倍计。

而且，最近一年来，公司旗下创投项目在中小板和创业板上市申请过程中始终保持了较高的通过率，截至目前，仅有参股 482.5 万股的同济同捷首次冲击创业板遭遇失败，其余项目均一次性通过证监会的核准。此外，从 2000 年设立达晨创业开始，在有了同洲电子成功的退出案例以及股权分置所催生的资本市场牛市之后，公司的创投业务进入快速发展期。先后设立达晨财信、达晨财智、达晨财富(有限合伙制)、达晨银雷(北京)、天津达晨创富等多个创投管理平台，通过募集创投资金实现更快、更好的发展。经过近十年的发展，公司已经

有效打造起达晨系创投品牌，越来越多的创投计划主动找到达晨创投，仅 08 年一年看过的企业即超过 1000 家，品牌效应日渐显现。

从公司近几年资产变化以及国内资本市场的变化趋势来看，投资收益已经成为公司盈利十分重要的组成部分。尽管未来对湖南有线网络、电视媒体资源的整合应是公司主业最为重要的发展方向，但如果能够对投资进行策略性的有序架构，将成为主业尚未架构完整情况下盈利和运营资金的有效补充。

3.2. 创投项目套现力度影响业绩走势

随着创业板的正式设立，电广创投项目的上市进程明显加速，加上之前中小板上市的拓维信息、圣农发展，目前账面已经累计超过 20 亿元的浮盈(见图表 10)。反观公司主业，尽管有线网络通过省内整合、数字化平移，近几年利润水平也实现了较快发展，广告经营的利润也随着湖南广电的发展取得稳步增长，然而，近几年依靠银行借款进行的大规模投入让公司积累了巨额债务，截至 09 年 3 季末，公司长短期银行借款达到 41.1 亿元，财务费用居高不下；有线网络整合让管理半径不断扩大，管理费用也一直保持了较快成长；影视会展中心酒店的亏损状况也未得到根本性扭转。这些最终导致了公司主营业务实现的盈利还无法完全抵补费用的增长和酒店资产的亏损，也由此使得创投项目的套现力度成为决定公司业绩走势的关键因素。

图表10. 电广传媒已上市创投项目基本情况一览

公司代码	已上市项目名称	持股机构	持股股数 (万股)	原始投资金 额(万元)	股价(2月10 日)	市值(万元)	账面浮盈 (万元)	电广权益浮 盈(万元)	解禁时间
002052	深圳市同洲电子股份有限公司	达晨创业				全部抛售			
002261	湖南拓维信息系统股份有限公司	电广传媒	2,401.22	12,518.23	38.85	93,287.40	80,769.17	80,769.17	2009-7-23
002299	福建圣农发展股份有限公司	达晨创业	1,549.80	2,116.00	26.35	40,837.23	38,721.23	38,721.23	2010-10-22
		达晨财信	1,402.20	2,500.00	27.35	38,350.17	35,850.17	14,340.07	
300014	惠州亿纬锂能股份有限公司	达晨财信	195.95	500.00	28.91	5,664.91	5,164.91	2,065.97	2010-11-1
300015	爱尔眼科医院股份有限公司	达晨财信	300.00	96.66	44.60	13,380.00	13,283.34	5,313.34	2010-11-1
300017	上海网宿科技股份有限公司	达晨财智	285.00	2,023.50	33.43	9,527.55	7,504.05	1,375.49	2010-11-1
		达晨财信	230.99	267.80	33.43	7,722.00	7,454.20	2,981.68	
300058	北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司	达晨财信	243.00	2,349.00	33.86	8,227.98	5,878.98	2,351.59	2011-3-1
		达晨创业	102.00	986.00	33.86	3,453.72	2,467.72	2,467.72	
	深圳和而泰智能控制股份有限公司	达晨创业	840.00	672.80	35.00	29,400.00	28,727.20	28,727.20	2011-3-1
合计				24,029.99		249,850.96	225,820.97	179,113.45	

来源：国金证券研究所

注 1：蓝色光标和深圳和而泰尚未完成上市，股价分别按照 IPO 定价(33.86 元)和依据创业板发行平均市盈率估算所得(35 元)。

注 2：达晨财信为电广传媒持股 40%，10% 股权由湖南省财信控股公司持有，其余 50% 股权由上市公司及达晨创投高管持股。

注 3：电广传媒投资达晨财智 550 万元，而根据达晨创投网站上资料，达晨财智注册资本 3000 万元，因此，公司对达晨财智股权比例暂按 18.33% 计算。

09 年，公司仅有拓维信息一个项目可以套现，而拓维信息从事的手机动漫等移动增值服务随着 3G 网络业务的全面启动，拥有巨大的发展空间。正如我们在去年的调研报告中分析的，公司对拓维信息明显表现出惜售的状态。从公司与全资子公司深圳荣涵投资就所持拓维信息股权“冻结 - 解冻”的过程来看，09 年公司至多减持拓维信息 500 万股，加上年初同洲电子少量剩余股份的减持，可以预期 09 年公司创投业务的套现力度是相对较弱的，对公司投资收益的贡献大概在 1 亿元左右。而随着创业板的设立，公司旗下创投项目的上市进程明显加快，2010 年可套现的创投项目有 4 个，而且，考虑到后续项目的投入，今年加大创投套现力度应是可以预期的。我们估计，公司 2010 年通过创投套现实现的投资收益将达到 3 亿元以上，而之后两年也完全有条件维持在这一水平(见图表 11)，将推动公司业绩从 2010 年开始出现较大变化。

图表11. 电广传媒投资收益预测(2000~2012F)

投资收益(千元)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
交易性金融资产收益	0	2,862	17,010	23,261	(18,125)	(52,996)	75,246	85,312	(8,265)	10,000	10,000	10,000	10,000
可供出售金融资产收益								219,024	80,393	103,385	320,000	325,000	330,000
持有到期投资持有期间收益	43,235	59,115	46,205	36,190	36,190	36,190	36,540	56,419	52,005	50,300	51,200	52,100	53,000
股权转让收益						30,000	23,522	4,884					
权益法下核算实现的收益	313	(3,320)	18,164	28,592	41,742	39,922	30,019	21,461	18,906	26,040	27,040	22,580	17,063
成本法核算被投资单位分红	10,000	0				25	(9)		118				
股权投资差额摊销	0	(578)	(798)	(912)	(1,326)	(1,479)	(5,705)						
计提长期投资减值准备					(5,000)	(25,000)	(3,333)						
其他								447					
合计	53,548	58,079	80,581	87,131	53,481	26,662	156,280	387,547	143,157	189,725	408,240	409,680	410,063

来源：国金证券研究所

4. 酒店经营出现好转，世界之窗嫁接湖南广电效果显著

湖南影视会展中心占地面积 300 余亩，建筑面积近 15 万平方米，总投资 7.8 亿元人民币，拥有 35 栋别墅，225 套各种类型客房。中心投资规模虽然较大，但酒店经营的主体 - 客房却十分有限，房价则受长沙地区整体房价水平偏低的影响也定位较低（最低协议价仅为 360 元/天 - 标准间），加上酒店地处城郊，也在一定程度上影响了酒店的入住率，而酒店配套的会议、娱乐、餐饮等设施由于入住水平和地理位置等原因利用率较低，导致酒店自正式营业以来始终处于亏损状态。影视会展中心酒店在 07 年成为公司的全资子公司后，亏损依旧保持在较高的水平，08 年由于自然灾害、经济不景气、地震后会议活动减少等原因亏损更是达到创记录的 6436.1 万元。酒店从 09 年开始聘请原华天大酒店的部分高管，对酒店经营从市场营销到餐饮服务均进行了较大调整，逐步显现出一些新气象，尤其在大型会议营销和餐饮服务上调整力度十分显著。从酒店内部刊物的有关介绍情况来看，我们判断，影视会展中心酒店 09 年有望实现减亏近 2000 万元。

长沙世界之窗在 03 年委托给湖南经视文化传播有限公司经营后，通过引入湖南广电丰富的媒体资源，在长沙本地进行有效宣传的同时，利用世界之窗作为场所积极开展媒体节目的互动活动。近几年，随着湖南广电《超级女生》、《快乐男生》、《奥运冲冲冲》等节目的热播，与之相关的互动活动往往能吸引众多观众前往，由此大大提升了主题公园的经营深度，也藉此推动了园内景观、参与性活动的更新改造，经济效益不断提升。09 年，随着湖南广电内容制作的持续强势发展，世界之窗的经营业绩也依旧保持了较快增长，我们预计，实现净利有望超过 2000 万元。

此外，尤为值得注意的是，在近期的临时股东大会上，原湖南经济电视台副台长王艳忠先生出任电广董事兼副总裁，统一管理公司的酒店、世界之窗等旅游资产，依托湖南广电丰富的电视节目资源，相关资产对公司经营业绩的影响将更为正面。

5. 上调 2010 年盈利预测，维持“持有”投资评级

根据此次调研的情况以及我们对公司创投项目套现力度的估计，我们下调公司 09 年每股盈利预测至 0.082 元，但上调公司 2010~2011 年每股收益预测至 0.45 元和 0.534 元。

尽管我们看好公司在三网融合背景下有线网络跨区域整合的前景和创投业务对公司的利润贡献，但考虑到公司目前较高的估值水平及其主要来自于投资收益的盈利结构，我们暂维持公司“持有”的投资评级。我们认为，当前状况及市场条件下，公司的合理价值区间在 14.50~16.00 元左右。

附录：三张报表预测摘要

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,030	2,650	3,351	4,166	5,014	5,512
增长率		30.5%	26.5%	24.3%	20.4%	9.9%
主营业务成本	-1,577	-1,908	-2,329	-2,883	-3,525	-3,884
% 销售收入	77.7%	72.0%	69.5%	69.2%	70.3%	70.5%
毛利	453	742	1,022	1,283	1,489	1,629
% 销售收入	22.3%	28.0%	30.5%	30.8%	29.7%	29.5%
营业税金及附加	-93	-123	-153	-187	-226	-248
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
营业费用	-134	-166	-181	-244	-323	-353
% 销售收入	6.6%	6.3%	5.4%	5.9%	6.5%	6.4%
管理费用	-257	-340	-412	-562	-642	-695
% 销售收入	12.7%	12.8%	12.3%	13.5%	12.8%	12.6%
息税前利润 (EBIT)	-32	113	276	290	298	333
% 销售收入	n.a	4.3%	8.2%	7.0%	5.9%	6.0%
财务费用	-114	-185	-227	-283	-292	-271
% 销售收入	5.6%	7.0%	6.8%	6.8%	5.8%	4.9%
资产减值损失	0	-60	-27	-10	-8	-5
公允价值变动收益	0	-7	11	3	3	3
投资收益	156	388	143	190	408	410
% 税前利润	84.19%	151.4%	76.7%	95.7%	96.9%	84.6%
营业利润	11	249	176	190	409	470
营业利润率	0.5%	9.4%	5.3%	4.5%	8.2%	8.5%
营业外收支	8	7	10	9	13	15
税前利润	19	256	187	198	421	484
利润率	0.9%	9.7%	5.6%	4.8%	8.4%	8.8%
所得税	15	-69	-51	-50	-105	-121
所得税率	-78.1%	26.9%	27.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	33	187	135	149	316	363
少数股东损益	14	74	114	116	133	146
归属于母公司的净利润	19	113	21	33	183	217
净利率	1.0%	4.3%	0.6%	0.8%	3.6%	3.9%

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	19	113	135	149	316	363
少数股东损益	14	0	0	0	0	0
非现金支出	107	265	294	351	428	487
非经营收益	-39	-200	79	118	-96	-125
营运资金变动	-26	310	-139	116	69	77
经营活动现金净流	75	487	369	733	717	802
资本开支	-130	-536	-729	-1,017	-836	-631
投资	-39	-67	-165	-1,098	355	-72
其他	-31	471	101	193	411	413
投资活动现金净流	-200	-132	-792	-1,923	-69	-290
股权募资	0	72	0	0	0	0
债权募资	534	86	1,107	1,554	-463	-423
其他	-150	-207	-252	-312	-335	-339
筹资活动现金净流	384	-49	855	1,242	-798	-762
现金净流量	259	306	432	53	-150	-250

来源：公司年报、国金证券研究所

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	902	1,315	1,747	1,800	1,650	1,400
应收款项	633	431	296	366	439	481
存货	346	696	948	1,098	1,285	1,330
其他流动资产	338	261	204	259	314	344
流动资产	2,219	2,705	3,196	3,523	3,687	3,554
% 总资产	42.7%	40.3%	40.3%	35.3%	36.1%	34.5%
长期投资	1,224	816	985	2,060	1,696	1,763
固定资产	1,582	2,952	3,448	4,064	4,453	4,598
% 总资产	30.5%	43.9%	43.5%	40.7%	43.6%	44.6%
无形资产	169	228	272	339	379	397
非流动资产	2,974	4,015	4,726	6,465	6,530	6,760
% 总资产	57.3%	59.7%	59.7%	64.7%	63.9%	65.5%
资产总计	5,193	6,719	7,922	9,987	10,217	10,315
短期借款	1,026	1,689	2,398	3,172	2,659	2,436
应付款项	418	1,319	1,221	1,529	1,841	1,994
其他流动负债	56	206	291	354	456	526
流动负债	1,500	3,214	3,910	5,056	4,956	4,955
长期贷款	870	1,133	1,594	2,374	2,424	2,224
其他长期负债	701	21	2	0	0	0
负债	3,071	4,367	5,507	7,430	7,380	7,180
普通股股东权益	1,863	1,739	1,683	1,710	1,856	2,008
少数股东权益	259	613	733	848	981	1,127
负债股东权益合计	5,193	6,719	7,922	9,987	10,217	10,315

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.057	0.335	0.052	0.082	0.450	0.534
每股净资产	5.502	5.135	4.141	4.207	4.567	4.941
每股经营现金净流	0.222	1.748	0.907	1.805	1.764	1.974
每股股利	0.000	0.030	0.020	0.016	0.090	0.160
回报率						
净资产收益率	1.04%	6.52%	1.27%	1.94%	9.86%	10.81%
总资产收益率	0.37%	1.69%	0.27%	0.33%	1.79%	2.10%
投入资本收益率	-1.02%	1.59%	3.12%	2.68%	2.82%	3.21%
增长率						
主营业务收入增长率	11.87%	30.55%	26.47%	24.32%	20.36%	9.93%
EBIT增长率	N/A	-518.86%	143.94%	4.92%	2.82%	11.81%
净利润增长率	148.27%	483.84%	-81.19%	55.67%	450.92%	18.66%
总资产增长率	7.11%	29.39%	17.91%	26.07%	2.30%	0.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.5	11.9	7.5	6.8	6.7	6.6
存货周转天数	76.9	99.7	128.9	139.0	133.0	125.0
应付账款周转天数	17.2	49.0	72.7	80.0	78.0	75.0
固定资产周转天数	272.3	363.1	353.1	336.5	307.0	288.5
偿债能力						
净负债/股东权益	77.13%	61.99%	92.95%	145.88%	120.49%	103.50%
EBIT利息保障倍数	-0.2	0.6	1.2	1.0	1.0	1.2
资产负债率	59.13%	65.00%	69.51%	74.39%	72.23%	69.61%

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
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	1	3
持有	0	2	4	6	18
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	3.00	2.92	2.88

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 2008-09-01	持有	12.54	14.50 ~ 15.50
2 2008-09-22	买入	13.26	18.80 ~ 23.50
3 2008-10-22	买入	10.40	N/A
4 2009-01-23	持有	15.68	N/A
5 2009-04-16	持有	16.84	14.05 ~ 16.35
6 2009-05-04	持有	16.52	12.81 ~ 15.62
7 2009-06-17	持有	16.26	N/A
8 2009-08-25	持有	16.80	N/A

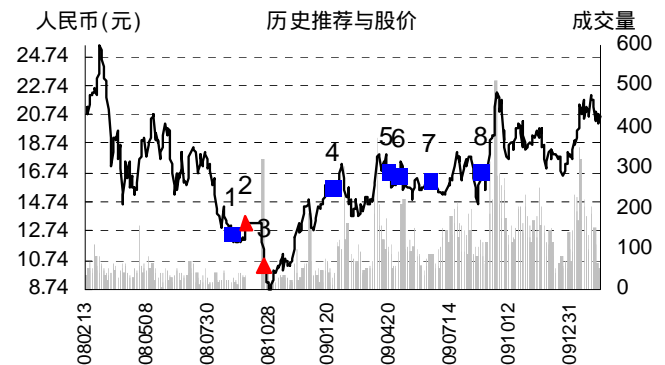
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。