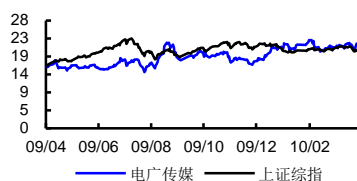


动态报告
传媒
广播与电视
电广传媒(000917)
中性
2010年1季报点评

(维持评级)

2010年4月26日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	22.01
总股本/流通A股(百万股)	406.38/318.74
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	8,944.39/7,015.36
上证综指/深圳成指	2,983.54/11,702.87
12个月最高/最低(元)	22.88/14.56

财务数据

净资产值(百万元)	2,081.35
每股净资产(元)	5.12
市净率	4.30
资产负债率	69.07%
息率	0.09%

相关研究报告:

《电广传媒09年3季度业绩预告点评:投资收益主导业绩波动》——2009-10-19

《电广传媒:拉开有线网络跨区域整合的序幕》——2009-6-17

《投资收益主导业绩波动》——2009-4-30

分析师: 陈财茂

电话: 021-60933163

E-mail: chencm@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980210040007

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩继续下滑,低净利率状态持续

●业绩继续下滑,低净利率状态持续

电广传媒2010年1季度实现营业收入15.5亿元,同比增长75.2%,净利润为470万元,同比下降30.7%,EPS为0.012元。净利率极低的状态并未改变,近5个季度均未超过4%,原因包括:(1)广告业务的分成条款很不利于上市公司。电广传媒和湖南电视台的分成比例为15%:85%,但是5%的营业税,以及对应10%的城建税和教育附加,外加3%的文化事业建设费,均由上市公司承担,因此电广传媒的真实分成比例仅为6.5%。(2)影视会展中心酒店一直亏损。2008年亏损6436万元,2009年亏损5416万元,亏损周期远远超过了同行业的酒店。(3)达晨创投叫好不叫座。如果在项目成功获得收益后,管理层分得绝大部分收益,则对上市公司毫无意义。(4)有线电视业务整转过程中,毛利率下降是自然现象。2008年,有线集团的净利润达到了2.88亿元,而2009年在增加了用户的情况下,净利润却减少到2.07亿元,因赠送双向机顶盒的方式,整转仍旧表现为大量的现金流出和会计利润亏损。(5)大量的现金与大量的有息负债并存,致使财务费用居高不下。2010年1季度的财务费用突破了6000万元。账面上长期贷款36.2亿元,短期借款5.3亿元,而现金也有21.4亿元。

●通过国开行贷款,降低融资成本

国家开发银行将为公司提供总额为106亿元的意向性融资支持,贷款规模较去年披露的197亿元减少了91亿元,不过106亿元的资金本身足以给公司未来的业务发展提供足够的资金支持。1季度有息负债总额41.5亿元,若央行加息25个基点,电广传媒就将增加1037万元利息费用,扣税后对EPS的影响就超过了0.02元。而通过国开行的优惠信贷,则能缓解未来加息的不利影响。

●维持“中性”评级

按照2010-12年投资收益分别为3亿元的假设,2010-12年的EPS分别为0.09、0.10和0.11元,当前股价对应的PE分别为236、226和193倍,维持“中性”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,351.14	4,174.98	5,273	5,959	6,494
(+/-%)	26.47%	24.58%	26.3%	13.0%	9.0%
净利润(百万元)	21.33	29.42	38	40	46
(+/-%)	-81.19%	37.94%	28.6%	4.4%	17.3%
每股收益(元)	0.05	0.07	0.09	0.10	0.11
EBIT Margin	12.56%	6.01%	1.4%	1.6%	1.6%
净资产收益率(ROE)	1.27%	1.51%	1.9%	2.0%	2.3%
市盈率(PE)	419.32	303.97	236.3	226.3	193.0
EV/EBITDA	16.81	21.30	34.8	31.1	28.7
市净率(PB)	5.31	4.58	4.54	4.51	4.47

业绩继续下滑，低净利率状态持续

电广传媒 2010 年 1 季度实现营业收入 15.5 亿元，同比增长 75.2%，环比增长 33.9%，归属于母公司的净利润为 470 万元，同比下降 30.7%，环比下降 12.6%，EPS 为 0.012 元。

图表 1：电广传媒利润表（1Q2009-1Q2010）

单位, 百万元, %	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	YoY	QoQ
营业收入	885.9	1006.0	1123.3	1159.8	1552.4	75.2%	33.9%
营业成本	635.0	773.2	864.9	896.5	1191.1	87.6%	32.9%
<i>gross margin</i>	28.3%	23.1%	23.0%	22.7%	23.3%	-5.0%	0.6%
营业税金及附加	40.2	42.5	47.8	49.0	65.1	62.1%	33.0%
<i>费率</i>	4.5%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%	-0.3%	0.0%
销售费用	40.6	41.3	54.6	172.6	83.8	106.4%	-51.5%
<i>费率</i>	4.6%	4.1%	4.9%	14.9%	5.4%	0.8%	-9.5%
管理费用	113.7	95.2	134.8	123.1	150.5	32.3%	22.2%
<i>费率</i>	12.8%	9.5%	12.0%	10.6%	9.7%	-3.1%	-0.9%
财务费用	53.1	35.7	43.8	52.5	60.3	13.6%	14.8%
资产减值损失	-0.5	-15.4	-2.1	75.3	1.2
公允价值变动	2.6	0.7	0.9	9.9	2.5	-0.5%	-74.3%
投资收益	23.8	2.9	51.6	143.9	45.5	91.1%	-68.4%
营业利润	30.3	37.0	31.8	-55.3	48.6	60.5%	..
<i>营业利润率</i>	3.4%	3.7%	2.8%	-4.8%	3.1%	-0.3%	7.9%
营业外收入	4.3	3.9	4.0	5.0	0.5	-88.7%	-90.2%
营业外支出	0.1	0.3	0.9	3.7	0.5	665.0%	-86.2%
利润总额	34.6	40.6	34.9	-54.0	48.6	40.5%	-189.9%
所得税	5.5	4.7	8.5	-90.6	4.1	-24.9%	-104.6%
<i>所得税率</i>	16.0%	11.6%	24.3%	..	8.5%	-7.4%	..
净利润	29.0	35.9	26.5	36.6	44.4	52.9%	21.3%
<i>净利率</i>	3.3%	3.6%	2.4%	3.2%	2.9%	-0.4%	-0.3%
少数股东损益	22.3	27.8	17.2	31.2	39.7	78.4%	27.1%
归属于母公司的净利润	6.8	8.0	9.2	5.4	4.7	-30.7%	-12.6%
<i>EPS</i>	0.017	0.020	0.023	0.013	0.012	-30.7%	-12.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

电广传媒净利率极低的状态并没有改变，2009 年 1 季度至 2010 年 1 季度的净利率均未超过 4%，分别为 3.3%、3.6%、2.4%、3.2%、和 2.9%。导致电广传媒净利率如此低的原因包括：（1）广告业务的分成条款很不利于上市公司。按照分成条款，电广传媒和湖南电视台对广告毛收入的分成比例为 15%:85%，但是 5% 的营业税，以及对应 10%（以营业税为基础）的城建税和教育附加，外加 3% 的文化事业建设费，均由上市公司承担，因此，对应于毛收入，电广传媒的真实分成比例仅为 6.5%，这个分成比例甚至低于目前中央电视台给中视传媒的比例。（2）影视会展中心这一酒店一直亏损。2008 年亏损 6436 万元，2009 年亏损 5416 万元，自从开业以来，还从未实现盈利，亏损周期远远超过了同行业的酒店。（3）达晨创投叫好不叫座。做为国内知名的创投公司，达晨的业务能力无可厚非，投资了一系列优质的项目，但是其对上市公司的贡献则非常微弱。在项目成功获得收益后，公司与管理层的分成比例非常模糊，若管理层分得绝大部分收益，纵使投资项目非常成功，但是对上市公司毫无意义。从应付职工薪酬看，2009 年为 3.15 亿元，相对 2008 年的 2.33 亿元，增加了 35%。（4）有线电视业务整转过程中，毛利率下降是自然现象。2008 年，有线集团的净利润达到了 2.88 亿元，而 2009 年在增加了用户的情况下，净利润却减少到 2.07 亿元，因赠送双向机顶盒的方式，使得即使机顶盒价格出现下降，但是整转仍旧表现为大量的现金流出和会计利润亏损。（5）

大量的现金与大量的有息负债并存，致使财务费用居高不下。2010年1季度的财务费用已经突破了6000万元。1季度末，账面上长期贷款达到36.2亿元，短期借款5.3亿元，而账面现金也有21.4亿元。

通过国开行贷款，降低融资成本

电广传媒与国家开发银行签订《战略合作协议》，国开行将根据公司的信用评级，项目评审情况，在公司资产负债比例管理约束下及国家批准的开发银行信贷规模内，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。

贷款规模从去年披露的197亿元调整为106亿元，尽管减少了91亿元的规模，但是106亿元的资金本身足以给公司未来的业务发展提供足够的资金支持。

从国开行获得信贷支持的成本低于商业银行贷款，电广传媒巨额的贷款规模和高企的财务费用给公司业绩本身形成了拖累。2010年1季度有息负债总额41.5亿元。在加息预期越来越强的背景下，财务费用的压力正在逐渐加大，若央行加息25个基点，电广传媒就将增加1037万元利息费用，扣税后对EPS的影响就超过了0.02元。而通过国开行的优惠信贷，则能缓解未来加息的不利影响。

维持“中性”评级

按照2010-12年投资收益分别为3亿元的假设，2010-12年的EPS分别为0.09、0.10和0.11元，当前股价对应的PE分别为236、226和193倍，维持“中性”的投资评级。虽然利用PE的方法对电广传媒估值存在扭曲，但是分部估值也并不可取，畸高的本部费用本质上是对股东价值的毁灭，而会展中心既不出售也不剥离，本身也在毁灭价值，创投业务获益后对上市公司的贡献非常微小，简单计算创投项目的净值，则明显高估公司的价值。相对来看，PE仍旧更加可取。

图表 2: 电广传媒盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2311	2466	2232	2144	营业收入	4175	5273	5959	6494
应收款项	205	433	490	534	营业成本	3170	4019	4560	5001
存货净额	1078	1591	1808	1981	营业税金及附加	179	232	268	292
其他流动资产	217	343	387	422	销售费用	309	390	441	481
流动资产合计	3837	4833	4917	5081	管理费用	467	558	597	615
固定资产	3790	4109	4358	4452	财务费用	185	221	248	251
无形资产及其他	308	277	246	215	投资收益	222	300	300	300
投资性房地产	755	755	755	755	资产减值及公允价值变动	(43)	(20)	(20)	(30)
长期股权投资	580	780	880	980	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9270	10754	11156	11483	营业利润	44	133	125	124
短期借款及交易性金融负债	1018	2000	2000	2000	营业外净收支	12	6	6	6
应付款项	533	1167	1326	1452	利润总额	56	139	131	130
其他流动负债	1630	1437	1622	1765	所得税费用	(72)	13	12	12
流动负债合计	3180	4603	4948	5218	少数股东损益	99	89	80	72
长期借款及应付债券	3180	3180	3180	3180	归属于母公司净利润	29	38	40	46
其他长期负债	110	120	130	140					
长期负债合计	3290	3300	3310	3320					
负债合计	6471	7904	8258	8538					
少数股东权益	846	881	913	942					
股东权益	1954	1969	1985	2003					
负债和股东权益总计	9270	10754	11156	11483					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	29	38	40	46
资产减值准备	30	(18)	3	1
折旧摊销	346	410	460	505
公允价值变动损失	43	20	20	30
财务费用	185	221	248	251
营运资本变动	504	(434)	39	30
其它	(869)	54	29	27
经营活动现金流	84	69	590	640
资本开支	(672)	(700)	(700)	(600)
其它投资现金流	(26)	26	0	0
投资活动现金流	(778)	(874)	(800)	(700)
权益性融资	42	0	0	0
负债净变化	1586	0	0	0
支付股利、利息	(280)	(23)	(24)	(28)
其它融资现金流	(1397)	982	0	0
融资活动现金流	1258	960	(24)	(28)
现金净变动	564	155	(234)	(88)
货币资金的期初余额	1747	2311	2466	2232
货币资金的期末余额	2311	2466	2232	2144
企业自由现金流	293	(657)	(116)	30
权益自由现金流	482	125	(342)	(198)

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.07	0.09	0.10	0.11
每股红利	0.69	0.06	0.06	0.07
每股净资产	4.81	4.84	4.88	4.93
ROIC	2%	2%	2%	2%
ROE	2%	2%	2%	2%
毛利率	24%	24%	23%	23%
EBIT Margin	1%	1%	2%	2%
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%
收入增长	25%	26%	13%	9%
净利润增长率	38%	29%	4%	17%
资产负债率	79%	82%	82%	83%
息率	3.1%	0.3%	0.3%	0.3%
P/E	304.0	236.3	226.3	193.0
P/B	4.6	4.5	4.5	4.5
EV/EBITDA	38.9	34.8	31.1	28.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123		