

电广传媒 (000917.SZ)

综合传媒行业

评级: 持有 维持评级

公司研究

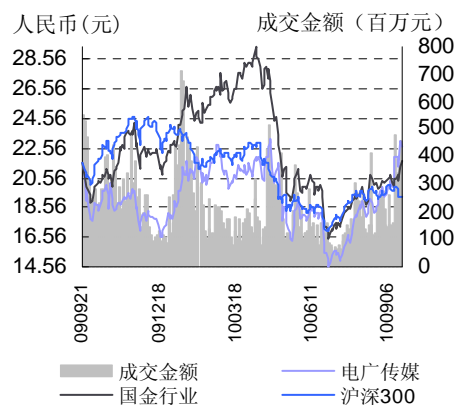
市价(人民币): 22.66元

关注网络整合, 股价或成“双刃剑”

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)	318.72
总市值(百万元)	9,208.53
年内股价最高最低(元)	23.22/14.56
沪深300指数	2849.83
深证成指	11150.33



相关报告

1. 《业绩符合预期, 关注区域网络整合》, 2010.8.29
2. 《理顺股权关系, 推进省内外网络整合》, 2010.5.28
3. 《业绩略低于预期, 三网融合和创投是2010年主要看点》, 2010.3.31

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
(8621)61038204
zhanglw@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.052	0.072	0.290	0.414	0.532
每股净资产(元)	4.14	4.81	4.97	5.25	5.65
每股经营性现金流(元)	0.91	2.56	-0.05	1.70	1.72
市盈率(倍)	257.00	248.87	79.59	55.83	43.44
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	-81.19%	37.94%	300.82%	42.56%	28.52%
净资产收益率(%)	1.27%	1.51%	5.84%	7.88%	9.41%
总股本(百万股)	406.38	406.38	406.38	406.38	406.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **重点关注有线网络整合:** 正如我们年初所判断的, 公司今年将积极推进省内网络的整合, 与省外网络的合作也在运作过程中。年内公司对华丰达有线网络控股有限公司进行注资, 以提升其经营管理能力。另外, 为进一步提升其在三网融合背景下的核心竞争力, 公司积极推进双向网络改造工作, 随着三网融合试点工作的推进, 公司对中信国安所持湖南“三个半市”有线网公司的股权整合工作也有望得到有效推进, 进一步理顺省内网络股权关系, 但如果整合需要动用股权融资工具, 股价或成“双刃剑”。
- **广告业务积极拓展, 向“内容”领域进军:** 广告业务的营销方式不断创新、省外业务拓展取得了积极的成效, 除代理湖南电视台广告以外, 还积极开展省外其他媒体业务的广告代理, 市场化运作能力进一步增强; 公司影视制作业务迈出实质性步伐, 积极进军影视剧领域开创“内容+渠道”的盈利模式, 奠定公司长远发展的基础。
- **创投业务将形成稳定的盈利能力:** 09年创业板大幕的拉开使得公司的创投业务步入了高速发展期, 公司创投业务经过多年的打造和积累, 达晨系创投品牌已成为知名品牌, 目前公司所持已上市创投项目市值20亿左右, 今年可套现的创投项目大幅增加, 创投业务是处于转型期中的公司业绩的稳定器, 同时我们更应该看到的是创投业务对公司所形成的持续盈利能力。

投资建议

- 我们维持对公司“持有”评级, 考虑到国家积极推进国家级有线网络公司的建设, 使得有线网络跨区域整合的难度在加大, 建议积极关注创投项目的过会以及三网融合背景下增值业务的开展以及省内网络整合的步伐。

估值

- 我们维持公司2010-2012每股收益0.29、0.41、0.53元, 对应当前股价2010-2012年PE分别为78, 55, 43倍, 估值处于板块的高端。

风险

- 网络整合低于预期

图表1: 三网融合试点区域内网络整合有望加速

三网融合试点城市	有线用户(万户)	数字用户(万户)	收费标准(元/月)	整合空间	涉及上市公司	备注
北京	426	248	18		歌华有线	北京市三网融合试点选定石景山区, 目前网络平台已经搭建完成
大连	150	130	24			
哈尔滨	80	72.8	26			
上海	250	109	13	郊区超过300万用户	东方明珠	上海全市广播电视有线网络整合将于年底完成, 包括浦东新区、闵行区、嘉定区、金山区等8个区的有线网络将在完成自身整合的前提下, 以由东方有线控股或资产入股的形式并入东方有线平台。
南京	150	145	24		中信国安	
杭州	150	135	21			
厦门	60	41	18			
青岛	170	135	22			
武汉	190	150	24		武汉塑料	
长株潭地区	长沙广达	40	24.5	长株潭地区中信国安 43万用户	电广传媒	8月16日, 长株潭城市群三网融合试点工作在长沙正式启动。根据湖南省规划, 到2012年, 湖南省将构建能够全面承载三网融合业务的下一代宽带网络基础设施
	长沙国安	37	24.5			
	湘潭	16	24.5			
	株洲	22	24.5			
深圳	108.94	108.94	28	关外130万用户	天威视讯	试点方案规划在未来三年内, 深圳将在全市范围内实现广播电视与电信业务的双向进入
绵阳	20	16.2	20			

来源: 国金证券研究所

图表2: 已上市有线网络公司用户价值比较

公司	有线电视用户数(万户)	数字电视用户数(万户)	股价(9.17)	市值(百万)	每户价值
歌华有线	426	248	14.77	15,656	3,675
天威视讯	109	109	22.73	6,069	5,571
广电网络	466	248	10.73	6,041	1,296
武汉塑料	339	157	15.99	2,830	835
电广传媒	350	300	23.10	6,379	2,939

来源: 国金证券研究所

图表3: 有线网络一级市场收购用户价值

公司	时间	收购资产	收购比例	收购价格 百(万元)	PS	PE	PB	每户价值 (元)
东方明珠	2007-12	东方有线	10%	167.7	1.4	12.5	2.4	364
		太原有线	50%	225.8	2.4		1.7	677
电广传媒	2007-12	湖南省广播电视网络有限责任公司	38%	38.0	4.7			
	2006-4	湖南省广播电视网络有限责任公司	62%	62.0	4.4		3.1	
中信国安	2010-4	武汉塑料	12.4%	493.5				715
	2008-7	江苏省广播电视信息网络股份有限公司	20%	1,365.0			1.7	640
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19.4%	71.2	1.5	70.1	1	319
	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络有限责任公司	49%	35.6	4.2	16.1	1	
广电网络	2007-12	陕西省广播电视信息网络股份有限公司所属“省干网”有线电视网络资产	100%	112.9				455
	2006-6	陕西省广播电视信息网络股份有限公司所属陕西省范围内11个市、区的有线网络相关资产	100%	1,523.7	1.3	20	3.5	538
天威视讯	2007-8	深圳市南油有线广播电视站	100%	52.8			1.7	
歌华有线	2004-9	涿州市广播电视局有线电视网络资产	95%	11.8	3.3	12.4	1.2	459
	2002-2	北京市郊十区县网络资产	100%	182.7				371

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,650	3,351	4,175	5,814	6,512	6,938	货币资金	1,315	1,747	2,311	2,100	2,000	2,200
增长率	26.5%	24.6%	39.3%	12.0%	6.5%		应收款项	431	296	205	510	570	605
主营业务成本	-1,908	-2,329	-3,170	-4,395	-4,884	-5,201	存货	696	948	1,078	1,674	1,780	1,781
%销售收入	72.0%	69.5%	75.9%	75.6%	75.0%	75.0%	其他流动资产	261	204	243	397	438	465
毛利	742	1,022	1,005	1,419	1,629	1,736	流动资产	2,705	3,196	3,837	4,681	4,787	5,051
%销售收入	28.0%	30.5%	24.1%	24.4%	25.0%	25.0%	%总资产	40.3%	40.3%	41.4%	45.8%	44.8%	45.7%
营业税金及附加	-123	-153	-179	-256	-287	-305	长期投资	816	985	1,309	955	1,026	1,073
%销售收入	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	固定资产	2,952	3,448	3,790	4,238	4,492	4,555
营业费用	-166	-181	-309	-349	-391	-416	%总资产	43.9%	43.5%	40.9%	41.4%	42.1%	41.2%
%销售收入	6.3%	5.4%	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	228	272	321	350	371	374
管理费用	-340	-412	-467	-552	-638	-666	非流动资产	4,015	4,726	5,433	5,545	5,890	6,004
%销售收入	12.8%	12.3%	11.2%	9.5%	9.8%	9.6%	%总资产	59.7%	59.7%	58.6%	54.2%	55.2%	54.3%
息税前利润 (EBIT)	113	276	50	262	313	349	资产总计	6,719	7,922	9,270	10,226	10,678	11,055
%销售收入	4.3%	8.2%	1.2%	4.5%	4.8%	5.0%	短期借款	1,689	2,398	1,018	1,245	1,375	1,549
财务费用	-185	-227	-185	-218	-239	-235	应付款项	1,319	1,221	1,889	2,226	2,441	2,499
%销售收入	7.0%	6.8%	4.4%	3.8%	3.7%	3.4%	其他流动负债	206	291	274	544	603	639
资产减值损失	-60	-27	-57	-1	0	0	流动负债	3,214	3,910	3,180	4,015	4,419	4,687
公允价值变动收益	-7	11	14	0	0	0	长期贷款	1,133	1,594	3,180	3,230	3,030	2,830
投资收益	388	143	222	260	315	355	其他长期负债	21	2	110	0	0	0
%税前利润	151.4%	76.7%	396.6%	83.5%	78.4%	73.5%	负债	4,367	5,507	6,471	7,246	7,449	7,517
营业利润	249	176	44	302	389	468	普通股股东权益	1,739	1,683	1,954	2,019	2,134	2,297
营业利润率	9.4%	5.3%	1.0%	5.2%	6.0%	6.8%	少数股东权益	613	733	846	961	1,094	1,241
营业外收支	7	10	12	9	13	15	负债股东权益合计	6,719	7,922	9,270	10,226	10,678	11,055
税前利润	256	187	56	311	402	483	比率分析						
利润率	9.7%	5.6%	1.3%	5.4%	6.2%	7.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-69	-51	72	-78	-100	-121	每股指标						
所得税率	26.9%	27.5%	-128.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.335	0.052	0.072	0.290	0.414	0.532
净利润	187	135	128	233	301	362	每股净资产	5.135	4.141	4.808	4.968	5.252	5.653
少数股东损益	74	114	99	116	133	146	每股经营现金净流	1.748	0.907	2.557	-0.052	1.704	1.715
归属于母公司的净利润	113	21	29	118	168	216	每股股利	0.030	0.020	0.020	0.130	0.130	0.130
净利率	4.3%	0.6%	0.7%	2.0%	2.6%	3.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.52%	1.27%	1.51%	5.84%	7.88%	9.41%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	1.69%	0.27%	0.32%	1.15%	1.57%	1.95%
净利润	113	135	128	233	301	362	投入资本收益率	1.59%	3.12%	1.61%	2.63%	3.08%	3.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	265	294	409	341	371	395	主营业务收入增长率	30.55%	26.47%	24.58%	39.26%	12.00%	6.53%
非经营收益	-200	79	-33	-103	-46	-91	EBIT增长率	N/A	143.94%	-81.92%	424.13%	19.57%	11.44%
营运资金变动	310	-139	534	-493	67	30	净利润增长率	483.84%	-81.19%	37.94%	300.82%	42.56%	28.52%
经营活动现金净流	487	369	1,037	-21	692	697	总资产增长率	29.39%	17.91%	17.01%	10.31%	4.42%	3.53%
资本开支	-536	-729	-736	-810	-632	-448	资产管理能力						
投资	-67	-165	189	354	-72	-47	应收账款周转天数	11.9	7.5	6.4	6.8	6.7	6.6
其他	471	101	103	260	315	355	存货周转天数	99.7	128.9	116.7	139.0	133.0	125.0
投资活动现金净流	-132	-792	-443	-196	-389	-140	应付账款周转天数	49.0	72.7	59.5	78.0	75.0	68.0
股权募资	72	0	42	0	0	0	固定资产周转天数	363.1	353.1	304.8	219.9	193.8	174.7
债权募资	86	1,107	205	277	-70	-26	偿债能力						
其他	-207	-252	-280	-271	-334	-332	净负债/股东权益	61.99%	92.95%	66.48%	78.83%	73.70%	60.87%
筹资活动现金净流	-49	855	-32	6	-404	-358	EBIT利息保障倍数	0.6	1.2	0.3	1.2	1.3	1.5
现金净流量	306	432	562	-211	-100	200	资产负债率	65.00%	69.51%	69.80%	70.86%	69.76%	68.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	5	5	5	12
持有	0	3	3	3	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.30	2.33	2.35	2.36

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 2008-09-22	买入	13.29	18.80 ~ 23.50
2 2009-04-16	持有	16.88	14.05 ~ 16.35
3 2009-05-04	持有	16.55	12.81 ~ 15.62
4 2010-02-12	持有	21.63	18.50 ~ 20.50
5 2010-03-31	买入	20.78	N/A
6 2010-05-28	买入	19.29	N/A
7 2010-08-29	持有	19.67	N/A

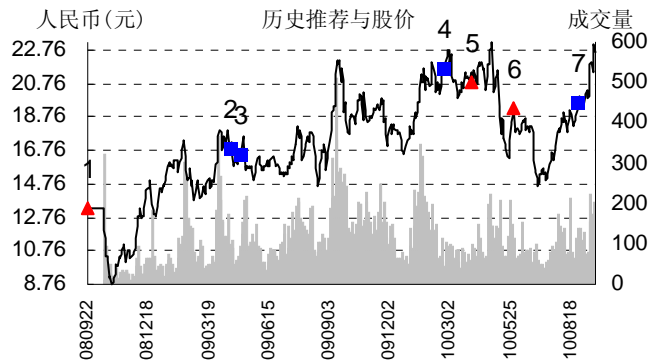
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室