

[2008.11.27]

确定性业绩预期下的传媒行业投资吸引力提升

传媒行业 2009 年上半年投资策略

✍ 谭晓雨

吴轶

☎ 0755-82485885

021-38676050

✉ tanxy@gtjas.com

wuyi007608@gtjas.com

本报告导读:

- Ø 传媒行业的行业比较优势：抗周期消费品行业、业绩确定性预期、小非压力与再融资压力最轻、制度变迁红利、较好的防御性
- Ø 建议积极配置，差异化选股

投资要点:

- I 传媒行业本身是消费品行业，同时受益于内需消费品各行业充分竞争条件下广告支出的持续增长。广告投放行业主要集中在日化、服装、乳业、食品、电器、汽车等内需消费和服务性行业，央视、湖南卫视等强势媒体在经济周期下降阶段下仍获得众多内需消费品行业广告投放支撑。作为风向标的 09 年中央电视台黄金资源广告招标招标总额同比增长 15%，充分彰显传媒行业收入增长抗周期的特性。审视传媒行业的未来经营绩效、资产状况和行业演变因素，我们认为传媒行业的相对投资吸引力已经显著提升。
- I 传媒行业是典型的抗周期消费品行业，在投资者对强周期或弱周期行业未来两年盈利预期下降日益担忧的今天，传媒行业的确定性业绩预期尤其难能可贵。
- I 未来两年传媒行业是全市场中“小非”抛压压力最轻的行业之一，小股东受限股合计行业新增市值占行业 A 股总市值比例仅为 0.9%。
- I 传媒行业主要公司股权融资需求不迫切，投资者持有传媒公司有相对安全性、免受上市公司再融资需求对市值的侵蚀。
- I 传媒行业的制度变迁红利仍未完全兑现，传媒行业上市公司将通过并购、注资等方式重构业务模式、超常规提升业绩仍可期待。
- I 传媒业无论牛市熊市都相对于大盘持续保有了 1.5-1.8 倍的估值倍数，08 年以来股价的充分回落后传媒行业已经进入可投资区域，部分上市公司已经成为较好的防御性持有品种。传媒上市公司 08—10 年的预测业绩平均动态市盈率估值继续保持趋降，其中天威视讯、博瑞传播估值处于行业内较低水平。
- I 09 年上半年传媒投资策略为超额配置、差异化选股。重点选择基本面相对明朗、防御性强的天威视讯、博瑞传播、广电网络、歌华有线、新华传媒和隐含重大资产重组预期、基本面存在突破性改善机会的电广传媒、出版传媒等公司。

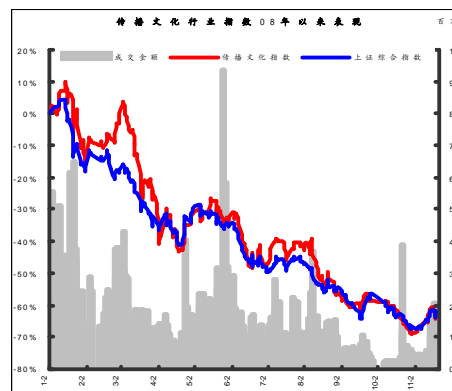
请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

户外广告	增持
有线网络	增持
电视广播	增持
图书出版印刷	中性
报纸杂志	中性

重点公司评级

博瑞传播	增持
电广传媒	谨慎增持
天威视讯	谨慎增持
广电网络	谨慎增持
歌华有线	谨慎增持
新华传媒	谨慎增持
出版传媒	谨慎增持
东方明珠	中性
北巴传媒	中性
时代出版	—



相关报告

投资价值优势公司

(08.06.15)

目录

1. 我国传媒广告行业发展特点分析	4
1.1. 广告行业发展潜力大，但增速在放缓	4
1.2. 互联网、无线移动多媒体广告成行业增长亮点	5
1.3. 广播电影电视行业仍在全面推进数字化	6
1.4. 报刊纸媒体数字化转型压力犹存	7
1.5. 图书出版业力推全行业改制上市	8
2. 传媒广告行业未来发展展望分析	9
2.1. 广告增速预计将受宏观经济影响而下降	9
2.2. 央视 09 年广告投放获内需消费、社会服务性行业力撑	9
3. 传媒行业 08 年资本市场表现分析	11
3.1. 传媒行业指数在 08 年 7 月后相对沪深 300 取得显著正超额收益	11
3.2. 部分上市公司股价相对上证综指亦取得正超额收益	12
3.3. 传媒行业估值水平已随大市迅速回落	12
4. 传媒行业 09 年上半年投资策略	14
4.1. 传媒上市公司 08 年 Q1-Q3 业绩表现稳定，确定性高	14
4.2. 传媒行业是“小非”抛售压力最轻的行业	16
4.3. 传媒行业上市公司股权融资需求并不迫切	17
4.4. 制度变迁红利将助推传媒上市公司业绩增长	18
4.5. 传媒上市公司将呈现分化发展	18
4.6. 机构投资者已经对传媒行业做出积极配置选择	20
4.7. 传媒行业 09 年上半年策略：积极配置，差异化选股	20
5. 传媒行业重点公司简评	21
5.1. 天威视讯：业绩稳定性较好的投资品种	谨慎增持 21
5.2. 歌华有线：政府补贴缓冲整转成本压力	谨慎增持 21
5.3. 电广传媒：攻防兼备的投资品种	谨慎增持 21
5.4. 广电网络：盈利模式稳定，估值有优势	谨慎增持 22
5.5. 博瑞传播：主业增长稳健，复合业务结构增强抗风险能力	增持 22
5.6. 新华传媒：收入结构调整提升盈利能力	谨慎增持 22
5.7. 出版传媒：主业盈利能力增强 期待跨区发展	谨慎增持 23

图表目录

图表 1: 1999-2007 年中国广告收入总额及增速一览表	4
图表 2: 广告收入增速与名义 GDP 增速对照图	4
图表 3: 广告收入占名义 GDP 比重从 2005 年开始有所放缓	5
图表 4: 1990—2005 年四大传统媒体广告收入占比图	5
图表 5: 中国网络广告 2007Q3-2008Q3 市场规模	6
图表 6: 2007Q3-2008Q3 中国户外电子屏市场规模	6
图表 7: 2007-2008Q2 中国地铁移动电视市场规模	6
图表 8: 广播电影电视行业全面数字化进程图	7
图表 9: 中国 2001- 2006 年图书出版定价总额及增长率	8
图表 10: 中国图书市场纯销售额规模	8
图表 11: 央视 2002—2009 年广告招标金额一览图	10
图表 12: 传媒行业指数与沪深 300 指数 08 年走势对比图	11

图表 13: 广电行业主要上市公司 08 年股价走势与上证综指比较图 12
图表 14: 报刊出版行业主要上市公司 08 年股价走势与上证综指比较图 12

表格目录

表格 1: 央视 2009 年黄金资源广告中标行业分布..... 10
表格 2: 传媒行业主要上市公司 04—07 年营业收入与净利润增长率一览表..... 13
表格 3: 传媒上市公司 2008 年迄今股价年度跌幅统计一览表..... 13
表格 4: 传媒主要上市公司 06—08 年市盈率估值一览表..... 14
表格 5: 传媒上市公司 07—08 年三季度营业收入与净利润增率比较一览表..... 15
表格 6: 传媒上市公司 07—08 年三季度三费率比较一览表..... 15
表格 7: 传媒上市公司 08 年三季度损益与资产指标比较一览表..... 16
表格 8: 传媒行业上市公司受限股份流通进度统计表..... 17
表格 9: 传媒行业主要上市公司首发及最近 5 年募集资金及现金分红情况一览表..... 17
表格 10: 有线网络上市公司 05-08Q3 存货及应收账款与营业收入占比一览表..... 19
表格 11: 有线网络上市公司 05-08Q3 固定资产及在建工程变动一览表..... 19
表格 12: 有线网络上市公司 05-07 折旧摊销及占当年营业收入比重一览表..... 19
表格 13: 基金对传媒上市公司的持股比例..... 20
表格 14: 传媒行业主要上市公司 08-10 年业绩及估值预测一览表 20
表格 15: 北美主要上市公司业绩与估值一览表..... 24

1. 我国传媒广告行业发展特点分析

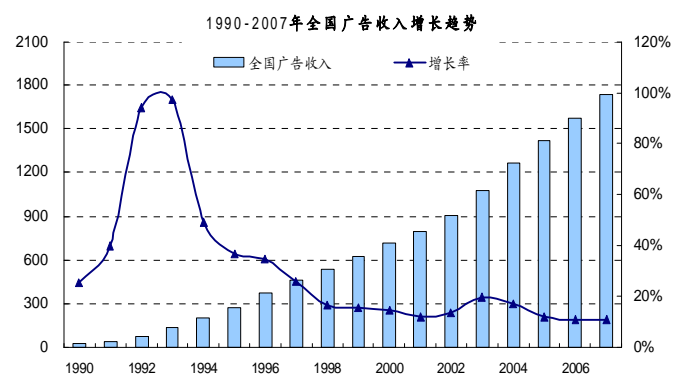
1.1. 广告行业发展潜力大，但增速在放缓

2007 年我国广告收入规模约为 1741 亿元，同比增长 10.68%，较上年增速稍降 0.42%。根据尼尔森测算，2008 年上半年中国广告投放总额高达 2449 亿元，同比增长 17%。而据 CTR 市场研究最新的广告监测报告显示，2008 年前三季度中国内地广告市场投放总额达到 2604 亿人民币，较去年同期增长 13%。第三季度的广告投放增速已经减缓。

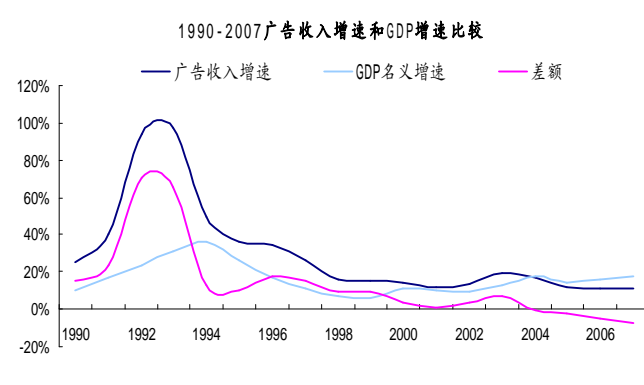
从更长时间段来看，我国广告行业从 1990 至今始终保持着正增长，但增速在逐步放缓。1990—2003 年广告收入增速相较名义 GDP 增速均录得正的超额增长，但 04 年出现转折，到 07 年二者差距已扩大到 7 个百分点。1990—2005 年我国广告收入占名义 GDP 的比重不断提升，03-04 年达到 0.8%，之后该比率开始小幅下降。与日本等发达国家相比，我国广告收入占名义 GDP 的比重仍偏小，且波动性较大。

我们可以从广告增长结构可以看出端倪，近年来增速强劲的是在全市场中占比较小的互联网、户外、广播和移动多媒体广告，而占广告市场份额 70% 以上的电视、报刊、广告公司的广告收入增速平淡。这与我国绝大部分的电视、报刊经营机构的事业单位、企业化经营组织架构是相适配的。我们相信，一旦传媒经营单位的市场化、企业化改革出现大面积的实质进展，传媒行业的生产力和成长性将得到加速释放。

图表 1: 1999-2007 年中国广告收入总额及增速一览表

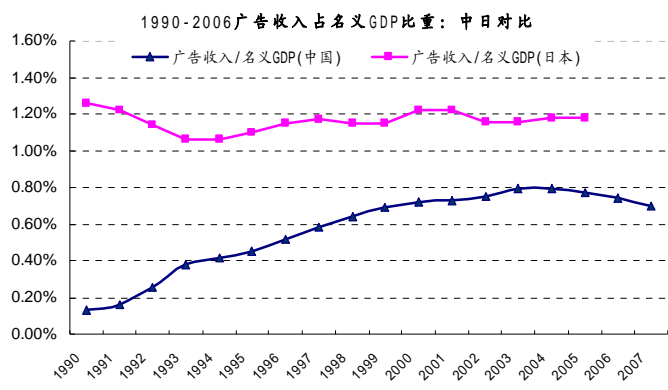


图表 2: 广告收入增速与名义 GDP 增速对照图

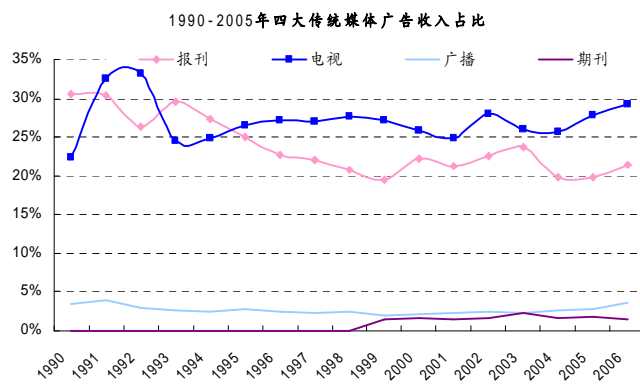


资料来源：国家工商行政管理总局，中国广告协会，国家统计局，国泰君安研究所

图表 3: 广告收入占名义 GDP 比重从 2005 年开始有所放缓



图表 4: 1990—2005 年四大传统媒体广告收入占比图



资料来源：国家工商行政管理总局，中国广告协会，国家统计局，国泰君安研究所

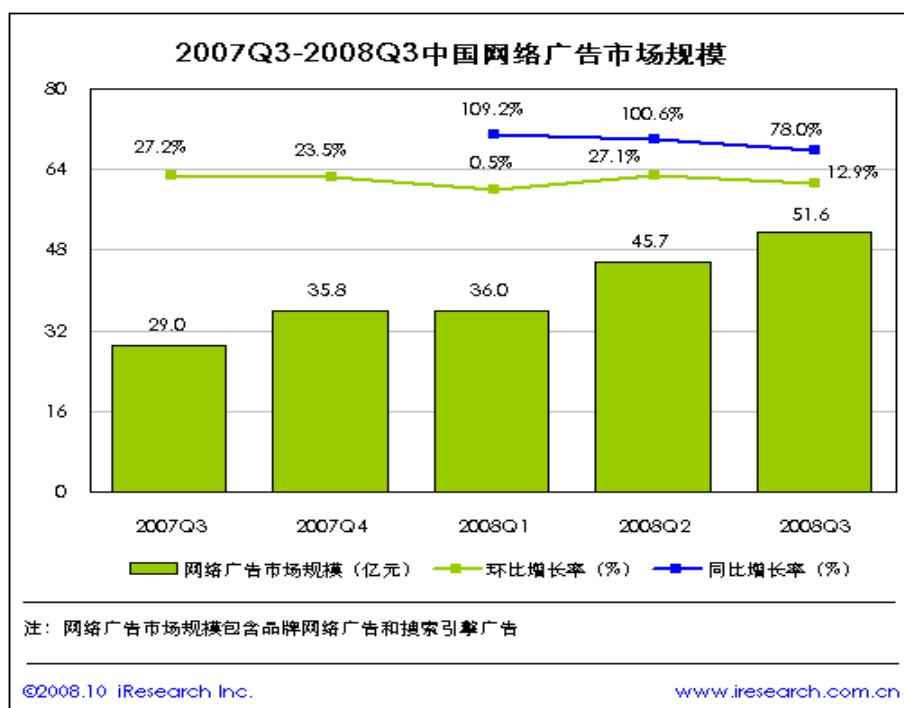
1.2. 互联网、无线移动多媒体广告成行业增长亮点

根据艾瑞咨询推出的《2008 年第三季度中国网络广告市场监测报告》数据显示，2008Q3 中国网络广告市场规模为 51.6 亿元，环比增长 12.9%，同比增长 78.0%，网络广告整体市场实现稳步增长。房地产、网络应用、汽车和 IT 是四个较为主要的网络广告投放行业，占整体的比重超过 50%。但到 2008 年上半年 IT 产品及服务的网络广告投放比例有所下降，服装服饰、食品饮料、金融保险等行业增长相对比较快。08Q4 由于缺乏热点事件刺激、而宏观经济减速明显，品牌广告主网络广告支出相对谨慎，四季度网络广告市场增长将趋缓。

而据易观国际 (Analysys International)《2008 年第 3 季度中国户外电子屏广告市场季度监测》研究结果显示：2008 年第 3 季度户外电子屏广告市场收入规模为 18.21 亿，环比增长 13.8%，同比增长 53.5%。在移动电视广告市场。2008 年第 2 季度地铁视讯媒体广告收入达到 0.39 亿人民币，环比增长 39%，是移动电视领域中增长最快的细分市场之一。

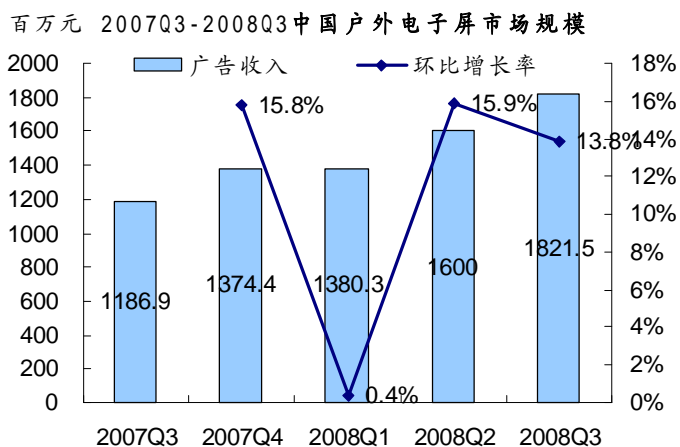
互联网、移动多媒体领域的迅速增长与这个行业管制程度相对较低、引资灵活、企业化、资本化纯粹有关。

图表 5: 中国网络广告 2007Q3-2008Q3 市场规模



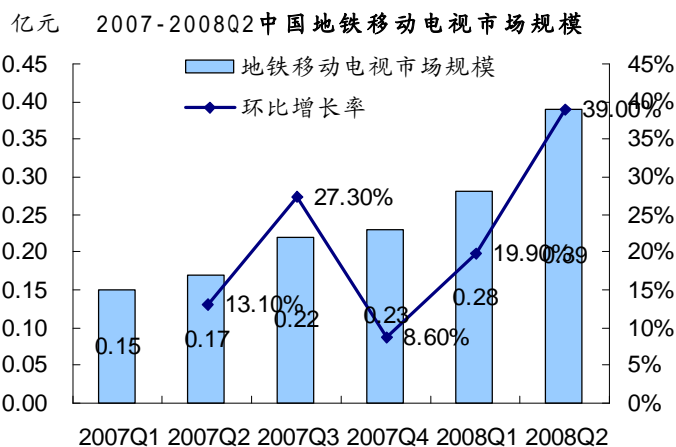
资料来源: 艾瑞资讯

图表 6: 2007Q3-2008Q3 中国户外电子屏市场规模



资料来源: 易观国际 2008

图表 7: 2007-2008Q2 中国地铁移动电视市场规模



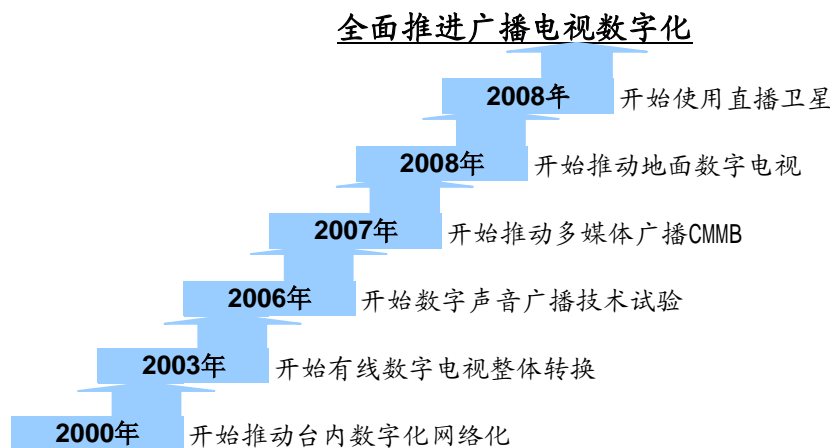
资料来源: 易观国际 2008

1.3. 广播电影电视行业仍在全面推进数字化

我国广播电视行业的全面数字化从 2000 年开始。首先是推动电视台内数字化网络化；2003 年开始推进有线数字电视整体转换，到 08 年三季度全国有线数字用户数量超过了 4000 万户。数字声音广播技术试验从 2006 年开始，目前已在北京、上海、广州等城市进行了试验；从 2007 年开始推动移动多媒体广播 CMMB 的发展，目前已在 8 个城市开始了地面数字电视的试播，并即将启动全国范围的全面

转换。2008 年年引入直播卫星广播服务“村村通”。经过八年努力，我国已建成世界上覆盖人口最多，无线、有线、卫星、互联网等多种技术手段并用，中央与地方、城市与农村、国内与国外并重的规模庞大的广播影视网络，已经进入了一个全面推进广播电视数字化的时代。

图表 8：广播电影电视行业全面数字化进程图



资料来源：国家广电总局

由于广播电视行业资本化和开放程度低，在全面数字化进程中，主要在有线数字电视平移领域小规模地引入了社会资本参与。有线网络运营商依靠提价、政府补助、银行贷款、资本市场融资获得产业升级的资金，并由此带来营业收入的增长。

我国在其他数字化领域则主要以各级电视台担纲投入、国家财政补贴等形式进行。封闭投资体系下，数字化的产业运作市场主体尚不清晰，盈利模式的形成受到市场培育、政策等诸多因素的影响而进展缓慢。以 CMMB 业务为例，目前各地电视台还处在成立网络建设、公司架构、商业运作模式研究及内容研发阶段。而随着电信运营商重组的完成，全业务模式的到位，电信运营商依托其雄厚的资本实力和深厚的产业链，在无线升级、3G 部署和统一费率定价等方面进展很快，正迅速推动着移动通讯设备接入和信息服务业务。而这显然是市场中增长最快的部分之一。

1.4. 报刊纸媒体数字化转型压力犹存

08 年上半年平面媒体收益奥运，广告投放强力反弹。其中，报纸广告 385 亿人民币，同比增幅达 20%；杂志广告以 23%、约 51 亿人民币的增幅雄居媒体投放增长首位。同期平面纸媒亦遭遇新闻纸价格大幅上涨的严峻局面，新闻纸从 07 年 4 月开涨，到 08 年 9 月涨幅几近翻番，部分平面媒体被迫提价来应对成本上涨压力。下半年新闻纸价格回落，而纸媒体的广告投放增速亦放缓。奥运并没有改变纸媒体在与互联网、电视等媒体竞争过程中处于劣势的现实。

技术进步、资金压力倒逼平面纸媒体加快向数字化方向转型。据《中国新闻出版

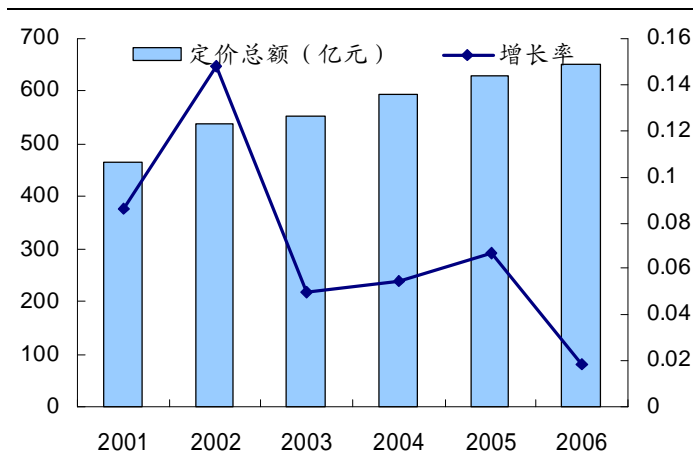
报》报道，到 2007 年 5 月，全国已经推出数字报纸的报社共有 88 家，报纸约 250 种，其中中央级、省级、报业集团等有 41 家，占该类型总数的 65%；都市类报纸约有 40 家，行业专业企业等产业类报社约 17 家。国内有解放日报报业集团、广州日报报业集团、宁波日报报业集团、烟台日报报业集团等 4 家报业集团开始尝试推出带阅读器的电子报纸。但总体上，纸媒体的网络化、数字化出版的赢利模式还处在探索阶段。

1.5. 图书出版业力推全行业改制上市

根据 ReportLinker 提供的报告显示，2006 年全球出版行业市场规模达到 3836.46 亿美元，从 2002 到 2006 年的年均复合增长率为 2.3%。预测 2006 年到 2011 年全球图书市场的年均复合增长率保持在 3% 左右，全球出版市场规模 2011 年将达到 4446.40 亿美元。

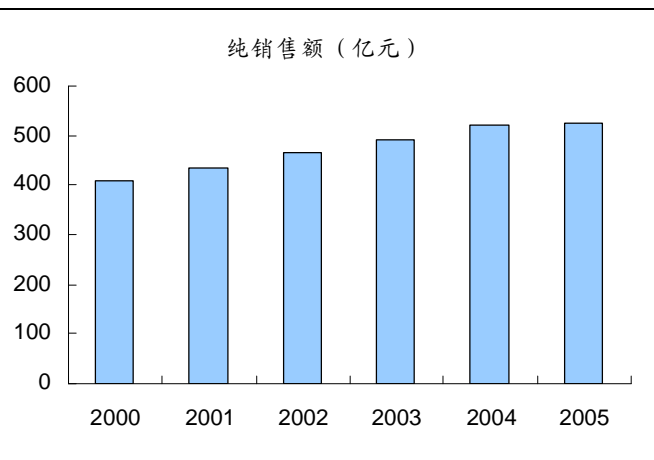
我国图书出版市场 2006 年出版图书的定价总金额为 649.13 亿元，较上年增长 2.67%。图书发行市场纯销售额（最终零售额）2005 年约为 493.2 亿元，5 年的复合增长率约为 5.5%。

图表 9：中国 2001- 2006 年图书出版定价总额及增长率



资料来源：《中国新闻出版统计资料汇编》（2001 至 2006）

图表 10：中国图书市场纯销售额规模



资料来源：《中国新闻出版统计资料汇编》（2001 至 2006）

图书出版行业增速虽然缓慢，但其通过结构调整实现快速发展的空间却比较大。首先是全行业由事业制转为企业的改革较彻底。根据新闻出版署的部署，除少数承担公共产品和半公共产品生产的出版单位可继续保留事业单位的性质，其他出版单位均应转制为企业。自 2003 年以来全国已经有 17 家出版集团、184 家图书出版社、79 家音像出版社转制为企业，2008 年资本市场新增了新华文轩（0811.HK）、出版传媒（601999）、时代出版（600551）三家上市公司。下一步，政府将运用各种政策杠杆鼓励领先的出版企业集团打破垄断，实现资源的跨部门、跨行业、跨地区的整合与流动，培育、催生一批集约化经营程度较高的大型出版集团。我们相信在出版产业布局和结构重构过程中必将带动行业加速增长，提高出版业的信息化、数字化升级进程，从而也最终提高这个行业的投资价值。

从以上对传媒各子行业核心发展特点的简要分析可以看出，受奥运刺激，虽然我国传媒广告增速在 08 年将创新高，但其增长趋势已然放缓。传统媒体管制严厉、封闭自循环的投入产出模式严重制约增长速度。在全行业面临信息化、数字化产业升级的大环境下，唯有坚定地市场化、企业化方向进行制度创新的子行业才能持续提升其投资价值，才能孕育和培育出一批有成长性和竞争力的企业集团。

2. 传媒广告行业未来发展展望分析

2.1. 广告增速预计将受宏观经济影响而下降

后奥运时代的中国面临宏观经济增速下滑的局面，广告行业在经历奥运广告过度投放、三聚氰氨等牛奶门事件之后，2009 年的增长不容乐观。

全球知名媒体买方机构 Carat 在 11 月底的最新报告中下调了对中国市场的预期。Carat 将 08 年的中国广告支出较去年同期增长 19.7% 降至 18.2%，对 09 年的预期从 13.2% 下调至 10.9%。Carat 下调预期的依据主要有两条：一是 5 月地震所带来的持续影响，另一个是奥运过后广告开支骤降幅度高于预期。Carat 认为世界经济问题对企业的冲击已影响了广告客户今后在何处以及如何做广告。

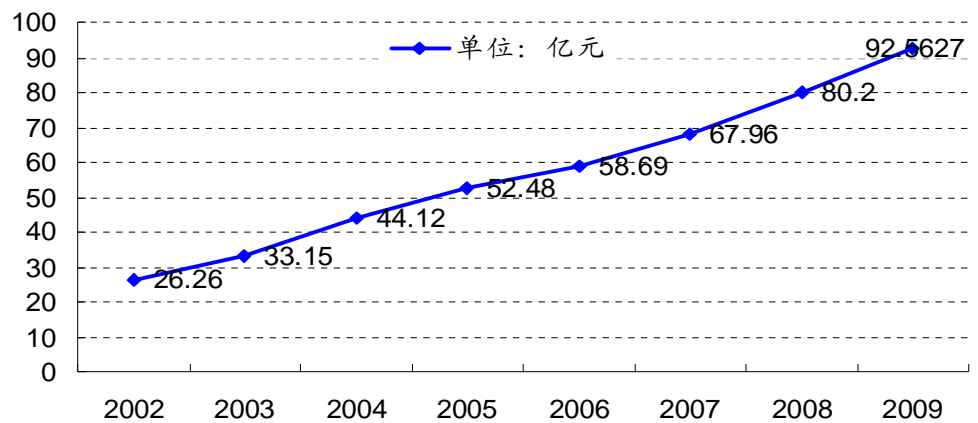
尼尔森公司认为，今年上半年亚太区广告收入增长迅速，中国在亚太 12 国的广告额中占到 63%，因此预计 08 年中国广告收入整体保持增长态势。由于经济危机的影响，2009 年企业的广告计划会更谨慎，但中国的情况要比其他亚太国家乐观。

从全球预测的各类别媒体的广告支出增长情况看，全球互联网增长速度被一致看好，预计将居增长首位。Carat 预测其增长率 08—09 年分别为 23.7% 和 18.6%。其次被看好的是电影，预计 08 年增长率为 13.2%，09 年为 13.3%。再其次是电视，08—09 年分别增长 5.9% 和 5.5%。户外媒体 2008-2009 年预计将分别增长 5.0% 和 4.6%。广播电台两年均增长 3.3%，杂志将分别增长 1.7% 和 2.3%。但是，预测报纸 2008 年将下降 0.8%，2009 年下降 0.2%。

2.2. 央视 09 年广告投放获内需消费、社会服务性行业力撑

2008 年 11 月 18 日央视举行了 2009 年度黄金资源广告招标会。根据媒体报道，中央电视台招标总额创新高达到人民币 93 亿元，同比增长 15%，较 07 年增幅下降 3 个百分点。我们关注到，根据《2009 年中央电视台黄金资源广告招标政策说明》，央视对 2009 年招标资源进行了拓展，既包括以 CCTV-1《新闻联播》、《天气预报》、《焦点访谈》、电视剧及 CCTV 特殊项目等为节目主体的最紧俏的招标竞购黄金资源，也包括了特定企业有特定需求的各频道的品牌栏目、品牌特别节目等签约认购优质黄金资源。

图表 11: 央视 2002—2009 年广告招标金额一览图



资料来源: CCTV

央视 09 年黄金资源广告中标企业的行业分布前 5 名分别是日化、服装、乳业、食品和电器。宝洁、纳爱斯为日化行业广告投放大户，李宁、特步领军体育服装广告投放，蒙牛、三元、伊利、光明位于乳业企业投放前列；雨润、双汇、王老吉、汇源、统一、燕京啤酒为食品饮料行业代表，美的、格力、海尔作为电器企业代表。以中国人保、中国平安、中信、中国银行、浦发银行、兴业银行为代表的金融企业、以中国移动、中国电信、中国联通为代表的电信企业也加大投放力度。2009 年的广告投放活跃厂商主要集中在内需消费和服务性行业。

传媒行业本身是消费品行业，央视、湖南卫视等强势媒体在经济周期下降阶段下仍获得众多内需消费品行业广告投放支撑，充分彰显传媒行业收入增长抗周期的特性。

表格 1: 央视 2009 年黄金资源广告中标行业分布

排名	行业	中标额 (万元)	中标额占总额比重
1	日化	94461	11.33%
2	服装	90727	10.88%
3	乳业	80411	9.64%
4	食品	67362	8.08%
5	电器	58820	7.05%
6	医药	57709	6.92%
7	汽车	50530	6.06%
8	酒	48221	5.78%
9	保险	45607	5.47%
10	通讯	42790	5.13%
11	银行	39389	4.72%
12	其它	39201	4.70%
13	饮料	29941	3.59%
14	网络	24787	2.97%
15	-	15589	1.87%
16	奶	13206	1.58%

17	金融	12566	1.51%
18	石化	7218	0.87%
19	新能源	5680	0.68%
20	家居	4899	0.59%
21	物流	2,948	0.35%
22	电子	1801	0.22%
合计		833863	

资料来源：《央视 09 黄金资源广告招标书》

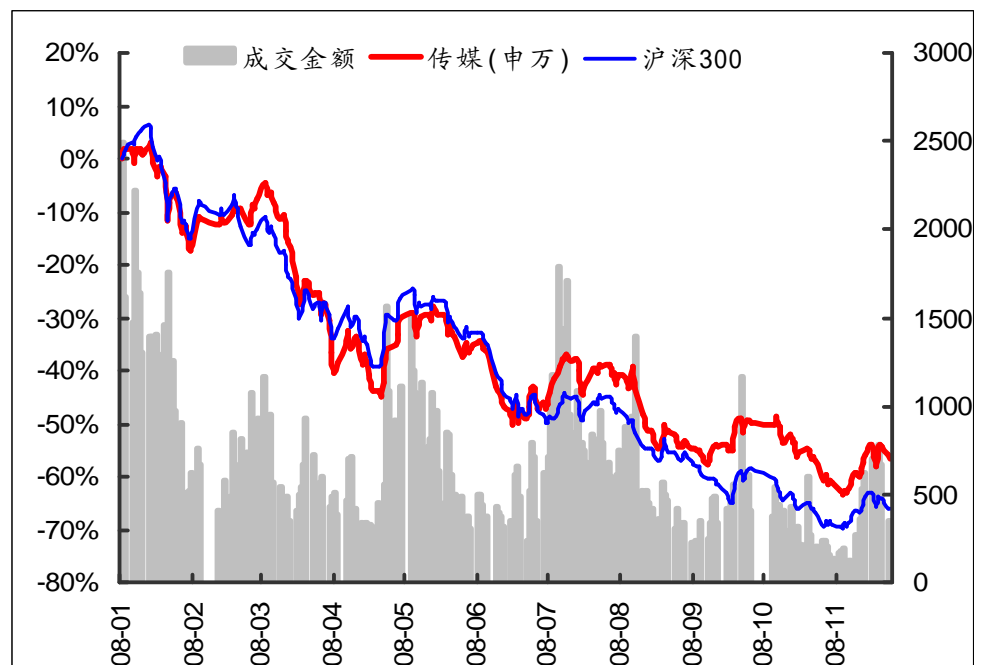
由以上可以看出，尽管在宏观经济增速下降背景下 09 年中国的传媒广告市场的增长速度可能放缓，但强势媒体依靠稳固的垄断经营地位和独占的稀缺资源仍保持了强劲的增长。传媒上市公司不仅拥有制度领先优势，而且关联媒体和控股股东基本都是强势媒体集团，因此其未来经营环境和业绩表现亦可望领先于行业。

3. 传媒行业 08 年资本市场表现分析

2005—2007 年中国资本市场一路高歌猛进，创下 6124.04 高点，累计涨幅达到 385.73%。而 2008 年又经历了惨痛的下跌，累计最大跌幅达到 72.81%，股指创下 1664.93 点新低。市场估值中枢大幅下移。

3.1. 传媒行业指数在 08 年 7 月后相对沪深 300 取得显著正超额收益

图表 12: 传媒行业指数与沪深 300 指数 08 年走势对比图



资料来源：WIND，国泰君安研究所

08 年以来传媒行业指数在多数时间相对沪深 300 取得正超额收益，特别在 08 年 7

月之后超额收益更为显著，表明传媒行业抗周期、盈利确定性强的特质得到市场高度认同。

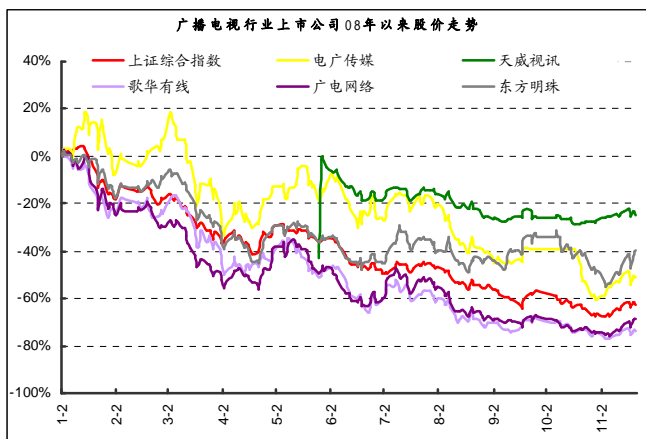
我们的传媒行业指数成分股包括赛迪传媒、华闻传媒、电广传媒、粤传媒、天威视讯、中视传媒、北巴传媒、新华传媒、东方明珠、博瑞传播、出版传媒。

3.2. 部分上市公司股价相对上证综指亦取得正超额收益

按子行业观察，广电行业上市公司取得正超额收益的数量要多过平面媒体行业公司。其中，天威视讯是新股。广电行业的电广传媒(0000917)、东方明珠(600832)显著跑赢指数，歌华有线(600037)和广电网络(600831)跑输指数。平面纸媒中只有博瑞传播(600880)跑赢指数。这与我们对子行业和上市公司的投资价值判断完全吻合。

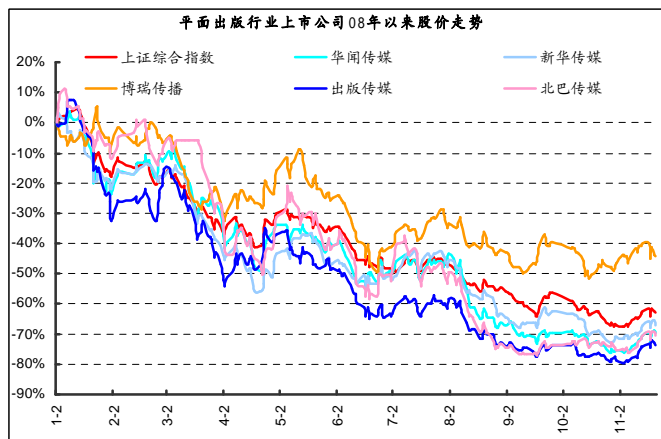
一直以来，我们维持对广播电视行业的增持和对报刊行业的中性评级。在08年1月16日《合资公司项目运作受阻延缓公司利润增长速度》报告中将歌华有线(600037)投资评级由增持下调为中性；6月1日在《08年业绩超预期表现可能性较小》将广电网络(600931)评级由谨慎增持下调为中性；维持对博瑞传播(600880)、东方明珠(600832)增持评级、电广传媒(000917)的谨慎增持评级。

图表 13: 广电行业主要上市公司 08 年股价走势与上证综指比较图



资料来源: WIND, 国泰君安研究所

图表 14: 报刊出版行业主要上市公司 08 年股价走势与上证综指比较图



资料来源: WIND, 国泰君安研究所

3.3. 传媒行业估值水平已随大市迅速回落

2004—2007 年常态经营传媒上市公司歌华有线、东方明珠营业收入是缓降的，博瑞传播收入增速基本保持稳定，只有电广传媒的收入增长在提速。广电网络、新华传媒、北巴传媒、华闻传媒、时代出版均为重组企业，天威视讯、粤传媒、出版传媒为上市未满一年企业。综合来看，传媒上市公司因免税、投资收益、财政补贴和资产重组等原因导致某一年度盈利激增垫高了比较基数，并在 05-07 年资本市场流动性泛滥的牛市环境下推高了估值。

2008 年至今，传媒上市公司以平均 70% 的绝对跌幅实现了行业估值中枢的快速回落。按 11 月 21 日股价计算的行业平均静态市盈率已由 06 年的 78 倍下降为 07 年的 47 倍，08 年将继续下降为 35 倍左右，其中歌华有线 30 倍，博瑞传播 22 倍。

表格 2：传媒行业主要上市公司 04—07 年营业收入与净利润增长率一览表

代码	公司	营业收入增长率			净利润增长率		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007
广播电视行业							
600037.SH	歌华有线	23.79%	<u>16.88%</u>	13.30%	32.60%	<u>59.90%</u>	-15.14%
600831.SH	广电网络	25.58%	9.17%	80.98%	-2.99%	13.52%	102.35%
002238.SZ	天威视讯	—	50.38%	4.88%	—	1.77%	4.67%
600832.SH	东方明珠	22.59%	15.10%	<u>11.31%</u>	14.64%	16.14%	<u>44.72%</u>
000917.SZ	电广传媒	19.91%	12.89%	<u>29.37%</u>	-12.61%	-121.45%	<u>7174.01%</u>
600088.SH	中视传媒	16.13%	56.67%	21.66%	52.85%	116.01%	21.71%
平面媒体行业							
600880.SH	博瑞传播	26.04%	10.55%	<u>16.88%</u>	7.75%	-18.51%	<u>129.95%</u>
600825.SH	新华传媒	-23.21%	-19.20%	-29.50%	-239.12%	-134.22%	353.76%
600386.SH	北巴传媒	8.64%	11.87%	-26.88%	-480.79%	125.02%	-115.15%
000793.SZ	华闻传媒	24.96%	154.65%	12.24%	-19.85%	289.51%	13.42%
002181.SZ	粤传媒	-4.75%	7.34%	16.16%	-2.68%	1.40%	-1.35%
出版行业							
601999.SH	出版传媒	-0.61%	2.16%	1.28%	11.42%	37.62%	15.62%
600551.SH	时代出版	—	—	19.82%	—	—	6.97%

资料来源：WIND，国泰君安证券研究所

表格 3：传媒上市公司 2008 年迄今股价年度跌幅统计一览表

代码	公司	股价 (元, 08/01/02)	08 年最低价 (元)	年度股价跌幅
002238	天威视讯	18.1	9.00	-50.28%
600880	博瑞传播	36.6	17.77	-51.45%
600832	东方明珠	19.13	8.60	-55.04%
000917	电广传媒	26.18	10.36	-60.43%
600825	新华传媒	52.32	14.19	-72.88%
600831	广电网络	35.8	8.64	-75.87%
000793	华闻传媒	11.19	2.65	-76.32%
600037	歌华有线	33.54	7.78	-76.80%
600386	北巴传媒	23.69	5.43	-77.08%
601999	出版传媒	21.68	4.43	-79.57%
600088	中视传媒	35.79	6.94	-80.61%
002181	粤传媒	27.83	5.03	-81.93%
行业平均年度跌幅				-69.85%

资料来源：WIND，国泰君安证券研究所

表格 4: 传媒主要上市公司 06—08 年市盈率估值一览表

代码	公司	股价 (08/11/21)	总市值 (万)	流通市值 (万)	EPS06 (元)	EPS07 (元)	EPS08E (元)	PE06 (X)	PE07 (X)	PE08E (X)
600037	歌华有线	8.95	948855	521975	0.41	0.35	0.30	22	26	30
600831	广电网络	7.02	234044	163715	0.06	0.12	0.24	119	57	29
002238	天威视讯	10.55	281685	70685	0.25	0.27	0.29	43	40	37
600880	博瑞传播	11.36	417230	264904	0.25	0.37	0.50	46	31	22
000917	电广传媒	10.67	433607	337780	0.05	0.28	0.27	223	38	39
600825	新华传媒	12.01	697168	307240	<u>0.03</u>	0.12	0.30	446	100	40
600386	北巴传媒	7.32	295142	162328	<u>(0.86)</u>	0.12	0.19	-	62	39
600832	东方明珠	7.18	2287785	2287785	0.13	0.20	0.14	57	36	51
601999	出版传媒	5.88	323938	82320	0.17	0.19	0.23	36	31	25
平均值		8.99	657717	466526	0.19	0.22	0.27	78	47	35

说明: 由于北巴传媒、新华传媒 07 年才完成传媒业务转型, 因此未纳入 06 年传媒静态市盈率计算范围。

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究所

4. 传媒行业 09 年上半年投资策略

2008 年发端于美国等发达体的次贷危机进一步演化为全球金融危机, 并危害到全球实体经济增长。中国经济也进入下行调整周期, 并与世界经济危机叠加。步入 08 年三季度以来, 工业制造等多数行业经营数据转恶, 需求萎缩、价格失真, 个别行业已现经济恐慌。而我们观察传媒行业第三季度经营数据, 发现尽管盈利增速也在放缓, 但面临的局面显然要安全得多。站在 08 年末时点上来综合审视传媒行业的未来经营绩效、资产状况和行业演变因素, 我们认为传媒行业的投资吸引力已经显著提升。其主要理由如下:

4.1. 传媒上市公司 08 年 Q1-Q3 业绩表现稳定, 确定性强

08 年前三季度, 传媒行业营业收入和净利润同比平均增长 13.48% 和 8.95%, 三费率行业均值虽然同比增长, 但幅度较为缓和。其中, 广电网络、新华传媒通过资产重组优化了资产和业务, 其效益在 08 年得到进一步体现。新上市天威视讯和出版传媒盈利表现稳定。歌华有线盈利同比仅呈现微弱负增长。纸媒企业博瑞传播净利润同比增长 31%。

有线网络子行业上市公司由于以垄断收费业务为主, 收入变化受宏观经济影响相对较小。08 年前三季度收入平均增长率为 32.96%, 剔除广电网络异常值平均增速为 23%, 这主要有赖于有线电视用户的增长和提价效应。最近三年行业平均毛利率始终维持在 33.5% 左右。伴随有线电视的整转 08 年前三季度广播电视行业平均营业费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增加 1.09、1.79、2.56 个百分点, 期间费用率的上升部分抵消了收入增长的成果, 使得行业净利润总额仅同比增长了 1.74%。

平面纸媒体上市公司广告收入理论上会受宏观周期波动影响，但我们截取1996-2006年数据对广告收入增速和名义GDP增速之间进行简单的相关性分析，发现二者的相关系数仅为28.47%。而且我们认为平面纸媒上市公司分化发展的趋势是明显的。依托区域强势纸媒体的上市公司有条件通过关联交易来缓冲外部市场的冲击。

出版传媒（601999）08年前三季度营业收入和净利润同比分别增长14.44%和11.12%。一般说来，图书出版企业占收入比重50%以上的是竞争强度极低的教辅教材出版发行业务，加之文化纸价格自10月以来显著下降，其盈利模式也具有较强的抗风险能力。

表格 5: 传媒上市公司 07—08 年三季度营业收入与净利润增率比较一览表

证券代码	证券简称	营业收入增长率 (%)		净利润增长率 (%)	
		07Q1-Q3	08Q1-Q3	07Q1-Q3	08Q1-Q3
广播电视行业					
600037.SH	歌华有线	9.82%	20.60%	18.14%	-1.21%
600831.SH	广电网络	-1.97%	192.69%	14.65%	207.54%
002238.SZ	天威视讯	—	9.91%	—	8.72%
600832.SH	东方明珠	-9.38%	34.01%	17.22%	-11.28%
000917.SZ	电广传媒	27.01%	25.89%	329.24%	14.46%
小计		10.15%	32.96%	31.53%	1.74%
平面出版行业					
600880.SH	博瑞传播	15.45%	11.97%	38.46%	30.68%
600825.SH	新华传媒	-39.00%	5.06%	—	100.26%
600386.SH	北巴传媒	-34.27%	-60.43%	—	-25.43%
601999.SH	出版传媒	—	14.44%	—	11.12%
000793.SZ	华闻传媒	-23.74%	40.13%	462.33%	-3.33%
小计		1.98%	-0.69%	—	19.50%
合计		5.29%	13.48%	—	8.95%

资料来源：国泰君安研究所

表格 6: 传媒上市公司 07—08 年三季度三费率比较一览表

证券代码	证券简称	营业费用/营业收入		管理费用/营业收入		财务费用/营业收入	
		07Q1-Q3	08Q1-Q3	07Q1-Q3	08Q1-Q3	07Q1-Q3	08Q1-Q3
广播电视行业							
600037.SH	歌华有线	4.28%	4.07%	3.39%	3.85%	-3.11%	-3.02%
600831.SH	广电网络	1.85%	6.04%	13.05%	10.70%	-1.06%	6.21%
002238.SZ	天威视讯	—	4.28%	—	10.56%	—	3.50%
600832.SH	东方明珠	1.54%	0.92%	8.88%	7.28%	3.25%	5.31%
000917.SZ	电广传媒	5.11%	3.45%	10.81%	12.72%	6.46%	6.35%
广播电视行业均值		2.56%	3.75%	7.23%	9.02%	1.11%	3.67%
平面出版行业							

600880.SH	博瑞传播	5.56%	2.99%	14.10%	10.52%	0.68%	-0.40%
600825.SH	新华传媒	15.87%	12.04%	5.26%	5.63%	-0.29%	0.97%
600386.SH	北巴传媒	0.61%	3.50%	11.18%	11.98%	3.58%	5.41%
601999.SH	出版传媒	---	5.80%	---	10.12%	---	-1.21%
000793.SZ	华闻传媒	10.34%	6.66%	8.42%	4.68%	5.74%	1.37%
平面出版行业均值		6.48%	6.20%	7.79%	8.59%	1.94%	1.23%
传媒行业均值		4.35%	4.94%	7.89%	9.32%	1.95%	3.12%

说明：广电网络、新华传媒、北巴传媒、华闻传媒属于重组型公司，因此 07 和 08 同期费率不具有可比性。

资料来源：WIND，国泰君安研究所

表格 7：传媒上市公司 08 年三季度损益与资产指标比较一览表

证券代码	证券简称	不含投资收益营业利润/利润总额	不含投资收益营业利润/营业收入	资产负债率	净资产收益率
广播电视行业					
600037.SH	歌华有线	92.81%	25.77%	<u>25.85%</u>	6.35%
600831.SH	广电网络	103.44%	12.24%	56.79%	5.61%
002238.SZ	天威视讯	89.64%	11.90%	<u>29.96%</u>	6.38%
600832.SH	东方明珠	61.65%	18.81%	<u>26.62%</u>	5.45%
000917.SZ	电广传媒	18.87%	1.25%	67.51%	4.31%
600088.SH	中视传媒	94.78%	6.33%	50.78%	4.07%
平面媒体行业					
600880.SH	博瑞传播	92.67%	31.08%	<u>23.98%</u>	15.99%
600825.SH	新华传媒	81.09%	8.50%	45.84%	13.82%
600386.SH	北巴传媒	91.32%	10.01%	57.11%	5.33%
000793.SZ	华闻传媒	84.48%	12.51%	25.43%	6.85%
002181.SZ	粤传媒	909.41%	5.61%	19.62%	-0.38%
出版行业					
601999.SH	出版传媒	86.01%	6.37%	38.94%	4.88%
600551.SH	时代出版	-18.92%	-1.77%	40.64%	4.31%

资料来源：WIND，国泰君安研究所

4.2. 传媒行业是“小非”抛售压力最轻的行业

传媒由于行业属性特殊，第一大股东一般不会轻易减持。而根据我们测算，未来两年传媒行业小股东合计受限股新增市值占行业 A 股总市值比例仅为 0.9%，传媒行业可能是全市场中“小非”抛压压力最轻的行业。这意味着全流通时代，专业机构投资者对传媒上市公司的定价影响力没有发生根本动摇。

表格 8: 传媒行业上市公司受限股份流通进度统计表

单位: 亿股; 亿元

代码	名称	流通日	流通日次数	流通日市价 11-21 (元)	流通日受限股可流通量	流通日大股东可流通量	流通日小股东可流通量	流通日受限股新增市值	流通日大股东新增市值	流通日小股东新增市值
000503	海虹控股	2009-5-16	2	4.54	1.78	1.78	0.00	8.09	8.09	0.00
000504	赛迪传媒	2009-1-15	3	3.14	0.16	0.00	0.16	0.49	0.00	0.49
000504	赛迪传媒	2010-1-15	3	3.14	1.22	0.80	0.43	3.84	2.50	1.34
000793	华闻传媒	2009-2-27	3	3.36	1.21	0.00	1.21	4.05	0.00	4.05
000917	电广传媒	2008-12-12	6	10.65	0.17	0.17	0.00	1.80	1.80	0.00
000917	电广传媒	2009-12-12	6	10.65	0.17	0.17	0.00	1.80	1.80	0.00
000917	电广传媒	2010-12-12	6	10.65	0.32	0.32	0.00	3.41	3.41	0.00
600037	歌华有线	2009-3-3	2	8.92	2.98	2.98	0.00	26.59	26.59	0.00
600088	中视传媒	2009-7-4	3	8.64	0.18	0.12	0.07	1.60	1.02	0.57
600088	中视传媒	2010-7-4	3	8.64	0.12	0.12	0.00	1.02	1.02	0.00
600088	中视传媒	2011-7-4	3	8.64	1.05	1.05	0.00	9.07	9.07	0.00
600386	北巴传媒	2009-4-5	3	7.01	1.61	1.61	0.00	11.31	11.31	0.00
600613	永生数据	2009-7-28	3	5.33	0.57	0.57	0.00	3.06	3.06	0.00
600640	中卫国脉	2009-4-25	3	5.78	1.75	1.75	0.00	10.11	10.11	0.00
600825	新华传媒	2009-10-17	3	11.48	0.92	0.92	0.00	10.57	10.57	0.00
600831	广电网络	2009-1-17	3	7.04	0.46	0.46	0.00	3.24	3.24	0.00
600880	博瑞传播	2009-1-18	5	11.25	0.50	0.46	0.04	5.58	5.18	0.40
行业合计					15.17	13.28	1.91	105.63	98.77	6.85
行业合计受限股新增市值占行业 A 股总市值比例								13.7%	12.8%	0.9%

资料来源: 国泰君安研究所

4.3. 传媒行业上市公司股权融资需求并不迫切

在资本市场持续低迷状态下, 投资者对上市公司再融资往往比较敏感, 并倾向于给出负面评价和反应。传媒行业上市公司由于在传媒核心业务扩张方面受政策管制较多, 投资项目选择困难, 加之负债率低、经营较为保守, 因此其股权融资一向并不活跃。有线网络行业虽然处于资本开支高峰期, 但歌华有线、东方明珠等公司已在 07 年前完成融资机会, 只有部分公司如广电网络、电广传媒、北巴传媒存在再融资需求。综合看传媒上市公司股价受恶意再融资事件冲击的可能性较小。

表格 9: 传媒行业主要上市公司首发及最近 5 年募集资金及现金分红情况一览表

证券简称	证券代码	募集资金总计 (万元)	累计现金分红 (含税, 万元)
600037	歌华有线	249000	47513
600825	新华传媒	208669	10321
000917	电广传媒	204900	3600
600832	东方明珠	118000	58758
600386	北巴传媒	79360	5544

请务必阅读正文之后的免责条款部分

17 of 26

601999	出版传媒	64960	0
002238	天威视讯	46766	0
600831	广电网络	88004	433
600880	博瑞传播	26646	13259
募集资金总计		1086305	139427

资料来源：WIND，国泰君安研究所

4.4. 制度变迁红利将助推传媒上市公司业绩增长

传媒行业将持续推进市场化、企业化方向改革，这将加速、加深传媒行业的资产证券化进程和程度，未来上市公司通过并购、注资等方式重构业务模式、超常规提升业绩是可以期待的。

而为做强做大中国文化产业、实现中华民族文化复兴的战略目标，政府对传媒业的扶持政策也将延续。如有线网络企业可获得数字电视收入免营业税、所得税优惠、专项补贴等支持。图书出版行业亦有财政补贴等。

在政府强调内需增长的环境下，传媒作为文化消费品的特质也将进一步凸显，其行业发展前景可望谨慎乐观。我们观察到政府在电影、动漫、新媒体等方面都出台了系列有利产业发展的积极措施，这对于形成行业新经济增长点是非常有利的。

总之，在业绩稳步提升预期下，传媒上市公司动态市盈率进一步下降是可以预期的。如果考虑到传媒行业相对于市场长期存在的估值倍数，传媒业的投资安全边际已经提高。

4.5. 传媒上市公司将呈现分化发展

传媒行业相对经济周期下行风险具有一定的防御性并不意味着所有传媒上市公司都具有投资价值。

对于有线网络行业来说，我们建议选择资产结构稳健，盈利提升点明确的公司进行投资。尽管有线网络上市公司都处于数字化整体转换资本支出高峰期或摊销期，但由于数字化进程和数字化后基础服务价格不一，各公司冷暖有异。

对仍处于整转高峰期而又没有提高服务价格的歌华有线来说，我们观察到其 08 年 Q3 的存货占收入比陡增到 21%，固定资产、无形资产、在建工程变动较数字化整转前显著放大，折旧摊销占收入比重不断上升。由于 09 年公司整转任务是 100 万户，估计这些指标将继续放大。如果基础服务价格未能同步提升，其盈利增长很难实现。反观天威视讯，由于已经完成所有用户整转，服务价格已大幅提高，2010 年摊销高峰期后毛利润有望大幅提高，其盈利预期更为明确。广电网络、电广传媒也在大张旗鼓地做整转，两公司平移环境相较歌华有线优越：首先基础服务价格普遍提高 50%；其次公司可以对拒绝平移用户采取关断措施，这将大幅节约成本，有利于数字化顺利推广。不足之处在于两公司主要通过债务融资方式进行整转，要负担不菲财务费用。我们估计两公司会利用平移进度和相关会计摊

销政策弹性来平滑业务波动。如果比较网络业务的经营效率指标，我们发现歌华有线还是行业内最好的企业。08年Q3公司毛利润率仍高达34%，比天威视讯高2%；营业费率和管理费率仅分别为4%和3.85%，较天威视讯分别低0.21和6.7个百分点。

房地产曾是平面纸媒体的广告投放支柱行业，我们观察到，目前虽然房地产景气不在，但房地产广告投放却在逆周期迅速提升，而新闻纸价格的迅速下降也达到减轻了纸媒体的负担。典型的例子如北青传媒08年中期营业收入和归属母公司股东的净利同比分别增长42.47%和95.67%。上半年纸张大幅涨价仅使得毛利率较去年同期下降0.83个百分点。可见，在行业利好因素支撑下，依托强势区域平面媒体集团的纸媒上市公司前景相对更乐观。

表格 10: 有线网络上市公司 05-08Q3 存货及应收账款与营业收入占比一览表

证券代码	证券简称	存货/当年营业收入				应收账款/当年营业收入			
		2005	2006	2007	2008Q1-Q3	2005	2006	2007	2008Q1-Q3
600037.SH	歌华有线	2.55%	2.74%	3.38%	21.30%	0.03%	0.42%	0.83%	1.68%
600831.SH	广电网络	1.10%	0.65%	24.76%	18.22%	1.72%	1.83%	4.94%	3.33%
002238.SZ	天威视讯	4.08%	4.64%	3.51%	4.49%	0.61%	6.94%	0.24%	1.16%
600832.SH	东方明珠	23.39%	16.94%	11.86%	19.66%	1.41%	3.51%	0.87%	5.40%
000917.SZ	电广传媒	17.55%	17.16%	26.28%	34.81%	5.94%	4.93%	2.79%	4.22%
600088.SH	中视传媒	44.29%	33.35%	29.76%	33.08%	19.28%	17.63%	5.36%	4.69%

资料来源: 国泰君安研究所

表格 11: 有线网络上市公司 05-08Q3 固定资产及在建工程变动一览表

证券代码	证券简称	单位: 万元				单位: 万元			
		固定资产净额变动				在建工程变动			
2005	2006	2007	2008Q1-Q3	2005	2006	2007	2008Q1-Q3		
600037.SH	歌华有线	5839	5839	5839	5839	-24	-71	263	1827
600831.SH	广电网络	147	147	147	147	-1233	7267	-1440	-976
002238.SZ	天威视讯	794	794	794	794	—	-84	-117	—
600832.SH	东方明珠	440	440	440	440	-3380	-423	-3440	-3440
000917.SZ	电广传媒	-2848	-2848	-2848	-2848	1115	-710	6045	-923
600088.SH	中视传媒	9034	9034	9034	9034	0	0	0	0

资料来源: 国泰君安研究所

表格 12: 有线网络上市公司 05-07 折旧摊销及占当年营业收入比重一览表

证券代码	证券简称	折旧和摊销 (单位: 万元)			折旧和摊销/当年营业收入		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007
600037.SH	歌华有线	19621	21711	28344	21.93%	20.76%	23.92%
600831.SH	广电网络	2225	2373	9483	8.06%	7.87%	17.39%
002238.SZ	天威视讯	10601	19812	22902	25.55%	31.75%	34.99%
600832.SH	东方明珠	16342	17298	18864	12.24%	11.25%	11.02%
000917.SZ	电广传媒	10569	14698	20641	5.83%	7.18%	7.79%

资料来源: 国泰君安研究所

综合上述，传媒行业具有盈利模式稳定、负债率低、经营现金流好、“小非”减持压力轻、再融资需求并不迫切等优势，这使得它在经济进入下降周期背景下的行业投资吸引力显著提升。

4.6. 机构投资者已经对传媒行业做出积极配置选择

以 2008 年 9 月 30 股价计算，基金持有传媒行业上市公司流通市值比例最高的三家分别为博瑞传播、电广传媒和天威视讯。其中有 16 支基金共计持有博瑞传播流通市值的 46%。电广传媒次之。

表格 13: 基金对传媒上市公司的持股比例

上市公司	市价 080930 (元)	重仓家数	重仓股数 (亿股)	重仓市值 (亿元)	公司流通市值 (亿元)	重仓市值占 比
博瑞传播	12.23	16	1.07	13.1	28.5	46%
电广传媒	13.23	9	0.95	12.5	41.9	30%
天威视讯	9.96	6	0.17	1.7	6.7	25%
新华传媒	13.17	6	0.47	6.2	31.1	20%
广电网络	7.24	5	0.46	3.3	16.9	20%
歌华有线	10.48	6	0.85	8.9	61.1	15%
中视传媒	11.84	2	0.15	1.7	12.0	15%
北巴传媒	6.29	6	0.24	1.5	13.9	11%
华闻传媒	3.38	3	0.22	0.7	39.5	2%
海虹控股	5.30	3	0.10	0.5	30.1	2%
东方明珠	7.89	3	0.16	1.3	251.3	1%

资料来源：国泰君安研究所

4.7. 传媒行业 09 年上半年策略：积极配置，差异化选股

根据我们对传媒主要上市公司 08—10 年的业绩预测，传媒上市公司平均动态市盈率估值趋降，到 2010 年均值约为 26 倍，其中天威视讯、博瑞传播估值处于行业内较低水平，北巴传媒为 9 倍。传媒业无论牛市熊市都相对于大盘持续保有了 1.5-1.8 倍的估值倍数，08 年以来股价的充分回落后传媒行业已经进入可投资区域，部分上市公司已经成为较好的防御性持有品种。

表格 14: 传媒行业主要上市公司 08-10 年业绩及估值预测一览表

代码	公司	股价 (08/11/21)	EPS07 (元)	EPS08E (元)	EPS09E (元)	EPS10E (元)	PE07	PE08E	PE09E	PE10E
600037	歌华有线	8.95	0.35	0.30	0.31	0.34	26	30	29	27
600831	广电网络	7.02	0.12	0.24	0.24	0.28	57	29	30	25
002238	天威视讯	10.55	0.27	0.29	0.31	0.57	40	37	35	18
600880	博瑞传播	11.36	0.37	0.50	0.60	0.65	31	22	19	18
000917	电广传媒	10.67	0.28	0.27	0.46	0.30	38	39	23	36

请务必阅读正文之后的免责条款部分

20 of 26

600825	新华传媒	12.01	0.12	0.30	0.33	0.36	100	40	36	33
600386	北巴传媒	7.32	0.12	0.19	0.20	0.81	62	39	37	9
600832	东方明珠	7.18	0.20	0.14	0.14	0.16	36	51	51	45
601999	出版传媒	5.88	0.19	0.23	0.27	0.29	31	25	22	20
	均值	8.99	0.22	0.27	0.32	0.42	47	35	31	26

数据来源：国泰君安证券研究所

由于投资者风险偏好和投资风格存在差异，我们根据上市公司的基本面差异，将其分为两类，供投资者选择。第一类是基本面相对明朗、防御性强的公司，如天威视讯、博瑞传播、广电网络、歌华有线、新华传媒等；第二类是隐含重大资产重组预期、基本面存在突破性改善机会的公司，如电广传媒、出版传媒。

5. 传媒行业重点公司简评

5.1. 天威视讯：业绩稳定性较好的投资品种

谨慎增持

公司 08 年前三季度实现收入 5.25 亿元，同比增长 10%；归属母公司所有的净利润为 5865 万元，同比仅增长 9%，预计 08 年业绩同比小幅增长。公司财务结构稳定，现金流状况佳，流动资产中 89% 为货币现金。有线网络企业在整转中面临基本收视费上调困难、资本开支巨大、付费模式培育期长的三重压力，而公司已经完成了深圳特区内全部整转工作，没有融资压力，是行业内在数字电视模式下距离盈利强劲增长点最近的企业。如果公司年均 1 亿多的长期摊销费用摊销在 2010 年一季度摊销完毕，将带动视频业务毛利率激升，2010 业绩有可能飙升。我们预计公司 08-10 年的每股收益为 0.29、0.31、0.57 元，对应当前股价动态市盈率为 37，34，18 倍，有鉴于公司季度业绩增长幅度和公司盈利模式的稳健性，我们维持谨慎增持评级。

5.2. 歌华有线：政府补贴缓冲整转成本压力

谨慎增持

2008 年前三季度，公司实现主营收入 94133 万元，同比增长 20.6%；归属母公司股东的净利润分别为 26046 万元，同比下降 1.27%。公司主营收入的完成情况较好但结构没有大的突破，有线数字电视整转的巨大投入引起的成本和费用激增是净利润下降的主要原因。公司有线数字电视基本收视维护费收入自 2008 年 7 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日享受免征营业税，折合贡献 08 年每股收益 0.02 元。就目前而论公司有线数字化似乎走的是一条依靠财政补贴、税务政策优惠的道路，09 年能否提价具有不确定性。未来两年仍是资本支出的活跃期，业绩负增长的趋势较明朗，幅度将主要由其获得的各项优惠、补贴政策来决定。而我们预计，如果 2009 年公司不能提价，其获得所得税再减免政策的可能性会增大。乐观估计公司 08-10 年的每股收益为 0.30，0.31，0.34 元，对应当前股价动态市盈率为 30，29，27 倍，谨慎增持评级。

5.3. 电广传媒：攻防兼备的投资品种

谨慎增持

2008 年前三季度公司实现营业收入和归属母公司净利润分别为 246293 万元和 7400 万元，同比分别增长 25.9% 和 13.51%。有线网络业务的积极增长和盈利能

力提升是公司媒体业务的主要亮点，扭转了自 01 年以来主营业务税前利润持续为负的趋势。08 年前三季度公司投资收益 1.56 亿元，同比微增 3%。但 09 年投资收益有巨大释放潜力。公司持有的 1715 万股拓维信息（002261）限售股在 09 年 7 月解禁后将带来至少 1.86 亿元毛利。

资产负债率偏高，部分资产效率低下，现金净增加额趋于恶化是公司经营隐忧。2008 年 9-10 月公司因筹划重大资产重组停牌后复牌，重组暂时遇挫。但我们认为湖南广电影视集团利用上市公司注资重组的计划并不会就此彻底放弃。预计公司 08-10 年的每股收益为 0.27, 0.46, 0.30 元，对应当前股价动态市盈率为 39、23 和 30 倍。公司主要依赖创业投资收益贡献利润的业绩模式在熊市中存在盈利收窄的风险，而另一方面，熊市对公司股价的过度打压有可能成为最终促成其重组获得突破的推动力量之一。有鉴于此，我们维持谨慎增持评级。

5.4. 广电网络：盈利模式稳定，估值有优势 谨慎增持

2008 年 1-9 月，公司实现营业收入 61098 万元，归属母公司股东的净利润 6381 万元，已完成 08 年公司 8000 万利润预算目标的 80%。由于 07 年收购陕西省有线网络资产导致公司债务负担较重，如果按照既定计划推动西安整转项目并为此举债 2.8 亿，则总负债将达到 11 亿，完整年度利息支出为 7 千余万元，将吞噬利润。公司收入驱动主要来自新增用户，数字电视用户增量收入取决于平移进展和征收效率。但从三季度情况看，公司实际整转进度有所放缓。收入增长源有限而又面临大规模数字电视整体转换项目的巨大投入，其业绩表现将以稳定为主，高增长前景不明朗。我们预计公司 08-10 年的每股收益为 0.24, 0.24, 0.28 元，对应当前股价动态市盈率为 29, 30, 25 倍。但考虑到公司在垄断经营格局下赢利模式稳定，有线数字收视费提高可对冲庞大资本开支，其业绩可望保持稳定缓增。维持谨慎增持评级。

5.5. 博瑞传播：主业增长稳健，复合业务结构增强抗风险能力 增持

2008 年前三季度公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 12%；归属于母公司的净利润为 1.5 亿元，同比增长 35%。净利润增速远超收入增速的主要原因有：销售费用与管理费用同比大幅减少；财务费用从 08 年中期为负值，为公司近十年来首现的财务特征；投资收益占营业总收入比重高达 7%；所得税率下降为 25%。

《成都商报》提高售价应对新闻纸成本上涨压力，公司同步上调代理费，保持了发行毛利率的稳定，也反映了实际控制人对上市公司的倾斜。来自《成都商报》等纸媒体的关联业务收入占公司总收入比重超过 70%，只要《成都商报》的区域强势媒体地位得到保持，公司就可稳获高额收入和利润，保证主业稳健增长。公司已在政府支持下搭建起跨媒体经营平台，媒体资源延展到了电视广告、户外广告等领域，复合媒体业务结构增强抗风险能力。公司计划出资 2100 万元与成都商报社、博瑞投资集团共同经营《每日经济新闻》，我们认为长期隐含极大提升公司价值的契机。我们预计 08-10 年的每股收益为 0.50、0.60、0.65 元，对应当前股价动态市盈率为 22、19 和 18 倍。考虑到公司经营模式稳定，资产负债率低，大小非持股决心坚定，维持增持评级。

5.6. 新华传媒：收入结构调整提升盈利能力 谨慎增持

公司在 07 年底完成重组，按照可比口径计算，08 年前三季度实现收入 20.46 亿

元,同比增长 5%; 归属母公司所有的净利润为 1.92 亿元,同比大幅度增长 107%。由于收到动迁补偿款 1800 万元并新增约 1000 万元政府扶持资金,前三季度营业外收入同比增长 539.15%, 占利润总额的 15.34%, 是推动净利润增长的一个原因。但是单从主营业务利润看, 同比增长 95.12%, 毛利率提高了 5 个百分点, 公司主业的盈利能力增强。同时公司收入结构发生变动, 图书音像发行收入下降、报纸发行和广告业务快速增长, 也促使销售费用率下降。

我们预计 08-10 年的每股收益为 0.30、0.33、0.36 元, 对应当前股价动态市盈率为 40、36 和 33 倍, 公司隐含再次大规模注资机会, 动态市盈率有望因此下降, 维持谨慎增持评级。

5.7. 出版传媒: 主业盈利能力增强 期待跨区发展 谨慎增持

2008 年前三季度公司实现营业收入和归属母公司股东的净利润分别为 83664 万元和 6273 万元, 同比分别增长 14.44%和 12.31%。该净利润水平是在营业外收入同比减少 1 千万的基础上取得的, 表明公司自上市以来主业盈利能力得到显著增强。公司首个募集资金项目进展顺利, 与知名出版策划人成立的两家合资公司已正式运营, 其中万榕书业旨在提高图书策划能力和市场占有能力; 智品书业旨在打造大众图书选题品牌特色。公司还收购了集团少儿、春风文艺等三家出版社, 丰富了产品线。08 年秋季开始中小学教材出版招投标项目开始全国推广, 公司有望借助资金、出版发行优势稳定辽宁本地市场, 并开拓内蒙、山西等市场。展望 09 年, 新闻纸价格下降减轻公司经营负担, 公司将继续通过并购收购优质出版资源, 并在政策指导下绸缪跨区业务整合。我们相信, 通过积极的管理和运作, 公司可以克服宏观经济景气下降带来的图书出版市场的颓势, 把公司推上一个新的成长平台。预计 08-10 年的每股收益分别为 0.23、0.27 和 0.29 元, 对应当前股价的动态市盈率分别为 25、22 和 20 倍, 给予谨慎增持的评级。

表格 15: 北美主要上市公司业绩与估值一览表

单位: 百万美元, 元

证券简称	股价 08/11/18	总市值	营业收入		净利润		每股收益		P/E		07EBITDA MARGIN
			2007	2008E	2007	2008E	2007	2008E	2007	2008E	
广告											
OMC US Equity	24.85	7723	12694	13624	976	1032	2.99	3.32	7.9	7.5	15.25%
CCO US Equity	5.47	1946	3282	3390	246	176	0.69	0.49	7.9	11.1	28.73%
IPG US Equity	3.31	1577	6554	7001	168	230	0.29	0.48	9.4	6.9	8.35%
LAMR US Equity	13.10	1199	1210	1206	46	10	0.47	0.11	25.9	120.2	44.26%
有线与卫星电视											
CMCSA US Equity	15.42	43754	30895	34165	2587	2727	0.84	0.96	16.9	16.0	38.15%
DTV US Equity	20.37	21394	17246	19740	1451	1576	1.21	1.50	14.7	13.6	23.61%
SJR/B CN Equity	21.50	9219	3105	3367	672	529	1.56	1.23	13.7	17.4	42.44%
DISH US Equity	10.53	4708	11090	11668	756	902	1.69	2.02	6.2	5.2	26.18%
出版											
TRI CN Equity	29.13	22784	12442	12935	1065	1152	1.26	1.47	21.4	19.8	23.47%
MHP US Equity	21.87	6878	6772	6550	1014	825	3.01	2.62	6.8	8.3	30.48%
JW/A US Equity	31.86	1885	1674	1733	148	156	2.55	2.64	12.8	12.1	20.25%
GCI US Equity	7.78	1775	7439	6912	1056	167	4.53	0.73	1.7	10.6	26.99%
NYT US Equity	7.08	1019	3195	2990	209	89	1.45	0.62	4.9	11.5	14.29%
广播											
CBS/A US Equity	6.06	4125	14073	14063	1247	1068	1.75	1.57	3.3	3.9	21.87%
DISCA US Equity	12.49	3426	707	3469	(68)	387	(0.24)	1.41	--	8.9	9.26%
ACM/A CN Equity	23.54	1322	865	918	177	150	3.15	2.67	7.5	8.8	33.46%
CJR/B CN Equity	12.90	1034	787	823	130	121	1.57	1.51	8.0	8.6	52.75%
HTV US Equity	10.46	983	756	752	65	76	0.69	0.81	15.2	13.0	40.67%
电影及娱乐											
DIS US Equity	20.67	38786	37843	37634	4427	4109	2.34	2.19	8.8	9.4	23.75%
TWX US Equity	8.40	30134	46482	46543	4387	3877	1.18	1.08	6.9	7.8	41.34%
NWS US Equity	6.88	17655	32996	33155	5387	2763	1.82	1.08	3.3	6.4	20.21%

说明: 2008 年业绩预测由 BEST 机构提供

资料来源: Bloomberg, 国泰君安研究所

作者简介:

谭晓雨:高级经济师。现任国泰君安证券公司行业研究部经理,中视传媒(600088)、科力远(600478)、湖南投资(000548)独立董事,中国广播电视学会产业研究专业委员会理事。2003—2008连续六年获《新财富》组织全体基金经理评选的传播文化业全国最佳分析师,2003-2004年社会服务行业全国最佳分析师。

投资研究著作有《股市策略制胜—资本市场策略研究》(2001年1月文汇出版社出版,刘鸿儒教授、姚刚博士作序)和《中国资本市场出路》(2003年12月中信出版社出版,刘鸿儒、梁定邦教授作序),曾获深交所会员研究成果评选第一届三等奖、第五届二等奖和第六届三等奖,中国证券业协会2003年科研课题获金融产品创新类别两个三等奖。

吴轶:复旦大学经济学硕士,2008年7月加入国泰君安证券研究所。

免责声明

本报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com