

电广传媒 (000917.sz)

兼具内容优势的有线网络运营商

王鼎 酒店旅游/传媒 行业 研究员

电话: 020-87555888-627

eMail: wd@gf.com.cn

兼具内容优势的有线电视网络运营商

截至 2007 年 11 月公司已经完成 100 万户数字电视整体转换, 进展顺利, 电广传媒作为一个兼具内容优势的区域垄断有线网络提供商的地位已然确立。由于后续涉及对非湖南有线公司下属网络的整合, 以及资金瓶颈, 扩张速度可能放缓。由于模转数初期涉及巨额折旧与财务费用, 项目对公司利润贡献短期难以体现。

广告策划代理业务低利润率情况或将延续

由于目前监管体制与经营模式, 导致公司与电视台在利益分割上存在较大矛盾, 在现行分配方式下, 提高毛利率的可能性小。我们认为将不涉及意识形态的内容制作单位, 如都市频道、生活频道、娱乐频道等, 注入上市公司, 打通整个产业链是最终解决办法。

旅游业经营情况有所好转

世界之窗在交由经视文化托管以后, 经营状况转好, 2007 年有望实现 1000 万的利润水平; 由于产权式酒店存在法律界定不明确等风险以及公司出于集团发展方面的考虑, 会展中心将别墅出售回租的计划推进缓慢, 会展中心亏损状况暂时可能无法得到扭转。

创投业务获利丰厚

公司数个创投项目, 如同洲电子、福建圣农、拓维信息已经上市或进入上市辅导期, 初步估算创投业务价值在 15 亿左右, 公司可能根据主业经营情况, 逐步兑现。

预测与评级

公司作为兼具内容优势的区域性有线网络运营商, 未来业绩有保障, 但网络建立初期, 由于财务费用与折旧费用高企, 对公司利润贡献有限。公司未来两年净利润来较大程度依靠公司对前期创投业务盈利的兑现, 时机选择上存在较大不确定性。我们预计 2007-2009 年公司每股收益分别为 0.21、0.26、0.32 元。公司虽然存在大股东资产注入的预期, 但资产注入的方式、实价、内容仍有很大不确定性。考虑到公司目前估值水平处于高位, 我们建议投资者在短期内把该股票作为一个交易性品种, 适当关注, 我们给予公司“持有”评级。

风险提示

整体上市存在很大不确定性; 公司对策略性投资业务的风险控制问题; 有线网络业绩无法迅速体现。

公司评级

持有

当前价格(元)	26.55
目标价格(元)	29.00
前次评级	无评级

股价走势

电广传媒(000917)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.68%	46.81%	116.87%
上证综指	7.76%	9.98%	88.06%

股票数据

总股本(万股)	33,864.87
流通 A 股(万股)	26,380.40
主要股东:	

湖南广播电视产业中心

主要股东持股比例	21.16%
流通 A 股比例	77.90%

财务比率

ROE	1.04%
ROA	0.37%
资产负债率	59.13%
每股净资产(元)	5.50

2006 年报数据。

兼具内容优势的区域垄断有线网络运营商

公司从1999年成立长沙广达有线开始，公司一直谋求在有线网络运营领域的发展。2007年3月，由公司控股57.26%的湖南有线电视网络集团股份有限公司（以下简称“湖南有线”）的成立，意味着公司完全取得了湖南有线网络发展的主导权。全省有线网络平台的统一，为实施省内数字化电视的整体转换，开发“海量式”数字电视增值业务、实现数字电视项目的预期收益提供了良好的网络基础。**电广传媒作为一个兼具内容优势的区域垄断有线网络提供商的地位已然确立。**

从公司成立开始，网络传输业务营业收入与营业利润一直保持高速增长趋势，除2002年以外，历年增长速度均超过50%。我们认为随着有线电视数字转换，以及增值服务的不断增多，该项业务将保持快速发展势头。

目前数字电视整体转换进展顺利，后续扩张速度可能放缓。根据规划，公司将投资48.87亿元，计划3年时间，实现湖南省15个市（州）和88个县（市），总计430.03万用户（目前公司自有网络用户在200万左右）的有线电视网改造。

项目投资计划分三期完成，其中一期、二期、三期分别实现124万、150.44万与155.59万用户的有线电视数字化。

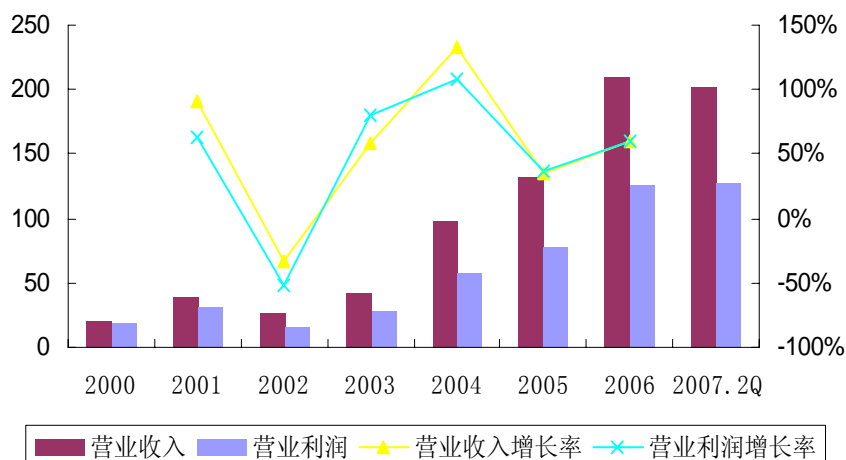
根据调研了解，公司截至2007年11月已经完成了100万用户的数字化改造，基本实现第一阶段预期目标，项目进展较为顺利。

我们预计，公司在2008年将完成对自有网络的200万用户的数字转换工作。对其余200万用户的整合，虽然有线网络整合是由政府推动，且采取收益存量不变，增量按比例分成的市场化运作方式，推广阻力相对较小，但由于涉及到与超过60家地方网络主体谈判、整合的过程，工作量大，整合进度仍存在较大不确定性。而且公司增发方案被否，资金短缺或放缓公司数字化电视转换进度。

项目盈利前景大。目前国家对有线电视网络行业实行广电系统垄断和外部资金禁入政策，即使在以后放开对有线电视网络的管制，作为先行者的公司，由于有线电视用户的习惯难以改变，以及前期网络建设巨大的资金投入等原因，行业壁垒极高，公司区域垄断优势难以撼动。加之公司依托集团的内容制作的优势，未来增值服务的盈利前景看好。

短期内该项目对公司利润贡献难以体现。根据湖南有线收益分配方式，在不考虑增值服务的情况下，该项目的新增收入为模转数后，每月新增的8元/户的收入，即新增每年每户收入96元。而免费赠送的机顶盒按照500元的成本，8年的直线折旧，每年每户折旧60元以上，加之新增前端设备与网络设备折旧，以及巨大的财务费用，该项目短期对公司净利润贡献难以体现。

图1：2000-2007网络传输业务营业收入与营业利润增长率



数据来源：公司公告

广告策划代理业务或将维持低利润率状况

广告策划代理收入增长迅速，毛利率逐年下降

广告策划制作代理业务是公司收入的主要来源，历年来对主营收入贡献都在70%以上。

广告业务主要依托大股东湖南广播影视集团，公司独家代理湖南广播影视集团下属主要电视频道和湖南广播电视报的全部广告业务。湖南广播影视集团是中国第一家省级广电传媒集团，旗下湖南卫视一直牢牢占据省级卫视收视率第一的位置。湖南卫视在栏目、电视剧、大型活动、主持人竞争力以及节目创新方面均居于全国前列。

随着湖南卫视收视份额与覆盖率继续领跑全国，公司广告代理收入以超出行业平均水平的速度高速发展，2003年以来广告代理业务收入增速均超过20%。与之相反的是，广告业务毛利率逐年下降，历年的营业利润增速均低于收入的增速。

造成这种现象的主要原因是由于国内传媒业的监管体制，导致内容制作没有注入上市公司，上市公司从事的仅为利润相对微薄的广告策划代理业务。大部分收入都由上市公司通过“刊播费”的形式，返回给集团。这种分裂的格局，不仅导致上市公司与集团之间利益分配的矛盾，对投资者而言，公司还存在由关联交易引起种种风险的可能。

毛利率低的现状可能继续维持

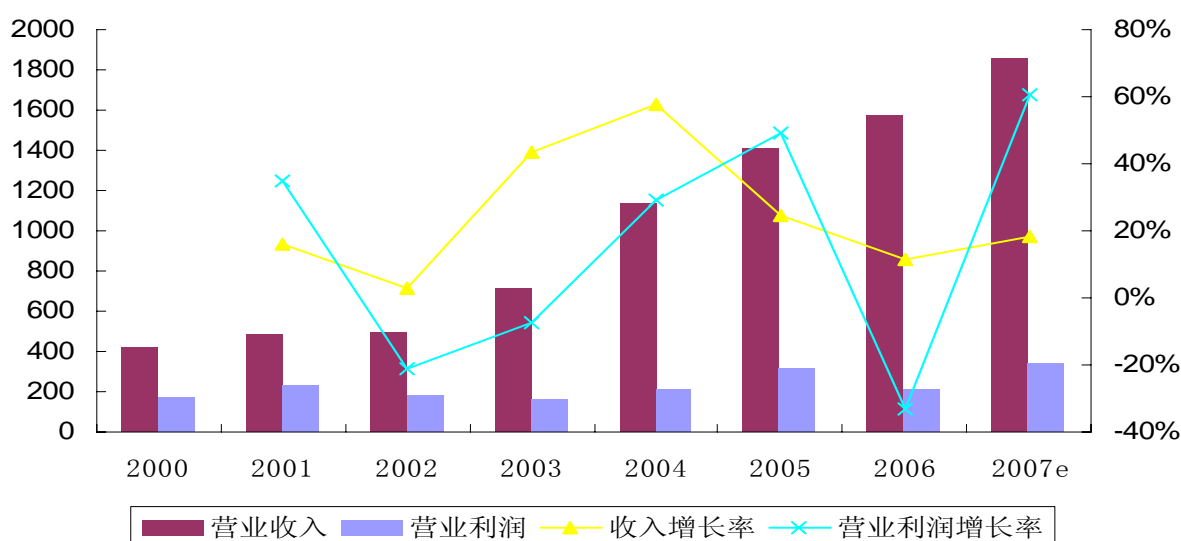
根据2007年11月的公告，公司与湖南电视台续签1年期合同，从2008年1月1日到2008年12月31日，按照15%和85%的比例分享广告经营收入。与前次5年期合同相比，此次合同没有“广告经营收入3亿元以下部分按照公司与电视台40%和60%分配”的条款，这意味着公司将少7500万元的收入来源，由于公司仍将承担5%左右的营业税，以及人员及推广费用，因此我们认为2008年，公司该项业务的毛利率可能仍在低位徘徊。

打通电视传媒产业链是最终解决方法

我们认为在目前的情况下，公司通过改变与湖南电视台广告收入分配方式，从而提高毛利率的可能行很小。集团公司将不涉及意识形态的内容制作单位，如经视频道、都市频道、生活频道、娱乐频道等，注入上市公司，打通电视传媒产业链是最终的解决办法。

但就我们调研的情况来看，公司目前并没有资产注入的时间表。鉴于国内行业监管体制等诸多原因，公司资产注入的时机、方式、内容具有较大的不确定性。

图1：广告代理业务营业利润增长速度低于收入增长速度



数据来源：公司公告

旅游业务：经营状况有所改善，资产重估价值较大

公司旅游业务主要包括湖南国际影视会展（中心）酒店（以下简称“会展中心”）与世界之窗。

会展中心亏损情况或将继续。会展中心总投资7.8亿元人民币，占地300余亩，总建筑面积12万平方米，拥有35栋别墅，目前公司拥有其99.22%的股权。由于投资巨大且有效经营面积小，会展中心每年亏损在4000-5000万元，其中每年折旧与财务费用在4000万元左右。公司一直有计划把部分别墅作为产权式酒店经营，采用出售回租的办法，收回部分投资，缓解财务压力。但据我们调研了解，由于产权式出售存在法律界定不明确等风险，该计划推进较为缓慢。因此会展中心亏损状况暂时可能无法得到扭转。

世界之窗成立于1995年，公司拥有世界之窗49%的股权，在经历成立初期短暂的盈利期以后，该项目从2000-2003年一直亏损。为改变亏损局

面，2003年公司以每年支付150万元托管费的条件，将世界之窗交由湖南经视文化传播有限公司委托经营，公司在2004年即实现利润110.1万元，后续几年基本维持微利状态。综合世界之窗前三季度经营情况及本次调研结果，我们认为2007年公司有望实现净利润1000万元，彻底摆脱亏损状态。公司也早在2007年3月与经视文化传播公司续约到2009年。我们认为，世界之窗有望充分发挥集团公司的媒体资源优势，在后续经营中为持续为公司创造利润。

创投业务利润逐年释放

风险投资业务收益丰厚

公司创业投资业务始之于2005年收购拓维信息28.65%的股权。公司在2006年10月收购深圳市达晨创业投资75%的股份，2007年12月公告称，将通过控股子公司“上海锡泉”收购深圳市达晨创业投资公司其余25%的股份，收购完成公司将间接持有达晨创业100%的股权。

达晨创业成立于2000年，2001年至2007年连续7年当选“中国风险投资50强”。7年间达晨创业投资了30多家企业，其中“同洲电子”已经在深圳中小板成功上市。公司投资的福建圣农发展股份有限公司、上海网宿科技发展有限公司、广州华工百川科技股份有限公司分别位居“清科-2007年中国最具投资价值企业500强”17、25、36位。达晨创投的过往业绩显示出公司的创投业务具有一定的可持续性。公司在对达晨创业完全控股后，也有利于充分利用公司的资本平台，获取更大的收益。但同时我们也对公司对创业业务的风险控制，以及对主业专注程度表示一定程度的关切。

就目前情况来看，公司有数个项目，如同洲电子、福建圣农、拓维信息已经上市或进入上市辅导期，获利初步预计在15亿左右。我们认为，公司将考虑今明两年根据主业经营情况，逐步兑现。在公司其他主业业绩难以体现的情况下，该项业务可能成为公司利润的主要贡献点。

达晨创业公司主页上显示，2007年4月-2008年1月公司新投了12个项目，其中爱尔眼科与拓尔斯投资总额就高达8000万元。如此密集的投资，对公司风险控制要求很高。

表 1: 深圳达晨创业投资有限责任公司

序号	公司名称	持股比例	主营业务	投资时间	进程
1	同洲电子	10%	中国最大数字机顶盒厂商	2001	已上市
2	拓维信息	30%	电信行业软件开发及无线增值服务	2001	2007 年递交发行申请
3	福建圣农	6%	养殖业龙头	2006.11	上市辅导期
4	华工百川	11.25%	高分子材料领域技术龙头	2005	上市辅导期
5	深圳金百泽	12.50%	国内第二大 PCB 块板服务企业	2005.3	上市辅导期
6	深圳和而泰	20%	白色家电智能控制系统	2004	上市辅导期
7	武大有机硅	6.28%	精细有机硅产品龙头	2006.5	
8	亿纬电源		一次性锂电池开发制造	2007.4	
9	网宿科技	5.39%	互联网业务平台提供商	2007.6	

10	天派电子	7.72%	车载多媒体开发、销售	2007.7	
11	东方广视	15.86%	有线网络电视全面解决方案	2007.7	
12	爱尔眼科		眼科医疗研究开发	2007.7	上市辅导期
13	威科姆	5000 万	IPTV 技术服务商及内容运营商	2007.8	
14	拓尔思	3000 万	搜索技术和内容管理技术供应商	2007.9	
15	浙江华友	3.50%	从事钴、镍、铜等材料开发与生产	2007.9	上市辅导期
16	优格生物	5.71%	乳饮料、酸牛奶、灭菌乳等饮料	2007.9	
17	多喜爱	16.80%	家纺行业龙头之一	2008.1	
18	宏昌电子	5%	电子级环氧树脂的专业厂家	2007.9	
19	茁壮网络	5%	数字电视软件开发	2007.12	

数据来源：公司网站

地产投资业务：持续盈利能力有待观察

公司地产业务主要由下属金鹰城置业经营。据调研了解，公司在成功开发圣爵菲斯项目后，除会展中心部分零星地块以外，目前并没有土地储备，公司也只把地产业务作为策略性投资项目经营。

公司近期公告，将为控股55%的子公司新丰源提供2.3亿的财务支持，协助其收购长沙市岳麓区总面积为45万平方米的国有土地使用权，其中收购价为2.84亿元。从所披露的信息来看，公司收购价不到42万元/亩，相对于目前周边楼盘3000-4000元的价格，有较大的盈利空间。但从目前的情况来看，地产业务基本是一次性收入，业务持续盈利能力有待观察。

预测与评级

公司作为具有内容优势的区域性有线网络垄断商，未来业绩增长前景较为乐观，但未来几年内，由于财务费用与折旧费用高企，对公司利润贡献不会有很大突破。公司未来净利润来较大程度依靠公司对前期创投业务盈利的兑现，不确定性较大。我们预测公司2007-2009年公司每股收益分别为0.21、0.26、0.32元。

公司虽然存在大股东资产注入的预期，但资产注入的方式、实价、内容仍有很大不确定性。考虑到公司目前估值水平处于高位，我们建议投资者在短期内把该股票作为一个交易性品种，适当关注，我们给予公司“持有”评级。

表 2：2005-2009 年主营业务收入预测（单位：百万元）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
房地产业	98.44	94.19	90.48	90.48	90.48
广告策划制作代理	1406.82	1567.34	1814.02	2267.53	2494.28
旅游业	108.77	120.68	148.81	163.69	180.06
网络传输服务	131.55	209.58	426.37	541.57	610.45
影视节目制作发行	61.71	37.74	30.87	30.87	30.87
合计	1807.29	2029.53	2510.55	3094.14	3406.14

表 2: 利润表预测

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
一、营业总收入	1814.38	2029.75	2510.55	3094.14	3406.14
二、营业总成本	1830.65	2175.34	2619.38	3138.07	3454.50
营业成本	1291.43	1577.20	1876.64	2227.78	2452.42
营业税金及附加	83.59	92.91	112.60	133.67	147.15
销售费用	112.54	134.50	163.19	201.12	221.40
管理费用	219.66	256.91	316.33	389.86	429.17
财务费用	123.44	113.82	150.63	185.65	204.37
三、其他经营收益					
投资净收益	26.66	156.28	169.78	163.17	152.13
四、营业利润	17.23	15.43	60.94	119.23	103.77
加: 营业外收入	0.35	4.61	2.00	2.00	2.00
减: 营业外支出	1.60	1.63	1.63	1.63	1.63
五、利润总额	17.79	18.56	61.32	119.61	104.14
减: 所得税	29.78	-14.50	9.20	17.94	15.62
六、净利润	-12.00	33.06	52.12	101.67	88.52
减: 少数股东损益	-19.82	13.64	-19.82	13.64	-19.82
归属于母公司所有者的净利润	7.82	19.42	71.94	88.02	108.34
七、每股收益:	0.03	0.06	0.21	0.26	0.32

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

整体上市存在很大不确定性: 公司从上市之初一直有整体上市的传闻, 就目前公司股价来看, 也一定程度反应了这种预期。我们认为公司整体上市在时间、方式、注入资产内容都存在较大不确定性。

公司对策略性投资业务的风险控制问题: 公司在以往年度的多元化投资而造成的部分不良资产, 对公司现在业绩仍有一定拖累。公司能否有效控制创投业务风险, 存在一定不确定性。

有线网络业务业绩无法迅速体现。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

电广传媒(000917)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。