

资产整合有望带来超额收益

——2009年传媒行业投资策略



申银万国·2009投资中国战略年会
SYWG·2009 CHINA Value Revealed Forum

万建军
2008年11月

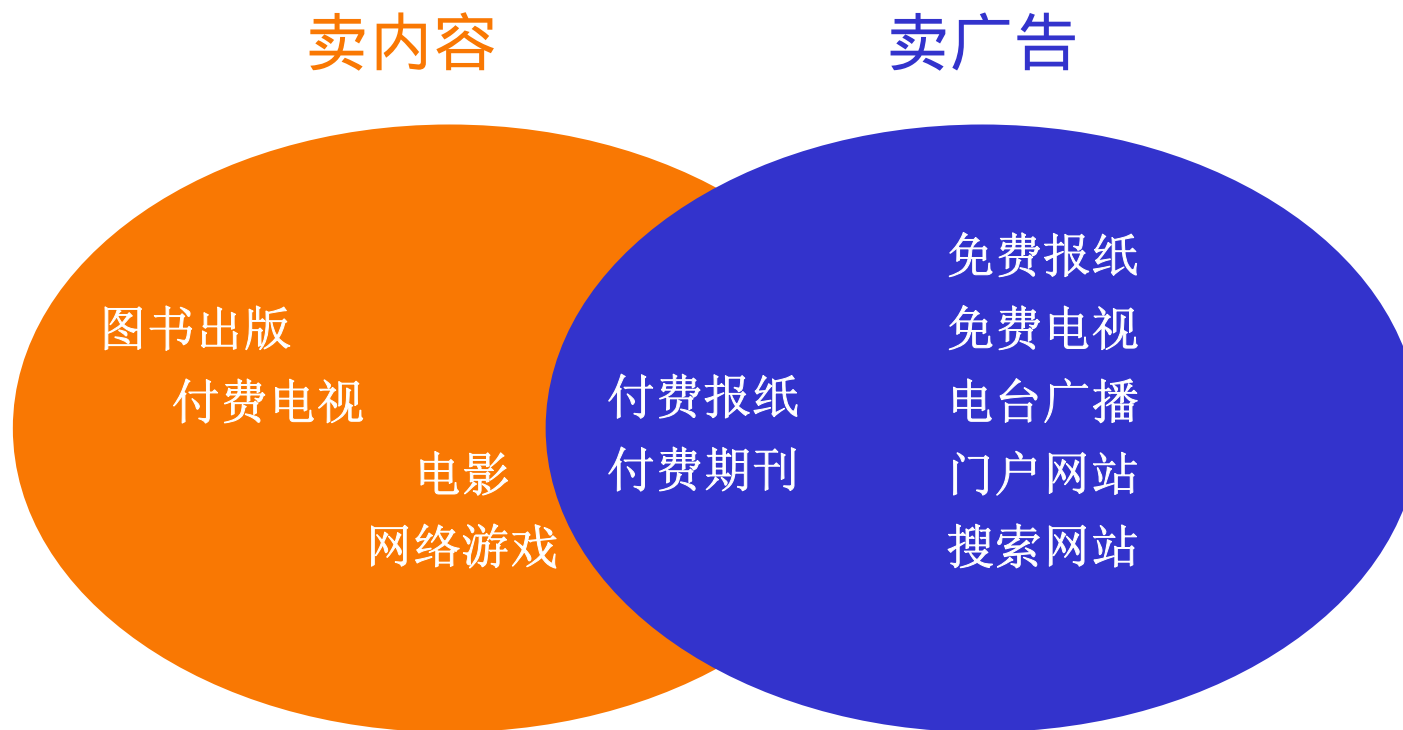
观点摘要

1. 09年子行业观点：有线网络“看好”，图书出版业和广告业“中性”
2. 09年投资策略：稳定增长+主题投资
3. 09年防御组合推荐：博瑞传播+广电网络+北纬通信
4. 09年激进组合推荐：歌华有线+新华传媒

主要内容

1. 未来展望：高增长，传媒才刚上路
 2. 短期内的三座大山
 3. 投资策略：稳定增长+主题投资
- 附录. 重点公司介绍

1.0 引言：传媒子行业分布



1.1 中国传媒高估值的理由 - 高成长和资产整合预期

- 高增长预期 - 13亿人口规模和低人均传媒消费
- 资产整合预期 - 提升上市公司价值

图1：申万二级行业传媒相对市场平均溢价200%

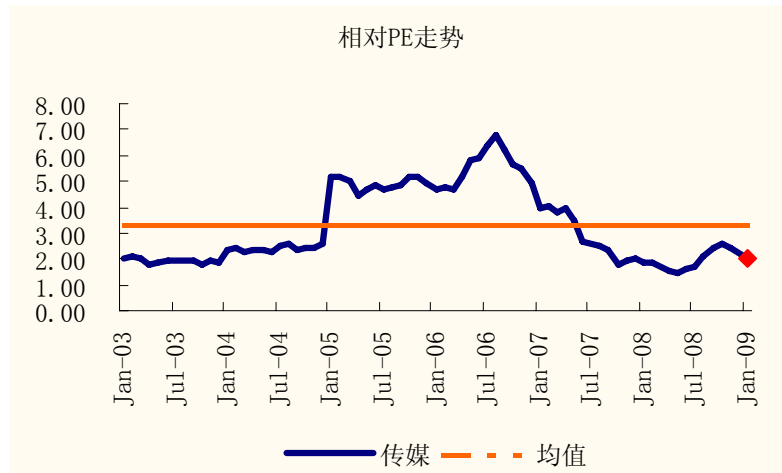
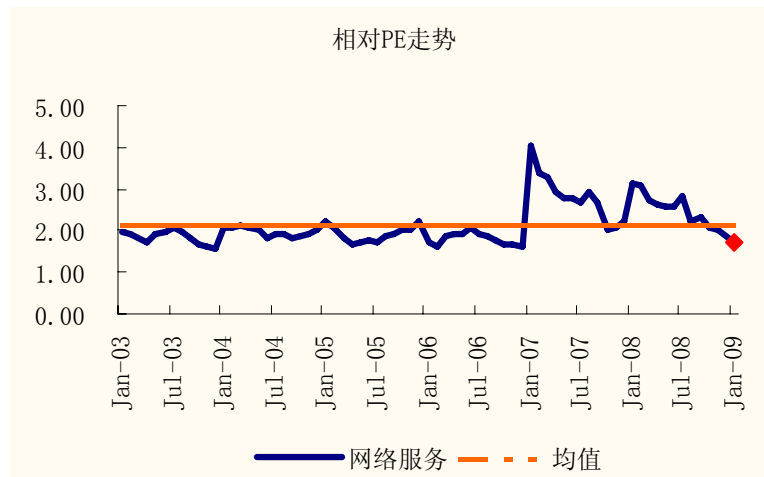


图2：申万二级行业网络服务相对市场平均溢价100%



1.1.1 未来传媒消费增速高于GDP增速

- 人均文化娱乐支出在人均可支配收入的占比依然很低
- 中国城镇人均文化娱乐支出/人均可支配收入2.5%，低于美国(3.9%)；

图3：中国城镇人均文化娱乐支出/人均可支配收入仅2.5%

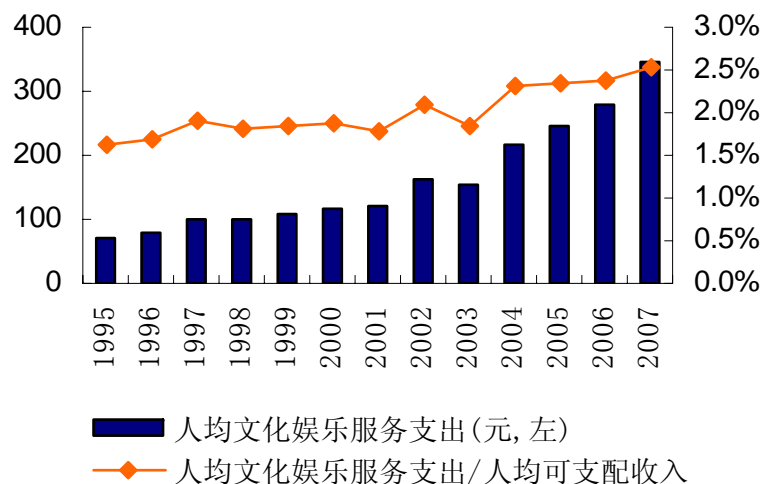
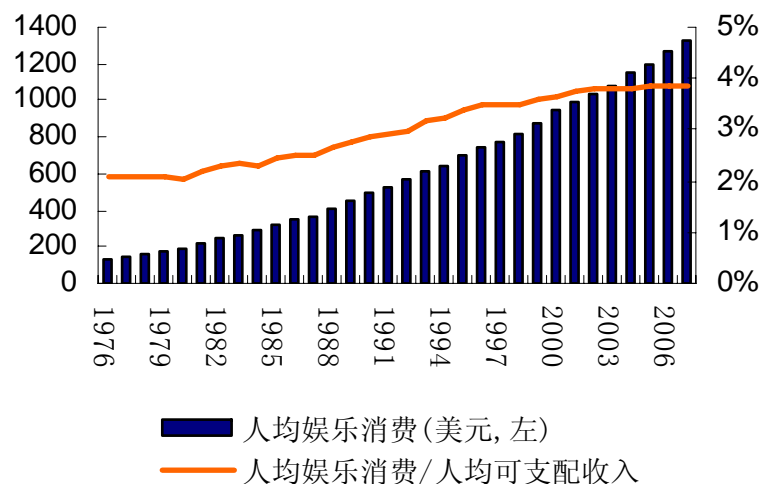


图4：美国人均娱乐消费/人均可支配收入达3.9%



1.1.1 未来传媒消费增速高于GDP增速

- 中国人均传媒消费/人均可支配收入不到美国的50%

	中国(RMB)	美国(USD)	中国/美国
人均图书消费	39	83	6.9%
人均有线消费	23	248	1.4%
人均电影消费	3	32	1.2%
人均传媒消费	65	362	2.6%
人均可支配收入	13,786	34,193	5.9%
人均传媒消费/人均可支配收入	0.5%	1.1%	44%

汇率：1美元=6.8元人民币

注：中国人均可支配收入为城镇居民可支配收入

1.1.1 未来传媒消费增速高于GDP增速

- 人均文化娱乐支出在人均可支配收入的占比将提高
- 人们满足基本衣食住行需求后，文化娱乐需求开始增加

图5：中国恩格尔系数逐年下降

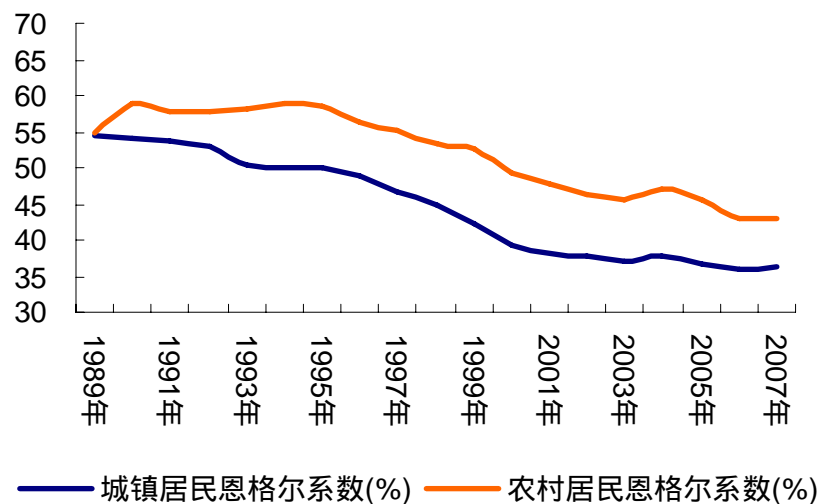
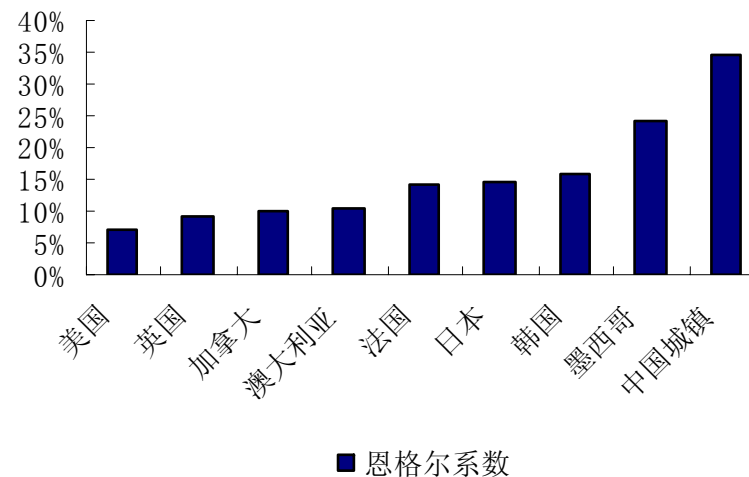
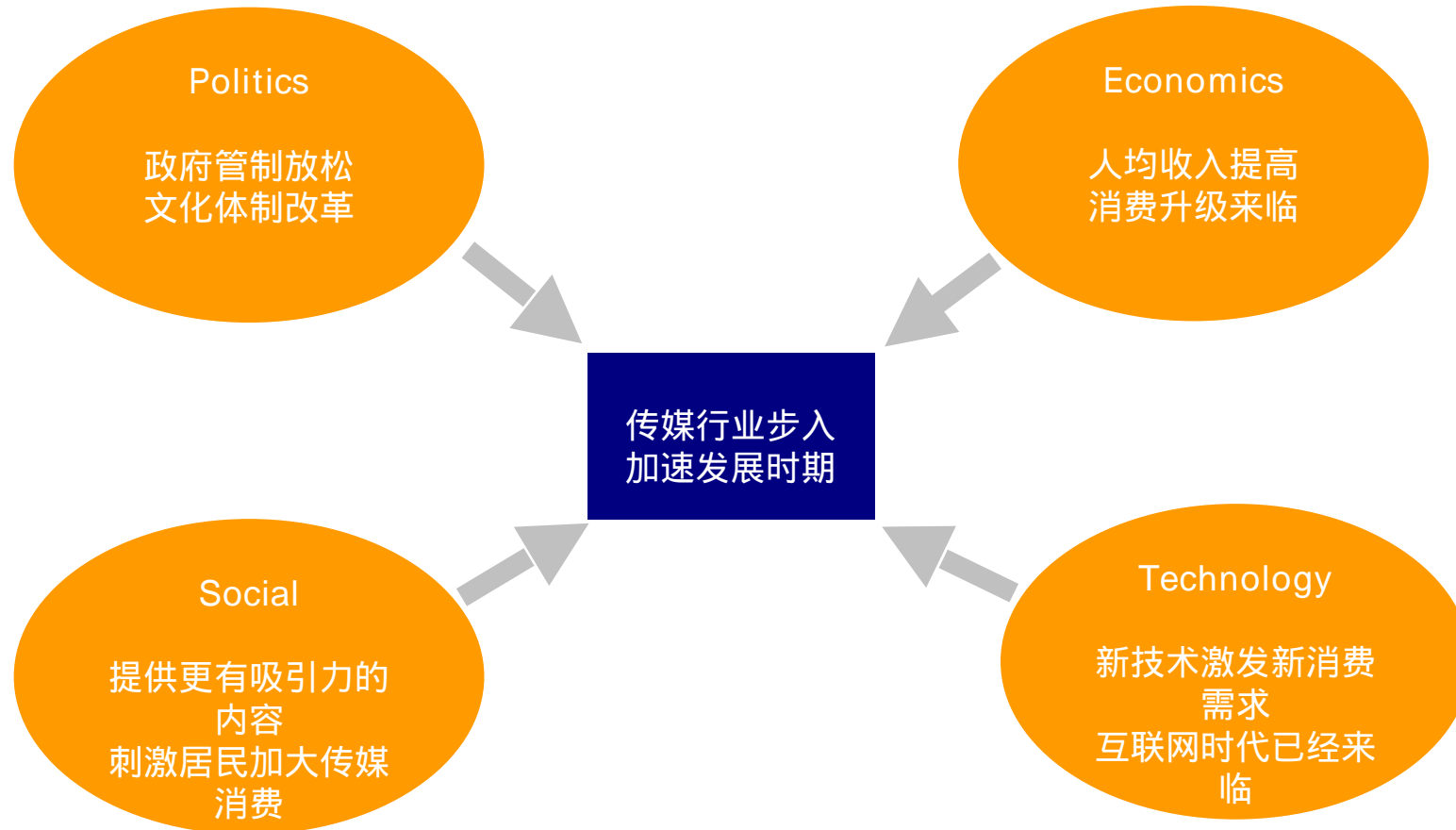


图6：中国恩格尔系数仍有下降空间



1.1.1 传媒行业4大驱动因素



1.1.1 未来传媒消费增速高于GDP增速

■ 新农村改革将大幅度提升农民可支配收入

- 伴随新农村改革，中国农民的可支配收入将大幅度提升，有助于加速全国人均文化传媒消费大幅度提高。

图7：中国城镇人均可支配收入是农村的3.3倍

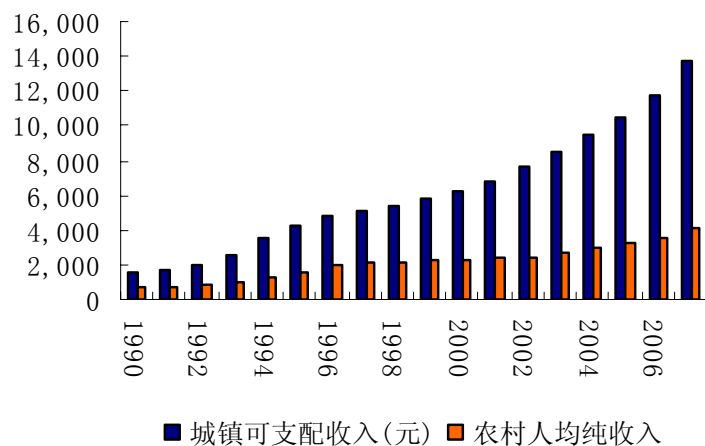
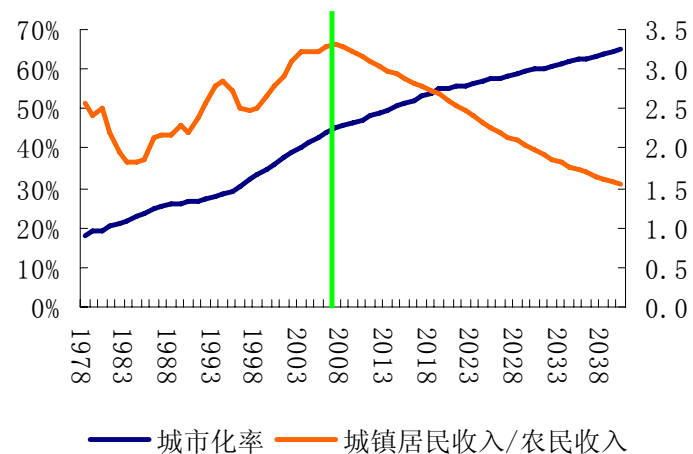


图8：城市化率提高，城乡居民收入差距缩小



资料来源：CEIC、申万研究

1.1.1 未来传媒消费增速高于GDP增速

■ 在相当长一段时间内，传媒消费增速高于GDP增速

图9：30年后中国人均传媒消费是目前28倍

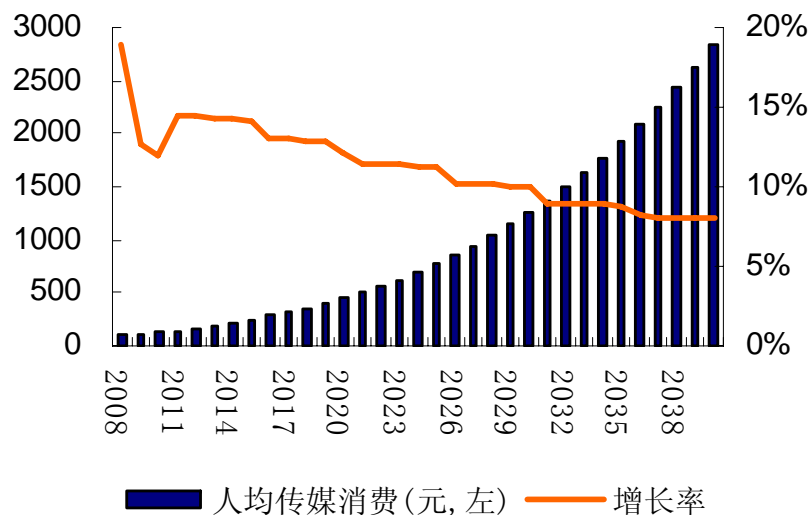
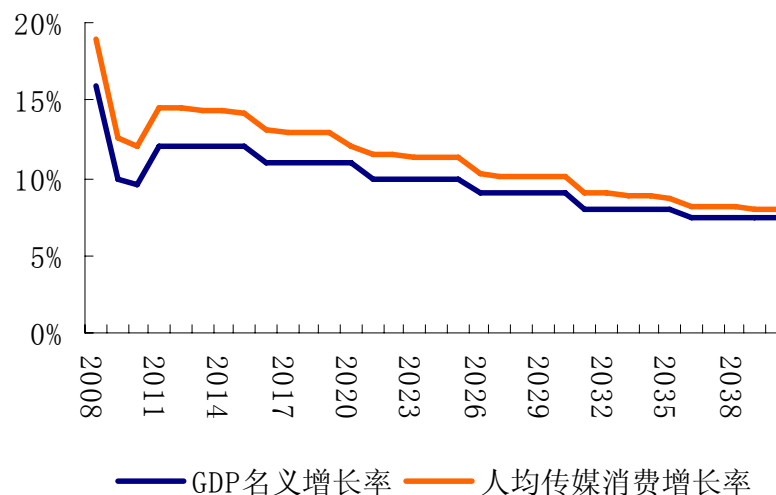


图10：未来30年中国人均消费增速持续高于GDP增速



资料来源：CEIC、申万研究

1.1.2 未来广告增速高于GDP增速

- 过去10年，中国广告支出增长率高于GDP增长率
- 1997-2007年10年，中国广告支出年复合增长率14.2%，高于同期名义GDP复合增长率12.2%，更高于同期美国广告支出4.7%复合增长率。

图11：中国广告支出连续20年增长超过10%

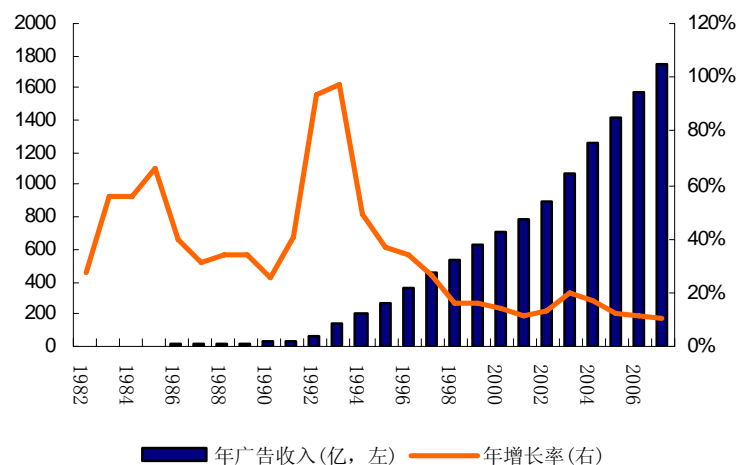
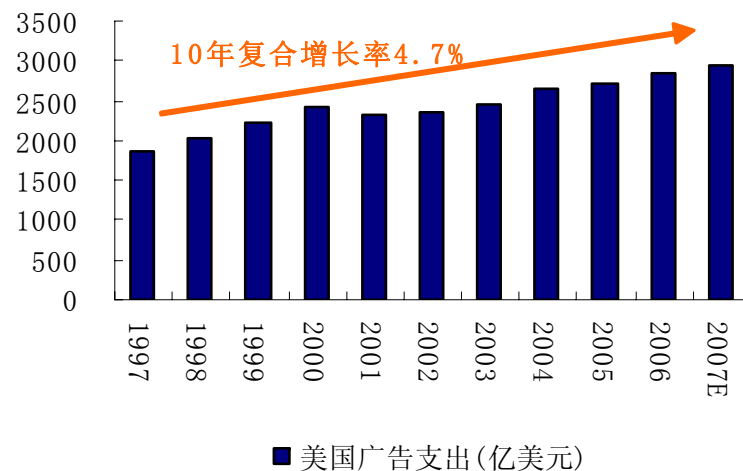


图12：美国广告支出10年复合增长率仅4.7%



资料来源：NAA, CEIC, 申万研究

1.1.2 未来广告增速高于GDP增速

- 未来10年，中国广告支出增长率依然会高于GDP增长率
- 产品供过于求(买方市场)，企业越来越依靠广告使消费者了解产品，推销产品，塑造品牌
- 未来5年广告收入CAGR 15-20%;

图13：中国广告支出占GDP比重显著低于美国

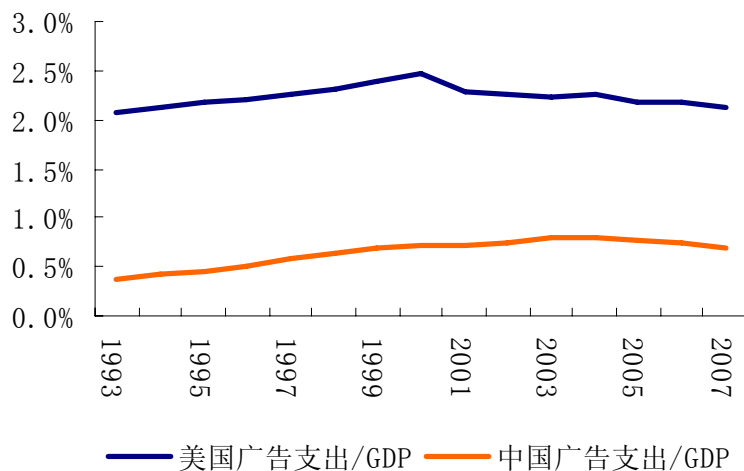
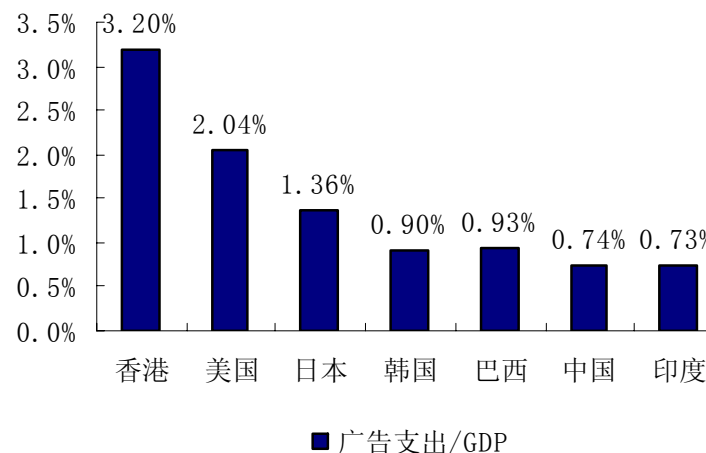


图14：中国广告支出/GDP依然有上升空间



资料来源：CEIC、申万研究

1.1.2 未来广告增速高于GDP增速

■ 广告在产品销售，品牌建立的作用将继续增强

- 产品导入期：认识产品；
- 产品发展或成熟期：产品差异化定位；
- 品牌溢价；

图15：处于供过于求状态的产品比例超过70%

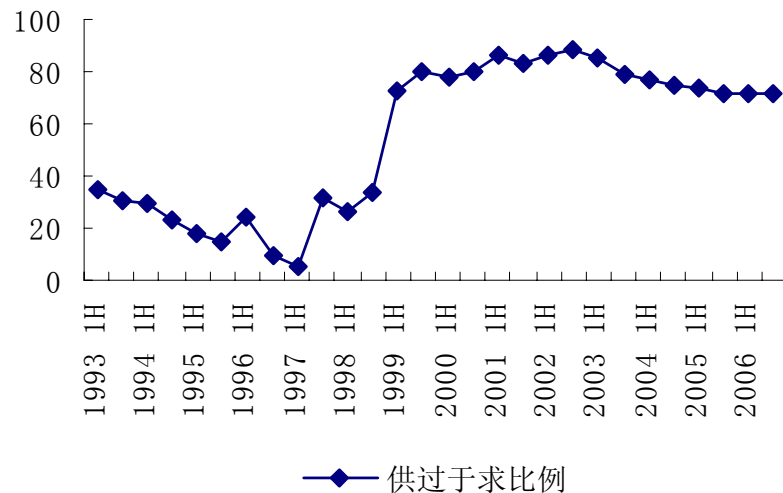
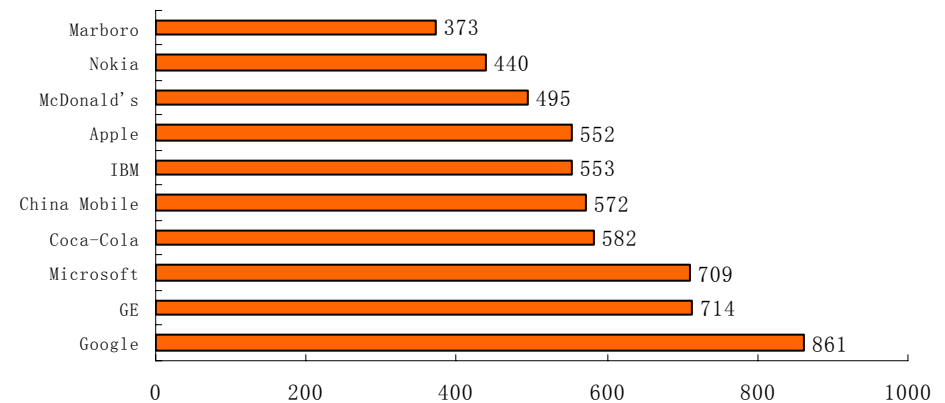


图16：品牌产生价值



资料来源：CEIC, Millward Brown、申万研究

1.1.2 未来广告增速高于GDP增速

- 30年后，广告支出规模是现在的50倍以上

图17：未来30年中国广告支出增速持续高于GDP增速

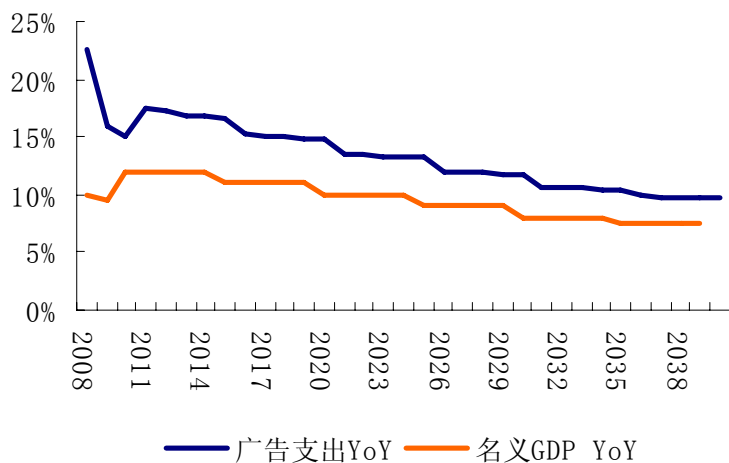
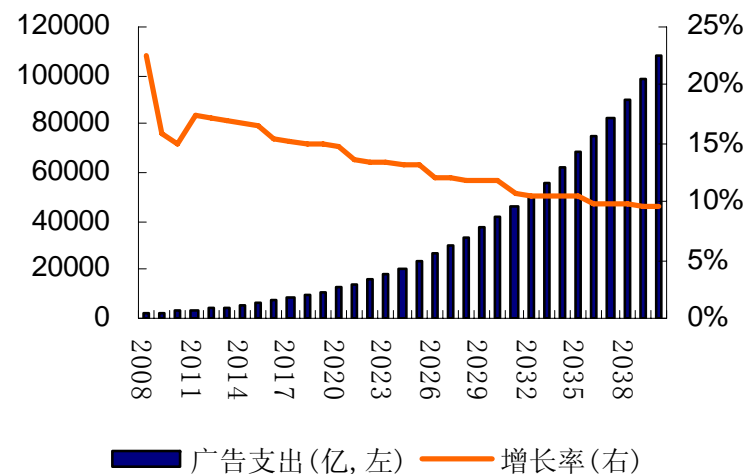


图18：30年后中国广告支出规模超过10万亿元



资料来源：CEIC、申万研究

1.2 有线网络，用户数和ARPU增长双核驱动

- 有线电视收入的增长来自用户数的增长和ARPU的增长。
- 2003-2007年5年，中国有线网络收入CAGR为28.7%，高于同期名义GDP CAGR 15.7%；
- 2003-2007年用户数CAGR 8.9%，ARPU值CAGR 18.0%；
- 用户数增长和ARPU增长都与人均消费水平高度相关。

图19：中国有线网络收入5年CAGR 28.7%

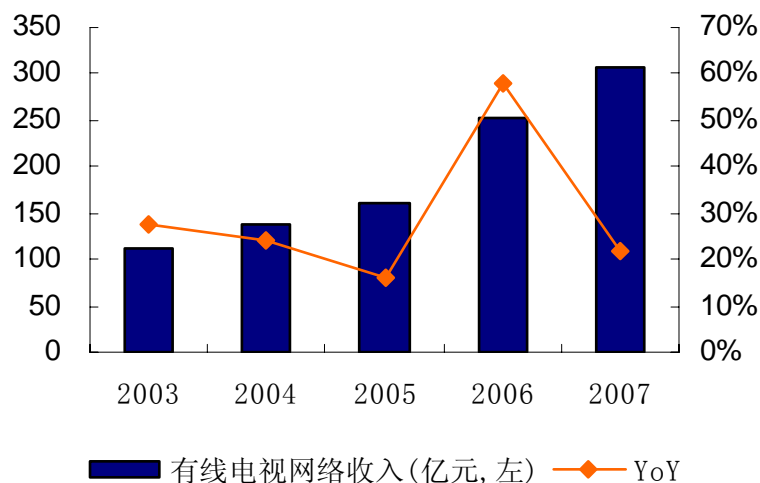
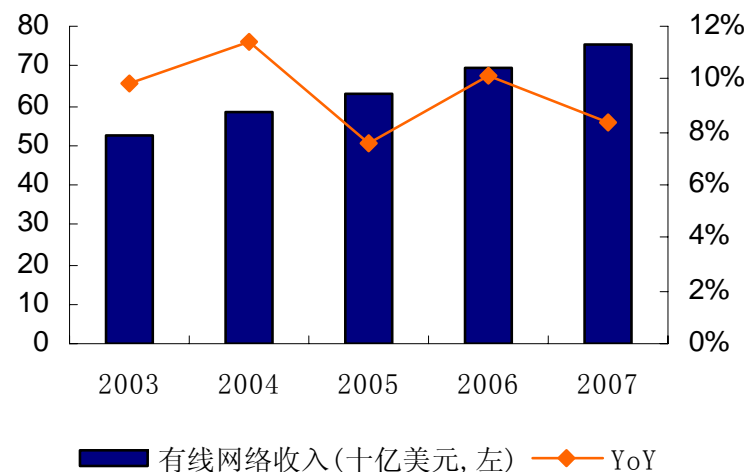


图20：美国有线网络收入5年CAGR 9.5%



- 未来5年，中国有线网络收入CAGR 15-20%

1.2 有线网络，用户数和ARPU增长双核驱动

■ 低渗透率的另一面，用户数增长空间大

- 中国2007年有线渗透率40.7%，远低于美国有线电视和卫星电视综合渗透率87.7%。
- 未来5年，中国有线电视用户增长率依然在5%左右。

图21：中国数字电视用户仍有较大增长空间

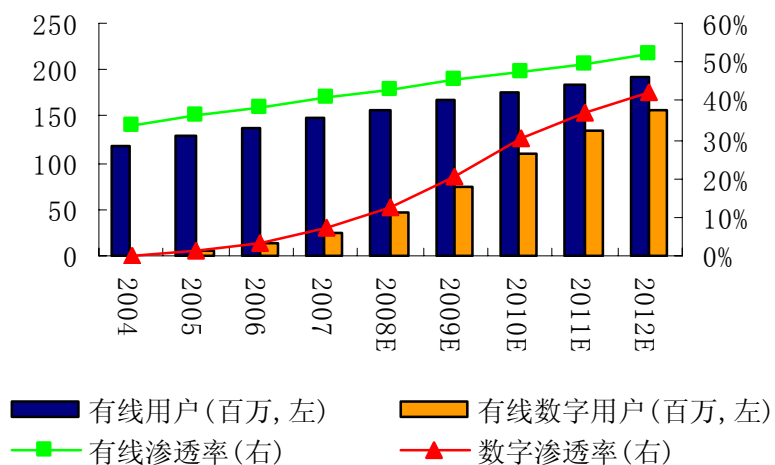
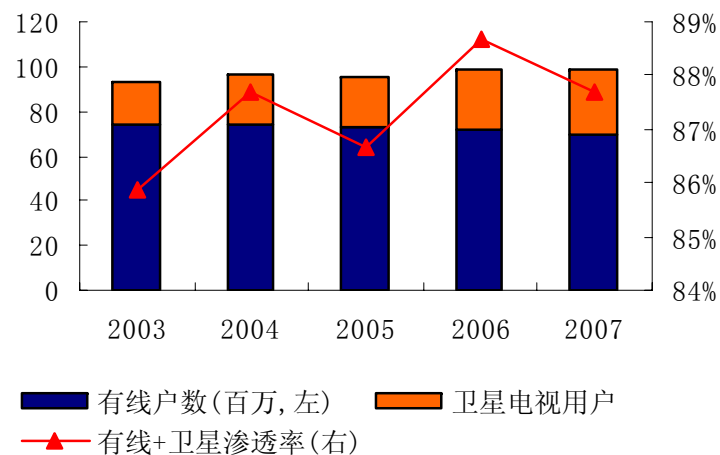


图22：美国数字用户增长空间已经很小



资料来源：广电总局，CEIC，申万研究

1.2 有线网络，用户数和ARPU增长双核驱动

■ ARPU提升空间更具想象空间

- 2003-2007年中国有线ARPU值5年复合增长率18%（同期美国9%）
- 长期看，ARPU提升取决于人均可支配收入提高和节目内容吸引力提升
- 短期看，ARPU提升取决于数字收视费提价和数字化平移进度

图23：中国有线年ARPU/人均GDP远低于美国

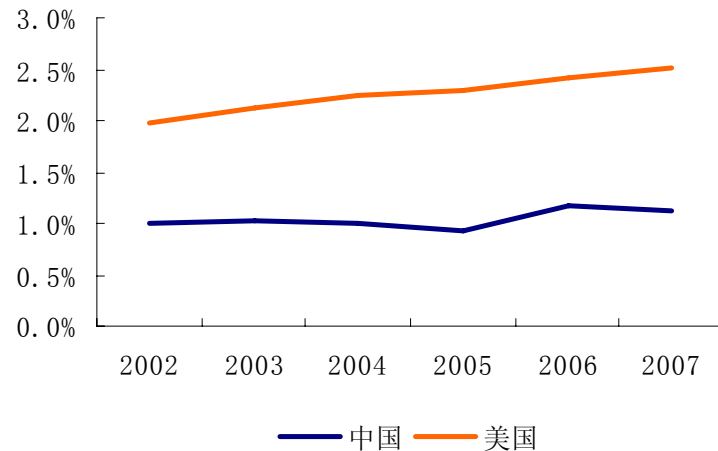
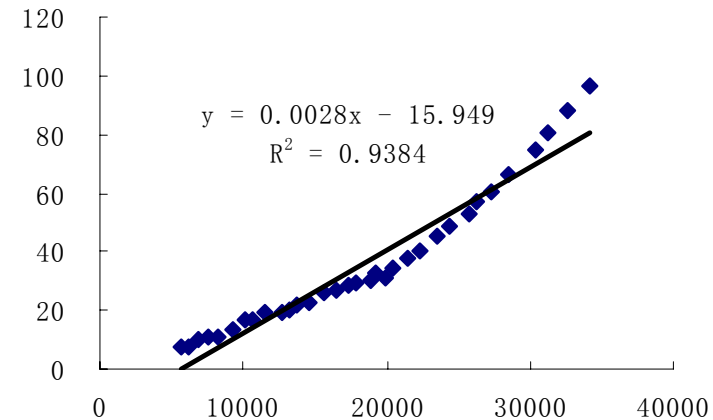


图24：美国有线ARPU与人均可支配收入高度相关



资料来源：广电总局，CEIC，申万研究

1.3 电影行业，步入以质取胜阶段

■ 电影产量增长迅速

- 2007年中国国产电影产量402部，是2002年产量的4倍（美国1年电影产量500多部，印度1000多部），未来国产电影产量依然有增长的空间。

图25：电影产量是5年前产量的4倍

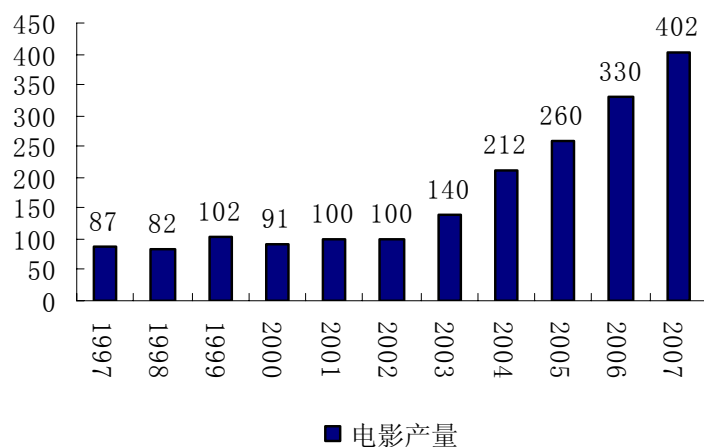


图26：中国第一部票房收入突破3亿电影-赤壁



资料来源：广电总局，CEIC，申万研究

1.3 电影行业，步入以质取胜阶段

- 未来5年，我们预计中国电影收入CAGR在20-25%
- 人均消费水平提高，电影制作水平提升是中国电影行业未来10年持续高增长的关键
- 中国人均电影消费/人均GDP不到0.02%，是美国的1/35（美国人均电影消费/人均GDP 0.7%）

图27：中国国内票房收入5年复合增长率28%

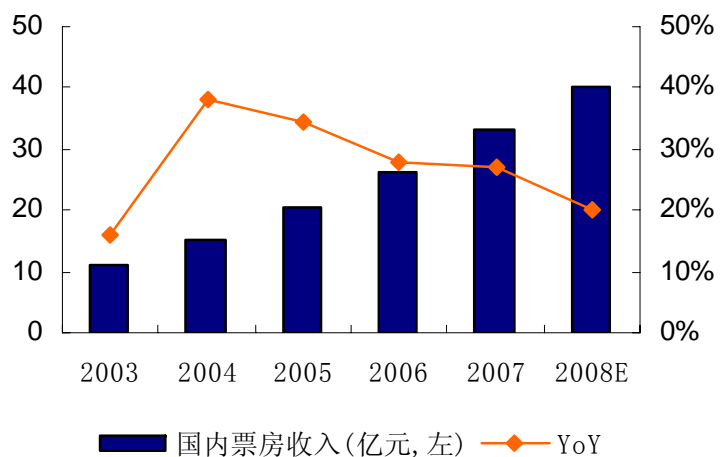
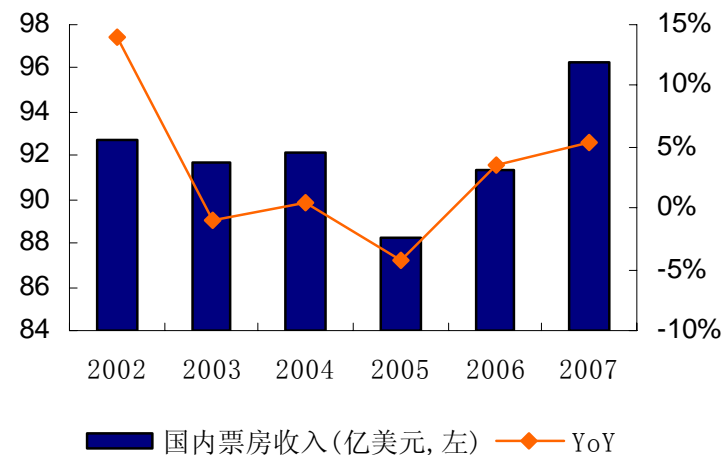


图28：美国国内票房收入5年复合增长率0.8%



资料来源：广电总局，CEIC，申万研究

1.4 未来属于互联网

■ 未来互联网业务增速超过传媒其他子行业增速

- 超过申万宏观研究团队对GDP增速的预测（名义GDP增速低于15%）
- 超过传媒其他子行业增速（未来5年有线网络收入CAGR 15-20%，广告支出CAGR 15-20%，电影行业CAGR 20-25%，图书销售收入CAGR 5%）

图29：中国在线游戏5年复合增长率35.3%

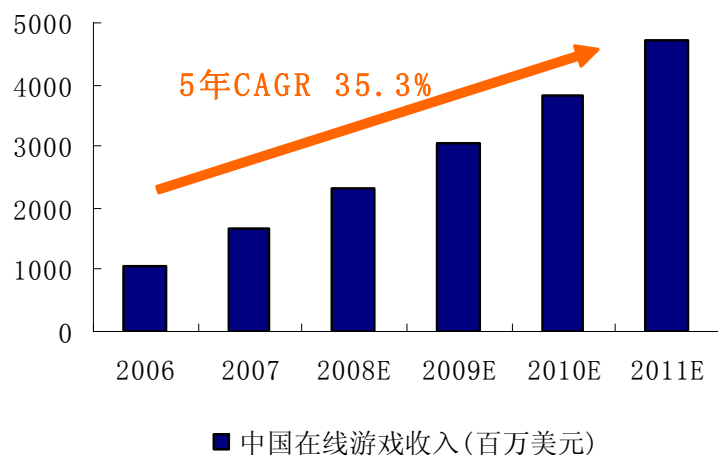
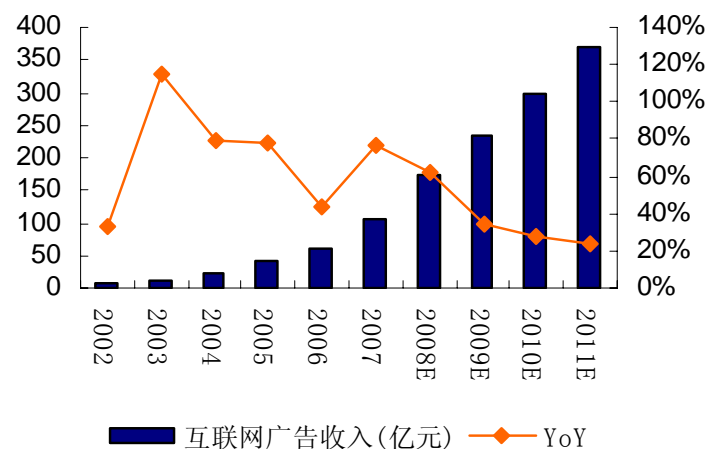


图30：中国互联网广告5年复合增长率43.8%



资料来源：IDC, iresearch, 申万研究

1.4 未来属于互联网

■ 移动互联网，美丽但不遥远的故事

- 随着3G业务开展，第5媒体手机将步入人们视野。手机搜索，手机电视，手机广告，手机网站，手机游戏等新应用将成为人们日常生活的一部分。

图31：中国手机用户5年复合增长率22%

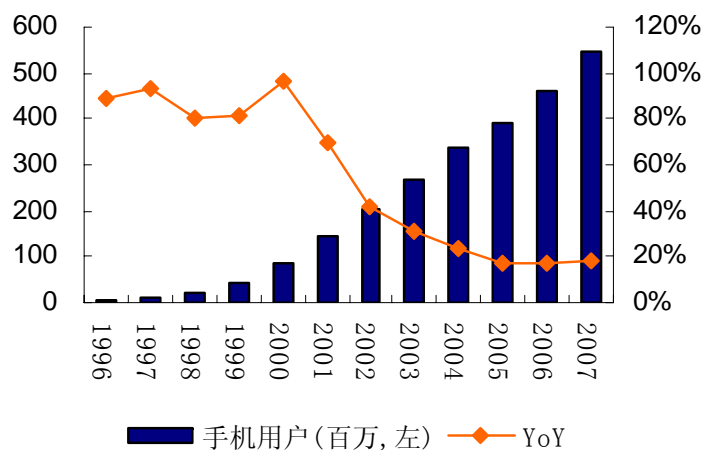
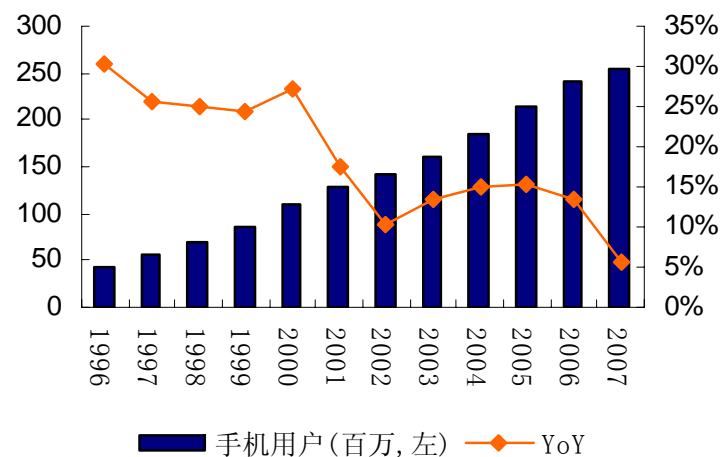


图32：美国手机用户5年复合增长率13%



资料来源：ITU，申万研究

1.5 图书出版，在坎坷中前行

■ 过去10年，图书出版销售增长平稳

- 图书纯销销售额1998-2007年9年复合增长率为4.4%，增长平缓（2007年图书纯销售金额513亿元）；
- 销售额的增长主要来自于图书价格的增长。1998-2007年，销售册数维持在60亿册，几乎没有增长；

图33：中国图书纯销售额9年复合增长率仅4.4%

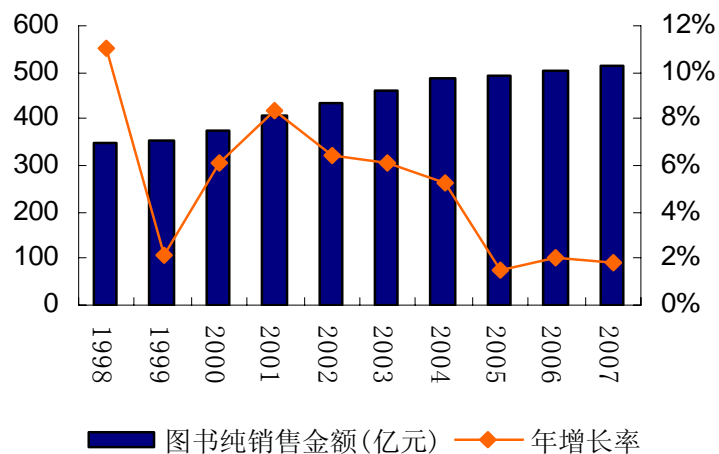
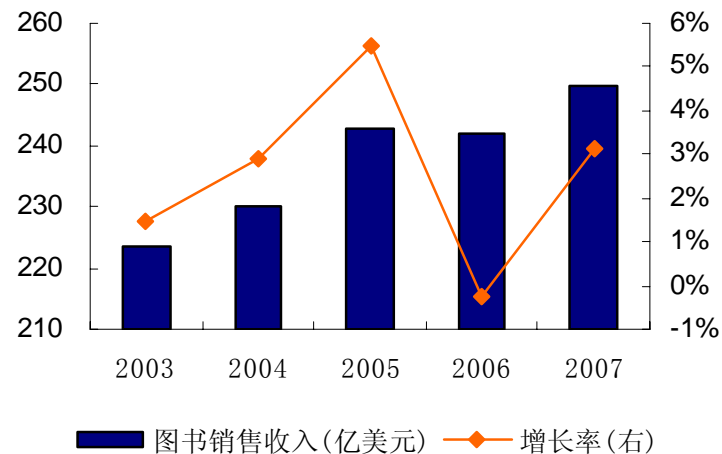


图34：美国图书销售额5年复合增长率仅2.5%



资料来源：新闻出版总署，AAP，申万研究

1.5 图书出版，在坎坷中前行

■ 未来依然有增长，但增长依然平缓

- 中国人均图书消费39元，5年CAGR 2.7%，略有增长；
- 中国人均图书消费/人均GDP在0.2%左右，与美国相当，大幅度提高空间不大；
- 受中小学减负及互联网影响，中国人均图书购买量呈下降趋势（教材销售占图书销售45%）

图35：中国图书销售册数几乎没有增长

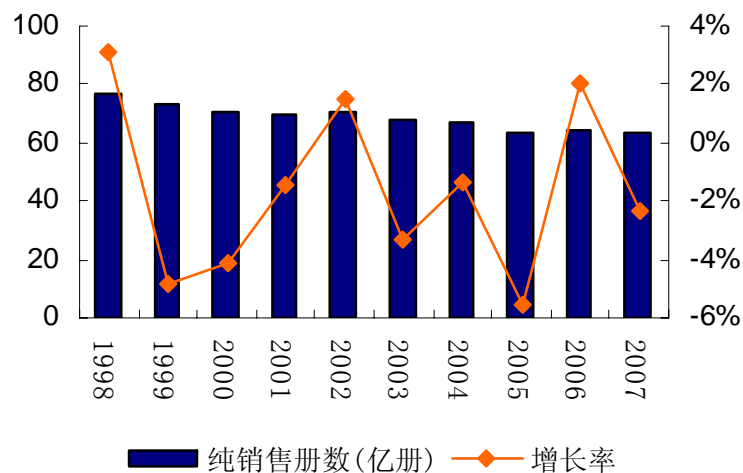
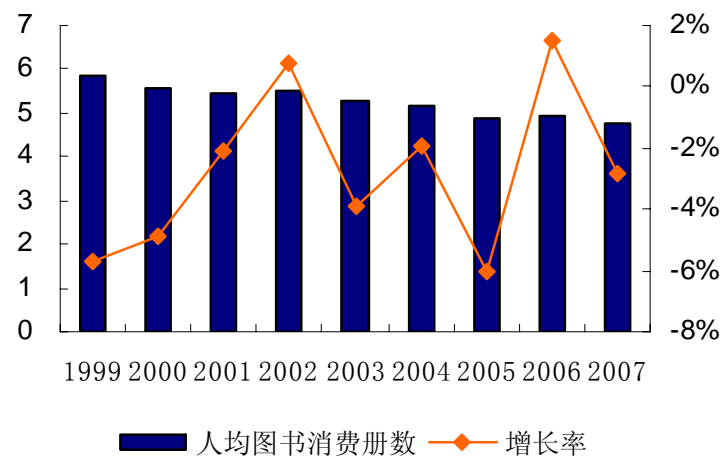


图36：中国人均图书购买册数呈下降趋势



■ 未来5年图书出版行业有5%左右的增长。

资料来源：新闻出版总署，申万研究

1.6 小结

未来5年收入复合增长率

网络游戏	30-35%
电影	20-25%
有线网络	15-20%
广告	15-20%
图书出版	5%

资料来源：申万研究

主要内容

1. 行业展望：高增长，传媒才刚上路
 2. 短期内的三座大山
 3. 投资策略：稳定增长+主题投资
- 附录. 重点公司介绍

2.1 第一座大山，宏观经济下滑

■ 广告支出增速受GDP增速影响明显

- 国内大部分企业制定广告预算时，按照销售收入百分比制定；
- 当企业盈利水平下滑时，企业缩减开支水平时，缩减营销费用或广告投放成为常态；
- 申万研究预测，09年GDP增速8.1%，房地产销售面积09年同比下降5%，汽车销售量09年增速下滑3.5个百分点（08年增速12.9%）

图37：中国广告支出增速与GDP增速相关度高

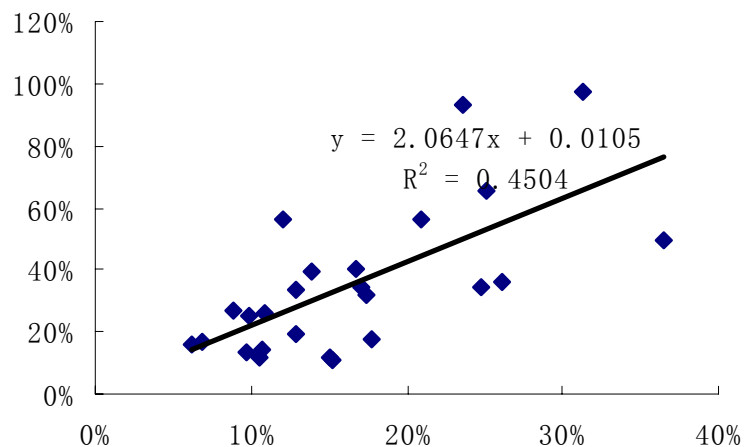
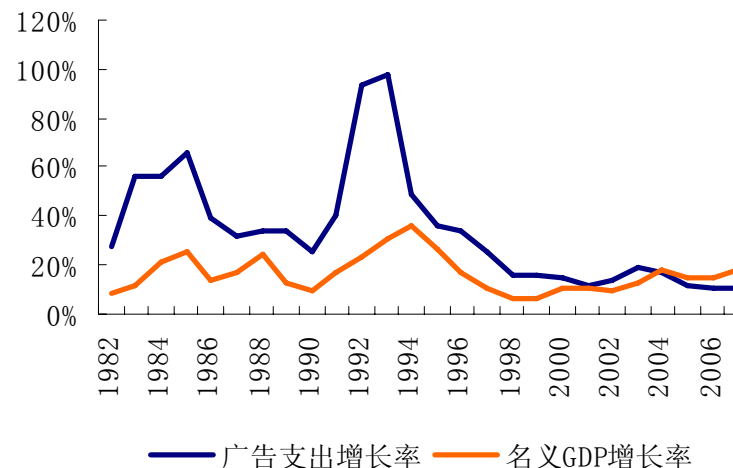


图38：中国广告行业受宏观经济波动影响显著



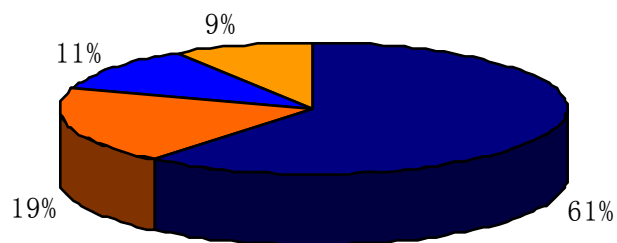
资料来源：CEIC，申万研究

2.1 第一座大山，宏观经济下滑

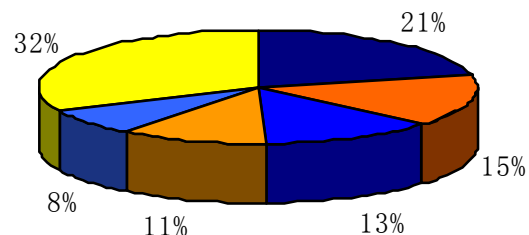
■ 报纸广告受宏观经济影响的程度高于电视广告

- 实证分析显示，报纸广告增速与GDP增速相关系数0.65，电视广告增速与GDP增速相关系数0.51
- 电视广告中消费品广告占比超过50%，受宏观经济波动影响相对较小；

图39：房地产，零售和汽车业占中国报纸广告投放40% 图40：快消品和药品行业占中国电视广告投放55%



■ 其他 ■ 房地产 ■ 零售 ■ 汽车



■ 化妆品/浴室用品 ■ 药品
■ 食品 ■ 商业和服务性行业
■ 饮料 ■ 其他

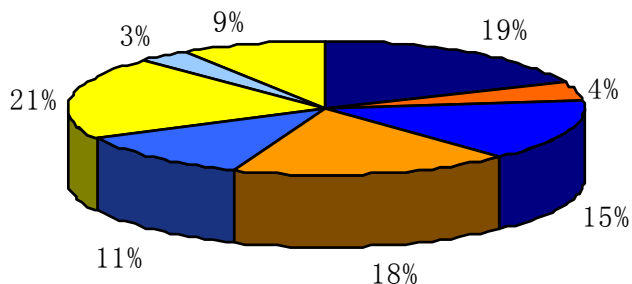
资料来源：AC Nielsen, CTR, 申万研究

2.2 第二座大山，行政管制

■ 跨媒体和跨地域发展是传媒企业和传媒行业发展的趋势

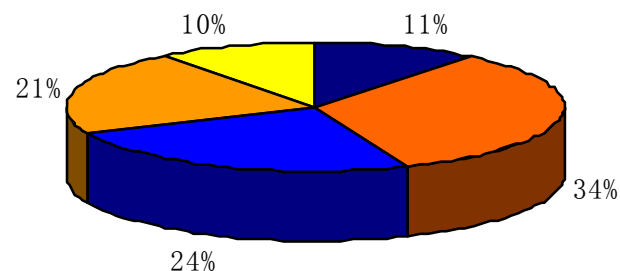
- 全球顶尖的传媒集团发展战略基本都立足于全球化和跨媒体经营；
- 新闻集团和时代华纳业务基本覆盖了传媒各个子行业

图41：新闻集团业务几乎涉及传媒各个领域



■ 报纸 ■ 图书 ■ 有线节目 ■ 电视
■ 卫星电视 ■ 电影娱乐 ■ 杂志 ■ 其他

图42：时代华纳业务基本涵盖传媒各重要领域



■ 互联网 ■ 有线运营 ■ 电影娱乐 ■ 电视 ■ 出版

资料来源：公司报告，申万研究

2.2 第二座大山，行政管制

■ 跨媒体和跨地域发展是传媒企业和传媒行业发展的趋势

- 贝塔斯曼不仅跨媒体发展，而且在产业链进行纵向整合，建立了从印刷，出版，发行到服务全方位的业务体系；
- 美国Comcast通过20年跨地域兼并收购成为全美用户数最多的有线运营商，用户超过2400万（中国涉及有线业务上市公司用户数之和合计2300万）

图43：贝塔斯曼纵向横向整合传媒产业链

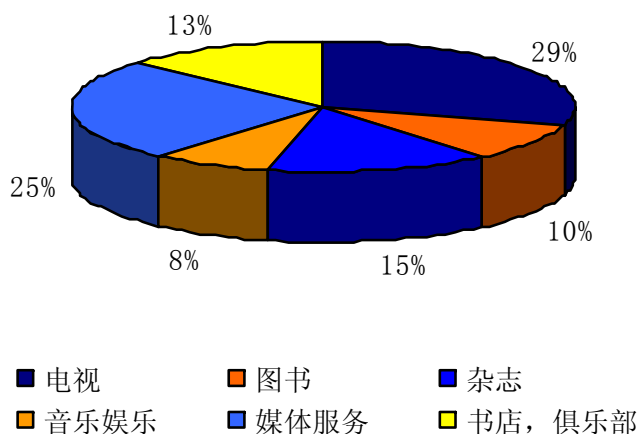
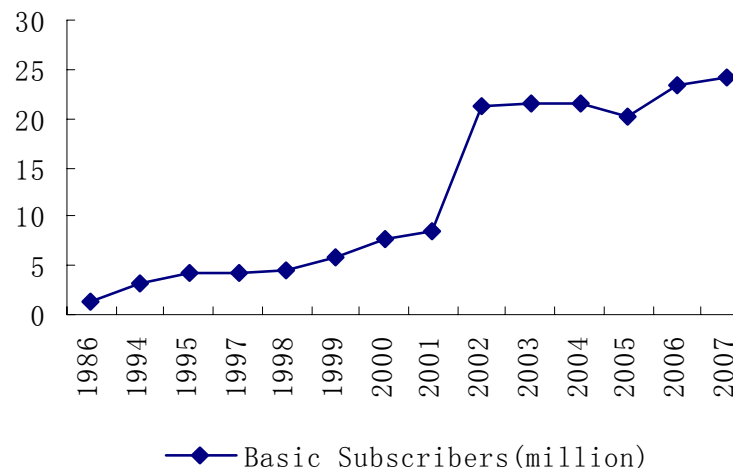


图44：收购助Comcast成全美最大有线运营商

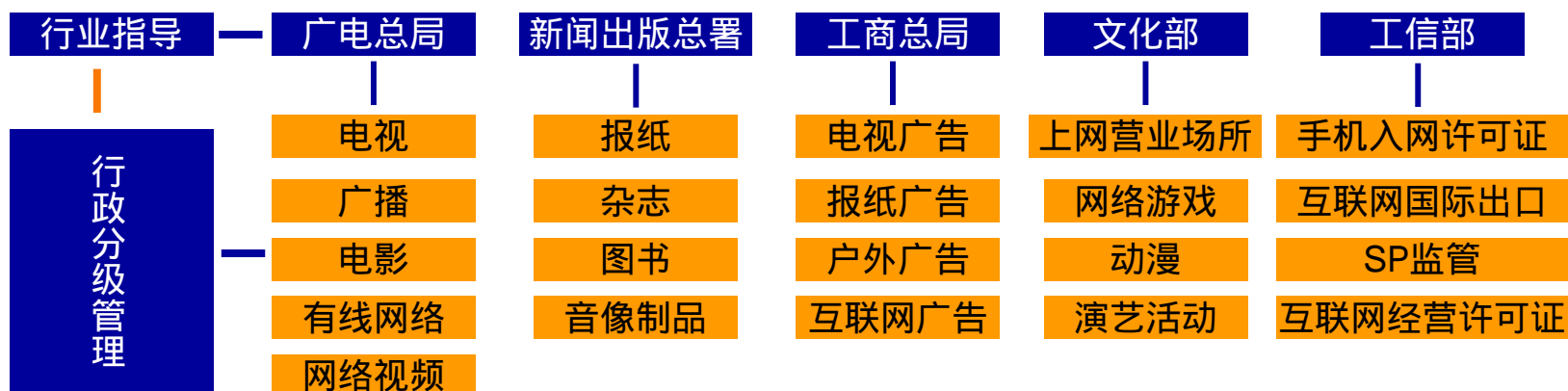


资料来源：公司报告，申万研究

2.2 第二座大山，行政管制

- 中国特色的传媒管制使中国传媒业形成了条块分割，各自为战的行业布局
- 中国传媒行业多头管理体制导致跨媒体整合异常艰难
- 跨地域整合受制于行政地域限制（中国32个省，333个地市，2861个县）

传媒行业横向纵向交叉管理体制纷繁复杂



资料来源：申万研究

2.3 第三座大山，互联网

- 互联网出现，让传统媒体不由发出“既生瑜，何生亮”的感慨
- 互联网在全球广告市场份额从1998年0%上升到2007年的7%，到2012年将达到19%（PWC预测）
- 互联网已经成为网民首选获取信息的途径

图45：网络是网民获取信息最主要途径

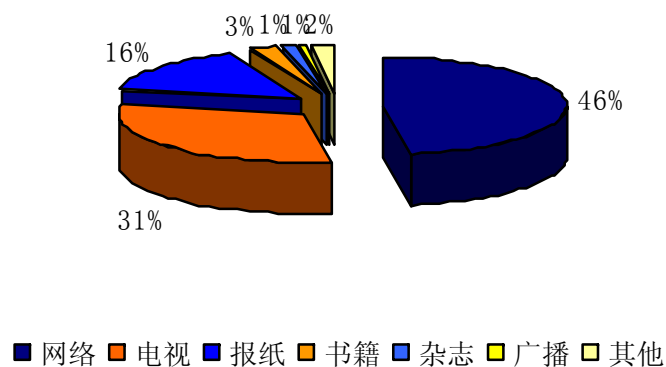
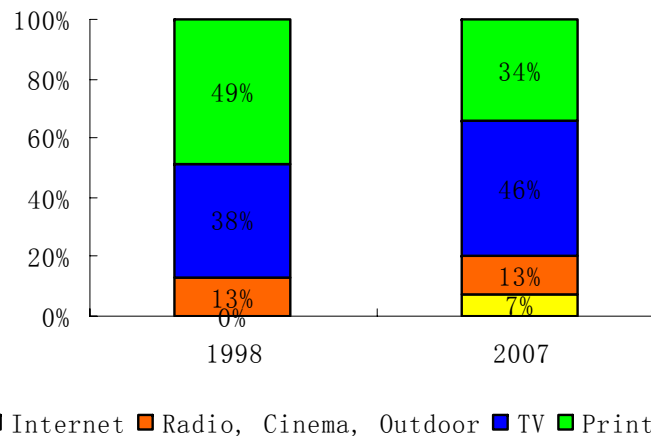


图46：网络广告在全球广告市场份额大幅提高



资料来源：CNNIC，申万研究

2.3 第三座大山，互联网

- 电视和报纸广告依然占据主流，但互联网广告增速远超前两者
- 报纸和电视广告依然占据广告市场2/3以上的份额
- 互联网远远超越报纸广告增速和电视广告增速

图47：中国报纸广告收入2005年后增速放缓

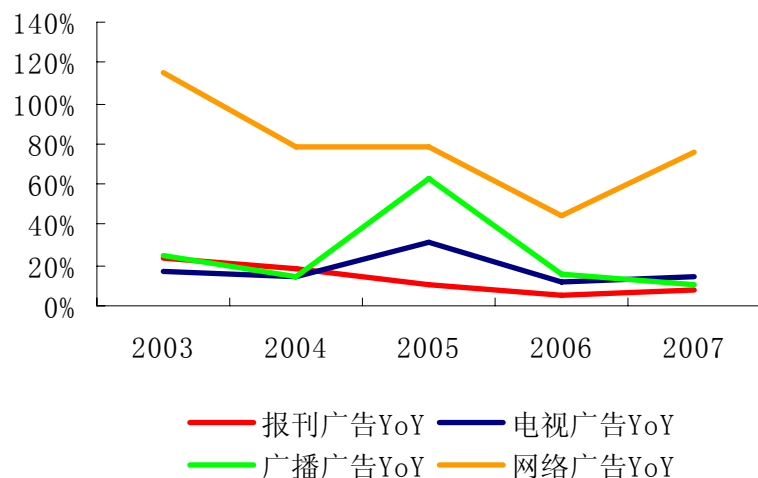
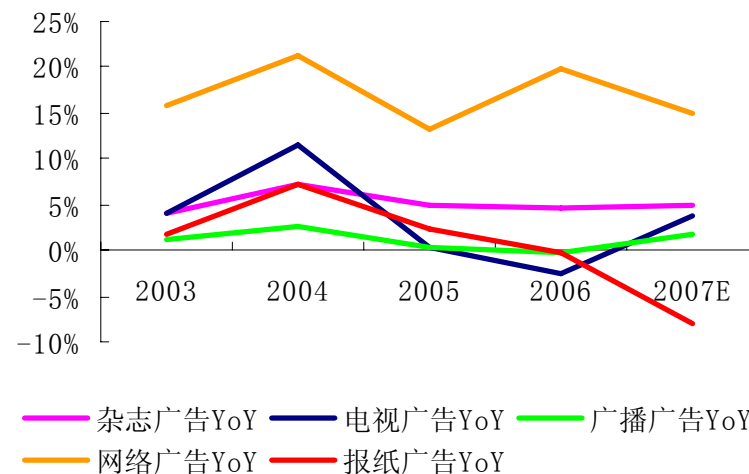


图48：美国报纸广告收入连续2年下滑



资料来源：慧聪，广电总局，iresearch，申万研究
注：中国报刊广告收入增速是刊例价收入增速

2.3 第三座大山，互联网

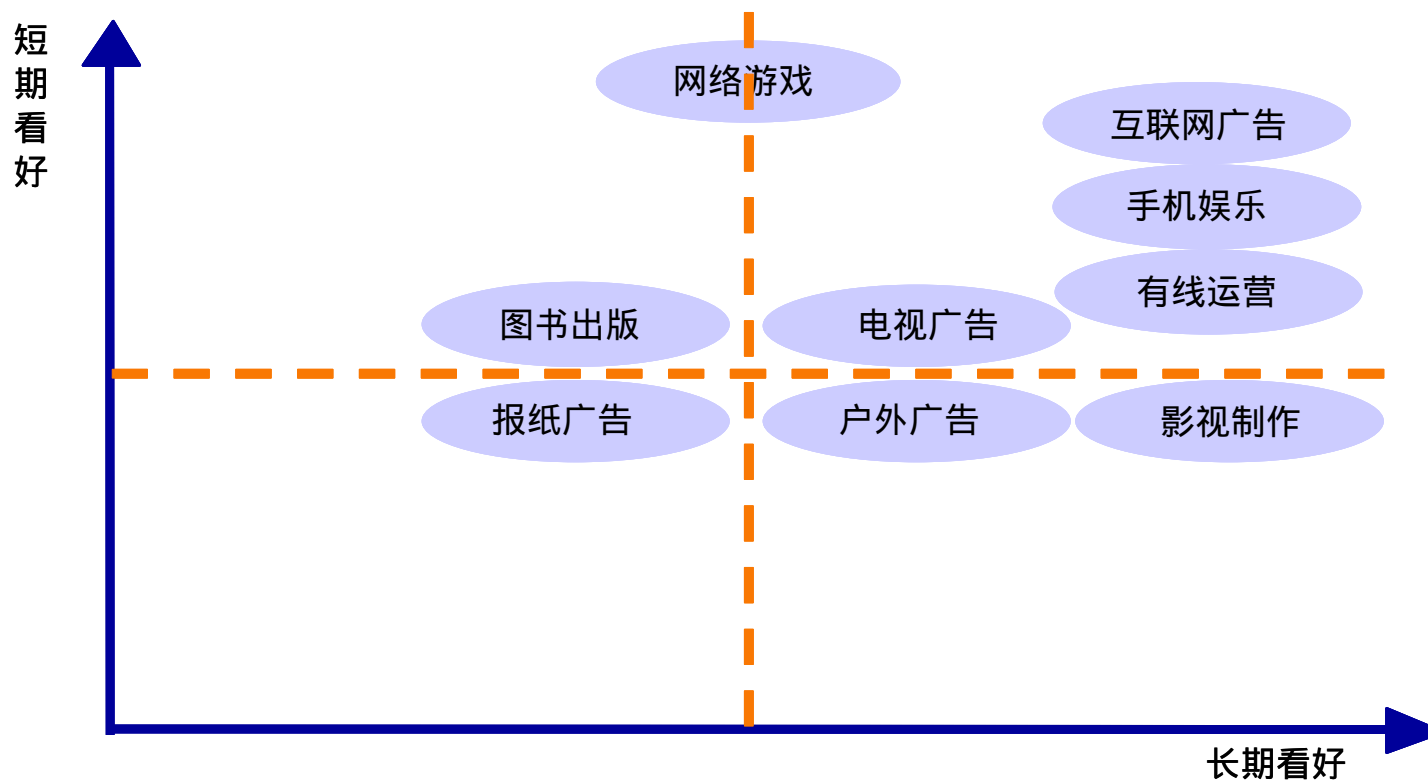
■ 互联网对决报纸的“四大法宝”

- 即时性，随时提供最新动态
- 互动性，给读者表达自身观点的机会
- 全面性，互联网可以提供不同国家，不同地区，不同类型，来自不同媒体的内容和评论
- 规模性，互联网用户规模庞大（中国发行量最高的报纸《参考消息》日发行量300万份）

■ 报纸受互联网影响大于电视

- 短期内，由于带宽制约以及内容限制，互联网对电视的替代效应并不明显
- 长期看，互联网与电视的融合是未来方向，互动电视，网络视频都是互联网与电视融合的征兆

2.4 长期看好互联网，手机娱乐和有线网络



■ 长期推荐：博瑞传播+歌华有线

资料来源：CNNIC，申万研究

主要内容

1. 行业展望：高增长，传媒才刚上路
 2. 短期内的三座大山
 3. 投资策略：稳定增长+主题投资
- 附录. 重点公司介绍

3.0 投资评级和结论

- 有线运营“看好”评级，依次推荐广电网络（买入），歌华有线（增持）和天威视讯（增持）
- 图书出版“中性”评级，给予时代出版“增持”评级，出版传媒“中性”评级
- 广告业“中性”评级，给予博瑞传播“买入”评级，新华传媒“增持”评级和华闻传媒“中性”评级；

- 防御组合推荐（首选）：博瑞传播+广电网络+北纬通信；
- 激进组合推荐：歌华有线+新华传媒（一定业绩支持+交易性投资机会多）

3.0 投资评级和结论

宏观经济波动



寻找业绩增长确定性高的企业

体制突破+互联网融合



09年改变困难，但有主题投资机会

3.1 看好有线运营行业的理由 - 短期防御性高，长期成长性好

■ 短期业绩确定性高

- 未来2年用户增长稳定（5%）；
- 短期数字化整转有助于ARPU值提高（大部分城市数字收视费高于模拟收视费）；
- 折旧摊销成本可预测性强，业绩确定性较高；
- 机顶盒成本和网络设备成本逐年下降，有助于提升业绩；

■ 长期成长性好

- 改革动力足：（自上而下）政府支持数字化整转和（自下而上）企业面临IPTV竞争压力，数字化整转和跨区域整合有望加速（资金需求）；
- 长期增长来自付费频道和互动电视对ARPU的提升作用（杭州华数互动用户ARPU约70元，是行业平均ARPU 18元的4倍），付费频道与有线宽带捆绑销售是有效手段；

■ 估值有吸引力

- 相对估值历史最低；
- 行业成长性高于美国，但EV/EBITDA低于美国数字转换时期水平（15-20X），与美国当前水平（8-10X）相当；
- 保守情景下，DCF估值与当前股价基本一致，安全边际较高；

3.1 看好有线运营行业的理由 - 短期防御性高，长期成长性好

■ 有线运营业务收入稳定

- 有线电视对于有线电视用户来说，是一项基本生活消费
- 有线渗透率41%，人均可支配收入的提高，有线用户数增长确定；

图49：收视费和宽带收入占有有线运营收入75%

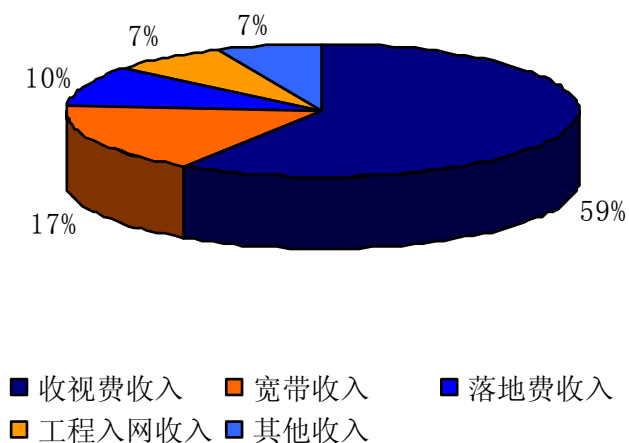
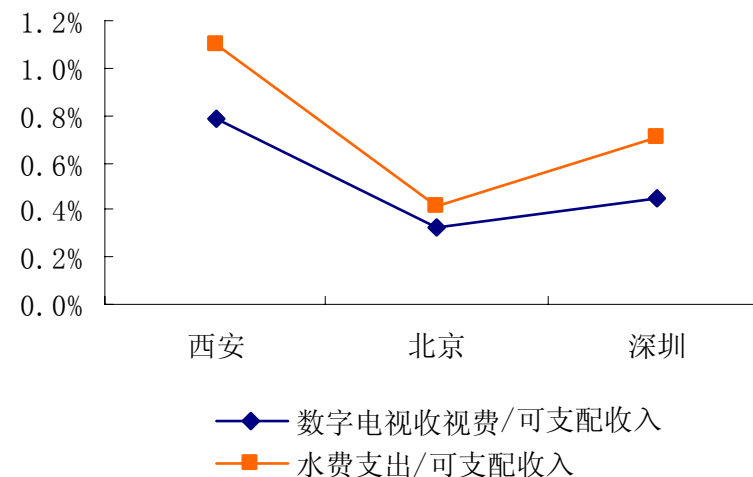


图50：数字收视费在居民消费占比低于水费支出



资料来源：公司公告，各地统计局，申万研究

3.1 看好有线运营行业的理由 - 短期防御性高，长期成长性好

■ 有线运营估值，EV/EBITDA比PE更合适

- 短期盈利被巨额折旧摊销压制并不代表未来盈利水平会一直会低迷；
- 美国数字化平移时期，有线运营商EPS往往为负数(Comcast, Cablevision为负数)；

图51：Comcast数字化改造时期EPS为负

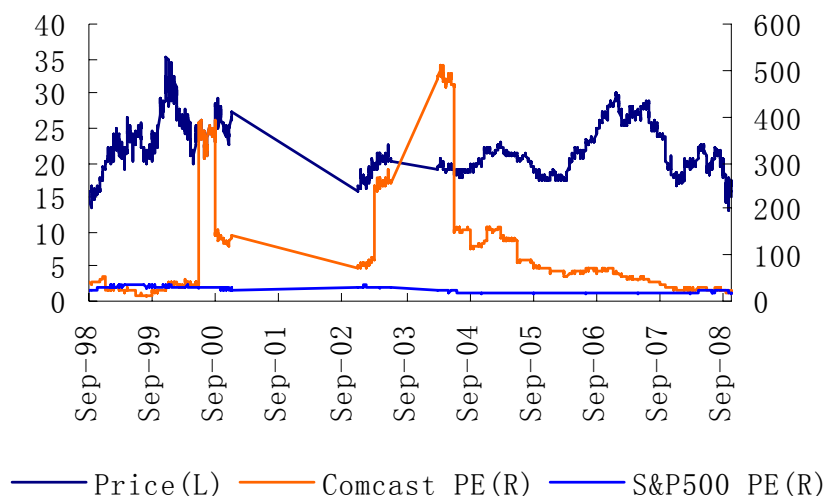
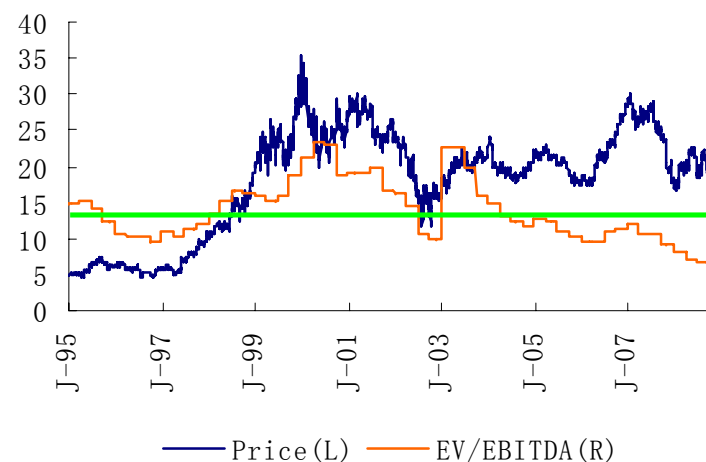


图52：Comcast 平均EV/EBITDA为13.8X，最低6.8X



资料来源：Bloomberg，申万研究

3.1 看好有线运营行业的理由 - 短期防御性高，长期成长性好

- 美国有线运营商EV/EBITDA 历史平均13.1X，最低平均7.7
- Mediacom EV/EBITDA历史平均11.5X，最低7.6X:

图53：Charter EV/EBITDA平均13.2X，最低8.7X

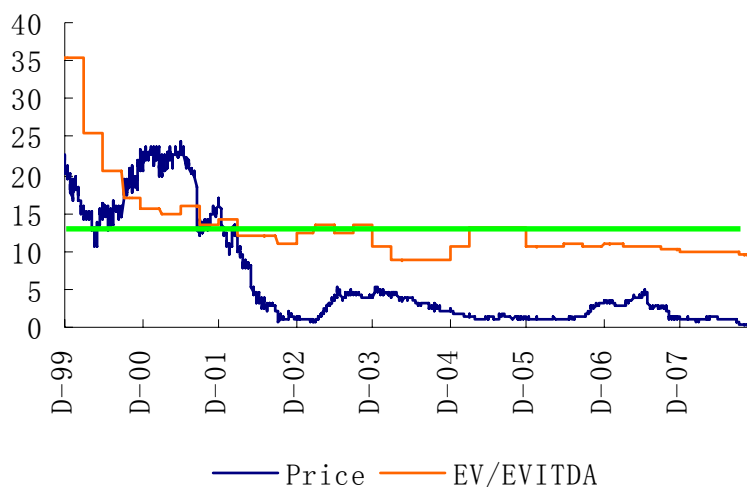
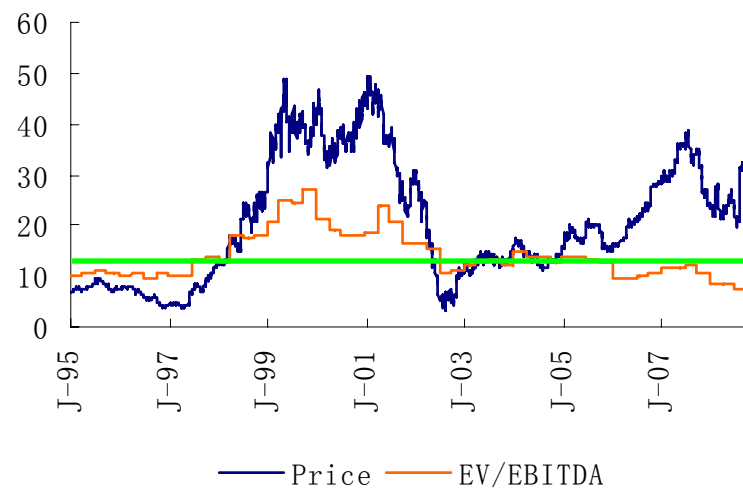


图54：Cablevision EV/EBITDA平均14.0X，最低7.7X



资料来源：Bloomberg，申万研究

3.1 看好有线运营行业的理由 - 短期防御性高，长期成长性好

■ 中国有线运营EV/EBITDA已到历史低点

- 广电网络08年EV/EBITDA 5.4X，天威视讯8.4X，歌华有线10.8X；
- 中美有线所处阶段不同，美国有线运营商数字化整转阶段EV/EBITDA 在15-20X；

图55：歌华EV/EBITDA历史低点-11X

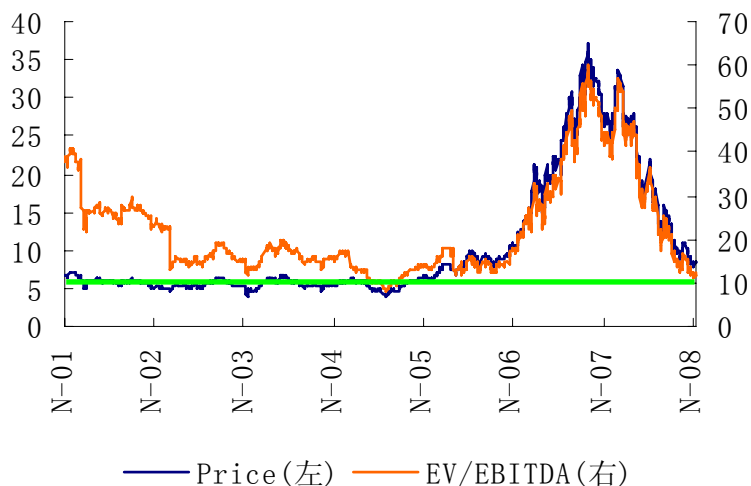
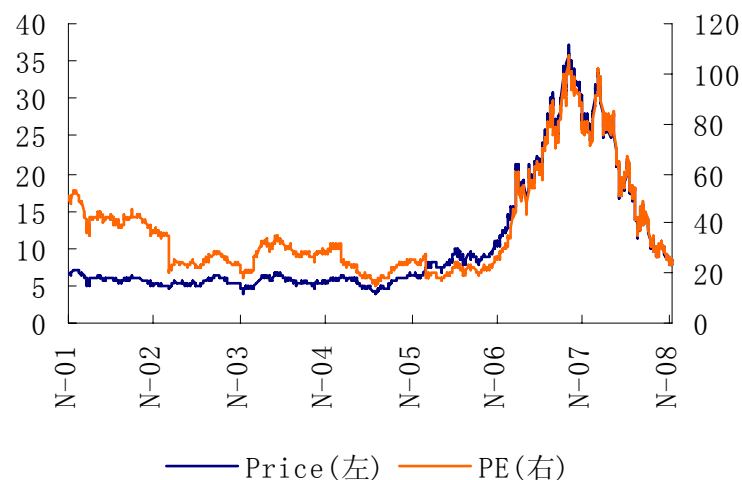


图56：歌华有线PE历史低点-20X



资料来源：Bloomberg，申万研究

3.1 看好有线运营行业的理由 - 短期防御性高，长期成长性好

■ 4个维度看有线，首选广电网络（业绩增长20%）

用户数

(1)08-10年用户增长数：

广电(30万)>歌华(15万)>天威(5万)

(2)08-10年用户增长率：

广电(7.9%)>天威(6.0%)>歌华(4.3%)

有线ARPU

(1) 2年内付费频道和互动电视难有起色

天威 歌华 广电

(2) 数字收视费：

天威(28元)>广电(25元)>歌华(18元)

业绩可能的改善空间

(1)所得税减免政策可能的影响程度

广电(15% 0%)>歌华(0% 0%)=天威
(15% 15%)

(2)成本下降空间：人工收缴成本下降

广电>歌华=天威

估值吸引力

(1) EPS增长率

广电(20%)>天威(0%)>歌华(-6%)

(2) 09年PE 和 09年EV/EBITDA：

PE:广电(18X)>歌华(25X)>天威(35X)

EV/EBITDA:广电(5X)>天威(8X)>歌华
(10X)

- 市场担心广电网络资本开支导致更大规模的贷款，我们分析显示公司09经营性现金流足以支持公司09资本开支（数字化整转规模80万户），加上收视维护费预付性质，公司大规模贷款增加的可能性很小；

3.2 图书出版业 - 成也教材，败也教材

■ 图书出版业盈利的确定性受益于教材教辅业务

- A股上市的两家图书出版企业净利润中超过70%来自于中小学教材教辅业务
- 再苦不能苦孩子，再穷不能穷教育
- 中小学学生人数，每位学生每年课本数和平均课本售价确定性较高

图57：教材教辅业务占净利润比例超过70%

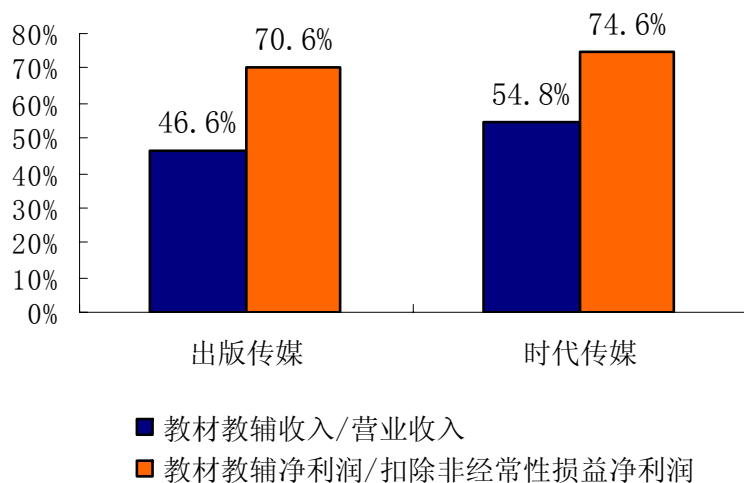
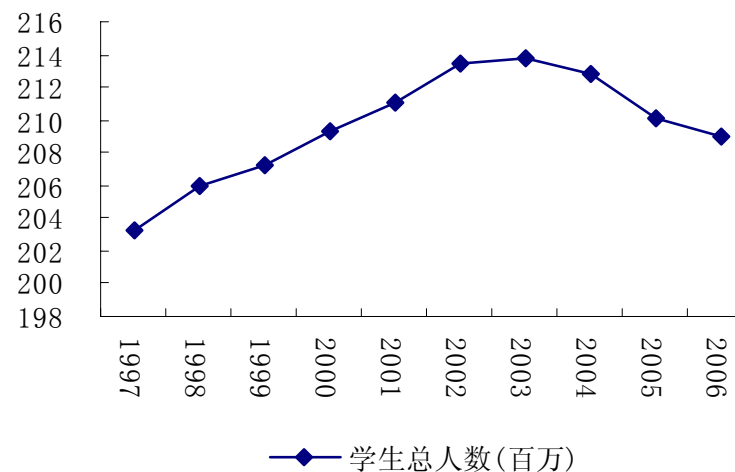


图58：学生总人数呈下降趋势



资料来源：公司公告，教育部，申万研究

3.3 宏观经济不确定下的选择：业绩确定性高的企业

■ 博瑞传播-09年增长确定性高（业绩增长20%+）

- 净利润70%来自受宏观经济影响较小的印刷和投递发行业务；（新华传媒70%利润来自广告，华闻传媒70%利润来自广告）
- 业绩增长确定性高：户外广告收入有望增长100%（+1500万利润），商报投递新协议明年全年生效（+1800万利润）；
- 成都传媒集团有望进一步支持上市公司；

■ 北纬通信-移动增值业务恢复性增长（业绩增长25%+）

- 奥运负面效应压低公司08年业绩基数，09年业绩有望恢复性增长；
- 整顿后的SP行业开始复苏，彩信，彩铃和手机游戏业务进入快速增长期；
- 3G临近，借助本地化优势和技术优势分享行业发展机会；

3.4 体制突破和互联网融合 - 主题投资机会

■ 为什么体制可能突破？

- 自上而下，政府为提高中国文化产业在全球影响力，开始放松管制并鼓励文化体制改革；
（支持力度最高子行业：图书出版和有线运营）
- 自下而上，互联网等新媒体的出现，一方面让政府意识到要管制难度越来越大，另一方面，也不断给垄断环境下的文化企业竞争压力；
（竞争压力最大子行业：报纸经营 VS 互联网，有线运营 VS IPTV）

	体制已有突破	后续有望突破	互联网融合
博瑞传播	1.广电与报业融合 2. 出版第一次进入资本市场 3. 股权激励	1. 整合成都传媒集团旗下业务（涵盖电视，有线，报纸，电影制作，文化演出）	1.代理互联网广告 2. 参股手中乾坤（手机游戏商）
广电网络	1.第一家全省有线网络运营商		1.有线增值业务包括互动电视，宽带接入等
北纬通信	1.民营企业，运营机制较为灵活 2. 业务跨地域，本地化优势明显	1.整合CP（内容提供商）	1.移动互联网（3G业务）
歌华有线	1.与外资LGI合资成立公司运营宽带业务	1. 异地扩张	1.有线增值业务包括互动电视，宽带接入等
电广传媒		1. 电视台经营业务整体上市	

■ 体制突破在资本市场的重要体现：资产整合

- 中国传媒行业体制改革是渐进式的，目前只是一个开始，无法整体上市的情况居多，未来资产整合的预期将一直存在（80%以上传媒公司有资产整合行动或资产整合预期）

3.4 体制突破和互联网融合 - 主题投资机会

■ 资产整合往往大幅度提升上市公司业绩（传媒高估值的又一原因）

表1：资产收购价格低于股票市场定价

公司	收购时间	所购资产	收购比例	收购价格	权益收入	权益净利	权益净资产	权益用户	P/S	P/E	P/B	每户价值(元)
东方明珠	2007	东方有线	10%	167	118	13	67	44	1.4	13.0	2.5	380
	2007	太原有线	50%	220	91	-	126	33	2.4	-	1.7	667
歌华有线	2001	北京远郊有线网络	100%	183	-	-	-	49	-	-	-	371
广电网络	2007	11地市有线网络	100%	1654	-	-	1626	380	-	-	1.0	435
有线收购平均					(百万)	(百万)	(百万)	(万)	1.9	13.0	1.8	463
有线上市公司									3.6	26.0	1.9	2182
新华传媒	2006	新华发行集团资产	100%	649	1212	36	631	-	0.5	18.2	1.0	-
	2007	解放报业资产	51-100%	2026	1050	158	288	-	1.9	12.8	7.0	-
	2008	杨航传媒	70%	34	54	5	4	-	0.6	7.3	8.2	-
	2008	嘉美广告	100%	112	115	5	12	-	1.0	22.0	9.1	-
华闻传媒	2006	时报传媒	84%	84	137	40	87	-	0.6	2.1	1.0	-
	2006	华商传媒	30%	220	243	35	115	-	0.9	6.3	1.9	-
	2007	华商传媒	31%	270	257	37	157	-	1.1	7.4	1.7	-
	2007	辽宁盈丰	85%	20	-	-	18	-	-	-	1.1	-
	2007	重庆华博	85%	20	-	-	17	-	-	-	1.2	-
	2007	天津华商	90%	10	-	-	7	-	-	-	1.4	-
科大创新	2007	北京华商	85%	10	-	-	8	-	-	-	1.2	-
	2008	安徽出版集团资产	60-100%	1670	1205	191	1401	-	1.4	8.7	1.2	-
传媒收购平均									1.2	10.9	2.8	463
传媒行业									3.7	23.9	2.3	2182

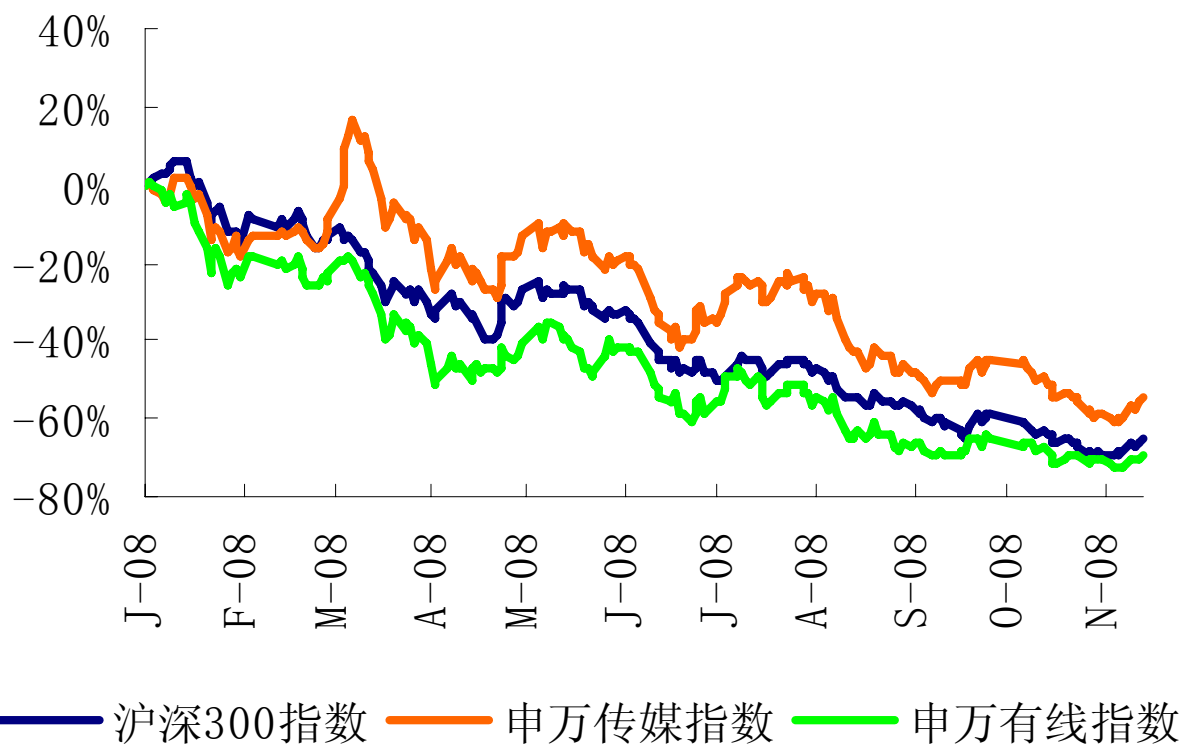
3.4 体制突破和互联网融合 - 主题投资机会

	可能的主题投资机会	
歌华有线	1. 申请所得税减免 2. 异地收购行为	3. 参股公司茁壮网络申请IPO 4. 市场一直存在的提价预期
广电网络	1. 申请所得税减免	
天威视讯	1. 所得税减免	2. 收购关外150万用户
博瑞传播	1. 申请所得税减免 2. 整合成都日报晚报印刷业务	3. 参股公司手机乾坤申请IPO
新华传媒	1. 整合新闻晨报晚报经营性业务 2. 新民传媒广告代理协议修改	3. 获取通路广告资源，包括地铁，火车，高速公路等 4. 上海世博会
华闻传媒	1. 首都机场广告业务注入	
北巴传媒	1. 向白马户外定向增发顺利实施	
北纬通讯	1. 收购内容提供商(CP)	2. 3G发牌
时代出版	1. 申请所得税减免	
出版传媒	1. 申请所得税减免	
东方明珠	1. 上海世博会 2. 增资东方有线	3. 异地收购有线运营商
中信国安	1. 有线业务申请所得税减免 2. 异地收购有线运营商	3. 青海盐湖产能提升
电广传媒	1. 有线业务申请所得税减免	2. 湖南电视台经营业务注入上市公司

3.5 重点研究公司盈利预测和投资评级

Nov-08	股价 (元)	市值 (百万)	EPS				P/E				EV/EBITDA				评级
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	
有线网络															
歌华有线	8.82	9351	0.35	0.33	0.31	0.49	25.5	26.3	28.5	18.0	11.6	10.8	10.3	6.6	增持
广电网络	6.29	2097	0.12	0.24	0.30	0.38	52.4	26.2	21.0	16.6	12.3	5.4	4.7	3.7	买入
天威视讯	10.67	2848.9	0.27	0.30	0.29	0.35	40.1	35.6	36.8	30.5	9.0	8.4	7.9	7.2	增持
平均值							39.3	29.4	28.7	21.7	11.0	8.2	7.6	5.8	
报业经营															
博瑞传播	12.0	4396	0.37	0.52	0.66	0.75	32.4	23.0	18.1	16.0					买入
新华传媒	10.9	6339	0.12	0.48	0.50	0.53	91.0	22.8	21.8	20.6					增持
华闻传媒	3.2	4352	0.10	0.14	0.16	0.17	33.2	23.0	19.7	18.4					中性
平均值							52.2	22.9	19.9	18.3					
电视广告															
中视传媒	8.4	1991	0.23	0.23	0.27	0.29	37.2	36.2	30.6	29.5					中性
户外广告															
北巴传媒	6.7	2718	0.12	0.15	0.22	0.48	56.2	44.9	30.6	14.0					中性
手机媒体															
北纬通讯	10.8	817	0.42	0.46	0.60	0.68	25.7	23.5	18.0	15.9					增持
图书出版															
时代出版	13.3	2601	0.07	1.07	0.75	0.70	180.0	12.4	17.8	19.0					增持
出版传媒	5.6	3058	0.19	0.17	0.19	0.21	29.2	32.6	29.2	26.4					中性
平均值							104.6	22.5	23.5	22.7					
综合															
东方明珠	6.4	20424	0.20	0.16	0.18	0.18	32.1	40.1	35.6	35.6					增持
中信国安	6.3	9875	0.21	0.21	0.33	0.37	30.1	30.1	19.2	17.1					中性
电广传媒	10.6	4324	0.28	0.18	0.20	0.24	38.0	59.1	53.2	44.3					中性
传媒平均							50.2	31.1	27.2	23.0	11.0	8.2	7.6	5.8	

3.5 重点研究公司盈利预测和投资评级



资料来源：Wind，申万研究

主要内容

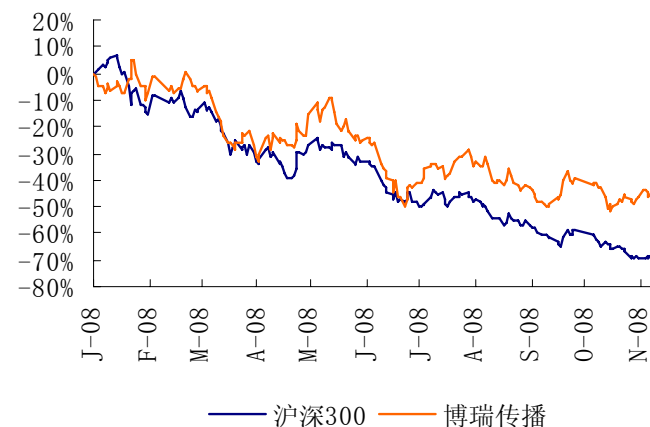
1. 行业展望：高增长，传媒才刚上路
2. 短期内的三座大山
3. 投资策略：稳定增长+主题投资

附录. 重点公司介绍

4.1 博瑞传播 - 短期业绩稳定，长期向“新闻集团”学习

百万元		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入		605	708	839	1052	1215
	YoY	10.5%	16.9%	18.6%	25.4%	15.4%
营业成本		321	351	583	727	850
	YoY	9.5%	9.2%	66.1%	24.7%	16.9%
净利润		54	135	199	244	276
	YoY	-28.4%	149.2%	47.0%	22.5%	13.0%
EPS		0.15	0.37	0.54	0.66	0.75
市盈率(PE)		80.9	32.5	22.1	18.0	16.0
市净率(PB)		3.9	2.1	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA		21.7	13.6	10.5	7.7	6.8

股价(元)	11.97
52周最高价/最低价	39.99/9.50
日均交易量(百万股)	1.39
股本(百万股)	367
总市值	4396
净资产收益率	19.9%
资产负债率	24.0%
大股东(持股比例)	成都博瑞投资控股集团有限公司(25.4%)



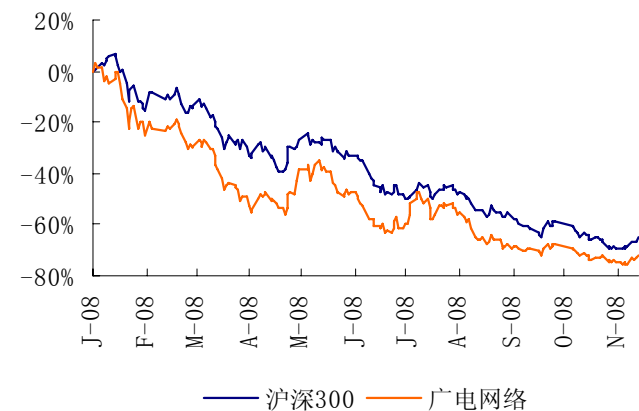
■ 投资风险

- 报纸广告业务受宏观经济和房地产影响远超市场预期；
- 管理层变动；

4.2 广电网络 - 短期业绩稳定增长(20%)

百万元		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入		301	545	879	953	1116
	YoY	9.2%	81.0%	61.1%	8.4%	17.1%
营业成本		239	381	555	586	670
	YoY	8.5%	59.5%	45.4%	5.6%	14.4%
净利润		20	41	81	99	132
	YoY	10.7%	108.8%	97.7%	21.9%	33.0%
EPS		0.06	0.12	0.24	0.30	0.39
市盈率(PE)		106.7	51.1	25.9	21.2	15.9
市净率(PB)		1.0	1.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA		18.4	12.3	5.3	4.7	3.7

股价(元)	6.29
52周最高价/最低价	37.80/5.22
日均交易量(百万股)	2.56
股本(百万股)	333
总市值	2097
净资产收益率	3.9%
资产负债率	56.8%
大股东(持股比例)	陕西省广播电视信息网络有限责任公司(36.5%)

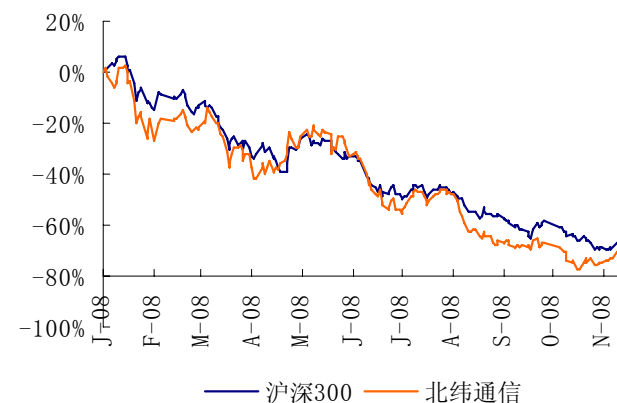


■ 投资风险

- 数字化平移规模超过原有计划，导致资本开支大规模增加：

4.3 北纬通信 - 短期业绩稳定增长，长期分享3G盛宴

百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	114	107	142	179	232
YoY	21.2%	-5.9%	32.9%	25.8%	29.7%
营业成本	46	43	62	75	105
YoY	31.8%	-6.1%	43.7%	21.4%	40.2%
净利润	31	32	35	46	52
YoY	6.1%	1.3%	9.6%	30.4%	12.9%
EPS	0.42	0.42	0.46	0.60	0.68
市盈率(PE)	25.9	25.6	23.4	17.9	15.9
市净率(PB)	3.2	1.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.9	10.5	9.5	6.6	5.3
股价(元)					10.81
52周最高价/最低价					54.18/7.50
日均交易量(百万股)					0.46
股本(百万股)					76
总市值					817
净资产收益率					11.7%
资产负债率					4.6%
大股东(持股比例)					傅乐民(27.0%)



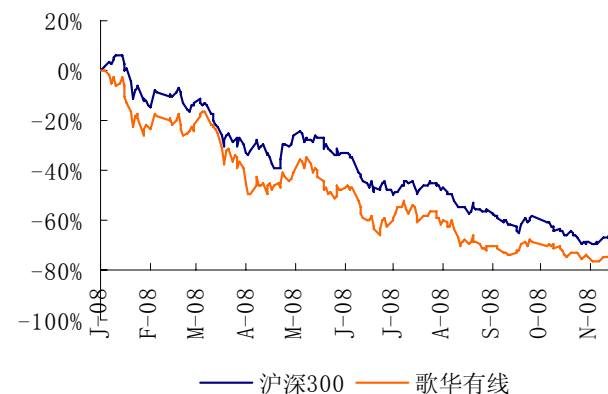
■ 投资风险

- 运营商与公司的分成比例变动;
- 国家对SP监管政策变动;

4.4 歌华有线 - 长期受益于高人均收入

百万元		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入		1046	1185	1356	1373	1724
	YoY	16.9%	13.3%	14.4%	1.3%	25.6%
营业成本		570	708	895	971	1085
	YoY	18.3%	24.3%	26.4%	8.4%	11.8%
净利润		433	367	352	324	524
	YoY	60.0%	-15.2%	-4.0%	-8.0%	61.6%
EPS		0.41	0.35	0.33	0.31	0.49
市盈率(PE)		21.6	25.5	26.5	28.9	17.9
市净率(PB)		1.4	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA		12.6	11.6	10.9	10.3	6.6

股价(元)	8.82
52周最高价/最低价	34.64/7.29
日均交易量(百万股)	10.69
股本(百万股)	1,060
总市值	9351
净资产收益率	9.2%
资产负债率	25.9%
大股东(持股比例)	北京北广传媒投资发展中心(45.0%)

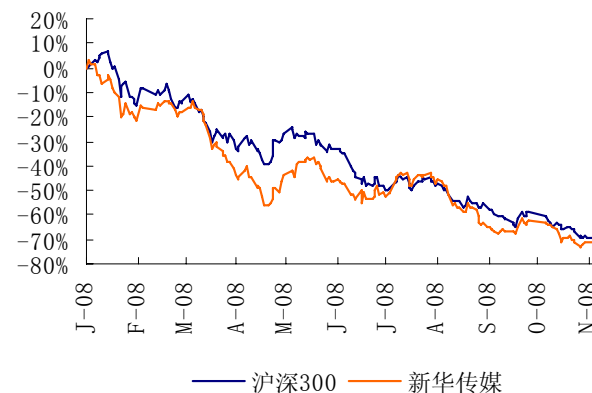


■ 投资风险

- 付费频道始终无法形成有效盈利模式;
- 地面数字电视和IPTV对有线电视替代影响超过市场预期;

4.5 新华传媒 - 后续有望进一步整合上海平面媒体

百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2380	1678	2794	3198	3385
YoY	-19.2%	-29.5%	66.5%	14.4%	5.8%
营业成本	1957	1275	1953	2238	2369
YoY	-20.3%	-34.9%	53.2%	14.6%	5.8%
净利润	19	69	281	290	305
YoY	-147.5%	263.9%	304.7%	3.1%	5.4%
EPS	0.03	0.12	0.48	0.50	0.53
市盈率(PE)	332.4	91.3	22.6	21.9	20.8
市净率(PB)	4.6	3.1	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	-	157.9	24.7	21.7	20.4
股价(元)	10.92				
52周最高价/最低价	54.74/9.01				
日均交易量(百万股)	1.14				
股本(百万股)	580				
总市值	6339				
净资产收益率	6.9%				
资产负债率	45.8%				
大股东(持股比例)	上海新华发行集团有限公司(30.6%)				



■ 投资风险

- 广告业务受宏观经济波动影响较大；
- 进一步整合迟迟无法推进；

信息披露

分析师承诺

万建军：信息技术。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究·拓展您的价值

SYWG Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司
万建军
wanjianjun@sw108.com