



中国国际金融有限公司
China International Capital Corporation Limited

传媒行业20084Q-2009年投资策略

防御为先,价值和主题投资并重

中国国际金融有限公司

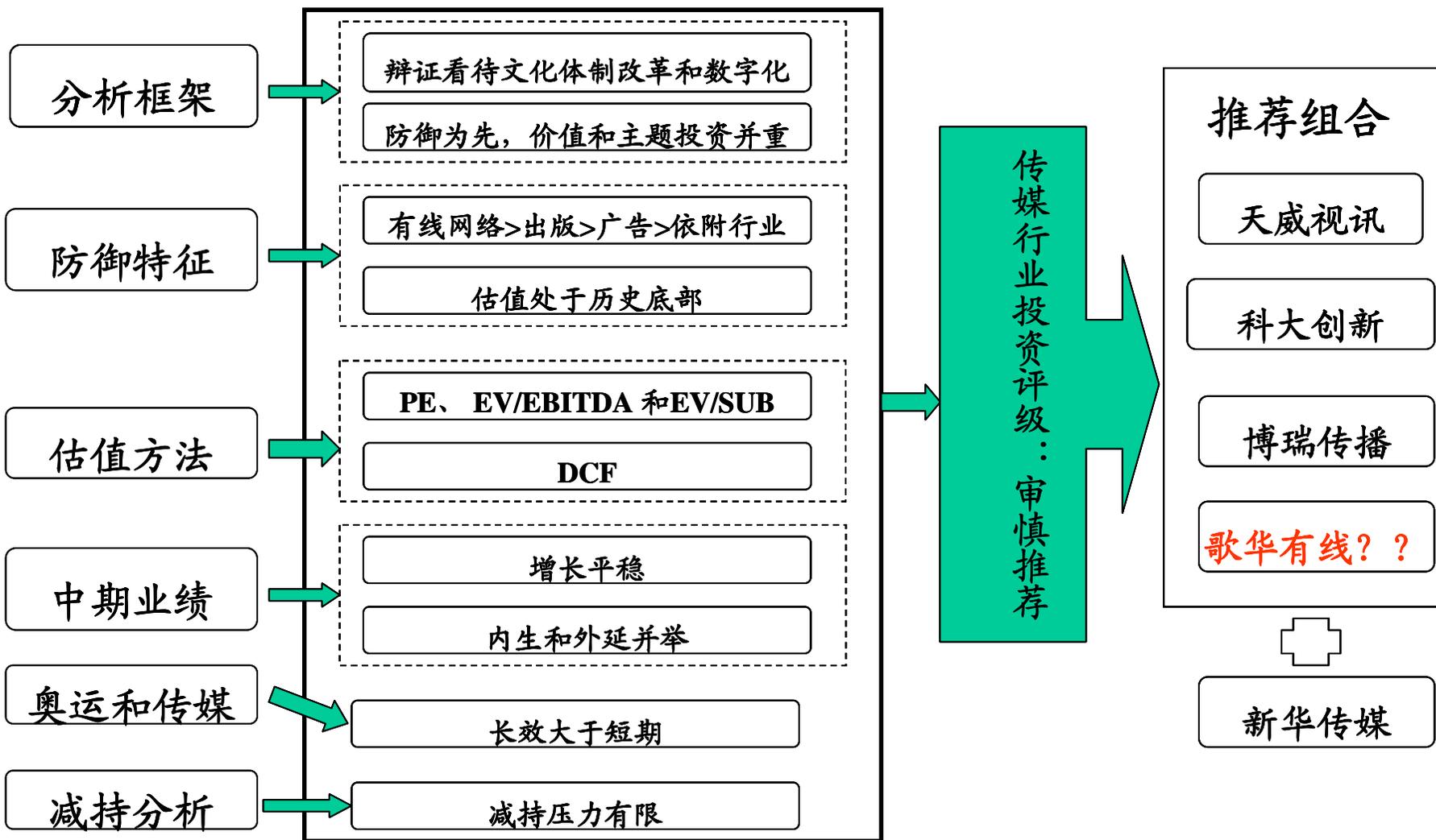
金宇

2008年9月17日

目录

- 投资要点
- 第一章 传媒行业防御特征显著
- 第二章 估值方法：多元估值，锁定价值中枢
- 第三章 市场关心的其他问题
- 第四章 投资建议：立足08，着眼09

传媒板块投资逻辑



中金重点研究公司一览

重点研究公司投资评级和盈利预测一览

公司名称	股价 (2008-9-5)	评级	市值 (百万人民币)	EPS				P/E				EV/EBITDA			
				07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
中金研究-A股															
有线网络															
歌华有线	9.49	审慎推荐	10,061	0.35	0.35	0.37	0.45	27.4	27.0	25.9	21.3	12.8	11.4	9.8	8.5
天威视讯	9.50	推荐	2,537	0.27	0.29	0.33	0.47	35.6	32.8	28.8	20.3	8.9	7.1	6.5	5.9
广电网络	6.82	中性	2,274	0.20	0.24	0.28	0.34	34.6	28.3	23.9	20.2	17.5	7.9	6.8	6.2
报纸经营															
新华传媒	11.70	推荐	6,792	0.12	0.48	0.56	0.62	97.9	24.4	20.8	19.0	na	na	na	na
博瑞传播	10.56	推荐	3,879	0.37	0.51	0.60	0.67	28.6	20.6	17.5	15.8	7.5	7.0	5.7	5.0
华闻传媒	3.59	中性	4,883	0.10	0.13	0.15	0.16	37.3	27.1	24.2	21.8	14.9	10.8	9.8	8.4
电视广告经营															
中视传媒	10.00	中性	2,367	0.23	0.23	0.25	0.28	44.3	43.4	39.6	36.1	11.9	12.8	11.5	10.2
图书出版															
出版传媒	5.61	中性	3,091	0.19	0.21	0.24	0.26	29.5	26.6	23.5	21.7	22.7	23.8	19.7	17.1
科大创新	16.52	推荐	1,239	1.01	1.08	1.05	1.13	16.4	15.3	15.8	14.6	65.6	na	na	na
综合															
中信国安	8.66	审慎推荐	13,510	0.21	0.26	0.41	0.45	41.5	33.4	21.3	19.4	29.8	20.9	14.9	13.7
电广传媒	12.37	中性	5,027	0.33	0.27	0.20	0.27	36.9	45.3	61.0	45.4	20.8	18.0	15.5	13.5
东方明珠	6.52	中性	20,775	0.33	0.15	0.16	0.17	19.7	44.2	41.5	38.5	18.1	27.9	23.4	21.3
中值								35.1	27.7	24.1	20.8	15.3	12.1	10.7	9.3

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

第一章

传媒行业防御特征显著

中金观点：传媒行业防御特征显著

- ◆ 传媒行业从收入来源上可分为一次售卖收入（如图书销售，有线网络收费，报纸发行费，付费电视收费等）和二次售卖收入（广告）。中国有线网络收入主要是收视维护费（价格极低，必须性消费），图书出版发行业主要收入和利润来自于教材（现由政府采购）和教辅。
- ◆ 垄断经营和必须消费决定了有线网络和图书出版发行业务收入基本不受宏观经济波动影响，具有极强的防御性。
- ◆ 广告收入按媒体类别可分为广播电视广告和报纸广告。广告被称作宏观经济的晴雨表，营收方面受宏观经济影响较大。但即使是防御性较弱的报纸广告，2009年表现也将远远好于其依附的行业（如房产、汽车等），并有望实现稳步增长。
- ◆ 按防御性强弱排序如下：有线网络>图书出版发行>广播电视广告>报纸广告。

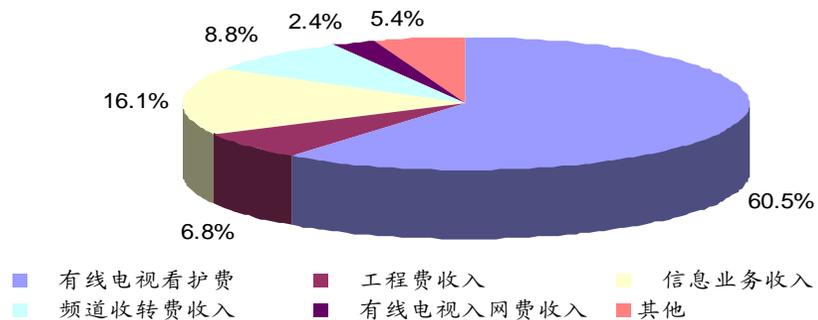


- ◆ 歌华有线、天威视讯、科大创新和出版传媒2009年盈利将稳步增长。
- ◆ 未来12-18个月，房产广告投放高位基础上稳步增长，博瑞传播和新华传媒2009年业绩增长可见度提升。

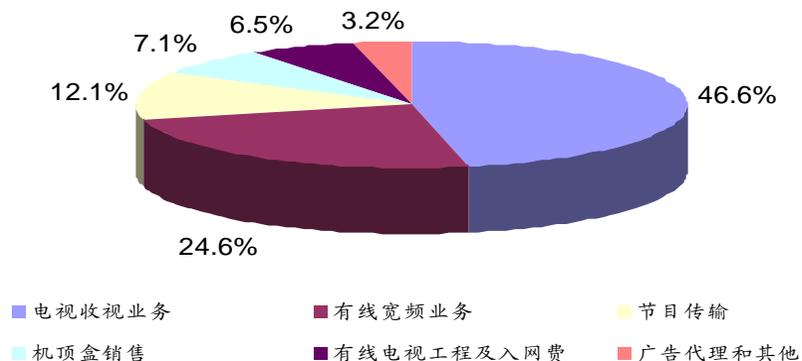
有线网络公司收入构成

图 1: 歌华有线和天威视讯收入结构

歌华有线收入构成 (2007年)



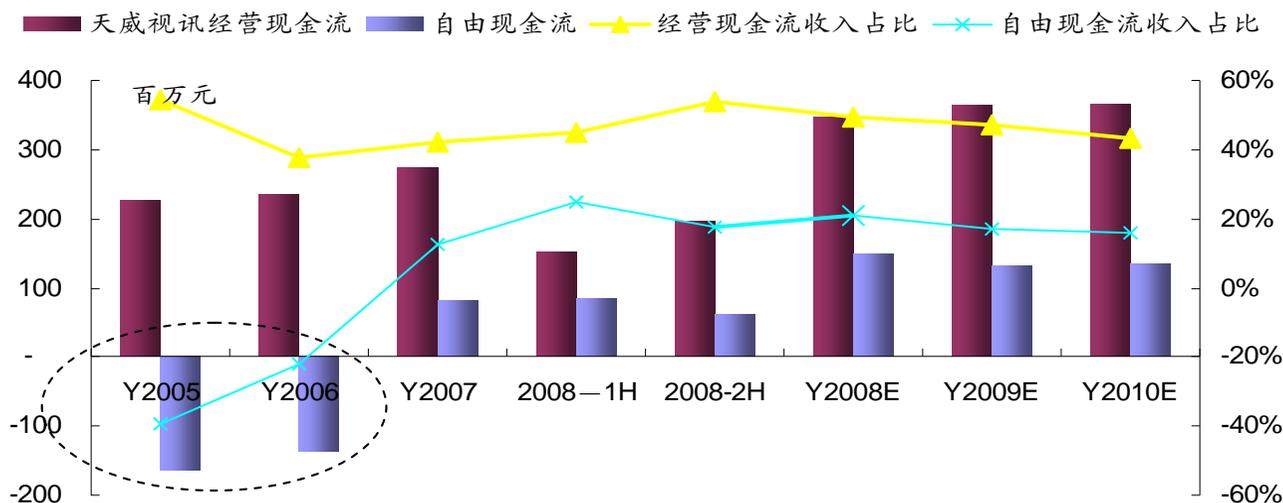
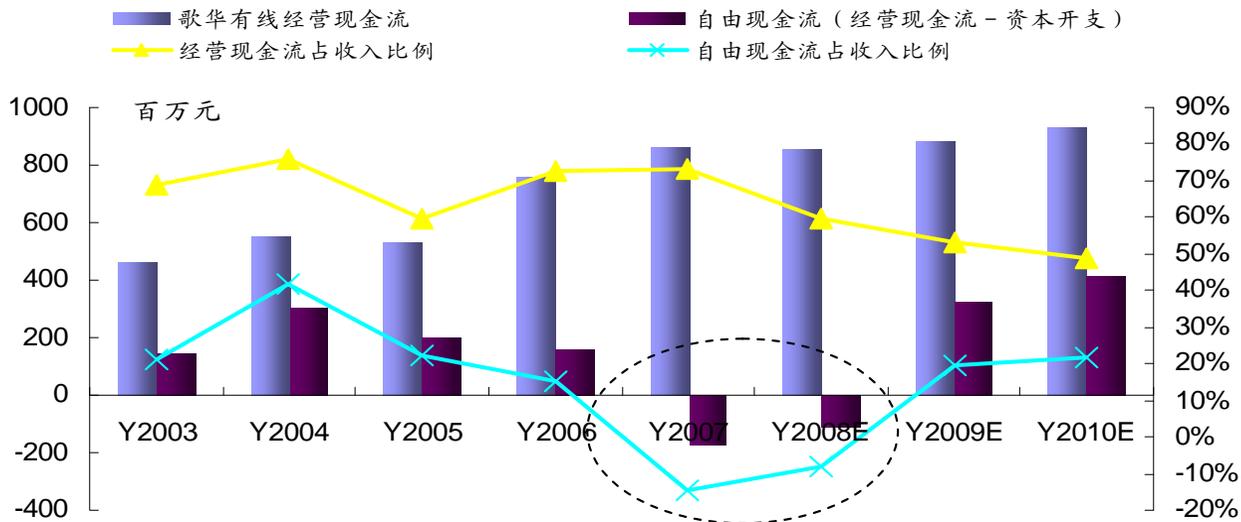
天威视讯收入构成 (2007年)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

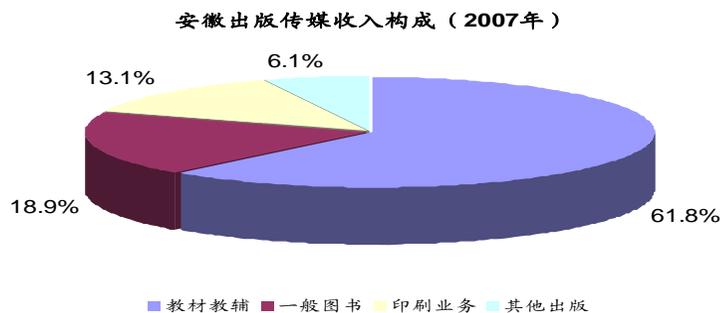
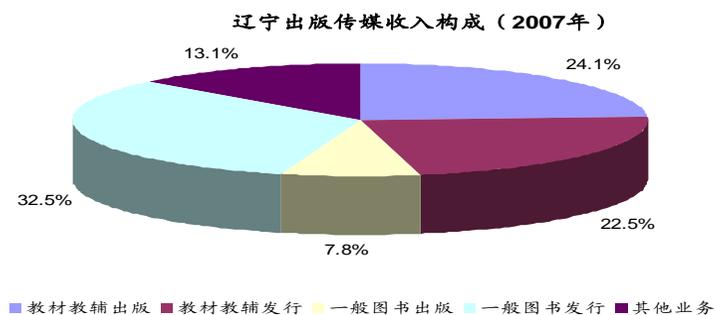
有线网络公司经营现金流和自由现金流

- ◆ 歌华有线和天威视讯经营现金流强劲，经营现金流占收入比例歌华高达60%，天威视讯在40%。
- ◆ 歌华有线资本开支高峰期2007-2008年，期间发展数字电视用户超过160万。预计2009年资本开支下降，自由现金流恢复正向流入。
- ◆ 天威视讯资本开支高峰期2005-2006年，期间发展数字电视用户接近80万。2007年资本开支下降，自由现金流恢复正向流入。



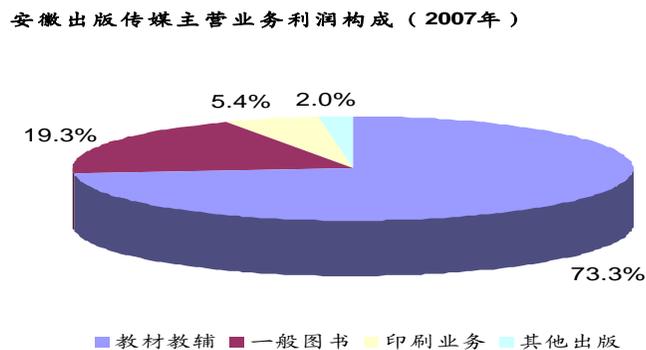
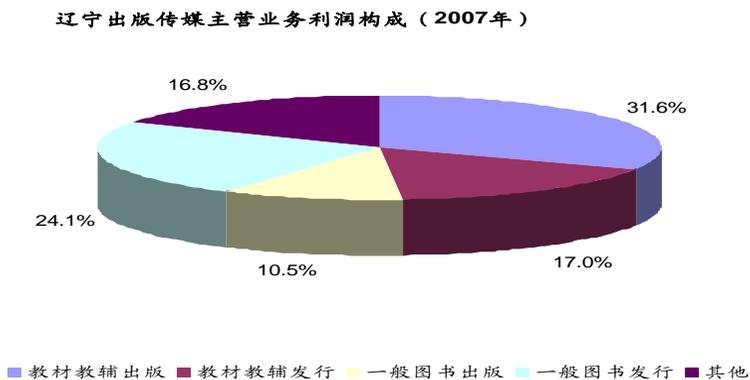
出版类上市公司收入和利润构成

图 2: 辽宁出版传媒和安徽出版传媒收入结构



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 3: 辽宁出版传媒和安徽出版传媒主营业务利润构成



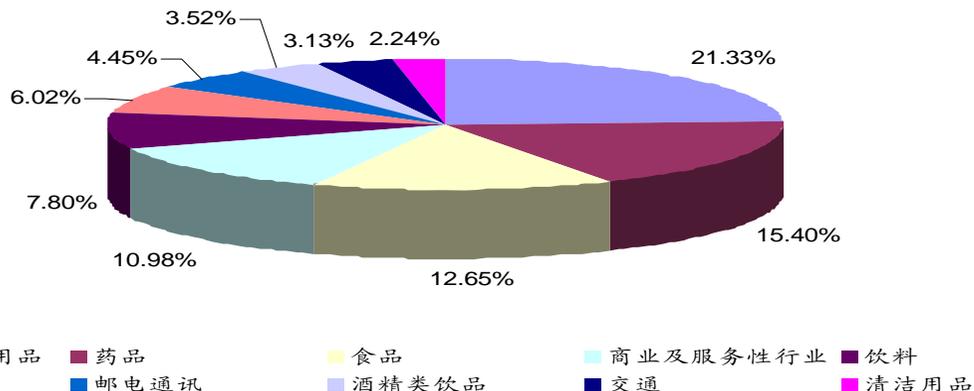
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

电视和报纸广告投放行业构成

图 4: 广播电视广告投放前 10 大行业

◆ 中金研究：电视和报纸广告投放行业结构差别显著。

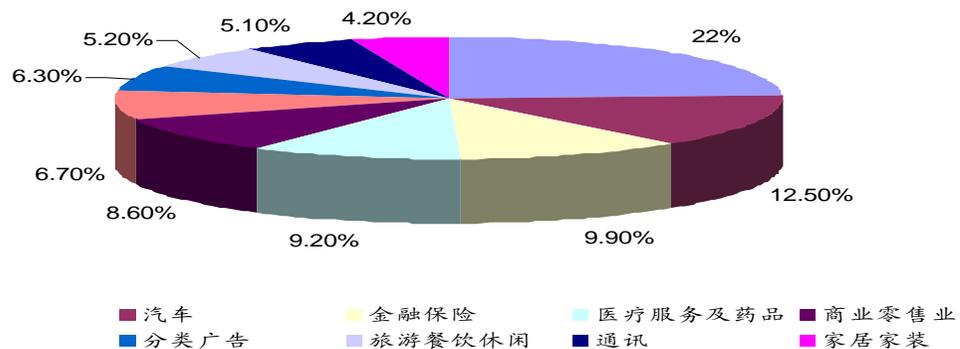
电视广告投放十大行业(2006)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 5: 报纸广告投放前 10 大行业

报业广告投放十大行业(2007)

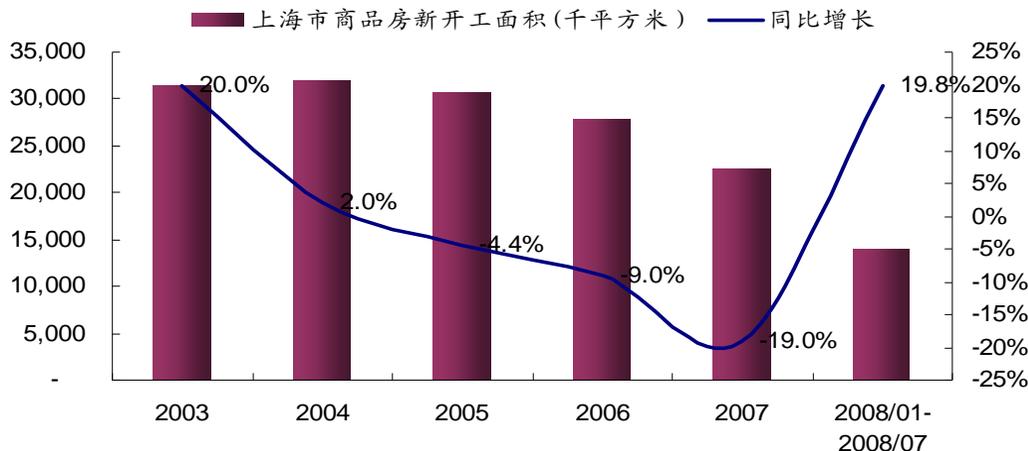


资料来源：公司数据，中金公司研究部

08年1到8月新开工面积恢复性增长

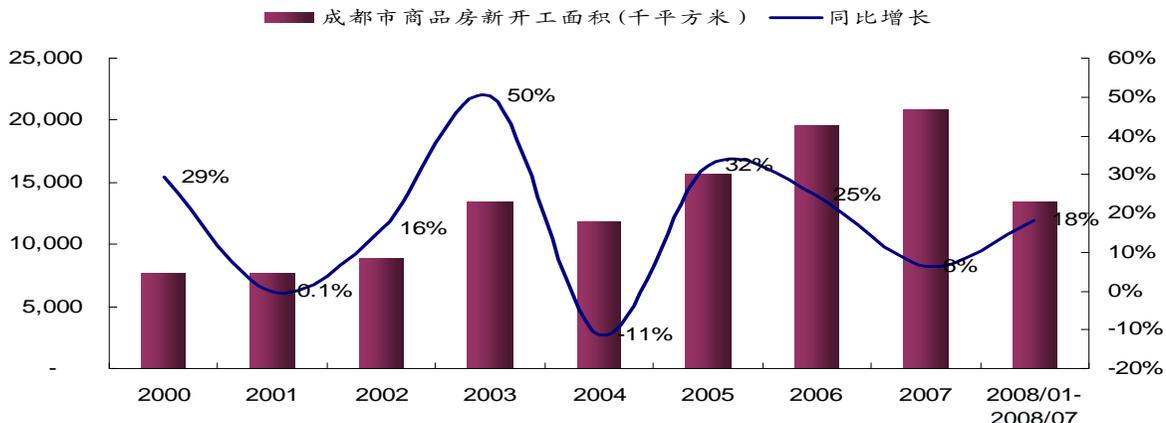
◆ **中金研究：** 房地产广告投放 = f(开盘量, 投放意愿, 投放周期), 2008/01-07, 新开工面积同比恢复性增长, 2009年上半年开盘量处于高位, 投放意愿和投放周期也将处于较高水平。

图 7: 上海市商品房新开工面积



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图 6: 成都市商品房新开工面积

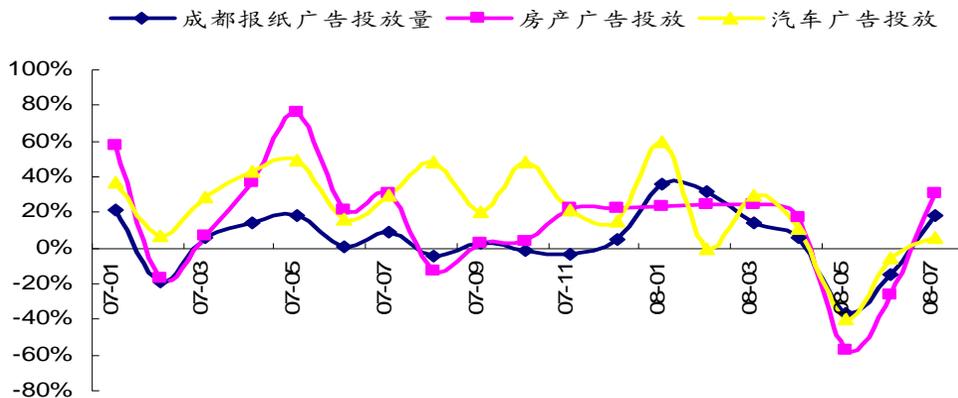


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

看好084Q-09年房产广告投放增长前景

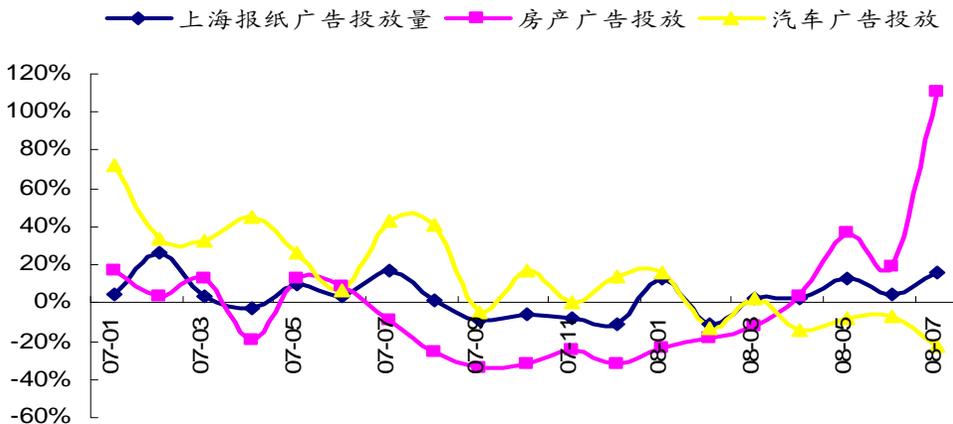
◆ 中金观点：成都市
房地产广告09年将
持续增长。上海市
房地产广告将迎来
恢复性增长。

图 8：成都市报纸广告、房地产和汽车广告投放同比增长数据（2007/01-2008/07）



资料来源：慧聪资讯，中金公司研究部

图 9：上海市报纸广告、房地产和汽车广告投放同比增长数据（2007/01-2008/07）



资料来源：慧聪资讯，中金公司研究部

第二章

估值方法：多元估值，锁定价值中枢

中金观点：多元估值，锁定价值中枢

- ◆ 传媒公司按产业链可以分为内容制作（电视节目制作，图书出版，报纸采编）、渠道（如图书发行、零售，有线网络）和广告经营几个部分。
- ◆ 内容制作和广告经营属轻资产业务，一般用市盈率进行估值。图书发行和零售类似于一般商业，也适用市盈率进行估值。
- ◆ 有线网络属于信息网络业务，资本开支大、现金流可预见性强，海外市场一般倾向于用EV/EBITDA和DCF进行估值，同时会参考户均价值和市盈率水平。



- ◆ 综合多种分析方法，中金认为科大创新，天威视讯，歌华有线和博瑞传播的估值已经显著低于历史均衡估值水平，长期投资价值凸显。
- ◆ 科大创新和天威视讯已经低于国际可比公司平均估值。
- ◆ 2001年上市以来，歌华有线历史上EV/EBITDA低于11倍的时间仅为5个月（2005/03-2005/08），期间最低EV/EBITDA是9倍，目前估值是10.5倍。
- ◆ 歌华有线和天威视讯的户均价值为2100元/户和2700元/户，不到美国可比公司的1/10。

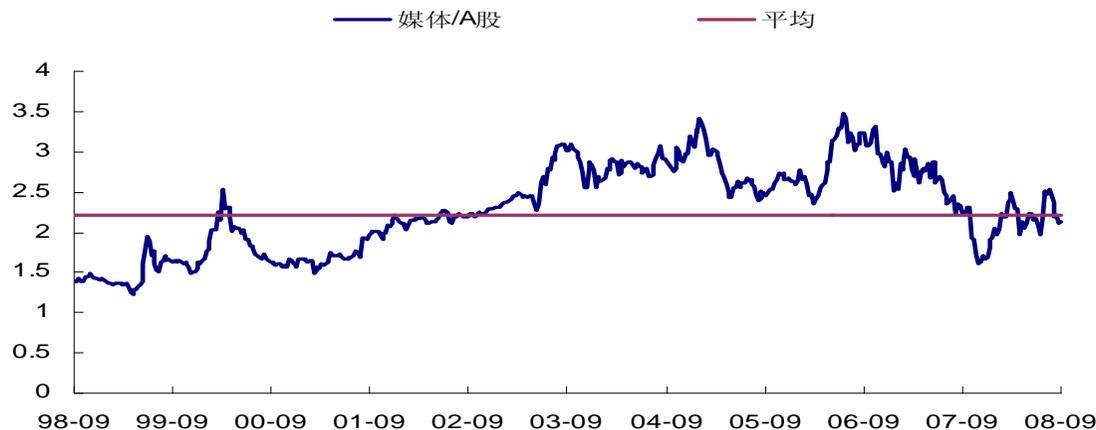
可比公司估值：估值优势渐显

公司名称	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
中金研究-A股												
有线网络												
歌华有线	27.4	27.0	25.9	21.3	2.5	2.3	2.2	2.0	12.8	11.4	9.8	8.5
天威视讯	35.6	32.8	28.8	20.3	3.8	2.1	2.0	1.8	8.9	7.1	6.5	5.9
广电网络	34.6	28.3	23.9	20.2	1.3	1.9	1.8	1.6	17.5	7.9	6.8	6.2
报纸经营												
新华传媒	97.9	24.4	20.8	19.0	5.0	3.2	2.8	2.4	na	na	na	na
博瑞传播	28.6	20.6	17.5	15.8	4.3	3.8	3.3	2.9	7.5	7.0	5.7	5.0
华闻传媒	37.3	27.1	24.2	21.8	2.5	2.4	2.4	2.4	14.9	10.8	9.8	8.4
电视广告经营												
中视传媒	44.3	43.4	39.6	36.1	2.9	2.8	2.7	2.6	11.9	12.8	11.5	10.2
图书出版												
出版传媒	29.5	26.6	23.5	21.7	1.8	1.7	1.5	1.4	22.7	23.8	19.7	17.1
科大创新	16.4	15.3	15.8	14.6	2.0	1.7	1.6	1.4	65.6	na	na	na
综合												
中信国安	41.5	33.4	21.3	19.4	2.7	2.6	2.4	2.2	29.8	20.9	14.9	13.7
电广传媒	36.9	45.3	61.0	45.4	2.4	2.7	2.6	2.5	20.8	18.0	15.5	13.5
东方明珠	19.7	44.2	41.5	38.5	2.1	3.3	3.0	2.8	18.1	27.9	23.4	21.3
中值	35.1	27.7	24.1	20.8	2.5	2.4	2.3	2.1	15.3	12.1	10.7	9.3
国际报业												
New York Times	9.2	15.8	17.4	23.4	2.1	2.0	2.0	na	6.5	8.1	8.3	9.7
Washington Post	19.3	20.7	21.7	na	1.6	na	na	na	7.9	7.6	na	na
中值	14.2	18.2	19.5	23.4	1.9	2.0	2.0	na	7.2	7.9	8.3	9.7
国际有线&卫星电视												
Comcast	24.8	23.3	18.8	15.7	1.5	1.5	1.5	1.4	7.8	6.9	6.4	5.9
Time Warner Cable	23.6	23.0	21.7	16.8	1.0	1.4	1.3	1.2	7.1	6.6	6.0	5.5
Charter communications	n.m	n.m	n.m	n.m	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	9.1	8.2	7.4
Cablevision	39.8	45.6	27.6	18.4	-1.8	-1.7	-1.9	-2.2	9.6	8.8	8.1	7.5
Liberty Group Inc	-30.5	60.5	35.9	18.5	2.0	2.4	2.2	2.0	9.3	6.9	6.4	6.0
Shaw Communication	25.2	20.9	17.9	15.9	4.3	4.5	4.2	3.8	10.9	8.8	8.0	7.4
Rogers Communication	35.7	17.5	13.9	12.2	4.8	4.5	3.9	3.2	8.0	7.0	6.2	5.7
中值	22.1	19.4	16.9	14.6	1.5	1.5	1.9	1.7	8.2	7.0	6.4	6.0
国际出版发行												
Marvel Enterprises	18.8	18.3	16.0	15.9	na	na	na	na	9.8	10.6	9.5	8.7
Barnes& Noble	12.4	14.3	15.3	14.5	1.6	1.6	1.5	1.4	4.1	4.1	4.5	4.4
Mc Graw-Hill	14.4	15.2	13.3	11.1	9.1	na	na	na	7.3	8.2	7.5	7.0
Pearson	18.6	13.6	12.5	11.6	1.5	1.4	1.4	1.4	8.2	9.3	8.8	8.5
Amazon.com	67.9	42.7	33.2	23.7	14.9	12.1	8.4	5.6	35.2	22.9	17.8	13.3
WILEY JOHN&SON	18.8	23.2	18.2	15.8	4.1	na	na	na	10.6	12.4	10.6	9.1
中值	18.7	16.7	15.6	15.2	4.1	1.6	1.5	1.4	9.0	9.9	9.1	8.6

板块估值溢价率回归,部分个股处于历史底部

◆ **中金研究：博瑞传播**
08年动态市盈率已经
处于历史最低估值；
歌华有线
EV/EBITDA 处于历
史估值低端。

图 14: 传媒板块相比大盘估值的溢价率



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

表 5: 传媒上市公司历史估值统计

公司名称	估值统计区间	Percentile(98%的区间)			2008-9-9
		最小值	最大值	中值	
市盈率波动区间					
博瑞传播	1999.1.1-2008.9.6	21	120	36	20
东方明珠	1999.1.1-2008.9.6	29	144	53	46
歌华有线	2001.2.8-2008.9.6	18	96	38	25
电广传媒	1999.3.25-2008.9.6	-208	286	70	43
广电网络	1999.1.1-2008.9.6	-187	258	102	28
中视传媒	1999.1.1-2008.9.6	48	1578	55	44
中值		20	201	54	36
EV/EBITDA					
歌华有线	2001.2.8-2008.9.6	9	60	20	11
电广传媒	1999.3.25-2008.9.6	16	87	30	17
广电网络	1999.1.1-2008.9.6	11	94	32	8
中值		11	87	30	116

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

歌华有线：DCF估值12.8元/股

表 6: 歌华有线 DCF 估值显示内在价值 12.8 元/股

单位: 人民币百万元	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1184.9	1439.6	1663.3	1905.2	2123.6	2399.6	2719.5	3082.8	3341.8	3560.3	3799.0
主营业务利润	435.6	457.2	549.0	666.0	719.9	901.8	1186.5	1510.5	1720.3	1881.2	2052.0
营业利润	354.4	344.0	417.0	516.7	552.7	709.5	965.0	1,256.0	1,442.2	1,583.2	1,732.3
plus: 折旧和摊销	276.4	367.2	405.5	437.3	516.3	509.8	429.4	338.2	288.4	262.5	239.2
minus: 营运资本增加	-276.5	-65.3	-31.9	-3.9	-48.3	-31.4	-13.6	3.0	4.0	5.0	6.0
minus: 所得税	1.6	1.6	68.6	83.5	148.2	177.4	241.3	314.0	360.6	395.8	433.1
minus: 资本开支	1,039	969	558	517	511	514	445	446	368	364	361
自由现金流	-133.0	-193.7	227.6	357.2	458.0	559.6	721.8	831.0	998.5	1,080.9	1,171.9

加权平均资本成本		折现现金流估值(单位:百万元)	
税率	25%	预测现金流现值(2008-2017)	3,426
资产负债率	30%	终值EBITDA倍数	10
风险系数	1.1	永续增长速度	4.0%
无风险收益率	4.8%	终值	19,619
市场风险溢价	7.0%	终值现值	8,177
权益资本成本	12.5%	企业价值	11,603
债务成本	6.5%	净负债+少数股东权益	-1,975
税后债务成本	4.9%	股东权益价值	13,575
加权资本成本	10.2%	总股本	1,060
永续增长速度	4.0%	每股价值(元)	12.8

账面净现金
20亿元。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

天威视讯：DCF估值11.5元/股

表 8：天威视讯 DCF 估值显示内在价值为 11.5 元/股

单位:百万元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主营业务收入	654	705	774	840	907	960	1018	1078	1142	1211	1280
主营业务利润	206	221	241	299	370	397	426	457	491	529	567
营业利润	70	85	100	150	212	234	257	280	306	335	365
息税前利润	95	105	114	163	225	245	266	289	315	344	374
加:折旧和摊销	229	238	247	221	176	170	169	167	163	158	153
息税折旧前利润	324	343	361	384	401	414	435	456	478	502	527
减:营运资本增加	-48.3	-10.9	-15.3	-6.9	-5.7	-11.5	-11.5	-11.7	-12.4	-13.1	-12.9
减:所得税	10	15	19	31	48	56	64	70	76	83	91
减:资本开支	130.3	230	260	260	230	200	200	200	200	200	200
自由现金流	232	110	97	100	129	170	183	198	214	232	249

平均资本成本

税率	25%
资产负债率	30%
风险系数	1.1
无风险收益率	4.8%
市场风险溢价	7.0%
权益资本成本	12.5%
债务成本	6.5%
税后债务成本	4.9%
加权资本成本	10.2%
净债务(百万元)	-210
永续增长速度	4.0%

折现现金流估值(单位:百万元)

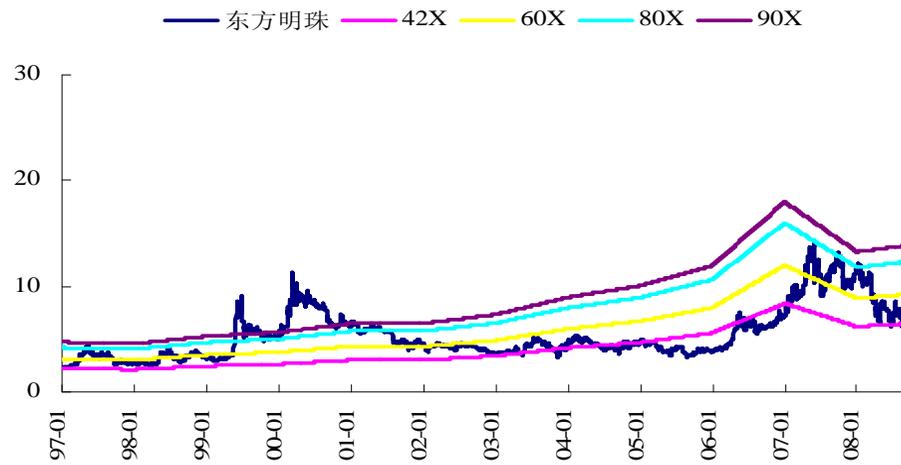
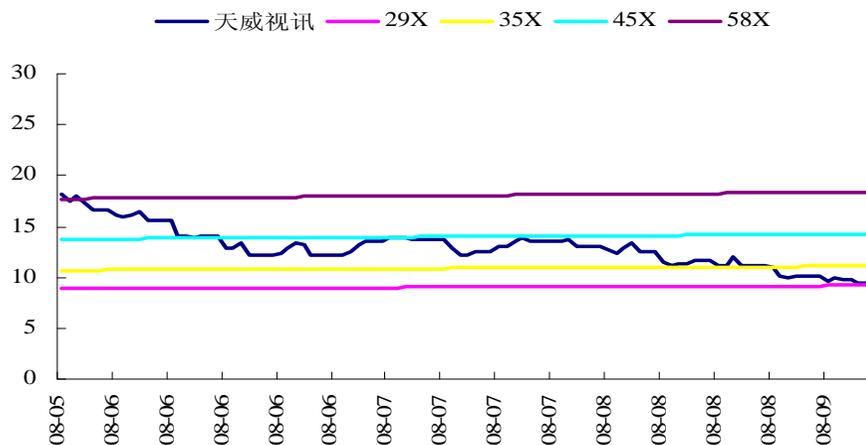
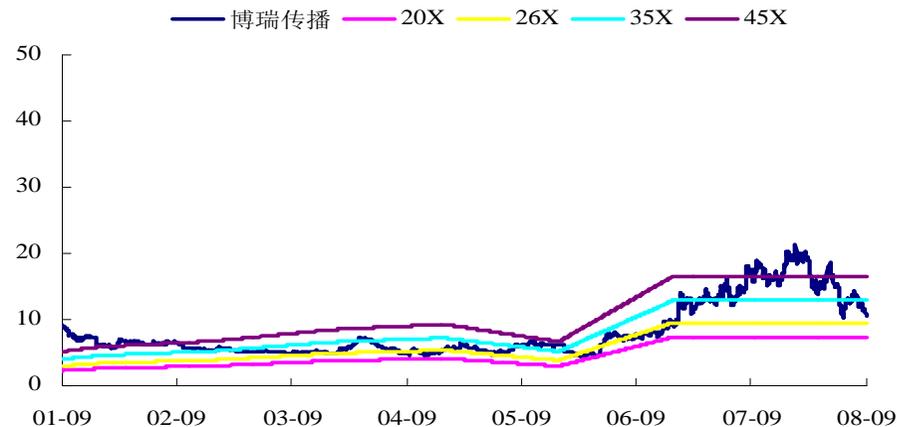
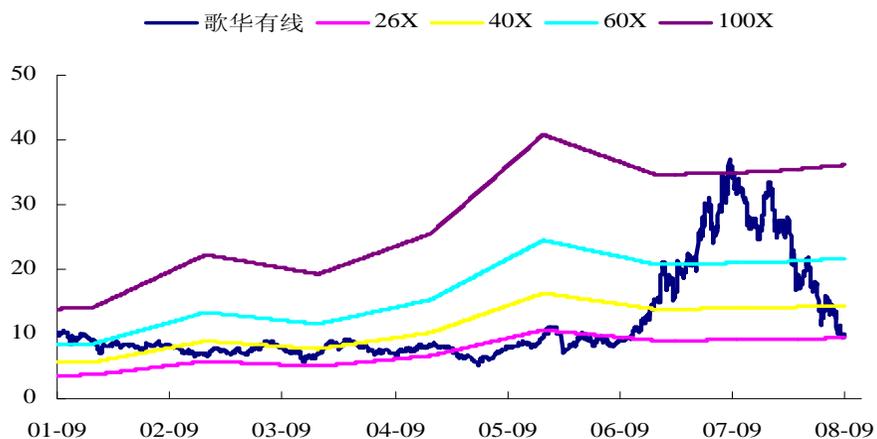
预测现金流现值(2007-2017)	1,034
终值EBITDA倍数	8
永续增长速度	4.0%
终值	4,174
终值现值	1,740
企业价值	2,773
净负债+少数股东权益	-309
股东权益价值	3,082
总股本	267
每股价值(元)	11.5

账面净现金
3.0亿元。

资料来源：公司数据，中金公司研究部

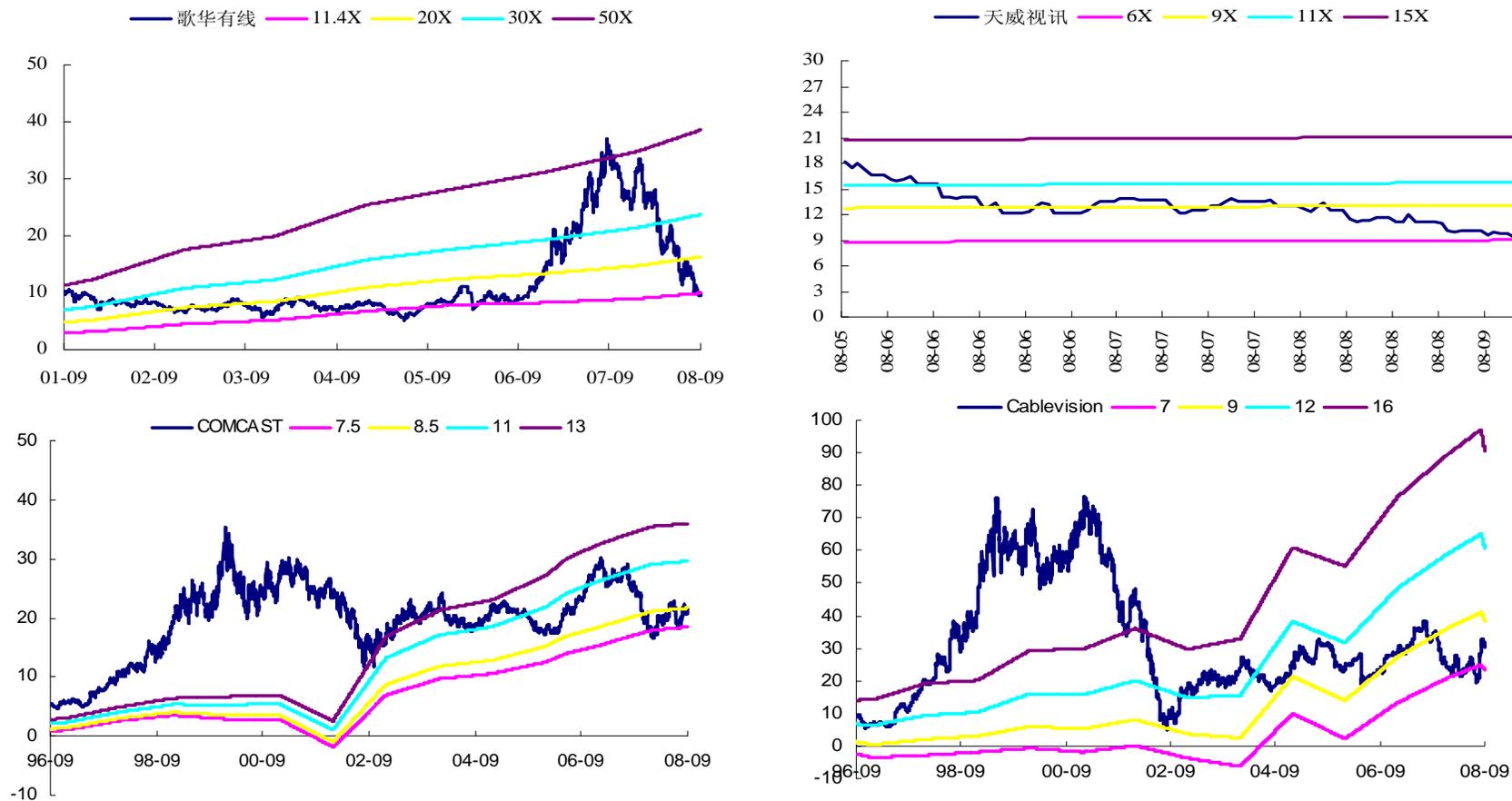
PE BAND 显示估值接近历史底部

图 15: 重点关注传媒企业 PE BAND



EV/EBITDA 已和国际接轨

图 16: 有线网络公司 EV/EBITDA BAND



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

第三章

市场关心的其他问题

中金传媒业分析框架：价值和主题投资并重

- ◆ 文化体制改革和广播电视数字化是影响中国传媒行业未来5-10年发展的两大主题，需客观看待其对上市公司投资价值的影响。
- ◆ 投资中国传媒产业，一方面要认识到体制改革和数字化将释放传媒生产力，提升传媒行业投资价值的长期趋势；另一方面要认识到文化体制改革的复杂性以及数字化给相关运营主体带来的短期投资风险。
- ◆ 中金观点：在价值投资明朗之前，传媒板块将以主题投资为主。此阶段投资者主要可以通过判断公司内生增长和估值水平，构建具有较高安全边际的防御性组合，积极把握主题投资带来的交易性投资机会。



- ◆ 歌华有线、天威视讯、科大创新和出版传媒有望成为文化产业战略投资者。
- ◆ 博瑞传播和新华传媒依托强势媒体，有望实现经营性业务整合。
- ◆ 上市公司在集团中定位及公司治理结构至关重要。

增长较快，主要
受益于外延扩张。

中期业绩平稳增长，唯内生弱于外延

表 10: 中期业绩分析

公司类别	主营业务收入					毛利					营业利润					净利润				
	1H07	1H08	2008E	08-1H同 比增长	08- 1H/08E	1H07	1H08	2008E	081H同 比增长	081H/ 08E	1H07	1H08	2008E	08-1H同 比增长	08- 1H/08E	1H07	1H08	2008E	08-1H同 比增长	08- 1H/08E
歌华有线	495	632	1440	27.6%	43.9%	201.56	226.64	506.93	12.4%	44.7%	160	169	344	5.7%	49.3%	164	180	372	9.4%	48.3%
博瑞传播	334	357	810	7.2%	44.1%	181	174	373	-3.8%	46.6%	116	121	244	4.7%	49.8%	65	96	189	49.0%	51.1%
天威视讯	309	337	705	9.1%	47.8%	102	109	234	7.4%	46.7%	36	40	85	11.0%	46.5%	37	37	77	1.7%	48.5%
新华传媒	1163	1222	2920	5.0%	41.8%	287	332	851	15.5%	39.0%	67	88	310	32.3%	28.6%	65	105	282	62.9%	37.4%
东方明珠	708	973	1977	37.4%	49.2%	310	335	747	7.9%	44.8%	277	329	605	18.6%	54.4%	222	247	470	11.2%	52.5%
中信国安	886	1128	2785	27.3%	40.5%	360	463	1209	28.3%	38.3%	97	150	459	55.1%	32.7%	95	137	404	44.2%	34.0%
华闻传媒	888	1264	2675	42.4%	47.2%	253	375	786	48.3%	47.7%	74	190	403	157.6%	47.2%	61	86	180	42.7%	48.0%
电广传媒	1260	1637	3354	29.9%	48.8%	360	457	917	27.0%	49.9%	84	107	208	26.2%	51.1%	33	66	111	100.8%	59.4%
中视传媒	327	458	986	39.9%	46.5%	70	63	175	-10.6%	36.0%	34	35	78	3.0%	45.1%	25	26	55	3.1%	46.9%
广电网络	139	419	802	202.6%	52.3%	32	158	328	398.6%	48.0%	14	62	94	338.3%	65.7%	12	50	80	320.3%	62.5%
出版传媒	430	509	1133	18.5%	44.9%	101	115	270	13.6%	42.5%	28	43	109	52.0%	39.1%	41	46	116	11.6%	39.3%
合计	6939	8936	19587	28.8%	45.6%	2258	2807	6397	24.3%	43.9%	987	1334	2938	35.1%	45.4%	818	1077	2336	31.5%	46.1%
行业类别						0.31411					0.14923					0.12048				
有线网络	1281	2039	4393	59.1%	46.4%	570	887	1880	55.6%	47.2%	有线网络收入和主营业务利润增长迅速，主要是因为歌华有线、天威视讯和中信国安业务同比增长较快；同时广电网络和电广传媒通过省内整合扩大了业务范围，营收同比实现较高增长。									
出版发行	1175	1108	2634	-5.7%	42.0%	264	268	670	1.4%	40.0%	出版业务收入出现一定下滑，主要是新华传媒对图书发行业务进行调整，导致收入下滑，出版传媒收入和利润则实现平稳增长。									
报纸	1359	1857	4223	36.6%	44.0%	483	641	1483	32.9%	43.2%	报纸广告业务同比快速增长；博瑞传播和新华传媒报纸经营收入稳步增长，华闻传媒因为继续收购华商报业集团下属报纸，收入增长速度较快									
广播电视	1493	1806	3736	21.0%	48.3%	353	346	754	-1.9%	45.9%	电广传媒和中视传媒代理广告收入增长较快，但由于媒体成本上升，导致增量不增收现象严重。受代理广告时长限制，东方明珠广告代理业务收入和利润维持相对稳定。									
主营业务合计	5308	6810	14987	28.3%	45.4%	1671	2143	4788	28.3%	44.8%	上市公司来自传媒主业收入和利润增长45%左右，占上市公司总收入的75%左右。其他业务主要包括旅游、盐湖资源开发和公用事业运营，贡献收入25%。									
主营业务/总计	76.5%	76.2%	76.5%			74.0%	76.4%	74.9%												

投资风险

- ◆ 估值过度调整：基于市盈率进行估值，A股传媒板块相比大盘溢价仍达90%。有线网络公司基于DCF和EV/EBITDA的估值优势已经显现，但动态市盈率的吸引力不足。如果大盘持续下跌，市场可能会用最保守，而非最适合的方式进行估值，因而不排除传媒板块出现过度调整的可能性。
- ◆ 经营情况较预期出现偏差。有线网络营收防御性毋庸置疑，但成本项，尤其是数字化和双向化相关开支存在一定不确定性，虽然该项开支不影响对经营现金流的预测，但会影响盈利水平。图书出版发行行业也面临纸张价格上涨和教材出版发行体制改革带来的不确定性。我们预计成都和上海报纸广告收入在2009年均将维持在高位，并有望实现稳步增长，但不排除广告收入提前出现拐点的可能性。
- ◆ 宏观经济情况较我们预期为好，市场回归盈利增长主题，届时虽然传媒行业也将受益于市场走强，但相对表现可能落后。
- ◆ 治理结构风险，管理层情绪变化影响市场预期，致股价波动风险加大。

第四章

投资建议：立足08，着眼09

传媒行业评级：审慎推荐

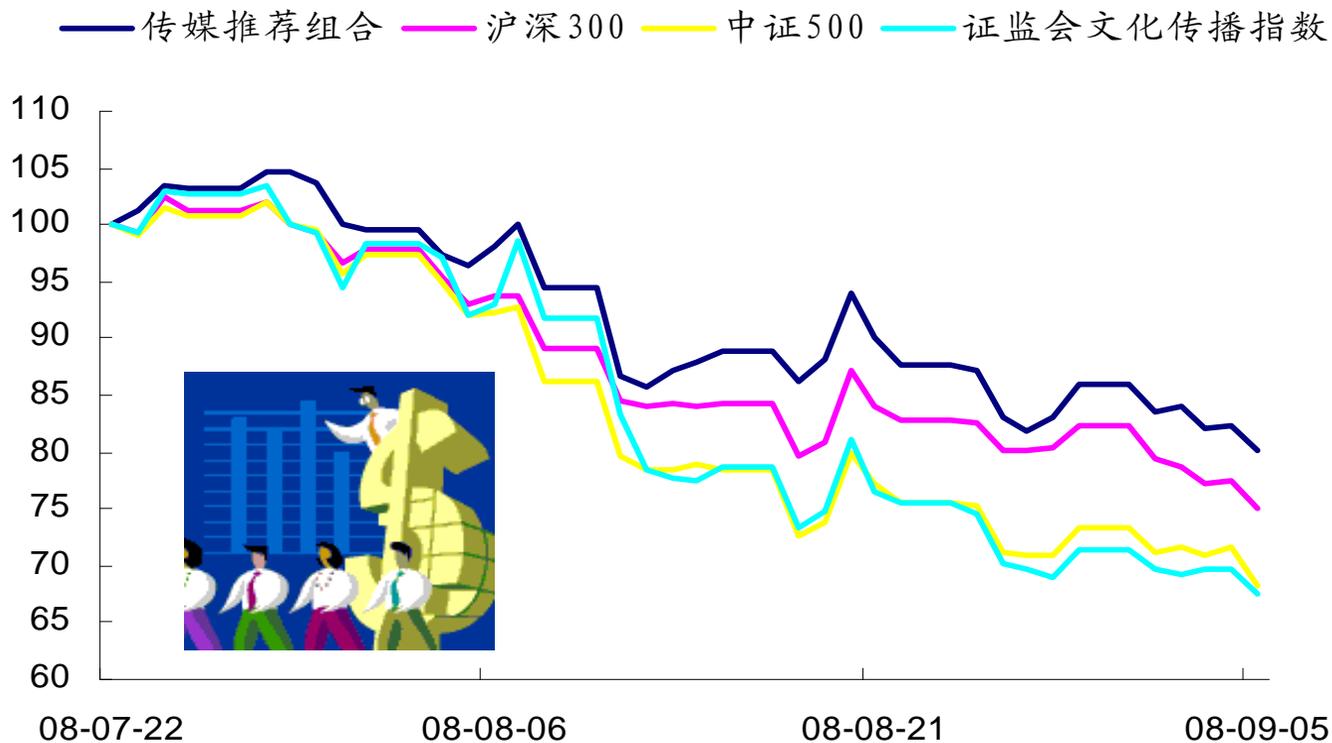
- ◆ 传媒板块的防御性。（1）就基本面而言，我们认为狭义的防御特指盈利不受经济周期影响，能够实现持续的增长。而广义的防御我们理解为盈利预测的确定性，即未来盈利的可预测性（从这个角度分析，即使盈利下滑，但可以准确把握，则属于广义防御范畴）。（2）就估值而言，大部分传媒公司的估值水平处于历史交易区间的下限。我们重点推荐公司有的估值水平已经低于DCF显示的内在价值，有的动态市盈率或EV/EBITDA已经低于国际可比公司。
- ◆ 主题投资。按照中金宏观和策略的判断，2009年全球和国内宏观经济将面临更大的挑战，股市表现不容乐观，在低位盘整的可能性较大。在此宏观背景下，盈利增长的驱动力相比2007年将明显下降，在市场进入低位盘整阶段后，主题投资更有机会为投资者带来超越大盘，甚至是绝对收益。基于防御为先的选股原则，我们看好文化体制改革和广播电视数字化给“推荐组合”带来的主题投资机会。



中金推荐：中期策略“推荐组合”（07/22 - 09/05）表现超越沪深300指数5%，中证500指数12%，证监会文化传播行业指数13.5%。

Together, Make Index Better!

◆ 2007年12月，传媒行业08年投资策略：《内生和外延并重》。

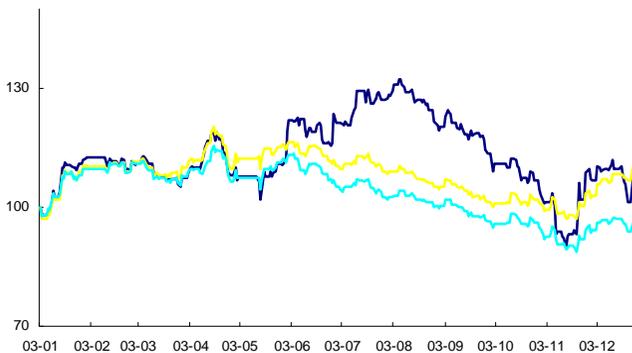


◆ 2008年9月：传媒行业深度分析报告《九问九答，传媒板块投资思考》。

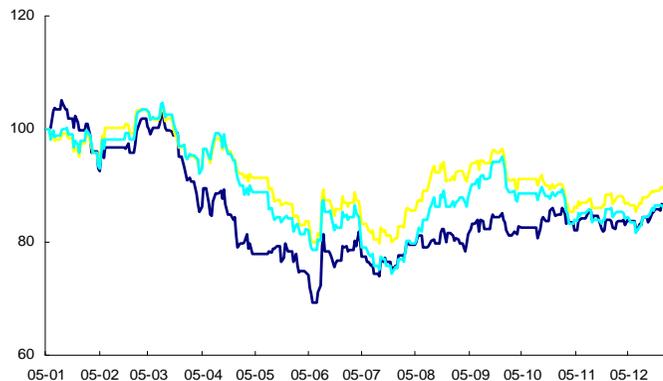
◆ 2008年7月：传媒行业08年中期策略：《从价值分析出发，静待主题演绎》。

历史告诉未来!

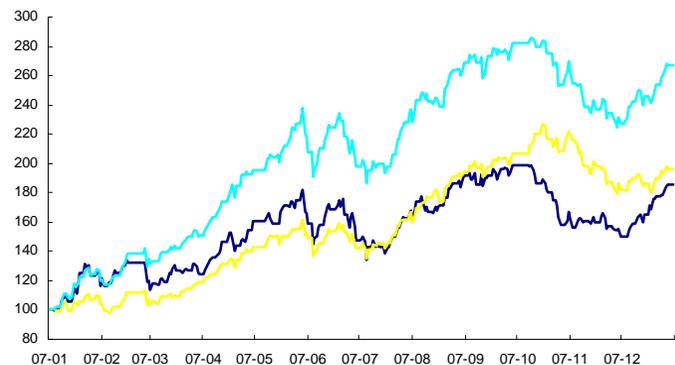
— 中金传媒指数 — 上证指数 — 深证指数



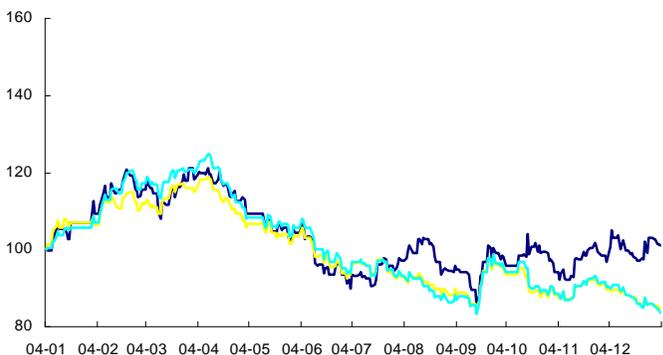
— 中金传媒指数 — 上证指数 — 深证指数



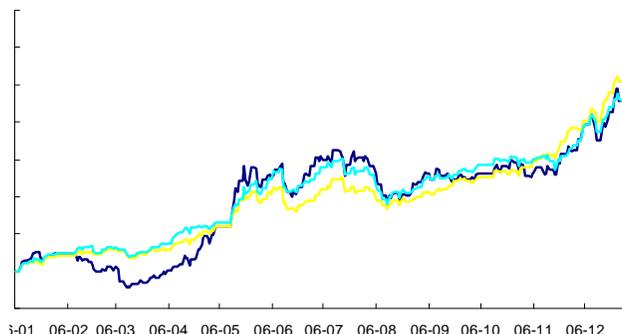
— 中金传媒指数 — 上证指数 — 深证指数



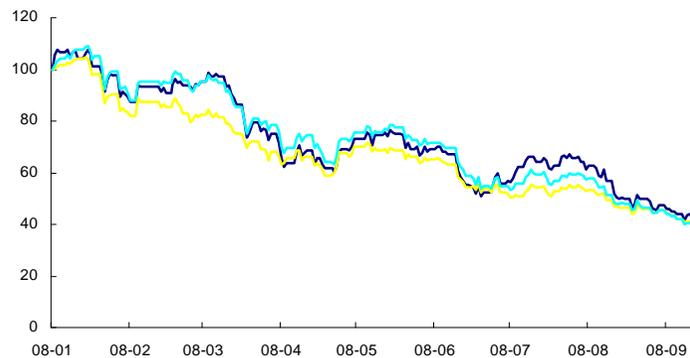
— 中金传媒指数 — 上证指数 — 深证指数



— 中金传媒指数 — 上证指数 — 深证指数



— 中金传媒指数 — 上证指数 — 深证指数



投资价值

天威视讯：推荐

◆ 估值优势明显：2008年 EV/EBITDA 7.0倍，低于歌华30%，且低于国际可比有线网络公司。DCF显示内在 11.5元。

◆ 2010年和2011年盈利能力将大幅提升。机顶盒摊销压力下降，2010年和2011年每股盈利分别为0.47元和0.64元，对应10年和11年市盈率分别为20倍和14.5倍。

◆ 主题投资。收购关外有线网络；政策放松付费频道内容监管；数字电视增值业务

估值防御，成长确定，网络整合和
多元业务经营催化价值提升，
建议买入。

投资风险

◆ 2008-2009年仅能维持10%左右的平稳增长，08年动态市盈率28倍。

◆ 卫星直播、IPTV和地面数字电视冲击强于预期。

博瑞传播：推荐

投资价值

- ◆ 历史底部估值：2008年 20.6倍，2009年17.5倍，估值吸引力明显。
- ◆ 08年逆势增长，09年盈利增长可见度高。08年受地震影响。但受益于奥运、发行费率上调、户外媒体扩张和税收优惠，实现逆势增长。09年商报广告受益于震后恢复性增长、开盘量和房产商广告投放意愿上升，增长可见度处于较高水平。费率上升和户外广告贡献全年利润。博瑞传播09年盈利增长确定性强。
- ◆ 主题投资。实际控制人成都传媒集团横跨广电和报业两大领域，博瑞传播明确定位为集团经营性资产整合平台；公司积极投资新媒体业务；第一、二股东主动自锁三年。管理层激励成功实施。

估值优势，成长确定，治理结构优良，建议买入。

投资风险

- ◆ 后奥运效应，09年广告和印刷业务增长可能低于预期。
- ◆ 地产行业持续低迷，不利于广告收入持续增长。
- ◆ 资产整合时间、进程和方式不好预期。

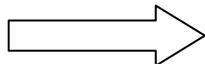
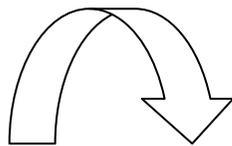
投资价值

科大创新：推荐

◆ 防御性估值：2008年15倍，A股传媒板块最低。且低于国际可比公司均值，扣除安徽出版集团单独贡献的6.0亿元净现金，公司08年估值仅有12.5倍，吸引力明显。

◆ 08-09年。每股盈利1.0元以上。出版业务防御性较强；2009年之后有望获得新一轮税收优惠；公司经营能力较强，有望通过贸易、集中采购等方式有效规避纸张价格上涨冲击；

◆ 主题投资。3季度公司完成重组；年底前出版业新一轮税收优惠出台；安徽出版集团跨地域、跨媒体扩张，公司在动漫领域已具竞争优势



估值防御，政策支持，跨地域、跨媒体趋势明确，买入。

投资风险

◆ 出版业内生增长不足，纸张价格上涨构成经营压力。

◆ 中小学教材出版发行改制可能冲击公司主营业务盈利水平。

投资价值

歌华有线：审慎推荐

投资风险

- ◆ 估值进入长期可投资区间：DCF估值12.8元，提价假设下，17元内在价值；EV/EBITDA 10.5倍，历史上低于11倍期间不到5个月，最低为9倍。

- ◆ 2009年盈利增长可见度高。主要受益于：资本开支下降；LGI合资公司开始运营；营业税减免；数字电视收视维护费潜在提价。

- ◆ 主题投资内涵丰富。”十“字战略，中国数字电视产业和文化产业孵化器；投资优势企业，联合开展在线教育、电视购物、付费电视频道运营等业务。

防御、主题和估值优势兼具，
长线投资者建议买入

- ◆ 估值仍高于国际可比公司，相比天威视讯溢价明显，存在进一步杀跌可能。

- ◆ 上半年业绩存在一次性因素，市场可能低估折旧对短期业绩的压力，一致预期存在下调可能。

- ◆ 内容管制，数字电视商业模式仍不成熟，多元传输模式竞争。

新华传媒：推荐

投资价值

◆ 估值进入长期可投资区间：08年动态市盈率24.4倍。

◆ 2008年盈利确定性强。公司重组承诺0.46元/股。2009年，上海房地产广告有望实现恢复性增长，公司也有望通过效率提升推动业绩进一步增长。

◆ 主题投资。上海市报业运营市场80%，图书发行市场65%份额；第三方传媒服务平台定位明确；

估值合理、资源整合和效率提升
并举，长线投资者建议持有

投资风险

◆ 上海地产广告投放弱于预期。

◆ 内部利益协调不畅，经营效率提升缓慢。

谢谢各位支持!