



**持有**

**3% ↑**

目标价格: 港币2.40

原目标价格: 港币3.08

2008.HK

价格: 港币 2.33

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

# 凤凰卫视

## 2015年依然颇为艰难

2014年公司收入同比下滑3.9%，主要是因为传统媒体业务的广告需求下滑。净利润同比下滑28.8%，主要是因为收入下滑及经营利润率缩窄。我们预测广告业务将继续拖累收入增长但是会支撑经营利润率，而新媒体业务将以经营利润率下滑为代价拉动整体增长。我们对凤凰卫视维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 广播和户外媒体广告需求疲软部分被新媒体业务的增长所抵消。1) 广播业务收入同比下滑16%，主要是因为奢侈品广告需求疲软，酒类广告同比下滑40%，但仍然是最大的收入贡献者；2) 新媒体收入同比增长13.6%，主要由净广告收入增长38%所拉动，这被付费业务收入下滑所部分抵消；3) 户外广告收入同比下滑9.7%，其中14年下半年环比表现平平，这主要是因为广告需求疲软及下半年缺少大合同。
- 经营利润率同比下滑6.7个基点。这主要是因为广播业务利润率下滑7.4个基点，而成本相对固定。

### 评级面临的主要风险

- 新媒体业务增长。该分部将继续拉动整体增长，而广播和户外媒体业务仍将停滞不前。
- 经营利润率进一步下滑1个百分点。我们预测广播业务利润率将保持稳定，主要是因为收入持平及成本相对固定。我们预测新媒体和户外业务经营利润率将下滑1.5-3.9个百分点，主要是因为公司采取了激进的用户获得战略及成本较高。
- 下调盈利预测。考虑到传统广告市场的疲软和新媒体业务的激进投资，我们将2015-16年集团盈利预测下调15.5%和13.6%。

### 影响评级的主要风险

- 电视广告收入可能进一步下滑；户外业务复苏有助于支撑整体盈利。

### 估值

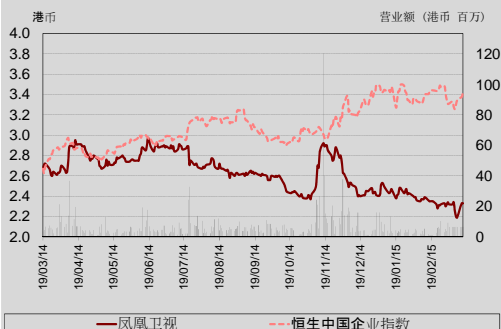
- 基于分部加法估值，我们将目标价下调至2.40港币：1) 基于11倍（先前为12倍）2015年剔除现金市盈率，电视广播业务估值1.66港币；2) 基于历史平均估值14倍市盈率，新媒体业务估值0.47港币；3) 根据行业平均水平21.7倍2015年预期市盈率，户外媒体业务估值0.02港币（较A股同业折让30%）；及4) 净现金每股0.25港币。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(港币百万)	4,806	4,618	5,099	5,595	6,207
变动(%)	11	(4)	10	10	11
净利润(港币百万)	932	664	572	698	767
全面摊薄每股收益(港币)	0.186	0.133	0.114	0.140	0.153
变动(%)	11.8	(28.8)	(13.8)	22.1	9.8
先前预测每股收益(港币)	-	-	0.135	0.162	-
调整幅度(%)	-	-	(15.6)	(13.6)	-
核心每股收益(港币)	0.186	0.125	0.114	0.140	0.153
变动(%)	11.8	(32.9)	(8.6)	22.1	9.8
全面摊薄市盈率(倍)	12.5	17.6	20.4	16.7	15.2
核心市盈率(倍)	12.5	18.6	20.4	16.7	15.2
每股现金流量(港币)	0.28	0.22	0.15	0.24	0.27
价格/每股现金流量(倍)	8.3	10.4	15.1	9.6	8.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	9.4	9.2	7.6	6.7
每股股息(港币)	0.051	0.040	0.051	0.046	0.051
股息率(%)	2.2	1.7	2.2	2.0	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.5)	(0.9)	(3.3)	(13.1)
相对恒生中国企业指数	(4.5)	(0.2)	(9.1)	(41.3)

发行股数(百万)	4,997
流通股(%)	25
流通股市值(港币百万)	11,644
3个月日均交易额(港币百万)	4
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
主席刘长乐及关联人士	37

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年3月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\*王昕、孟昕为本报告重要贡献者

图表 1. 2014 年业绩回顾

(港币, 百万)	实际业绩						中银国际研究预测			
	2014	2013	同比变动(%)	14 年下 半年	13 年下 半年	同比 (%)	2014E	预测业绩 (%)	2H14E	实际业绩与 预测业绩 (%)
<b>收入</b>	4,618	4,806	(3.9)	2,439	2,600	(6.2)	4,838	(4.5)	2,658	(8.3)
电视广播	1,998	2,374	(15.8)	1,071	1,278	(16.2)	1,993	0.2	1,066	0.4
新媒体	1,990	1,751	13.6	1,052	933	12.8	2,070	(3.9)	1,133	(7.1)
户外媒体	554	613	(9.7)	275	357	(23.1)	705	(21.4)	426	(35.5)
其他	77	69	12.5	41	33	24.8	69	10.9	33	22.7
<b>经营利润</b>	902	1,262	(28.5)	476	748	(36.4)	972	(7.2)	546	(12.8)
经营利润率(%)	19.5	26.2	(6.7)	19.5	28.8	(9.2)	20.1	(0.6)	20.5	(1.0)
投资物业的公允价值收益/(亏损), 净值	176	104		240	9					
汇兑收益/(亏损), 净值	14	43		29	13					
<b>净收入</b>	664	932	(28.8)	456	520	(12.2)	512	29.6	284	60.9
净利率 (%)	14.4	19.4	(5.0)	18.7	20.0	(1.3)	10.6	3.8	10.7	8.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 预测调整

(港币, 百万)	2015E			2016E		
	调整前	调整后	(%)	调整前	调整后	(%)
<b>收入</b>	5,401	5,099	(5.6)	6,141	5,595	(8.9)
电视	2,003	2,007	0.2	2,048	2,076	(1.6)
新媒体	2,506	2,451	(2.2)	3,000	2,927	(2.4)
户外媒体	823	559	(32.0)	1,022	565	(44.7)
其他	71	82	16.3	72	87	21.6
<b>经营利润</b>	1,123	951	(15.3)	1,367	1,161	(15.1)
经营利润率	20.8	18.6	(2.1 个百分点)	22.3	20.7	(1.5)
<b>净利润</b>	677	572	(15.5)	808	698	(13.5 个百分点)
净利率	12.5	11.2	(1.3 个百分点)	13.2	12.5	(0.7 个百分点)

资料来源: 中银国际研究预测

图表 3. 分部加总法估值

业务	2015E 收入		公允价值		每股公允价值 注
	(港币, 百万)	权益%	(港币, 百万)	(港币)	
电视	2,007	100	8,295	1.659	基于 11 倍(先前为 12 倍) 2015 年预期市盈率
新媒体	2,451	54.1	2,353	0.470	基于 14 倍 2015 年预期市盈率
户外媒体	559	45.5	104	0.021	较 A 股同业的平均 31 倍 2015 年预期市盈率折让 30%
其他	82		123	0	
<b>小计</b>	<b>5,099</b>		<b>10,875</b>	<b>2.15</b>	
净现金				0.250	
<b>目标价格</b>				<b>2.40</b>	

资料来源: 中银国际研究预测

**损益表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	4,806	4,618	5,099	5,595	6,207
销售成本	(2,850)	(2,918)	(3,409)	(3,679)	(4,118)
经营费用	(463)	(567)	(490)	(486)	(486)
息税折旧前利润	1,494	1,133	1,200	1,430	1,603
折旧及摊销	(232)	(231)	(250)	(269)	(290)
经营利润 (息税前利润)	1,262	902	951	1,161	1,313
净利息收入/(费用)	58	63	78	64	67
其他收益/(损失)	137	197	0	0	0
税前利润	1,456	1,162	1,029	1,225	1,380
所得税	(293)	(251)	(223)	(251)	(283)
少数股东权益	(231)	(247)	(234)	(275)	(330)
净利润	932	664	572	698	767
核心净利润	932	626	572	698	767
每股收益(港币)	0.186	0.133	0.114	0.140	0.153
核心每股收益(港币)	0.186	0.125	0.114	0.140	0.153
每股股息(港币)	0.051	0.040	0.051	0.046	0.051
收入增长(%)	11	(4)	10	10	11
息税前利润增长(%)	15	(29)	5	22	13
息税折旧前利润增长(%)	14	(24)	6	19	12
每股收益增长(%)	12	(29)	(14)	22	10
核心每股收益增长(%)	12	(33)	(9)	22	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	1,456	1,162	1,029	1,225	1,380
折旧与摊销	232	231	250	269	290
净利息费用	(58)	(63)	(78)	(64)	(67)
运营资本变动	(13)	131	(284)	(32)	(32)
税金	(265)	(251)	(223)	(251)	(283)
其他经营现金流	52	(91)	78	64	67
经营活动产生的现金流	1,405	1,118	772	1,211	1,355
购买固定资产净值	(250)	(347)	(365)	(383)	(402)
投资减少/增加	10	0	0	0	0
其他投资现金流	(315)	(827)	(139)	(148)	(157)
投资活动产生的现金流	(556)	(1,174)	(503)	(530)	(559)
净增权益	5	0	0	0	0
净增债务	99	386	(570)	(280)	(140)
支付股息	(254)	(255)	(200)	(255)	(231)
其他融资现金流	(90)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(240)	131	(770)	(536)	(371)
现金变动	609	75	(502)	145	425
期初现金	2,710	3,333	3,408	2,906	3,051
公司自由现金流	849	(57)	268	681	796
权益自由现金流	948	330	(302)	400	656

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	3,663	3,702	3,200	3,345	3,770
应收帐款	674	816	663	727	807
库存	8	8	9	10	11
其他流动资产	1,064	1,083	1,133	1,181	1,232
流动资产总计	5,409	5,608	5,004	5,263	5,819
固定资产	1,404	1,546	1,682	1,815	1,949
无形资产	15	18	16	15	13
其他长期资产	1,580	2,369	2,484	2,613	2,751
长期资产总计	2,999	3,933	4,182	4,443	4,713
总资产	8,408	9,541	9,186	9,706	10,532
应付帐款	809	1,116	714	783	869
短期债务	537	601	300	150	75
其他流动负债	204	183	185	198	211
流动负债总计	1,550	1,900	1,199	1,131	1,155
长期借款	70	255	127	64	32
其他长期负债	250	416	283	216	183
股本	500	500	500	500	500
储备	4,447	4,747	5,119	5,563	6,099
股东权益	4,947	5,247	5,619	6,062	6,598
少数股东权益	1,591	1,724	1,958	2,233	2,563
总负债及权益	8,408	9,541	9,187	9,706	10,532
每股帐面价值(港币)	0.99	1.05	1.12	1.21	1.32
每股有形资产(港币)	0.99	1.05	1.12	1.21	1.32
每股净负债/(现金)(港币)	(0.55)	(0.51)	(0.50)	(0.57)	(0.67)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.1	24.5	23.5	25.6	25.8
息税前利润率(%)	26.2	19.5	18.6	20.7	21.2
税前利润率(%)	30.3	25.2	20.2	21.9	22.2
净利率(%)	19.4	14.4	11.2	12.5	12.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.5	3.0	4.2	4.7	5.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.5	2.9	4.2	4.6	5.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.5	17.6	20.4	16.7	15.2
核心业务市盈率(倍)	12.5	18.6	20.4	16.7	15.2
目标价对应核心业务市	12.9	19.2	21.0	17.2	15.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
价格/现金流(倍)	8.3	10.4	15.1	9.6	8.6
企业价值/息税折旧前利	7.0	9.4	9.2	7.6	6.7
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转天数	47.2	58.9	52.9	45.3	45.1
应付帐款周转天数	53.9	76.1	65.5	48.8	48.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	27.3	30.1	44.6	33.0	33.0
净资产收益率(%)	20.3	13.0	10.5	12.0	12.1
资产收益率(%)	12.9	7.9	8.0	9.8	10.3
已运用资本收益率(%)	19.7	13.2	13.0	14.8	15.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371