

传媒

积极转型移动互联网,构建“渠道+平台+内容”新生态

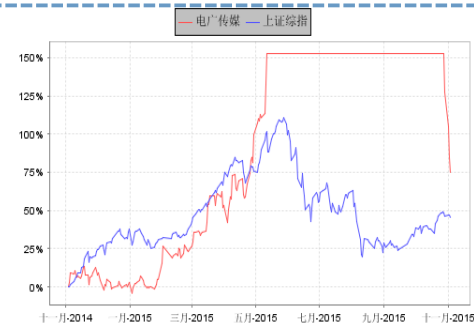
报告日期: 2015-11-19

评级: **推荐**
上次评级: 推荐

目标价: **42.42~43.71 元**
上次预测: 42.42~43.71 元

当前价格(元)	29.6
52周价格区间(元)	16.3-42.89
总市值(百万)	54646.80
流通市值(百万)	40936.72
总股本(万股)	141755.63
流通股(万股)	106191.24
公司网址	www.tik.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
电广传媒	-30.89	-30.89	76.92
上证综指	5.22	-4.79	45.27

财富证券研究发展中心

杜杨
(0731)84779566
duyang@cfzq.com
S0530514070001

相关研究报告:

- 《公司研究*电广传媒(000917):转型大幕正式揭开》2015-11-04
- 《公司研究*电广传媒(000917):与阿里巴巴、印纪传媒战略合作正式开启》2015-07-14
- 《公司研究*电广传媒(000917):现金投资4家互联网公司,转型大幕缓缓揭开》2015-06-12

预测指标	2014A	2015E	2016E
主营收入(亿元)	54.74	62.82	88.39
增长率(%)	7.27%	14.77%	40.71%
净利润(亿元)	3.33	5.06	11.44
增长率(%)	-31.25%	27.36%	126.35%
每股收益(元)	0.23	0.33	0.74
市盈率	186.22	131.38	58.04

资料来源: 财富证券

1	湖南广播电视产业中心	16.58%
2	海南首泰融信股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.73%
3	衡阳市广播电影电视局(衡阳市广播电视中心)	0.85%
4	国泰君安证券股份有限公司	0.77%
5	中国工商银行-景顺长城精选蓝筹股票型证券投资基金	0.71%
6	融通资本财富-平安银行-广州农村商业银行股份有限公司	0.68%
7	常德广电传媒集团(常德市广播电视台)	0.57%
	中国农业银行股份有限公司-景顺长城核心竞争力股票型证券投资基金	0.56%
8	券投资基金	0.56%
9	融通资本财富-平安银行-融通资本聚盈1号资产管理计划	0.54%
10	赵芝虹	0.50%

事件: 近期公司公告了定增的方案,我们对公司进行了调研。

投资要点

- **并购,构建新的业务生态:** 在今年6月收购九指天下、亿科思奇、金极点和上海久之润的基础上,此次电广传媒并购移动互联网广告龙头—安沃传媒,以及内容IP营运和资源性企业—看书网,构建“渠道+平台+内容”新生态。在“渠道”领域,公司网络设施和用户已居国内前列;在“平台”方面,公司已搭建涵盖“品牌广告、效果营销、移动媒体、应用分发”的移动互联平台;在“内容”方面,“影视剧、在线阅读、移动音频、游戏”等互为支撑。
- **+互联网,主营业务焕然一新:** 网络传输业务+阿里,构建家庭娱乐新生态;影视剧业务+看书网、狮门,开启IP全生命周期投资模式;广告代理业务+数字营销,提供全媒体投放解决方案;而达晨创投在创投界开疆辟土,也为公司主业转型提供资源。
- **投资建议:** 假设16年全部并表,预计公司15、16年 esp 为 0.33 元和 0.74 元,同比增长 27.36% 和 126.35%。16 年公司合理市值为 658 亿~678 亿,我们对公司转型和发展抱有信心,故维持对公司的推荐评级。

目 录

一、公司 1999 年上市，已是全国最大的传统媒体公司之一	- 4 -
1.1、广告业务一直是公司核心业务之一	- 4 -
1.2、影视剧业务发展厚积薄发	- 5 -
1.3、网络传输业务：上市后从零开始建设，已成全国最大的省网之一	- 5 -
1.4、创投业务：最佳创业投资机构	- 6 -
二、互联网倒逼，公司各大业务找到新的发展模式	- 7 -
2.1、互联网倒逼传统电视媒体转型	- 7 -
2.2、公司一揽子投资计划，描绘各业务互联网转型的棋局	- 9 -
2.3、网络传输业务：+阿里巴巴，构建家庭娱乐新生态	- 10 -
2.4、广告业务：+数字营销，提供全媒体投放解决方案	- 10 -
2.5、影视剧业务：+狮门影业&文学网站，打造 IP 全流程投资模式	- 11 -
2.6、创业投资：为公司主业转型提供资源	- 11 -
三、估值和盈利预测	- 12 -
3.1、估值计算	- 12 -
3.2、盈利预测	- 16 -
3.3、投资建议	- 16 -
四、风险提示	- 16 -

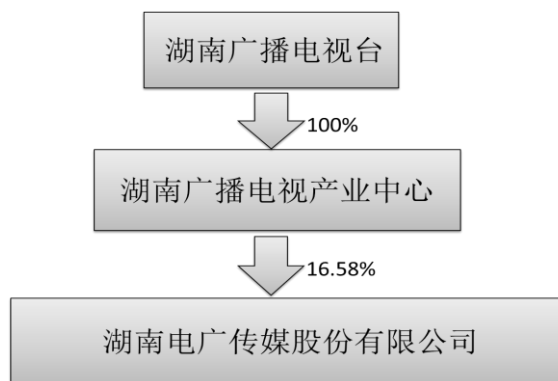
图表目录

图表 1: 电广传媒由湖南广播电视台实际控制.....	- 4 -
图表 2: 电广传媒广告业务营收增速.....	- 4 -
图表 3: 电广传媒影视剧业务营收增速.....	- 5 -
图表 4: 电广传媒网络传输业务营收增速.....	- 5 -
图表 5: 电广传媒创投业务为公司持续贡献投资收益.....	- 6 -
图表 6: 电广传媒上市 15 年营业收入复合增速为 18.52%.....	- 7 -
图表 7: 电广传媒上市 15 年净利润复合增速为 9.7%.....	- 7 -
图表 8: 美国成年人花在电视上时间在减少, 而在手机和电脑上的时间在增加.....	- 8 -
图表 9: 美国电视广告占总广告投放量的比例逐年下降, 而(移动)互联网广告持续增加.....	- 8 -
图表 10: A 股有线网络公司用户规模和市值对比.....	- 12 -
图表 11: A 股小市值广告公司市值对比.....	- 13 -
图表 12: 达晨创投合理估值假设.....	- 13 -
图表 13: A 股小市值影视公司对比.....	- 14 -
图表 14: A 股小市值旅游酒店公司对比.....	- 14 -
图表 15: 14 年以来电广传媒收购公司业绩对赌.....	- 15 -
图表 16: 营业收入预测.....	- 16 -

一、公司 1999 年上市，已是全国最大的传统媒体公司之一

电广传媒，地处湖南省长沙市，于 1999 年上市，号称“中国传媒第一股”；公司的实际控制人为湖南广播电视台。它通过控制湖南广播电视产业中心，间接控制电广传媒；目前，湖南广播电视产业中心持有电广传媒总股本比例的 16.58%，为第一大股东。

图表 1：电广传媒由湖南广播电视台实际控制



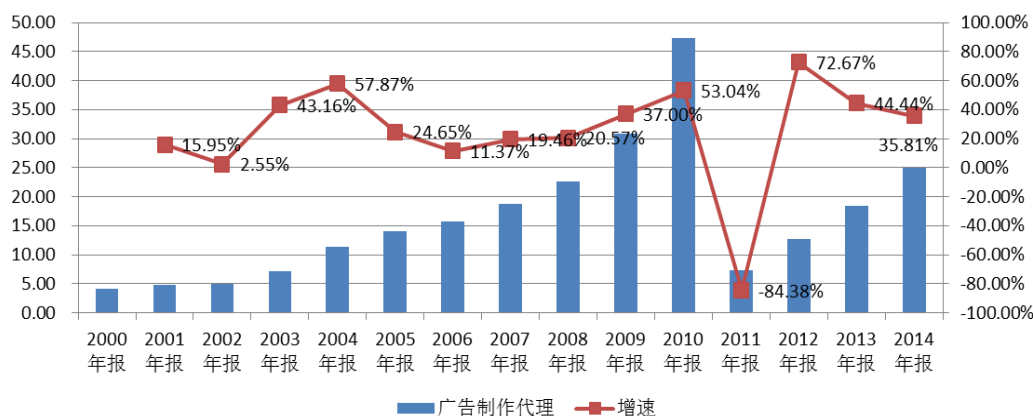
数据来源：财富证券

电广传媒的上市初期，主营业务是广告业务和影视剧制作业务。IPO 募集资金主要也投向了广告业务和影视剧制作相关设备、机房和场地。

1.1、广告业务一直是公司核心业务之一

在公司发展前期，即 2011 年前，公司拥有大股东的广告独家代理权，公司广告业务发展迅猛，10 年间，年复合增速为 27.41%；2011 年后，公司不再独家代理大股东广告业务，经过公司的努力，2012 年到 2014 年，仅三年的时间，公司广告收入又增长了 3 倍，达到了 25.03 亿的规模，三年复合增速为 50.18%。

图表 2：电广传媒广告业务营收增速

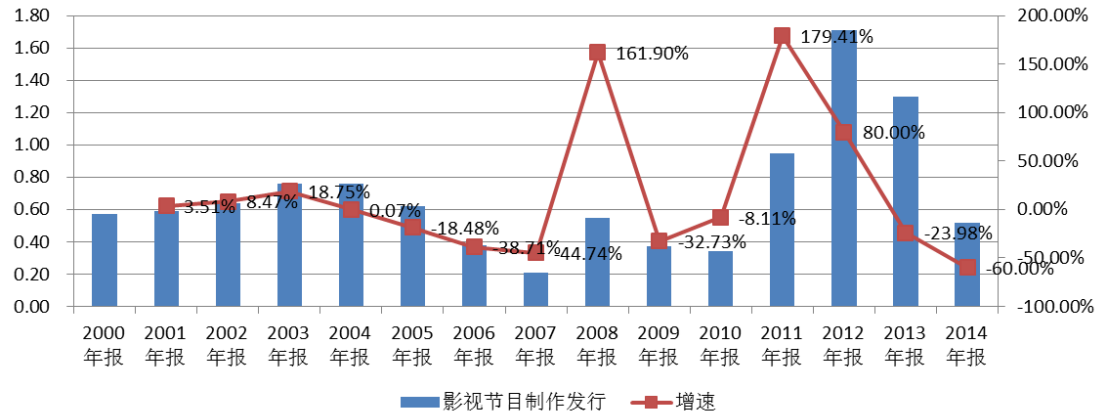


数据来源：电广传媒、财富证券

1.2、影视剧业务发展厚积薄发

电广传媒的影视剧业务在过去 15 年拍摄了不少脍炙人口的好剧，比如《乾隆王朝》、《努尔哈赤》、《为爱结婚》、《怒放》、《兰陵王妃》等，但是规模并没有快速扩大。

图表 3：电广传媒影视剧业务营收增速



数据来源：电广传媒、财富证券

1.3、网络传输业务：上市后从零开始建设，已成全国最大的省网之一

公司上市时并没有有线电视网络业务，上市 IPO 融资中，2000 万收购长沙地区的有线电视传输网络，并增资 4609 万进行升级改造，这就是电广传媒网络传输业务的第一块资产。

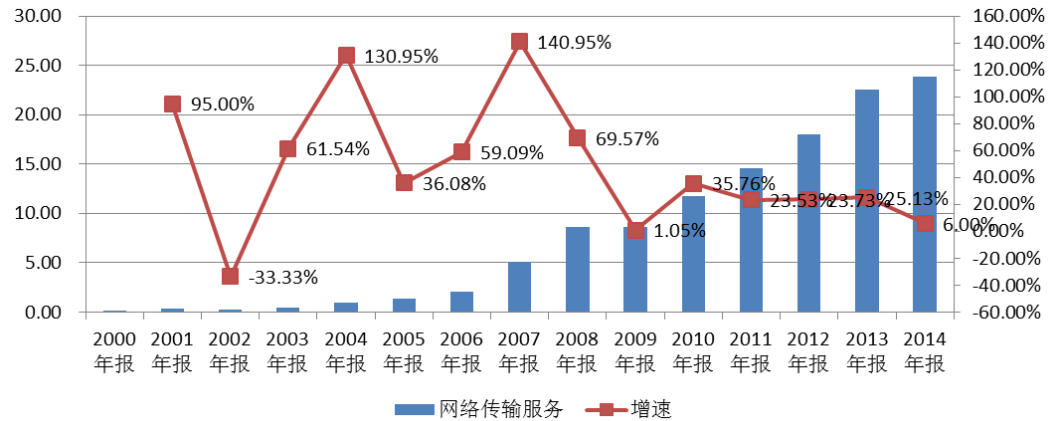
2000 年，电广传媒进行了第一次增发，8.6 亿投向了省内长沙、湘潭、衡阳、常德、娄底、邵阳、吉首、怀化、张家界等 23 个有线电视城域网，通过与各个地市当地广播电视台合作，初步建立起覆盖全省的有线电视网络。

2012 年 7 月，公司向湖南省内的耒阳市广播电影电视局等 97 家局方股东，发行 1.2 亿股股份，吸收合并它们拥有的各地市有线电视城域网的剩余股份。本次发行，标志着电广传媒基本上一统湖南省所有广电用户。

2012 年 9 月，公司再次增发，其中 37 个亿，投向湖南省有线电视网络的双向化改造。

截止 2014 年底，公司已经拥有湖南省 538 万有线电视用户，159 万双向覆盖用户和 68 万宽带用户，各项指标都列于全国各省省网前列。公司的网络传输业务营收达 23.86 亿，15 年时间，年复合增长率到 37.54%，从零到有，网络传输业务成为公司最核心的业务之一。

图表 4：电广传媒网络传输业务营收增速



数据来源：电广传媒、财富证券

1.4、创投业务：最佳创业投资机构

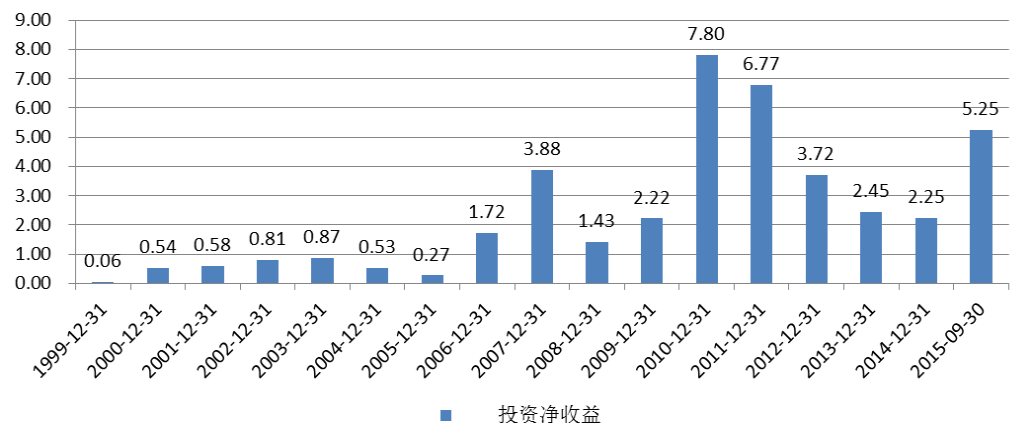
公司创投业务主要分成：创业投资和艺术品投资。

创业投资业务：主要由公司全资子公司达晨创投来负责。达晨创投成立于 2000 年 4 月，2001 至 2014 年，公司连续 14 年被行业权威评比机构清科集团评为“中国最佳创业投资机构 50 强”，2012 年度综合排名第一，并荣获“2012 年中国最佳创业投资机构”、“2012 年中国最佳退出创业投资机构”。目前，达晨创投共管理 15 期基金，管理基金总规模超过 150 亿元；投资企业近 300 家，成功退出 71 家，其中 40 家企业 IPO，31 家企业通过企业并购或回购退出。同时，已有 24 家企业在新三板挂牌，有 25 家企业完成 IPO 预披露等待证监会审核。

艺术品投资业务：依靠公司持股 51% 的中艺达晨来负责，目前已经发行了多期基金，囊括《愚公移山》、《万山红遍》等经典作品。

随着创业投资项目的退出和艺术品的转让，公司的创投业务为公司历年来贡献了大量投资收益，截止 2015 年三季度，电广传媒创投业务一共为公司带来了 41.15 亿净利润。

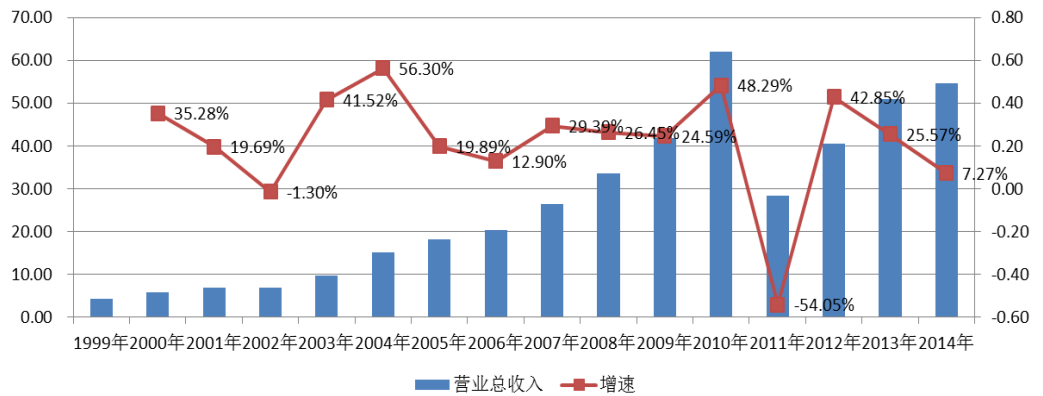
图表 5：电广传媒创投业务为公司持续贡献投资收益



数据来源：电广传媒、财富证券

上市 15 年时间，电广传媒业务发展迅速，公司营业收入从上市的 1999 年的 4.28 亿增长到 2014 年的 54.74 亿，15 年每年复合增速为 18.52%。

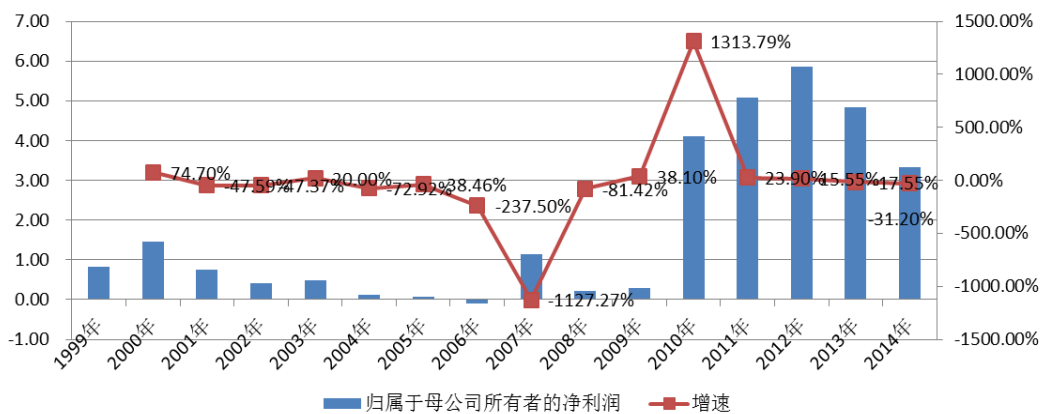
图表 6：电广传媒上市 15 年营业收入复合增速为 18.52%



数据来源：电广传媒、财富证券

公司净利润也从上市的 1999 年的 0.83 亿增长到 2014 年的 3.33 亿，15 年每年复合增速为 9.7%。

图表 7：电广传媒上市 15 年净利润复合增速为 9.7%



数据来源：电广传媒、财富证券

二、互联网倒逼，公司各大业务找到新的发展模式

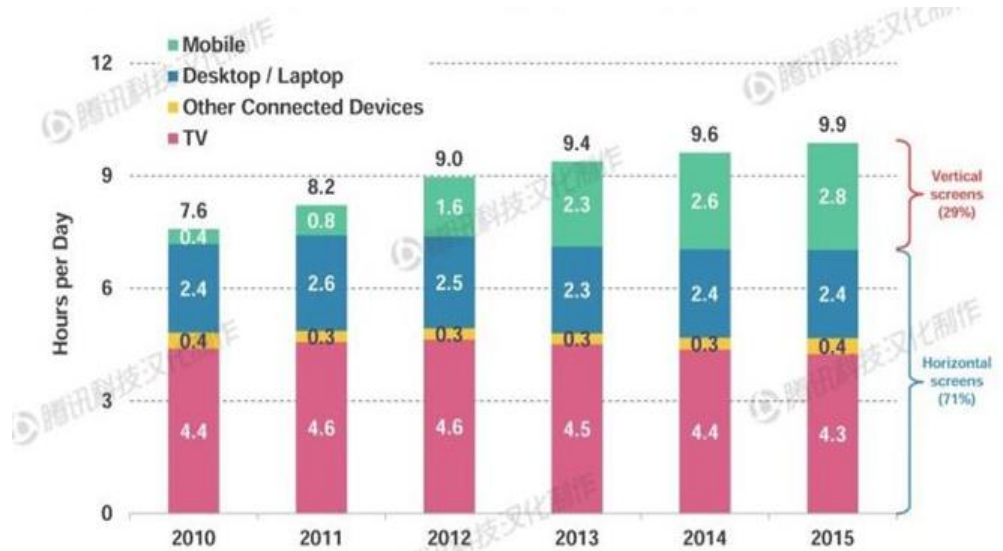
2.1、互联网倒逼传统电视媒体转型

随着互联网/移动互联网的发展，电视媒体的基础设施发生了较大的变化。随着科技的进步，可播放电视的终端种类增加了，提供电视业务的渠道增多了（从传统电视到 IPTV、OTT、TV 等）。而传统有线电视还只能提供单向放送，缺乏与用户的实时双向互动体验；使得用户在观看电视节目时，从传统电视渠道转向 IPTV、OTT

等其他渠道。随着用户观看传统电视的时间在减少，广告主投放到传统电视上的广告数量将会减少。

据统计，在美国，2015 年，用户在传统电视上花的时间是 4.3 小时，每年缓慢减少，而花在手机和电脑上的时间是 5.2 小时，过去 5 年复合增速是 13.2%。

图表 8：美国成年人花在电视上时间在减少，而在手机和电脑上的时间在增加

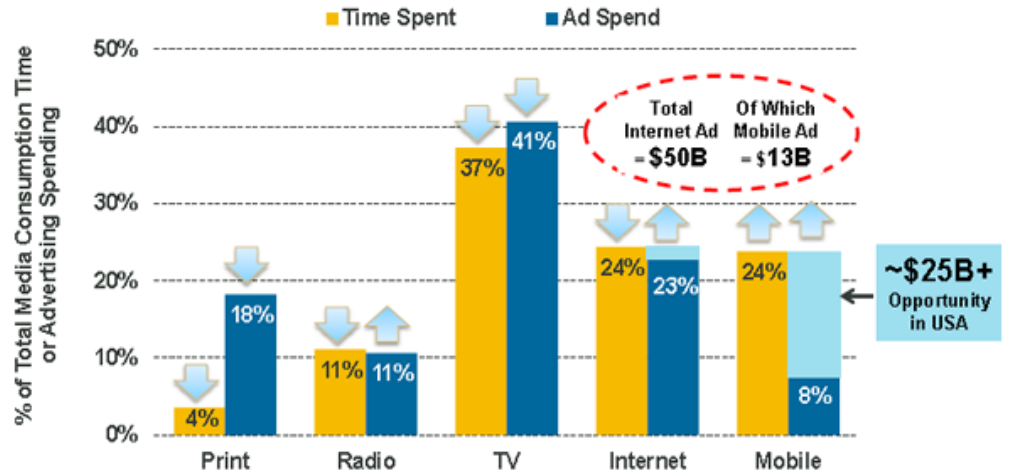


数据来源：KPCB，财富证券

因为人们看传统电视的时间越来越少，所以广告主在投放广告时，有可能缩减对电视屏幕的广告投放，而增加对互联网（PC 端）和移动互联网（平板端、智能手机端）的广告投放。

在美国，2014 年，虽然电视仍然是广告主投放广告的最佳选择，但电视广告的投放只占广告总投放量的 41%，比例持续下降；而广告主在互联网和移动互联网上的广告投放总量在快速增加，已经占总投放的 31%，较 2013 年上升 5pp，而且预期还会快速增加。

图表 9：美国电视广告占总广告投放量的比例逐年下降，而(移动)互联网广告持续增加



数据来源: KPCB, 财富证券

而我国也是如此, 2013年, 全国广播电视行业广告收入预计1302亿元, 比2012年增幅仅2.52%, 较2012年13%的增幅降低近11个百分点, 增速大为放缓。而移动互联网和互联网的广告投放依然快速增加, 具有标志意义的是, 2013年百度广告收入已经超过央视的广告收入。

电广传媒的主营业务中, 网络传输业务承载有线电视业务, 广告代理业务也主要是代理电视、报纸等传统传媒广告, 从趋势来看, 有可能会受到互联网的冲击。如何平稳过渡, 从传统媒体向新媒体融合转型, 是电广传媒迫切需要解决的问题。

2.2、公司一揽子投资计划, 描绘各业务互联网转型的棋局

2015年5月, 电广传媒停牌, 筹划重大事项, 期间:

- ◆ 6月: 收购深圳九指天下51%股权、深圳亿科思奇60%的股权, 为公司传统广告业务, 搭配了数字营销的翅膀; 同时收购的北京金极点51%的股权、上海久之润70%的股权, 则为公司的网络传输业务储备了移动互联网音频和网络游戏等增值业务。
- ◆ 7月: 与阿里巴巴全面战略合作, 回答了如何提升公司互联网基础设施不完善的难题。
- ◆ 10月: 收购成都古羌79.25%的股权, 为公司影视剧业务进行了IP布局; 而收购北京掌阔80%的股权则加强了数字营销领域的实力; 同时还收购了上海久之润剩余30%的股权。
- ◆ 而之前的2015年1月, 公司与美国狮门影业合作, 创新了公司的影视剧投资模式, 加上15年10月对成都古羌的收购, 完善了公司的影视剧全产业链布局, 从IP生产, IP授权, 到影视剧拍摄, 以及影视剧发行。
- ◆ 而在之前的2014年, 公司收购了广州翼锋51%的股权, 这是公司数字营销

的试水之作，而收购江苏马上市 45% 的股权，是为公司的网络用户储备了智慧旅游服务。

至此，电广传媒的互联网棋局，初步揭开了面纱。

2.3、网络传输业务：+阿里巴巴，构建家庭娱乐新生态

传统的有线电视网络是单向的模拟网络，主要提供直播电视业务。要成为互联网基础设施，有线电视网络需要完成模拟转数字，以及单向转双向，这样，才能发展宽带业务，以及基于宽带的互联网增值业务。

电广传媒当下模拟转数字的工作基本已经完成。而单向转双向的工作，也在积极进展中，公司在 2013 年，募资 54 亿，其中 37 亿投向双向网改；截止 2014 年，公司拥有湖南省 538 万有线电视用户，159 万双向覆盖用户和 68 万宽带用户。

2015 年 7 月，电广传媒、阿里巴巴和印纪传媒签约，通过提供融合新业务--DVB+OTT 的方式，来吸引用户转网，从而达到捆绑销售宽带的目的，破解宽带用户难题；而且，公司通过设计分成体制，也最低限度的降低了公司的投入成本，形成三赢的局面：在这个协议中，电广传媒投入用户资源和铺设双向网络，阿里引入数字娱乐业务，而印纪湘广投入智能机顶盒，争取在一年半时间内，发展 300 万户的家庭互联网。

我们认为，公司有望在 15 年~17 年上半年，分别发展 50 万、150 万和 100 万的用户，而其中 1/3 将使用公司的宽带业务，有望为公司的网络业务增加 2.74 亿和 5.49 亿的收入。因为该项业务的发展，公司网络传输业务收入预计在 2016 年、2017 年达到 29.05 亿和 35.99 亿，分别同比增长 15.95% 和 23.88%。

2.4、广告业务：+数字营销，提供全媒体投放解决方案

随着电视、纸媒媒体占用人们的时长减少，公司基于传统媒体的广告业务目前虽然仍在快速增长，但未来也将遇到互联网分流的竞争。

2014 年来，公司通过收购广州翼锋、九指天下、亿科思奇、北京掌阔来布局数字营销业务，尤其是亿科思奇和北京掌阔，都是数字营销领域，包括 ADN(移动广告网络)和 DSP(需求方平台)的领军公司。

根据这四家公司的对赌协议，这四家公司将在 2016~2017 年，为电广传媒增加 14.98 亿和 18.46 亿的广告业务营业收入。

我们认为，对于数字营销公司的收购，不只是为公司带来业务量的增长，如果公司的传统媒体广告和数字媒体广告能产生协同效应，公司广告业务有望取得较大的突破。电广传媒将从一个主要提供传统传媒广告代理业务的公司，变成了拥有全媒体投放解决方案的公司。电广传媒能承揽的广告业务范围，业务数量都将快速增加。

2.5、影视剧业务：+狮门影业&文学网站，打造 IP 全流程投资模式

公司传统的影视剧业务，多年来出过不少精品，但规模一直不大，净利润处于略盈局面。

2015年1月，公司与狮门影业签订了战略合作协议，未来狮门影业出品的电影，电广传媒都有机会投资25%，狮门影业出品的中国合拍片，电广传媒的投资比例还有望增至43%。狮门影业每年还将有4部电影给电广传媒在中国独家销售。这意味着，电广传媒将与狮门影业分享全球的票房，成为国内首家跟好莱坞签下长期票房分成协议的公司。

狮门影业过去三年的净资产收益率为37.56%，我们假设电广传媒的合作的净资产收益率为30%，而这部分利润在未来五年内平均释放，扣除20%的管理费用和财务费用后，每年预计为公司产生1.32亿的净利润。

而15年10月，公司收购成都古羌79.25%的股权，成都古羌运营了“看书网”，模式与上市公司中文在线相同，主要是在线阅读、无线阅读、优质图书的出版，拥有丰富的网络文学IP资源。我们认为，对成都古羌的收购是对公司影视剧业务的前端进行的IP布局。至此，公司通过一项合作，一项收购打通了影视剧投资的全产业链，从IP的产生，到IP的授权，到IP的影视化，以及影视的发行。

我们认为，公司对影视剧业务投资的模式创新，将对多年以来发展较慢的影视剧业务，起到破局的作用。

2.6、创业投资：为公司主业转型提供资源

达晨创投是国内最佳创投公司之一，达晨创投母公司由电广传媒100%控股，而两家基金子公司达晨财信和达晨财智，电广传媒分别控股40%和55%。

达晨创投经过多年的发展和积累，其综合实力常年稳居中国PE/VC界前三名，继获得“2012-清科最佳创业投资机构”第一，“最佳品牌创投机构”、“最佳融资创投机构”、“最佳退出创投机构”、“最具竞争力创投机构”后，达晨创投2013年荣获“福布斯2013中国最佳创业投资机构”，2014年荣获“最值得LP信赖本土PE管理机构”、“CVCA2014大中华地区VC基金管理机构十强”。

截至2015年上半年，达晨创投管理的基金累计投资项目达281个，累计投资金额超过100亿元。上半年共有10个项目成功IPO，占国内IPO总数的5.35%，项目上市数量雄踞行业榜首。同时，还有22家企业已经通过IPO预披露等待证监会审核，在全行业排名第一。

证监会已经宣布ipo即将放开，我们认为，未来两三年，将是达晨创投的业绩集中释放期，预计公司的创投业务在16年、17年都将产生4亿的净利润。

在电广传媒的转型过程中，达晨创投除了提供资金弹药以外，还将为公司的转型提供原材料。

达晨创投已经成立了规模达 50 亿元的互联网产业投资基金，将聚焦于互联网新媒体产业的股权投资并购机会，布局于网络视频、OTT TV、移动互联网、网络游戏、在线旅游、在线教育、在线广告、智慧医疗等领域，有利于助推公司产业链整合和产业扩张,实现传统媒体与新媒体的融合发展，增强公司的整体竞争力。

三、估值和盈利预测

过去两年，公司在传统传媒业务的基础上，通过一系列投资并购，交出了传统媒体和新媒体融合发展的四道初试答卷。成绩如何，需要时间来验证。

我们认为，电广传媒布局清晰，动作迅捷，通过与被并购公司共享用户、渠道、平台、内容等资源，有望发挥协同效应，顺利完成新老媒体的交融，而收购公司，质地优异，有望完成业绩对赌协议。

3.1、估值计算

我们按业务分类对公司进行分块估值：

网络传输业务：公司省内有线网络用户为 538 万，宽带用户为 68 万，同时，通过收购还进入了天津、大连、广州、河北、青海、新疆等地。2015 年 6 月，电广跟阿里签订战略合作协议，预计在 1.5 年时间内发展 300 万 dvb+ott 用户，我们认为这对电广的有线业务的营收和利润率提升都有较大帮助。通过比较公司的有线网络业务与其他 A 股公司，我们认为公司有线网络业务合理估值为 200 亿。

图表 10：A 股有线网络公司用户规模和市值对比

公司名称	有线用户数	宽带用户数	2014 年收入规模	当前市值
电广传媒网络传输业务	538 万	68 万	23.86	合理市值 200 亿
歌华有线	551 万	32 万	24.66 亿	269 亿
湖北广电	673 万	48 万	17.81 亿	114 亿
华数传媒	240 万，未来还有浙江省网待注入	50 万	24.11 亿	409 亿
吉视传媒	519 万	63 万	20.49 亿	187 亿
江苏有线	1772 万，直接 748 万，间接 1024	89 万	44.02 亿	576 亿

	万			
天威视讯	218 万	26 万	13.16 亿	122 亿
广电网络	628 万	60 万	22.98 亿	80 亿

资料来源：财富证券

传统广告代理业务：公司广告业务增速很快，过去 3 年复合增速为 50%，14 年收入 25 亿，随着公司收购数字营销公司的协同效应，我们预期未来公司广告业务体量和利润率都将持续提升。我们对比了 A 股上市公司中与公司业务，体量相近的公司，我们认为电广传媒广告业务的合理市值为 50 亿。

图表 11：A 股小市值广告公司市值对比

公司名称	2014 年收入	毛利率	当前市值
电广传媒 广告业务	25 亿	8%	合理市值 50 亿
引力传媒	14.25 亿	10.1%	53 亿
龙韵股份	11.77	16.69%	55 亿
华谊嘉信	15.59 亿	12.80%	82 亿
思美传媒	21.51 亿	12.07%	66 亿

资料来源：财富证券

达晨创投：市场上对达晨创投的估值，一般按管理费进行估值，但是在九鼎投资、中科招商、硅谷天堂和同创伟业在新三板挂牌后，作为对标参照物，达晨创投价值应该得到重估。我们认为，达晨创投的管理规模与九鼎和中科招商相近，按同样估值计算的话，达晨创投合理估值为 400 亿。而电广传媒控股达晨创投母公司 100% 的股份，同时在达晨创投的两家基金子公司达晨财信和达晨财智，控股比例分别在 40% 和 55%。所以，我们认为，电广传媒的所持股份合理估值在 200 亿以上。

图表 12：达晨创投合理估值假设

公司名称	股票代码	管理金额（亿元）	市值（亿元）
中科招商	832168	252	311.54
九鼎投资	430719	214	931.50
平均		233	621.52

达晨创投	-	150	400.12 (估计)
------	---	-----	-------------

资料来源：财富证券

影视业务：公司的影视剧业务未来将主要通过合作的方式做大做强。2015 年 1 月，公司与美国狮门影业签订合作协议，预计在合作期内，公司预计未来三年每年 1.25 亿美元投向合拍片。根据狮门影业过去三年 37.56% 的净资产收益率计算，我们假设电广传媒的合作的净资产收益率为 30%，而这部分利润在未来五年内平均释放，扣除 20% 的管理费用和财务费用后，每年预计为公司产生 1.32 亿的净利润，而且一旦业务发展顺畅，公司将持续使用该模式进行影视局业务的扩展，而对比影视剧行业同等规模的公司，我们认为公司影视业务的合理估值为 40 亿。

图表 13：A 股小市值影视公司对比

公司名称	预计 2016 年净利润	当前市值
电广传媒影视剧业务	1.32 亿	合理市值 40 亿
唐德影视	1.47 亿	109 亿
长城动漫	1.10 亿	40 亿
完美环球	3.27 亿	103 亿
新文化	4.43 亿	156 亿

资料来源：财富证券

旅游酒店业务：公司旅游酒店业务的收入主要来自于持股 49% 的长沙世界之窗和持股 100% 的圣爵菲斯酒店，每年为公司贡献稳定的利润分成。这块业务 2014 年营业收入为 1.49 亿，净利润 4398 万，预计未来保持同样水平，我们认为公司旅游业务的合理估值为 10 亿元。

图表 14：A 股小市值旅游酒店公司对比

公司名称	预计 2016 年净利润	当前市值
电广传媒旅游酒店业务	0.44 亿	合理市值 10 亿
大连圣亚	0.55 亿	30 亿
金陵饭店	0.88 亿	39 亿
岭南控股	0.68 亿	54 亿

大东海 A	-0.05 亿	41 亿
-------	---------	------

资料来源：财富证券

所收购互联网公司估值：公司 2014 年来，密集收购了多家互联网公司，年均对赌业绩为 3.95 亿。包括两类，一类是数字营销，一类是 IP，其他为互联网增值服务。相关公司在 A 股市场上的估值约 40~45 倍。那么这部分公司对合理估值为 158~178 亿。

图表 15：14 年以来电广传媒收购公司业绩对赌

公司名称	电广持有股份	主营业务	对赌净利润	对应平均利润
广州翼锋	51%	移动互联网营销	年均不低于 4000 万	2040 万
江苏马上游	45%	智慧旅游	2500 万元、4800 万元、5500 万元、12800 万元	2880 万
九指天下	51%	移动应用程序分发	550 万元、750 万元、8500 万元、12000 万元	2780 万
亿科思奇	60%	移动互联网广告	3800 万元、4800 万元、5500 万元	2820 万
北京金极点	51%	移动互联网音频	1200 万元、2150 万元、3350 万元	1139 万
上海久之润	100%	网络游戏运营	13000 万元、16000 万元、19000 万元、23000 万元	17750 万
成都古羌	79.25%	在线阅读、数字出版	5300 万元、6360 万元、7632 万元	5096 万
北京掌阅	80%	移动互联网广告	3000 万元、5000 万元、	5000 万

7000 万元、
 10000 万元

资料来源：财富证券

3.2、盈利预测

假设 2015 年仅有 2014 年收购的江苏物泰和广州翼锋并表，而 2016 年，所有收购的公司都完全并表，而且假设所有公司皆完成业绩对赌。

根据各块业务净利润加总，我们认为公司 15 年，16 年营业收入分别为 62.82 亿和 88.39 亿，分别同比增长 14.77% 和 40.71%；净利润分别为 5.06 亿和 11.44 亿，同比增长 27.35% 和 126.35%。

图表 16：营业收入预测

营业收入预测	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
有线网络业务	23.86	25.05	29.05	35.99
创投业务	2.44	4.00	4.00	4.00
广告业务	25.03	27.53	30.29	33.31
影视业务&旅游酒店	3.40	4.43	4.43	4.43
互联网业务		1.80	20.63	25.69
总计	54.73	62.82	88.39	103.42

数据来源：财富证券

3.3、投资建议

通过将公司所有业务分拆估值，将业务规模与相近的 A 股同类上市公司进行对比，我们认为，公司 16 年合理市值为 658 亿~678 亿；假设公司按底价完成定增，则定增完成后总股本为 15.51 亿股，对应 16 年每股合理股价为 42.42~43.71 元；公司 16、17 年 esp 分别为 0.74 元和 0.88 元，公司停牌前股价为 42.83 元，对应 16 年、17 年的 57.87 倍和 49.67 倍。

我们对公司转型和发展抱有信心，长期来看维持公司的推荐评级。

四、风险提示

并购企业发展不及预期，跟阿里合作不及预期，系统性风险。

附录：利润表

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5473.88	6282.00	8839.00	10342.00
减：营业成本	3706.51	4303.17	6098.91	7135.98
营业税金及附加	45.01	51.65	72.68	85.03
营业费用	343.05	393.88	433.11	486.07
管理费用	909.54	1154.63	1149.07	1281.37
财务费用	164.97	119.69	75.95	34.00
资产减值损失	85.33	25.76	25.76	25.76
加：投资收益	224.60	400.00	580.00	600.00
公允价值变动损益	-1.21	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	442.85	633.22	1563.53	1893.78
加：其他非经营损益	10.56	18.87	18.87	18.87
利润总额	453.41	652.10	1582.40	1912.66
减：所得税	66.24	63.02	250.60	328.16
净利润	387.18	589.07	1331.80	1584.49
减：少数股东损益	54.64	83.13	187.93	223.59
归属母公司股东净利润	332.54	505.95	1143.87	1360.90

投资评级系统说明

以报告发布日后的6—12个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438