

城市传媒(600229)/文化传媒
打造主题书店线下新业态, 全产业链布局 IP 运营
评级: 增持(首次)

市场价格: 11.6

目标价格: 13.32

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

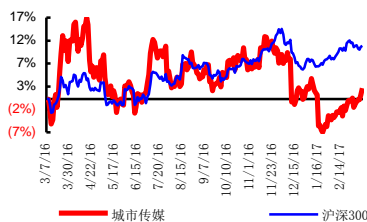
联系人: 熊亚威

电话: 021-20315131

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	702
流通股本(百万股)	430
市价(元)	11.6
市值(百万元)	8,144
流通市值(百万元)	4,985

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,390.36	1,538.90	1,811.91	2,052.27	2,309.41
增长率 yoy%	-23.45%	10.68%	17.74%	13.27%	12.53%
净利润	194.98	233.31	280.32	317.68	353.00
增长率 yoy%	702.81%	19.66%	20.15%	13.33%	11.12%
每股收益(元)	0.86	0.33	0.40	0.45	0.50
每股现金流量	0.81	0.41	0.53	0.53	0.59
净资产收益率	15.25%	12.18%	13.19%	13.00%	12.62%
P/E	10.02	53.72	29.05	25.64	23.07
PEG	0.01	2.73	1.44	1.92	2.08
P/B	1.53	6.54	3.83	3.33	2.91
备注:					

投资要点

- **传统媒体增长有限, 转型升级当务之急。**城市传媒转型升级方向清晰: 一方面, 对传统业务进行升级延伸, 出版业务突出特色化与精品化, 发行业务进行渠道升级, 打造文化综合体、主题书店等新业态; 另一方面, 公司全产业链布局 IP 运营, 从上游 IP 储备到下游 IP 变现, 增加公司盈利点。
- **传统渠道升级, 美食书店成未来新看点, 与当当新视野合作构筑线上线下新业态。**公司打造集合社交、阅读、餐饮等多重元素的美食书店。在产业资源、配方与版权积累、成本低廉、品牌认可度高、有粉丝基础等多重优势下构筑起较高的竞争壁垒, 难以模仿。公司与当当网实体书店运营公司“当当新视野”达成合作, 充分发挥各自优势, 构筑线上线下新业态。
- **瞄准 IP 运营, 全产业链特色化布局。**
 - **上游布局 IP 源头,**通过悦读纪、童石网络和崇德动漫等拓展 IP 储备;
 - **下游拓宽变现渠道,**通过图书销售、有声读物、数字化、教育、影视等多维度变现。
- **影视布局天时地利人和, 有望成为未来最大亮点。**公司成立影视公司, 初期以参与投资为主。
 - **天时:**政策支持, 影视行业蓬勃发展, 未来仍有增长空间。
 - **地利:**具有区域资源及竞争优势, 东方影都落地青岛, 将吸引众多优质项目。
 - **人和:**引入成熟团队操刀, 储备影视人才, 城市传媒控股的北影培训中心落户青岛。
- **盈利预测与投资建议:**我们预测城市传媒 2016-2018 年实现收入分别为 18.12 亿元、20.52 亿元、23.09 亿元, 同比增长 17.74%、13.27%、12.53%; 实现归母净利润 2.80 亿元、3.18 亿元、3.53 亿元, 同比增长 20.15%、13.33%、11.12%; 对应 2016-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.50 元。目标价 13.32 元, 首次覆盖予以增持评级。
- **风险提示:**出版行业不景气; 公司经营风险; 转型升级不达预期; 市场风险偏好下行风险。

内容目录

内容目录城市出版龙头，主业增速高于行业平均	- 4 -
前身为青岛新华书店，借壳上市后加速布局	- 4 -
国有控股兼具民企作风	- 4 -
传统业务升级，新业态全产业链布局 IP 运营	错误!未定义书签。
业务增速高于行业，收入结构稳定	- 6 -
美食生活等品类图书领跑全国，线下书店业态升级	- 8 -
突出特色化与精品化，美食生活等品类图书领跑全国	- 8 -
充分发挥围棋领域优势，从出版向赛事、培训延伸	- 9 -
线下渠道升级，主题书店深度布局	- 10 -
美食书店成未来新看点，有望与当当合作构筑线上线下新业态	- 11 -
瞄准 IP 运营，影视布局天时地利人和	- 14 -
瞄准 IP 运营开发，全产业链特色化布局	- 14 -
收购悦读纪 51% 股权，拓展文学 IP 储备	- 14 -
拓展变现渠道：投资合作喜马拉雅，打造青岛数媒中心（青岛城市传媒广场）	- 16 -
影视布局天时地利人和，有望成为未来最大亮点	- 17 -
盈利预测与投资建议	- 20 -
盈利假设与盈利预测	- 20 -
估值与投资建议	- 20 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1：城市传媒发展历程	- 4 -
图表 2：城市传媒股权结构	- 5 -
图表 3：公司转型升级战略清晰	- 6 -
图表 4：城市传媒营收与净利稳健增长（单位：百万元）	- 6 -
图表 5：城市传媒一般图书业务占比较高	- 6 -
图表 6：城市传媒净利率稳中有升	- 7 -
图表 7：教材教辅毛利率保持较高水平	- 7 -
图表 8：城市传媒营收增速高于行业	- 7 -
图表 9：城市传媒净利润增速远超上市公司平均水平	- 7 -
图表 10：城市传媒教材教辅营收占比小于行业平均	- 8 -
图表 11：城市传媒一般图书营收占比在六成左右	- 8 -
图表 12：城市传媒的优势品类图书	- 8 -
图表 13：2015 年围棋人口情况（单位：万人）	- 9 -
图表 14：围棋教育市场空间预估	- 9 -

图表 15: 围棋从出版向赛事、培训等领域延伸.....	- 9 -
图表 16: 青岛书城内景.....	- 10 -
图表 17: 山东首家 24 小时书店“明阅岛”.....	- 10 -
图表 18: 诚品书店发展史.....	- 11 -
图表 19: 美食书店集合阅读、餐饮、社交等多重元素.....	- 11 -
图表 20: “巧厨娘”系列图书品类丰富.....	- 12 -
图表 21: “巧厨娘”系列市场评价较高.....	- 12 -
图表 22: 全国首家美食书店“BC MIX”.....	- 13 -
图表 23: 著名美食家、作家蔡澜有望成为特邀嘉宾.....	- 13 -
图表 24: 美食书店拥有较高的竞争壁垒.....	- 13 -
图表 25: 有望与当当网合作打造线上线下新业态.....	错误!未定义书签。
图表 26: 城市传媒全产业链布局 IP 运营.....	- 14 -
图表 27: 悦读纪部分影视化作品.....	- 15 -
图表 28: 悦读纪部分代表作品及作家.....	- 15 -
图表 29: 悦读纪两年业绩承诺情况.....	- 15 -
图表 30: 2016 年 3 月国内主流移动电台日活用户渗透率.....	- 16 -
图表 31: 城市传媒广场将成为青岛最大的城市文化综合体.....	- 17 -
图表 32: 相关部门大力支持青岛影视行业发展.....	- 18 -
图表 33: 青岛东方影都.....	- 19 -
图表 34: 天时地利人和助力影视业务发展.....	- 19 -
图表 35: 可比公司估值情况（截止 2017 年 2 月 24 日）.....	- 20 -
图表 36: 财务报表预测.....	- 21 -

城市出版龙头，主业增速高于行业平均

- 城市传媒是山东省第一家也是目前唯一一家在主板上市的文化传媒企业。其所属青岛出版社在副省级城市出版单位中名列前茅。公司集编、印、发、供、贸于一体，具备完整产业链，在美食、围棋、生活等图书品类中领跑全国。国有控股兼具民营作风，2015年借壳上市后加快转型升级步伐，未来在美食书店、IP运营等领域的表现值得期待。

前身为青岛新华书店，借壳上市后加速布局

- 公司发展可追溯至1949年6月成立的青岛市新华书店，经十多年发展及增资于1996年12月组建青岛市新华书店集团，即为城市传媒前身。后几经改制、变更股东，形成了由青岛出版集团控股，具备完整产业链的出版发行公司，更名后于2015年8月借壳青岛碱业上市。上市后公司加快转型升级，在美食书店、IP运营、影视等过个领域进行布局。

图表 1：城市传媒发展历程



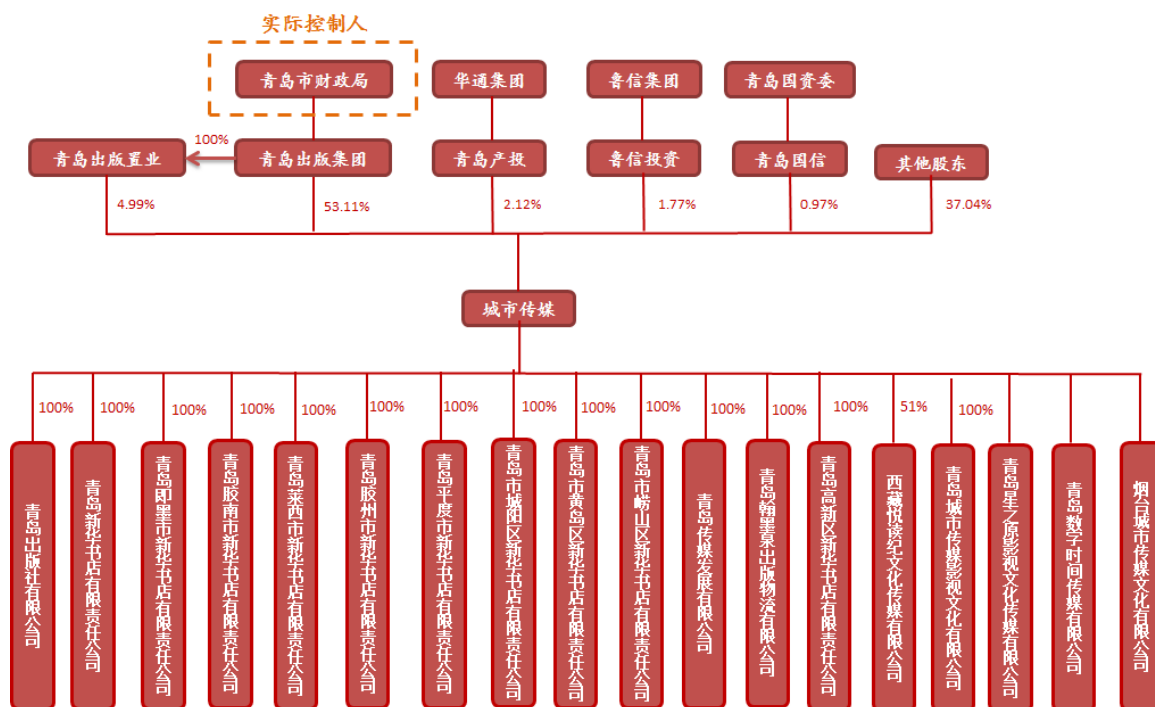
来源：中泰证券研究所

国有控股兼具民企作风

- 公司实际控制人为青岛市财政局，控股股东青岛出版集团直接持有公司53.11%股份，同时通过子公司青岛出版置业、青岛出版投资间接持有股份，总计比例近60%。前五大股东皆为青岛市属或山东省属国企。上市公司为国有控股，但兼具民企作风，机制相对灵活，集中的控制力有利

于公司后续深化转型升级工作的开展。

图表 2：城市传媒股权结构

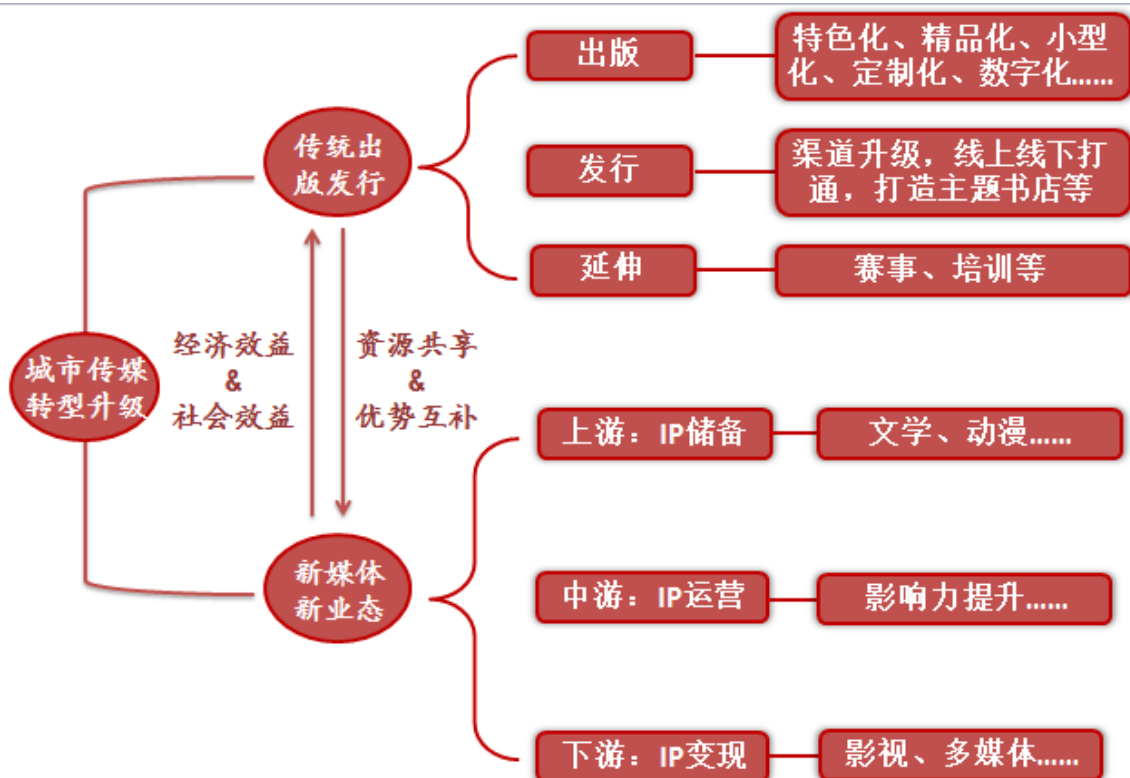


来源：中泰证券研究所

传统业务增长有限，转型升级战略清晰

- **传统业务增长有限，公司将转型升级作为当务之急。**一方面对传统业务进行升级延伸，出版业务突出特色化与精品化，发行业务进行渠道升级，打造主题书店等新业态，同时将原有的在诸如围棋类图书的优势延伸到赛事、培训等领域；另一方面，公司全产业链布局 IP 运营，从上游 IP 储备到下游 IP 变现，增加公司盈利点。

图表 3：公司转型升级战略清晰

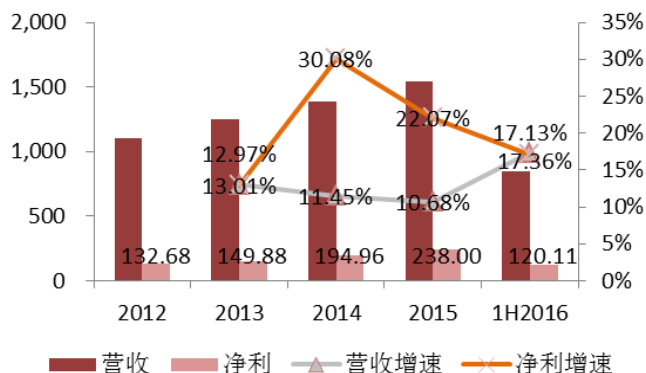


来源：中泰证券研究所

业务增速高于行业，收入结构稳定

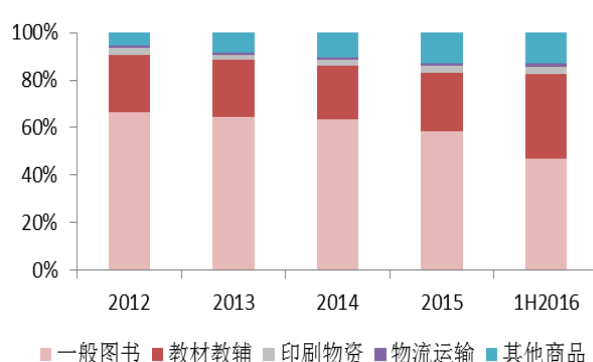
- 公司业务稳健增长，收入结构稳定，一般图书占比较高。城市传媒整体净利润保持了相对较高的增速，2015 年实现净利润 2.38 亿元，同比增长 22.07%，高于行业平均水平。同时，其业务结构也与其他出版发行上市公司教材教辅占比较高的情况不同，城市传媒一般图书营收占比在 60%左右的水平，而教材教辅维持在 22%-25%，收入结构稳定。

图表 4：城市传媒营收与净利稳健增长（单位：百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

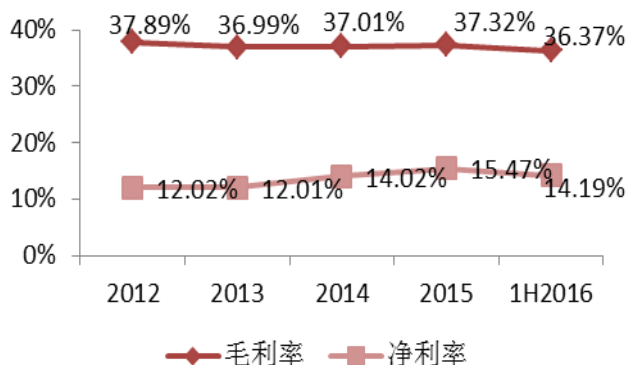
图表 5：城市传媒一般图书业务占比较高



来源：wind，中泰证券研究所

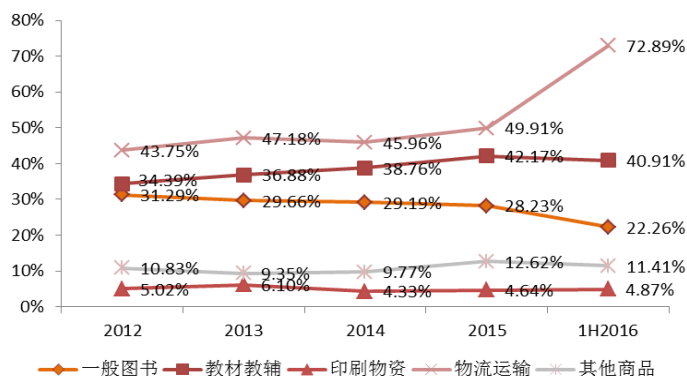
- 利润率稳中有升，教材教辅毛利率保持较高水平。**公司整体毛利率平稳，维持在 37% 左右；净利率稳中有升，2015 年达到 15.47%。分业务来看，毛利率最高的是物流运输业务，享受到近几年物流行业快速发展的红利。贡献最大的图书业务，一般图书毛利率维持在 30% 左右，呈缓慢下滑趋势，而教材教辅则维持在 40% 左右的较高水平。主要原因在于电商冲击及房租等成本上升对一般图书影响较大，而对直接由学校征订的教材教辅影响较小。

图表 6：城市传媒净利率稳中有升



来源：wind，中泰证券研究所

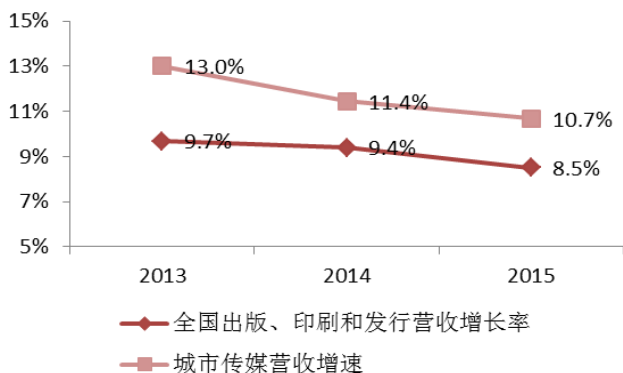
图表 7：教材教辅毛利率保持较高水平



来源：wind，中泰证券研究所

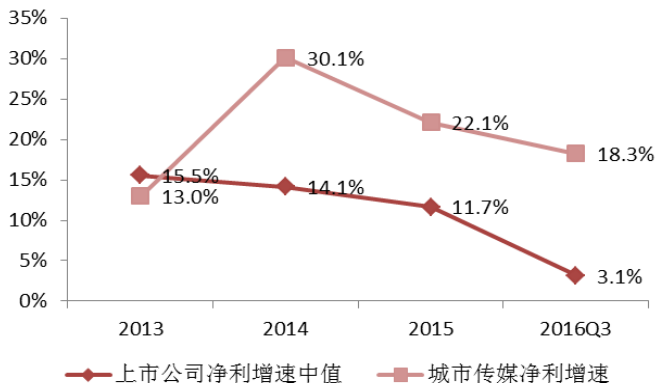
- 基数小，增速高，未来潜力大。**城市传媒是 A 股目前唯一一家市级出版发行公司，相比于省属公司，体量较小，但得益于相对较低的基数及灵活的机制，其营收及净利都保持了高于行业的增速，未来增长潜力依旧较大。

图表 8：城市传媒营收增速高于行业



来源：中国新闻出版广电报，中泰证券研究所

图表 9：城市传媒净利润增速远超上市公司平均水平



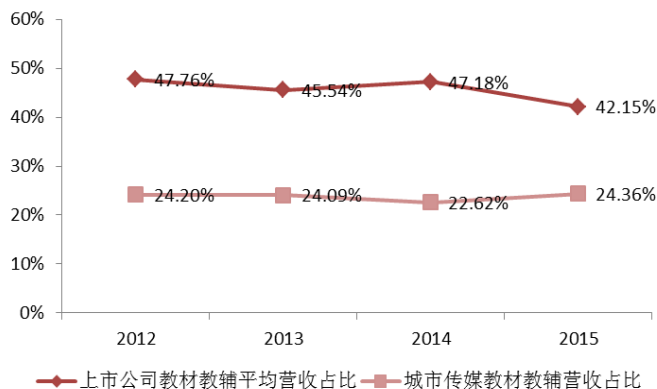
来源：wind，中泰证券研究所

美食生活等品类图书领跑全国，线下书店业态升级

突出特色化与精品化，美食生活等品类图书领跑全国

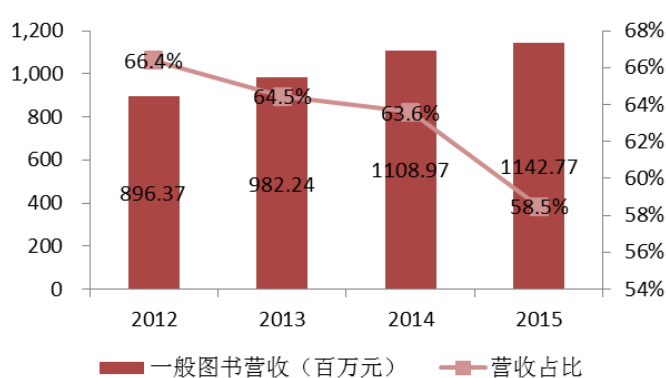
- **相对行业，教材教辅贡献小，一般图书贡献大。**城市传媒相对其他出版发行上市公司，一个明显的特点就是教材教辅贡献相对较小，而一般图书贡献较大。我们认为主要有以下原因：
 - 从全国范围来看，教材教辅大多为省属的发行集团作为主发行渠道。城市传媒为市属出版发行公司，教材教辅发行渠道主要在青岛当地，与省属出版发行公司相比没有优势。
 - 由于体量相对较小，获得资源不如省属及中央出版发行机构，城市传媒要想做大做强需要突出特色与精品。

图表 10：城市传媒教材教辅营收占比小于行业平均



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：城市传媒一般图书营收占比在六成左右



来源：wind，中泰证券研究所

- **突出特色化与精品化，美食生活等品类领跑全国。**根据国家新闻出版广电总局近期发布的《2015 年新闻出版产业分析报告》，公司所属青岛出版社总体经济规模位居全国地方出版社第 5 位。在图书出版行业精致化、小众化、定制化的趋势下，城市传媒专注人文艺术、科技、少儿、教育四大出版方向，坚持精品战略。尤其在生活时尚类图书市场保持全国领先优势，美食图书在 2015 年实现开卷实体店、电商全渠道码洋占有率第 1。

图表 12：城市传媒的优势品类图书

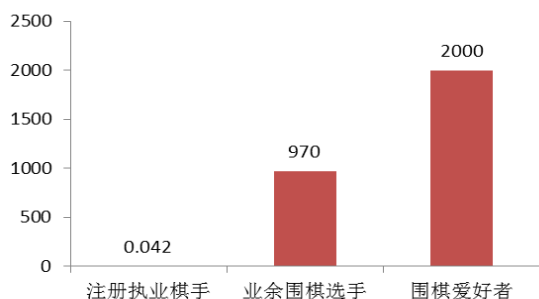
优势品类	简介
高端人文	《冯其庸文集》、《梁晓声文集》、《周国平集》、《中国木版年画》、《山东石刻分类全集》等
生活时尚	美食生活、大众健康、棋牌运动等图书出版连续多年保持全国市场领先优势；并在 2015 年首次实现开卷实体店、电商全渠道码洋占有率第 1。
少儿读物	品牌效应凸显，少儿绘本、儿童文学以及少儿期刊等连续多年来都保持增长的态势，线上销售取得较好业绩。
国际出版	与美国国家地理版权合作的期刊《环球少年地理》，成长为在业内有较大影响的核心少儿期刊；2015 年又签订《LITTLE KIDS》合作意向书；公司引进出版多位日本著名作家的书籍。

来源：中泰证券研究所

充分发挥围棋领域优势，从出版向赛事、培训延伸

- **围棋教育培训发展前景广阔。**目前活跃的学棋人口在 200 万至 300 万，围棋培训市场的产值在 200 到 300 亿元人民币之间。多年发展基础积累，围棋近两年成为 89 所普通高校运动训练专业的招生项目。既有高校的支持，又有广大群众的积极参与，再加上“阿尔法狗”人机大战引发的广泛关注，围棋培训项目将来会有非常大的发展空间。以韩国为例，韩国棋院称，在人机大战过去一周内全国有超过 10 万学生报名学习围棋。

图表 13: 2015 年围棋人口情况 (单位: 万人)



来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

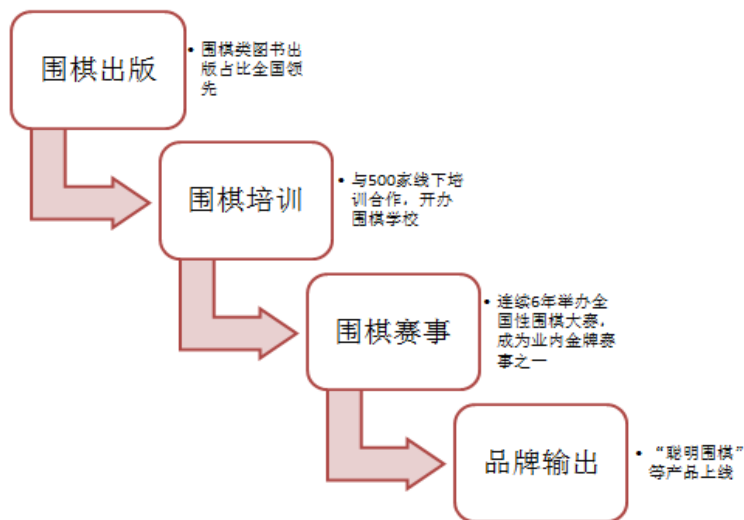
图表 14: 围棋教育市场空间预估

2016 年市场规模	
学生数量	200 万-300 万
假设: 每月上课次数	4 次
每次课时长	1.5 小时
每小时学费	100 元/每小时
每个学生单月培训学费	600 元/月
市场规模=学生人数*单人消费	约 200-250 亿/年

来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

- **公司在围棋类图书出版占比在全国名列前茅，逐步向其他领域延伸：**
 - 1) 连续 6 年举办全国性围棋大赛，拥有广泛的影响力。2) 与 500 家线下培训合作，开办围棋学校。3) 下一步还将继续整合产业资源，“聪明围棋”等产品上线，实现出版、培训、赛事等业务的品牌化输出。4) “青岛出版杯全国业余围棋大赛”已成为业内金牌赛事之一。
 - 围棋类专业图书的出版市场尽管小众，但是仍然具有发展空间。公司通过上述的线下教育、相关赛事运营等业务布局，将借助原有优势，在专业细分领域继续发力，保持领先地位。

图表 15: 围棋从出版向赛事、培训等领域延伸



来源: 中泰证券研究所

线下渠道升级，主题书店深度布局

- 城市传媒拥有青岛市的新华书店线下门店，目前正在积极推进改造升级。省内首家 24 小时书店“明阅岛”以“诗意重构”为主题进行改造，有效拉动书城聚客力。“BCmix 美食书店”，已在业内形成一定知名度。在高校设置的“BC 创业者咖啡”、在居民聚集小区筹划的“BC 理想书店”、“BC 无名书舍”项目等均在稳步推进，初步形成连锁发展势头。

图表 16：青岛书城内景



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 17：山东首家 24 小时书店“明阅岛”



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 借鉴诚品书店，特色化经营，差异化定位。诚品书店 1989 年由台北仁爱路圆环创办第一家开始，以人文、艺术、创意、生活为初衷，发展为今日以文化创意为核心的复合式经营模式。
 - 诚品的发展策略打破了传统书店的经营模式。先由品牌奠定成功基础，再带动商场、书店与零售的“复合式经营”，使书店成为包罗书店、画廊、花店、商场、餐饮的复合组织。
 - 诚品将书店定义为多元的、动态的文化事业。除了以精致优雅的阅读空间规划、精心陈设展现阅读价值外，更长期举办各项演讲、座谈、表演与展览等延伸阅读活动，每年至少举办 4500 场演讲与展览，范畴遍及文学、戏剧、环保、舞蹈与美术，开创了书店与读者各种对话的可能。
 - 书种的组合更是诚品的经营特色。“诚品畅销榜”定期向读者推荐一些有点冷门的好书，即使已在书架上睡上 3 个月的书也不把它送入仓库，这就是诚品与传统书店的差异，并被爱书者称道。事实上，这种看似逆势操作的手法，在诚品悉心规划下，一些冷门书往往也大爆冷门，销售奇佳。

图表 18: 诚品书店发展史

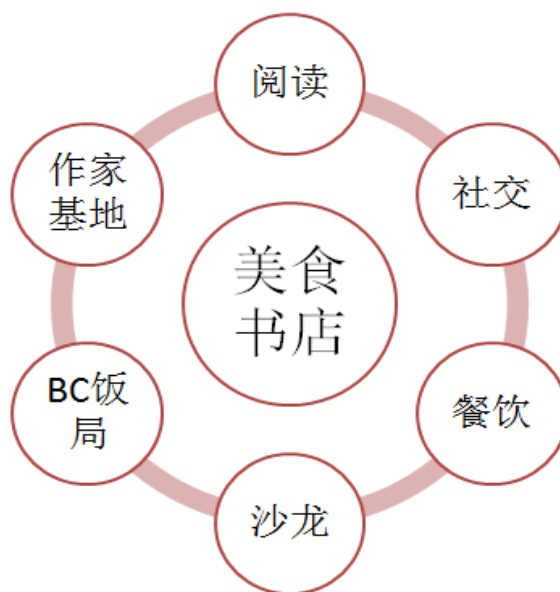


来源：诚品官网，中泰证券研究所

美食书店成未来新看点，有望与当当合作构筑线上线下新业态

- 美食书店有望成为未来新看点，融合阅读、美食、社交等多重元素，寻求轻资产连锁化管理输出。全国首家美食书店 BC MIX 于 2016 年 3 月在青岛正式开业，300 平方米的空间内，艺文阅读、手作美食、不插电咖啡、陈年黑胶和新影像五种元素混合。有超过 10000 种图书，其中经典美食类图书是书店的招牌特色。目前青岛已建成两家美食书店，正在筹备第三家，2017 年有望在全国新建 4-5 家。

图表 19: 美食书店集合阅读、餐饮、社交等多重元素



来源：中泰证券研究所

➤ 青岛出版社的美食图书领跑全国图书市场，“巧厨娘”等品牌价值不断提升。

(1) 从 2008 年起位居“开卷”美食类图书排行榜第一位，市场占有率常年保持在 13% 以上，2015 年首次实现开卷实体店、电商全渠道码洋占有率第 1。

(2) 最近 5 年全国美食类单册销售第一的畅销书均由青岛出版社打造。其中“巧厨娘”品牌自 2011 年 5 月诞生以来，已推出三季共 61 种美食图书，衍生的图书印数累计超 200 万册，销售码洋逾 4000 万。“巧厨娘”、“小小厨娘”已通过商标注册保护，品牌价值不断提升。

(3) 以美食出版物为核心的生活时尚出版板块，内容更加丰富，每年销售额均过亿元，引领生活时尚出版新趋势。

图表 20：“巧厨娘”系列图书品类丰富



来源：中泰证券研究所

图表 21：“巧厨娘”系列市场评价较高



来源：豆瓣读书，中泰证券研究所

➤ 云集众多美食达人，作者队伍资源丰富，保证城市传媒美食类出版选题的深度和广度。

(1) 公司众多美食业界的明星作者和美食达人资源，其中既有世界美酒美食评委会的专家、中国烹饪协会名厨专业委员会的大师以及各类烹饪学校的专业老师，也有美食网红大 V，如圆猪猪、子瑜妈妈、Candey、Nicole、Tony 美食小屋等等，更凭借公司的品牌优势和产品优势，吸引到了业内资深专家大咖，如蔡澜、董克平、王森、屈浩、牛国平、张怒玉、顾奎琴等。

(2) 既有经典《中华饮食文库》“百名烹饪大师”、“异域风”、“名酒名庄”、“中华佛斋”等系列选题，又有简单易学的《家常菜谱》、《家常面点》、《妙手烘焙》、《一城一味》等引领市场，还有《家常酒菜》等名家大师表达美食生活态度的人文小品。题材多样，可吸引不同需求的读者。

➤ 将推出众多线下活动，积聚人气。

(1) BC MIX 推出“BC 饭局”，邀请名人名家与粉丝共同参与饭局，打造高水准的社交沙龙；

(2) BC MIX 也将成为城市传媒签约作家的基地，定期举办粉丝见面会，特别是美食类图书大咖的讲演会、美食品鉴会。著名美食家、香港著名电影人、作家，有着“香港第一玩家”之称的蔡澜等已作为特邀嘉宾莅临书店。未来不排除推出相关的影视节目。

图表 22：全国首家美食书店“BC MIX”



来源：中泰证券研究所

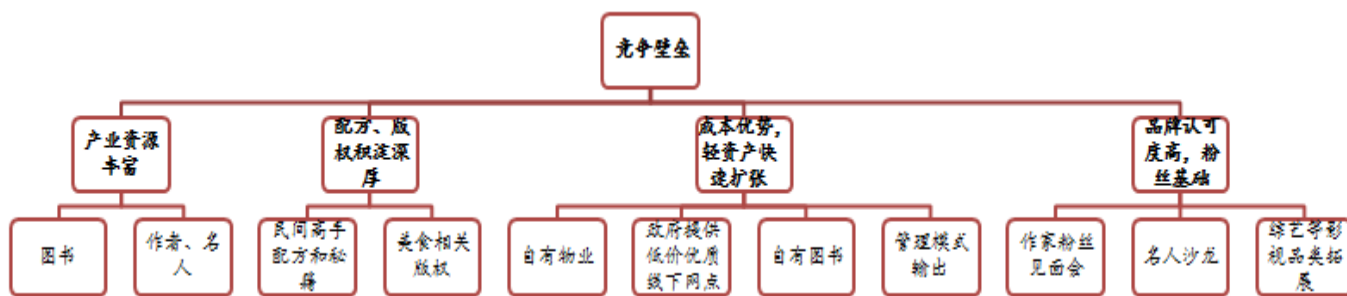
图表 23：著名美食家、作家蔡澜有望成为特邀嘉宾



来源：中泰证券研究所

- **多重优势构筑强大竞争壁垒，独特性强难以模仿。**BC MIX 经营模式不同与单纯意义上的美食餐厅，独特性强，很难模仿。美食书店是集团产业链落地到现实空间的一环。
 - **美食产业资源丰富。**BC MIX 美食书店是公司依托美食类图书出版市场份额第一的巨大优势，结合优秀作家资源设立的，将当代阅读与美食生活方式有机融合。
 - **配方与版权积淀深厚。**店内美食源于民间高手的配方和秘籍，不同于一般的美食餐厅，BC MIX 拥有优质版权资产支撑，将美食与阅读完美结合，美食+图书的创新形式，相辅相成。
 - **成本低廉，轻资产管理输出，可实现快速扩张。**公司拥有众多新华书店等线下自有物业，不需要承担高昂的租金成本，同时多地政府认可这一兼顾经济效益与社会效益的新文化形态，愿意提供底价优质的线下网点。店内图书多为自有图书，成本较低。
 - **品牌认可度高，有强大的美食达人与粉丝基础。**公司品牌认可度高，未来会推出诸如作家与粉丝见面会、与美食达人一同进餐等线下活动，后面不排除进一步打造综艺等影视类节目，增加人气及盈利点。

图表 24：美食书店拥有较高的竞争壁垒



来源：中泰证券研究所

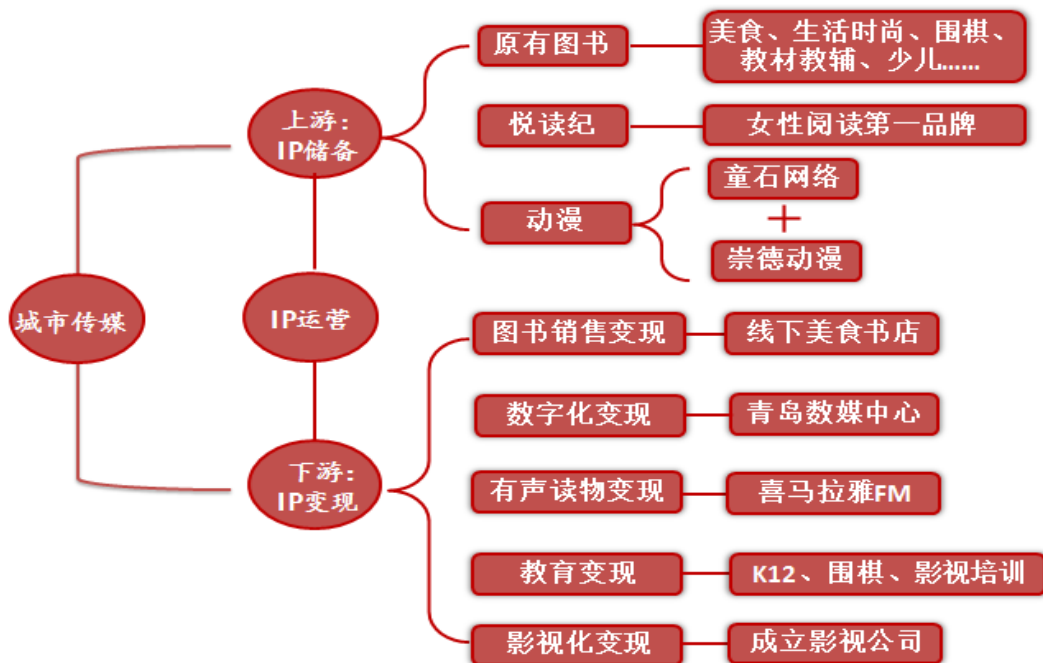
- **与当当新视野达成合作，充分发挥各自优势，构筑线上线下新业态。**城市传媒与当当网子公司当当新视野达成合作，共同建设上百家线下书店。盈利按比例分成，同时书店将更具互联网元素，未来有望推出新型业态，打通线上线下，改变顾客体验方式。

瞄准 IP 运营，影视布局天时地利人和

瞄准 IP 运营开发，全产业链特色化布局

- **上游布局 IP 储备，把握源头。**除了公司原有的丰富图书 IP 储备，公司还投资悦读纪，拓展女性文学 IP；入股新三板动漫公司——童石网络，拓展动漫 IP 储备。
- **下游拓宽变现渠道，丰富变现方式。**公司原有变现方式主要为纸质图书的销售，上市后公司利用资本优势，紧跟时代步伐，多维度变现。
 - 图书销售变现：升级传统线下终端，打造主题书店等线下综合体；
 - 影视化变现：成立影视公司；
 - 有声读物变现：投资合作喜马拉雅；
 - 教育变现：布局 K12、围棋培训、影视艺术培训。

图表 25：城市传媒全产业链布局 IP 运营



来源：中泰证券研究所

收购悦读纪 51%股权，拓展文学 IP 储备

- **精耕女性阅读，最有影响力的专业出版品牌之一。**2015 年 9 月，公司全资子公司青岛出版传媒有限公司以现金 5039 万元收购西藏悦读纪文化传媒有限公司 51%的股权。悦读纪成立于 2006 年，精耕女性阅读市场，是国内首个女性阅读专业出版品牌。大力发展职场励志、散文随笔等销售周期长、综合成本低、市场前景好的图书品种，打造过多部畅销图书作品，包括《何以笙箫默》、《步步惊心》、《致我们终将逝去的青春》等现象级 IP 题材，《不念过去 不畏将来》一书累计发行已超过 100 万册，超过百部文学作品实现境外输出，二十余部作品实现影视剧剧本改编，已成为国内最有影响力的专业出版品牌之一。

图表 26: 悦读纪部分影视化作品



来源: 百度图片, 中泰证券研究所

- 悦读纪在女性阅读出版细分领域处于领先地位, 具备持续盈利能力。收购悦读纪有助于巩固提升公司在图书出版主业、IP 资产运营、影视剧作品开发等方面的竞争优势, 快速实现向数字出版, 及热门 IP 资源开发转型, 公司的资产质量、业务规模和盈利能力将得到一定提升。

图表 27: 悦读纪部分代表作品及作家

出版的经典作品			部分签约作者
何以笙箫默	少年丞相世外客	法老的宠妃	辛夷坞
步步惊心	歌尽桃花	法老的宠妃终结篇	桐华
致我们终将逝去的青春	醉玲珑	寻找前世之旅	金子
蔓蔓青萝	大漠谣	秀丽江山	桩桩
浮世浮城	皇家幼儿园	兰陵缭乱	悠世
微微一笑很倾城	扶摇皇后	独步天下	姬流觞
杉杉来吃	11 处特工皇妃	千秋素光同	人海中
再生缘: 我的温柔暴君	阿麦从军	翻译官	小佚
非我倾城: 王爷要休妃	媚公卿	钱多多嫁人记	木梵
山月不知心底事	宸宫	妃子血	玄色

来源: 悦读纪官网, 中泰证券研究所

- 悦读纪 2015 年实现营收 9188.80 万元, 净利润 1493.45 万元, 完成业绩对赌。2016 年完成业绩对赌概率较大。

图表 28: 悦读纪两年业绩承诺情况

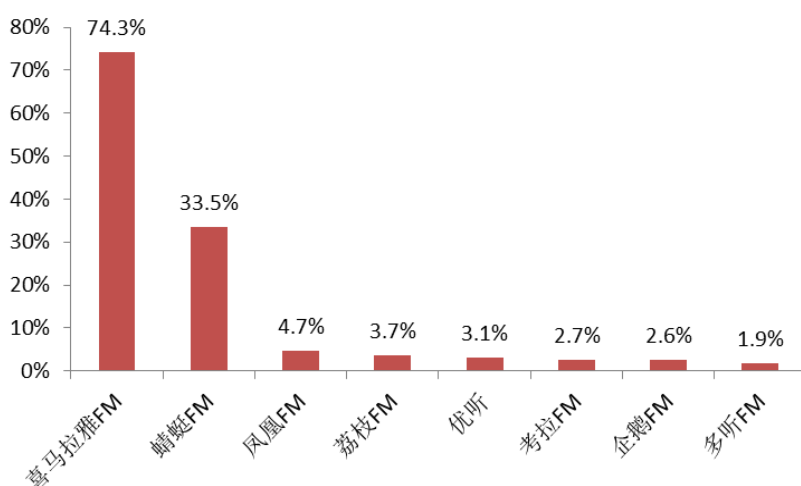
	2015 年	2016 年
承诺实现的净利润数	不低于 1400 万元	不低于 1609 万元
利润补偿期内悦读纪每年实际实现的净利润数 不低于上述约定的承诺实现的净利润数。否则, 侯开以现金方式每年向出版传媒 进行业绩补偿		
自协议生效年度起, 出版传媒同意悦读纪每年净利润增长超过 30%, 超过部分按照一定比例奖励管理团队。如侯开不再为公司提供实质上的任职服务, 奖励约定取消; 侯开同意在悦读纪的服务期限不少于 5 年。		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

拓展变现渠道：投资合作喜马拉雅，打造青岛数媒中心（青岛城市传媒广场）

- 投资合作喜马拉雅，共同开拓有声出版市场：公司于 2016 年上半年以 6000 万元参与喜马拉雅 C 轮融资，持股 1.45%。喜马拉雅是国内领先的移动电台，截止 2016 年 10 月，用户激活量突破 3 亿，认证主播数量超过 10 万，入驻媒体超过 200 家，市场占有率则达到了 70%。公司美食生活、少儿出版等优势版权资源，与喜马拉雅共同开拓有声出版市场，拓展变现渠道。

图表 29：2016 年 3 月国内主流移动电台日活用户渗透率



来源：易观智库，中泰证券研究所

- 公司投资 7.9 亿打造青岛数媒中心，提供城市文化消费体验场所，数字化方向前进。城市传媒在国家级西海岸新区开工建设的“青岛数媒中心”即“青岛城市传媒广场”，将成为青岛最大的城市文化综合体，将由主力书店、大型儿童培训机构、数字化娱乐设施、卡通动漫馆、主题餐厅、艺术展览等业态组成。目前已完成主要商户招商程序，将尽快试运营，提供社区化、个性化、定制化、体验化的文化服务，使之成为所在地区居民文化消费和社会休闲的重要场所与地标性建筑。

图表 30：城市传媒广场将成为青岛最大的城市文化综合体



来源：公司官网，中泰证券研究所

影视布局天时地利人和，有望成为未来最大亮点

- **成立影视公司，初期以参与投资为主。**2016 年，公司出资 1 亿元设立全资子公司青岛城市传媒影视文化有限公司，增加影视文化业务板块。依托悦读纪丰富的 IP 资源和自身出版所积累的版权资源，通过成立影视公司，打通上下游产业，实现多元化经营。我们认为在影视业务发展初期，公司将主要以参投为主，积累经验后，逐步向制作等领域渗透。城市传媒曾参与投资电影《九层妖塔》和《我们的十年》。
- **天时：政策支持，影视行业蓬勃发展，未来仍有增长空间。**影视行业蓬勃发展，对于公司这样的版权企业，设立影视公司是 IP 资产变现的好选择。同时，IP 的保护及储备被日渐重视，公司依托自身的版权资源优势，乘着影视的东风快速发展。从出版向影视延伸，并通过设立影视基金、发展影视培训、改编或投资制作影视作品等业务，打造新的业务增长极，提高盈利能力未来可期。

图表 31：相关部门大力支持青岛影视行业发展

日期	部门/单位	事项	简介
2016年 3月	中国电影制片人协会	国家电影交易中心	全部运营内容预计年综合收入约为 4.8 亿元，可实现营业利税约 1 亿元，入驻企业年产值预计将超过 20 亿元，吸纳吸引高素质人才约 12000 人，带动综合就业将达到 16000 人。
2015年 9月	青岛市政府国资委	成立西海岸新区影视业行业协会	23 家影视企业共同发起成立。
2014年 10月	青岛市人民政府办公厅	《关于促进影视产业发展的若干意见》	一.设立我市市影视产业发展基金，基金规模为每年 10 亿元。 二.支持重点影视企业发展。 三.鼓励金融机构推出影视产业信贷产品。 四.建立影视企业贷款风险补偿机制。 五.支持影视企业上市融资。
2013年 5月	青岛市人民政府办公厅	《青岛市促进文化创意产业发展若干政策》 《青岛市文艺精品项目扶持奖励管理办法》 《青岛市文化人才培养和引进计划》	奖励扶持文化创意等相关项目。
2012年 8月	山东省文博会	青岛华龙三冠影视基地	主要涉及影视拍摄基地开发、经营；影视设备租赁等相关项目。
2012年 1月	青岛市政府	《关于推进文化青岛建设打造文化强市的意见》	规划建设现代传媒文化广场，兼具信息传播、影视制作等多项功能。

来源：中泰证券研究所

- **地利：具有区域资源及竞争优势，东方影都落地青岛，将吸引众多优质项目。**公司地处青岛，是青岛市唯一一家传媒上市公司，具有区域竞争优势，有政府资源支持。同时，万达集团 2013 年投资 500 亿元在青岛建设全球投资规模最大的影视产业基地“青岛东方影都”，还有北京电影学院青岛分校，影视人才与影视基地配套完善，协同发展，吸引更多的优质项目落地青岛。

 - 万达集团在青岛投资 500 亿元建设的东方影都是全球投资规模最大的影视产业基地，占地 376 万平方米，于 2013 年 9 月在青岛开工，预计 2017 年 6 月全部项目建成开业。
 - 万达已与多家全球影视巨头和艺人经纪公司达成初步协议，每年将有 30 部左右外国电影在青岛东方影都拍摄制作。同时，东方影都还计划引进 50 家以上的国内影视制作公司，确保每年不少于 100 部国产影视作品在此拍摄制作。《长城》、《环太平洋 2》等多部大片在东方影都拍摄。

图表 32：青岛东方影都



来源：中泰证券研究所

- **人和：引入成熟团队操刀，储备影视人才。**公司引入业内优质、成熟制作团队，操刀未来影视项目摄制。同时公司获得北影授权，开办影视人才艺术培训机构，成为北京电影学院在山东省唯一授权的影视人才艺术培训机构，将源源不断为公司输送优质人才。

图表 33：天时地利人和助力影视业务发展



来源：中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设与盈利预测

- 根据公司现有业务，我们给出以下核心假设：
 - 假设一：相关行业不发生重大政策变化；
 - 假设二：原有业务经营状况稳定，新业务表现良好。
- 我们预测城市传媒 2016-2018 年实现收入分别为 18.12 亿元、20.52 亿元、23.09 亿元，同比增长 17.74%、13.27%、12.53%；实现归母净利润 2.80 亿元、3.18 亿元、3.53 亿元，同比增长 20.15%、13.33%、11.12%；对应 2016-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.50 元。

估值与投资建议

- 根据公司当前股价，对应 2016-2018 年 PE 分别为 29.05 倍、25.64 倍、23.07 倍。目前公司 2017 年对应 PE 低于行业可比公司的平均值，考虑到公司机制相对灵活，未来线上线下的新业态以及在影视行业发展值得期待，适当给予高于行业均值的估值溢价，目标价 13.32 元，对应 2017 年 29.6 倍 PE。首次覆盖予以增持评级。

图表 34：可比公司估值情况（截止 2017 年 3 月 7 日）

证券代码	证券简称	总股本（亿）	总市值（亿）	收盘价（元）	EPS			PE	
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E
601928	凤凰传媒	25.45	270.78	10.64	0.50	0.55	0.60	21.25	19.35
601999	出版传媒	5.51	63.36	11.50	0.21	0.25	0.27	55.00	46.94
600551	时代出版	5.06	102.78	20.32	0.90	1.00	1.13	22.53	20.38
600757	长江传媒	12.14	105.83	8.72	0.44	0.52	0.64	19.98	16.61
601801	皖新传媒	19.89	385.51	19.38	0.46	0.54	2.95	42.18	36.10
600373	中文传媒	13.78	302.60	21.96	1.01	1.25	1.52	21.80	17.63
平均 PE								30.46	26.17

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- 出版行业不景气。出版行业可能受到新媒体等多因素冲击，导致行业整体低迷。
- 公司经营风险。公司上市后利用募投资金扩展业务，带来相关的管理问题、人才不足等问题。
- 转型升级不达预期。公司的发展会根据具体的情况进行调整，存在不确定性。
- 市场风险偏好下行风险。现阶段，A 股市场分歧较大，风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 35: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,816	1,390	1,539	1,812	2,052	2,309
增长率	-5.36%	-23.4%	10.7%	17.7%	13.3%	12.5%
营业成本	-1,636	-876	-965	-1,145	-1,309	-1,475
% 销售收入	90.1%	63.0%	62.7%	63.2%	63.8%	63.9%
毛利	181	515	574	667	743	834
% 销售收入	9.9%	37.0%	37.3%	36.8%	36.2%	36.1%
营业税金及附加	-9	-9	-8	-9	-10	-12
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-106	-176	-190	-199	-213	-240
% 销售收入	5.8%	12.7%	12.4%	11.0%	10.4%	10.4%
管理费用	-134	-154	-173	-181	-205	-231
% 销售收入	7.4%	11.1%	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	-68	175	203	278	314	351
% 销售收入	-3.8%	12.6%	13.2%	15.3%	15.3%	15.2%
财务费用	-50	-1	2	0	0	0
% 销售收入	2.7%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-6	-18	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	-1	0	0
投资收益	4	0	4	0	0	0
% 税前利润	15.3%	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-122	156	203	277	314	351
营业利润率	-6.7%	11.3%	13.2%	15.3%	15.3%	15.2%
营业外收支	149	44	37	13	15	15
税前利润	27	201	239	290	329	366
利润率	1.5%	14.4%	15.6%	16.0%	16.0%	15.9%
所得税	-9	-6	-1	-2	-3	-3
所得税率	34.6%	2.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
净利润	18	195	238	288	326	364
少数股东损益	0	0	5	7	9	11
归属于母公司的净利润	24	195	233	280	318	353
净利率	1.3%	14.0%	15.2%	15.5%	15.5%	15.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	584	650	1,208	1,504	1,692	1,993
应收款项	402	163	188	205	232	261
存货	168	163	231	233	267	300
其他流动资产	67	42	82	88	93	98
流动资产	1,221	1,018	1,709	2,029	2,283	2,652
% 总资产	43.4%	54.9%	64.9%	67.9%	68.2%	69.5%
长期投资	59	47	57	59	59	59
固定资产	984	313	370	429	534	634
% 总资产	35.0%	16.9%	14.0%	14.4%	16.0%	16.6%
无形资产	433	454	473	446	446	446
非流动资产	1,592	835	923	958	1,063	1,163
% 总资产	56.6%	45.1%	35.1%	32.1%	31.8%	30.5%
资产总计	2,813	1,852	2,633	2,987	3,346	3,816
短期借款	719	46	36	3	3	3
应付款项	720	503	604	699	797	898
其他流动负债	84	16	29	105	39	44
流动负债	1,523	565	669	806	839	944
长期贷款	0	6	3	3	3	3
其他长期负债	100	3	13	13	13	13
负债	1,623	574	685	822	854	960
普通股股东权益	1,073	1,279	1,915	2,126	2,443	2,796
少数股东权益	117	0	33	40	49	59
负债股东权益合计	2,813	1,852	2,633	2,987	3,346	3,816

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.061	0.861	0.332	0.399	0.452	0.503
每股净资产 (元)	2.712	5.644	2.728	3.027	3.480	3.983
每股经营现金净流 (元)	0.837	0.812	0.415	0.532	0.532	0.593
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.26%	15.25%	12.18%	13.19%	13.00%	12.62%
总资产收益率	0.86%	10.54%	8.86%	9.38%	9.49%	9.25%
投入资本收益率	-3.57%	26.89%	27.95%	45.22%	41.69%	43.06%
增长率						
营业总收入增长率	-5.36%	-23.45%	10.68%	17.74%	13.27%	12.53%
EBIT 增长率	59.91%	357.39%	15.70%	36.82%	13.12%	11.90%
净利润增长率	109.51%	702.81%	19.66%	20.15%	13.33%	11.12%
总资产增长率	2.60%	-34.23%	42.35%	13.48%	12.01%	14.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.1	33.0	33.8	33.8	33.8	33.8
存货周转天数	43.0	69.0	74.6	74.3	74.3	74.3
应付账款周转天数	70.5	115.4	96.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	192.2	158.0	66.3	54.0	49.7	49.3
偿债能力						
净负债/股东权益	9.81%	-46.76%	-60.03%	-69.16%	-67.66%	-69.59%
EBIT 利息保障倍数	-1.4	252.3	-101.6	—	—	—
资产负债率	57.68%	30.85%	26.00%	27.51%	25.53%	25.16%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	18	195	238	288	326	364
少数股东损益	0	0	0	7	9	11
非现金支出	136	58	44	22	25	30
非经营收益	44	9	-1	-12	-15	-15
营运资金变动	134	-78	10	76	37	38
经营活动现金净流	331	184	291	381	382	427
资本开支	-20	24	79	43	115	115
投资	0	0	-64	-2	0	0
其他	69	0	8	-1	0	0
投资活动现金净流	88	-24	-135	-45	-115	-115
股权募资	0	0	415	0	0	0
债权募资	-150	-6	-13	-33	0	0
其他	-51	-1	-15	0	-70	0
筹资活动现金净流	-201	-7	388	-33	-70	0
现金净流量	218	154	544	303	197	312

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。