

浙报传媒 (600633)

强烈推荐

行业：平面媒体

出售新闻资产，传媒国改先锋轻装上阵构建互联网版图

公司近日发布重大资产出售暨关联交易预案，明确了拟向控股股东浙报控股出售包括 16 家报刊和浙江在线门户网站等 21 家子公司股权。21 家标的公司股权评估值为 199,671 万元，以现金作为支付对价。

点评：

- ◇ **出售新闻资产，聚焦互联网业务，有利于提升估值水平，也为新兴业务发展获取丰厚的资金支持。**由于纸媒受新媒体冲击严重，广告发行印刷业务承压，行业估值水平较低，出售新闻传媒资产而聚焦于更具成长性的互联网新兴业务，有助于整体估值水平的提升。此次出售资产将获得近 20 亿的资金，有利于公司继续依托国有控股股东背景和资源，充分利用资本平台，寻找优质资产，拓展互联网业务范围。
- ◇ **文化国企改革先锋，持续释放活力。**浙报传媒是最早进入资本市场的党报，对政策风向的判断力、改革执行力处于行业前列：2011 年借壳上市，业内最先进行采编与经营改革；2013 年公司收购边锋和浩方，率先向新媒体转型；2016 年又定增发发力大数据业务。此次剥离传统业务，是对十八大以来提出的关于推进国有文化企业分类管理的要求的积极响应。由于报刊资产的监管相对于其他传媒资产更为严格，此类资产置出有助于上市公司其他资产释放更多活力，赋予更大的发展空间。
- ◇ **数字娱乐+大数据业务+文化产业投资构筑互联网文化版图。**1) 数字娱乐：边锋和浩方的棋牌桌游等业务稳定发展的基础上，一方面形成了覆盖直播平台、赛事举办、网吧渠道、游戏研发的电竞全产业链布局；另一方面，游戏基础上，通过投资拓展到了互联网文学、影视制作（唐人影视）等领域，有助于 IP 一体化运营。2) 大数据：20 亿大数据中心定增项目落地，作为浙江省的传媒国企，有当地政策支持的区位优势、丰富的用户数据储备等先发优势，未来将以大数据交易中心+互联网数据中心+大数据创客中心+大数据产业基金四位一体的方式，为公司创造新的盈利增长点。3) 文化投资：东方星空向 FOF 转型，提升国资运营效率；主要储备项目包括华数传媒 3.27% 的股权（约 8.2 亿元）、已挂牌新三板的缔安科技、铁血科技、东方嘉禾，已获准挂牌的唐人影视，筹备新三板挂牌的爱阅读、海誉动想，以及龙渊网络、杰拉网咖、上海起凡、在线途游、百分点、安恒信息、信柏科技、百融金服等项目。整体的项目储备市值近 10 亿元。
- ◇ **盈利预测及估值：**考虑到 16 年公司持有的华数传媒股权科目变更，影响投资收益 5.7 亿，影响归母净利润 2.5 亿，假设新闻传媒资产出售 17 年完成，游戏类业务及文化产业投资收益保持增长，大数据业务随着交易中心及数据中心建成后逐步投入使用贡献部分收入，暂不考虑未来潜在的处置

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 24.42

当前股价： 17.44

评级调整： 上调

基本资料

总股本(百万股)	1,302
流通股本(百万股)	1,188
总市值(亿元)	227
流通市值(亿元)	207
成交量(百万股)	7.50
成交额(百万元)	131.48

股价表现



相关报告

《浙报传媒-坚定互联网转型战略，多平台+大数据共筑新增长级》2016-11-29

长期股权投资的影响，预计 16-18 年归母净利润为 7.57/6.27/8.01 个亿，考虑到未来大数据业务还将持续释放业绩，给予 17 年 40 倍 PE，则内生业务的合理市值为 251 亿。出售新闻资产（合并口径净利润为 2.2 亿，不扣少数股东损益）虽短期可能影响公司的经营利润，但将使公司获得 20 亿的现金用于互联网资产的投资，按一级市场互联网资产估值 12 倍 PE，二级市场 40 倍 PE 计算，有望撬动 67 亿的市值；则公司中期合理市值为 318 亿，看好公司传媒国改先锋的锐意进取精神以及管理团队超强的执行力推动长期持续做大做强，强烈推荐。

- ✧ **风险提示：**资产剥离进展不顺利风险，游戏业务发展不及预期的风险，大数据项目回收期延长的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3458	2806	1153	1796
收入同比(%)	13%	-19%	-59%	56%
归属母公司净利润	610	757	627	784
净利润同比(%)	18%	24%	-17%	25%
毛利率(%)	42.0%	48.7%	77.0%	64.1%
ROE(%)	14.4%	11.3%	6.9%	8.1%
每股收益(元)	0.47	0.58	0.48	0.60
P/E	37.20	29.99	36.22	28.98
P/B	5.37	3.37	2.48	2.34
EV/EBITDA	22	17	26	22

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、	出售新闻资产，聚焦互联网业务，有利于提升估值水平，并为新兴业务提供充沛的资金	5
1.	出售成长性较低的新闻传媒资产，聚焦互联网新兴产业，有利于提升公司的整体估值水平	5
2.	此次交易将为数字娱乐和大数据业务的发展获取充足的资金支持	6
二、	传媒国改先锋，改革力度与速度超出市场预期	7
三、	以边锋+浩方为核心深度布局电竞及泛娱乐产业	7
1.	游戏业务稳定发展	7
2.	战旗直播+浩方平台+投资标的构筑电竞闭环	8
3.	持续推进泛娱乐布局	10
四、	19.5 亿定增落地，深度布局大数据产业	10
1.	公司具备发展大数据产业的先发优势	10
2.	四位一体打造大数据生态系统，将贡献长期内生增长点	11
五、	文化产业投资：东方星空投资拓展更多可能性	13
1.	东方星空向母基金转型，提升国有资本投资效率	13
2.	文化产业投资平台经过前几年的布局已进入回报期，储备项目预期未来增加投资收益	13
六、	盈利预测以及估值	14
七、	风险提示	14

图目录

图 1 报刊广告收入同比变化.....	6
图 2 浙报传媒广告、发行、印刷业务增长率.....	6
图 3 2013-2016H1 浙报传媒业务构成.....	6
图 4 2013-2015 利润构成.....	6
图 5 边锋和浩方承诺合计净利润与实际对比.....	7
图 6 16 年 7 月游戏直播 APP 活跃人数 (万).....	8
图 7 16 年中国游戏直播前五强 APP 下载量 (万).....	8
图 8 NEST2013-2016 年直播总决赛观看人次.....	9
图 9 NEST2015-2016 年总决赛日均观看人次.....	9
图 10 浙报传媒电竞产业布局.....	10
图 11 浙报传媒泛娱乐布局.....	10
图 12 大数据产业基金结构.....	12

表目录

表 1 浙报传媒拟出售资产及其估值.....	5
表 2 与浙报传媒相关的电子竞技比赛.....	8
表 3 互联网数据中心提供的服务及经营模式.....	11
表 4 数据中心投入预测.....	12
表 5 浙报传媒旗下主要投资标的公司一览.....	14

一、出售新闻资产，聚焦互联网业务，有利于提升估值水平，并为新兴业务提供充沛的资金

2017年2月25日浙报传媒发布了重大资产出售暨关联交易预案，明确了拟向控股股东浙报控股出售21家一级子公司股权（主要是新闻传媒类资产）。此次出售的新闻传媒类标的资产账面价值76,084万元，评估值199,671万元，评估增值率为162%。标的资产的相对估值的市盈率（21家标的公司的总估值249,435万元/标的公司合并口径总净利润21,788万元）为11.45。

表 1 浙报传媒拟出售资产及其估值

序号	标的公司	本次股权 (万元)	持股比例	本次评估值 (万元)	2016年净利润 (万元)
1	浙江日报新闻发展有限公司	56530.71	100.00%	56,530.71	6542.79
2	钱江报系有限公司	68056.63	100.00%	68,056.63	6602.43
3	浙江智慧网络医院管理有限公司	5580.87	100.00%	5,580.87	11.95
4	浙江老年报业有限公司	779.47	100.00%	779.47	-327.33
5	浙江日报报业集团印务有限公司	11738.37	100.00%	11,738.37	931.88
6	浙江九星传媒有限公司	1475.43	100.00%	1,475.43	-61.63
7	浙江在线新闻网站有限公司	9657.91	70.51%	6,809.33	636.81
8	浙江法制报业有限公司	8313.90	51.00%	4,240.09	756.17
9	浙江《美术报》有限公司	4841.51	51.00%	2,469.17	1230.89
10	浙江《江南游报》社有限责任公司	783.31	51.00%	399.49	47.83
11	乐清日报有限公司	13269.18	51.00%	6,767.28	344.31
12	瑞安日报有限公司	4870.37	51.00%	2,483.89	511.92
13	海宁日报有限公司	11086.67	51.00%	5,654.20	456.00
14	诸暨日报有限公司	9803.93	51.00%	5,000.00	1073.42
15	东阳日报有限公司	9435.60	51.00%	4,812.16	1015.15
16	上虞日报有限公司	2558.62	51.00%	1,304.90	272.96
17	绍兴市柯桥日报有限公司	7790.71	51.00%	3,973.26	1171.75
18	永康日报有限公司	16171.92	51.00%	8,247.68	1332.20
19	温岭日报有限公司	2480.49	51.00%	1,265.05	273.94
20	上海高铁旅游服务有限公司	1000.00	51.00%	510.00	-
21	浙江浙商传媒有限公司	3210.24	49.00%	1,573.02	441.54
	估值合计	249,435.84	/	199,671.00	/

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

1. 出售成长性较低的新闻传媒资产，聚焦互联网新兴产业，有利于提升公司的整体估值水平

报刊广告12年以来持续下滑，15年同比下降35.4%。尽管浙报传媒报刊业务全

国名列前茅，拥有 600 万读者，在行业衰退趋势中积极向“新闻+服务”转型广告、发行、印刷业务的同比下跌程度远小于行业水平，但是在全国报纸广告市场最严峻衰退期的大环境下，新闻传媒类资产的估值水平较低（此次出售资产 PE 为 11 倍），互联网新兴业务当前仍处于高速发展的通道估值较高。16 年公司游戏类业务收入占比已经超过 20%，15 年仅杭州边锋及上海浩方两家游戏电竞子公司贡献的利润就达到 4.02 亿元，占公司归母净利润比 45%，占公司扣非后归母净利润超过 90%。而此次出售新闻传媒业务后公司聚焦成长性更大的数字娱乐与大数据业务，成为更为纯正的成长性标的，有利于整体估值水平的提升。

图 1 报刊广告收入同比变化

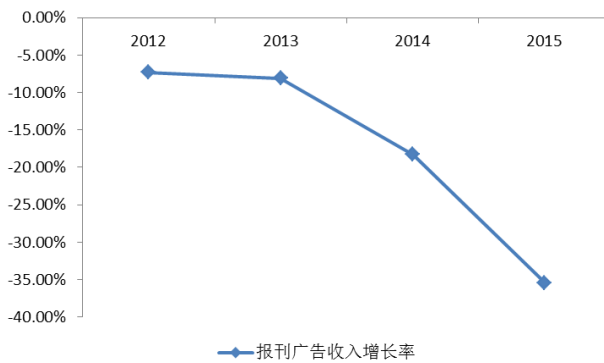
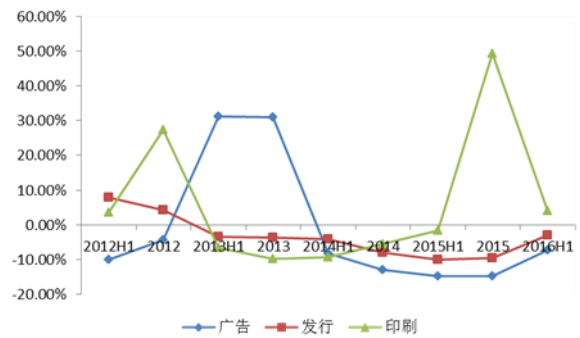


图 2 浙报传媒广告、发行、印刷业务增长率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 2013-2016H1 浙报传媒业务构成

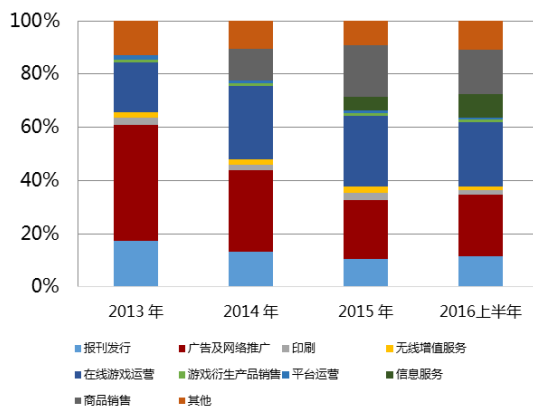
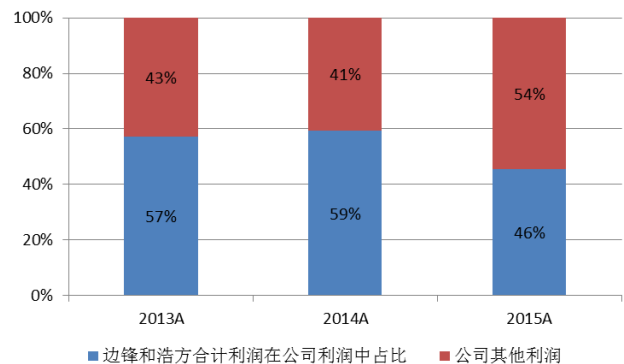


图 4 2013-2015 利润构成



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 此次交易将为数字娱乐和大数据业务的发展获取充足的资金支持

此次出售新闻传媒资产将使公司获得 20 亿的现金，加上前期公司完成的非公开发行募集的 19.5 亿现金，公司届时将有近 40 亿现金在手。以当前国资背景的文化产业基金 1:2-1:3 之间的配置比例估算，公司届时可支配资金近百亿。而公司旗下已有东方星空基金作为运作平台，参照其过往的运作手法和成熟经验，未来预计公司可以运用各种方式进行深度的产业布局。

二、传媒国改先锋，改革力度与速度超出市场预期

作为最早进入资本市场的党报媒体，浙报对于政策风向上明晰的判断力和在资本市场上的运作能力，一直都走在行业前列。

- 2011年9月，浙报传媒借壳白猫股份登陆资本市场，开创了业内“采编经营两分开”媒体经营性资产上市的先河。

- 2013年公司在众多争议下耗资近32亿收购杭州边锋和上海浩方，跨界进军游戏、电竞领域。

- 2016年，公司通过非公开募资19.5亿投建大数据中心，打造下一个盈利增长点。

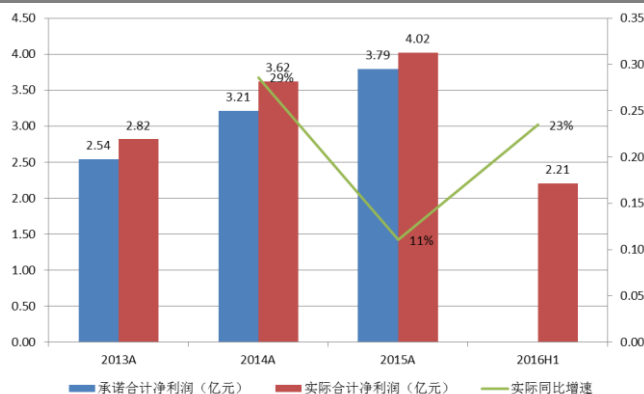
- 2017年，响应十八大《关于深化国有文化企业分类改革的意见》中对不同类型的国有资产进行区别对待、分类改革、分类发展的要求，公司将新闻传媒资产转让给控股股东，专注于新兴互联网业务，此次重组后，浙报传媒将彻底转型为一家以互联网和大数据业务为核心盈利来源的真正意义上的互联网产业集团。由于报刊资产的监管相对于其他传媒资产更为严格，此类资产置出有助于上市公司其他资产释放更多活力，赋予更大的想象空间；转让给控股股东的方式，也有利于重组的顺利推进，此次重组有望再次成为传媒国企转型的标杆。

三、以边锋+浩方为核心深度布局电竞及泛娱乐产业

1. 游戏业务稳定发展

杭州边锋和上海浩方目前已经顺利完成三年承诺利润。杭州边锋在保持棋牌、竞技、桌游三大PC业务稳定经营的基础上，一方面，加速发展移动端业务，已推出手游甜甜萌物语、杭牌全集。另一方面，对棋牌游戏进行延伸开发，推进竞技化。杭州边锋举办了社区双扣大赛等活动，业务不断下沉，并积极筹备浙江省智力运动会、第二届业余棋王大赛。

图 5 边锋和浩方承诺合计净利润与实际对比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 战旗直播+浩方平台+投资标的构筑电竞闭环

■ **直播平台**：战旗直播是浙报传媒于 2014 年 5 月上线的游戏直播平台，旨在构建以游戏媒体为主体，电视媒体、纸面媒体为补充的全媒体覆盖平台。业务包括：（1）游戏和赛事直播：战旗直播凭借国内顶尖赛事 NEST，公司体系内自制 solo 赛（浩方黄金联赛），HTS 联赛、OTS 联赛等大型独家赛事，以及三国杀等特色游戏优势，战旗直播观看流量迅速增长。（2）综艺直播：自制 IP 节目《旗咖秀》《Lying Man》等电竞真人秀综艺直播，通过差异化竞争，破解直播平台大战中遇到的瓶颈。《Lying Man》，第四季总收看人数突破 6000 万，最高同时在线 550 万，并且吸引了众多娱乐圈明星参加。战旗直播荣获“2015 年度最佳游戏直播平台奖”，16 年 7 月游戏直播 APP 活跃人数达 93.2 万人，16 年 APP 下载量 371 万次。

图 6 16 年 7 月游戏直播 APP 活跃人数（万）

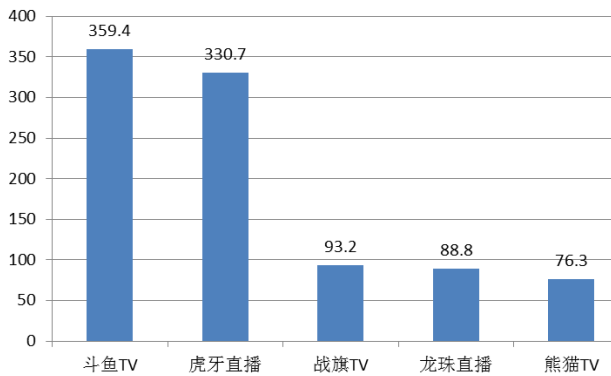
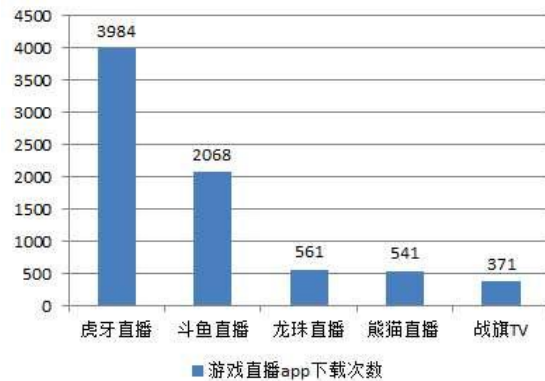


图 7 16 年中国游戏直播前五强 APP 下载量（万）



资料来源：比达咨询、中国中投证券研究总部

资料来源：中商产业研究院、中国中投证券研究总部

■ **电竞赛事**：在上游，浙报传媒及浩方拥有或承办 NEST、SKC、ESUC、ZEG、ZUEL、HFGL 六大涵盖国家级、省级、校际和专业平台电竞赛事 IP，具有流量创造力。其中由国家体育总局体育信息中心主办，公司联合北京华奥星空科技发展有限公司承办的 NEST 全国电子竞技大赛目前市场占有率和品牌影响力位居全国第三方品牌赛事第一。NEST2016 全年赛程累计观看直播超过 1 亿人次，总决赛三天日均观看人次 1600 万以上，总决赛直播同时在线峰值 668 万人。

表 2 与浙报传媒相关的电子竞技比赛

赛事	主办承办方	最高奖金	游戏项目	级别
NEST (全国电子竞技大赛)	国家体育总局体育信息中心主办，上海华奥电竞信息科技、浙报传媒、厦门建发承办	最高 20 万，总计 150 万	英雄联盟、炉石传说、穿越火线、风暴英雄和 FIFA Online3 为主要比赛项目	国家级
SKC (中韩明星对抗赛)	浙江省电子竞技协会主办，浙报传媒、上海浩方在线、湖州	无奖金	CS:GO	国际级

	广播电视总台、杭州智都科技共同承办。			
ESUC (电子竞技联盟杯赛事)	国家体育总局体育信息中心指导,浙江省电子竞技协会、安徽省电子竞技协会、江苏省电子竞技运动协会共同主办,浙报传媒、上海华奥电竞信息科技有限公司、上海浩方承办。	最高 30 万	英雄联盟、风暴英雄、FIFA Online3、炉石传说	国家级
ZEG (浙江省电子竞技大赛)	由浙江省体育局主办,浙报传媒承办	总计 12 万	英雄联盟、Dota2、炉石传说、FIFA Online3	省级
ZUEL (浙江省高校电子竞技联赛)	国家体育总局信息中心、浙江省体育局、浙江日报报业集团联合主办,浙江省电子竞技协会、浙报传媒集团股份有限公司、上海浩方在线信息技术有限公司等单位联合承办	总计 5 万	英雄联盟、DOTA2、炉石传说、FIFA Online3	省级
HFGL (浩方黄金联赛)	浩方平台自主赛事	最高 3 万元	英雄联盟, 皇氏战争	平台自主赛事

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

图 8 NEST2013-2016 年直播总决赛观看人次

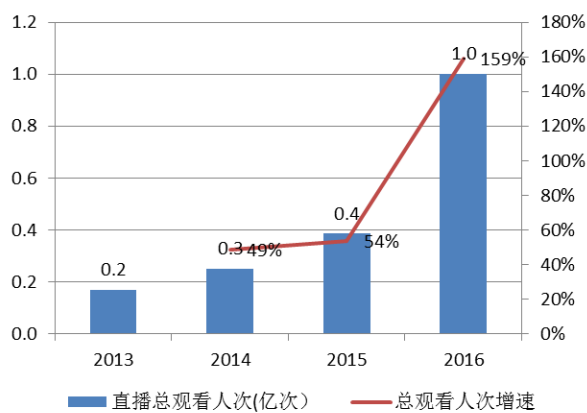
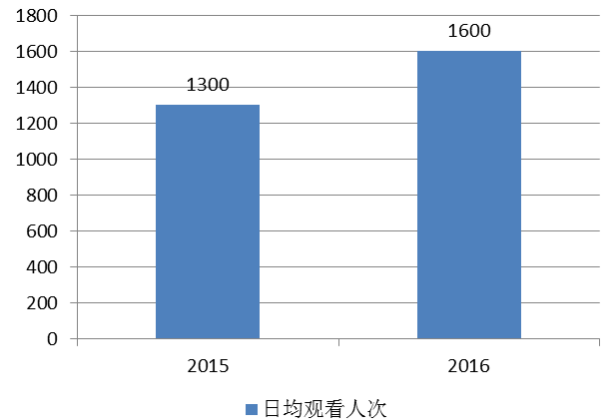


图 9 NEST2015-2016 年总决赛日均观看人次



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

■ **浙报传媒目前覆盖内容生产、渠道发行、线下品牌落地等电竞产业链的多个环节。** NEST、HFGL、ZEG、ZUEL 等四大赛事内容，赛事平台（华奥电竞平台、浩方游戏平台），再到运营推广渠道（移动游戏分发平台海马玩，网吧推广渠道杰拉网咖），还有后端的直播平台战旗直播，浙报传媒基本形成了较完备的电竞产业布局。

图 10 浙报传媒电竞产业布局



资料来源：浙报传媒、中国中投证券研究总部

3. 持续推进泛娱乐布局

16 年上半年公司启动对全资子公司“浙江东彩网络科技有限公司”的业务创新和更名工作，筹建设立“东方星空数字娱乐有限公司”，加快整合统筹公司现有资源，建立以 IP 为核心的全产业链生态。在边锋的基础上，公司向文学、影视等领域拓展，初步形成了泛娱乐的布局。在上游 IP 孵化环节已经投资了爱阅读（数字阅读平台）、魔方书城（文学网站），中游投资了唐人影视（影视制作），下游投资了红鲤鱼院线（线下渠道）等。

图 11 浙报传媒泛娱乐布局



资料来源：浙报传媒、中国中投证券研究总部

四、19.5 亿定增落地，深度布局大数据产业

1. 公司具备发展大数据产业的先发优势

■ **领先的区位与政策优势**：2016 年 2 月，浙江省审议通过《浙江省促进大数据发展实施计划》，提出要把浙江省打造成为全国大数据产业中心，要强化大数据产业基础设施建设，建立完善大数据产业链，构建大数据产业公共服务平台；提出要培育数据交易市场，支持建立数据交易中心，鼓励数据交换和交易，实现数据价值最大

请务必阅读正文之后的免责条款部分

化。到 2020 年底，实现适应大数据发展需要的地方性法规和政策体系基本完善，运用大数据推动经济转型升级的成效全国领先，大数据的标准、技术、平台、安全保障、数据交易等产业发展支撑体系基本健全，大数据产业生态基本形成，建成全国领先的大数据发展和应用中心。

■ **用户数据优势**：公司已形成了拥有 6.6 亿注册用户、5,000 万活跃用户和 3,000 万移动用户的海量用户数据库，具备显著的自有数据资源优势。

■ **前期的技术人才+产业运营经验储备+投资布局形成了良好的基础**。1) 人才储备：2012 年公司就组建数据库业务部，目前已经形成 1000 人的互联网技术人才队伍。2) 产业运营经验储备，数据库业务部成立以来聚焦数据存储管理和计算分析，建立公司用户数据中心和内容数据中心，积累了丰富的产业运营和用户维护经验。3) 投资布局与行业整合经验：至今已投资包括百分点集团（专注数据采集、加工与分析）、随视传媒（专注互联网大数据营销，2013 年在新三板挂牌）、百融金服（专注大数据金融信息服务）、信柏科技（专注消费大数据分析和方案实现）、缔安科技（云应用服务供应商）等，覆盖了云计算、数据分析和大数据现实层运用等领域。

■ **国资背景与公信力优势**：由于云服务、大数据业务涉及到政府、企业核心数据信息储存和管理等重要环节，信息、数据安全和隐私问题日益成为市场选择的重点，公司作为国有控股企业，所依托的国资背景和公信力优势也将有利于在大数据行业占据发展先机。

2. 四位一体打造大数据生态系统，将贡献长期内生增长点

2016 年公司完成了非公开发行工作，募投 19.5 亿元用于互联网数据中心建设项目，并通过自筹资金建立大数据交易中心，打造涵盖大数据交易中心、互联网数据中心、大数据创客中心和大数据产业基金“四位一体”的大数据生态系统。

(1) 互联网数据中心：公司拟投资 219,700 万元（其中使用募集资金 195,000 万元，自筹 24,700 万元），在浙江省内建设领先全国的互联网数据中心。互联网数据中心项目募投项目由浙报传媒全资子公司杭州富春云科技有限公司负责实施，将在杭州富阳建设 6000 个机柜的 IDC 机房，是目前浙江省规模最大数据中心。

互联网数据中心将面向企业客户提供机柜出租、云计算服务、增值服务。机柜租赁、带宽租赁、虚拟服务器租赁和其他服务收入是互联网数据中心的主要收入来源。

表 3 互联网数据中心提供的服务及经营模式

类别	经营模式
机柜出租	公司利用自有 IDC 机房，租用基础运营商的带宽，专门为客户提供主机托管、宽带接入等 IDC 业务，并附加网络安全、网络监测、数据备份、数据恢复、日志分析等增值服务，为客户提供服务器运维管理服务。
云计算服务	公司利用自有服务器，租用基础运营商的带宽，为客户提供虚拟服务器出租等资源型云计算服务以及分布式存储服务、数据库服务、缓存、负载均衡等应用型云计算服务。
增值服务	利用云计算平台，并投入人力资源，利用分布式并行计算、人工智能等技术对源数据进

请务必阅读正文之后的免责条款部分

行计算、分析和挖掘，并将由此产生的信息和知识应用出售给客户获得收入。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

项目投资收益分析：互联网数据中心财务模型计算期为 9 年，公司分批建设分批运营。前 4 年为建设期，每期建设完后 5 年为运营期。经测算，互联网数据中心投资总金额为 219,700 万元，在 9 年计算期内共实现营业收入 618,507 万元，累计实现净利润 189,183 万元，项目财务内部收益率（税后，15%的所得税率）为 18.53%，项目静态回收期（含建设期）为 6.27 年，动态回收期（含建设期）为 7.13 年。

表 4 数据中心投入预测

	第一年	第二年	第三年	第四年	合计
投入资金	12600	65800	75000	66300	219700

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

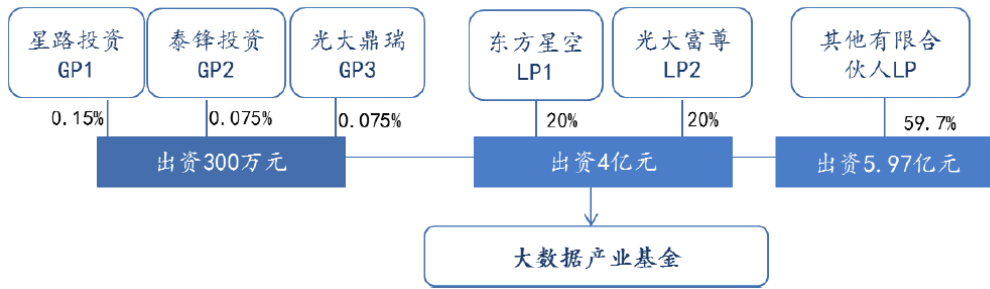
目前，数据中心落户最接近杭州市中心的富阳板块，已经开工进入建设阶段，预计 2017 年底可建成测试并交付第一批机柜。

（2）浙江大数据交易中心：公司自筹资金 1 亿元建设大数据交易中心。16 年 6 月，公司与北京百分点、浙商资本共同投资设立浙江大数据交易中心有限公司（注册资本 1 亿元，公司占 53.2%的股权），负责大数据交易中心项目的建设和实施。大数据交易中心旨在实现省内外媒体、企业的用户数据、内容数据的充分开放和共享。在此基础上获取佣金提成、会员费、数据清洗整合等收入。目前浙江大数据交易中心已落户浙江省桐乡乌镇，交易系统已经正式上线，成功举办了首届大数据交易中心会员大会及大数据流通与应用论坛，正筹备浙江省大数据应用创新大赛。交易中心目前已积累了浙江电信、浙江联通、华数传媒、海康威视、绿城等重量级活跃会员近 150 家。

（3）大数据创客中心：浙报传媒还将打造孵化器模式的大数据创客中心，为大数据产业链布局孵化优质资产。

（4）大数据产业基金：子公司东方星空创业投资有限公司拟出资不低于 2 亿元共同设立星路光大(桐乡)大数据产业基金(筹)，占比不低于 20%。星路投资 0.15%作为管理人参与基金。基金年化收益大于 8%部分，全体投资人根据投资比例获得基金收益的 80%，管理人获得 20%；东方星空旗下的星路投资将按照 50%分享管理费和超额收益。基金将以项目投资为主，通过项目并购后的业务融合，逐步实现大数据全产业链的完整布局。

图 12 大数据产业基金结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

结合自身在媒体渠道、政府资源等领域具备先发优势，大数据有望成为公司长线内生成长支柱之一，也有望与数字娱乐业务的协同发展。云计算将降低游戏平台的运营成本、对游戏用户进行更精准的挖掘，促进文化投资产业的投资效率，公司也能依托其自身数字娱乐业务产生的形成 6.6 亿注册用户及 5000 万活跃用户数据库，形成极为优质的用户和内容资源。

五、文化产业投资：东方星空投资拓展更多可能性

1. 东方星空向母基金转型，提升国有资本投资效率

浙报传媒旗下东方星空一直以来围绕文化产业领域就投资布局，涉及领域包括影视、娱乐、信息和大数据等。2016 年，公司借鉴浙江省内外国有资本投资管理创新的经验，启动并完成了下属投资公司东方星空向母基金的转型工作，在创新体制机制的同时保持了对东方星空的控制，进一步提升了国有资本投资效率，资本运作步伐进一步加快。运营情况：已发起并管理的基金有杭州新线投资合伙企业（有限合伙）、杭州星焕投资合伙企业（有限合伙）及人民浙报永柏（杭州）股权投资合伙企业（有限合伙），管理资金规模超 4 亿元。

2. 文化产业投资平台经过前几年的布局已进入回报期，储备项目预期

未来增加投资收益

15 年公司投资收益高达 4.18 亿，受减持华数传媒、随视传媒影响较大。公司目前主要的持股包括华数传媒 3.27% 的股权（约 8.2 亿元）、已挂牌新三板的缔安科技、铁血科技、东方嘉禾，已获准挂牌的唐人影视，筹备新三板挂牌的爱阅读、海誉动想，以及龙渊网络、杰拉网咖、上海起凡、在线途游；百分点、安恒信息、信柏科技、百融金服等项目。整体的项目储备市值近 10 亿元。

16 年东方星空对华数传媒股权投资的会计核算由“长期股权投资”转换为“可供出售金融资产”，合计影响投资收益金额为 5.7 亿元，影响当期归属于母公司的净利润金额为 2.5 亿元。

表 5 浙报传媒旗下主要投资标的公司一览

标的	市值(亿)	股权比例	主营业务	备注
华数传媒	254	3.27%	公司拥有全国最大的数字化节目内容媒体资源库，是全国最大的互动电视内容提供商、全国最大的 3G 手机电视内容提供商，是杭州有线数字电视网络运营平台和面向全国的互动电视运营服务主平台。	已上市。
随视传媒	1.64	2.25%	发展视频管理、匹配、跨视频系统加速发布和播放监控应用的应用产品/服务提供商。	挂牌新三板
缔安科技	3.24	14.74%	创新云应用服务供应商(CASP)，定位于提供云计算领域的 PaaS 层服务。	挂牌新三板
东方嘉禾		5.00%	为视频用户提供免费或包月收费的点播以及直播的华语视频服务，为商业客户提供互联网增值服务，以及为有海外推广需求的机构提供海外互联网营销服务。	挂牌新三板
铁血科技	6.62	1.29%	运营军事网站铁血网，能够提供垂直门户、在线阅读、电子商务、服装自主品牌等产品的综合平台。	挂牌新三板
唐人影视	-	7.59%	一线电视剧制作机构，拥有艺人胡歌、刘诗诗、蒋劲夫、孙艺洲、娜扎等。	挂牌新三板

资料来源：WIND、公开资料、中国中投证券研究总部

六、盈利预测以及估值

考虑到 16 年公司对华数传媒股权投资会计变更，影响投资收益 5.7 亿，影响归母净利润 2.5 亿，假设新闻传媒资产出售 17 年完成，游戏类业务及文化产业投资收益保持增长，大数据业务随着交易中心及数据中心建成后逐步投入使用贡献少量收入，暂不考虑未来潜在的处置长期股权投资的影响，预计 16-18 年归母净利润为 7.57/6.27/7.84 个亿，考虑到未来大数据业务还将持续释放业绩，给予 17 年 40 倍 PE，则内生业务的合理市值为 251 亿。出售新闻资产（合并口径净利润为 2.2 亿，不扣少数股东损益）虽短期可能影响公司的经营利润，但将使公司获得 20 亿的现金用于互联网资产的投资，按一级市场互联网资产估值 12 倍 PE，二级市场 40 倍 PE 计算，有望撬动 67 亿的市值；则公司中期合理市值为 318 亿，看好公司传媒国改先锋的锐意进取精神以及管理团队超强的执行力推动长期持续做大做强，强烈推荐。

七、风险提示

资产剥离进展不顺利风险，游戏业务发展不及预期的风险，大数据项目回收期延长的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2531	3967	5897	6778
现金	1730	3294	5534	6285
应收账款	313	265	121	189
其它应收款	76	61	28	43
预付账款	83	50	9	22
存货	54	42	8	19
其他	276	255	198	220
非流动资产	5488	5697	5606	5530
长期投资	797	550	550	550
固定资产	524	460	415	350
无形资产	280	266	252	238
其他	3887	4421	4389	4391
资产总计	8019	9664	11503	12308
流动负债	2536	1295	645	794
短期借款	255	160	160	160
应付账款	407	302	56	135
其他	1874	833	429	499
非流动负债	14	16	17	16
长期借款	0	0	0	0
其他	14	16	17	16
负债合计	2550	1312	662	810
少数股东权益	1243	1623	1693	1775
股本	1188	1302	1302	1302
资本公积	1565	3387	5387	5387
留存收益	1472	2040	2458	3034
归属母公司股东权	4226	6729	9147	9723
负债和股东权益	8019	9664	11503	12308

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	447	664	318	773
净利润	882	1137	697	866
折旧摊销	98	84	84	84
财务费用	14	27	-34	-79
投资损失	-419	-635	-91	-112
营运资金变动	-169	55	-303	16
其它	41	-3	-35	-1
投资活动现金流	-223	339	101	107
资本支出	322	0	0	0
长期投资	-152	294	0	0
其他	-52	633	101	107
筹资活动现金流	-114	561	1821	-129
短期借款	255	-95	0	0
长期借款	-345	0	0	0
普通股增加	0	114	0	0
资本公积增加	84	1822	2000	0
其他	-108	-1280	-179	-129
现金净增加额	113	1564	2240	751

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3458	2806	1153	1796
营业成本	2007	1439	265	644
营业税金及附加	37	42	17	27
营业费用	423	337	81	126
管理费用	481	393	138	216
财务费用	14	27	-34	-79
资产减值损失	14	14	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	419	635	91	112
营业利润	901	1190	776	975
营业外收入	54	50	50	50
营业外支出	5	7	7	7
利润总额	950	1233	820	1018
所得税	68	96	123	153
净利润	882	1137	697	866
少数股东损益	272	380	70	82
归属母公司净利润	610	757	627	784
EBITDA	1013	1300	826	980
EPS (元)	0.51	0.58	0.48	0.60

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	12.8%	-18.9%	-58.9%	55.8%
营业利润	47.2%	32.0%	-34.8%	25.6%
归属于母公司净利	18.0%	24.1%	-17.2%	25.0%
获利能力				
毛利率	42.0%	48.7%	77.0%	64.1%
净利率	17.7%	27.0%	54.4%	43.6%
ROE	14.4%	11.3%	6.9%	8.1%
ROIC	25.2%	34.4%	17.8%	22.1%
偿债能力				
资产负债率	31.8%	13.6%	5.8%	6.6%
净负债比率	53.25%	15.09%	29.91%	24.45%
流动比率	1.00	3.06	9.14	8.54
速动比率	0.98	3.03	9.13	8.51
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.32	0.11	0.15
应收账款周转率	10	9	6	12
应付账款周转率	5.28	4.06	1.48	6.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	0.47	0.58	0.48	0.60
每股经营现金流(最)	0.34	0.51	0.24	0.59
每股净资产(最新摊)	3.25	5.17	7.03	7.47
估值比率				
P/E	37.20	29.99	36.22	28.98
P/B	5.37	3.37	2.48	2.34
EV/EBITDA	22	17	26	22

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-11-29	《浙报传媒-坚定互联网转型战略，多平台+大数据共筑新增长级》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：

<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434