



## 内外兼修，华丽转型

2014.01.21

王聪 (首席分析师) 殷睿 (传媒研究员)

电话: 020-88836109 020-88836115  
邮箱: Wangc\_a@gzgzhs.com.cn yinr@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310512110004 A1310112100001

## 强烈推荐(上调)

现价: 14.6  
目标价: 20.4  
涨幅空间: 40%

### 我们与市场不同观点:

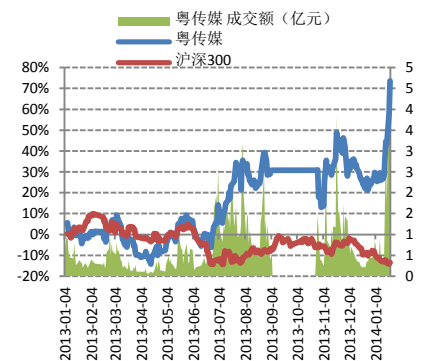
2014年粤传媒加速转型步伐,我们认为可关注三个亮点:(1)传统主业渗入细分市场,百家社区报网点进入快速建设期;(2)移动购彩平台年后推出,用户与《足球报》100万读者直接对接,借助世界杯盛宴,业务规模发展空间巨大;(3)14年香榭丽有望成功并表,与粤传媒广告主资源对接,提升订单消化能力,业绩锁定强,根据业绩承诺14-15年EPS分别增厚0.08元和0.1元;

**我们认为2014年是粤传媒的转型年,新旧传媒业务上都有许多铺排工作。尽管1-2年内相关业务利润贡献不高,但只要转型工作进程符合预期,公司建立成为集发行、纸媒广告、新媒体为一体的综合性传媒集团指日可待。**我们看好公司转型升级的布局,认为《社区报》网络开花带来的地方广告收入翻番以及《足球报》团队打造的垂直型体彩平台未来都具有爆发式增长潜力。因此上调公司评级至“强烈推荐”。

### 投资要点:

- **传统转型,社区报模式有望迎来纸媒第二春。**公司独创社区报模式,为当地社区打造与门户网站以及大报相区别的专属社区报,广告定位清晰,客户瞄准地方广告主。2013年设立了12家,后续三年规划打造100家,预计每份平均利润100万元,业务成熟后利润贡献有望突破1亿元,占目前净利润的1/4。
- **移动购彩进入测试期,坐收世界杯体彩盛宴。**公司旗下云彩APP进入后续测试阶段,预计一季度末正式推广。公司有望借助《足球报》精准广告投放和专业赛事采编资质,迅速布局移动体彩购买平台:
  - ✓ 2013年体育彩票销售1328亿元,同比增长20%,借助14年世界杯赛事推动,体彩销量增速有望突破30%。与此同时,互联网购彩占比也快速提升,2013年体彩的互联网占比仅为7%,预计2015年互联网渗透率在15%,市场空间达到300亿元。
  - ✓ 依托《足球报》庞大受众,购彩群体完美对接。公司旗下的《足球报》每周高达540万份的发行量成为中国发行量最大、报道最权威的体育报;其中足彩专刊《足球大赢家》每期发行量超过100万份,也是国内发行量第一的足彩专刊。借助已有的足球迷群体,公司轻易实现读者与购彩群体的对接,客户基数空间庞大。假设读者中有20%群体成功对接,每周购彩10元,业务规模年均达到1亿元,

### 股价走势



### 指数表现

标的名称	1M	3M	6M	1Y
粤传媒	39.6%	32.6%	40.3%	72.3%
沪深300	-4.0%	-9.8%	-0.1%	-15.7%
传媒	10.2%	-2.8%	27.4%	101.7%

### 公司基本资料

总市值(亿元)	91.76
总股本(亿股)	6.92
流通股比例	31.5%
资产负债率	7.6%
大股东	广州传媒控股有限 公司
大股东持股比重	49.4%

### 相关报告

- <《广证恒生-传媒调研纪要-粤传媒:加速转型,精“彩”无限》\_20140116
- 《广证恒生-传媒调研纪要-粤传媒:并购香榭丽,开启整合LED广告新征程》\_20131118



业务前景可观。

- **并购香榭丽，开启整合LED广告新征程。**公司10月收购上海香榭丽，正式进军LED户外广告市场。目前LED广告市场集中度不高，且投入要素和品牌资源皆可以多重开发与共享，具备规模经济效应，整合趋势非常强。目前香榭丽市场份额约15%，网络分布广阔，凭借其最早的开拓者地位具备整合市场的能力。按照并购时的对赌约定，**未来三年香榭丽利润不低于5683万元、6870万元和8156万元，平均增速达到20%**。考虑到并购后两家公司资源的整合以及执行的激励机制，我们认为业绩完成可能性较大。
- **盈利预测与估值：**假设粤传媒14年顺利完成香榭丽并购，并于下半年开始并表，考虑股本增加到7.25亿股，收购香榭丽对粤传媒14-15年EPS分别增厚0.08元和0.1元。我们预计公司13-15年备考EPS分别为0.44、0.51和0.57元，对应24、20、18倍PE。目标价位20.4元。给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**并购标的业绩不达预期，后续整合工作不佳；社区报建设工作低于预期，地方广告收入锐减；新媒体业务进展低于预期等。

## 重要财务数据和盈利预测

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1880.73	2099.83	2287.49	2524.60
同比(%)	0.15%	11.65%	8.94%	10.37%
归属母公司净利润	275.68	317.79	366.37	413.36
同比(%)	-25.95%	15.27%	15.29%	12.82%
毛利率(%)	36.53%	39.00%	39.40%	39.50%
ROE(%)	7.93%	8.51%	9.10%	9.43%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.51	0.57
P/E	24.88	24.05	20.86	18.49
P/B	1.90	1.98	1.83	1.67
EV/EBITDA	16.13	12.86	11.81	10.22



## 目 录

<b>1. 另辟蹊径，期待传统纸媒第二春</b> .....	<b>4</b>
1.1 行业下滑加剧，粤传媒逆势扩张.....	4
1.2 另辟蹊径，传统升级.....	4
1.3 社区报商业模式成熟，静待网点开花.....	6
<b>2. 移动购彩大势所趋，未来五年带动千亿元市场规模</b> .....	<b>7</b>
2.1 环保以及新玩法提高彩票无纸化渗透率.....	7
2.2 《足球报》强势介入移动购彩市场，客户群体对接提升竞争力.....	9
<b>3. 并购香榭丽，开启户外 LED 屏整合之旅</b> .....	<b>11</b>
<b>4. 设立广游，游戏发行业务进程加速</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 布局大数据，电商项目孵化进行时</b> .....	<b>13</b>

## 图 片 目 录

图表 1 公司毛利率和净利率均保持上升趋势.....	4
图表 2 纸媒产业收入大幅下降.....	4
图表 3 2004 年美国小报（发行量<5 万份）占比.....	5
图表 4 加拿大成年人阅读习惯.....	5
图表 5 加拿大年收入高于\$75000 群体阅读习惯.....	5
图表 6 加拿大受教育程度在大学本科以上的成年人阅读习惯.....	5
图表 7 粤传媒社区报创刊计划.....	6
图表 8 近五年我国彩票增速维持在 20%以上.....	7
图表 9 预计未来两年我国网络彩民增速在 50%以上.....	7
图表 10 2013 年台湾电子彩票渗透率达到 50%.....	8
图表 11 我国彩民规模数量增速在 15%以上.....	8
图表 12 互联网用户规模已经突破 6 亿人.....	8
图表 13 相关互联网子行业间的渗透率对比.....	8
图表 14 预计移动互联网用户规模今年突破 3 亿人.....	9
图表 15 智能手机季度增长率持续在 80%以上.....	9
图表 16 澳门博彩业增速显著.....	10
图表 17 互联网购彩市场格局尚未成型.....	10
图表 18 香榭丽年均增速保持在 20%以上.....	11
图表 19 香榭丽自主屏幕数量占比居业内前列.....	11
图表 20 香榭丽 LED 屏幕与粤传媒广告主资源能够很好地对接.....	12
图表 21 香榭丽 LED 经营屏幕均在一二三线城市黄金地段.....	12

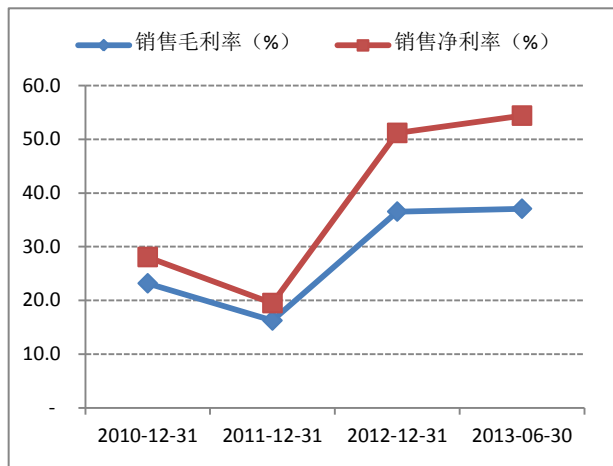


## 1. 另辟蹊径，期待传统纸媒第二春

### 1.1 行业下滑加剧，粤传媒逆势扩张

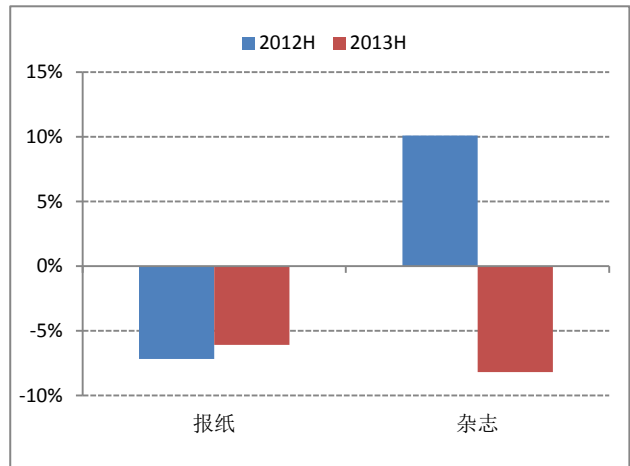
2014年1月，在《新闻晚报》停刊的阴影下，市场对传统纸媒下滑的担忧进一步加剧。在新媒体分流广告的大背景下，报纸的生存问题的确变得十分严峻，作为行业龙头的粤传媒也同样面临广告业务收入下降的困难。相较于行业平均下滑的幅度，粤传媒无论在纸媒发行量，还是广告业务增速下降幅度并不明显，主要得益于庞大的订阅群体以及精准的广告定位能力。

图表1 公司毛利率和净利率均保持上升趋势



资料来源：Wind，广证恒生

图表2 纸媒产业收入大幅下降



资料来源：CTR，广证恒生

作为中国广告收入第一的大报，粤传媒凭借其特有的优势，一方面扩张主报《广州日报》的地域版图，另一方面另辟蹊径寻找新型纸媒的增长空间。我们看好中长期传统主业企稳回升的势头。

### 1.2 另辟蹊径，传统升级

尽管纸媒负增长趋势确立，但是基于传统主业的优势，公司毅然选择一个细分纸媒市场作为传统主业转型升级的通道——社区报。

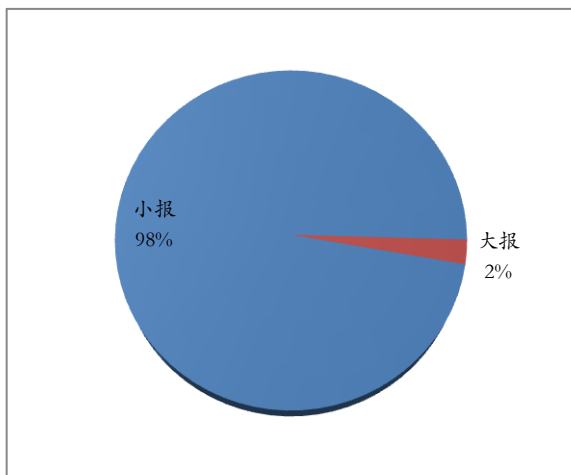


“小的才是美好的。”

——《走进美国社区报》陈凯 中国传媒大学教授

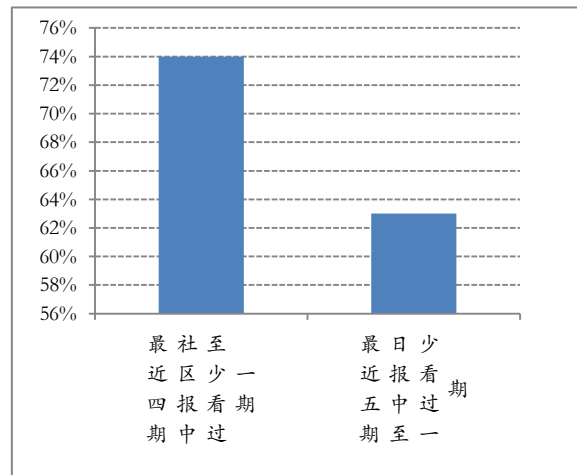
根据范东升教授在《拯救报纸》中的统计，仅仅在2008年12月到2010年3月间，美国就有整整200家报纸宣布停刊。但是，在统计中发行，在报业寒冬中停刊的报纸大多是大众化报纸，而有一种报纸却几乎没有受到多大的影响，这就是社区报。社区报并不是欧美报业为应对报业危机而开发出来的新报种，它在美国已经有300多年的历史，分别经历了报业作为政府宣传品、革命报刊、政党报刊、商业报刊、大众报刊等多个历史时期，当中部分报类经历了兴起、辉煌和衰落，但是社区报至今仍未显出疲态。

图表3 2004年美国小报(发行量<5万份)占比



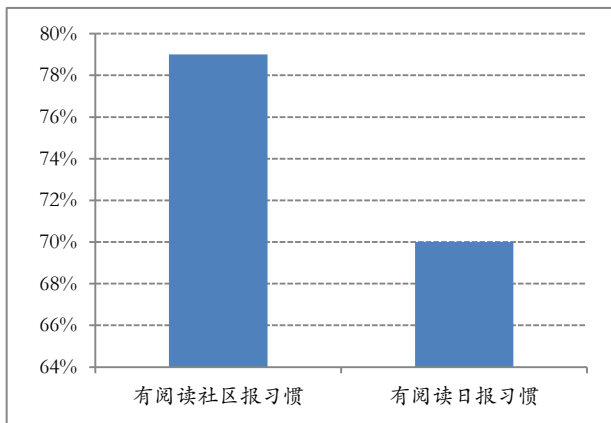
资料来源: google, 广证恒生

图表4 加拿大成年人阅读习惯

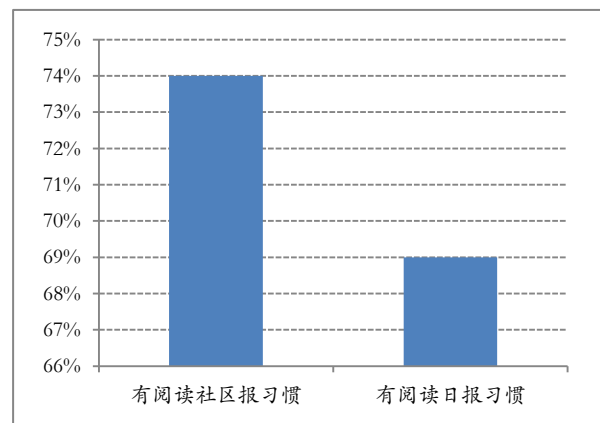


资料来源: Community Media Canada 广证恒生

图表5 加拿大年收入高于\$75000群体阅读习惯



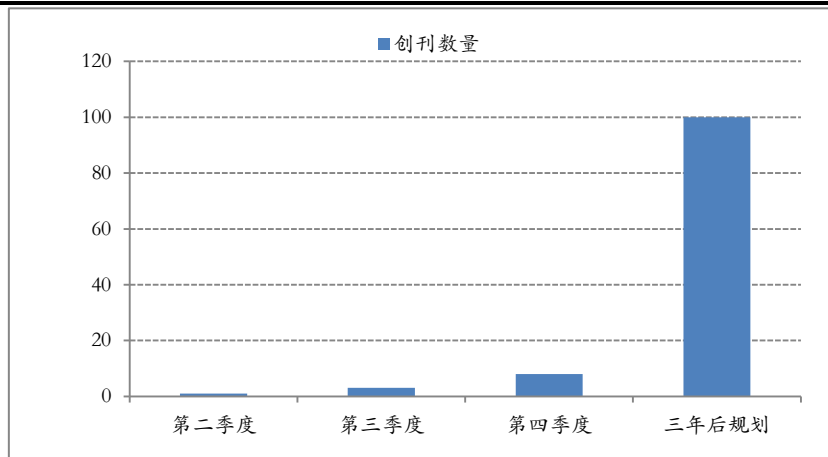
图表6 加拿大受教育程度在以上的成年人阅读习惯





最开始的社区报是立足于某一特定规模的社区，以各种社区新闻内容来服务当地群众，凝聚社区感情的同时，提高社区文化交流水平。粤传媒也是基于社区报的原理，2013 年开设了 12 家社区报，覆盖社区包括佛山大沥、南海、增城、南沙、东莞、惠州、肇庆等。

图表 7 粤传媒社区报创刊计划



资料来源：广证恒生

### 1.3 社区报商业模式成熟，静待网点开花

社区报内容以当地社区新闻、民生事件为主，这类资讯往往是在互联网或门户网站上看不到的，这种兼具新闻和服务的地方性报纸免费发放，深受当地社区居民欢迎。由于发行区域相对较小，所以广告定位非常精准。作为运作六十余年的中国大报，粤传媒运作这类新型小报游刃有余：

**(1) “中央厨房”式制作，发行成本低。**社区报的组织结构比较精干，在当地社区设立 1-2 名记者和广告销售岗位，信息传递回广州总部统一制作。每个社区发行量不超过 5 万份，相较于主报而言，边际成本不高；

**(2) 精准投放，深受地方广告主青睐。**社区报的发行正好承接广告渠道下沉的大趋势，对于当地商户来说，在社区报上的广告投放成本是低廉的；对于大的品牌客户，也会考虑当地精准投放的需求。



**(3) 组织简单，可复制性比较强。**公司 2013 年成立社区报的速度递增上升，主要原因是社区报的经营模式比较简单，复制能力较快。按照公司的规划，未来要打造 100 家社区报。假设平均每份社区报盈利 100 万元，这部分利润贡献可达 1 亿元，是当前利润的 1/4。

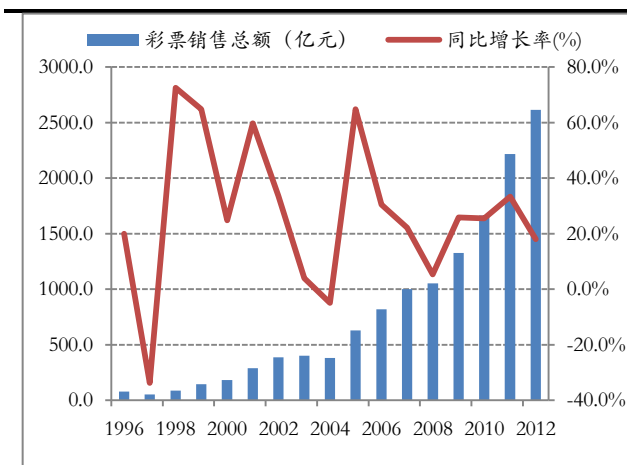
从公司目前运营的 12 家社区报上看，已经实现盈亏平衡。按照以往办报经验以及对当地社区的广告需求调研，预计 2-3 年可以实现 100 万元利润的目标。

## 2. 移动购彩大势所趋，未来五年带动千亿元市场规模

### 2.1 环保以及新玩法提高彩票无纸化渗透率

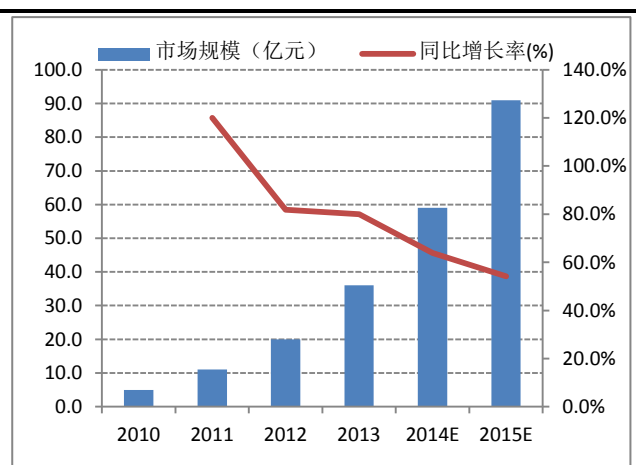
经过二十多年的发展，2012 年全国体彩销售额 1360 亿元，网络购彩占比仅为 7%，约为 95 亿元。随着全球彩票无纸化的趋势，以及彩票新玩法的普及，我国网络购彩的渗透率近几年大幅提升：2005 年互联网销售彩票（福彩与体彩）市场规模仅为 1 亿元，2012 年增至 230 亿元，年复合增速达到 18%。

图表 8 近五年我国彩票增速维持在 20% 以上



资料来源：财政部，广证恒生

图表 9 预计未来两年我国网络彩民增速在 50% 以上

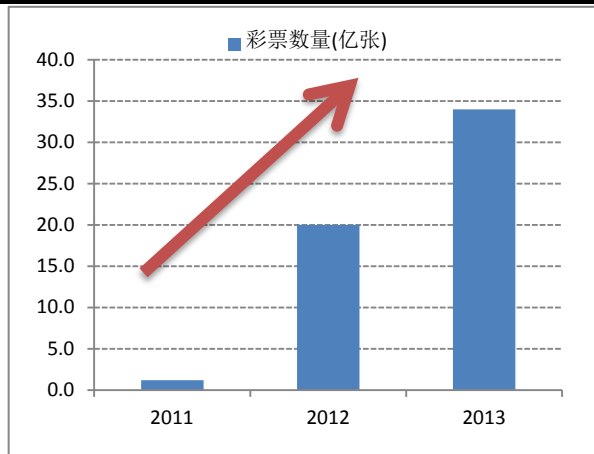


资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

与周边地区相比，我国的互联网渗透率处于较低水平。以台湾为例，2010 年台湾财政部开启电子彩票试点工作，3 年后电子彩票规模从 11 年的 1.21 亿张上升至 13 年 40 亿张，实现电子彩票渗透率 50%。

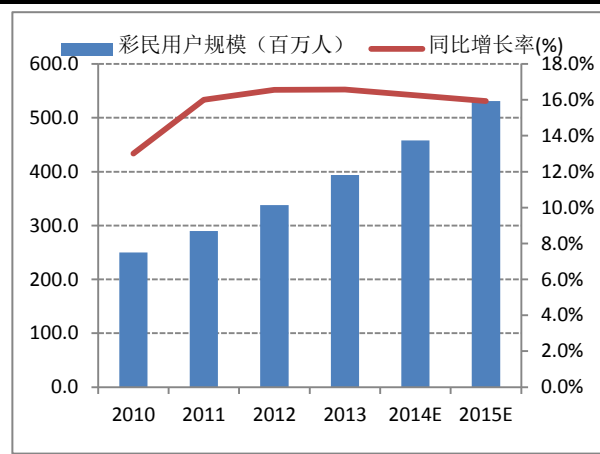


图表 10 2013 年台湾电子彩票渗透率达到 50%



资料来源：台湾财政部，广证恒生

图表 11 我国彩民规模数量增速在 15% 以上



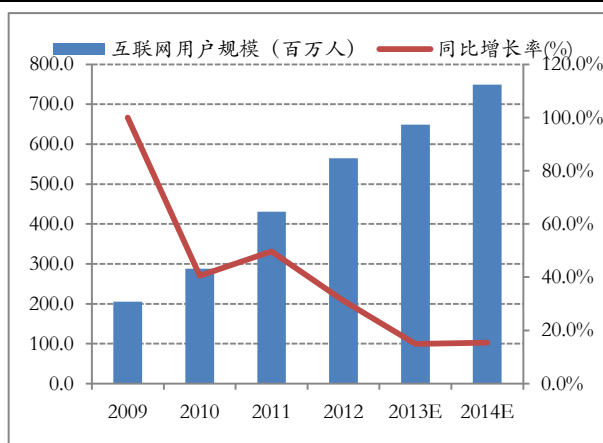
资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

根据艾瑞咨询的预测，未来 3-5 年内我国彩票行业整体增速将维持在 20% 左右，预计到 2015 年，中国彩票行业的整体市场规模将达 4503 亿；其中网络购票市场规模将达到 413 亿元，意味着未来两年复合增长率在 40% 以上。按照彩票整体增速 20% 测算，到 2020 年，网购购彩市场将突破 1 千亿元。

我们认为移动购彩加速的驱动力有三点：

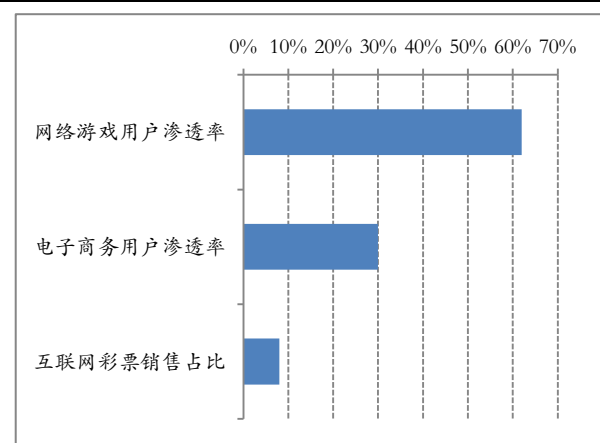
第一，互联网普及率接近 50%，网络消费模式渐成主流。截至 2012 年底，中国网民规模已达到 5.64 亿，互联网普及率为 42.1%。网民规模的增长使互联网逐步渗透入生活的方方面面，网络购物逐步成为主流生活方式，互联网彩票同样受益于网络的快速发展。

图表 12 互联网用户规模已经突破 6 亿人



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

图表 13 相关互联网子行业间的渗透率对比



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

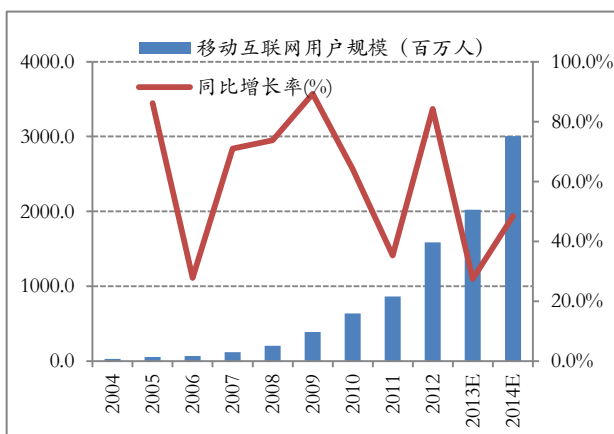




第二，中国彩民 ARPU 仅为亚洲水平的 1/25，借助世界杯催化效应，中国彩民增长进入快车道。从人均购彩支出看，中国排名相对靠后：亚洲新加坡人均购彩支出近 800 美元；意大利约 460 美元；美国近 200 美元，而中国目前仅 30 美元左右。中国有着巨大的人口基数，国民经济仍保持中速增长，这些都为中国彩票业的发展奠定了坚实的物质基础。我们认为借助 2014 年世界杯的开赛，以互联网为首的渠道拓展，以及以竞猜型彩票为首的新彩种拓展都是挖掘中国彩票市场发展的驱动力。

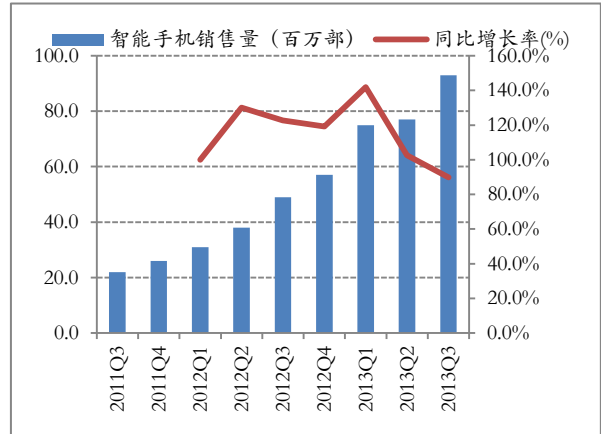
第三，智能手机渗透率突破 60%，移动购彩是必然趋势。2012 年我国智能手机渗透率接近 50%，预计 2013 年超过 60%。移动互联网凭借其便利性和碎片式时间管理的优势，在互联网中的占比日益提升。其中，移动 IM 在中国移动互联网网民中的覆盖比例高达 81.8% 居榜首，其次是音乐、视频、游戏四大娱乐领域，购物和地图紧随其后。我们认为随着 4G 建设的加速和智能终端的发展，未来超级 APP、平台 APP 的量级将不断提升，工具类、商务类应用的功能属性将更加显现。

图表 14 预计移动互联网用户规模今年突破 3 亿人



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

图表 15 智能手机季度增长率持续在 80% 以上



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

## 2.2 《足球报》强势介入移动购彩市场，客户群体对接提升竞争力

公司目前的体彩业务主要由经营《足球报》的先锋报业集团下设子公司单独运营。作为体彩的后起之秀，我们认为公司介入体彩领域有其独特的竞争优势：

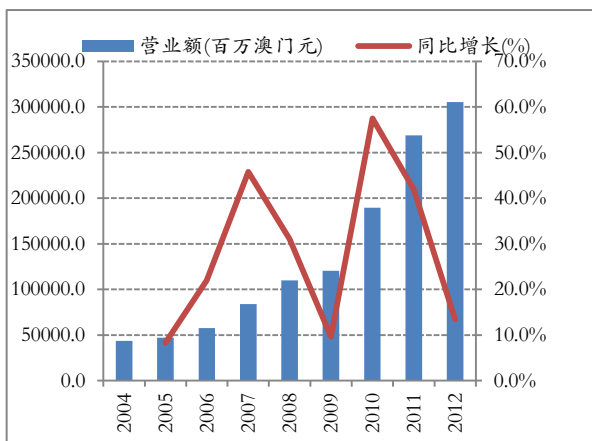


(1) **100 万的阅读受众，与购彩群体完美对接。**《足球报》乃足球新闻细分领域中国发行量最大、报道最权威的体育报，周度 540 万份的发行量荣居业内第一。其中足彩专刊《足球大赢家》每期发行量超过 100 万份，也是国内发行量第一的足彩专刊。借助已有的球迷群体，公司轻易实现读者与购彩群体的对接，客户基数空间庞大。假设读者中有 20% 群体成功对接，每周购彩 10 元，业务规模年均达到 1 亿元，业务前景可观。

(2) **专业的编辑队伍所提供的权威、专业足彩资讯是核心竞争力。**相较于福彩和其他类型体育彩票，足彩中奖率与获取信息、分析信息的能力有更高的相关性。作为一家有 34 年出版历史、记者遍及国内重点城市和欧美大陆、与各大国际体育组织有密切联系的团队，无论是足球赛事信息，还是赛事前专业分析，公司所提供的专业资讯是当前所有移动购彩平台所无法企及的，更好地提升客户体验度。

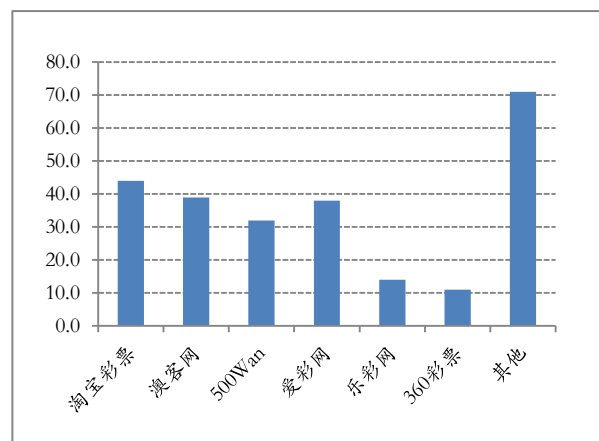
目前体彩项目进入后期测试阶段，预计年后正式上市，对平台的营销将会随之展开。考虑到公司线上线下媒体资源丰富的优势，如《广州日报》、《信息时报》、《足球报》大洋网、足彩大赢家 APP 等线上线下媒体均有庞大的订阅群体或线上流量，世界杯前预计能够实现收入。

图表 16 澳门博彩业增速显著



资料来源：上市公司公告，广证恒生

图表 17 互联网购彩市场格局尚未成型



资料来源：搜搜网，广证恒生

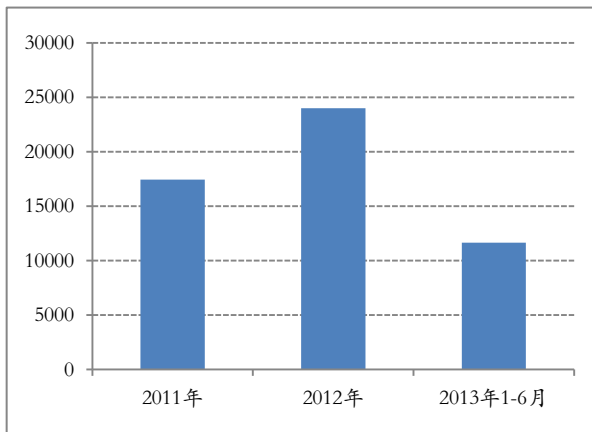


### 3. 并购香榭丽，开启户外 LED 屏整合之旅

公司 10 月收购上海香榭丽，正式进军 LED 户外广告市场。目前 LED 广告行业还处于发展初期，全国 4500 块 LED 显示屏中，最大的户外显示屏企业仅仅拥有不到 100 块自有屏，即龙头企业占比不超过 2%，市场集中度不高。作为市场份额第二的香榭丽，具备充分的优势加速整合户外媒体市场：

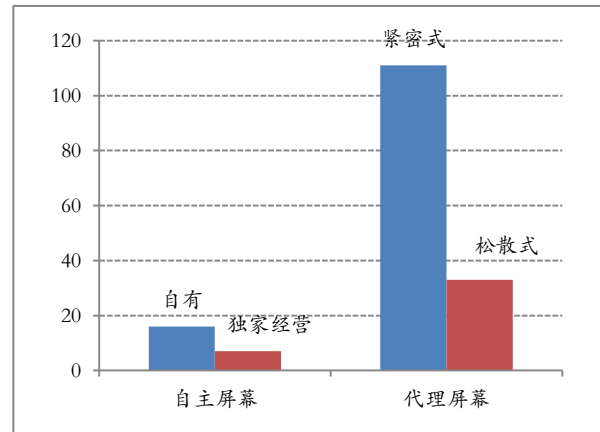
- (1) 香榭丽自有屏数量为 16 块，占据龙头企业自有屏资源的近 1/5，龙头地位优势明显；

图表 18 香榭丽年均增速保持在 20% 以上



资料来源：上市公司公告，广证恒生

图表 19 香榭丽自主屏幕数量占比居业内前列

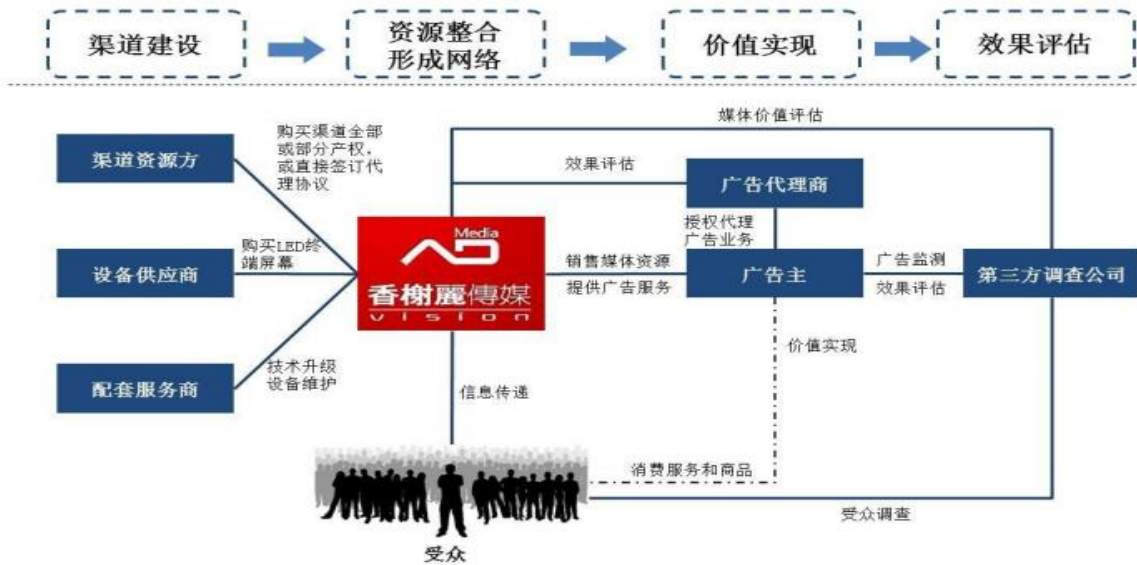


资料来源：上市公司公告，广证恒生

- (2) 媒体碎片化导致广告主与下游媒体主洽谈失真严重，借助粤传媒庞大的广告主资源，提高订单的消化能力。由于户外 LED 屏分布分散，广告公司难以获取批量资源，难以统一价格。与此同时，粤传媒拥有庞大的广告主资源，考虑到广告主对媒体资源广告需求的多样化，并购后香榭丽的订单消化能力有提升空间；



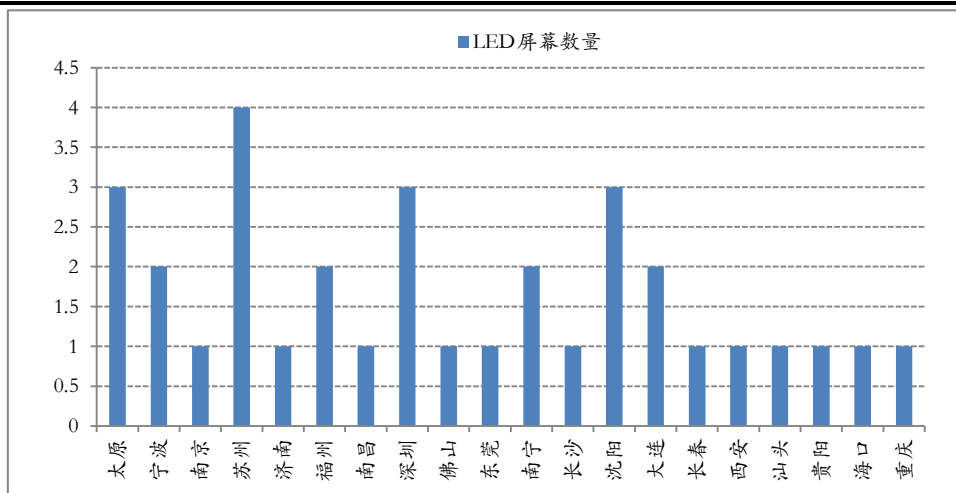
图表 20 香榭丽 LED 屏幕与粤传媒广告主资源能够很好地对接



资料来源：公司公告，广证恒生

- (3) 香榭丽户外大屏地段极佳，上刊率居行业前列。行业平均上刊率大致在 30%-40% 之间，而香榭丽屏幕全部分布在一二线城市的黄金点位以及三四线城市黄金点位和精品点位上，上刊率可高达 50%。根据公司 2012 年收入推算，每屏的上看价格为 1.06 元/秒，远低于 1 线城市核心商圈核心点位 2 元/秒的上刊价格以及凤凰都市传媒 1.6 元/秒的价格。我们认为仍有价格上浮空间，根据测算，刊例价每提升 0.1 元将给香榭丽贡献 7% 的增幅。

图表 21 香榭丽 LED 经营屏幕均在一二三线城市黄金地段



资料来源：上市公司公告，广证恒生



按照并购时的对赌约定，未来三年香榭丽利润不低于 5683 万元、6870 万元和 8156 万元，平均增速达到 20%。考虑到并购后两家公司资源的整合以及执行的激励机制，我们认为业绩完成可能性较大。14 年香榭丽有望成功并表，根据业绩承诺 14-15 年 EPS 分别增厚 0.08 元和 0.1 元。

#### 4. 设立广游，游戏发行业务进程加速

公司 15 日公告拿到《网络文化经营许可证》，意味着公司正式进军游戏领域。我们认为广游公司选择页游发行作为游戏切入口有三大优势：（1）发行商风险较小，收益稳定，品牌效应快速累积；（2）页游生命周期不低，后续推广运营成本高；（3）公司拥有集线上、线下和户外的多媒体渠道，推广优势明显。在页游分成被寡头挤压的背景下，随着阿里巴巴高调入场将会带来一场新的分成“革命”，作为新介入的广游有望在动乱中圈得一席之地，后期值得关注。

#### 5. 布局大数据，电商项目孵化进行时

公司旗下“宅之便”打通线上线下平台，借助广州日报配送站点实现高效的最后一公里配送服务，打造“广州第一管家”品牌。相较于市场上的热门电商，公司“宅之便”有其细分市场的成长空间：（1）商城目标人群是老年人和家庭主妇等，他们既是广州日报主要订阅人群，也是家用产品的主要采购者，做到明确定位；（2）该目标群体不是网购迷，但却有阅读报纸的习惯，纸上订购或电话订购的需求意愿非常大；（3）日用品或家庭用品重量一般比较大，对老年人或家庭主妇实地采购极具吃力，“宅之便”最后一公里配送轻易地实现点对点送货，解决客户的困扰。我们认为“宅之便”这一地方性细分商城具备较强的竞争优势和庞大的潜在客户，发展潜力较大。



附表:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2187.53	3013.92	2752.82	3269.87	<b>营业收入</b>	1880.73	2099.83	2287.49	2524.60
现金	1652.29	2272.64	2077.06	2478.63	营业成本	1193.69	1280.90	1386.22	1527.38
应收账款	283.42	461.70	402.06	459.76	营业税金及附加	75.48	75.55	100.86	101.16
其它应收款	41.48	70.91	25.70	89.58	营业费用	268.22	240.33	306.23	328.99
预付账款	22.66	10.48	44.06	13.66	管理费用	142.39	178.07	179.22	201.01
存货	145.85	178.21	177.84	198.36	财务费用	-34.76	-18.66	-31.56	-42.55
其他	41.83	19.99	26.09	29.89	资产减值损失	10.20	16.38	6.07	13.36
<b>非流动资产</b>	1900.27	1668.88	1852.46	1801.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	108.49	112.31	117.04	118.93	投资净收益	50.81	32.01	42.24	41.69
固定资产	768.85	801.51	769.47	774.71	<b>营业利润</b>	276.33	359.26	382.70	436.94
无形资产	46.45	45.04	41.02	37.37	营业外收入	2.44	3.23	3.39	3.02
其他	976.47	710.02	924.93	870.41	营业外支出	2.45	1.45	1.83	1.91
<b>资产总计</b>	4087.80	4682.80	4605.29	5071.29	<b>利润总额</b>	276.32	361.04	384.26	438.05
<b>流动负债</b>	473.80	821.31	407.99	495.59	所得税	0.99	43.25	17.87	24.80
短期借款	0.00	405.43	0.00	0.00	<b>净利润</b>	275.33	317.79	366.39	413.24
应付账款	147.09	276.49	95.36	319.50	少数股东损益	-0.35	-0.01	0.02	-0.11
其他	326.71	139.39	312.63	176.09	<b>归属母公司净利润</b>	275.68	317.79	366.37	413.36
<b>非流动负债</b>	4.15	3.05	3.89	3.70	EBITDA	323.35	449.95	472.35	506.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.38	0.44	0.51	0.57
其他	4.15	3.05	3.89	3.70					
<b>负债合计</b>	477.95	824.36	411.88	499.29	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	7.62	7.62	7.64	7.53	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
归属母公司股东权益	3602.23	3850.82	4185.76	4564.47	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4087.80	4682.80	4605.29	5071.29	营业收入增长率	0.15%	11.65%	8.94%	10.37%
					营业利润增长率	-26.49%	30.01%	6.52%	14.17%
					归属母公司净利润增长率	-25.95%	15.27%	15.29%	12.82%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	36.53%	39.00%	39.40%	39.50%
					净利率	14.64%	15.13%	16.02%	16.37%
					ROE	7.93%	8.51%	9.10%	9.43%
					ROIC	6.27%	6.50%	7.54%	7.64%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	11.69%	17.60%	8.94%	9.85%
					净负债比率	0.00%	10.51%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.62	3.67	6.75	6.60
					速动比率	4.31	3.45	6.31	6.20
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.48	0.49	0.52
					应收账款周转率	0.15	0.22	0.18	0.18
					应付账款周转率	8.59	6.05	7.46	7.36
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.44	0.51	0.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.20	0.68	0.60
					每股净资产(最新摊薄)	4.98	5.32	5.78	6.30
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.88	24.05	20.86	18.49
					P/B	1.90	1.98	1.83	1.67
					EV/EBITDA	16.13	12.86	11.81	10.22
					永续增长率	3.00%		WACC	10.03%
					终值	7334.98		Ke	10.60%
					企业价值	11335.20		Kd	5.28%
					非核心资产价值	3084.69		t	11.98%
					债务价值	407.96		Rf	4.00%
					股权价值	14004.31		Rm	10.00%
					股本	725.20		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	19.31		Beta	1.10

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	303.84	142.21	490.75	437.22
净利润	275.33	317.79	366.39	413.24
折旧摊销	96.60	135.61	141.17	136.82
财务费用	-34.76	-18.66	-31.56	-42.55
投资损失	-50.81	-32.01	-42.24	-41.69
营运资金变动	-28.57	-263.91	57.65	-27.91
其它	46.05	3.38	-0.66	-0.69
<b>投资活动现金流</b>	72.71	124.38	-281.88	-43.37
资本支出	-97.17	31.75	-36.93	1.93
长期投资	-124.08	-257.35	218.80	-53.77
其他	-148.54	-101.22	-100.00	-95.21
<b>筹资活动现金流</b>	-15.50	-51.68	0.98	7.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-15.50	-51.68	0.98	7.71
<b>现金净增加额</b>	361.05	214.92	209.86	401.56

重要财务指标				
单位: 百万元				
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1880.73	2099.83	2287.49	2524.60
同比(%)	0.15%	11.65%	8.94%	10.37%
归属母公司净利润	275.68	317.79	366.37	413.36
同比(%)	-25.95%	15.27%	15.29%	12.82%
毛利率(%)	36.53%	39.00%	39.40%	39.50%
ROE(%)	7.93%	8.51%	9.10%	9.43%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.51	0.57
P/E	24.88	24.05	20.86	18.49
P/B	1.90	1.98	1.83	1.67
EV/EBITDA	16.13	12.86	11.81	10.22



## 分析师简介:

**王聪:** TMT 首席分析师, 西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验, 4 年证券研究经验, 对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年、2013 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员, 主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

**殷睿:** 传媒研究员。企业管理学硕士。1 年宏观经济领域研究经验, 2013 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。企业财务及战略研究功底扎实, 宏观经济研究框架感较强, 善于从政策走向以及商业模式变动等独特视角提供投资思路。主要研究新传媒方向。

## 广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

## 股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

## 分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券有限责任公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 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“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。