



战略明确，新媒体推进加速

2014.04.02

强烈推荐(维持)

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

现价: 15.25

目标价: 26

涨幅空间: 70%

事件:

公司发布 2013 年报, 2013 年实现营业总收入 16.7 亿, 同比下降 11.15%; 归属母公司净利润 3.08 亿, 同比增长 11.72%, 对应 2013 年 EPS 为 0.4451 元, 同比增长 11.72%。

我们与市场不同观点:

受报业广告收入下滑以及“营改增”影响, 尽管公司营收下降 11%, 但精细化管理以及积极拓展新业务使得公司净利润逆势上升 11.72%, 基本完成今年营收任务。

我们认为近期可关注粤传媒三个亮点: (1) 云彩网进入最后测试期, 专业资讯分析能力构建产品壁垒, 有望与《足彩大赢家》百万读者实现首批对接, 客户基数空间庞大 (2) 游戏上线频率加速, 展望游戏产业链扩张; (3) 14 年香榭丽有望成功并表, LED 屏率先进入“新网屏互动”时代, 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, 可以预见到未来利好频传, 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。我们坚定看好粤传媒, 维持“强烈推荐”。

投资要点:

➤ **拓展新业务应对传统下滑, 利润逆势扩张彰显纸媒龙头实力。** 受到宏观经济增速下滑、新媒体业务冲击以及“营改增”影响, 公司 2013 年收入下滑-11%, 与行业收缩幅度相当。但是公司一方面积极节省费用成本, 另一方面拓展新业务开源, 最终全年净利润实现 3.08 亿元, 同比增速 11.72%, 基本符合我们的预期。

➤ 加速转型, 2014 进入攻坚大年

✓ **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, 14 年计划增至 30 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。

✓ **体彩 APP 进入最后测试期, 期待尽享世界杯盛宴。** (1) 今年世界杯热门球队均在死亡之组里, 足球热情将会进一步促进足彩增长, 预计竞猜型彩票增速有望突破 2010 年 102% 水平; (2) 依托《足球报》百万忠实读者, 有望实现首批彩迷客户对接客户基数空间庞大。假

股价走势



指数表现

标的名称	1M	3M	6M	1Y
粤传媒	-17.6%	44.0%	38.6%	101.0%
沪深300	0.1%	-6.4%	-9.5%	-12.5%
传媒	0.0%	15.8%	-9.4%	101.1%

公司基本资料

总市值 (亿元)	105.53
总股本 (亿股)	6.92
流通股比例	31.5%
资产负债率	10.3%
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-深度报告-粤传媒: 主业平稳增长, 重点关注新媒体领域》_20140327

-《广证恒生-传媒-公司点评-粤传媒: 增资游戏, 新媒体业务扎实推进》_20140319



设读者中 20% 群体成功对接，每周购彩 100 元，按照 7% 彩票收入比例返还，公司毛利可达 7280 万元，业务前景可观；(3)《足球报》专业资讯团队是构建平台核心竞争力。

- ✓ **增资游戏公司，加速拓展产业链。**公司 3 月 19 日公告以 480 万现金增资万将科技，彰显公司加速拓展游戏产业链的决心。公司广游平台目前已运营 4 款超人气 ARPG 游戏《武易》、《暗黑屠龙》、《奇迹来了》和《侠武英雄传》。其中前两款游戏是目前开服数前十名的第 4 和第 8 名，月流水均破千万元，有效地为平台积聚人气效应。而标的公司旗下游戏大多也已在上市公司游戏平台上线，因此该增资行动有助于提高平台发行代理业务水平，增强游戏业务核心竞争力。预计公司二三季度游戏上线速度将加快，凭借内部媒介流量以及外部流量双重推动，市场效果有望超预期。
- **增资飞飞商城，加大布局电商产业链。**公司以参股模式介入飞飞商城，意在增强其“宅之便”电子商城的运作能力，与飞飞商城形成更好地协同作用。公司运作电子商场的优势有三点：(1) 庞大的广告分发队伍轻易地实现“最后一公里”的物流配送，目前妥投率达 97%，名列华南地区第一名；(2) 公司旗下各种媒体资源丰富，有效实现线上线下融合及宣传优势；(3) 公司“宅之便”商城提供家居类、冷链类等携带不便的商品，特别适合物流运输的模式。
- **并购香榭丽，开启整合 LED 广告新征程。**公司去年 10 月收购上海香榭丽，正式进军 LED 户外广告市场。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。我们对香榭丽更大的预期在于借助粤传媒上市平台整合户外 LED 广告市场：(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；(2) 借助粤传媒庞大的广告主资源，提高订单的消化能力；(3) 香榭丽目前上刊价格为 1.06 元/秒，远低于同行 1.6 元/秒价格，刊例价每提升 0.1 元将给香榭丽贡献 7% 的增幅。
- **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 14-15 年备考 EPS 分别为 0.52、0.63 元，对应 43、35 倍 PE。预计目标价 26 元，继续给予“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。

- 《广证恒生-传媒-公司点评-粤传媒：业绩符合预期，新媒体发展值得期待》_20140225
- 《广证恒生-传媒-公司点评-粤传媒：优质资产注入步伐加快，增强成长动力》_20140212
- 《广证恒生-传媒-公司点评-粤传媒：竞彩蛋糕井喷，“粤彩”越精彩》_20140211
- 《广证恒生-传媒深度报告-粤传媒：内外兼修，华丽转型》_20140121
- 《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

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	1671.97	1804.67	2172.29	
同比(%)	0.15%	-11.10%	7.94%	20.37%	
归属母公司净利润	275.68	308.20	359.46	434.84	
同比(%)	-25.95%	11.80%	16.63%	20.97%	
毛利率(%)	36.53%	41.10%	41.40%	42.20%	
ROE(%)	7.93%	8.26%	8.96%	9.93%	
每股收益(元)	0.40	0.45	0.52	0.63	
P/E	23.74	50.11	42.97	35.52	
P/B	1.82	4.02	3.70	3.38	
EV/EBITDA	15.16	31.07	30.87	25.89	



【高管年报解读】

2013 年公司收入尽管下滑，但净利润仍保持 11% 的增长，表明公司作为纸媒龙头的影响力和盈利实力还是存在的。13 年公司有很多新的工作，包括社区报、彩票、游戏等。

现在简单介绍一下新媒体的紧张情况：

- (1) 游戏已经运营了 5 款游戏，未来打算运营一个手游平台，预计 4-5 月进行公测；
- (2) 彩票方面已经在做最后的测试，安卓、微信、网页已经上线，但 IOS 还在做最后的整合。上线后会做很多的推广工作，如网络推广、电信与银行等机构合作、纸媒广告宣传、户外广告等等
- (3) 电商：参股了飞飞商城，看好其 M2C 的运营模式。

总的来说，2014 年公司会延续 13 年的转型升级战略，进入转型发展攻坚阶段，我们对自身项目的发展前景还是比较乐观的。

【投资者问答交流】

Q：云彩平台的定位和发展情况？

A：平台的推广有两方面，一方面借助足球报、足球大赢家体育类报纸的宣传，今年很明确将彩票镶嵌到纸媒报道里面。；另一方面是通过类游戏的方法通过线上导流量。

Q：“最后一公里”宅之便业务的模式？

A：目前主要是帮天猫做配送工作。

Q：香榭丽发展情况。

A：13 年审计结果与预测时比较吻合的。香榭丽团队完成业绩预测非常有信心，上市公司也会借助香榭丽平台开展对户外广告的整合工作。

Q：公司今年的外延思路？

A：会根据实际的需求去进行外延部署。

Q：互联网彩票是否需要牌照？最后的测试和上线是否有具体的时间？

A：目前体彩还没有牌照申请的。500 万的牌照也是一个试点的授权而已，从长远来看，牌照并非是一个稀缺的东西。如果财政部或体育总局提出牌照模式，公司会积极争取的。

Q：网页 2181.com 做游戏。现在游戏的流量成本很高，如何积聚流量。未来要做到一个什么规模？

A：除了传统的线上导流量外，公司还会利用自己的自有媒体——报纸、户外等做推广。目前先把业务先做起来，没有设想做多大。但是从数据上看，这个刚刚经营 4 个月的公司已经取得不错的成绩：目前注册用户数已经接近 10 万，日流水已经超过 1 万元。很多人都在质疑纸媒导流量的可行性，但是昨天淘宝就在全国 6 大报纸在打广告，表明淘宝还是非常看好报纸作为纸上媒体的一个流量来源。纸媒这一块正是公司最大的优势。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

Q: 游戏业务的架构是什么?

A: 成立了一个广游公司, 下一步可能做一个手游的细分布局。

Q: 纸媒的收益预期?

A: 受新媒体营销, 行业整体是收缩的, 但是公司下滑幅度低于行业平均水平。在传统媒体上, 公司也是积极地做转型工作, 《社区报》就是一个非常好的尝试。公司 13 年开了 12 家社区报网点, 今年的扩张工作将会加速。

Q: 游戏联运的分成比重是多少? 公司参股的万将有什么优势?

A: 20%-30%。万将投资的目的在于布局游戏的研发领域, 看重公司两点优势: (1) 今年《斗罗大陆》游戏上线, 这是一款与起点中文网合作的游戏, 由唐家三少的小说改编而成, 小说粉丝就超过 100 万, 预计游戏收益不俗; (2) 团队原来由网易出来, 在游戏开发的周期上面比较短, 产品迭代数量比较快。

Q: 飞飞商城与宅之便非常相似, 参股的目的?

A: 公司积极做电商的布局。一方面会帮他做物流配送, 这是业务的契合点; 另一方面, 飞飞也进入到一个快速成长的阶段, 有宣传的可能。另外, 公司宅之便的定位于飞飞还是有不同, 通过参股有助于向飞飞学习如何经营电商。

Q: 如何看户外广告的综合?

A: 户外是公司非常重视的一种媒体, 是打造全媒体化的一个重要平台。因此会基于香榭丽的基础去做外延扩张。

Q: 国企改革对公司带来什么影响?

A: 公司希望特殊管理股政策能够尽快落地。现在公司的采编、经营分开运作, 实际工作中会遇到很多问题; 但是在意识形态的管理上, 政府管的比较紧。目前具体的政策还没有, 我们也密切关注。在股权激励上, 也在考虑在分子公司上考虑虚拟股权计划。



附表：

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2187.53	2781.43	3033.51	3386.75
现金	1652.29	2205.59	2487.62	2717.32
应收账款	283.42	367.62	317.20	395.60
其它应收款	41.48	48.01	28.21	70.98
预付账款	22.66	3.72	39.30	10.36
存货	145.85	137.02	135.67	163.06
其他	41.83	19.48	25.50	29.43
非流动资产	1900.27	1345.57	1526.00	1578.83
长期投资	108.49	112.31	117.04	118.93
固定资产	768.85	491.36	456.27	560.47
无形资产	46.45	32.37	28.16	28.99
其他	976.47	709.53	924.53	870.44
资产总计	4087.80	4127.00	4559.51	4965.58
流动负债	473.80	275.11	377.27	381.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	147.09	178.57	105.11	235.92
其他	326.71	96.54	272.16	145.95
非流动负债	4.15	3.05	3.89	3.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.15	3.05	3.89	3.70
负债合计	477.95	278.16	381.16	385.58
少数股东权益	7.62	7.62	7.64	7.53
归属母公司股东权益	3602.23	3841.23	4170.70	4572.48
负债和股东权益	4087.80	4127.00	4559.51	4965.58

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	303.84	139.04	508.86	326.69
净利润	275.33	308.20	359.49	434.72
折旧摊销	96.60	134.24	113.55	109.20
财务费用	-34.76	-35.53	-53.42	-55.89
投资损失	-50.81	-32.01	-42.24	-41.69
营运资金变动	-28.57	-239.24	132.14	-118.97
其它	46.05	3.38	-0.66	-0.69
投资活动现金流	72.71	449.07	-251.10	-119.63
资本支出	-97.17	-291.55	-40.08	105.81
长期投资	-124.08	-257.35	218.80	-53.77
其他	-148.54	-99.84	-72.39	-67.59
筹资活动现金流	-15.50	-34.80	24.28	22.64
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	-34.80	24.28	22.64
现金净增加额	361.05	553.30	282.04	229.69

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	1671.97	1804.67	2172.29
同比(%)	0.15%	-11.10%	7.94%	20.37%
归属母公司净利润	275.68	308.20	359.46	434.84
同比(%)	-25.95%	11.80%	16.63%	20.97%
毛利率(%)	36.53%	41.10%	41.40%	42.20%
ROE(%)	7.93%	8.26%	8.96%	9.93%
每股收益(元)	0.40	0.45	0.52	0.63
P/E	23.74	50.11	42.97	35.52
P/B	1.82	4.02	3.70	3.38
EV/EBITDA	15.16	31.07	30.87	25.89

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1880.73	1671.97	1804.67	2172.29
营业成本	1193.69	984.79	1057.54	1255.58
营业税金及附加	75.48	60.16	79.57	87.04
营业费用	268.22	191.36	241.59	283.08
管理费用	142.39	141.79	141.39	172.96
财务费用	-34.76	-35.53	-53.42	-55.89
资产减值损失	10.20	13.04	4.79	11.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.81	32.01	42.24	41.69
营业利润	276.33	348.37	375.45	459.71
营业外收入	2.44	3.23	3.39	3.02
营业外支出	2.45	1.45	1.83	1.91
利润总额	276.32	350.15	377.02	460.82
所得税	0.99	41.95	17.53	26.09
净利润	275.33	308.20	359.49	434.72
少数股东损益	-0.35	-0.01	0.02	-0.11
归属母公司净利润	275.68	308.20	359.46	434.84
EBITDA	323.35	426.52	420.17	491.94
EPS (摊薄)	0.40	0.45	0.52	0.63

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入增长率	0.15%	-11.10%	7.94%	20.37%
营业利润增长率	-26.49%	26.07%	7.78%	22.44%
归属于母公司净利润增长率	-25.95%	11.80%	16.63%	20.97%
获利能力				
毛利率	36.53%	41.10%	41.40%	42.20%
净利率	14.64%	18.43%	19.92%	20.01%
ROE	7.93%	8.26%	8.96%	9.93%
ROIC	6.27%	6.69%	7.00%	7.89%
偿债能力				
资产负债率	11.69%	6.74%	8.36%	7.76%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.62	10.11	8.04	8.87
速动比率	4.31	9.61	7.68	8.44
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.41	0.42	0.46
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.45	0.52	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.20	0.74	0.47
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.56	6.04	6.62
估值比率				
P/E	23.74	50.11	42.97	35.52
P/B	1.82	4.02	3.70	3.38
EV/EBITDA	15.16	31.07	30.87	25.89
永续增长率	3.00%		WACC	10.60%
终值	3563.84		Ke	10.60%
企业价值	6329.64		Kd	5.77%
非核心资产价值	3017.64		t	11.98%
债务价值	2.53		Rf	4.00%
股权价值	9337.13		Rm	10.00%
股本	692.00		Rm-Rf	6.00%
每股价值	13.49		Beta	1.10



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。