

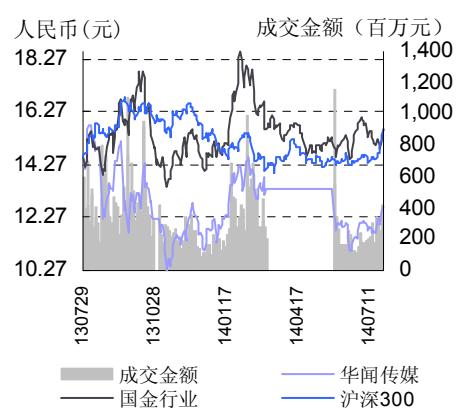
市价(人民币)：12.68元

## 全牌照全媒介布局完成，资源整合任重道远

长期竞争力评级：等于行业均值

### 市场数据(人民币)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 1,359.32    |
| 总市值(百万元)     | 23,410.61   |
| 年内股价最高最低(元)  | 15.77/10.27 |
| 沪深300指数      | 2323.90     |
| 深证成指         | 7808.66     |



### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2012     | 2013     | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.198    | 0.285    | 0.491    | 0.471    | 0.577    |
| 每股净资产(元)    | 2.24     | 2.39     | 2.76     | 3.10     | 3.54     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.14     | 0.50     | 0.12     | 0.48     | 0.59     |
| 市盈率(倍)      | 33.47    | 41.62    | 25.82    | 26.92    | 21.98    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 19.14    | 38.79    | 37.42    | 37.42    | 37.42    |
| 净利润增长率(%)   | 5.35%    | 95.59%   | 72.06%   | -4.09%   | 22.46%   |
| 净资产收益率(%)   | 8.83%    | 11.92%   | 17.82%   | 15.21%   | 16.28%   |
| 总股本(百万股)    | 1,360.13 | 1,846.26 | 1,846.26 | 1,846.26 | 1,846.26 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 全牌照全媒介布局完成，资源整合任重道远：（1）2006开始，公司实施战略重组，转型传媒业务，实际控制人变更为中国国际广播电台（CRI）；（2）CRI拥有国内传媒领域全牌照，旗下互联网电视牌照运营方国广东方（36.82%）、手机电视牌照运营方国视通（100%）已完成部分或全部资产注入；（3）13-14年又陆续收购国广光荣（广播广告），华商传媒（纸媒）（31.75%）、精视文化（楼宇广告）（60%）部分或全部股权，至此，报纸、广播、互联网、移动互联网等全媒介布局完成。（4）将旗下新闻/财经资讯、影视、漫画、教育等内容，通过全媒介向用户输出，同时为广告主提供全案营销方案为公司长远战略，资源整合任重道远。
- 总局整顿互联网电视利好牌照商，移动视频受益于4G和智能手机普及：（1）6-7月，广电总局4次出手严厉整顿互联网电视，利好牌照商；（2）4G时代到来，智能手机普及给移动视频带来利好，前付费运营商视频和后付费在线视频短期将共存，前者平稳，后者迎来高增长。
- 牌照在手，补齐短板是当务之急，长期看整合协同效应：（1）通过国广东方和国视通进行内容资源整合输出是公司战略制高点，OTT需牌照、内容、资金和渠道，影视内容引入战略投资者优酷，通过电信运营商解决资金来源和产品推广渠道，有望在OTT领域占据一席之地；国视通以25.6%的份额成为中国移动视频基地最大内容运营商，和掌亿视通发展后付费视频为未来方向。（2）除牌照、媒介资源外，其收购的漫友文化、太傻留学网等也相当优质，有效整合带来协同效应将决定未来成长空间。

### 盈利预测及投资建议

- 预计14-16年EPS分别为0.49、0.47、0.58元，14年初收购国视通、掌亿视通等5家公司，总股本将增至20.55亿，按承诺业绩将分别增厚14-16年净利润2.20、2.94、3.94亿，14-16年备考EPS分别为0.55、0.57、0.71元，当前股价对应14-16年PE分别为23、22、18倍，估值不高；首次评级“增持”，公司全牌照全媒介已布局完成，后续将进行资源整合，短期总局严整互联网电视而公司积极引入战略投资者优酷借力发展有望带来股价催化，建议在创业板调整过程中进行布局，目标价15元。

### 风险

- 收购标的业绩不达预期，整合进度低于预期。

张燕

分析师 SAC 执业编号：S1130513080007  
(8621)60230245  
zhang\_yan@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 全牌照全渠道布局完成，资源整合任重道远.....          | 4  |
| 公司概况：系列并购完成，布局互联网平台型传媒集团 .....    | 4  |
| 稀缺性牌照，全媒介布局，整合任重道远 .....          | 5  |
| 总局整顿利好牌照商，亟需影视内容、资金和渠道配合 .....    | 7  |
| 互联网电视：总局整顿互联网电视，牌照商话语权变强 .....    | 8  |
| 利益博弈下的四种视听新媒体形态，与 OTT 融合是必然 ..... | 8  |
| 总局重拳整顿互联网电视，牌照商话语权加强 .....        | 9  |
| 手机视频：运营商视频和在线视频并存，移动在线视频有望加快 ...  | 10 |
| 手机视频产业链：内容提供方、内容聚合方、牌照商和运营商 ..... | 10 |
| 运营商视频和在线视频并行，移动在线视频发展有望加快 .....   | 12 |
| 盈利预测及投资建议 .....                   | 14 |
| 盈利预测 .....                        | 14 |
| 投资建议 .....                        | 15 |
| 附录：主要子公司简介 .....                  | 15 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....                 | 18 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：2006-2014 年华闻传媒收购概览 .....       | 4  |
| 图表 2：2006-2013 年收入、净利润及增速 .....      | 5  |
| 图表 3：2007-2013 年主营业务收入结构 .....       | 5  |
| 图表 4：2007-2013 年主要子公司收入 .....        | 5  |
| 图表 5：细分业务毛利率 .....                   | 5  |
| 图表 6：互联网电视集成播控牌照 .....               | 6  |
| 图表 7：手机电视集成播控牌照商和自办内容牌照商 .....       | 6  |
| 图表 8：华闻传媒战略 .....                    | 7  |
| 图表 9：OTT 竞争主体情况 .....                | 8  |
| 图表 10：电视机产业链及相关公司 .....              | 9  |
| 图表 11：两大利益主体、四大竞争主体及新媒体形态 .....      | 9  |
| 图表 12：中国移动端视频产业链 .....               | 12 |
| 图表 13：运营商用户付费规模及增速 .....             | 13 |
| 图表 14：移动网络视频规模及增速 .....              | 13 |
| 图表 15：运营商视频和在线视频区别 .....             | 13 |
| 图表 16：主要在线视频企业对比分析 .....             | 14 |
| 图表 17：2007-2013 年华商传媒收入、净利润及增速 ..... | 15 |
| 图表 18：2007-2013 年时报传媒收入、净利润及增速 ..... | 15 |

图表 19: 主要子公司业绩承诺 ..... 17

## 全牌照全渠道布局完成，资源整合任重道远

### 公司概况：系列并购完成，布局互联网平台型传媒集团

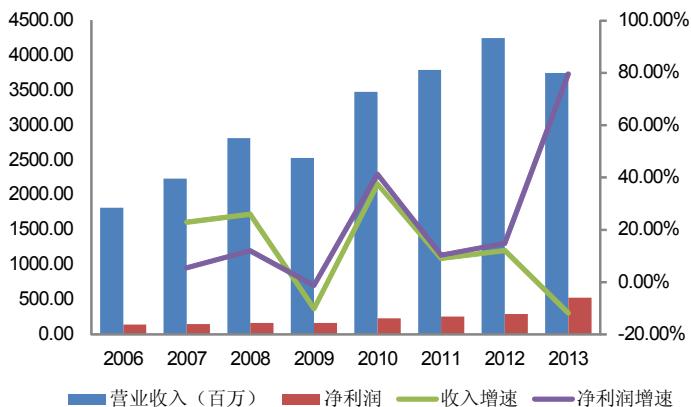
- 华闻传媒自 2006 年实施战略重组以来，陆续收购华商传媒、国广东方、国广光荣、国视通讯等相关资产，至 2014 年已完成全牌照全媒介布局，公司实际控制人为中国国际广播电台；06-13 年，收入贡献主要来自旗下子公司华商传媒，其拥有“六报五刊五网”独家广告经营权，13-14 年完成国广光荣、国视通讯、掌亿视通、精视文化等新媒体收购后，为今后业绩快速增长奠定了基础（详见附录）。
- 华闻传媒前身是海南石化煤气股份有限公司，于 1997 年在深交所上市；2006 年实施战略重组，逐渐剥离房地产等业务，转型布局传媒，8 月收购陕西华商传媒集团有限责任公司 30% 股权，9 月收购证券时报 84% 股权，11 月更名为华闻传媒集团有限责任公司，2007 年 12 月收购华商传媒 31.25% 股权，并启动华商报系其他三地经营公司控股权的收购；2011 开始进行新媒体布局，2011 年 8 月增持国广东方 44.18% 股权，2013 年 1 月收购北京国广光荣 100% 股权，澄怀科技 100% 股权，2013 年 7 月收购华商传媒剩余 38.75% 股权及华商传媒 8 家附属公司的少数股东权益，2014 年 4 月，陆续收购国视通讯（100%）、掌亿视通（100%）、精视文化（60%）、漫友文化（85.61%）、邦富软件（100%）全部或部分股权，14 年 7 月，参股公司国广东方引入战略投资者优酷。至此，华闻传媒的全牌照全媒介布局基本完成，公司控股股东为国广环球资产管理有限公司，持股比例为 14.47%，实际控制人为中国国际广播电台。
- 公司主营转型传媒业务后，收入自 2006 年的 22.34 亿增长至 2013 年的 37.50 亿，6 年复合增速为 9%，归属于上市公司所有者的净利润由 1.49 亿增长至 5.27 亿，复合增速为 23.51%，13 年净利润增速高为 79.57%，主要系其子公司华商传媒减持上市公司三六五网股权使得投资收益大增所致，其余年份收入和净利润增速相对平缓；公司 70% 收入贡献来自传媒业务，按子公司拆分，华商传媒独占 60% 份额，是贡献主力，华商主营“六报五刊五网”，近年来互联网对传统媒体替代明显，致报纸、杂志等传统媒介收入增速趋缓；2011 年以来收购一系列新媒体公司国广光荣、澄怀科技、国视通讯、掌亿视通、精视文化、漫友文化、邦富软件等，为今后业绩快速增长奠定了基础。

图表1：2006-2014年华闻传媒收购概览

| 2006-2014年收购概览           |                 |                      |   |                  |                     |                                    |  |
|--------------------------|-----------------|----------------------|---|------------------|---------------------|------------------------------------|--|
| 重组开始，平面媒体布局阶段（2006-2007） |                 |                      | 新媒体布局阶段（2011-2014）                      |                  |                     |                                    |  |
| 2006<br>8月               | 2007<br>9月      | 2007<br>11月          | 2011<br>8月                              | 2012<br>11月      | 2013<br>1月          | 2014<br>4月                         |  |
| 收购陕西华商传媒 30% 股权          | 收购深圳证券时报 84% 股权 | 变更为华闻传媒投资有限公司 84% 股权 | 收购陕西华商传媒 31.25% 股权，并启动华商报系其他三地经营公司控股权收购 | 增持国广东方 44.18% 股权 | 实际控制人变更国广环球传媒控股有限公司 | 收购国广光荣、澄怀科技 100% 股权及 8 家附属公司少数股东权益 | 收购国视通讯（100%）、掌亿视通（100%）、精视文化（60%）、漫友文化（85.61%）、邦富软件（100%）全部或部分股权 |

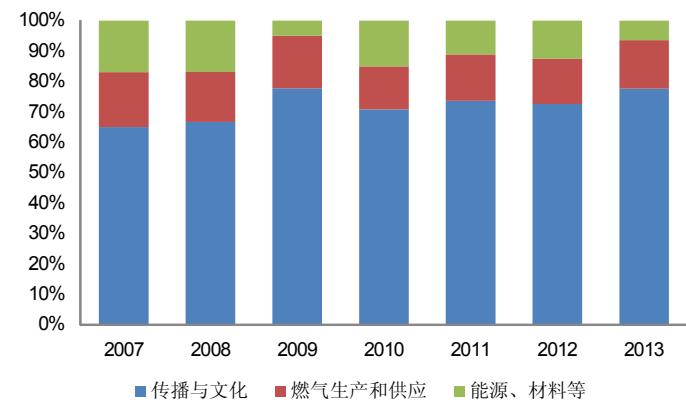
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 2006-2013年收入、净利润及增速

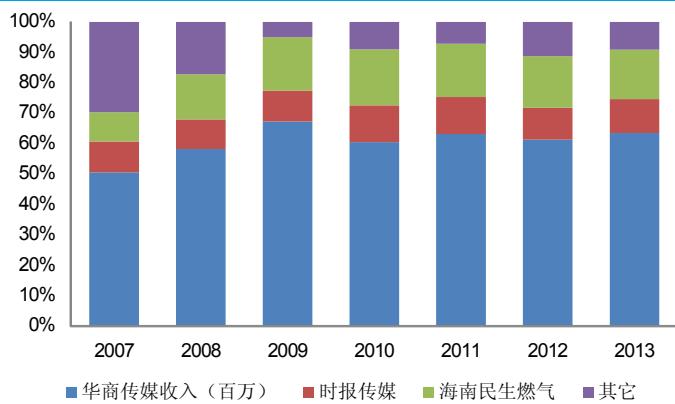


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 2007-2013年主营业务收入结构

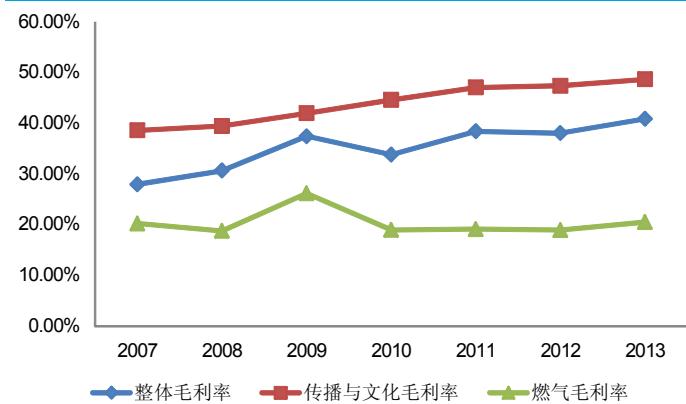


图表4: 2007-2013年主要子公司收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5: 细分业务毛利率



### 稀缺性牌照，全媒介布局，整合任重道远

- **华闻传媒大股东中国国际广播电台拥有国内传媒领域最全面的媒体经营牌照，包括广播、网络视频、手机电视、互联网电视、IPTV等，其控股36.82%的国广东方主要负责互联网电视平台的建设和运营，为全国七张互联网电视牌照方之一，100%控股的国视通则为全国六张手机电视牌照运营方之一，均已注入上市公司；后又经过一系列的并购，现上市公司已拥有报纸、广播、互联网、移动互联网、楼宇等多种媒介，欲利用全牌照资源，将旗下新闻/财经资讯、影视、漫画、教育等内容，通过全媒介向用户输出，同时为广告主提供全案营销方案为公司长远战略，资源整合任重道远。**
- **强大股东背景：**大股东中国国际广播电台拥有国内传媒领域最全面的媒体经营牌照，包括广播、网络视频、手机电视、互联网电视、IPTV、电视频道、报刊、出版社等。
- **稀缺性牌照：**国广东方主要负责互联网电视平台的建设和运营，为全国七张互联网电视牌照方之一；国视通为全国六张手机电视牌照运营方之一。
- **全媒介布局：**平面媒介——拥有华商报、华商晨报、新文化报、重庆时报、证券时报独家广告代理经营权；广播媒介——国广光荣拥有国际台三套对内频率经营及听众互动平台；互联网媒介——华商网（陕西第一综合城市门户网）、辽一网（辽宁第一门户网）、重庆时报

网、新文化网、太傻网（处于行业前列的留学及考试教育在线网站）、证券时报网（三大信披指定网站）等；**移动互联网媒介**——国视通讯、掌亿视通；**楼宇媒介端**——精视文化是国内第二大楼宇广告企业。

- **优质内容：**除稀缺性牌照和全渠道布局外，公司还拥有优质内容资源。**财经资讯**（时报传媒）——股票、基金、期货、上市公司研究报告等；**新闻资讯**（华商报等）——都市资讯、环球资讯、中华新闻等；**娱乐内容**（国视通讯等）——手机视频、手机游戏、娱乐资讯等；**文化内容**（优土、漫友文化、太傻网等）——影视（优土）、漫画、教育、网络文学等。
- **整合任重道远：**利用全牌照资源，将旗下新闻/财经资讯、漫画、教育等内容，通过全媒介向用户输出，同时为广告主提供全案营销方案为公司长远战略。对于公司强的股东背景、稀缺牌照资源和全媒介布局我们给予肯定，但如何将旗下众多关系并不紧密的优质资源整合进而输出获得盈利是公司未来很长一段时间所面临的任务，整合之路任重道远。

图表6：互联网电视集成播控牌照

| 牌照商      | 验收时间     | 集成平台播出呼号  | 内容平台播出呼号      | 运营主体              |
|----------|----------|-----------|---------------|-------------------|
| 央视国际     | 2010年6月  | 中国互联网电视   | 中国网络电视台-互联网电视 | 未来电视有限公司          |
| 百视通      | 2010年7月  | BBTV网视通   | 东方网络电视        | 百视通新媒体股份有限公司      |
| 杭州华数     | 2010年8月  | 华夏互联网电视   | 华数互联网电视       | 华数传媒网络有限公司        |
| 南方传媒     | 2011年3月  | 互联八方      | 云视听           | 广东南广影视互动技术有限公司    |
| 湖南电视台    | 2011年5月  | 和丰互联网电视   | 芒果TV          | 快乐阳光互动娱乐传媒有限公司    |
| 中国国际广播电台 | 2011年6月  | 环球网视      | CIBN互联网电视     | 国广东方网络（北京）公司      |
| 中央人民广播电台 | 2011年11月 | 中央银河互联网电视 | 央广TV          | 央广新媒体文化传媒（北京）有限公司 |

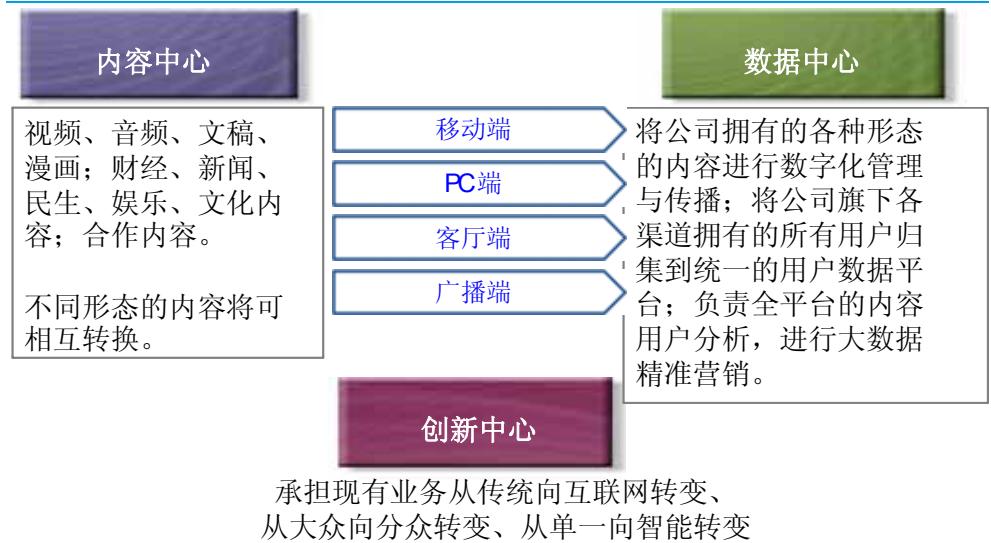
来源：国金证券研究所

图表7：手机电视集成播控牌照商和自办内容牌照商



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表8：华闻传媒战略



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 总局整顿利好牌照商，亟需影视内容、资金和渠道配合

- 近期总局4次重拳出击整顿互联网电视，牌照商话语权进一步加强，也为广电系企业发展互联网电视赢得一定时间窗口；牌照、内容、资金和渠道是互联网电视发展必备的四大基本条件，华闻传媒拥有稀缺性牌照资源，自有资讯内容，正加强影视内容、资金和渠道配合。
- 6-7月，总局4次重拳出击整顿互联网电视，虽然早在181号文中对互联网电视已明确提出监管，但此次整顿力度和速度空前，对牌照商无疑是最大利好，使得其话语权进一步加强；总局管控短期将给牌照商、有线网带来时间窗口，在可预见的未来，广电系有望加快内容、平台布局，从而赢得一定市场份额。
- 牌照、内容、资金、渠道是互联网电视快速发展必备的四大基本条件。牌照：七张牌照拥有方之一；内容：资讯内容齐全，影视剧资源和其它应用缺乏，目前在互联网电视领域发展较为出色的企业均拥有大量影视剧、综艺节目版权，如乐视、爱奇艺等，国广东方若想抢占用户，亟需加强影视内容，7月8日，华闻传媒、国广东方、优酷签订《战略合作协议》，合一信息向国广东方增资5,000.00万元，持有国广东方16.67%股权，同时本公司持有国广东方的股权比例也将调整为36.82%，国广东方影视内容得以补全；资金：互联网电视终端产品为机顶盒和智能电视，硬件主要用来累计用户，并不赚钱，用户积累成熟后主要通过广告、点播及增值业务付费获取盈利，因此前期需要大量资金投入，而广电系普遍缺钱，竞争者中大互联网公司和电信运营商可以弥补短板，例：华数传媒与阿里巴巴合作，百视通和电信运营商合作；渠道：目前主要有B2C和B2B两种渠道，B2C直接向用户卖产品，硬件和带宽成本、营销费用自担，B2B主要体现为电信运营商推广，一般硬件、带宽均由电信运营商承担，在电信运营商招标中，我们也经常看到国广东方的身影，华闻自身拥有多种媒介，营销推广较为容易，但若主要采取这种方式，月收入分成因硬件和带宽将大打折扣（以百视通和电信运营商为例，分成一般为3:7），但盈利有保证，待用户数量足够大时，将迎来利润加速拐点。

图表9：OTT 竞争主体情况

| OTT竞争主体/基本条件 | 牌照 | 内容 | 资金 | 渠道 |       |
|--------------|----|----|----|----|-------|
| 广电系          | 有  | 有  | 无  | 无  | 华数传媒  |
| 互联网企业        | 无  | 有  | 有  | 有  | 百视通   |
| 电信运营商        | 无  | 无  | 有  | 有  | TCL   |
| 电视机厂商        | 无  | 无  | 有  | 有  | 创维/兆驰 |

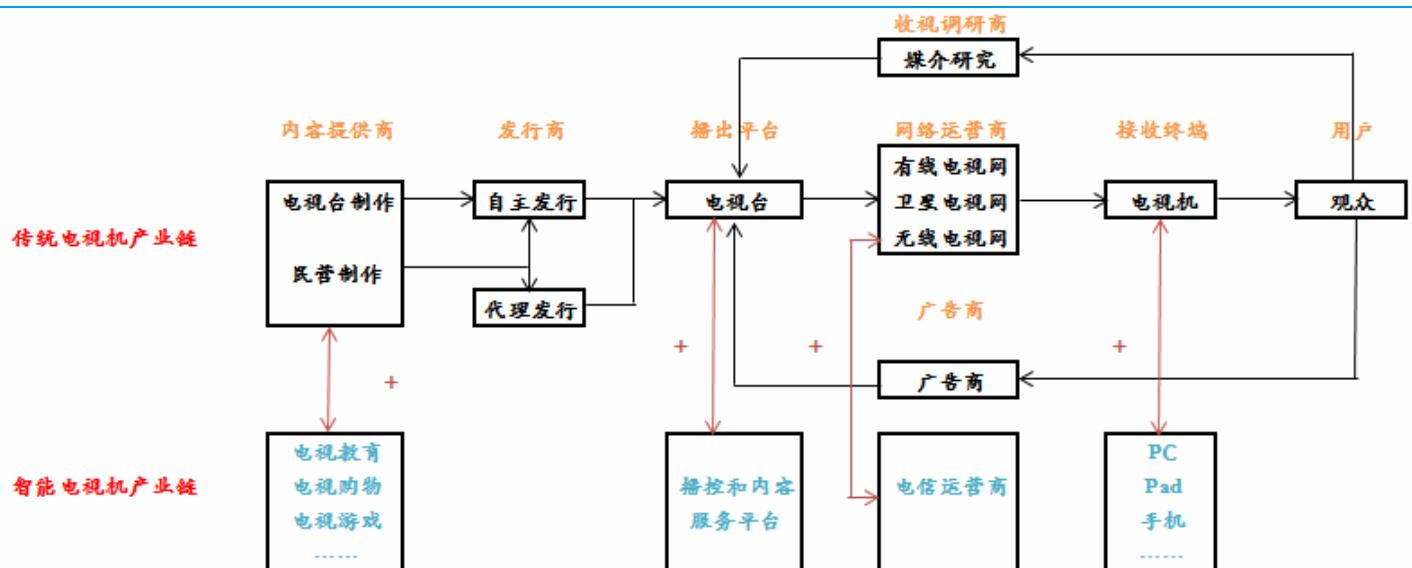
来源：国金证券研究所

## 互联网电视：总局整顿互联网电视，牌照商话语权变强

### 利益博弈下的四种视听新媒体形态，与 OTT 融合是必然

- 技术发展改变了传统电视机产业链的传输渠道、传输模式、接收终端，产生了互动电视、网络视频、IPTV、OTT 四种新媒体形态，但最终其它三种形态都将和 OTT 融合；视听新媒体行业的发展涉及到新闻出版广电总局和工信部两大利益主体，有线网、电视台、电信运营商、互联网厂商四大竞争主体；利益主体地位对等，竞争主体地位差异较大，依次为有线运营商<电信运营商<电视台<互联网厂商。OTT 业务发展需具备牌照、内容、资金、渠道四个基本条件。竞争者主要有竞争者有广电系企业、互联网企业、电信运营商和电视机厂商。
- 技术发展改变了传统电视机产业链的传输渠道、传输模式、接收终端，产生了互动电视、网络视频、IPTV、OTT 四种新媒体形态，但最终都将和 OTT 融合；传统电视机产业链各环节各司其职，电信宽带成为另一传输渠道后，互联网厂商对内容和终端的渗透，将使得来不及作出改变的传统产业退出历史舞台。
- **两大利益主体，四大竞争主体：**视听新媒体行业发展涉及到新闻出版广电总局和工信部两大利益主体，有线网、电视台、电信运营商、互联网厂商四大竞争主体。
- **利益主体地位对等，竞争主体地位差异较大：**如果说总局和工信部，两者地位对等，但竞争主体则包括电视台、有线运营商、电信运营商、互联网厂商；其中电视台和有线运营商归总局管理，1999 年台网分离后现属既合作又竞争兄弟关系，而电信运营商和互联网厂商则归工信部管理；有线运营商和电信运营商同为管道提供商者，但电信运营商拥有多业务牌照资质，有线运营商劣势最为明显，电视台和互联网厂商同属内容提供者，电视台拥有牌照资质，互联网厂商增值内容最多，优势最大，因此四者的排序依次是有线运营商<电信运营商<电视台<互联网厂商。
- **OTT 业务发展必须具备四个基本条件：**（1）牌照；（2）内容；（3）资金；（4）渠道。竞争者有广电系企业、互联网企业、电信运营商和电视机厂商：广电系企业有牌照有内容没钱没渠道，要依托电信运营商或互联网企业的资金和渠道，发展受到政策的扶持；互联网企业有钱有渠道有内容没牌照，牌照是唯一限制互联网企业进入 OTT 领域的门槛，但却是 OTT 领域最为强劲的竞争对手；电信运营商有钱有渠道没钱没牌照，如果不利用资金和渠道进入 OTT 领域，未来将会沦为纯粹的管道商；电视机厂商如若仅依靠卖硬件，在 OTT 领域将只能占据小部分市场。

图表10：电视机产业链及相关公司

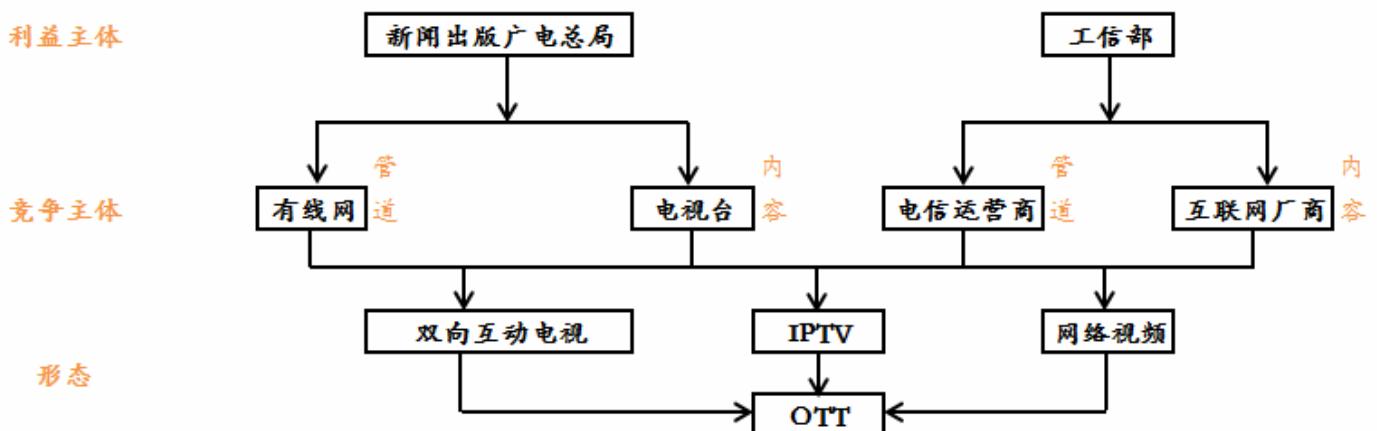


**相关公司**

影视剧提供商：华谊兄弟、华策百纳、华策影视、光线传媒、新文化、中视传媒、各地电视台等  
 有线运营商：华数传媒、歌华有线、电广传媒、广电网络、天威视讯、吉视传媒  
 电视机厂商：海信电器、TCL集团、四川长虹、兆驰股份、深康佳A等  
 媒介调研商：流媒体网、艺恩咨询、艾瑞咨询等  
 电信运营商：中国移动、中国电信、中国联通、鹏博士  
 机顶盒厂商：同洲电子、银河电子、兆驰股份、数码视讯等  
 OTT牌照商：百视通、华数传媒、CNTV、湖南电视台、南方传媒、中国人民广播电台、中国国际广播电台  
 互联网厂商：乐视网、优土、腾讯、阿里巴巴、爱奇艺等

来源：互联网，国金证券研究所

图表11：两大利益主体、四大竞争主体及新媒体形态



来源：国金证券研究所

总局重拳整顿互联网电视，牌照商话语权加强

- 6-7月，总局4次出重拳整顿互联网电视，虽然早在181号文中对互联网电视已明确提出监管，但此次整顿力度和速度空前，对牌照商无疑是最大利好，使得其话语权进一步加强。

- 6月中旬，国家新闻出版广电总局针对互联网电视牌照商，下发了“关闭函”，点名要求华数传媒和阿里巴巴合作推出的“天猫魔盒”、百视通推出的小红互联网机顶盒立即关闭互联网电视终端产品中违规视频软件下载通道。此“关闭函”意味着互联网视频网站内容如优土、搜狐等将不能以独立客户端形式在互联网电视上出现，本身不拥有内容的聚合类视频软件如泰捷、电视猫等将被禁止，对不拥有终端的优土、搜狐影响较大，但同时拥有终端和内容的乐视影响有限。
- 7月4日，在“第三届中国互联网电视产业论坛”上，国家新闻出版广电总局网络视听节目管理司司长罗建辉明确指出“集成牌照将不再发放，内容服务牌照允许省级广电机构正常申请”，7张互联网电视集成播控牌照为CNTV、百视通、华数、南方传媒、湖南电视台（芒果TV）、中国国际广播电台（CIBN）、中央人民电台，14张内容牌照除上述7家外，还包括电影网、城市联合电视台CUTV、北京台、云南台、山东台、湖北台、江苏台。互联网集成播控牌照成稀缺性资源，产业链话语权得到加强。
- 7月9日，新闻出版广电总局发布通知，扩大TVOS智能电视操作系统在有线运营商中的试点范围，今后各地有线运营商发布的OTT机顶盒等终端，应安装使用TVOS1.0软件，不得安装除TVOS外的其它操作系统。此次通知只是在广电系统内部扩大了TVOS 1.0系统的推广力度，由于TVOS标准非国家强制性标准，互联网厂商及其它第三方厂商的OTT电视操作系统并不受此影响。
- 7月11、15日，据传新闻出版广电总局分别约见中央三大台（央视、国广、央广）领导以及广东、浙江、湖南、上海四大台及地方局，就当前的互联网电视管理与经营工作存在的问题和整顿方向及时间提出了明确的要求。批评包括：1)与商业网站合作不规范；2)EPG管理失控；3)终端产品发放未报批；4)与电信运营商违规合作；5)销售渠道混乱；6)与严重违规互联网企业合作问题。整改措施包括：1)立即展开内容整顿；2)推出不同版本EPG必须向总局报备；3)未经批准的终端产品不允许推向市场；4)立即停止与某正查处企业的合作。此次约谈内容严厉超出市场预期，主要体现在：1)内容管理趋严，互联网电视内容必须经过内容服务平台才可对接到播控平台，视频网站均无内容服务牌照，意味着其内容以后可能无法以品牌专区形式在互联网电视中出现，原有盈利模式必然受阻；2)不允许网上售卖机顶盒，目前与牌照商合作的机顶盒均已停止销售，但政策尚未扩展到智能电视；3)媒体称某查处企业即乐视网，从而导致乐视网两天暴跌近20%，直至公司出面澄清将联合地方广电一起申请互联网电视内容牌照，并于复牌后第二天公布和重庆广电战略合作后才短暂平息市场的质疑。
- 无论广电此次一系列发文是否有合理，接下来也是否会出现更加严厉的政策，总之对牌照商和有线网来说是利好，也为广电系企业争取了一定的时间窗口。

手机视频：运营商视频和在线视频并存，移动在线视频有望加快

手机视频产业链：内容提供方、内容聚合方、牌照商和运营商

- 手机视频产业链分运营商视频渠道和在线视频渠道两种，产业链各方包括内容提供商、内容聚合方、牌照商、运营商。内容提供方负责提供视频内容，并确保内容的版权，包括内容的制作方和内容的发行方；内容聚合方不具有内容制作资质，仅负责聚合各CP提供的内容；牌照可分为自办内容牌照和集成播控牌照；运营商是整个产业链中的视频传输通道，提供计费和收费服务，向用户分发视频。

- 移动端视频产业链分运营商视频渠道和在线视频渠道两种：（1）运营商视频渠道，指内容提供方通过集成播控平台和运营商合作，在渠道商的推广下，将视频内容送达用户。其中，内容提供方可直接提供视频内容至集成播控平台，也可通过自办内容牌照商或内容聚合平台提供视频内容至集成播控平台；（2）在线视频渠道，指绕过牌照商和运营商，内容聚合方直接通过在线视频播出平台，向用户提供视频播放业务。无论哪种渠道，在整个产业链中，国家新闻出版广电总局和工信部承担监管角色，对视频内容进行审核、监管。
- 内容提供方负责提供视频内容，并确保内容的版权，包括内容的制作方和内容的发行方，主要有以下三类：（1）广电旗下的传统电视台，如CCTV、北京卫视、湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视等，电视台一般设立记者基站并拥有完整的新闻采编及节目制作团队，主要提供新闻、综艺及电视台独创节目；（2）独立的影视节目制作或出品公司，分电视剧、电影、综艺节目、其他（包括动漫、纪录片等）这几类内容提供方，包括光线传媒、华谊兄弟、中国电影集团公司、华策影视、小马奔腾等知名机构及个人工作室等；（3）UGC 用户自制内容，如中国移动视频基地发起的“G客 G拍”原创视频项目以及优酷土豆、酷6网、56网等网站上的用户上传内容。
- 内容聚合方不具有内容制作资质，仅负责聚合各CP提供的内容，主要分两类：（1）全国或地方广电（或者其下属的手机电视运营机构），如中央电视台、北京广电、浙江广电、湖南广电等；（2）网络视频聚合平台。网络视频聚合平台包括两种，（1）优酷土豆、爱奇艺PPS、PPTV、腾讯视频等购买版权内容的在线视频企业；（2）100TV、开迅、快手、快播、暴风影音、百度视频等不购买版权内容，从拥有版权内容的视频网站抓取视频内容的聚合视频企业。
- 手机电视牌照可分为自办内容牌照和集成播控牌照。（1）自办内容牌照：只能运营自办音频、视频内容，不能集成或审核其他CP（Content Provider，内容提供商）的内容；（2）集成播控牌照：在具有自办内容资质的同时，还可以集成和审核其他CP的内容，又称为全业务资质牌照。集成播控牌照商具有自办内容资质，自办内容牌照商没有集成审核资质。不同于自办内容牌照商，集成播控牌照商除与运营商合作分成外，还有资质审核其他CP向运营商提供的视频内容，根据视频内容及合作方的具体情况，收取3%-5%不等的代审费。
- 运营商是整个产业链中的视频传输通道，提供计费和收费服务，向用户分发视频。运营商和拥有手机电视运营资质的牌照商进行合作，以WAP或客户端的形式向用户提供运营商渠道的手机视频观看业务，以话费支付的方式完成用户手机视频业务的手续费收取。2013年4月之前，用户进行中移动手机视频业务包月之后观看付费视频内容不收取流量费用，2013年4月之后，中移动恢复流量信息费的收取，相当于用户的包月费只为内容付费，观看视频产生的流量额外收费，实施内容计费政策之后，中移动和牌照商的分成比例由6:4变为4:6。

图表12：中国移动端视频产业链



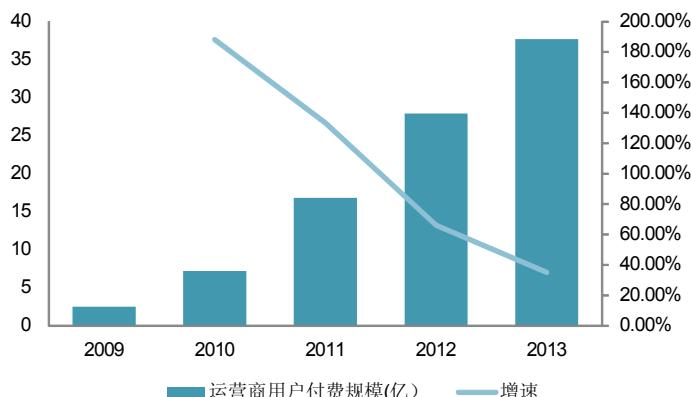
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

运营商视频和在线视频并行，移动在线视频发展有望加快

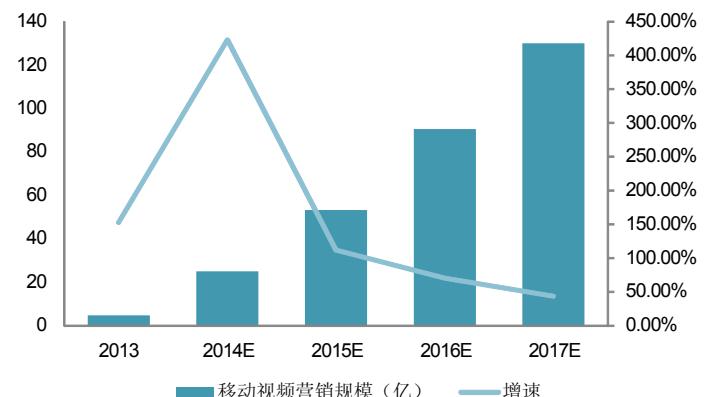
- 2013 年手机运营商视频和在线视频广告收入分别为 37.7 亿和 4.8 亿，预计未来，预计未来前付费的手机运营商视频将保持相对平稳，在线视频有望迎来快速发展。
  - “运营商视频”主要盈利模式是“前向收费”，即运营商向用户收取包月或按次点播的视频内容费用，产业链上游合作者和运营商分成。“在线视频”以“后向收费”为主（即大部分是广告主通过广告平台或广告代理公司在网络视频播出平台上进行广告投放），用户付费（VIP 会员业务）等其他收入作为补充。
  - 2013 年中国运营商用户付费视频行业市场规模为 37.7 亿元，其中，中移动视频基地贡献率最高，超过 50%，预计未来运营商视频行业将继续保持平稳增长态势。2013 年，中国移动端在线视频广告收入为 4.8 亿元，相较于 PC 端体量小，但发展速度较快，2014 年，在线视频企业在移动端商业化布局力度加大，中国移动端网络视频行业广告收入规模或将迎来新突破。
  - 在“中国移动”视频基地中，国视通讯以 25.6% 的份额成为中国移动视频基地最大的内容运营商，截止 2013 年底，国视通讯在“中国移动”视频基地的包月付费用户数超过 600 万人，2013 年分成前用户付费收入超过 4.5 亿元，为运营商视频领域规模最大的企业。移动在

线视频仍以 PC 端在线视频企业优酷土豆、爱奇艺、乐视、腾讯、搜狐视频等为主。

图表13：运营商用户付费规模及增速



图表14：移动网络视频规模及增速



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表15：运营商视频和在线视频区别

|       | 运营商视频                                    | 在线视频  |
|-------|--|---|
| 主要参与者 | 中国移动、中国电信、中国联通三大运营商与手机电视牌照方。             | 分为 PC 端旗下的在线视频企业衍生到移动端和独立的移动端视频企业，以 PC 端旗下的在线视频企业为主。    |
| 用户规模  | 以中移动为例，2013 年底中移动手机视频业务包月付费用户 3,000 万左右。 | 2013 年 10 月，中国移动端在线视频 APP 日均用户规模 6,470 万人，月度活跃用户接近 2 亿。 |
| 用户结构  | 手机用户为主，使用相关视频服务。                         | 互联网人群，依据其互联网使用习惯向移动端过渡（手机、Pad）。                         |
| 营收规模  | 2013 年运营商视频营收接近 40 亿。                    | 2013 年在线视频移动端广告收入接近 5 亿。                                |
| 盈利模式  | 以前向收费为主，分为按次收费和包月收费两种。                   | 以后向收费为主，也有部分的前向收费和电商、游戏联运等收入。                           |
| 支付方式  | 以运营商支付渠道为主，计入用户话费。                       | 主要是网银或支付宝等第三方支付渠道支付。                                    |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：主要在线视频企业对比分析

| 在线视频企业   | 特点  | 在线视频企业   | 特点  |
|--|---|--|---|
| 优酷土豆集团<br>Youku Tudou Inc.   | 优酷发展初期以UGC为基础，现在同时涵盖影视、综艺、UGC/PGC等内容；通过收购内容制作公司向产业链上游渗透；土豆网发展初期以UGC为基础，现在同时涵盖影视、综艺、UGC/PGC等内容 |   | 爱奇艺以影视、综艺等内容为主，确立了PGC发展战略；通过与TCL合作进入互联网电视领域，进而拥有PC、移动端、互联网电视三大播放终端；PPS发展初期以客户端为基础；涵盖影视、综艺等内容；拥有游戏联运业务 |
| <br>乐视网                 | 以影视、综艺等内容为主；与乐视影业形成协同效应向产业链上游拓展；拥有PC、移动端、互联网电视等营销平台，同时能协同乐视影业为广告主提供院线营销服务                     |   | 门户视频，以影视、综艺等内容为主；确立了PGC发展战略；能协同腾讯旗下其他营销资源为广告主提供组合营销服务   |
| <br>搜狐视频<br>tv.sohu.com | 门户视频，以影视、综艺等内容为主；拥有独立的销售团队；能协同搜狐旗下其他营销资源为广告主提供组合营销服务；行业内最早推出美剧频道                              |   | 门户视频，以资讯、纪录片等内容为主；涵盖凤凰卫视全部节目，覆盖时政、财经、军情战武、娱乐时尚、历史文化等类内容   |
| <br>风行网                 | 发展初期以客户端为基础；拥有游戏联运、电商业务；与百视通形成台网协同效应  |   | 发展初期以客户端为基础，涵盖影视、综艺等内容；拥有游戏联运、电商业务  |
| <br>暴风影音<br>BAOFENG.COM | 发展初期以客户端为基础，涵盖电视剧、电影、综艺、动漫等内容，收入来源以广告为主   |   | 发展初期以客户端为基础，客户端兼具本地播放特性；涵盖影视、综艺等内容；拥有游戏联运、电商业务  |
| <br>我乐<br>56.com       | 以UGC作为重要发展战略，内容方面以短视频为主；拥有在线秀场业务（美女主播、我秀）   |  | 以UGC作为核心发展战略；内容方面以短视频为主   |

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

## 盈利预测及投资建议

### 盈利预测

- 预计 14-16 年净利润分别为 9.07、8.70、10.65 亿，即 14-16 年 EPS 分别为 0.49、0.47、0.58 元，14 年初陆续收购国视通讯、掌亿视通等 5 家公司，总股本将增至 20.55 亿，按承诺业绩将分别增厚 14-16 年净利润 2.20、2.94、3.94 亿，14-16 年备考 EPS 分别为 0.55、0.57、0.71 元。
- 收入增速预计逐年提升：当前上市公司收入主要来自华商传媒、时报传媒、燃气生产和供应、太傻网、国广光荣等，其中华商、时报为纸媒，长期趋势增长平缓，太傻、国广东方占比略小，又 13 年开始逐渐剥离能源/材料/机械电子部分业务（14 年影响收入 2.5 亿），而目前投入较大的国广东方预计在明年才能有一定贡献，因此预计 14-16 年收入增速为-8%、8%、15%。
- 毛利率先升后稳：占全年公司收入 6.7% 的能源/材料/机械电子业务毛利为亏损，剥离后，毛利率会有所上升，从 14 年中期来看，其毛利率已由 40.9% 上升至 47.79%，因原有大部分业务均是纸媒，毛利率相对稳定，预计 14-16 年毛利率稳定在 46%。
- 投资收益：截止 2014 年中期，投资收益 3.53 亿，下半年再无资产处置计划，预计全年 3.8 亿，为了平滑业绩，假设 15-16 年投资收入为 2 个亿。
- 由此预计 14-16 年净利润分别为 9.07、8.70、10.65 亿，即 14-16 年 EPS 分别为 0.49、0.47、0.58 元，14 年初陆续收购国视通讯、掌亿视通等 5 家公司，总股本将增至 20.55 亿，按承诺业绩将分别增厚

14-16 年净利润 2.20、2.94、3.94 亿，14-16 年备考 EPS 分别为 0.55、0.57、0.71 元。

### 投资建议

- 当前股价对应 14-16 年 PE 分别为 23、22、18 倍，估值不高；首次评级“增持”，公司全牌照全媒介已布局完成，后续将进行资源整合，短期总局严整互联网电视而公司积极引入战略投资者优酷借力发展有望带来股价催化，建议在创业板调整过程中进行布局，目标价 15 元，对应 14 年 PE 为 27 倍（对于投资收益给予一定折价）。

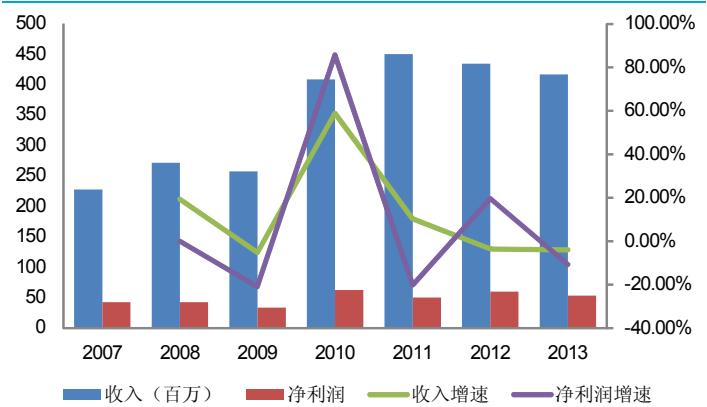
### 附录：主要子公司简介

- **华商传媒：**华闻传媒 06-07 年先后收购 30%、31.25% 股权，13 年完成剩余 38.75% 股权收购，成为华闻传媒 100% 控股子公司，也是近些年华闻收入和净利润的主要贡献者。华商传媒成立于 2000 年 8 月，独家代理华商报业“四报/五刊/五网”的广告、发行、印刷等业务，“四报”包括西安《华商报》、长春《新文化报》、沈阳《华商晨报》、重庆《重庆时报》；“五刊”包括《钱经》、《淑媛》、《自驾游》、《大众文摘》、《房周刊》、五网包括华商网、辽一网、新文化网、橙网、123hi。2007-2013 年，华商传媒收入由 11.28 亿增长至 23.53 亿，6 年复合增速为 13%，净利润由 1.63 亿增长至 6.49 亿，复合增速为 25.93%，13 年收入增速为 -6.99%，净利润增速为 78.05%，不考虑出售三六五网股权所获投资收益，净利润增速与 12 年基本持平，自 07 控股权被华闻收购以来，仅 09 年和 13 年收入和业绩增速趋缓，其余年份表现尚可，09 年由金融危机导致，13 年则是因新媒体对传统媒体的替代所致。2013 年对华商剩余 38.75% 股权进行收购后，14-16 年业绩承诺分别为 1.42、1.57、1.72 亿，即整体业绩承诺分别为 3.68、4.04、4.44 亿，年均复合增速 10%。
- **时报传媒：**2006 年华闻传媒收购证券时报 84% 股权，《证券时报》是人民日报社主管主办的全国性财经证券类日报，是中国证监会指定披露上市公司信息、中国保监会指定披露保险信息、中国银监会指定披露信托公司信息的报刊。时报传媒于 2006 年 7 月 31 日与证券时报社签订了《经营业务授权协议》，证券时报社授予时报传媒有关《证券时报》的商业广告、财经信息的咨询策划、设计制作与代理发布等相关业务的独家经营权，期限为期三十年，自 2006 年 8 月 1 日起至 2036 年 7 月 31 日止，时报传媒于期限届满前 36 个月向证券时报社提出续约请求的，证券时报社应予同意，该协议可自动续期。2011-2013 年时报传媒分别实现收入 4.51、4.35、4.17 亿元，净利润 5011、5995、5355 万元。

图表17：2007-2013 年华商传媒收入、净利润及增速



图表18：2007-2013 年时报传媒收入、净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **国广光荣：**2013 年 1 月收购其 100% 股权，国广光荣拥有国际台广播频率商业广告的独家经营权，主营包括国际台对内三套广播频率：环球资讯广

播、劲曲调频和轻松调频的广告运营。环球资讯频道于 2005 年 9 月开播，为新闻资讯，在全国主要一线及二线城市均以落地，劲曲调频 2003 年 4 月开播，为流行音乐广播，在北京、上海、广州落地，轻松调频 1986 年 10 月开播，为对内英语广播播出平台，在上海、合肥、拉萨等城市落地。**2012-2013 年分别实现营业收入 1.56、1.35 亿元，实现净利润 4763、6289 万元，14-16 年业绩承诺分别为 7227、8504、8504 万元。**

- **精视文化：**2014 年 3 月收购其 60% 股权，公司国内第二大电梯广告企业，自有媒体在 8 个城市超过 80000 个版位，城市主要中心区域市场占有率达到 70%。在杭州市场拥有 4200 多部电梯资源和 300 多个高档商务楼等候厅播放的高清数字 3.0 大屏，广告位超过 15000 多个，涉及 800 多个社区、商务楼；成都市场拥有版位数将近 23000 个，太原版位数达到 12000 多个；青岛/济南/石家庄三地合计达到 18000 多个，南京/常州二地合计达到 13000 个；未来精视文化的 80000 块广告位的广告屏将成为华闻传媒重要的内容出口之一，成为华闻传媒全媒体内容平台丰富的内容资源，也能提升精视文化广告屏幕对用户的吸引力，提升其媒体资源的广告价值。**2012-2013 年分别实现营业收入 1.09、1.28 亿，实现净利润 2088、4938 万，14-16 年业绩承诺分别为 6000、8000、10000 万。**
- **国广东方：**主要负责中国国际广播电视台网络台（CIBN）互联网电视平台的建设和运营，具有巨大的牌照经营价值。国际台拥有国家新闻出版广电总局下发的七张互联网电视牌照之一。截至目前，国广东方与四川电信等战略合作方合作落地项目达到 18 个，其中 10 个项目已实现平台对接，付费用户将快速提升。**2012-2013 年分别实现营业收入 1.56、1.35 亿，实现净利润 4763、6289 万，14-16 年业绩承诺分别为 7227、8504、8504 万。**
- **澄怀科技：**创立了留学及考试教育在线网站“太傻网”。目前，网站注册用户已超过 220 万人，每年新增注册用户超过 50 万人，独立 IP 访问量超过 2200 万/年，网站的用户访问量超过 3 亿次/年。“太傻网”平台覆盖全国 211 重点高校在校学生，定期在校举办推广活动，在 16-26 岁青年学生中有很好的品牌认可度。“太傻论坛”日均 IP、日均 PV 值、百度权重、收录数量、反向链接等指标均处于行业前列。太傻网不断拓宽业务纵深：英语考试辅导服务，在线培训，留学理财等业务逐渐成为公司新的盈利增长点。**2012-2013 年分别实现营业收入 1.47、1.33 亿，实现净利润 3559、3184 万，14-15 年业绩承诺分别为 6450、8750 万。**
- **国视通讯：**2014 年 3 月收购其 100% 股权，是国内领先的运营商视频内容服务提供商，是广电总局发放的六张手机电视集成播控牌照运营商中收入规模和用户数量最大的一家，目前与中国移动、中国电信和中国联通三大移动网络运营商均开展基于移动音视频内容服务的合作。在“中国移动”视频基地中，国视通讯以 25.6% 的份额成为中国移动视频基地最大的内容运营商，截止 2013 年底，国视通讯在“中国移动”视频基地的包月付费用户数超过 600 万人，遥遥领先于其他内容运营商，2013 年分成前用户付费收入超过 4.5 亿元，成为运营商视频领域规模最大的企业。**2013 年实现营业收入 2.27 亿，净利润 1767 万，14-16 年业绩承诺分别为 2014、2693、3658 万。**
- **掌视亿通：**2014 年 3 月收购其 100% 股权，基于先进的移动视频压缩及编码技术、丰富的渠道资源和管理经验，是国内领先的运营商视频内容营销与推广平台，也是国视通讯最大的运营商视频内容营销及推广伙伴。掌视亿通具有自主知识产权的媒资管理平台、渠道策略平台、渠道数据查询平台具备较强的数据管理和分析能力。**2012-2013 年收入分别为 1.29、2.31 亿，净利润分别为 3220、7182 万，14-16 年业绩承诺分别为 9035、11700、15900 万。**
- **邦富软件：**2014 年 3 月收购其 100% 股权，公司具备大数据和技术积累优势，未来将成为华闻传媒内容平台庞大用户和数据的大数据引擎，提升用户服务、增强用户粘性、挖掘用户价值。**2012-2013 年分别实现营业收入为 330、6274 万，净利润 435、2824 万元，14-16 年业绩承诺分别为 5000、7200、9600 万。**

■ **漫友文化**: 2014 年 3 月收购其 85.61% 股权, 是国内第一大原创漫画平台, 多年来, 积累了丰富的漫画人才和作品资源, 培养了千万级忠实的“漫迷”, 拥有巨大的动漫产业链优质 IP 入口和平台价值。漫友文化运营《漫友》(半月刊)、《漫画世界》(周刊)等知名品牌漫画期刊, 推出销量 4500 万的《乌龙院》及 3800 万册的《爆笑校园》等过千种畅销漫画, 累积动漫作品 4 万余部, 发行漫画书刊 5.2 亿册。漫友文化先后打造了 BENJAMIN、寂地、客心、丁冰、朱斌、十九番、韩露、夏达等数百位漫画明星, 签约漫画家(工作室)接近 100 位(家), 长期合作的漫画家逾 300 人。是承办国家文化部等十部委主办的“首届中国动漫艺术大展”及中国国际漫画节(全国顶级 3 大动漫节展之一)的策划和服务单位。**2012-2013 年收入分别为 1.47、1.53 亿, 净利润分别为 217、1647 万, 14-16 年业绩承诺分别为 2700、3500、5000 万。**

图表19: 主要子公司业绩承诺(单位: 百万)

| 子公司  | 主营业务        | 股权比例   | 2012              | 2013              | 2014E           | 2015E           | 2016E          |
|------|-------------|--------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 国广光荣 | 电台广播广告经营权   | 100%   | 155.98<br>47.63   | 134.52<br>62.89   | 72.27           | 85.04           | 85.04          |
| 时报传媒 | 财经报媒广告经营权   | 84%    | 434.58<br>59.95   | 416.95<br>53.55   | 60.00           |                 |                |
| 澄怀科技 | 留学资讯门户网站    | 100%   | 147.01<br>35.59   | 133.36<br>31.84   | 64.50           | 87.50           |                |
| 国视通讯 | 手机视频内容服务提供商 | 100%   |                   | 227.20<br>17.67   | 272.82<br>20.14 | 335.48<br>26.93 | 414.4<br>36.58 |
| 掌视亿通 | 视频内容营销与推广平台 | 100%   | 128.87<br>32.20   | 230.57<br>71.82   | 90.35           | 117.00          | 159.00         |
| 精视文化 | 电梯广告经营      | 60%    | 103.11<br>20.88   | 129.70<br>49.38   | 60.00           | 80.00           | 100.00         |
| 邦富软件 | 舆情营销        | 100%   | 33.8<br>4.35      | 62.74<br>28.24    | 50.00           | 72.00           | 96.00          |
| 漫友文化 | 漫画内容聚合平台    | 85.61% | 146.84<br>2.17    | 153.25<br>16.47   | 27.00           | 35.00           | 50.00          |
| 华商传媒 | 报媒          | 100%   | 2529.96<br>365.02 | 2353.04<br>649.92 | 367.59          | 404.21          | 444.38         |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) |        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 主营业务收入       | 3,794  | 4,095  | 3,750  | 3,450  | 3,726  | 4,284  |
| 增长率          | 7.9%   | -8.4%  | -8.0%  | 8.0%   | 15.0%  |        |
| 主营业务成本       | -2,335 | -2,557 | -2,216 | -1,863 | -2,012 | -2,314 |
| % 销售收入       | 61.5%  | 62.4%  | 59.1%  | 54.0%  | 54.0%  | 54.0%  |
| 毛利           | 1,459  | 1,538  | 1,533  | 1,587  | 1,714  | 1,971  |
| % 销售收入       | 38.5%  | 37.6%  | 40.9%  | 46.0%  | 46.0%  | 46.0%  |
| 营业税金及附加      | -138   | -143   | -91    | -53    | -57    | -66    |
| % 销售收入       | 3.6%   | 3.5%   | 2.4%   | 1.5%   | 1.5%   | 1.5%   |
| 营业费用         | -465   | -501   | -544   | -483   | -484   | -514   |
| % 销售收入       | 12.3%  | 12.2%  | 14.5%  | 14.0%  | 13.0%  | 12.0%  |
| 管理费用         | -255   | -270   | -303   | -276   | -261   | -257   |
| % 销售收入       | 6.7%   | 6.6%   | 8.1%   | 8.0%   | 7.0%   | 6.0%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 601    | 625    | 595    | 775    | 911    | 1,134  |
| % 销售收入       | 15.8%  | 15.3%  | 15.9%  | 22.5%  | 24.5%  | 26.5%  |
| 财务费用         | -33    | -39    | -46    | -24    | -19    | -5     |
| % 销售收入       | 0.9%   | 0.9%   | 1.2%   | 0.7%   | 0.5%   | 0.1%   |
| 资产减值损失       | 10     | -13    | -13    | -8     | -8     | -8     |
| 公允价值变动收益     | -26    | 15     | -4     | -5     | -5     | -5     |
| 投资收益         | 43     | 60     | 417    | 380    | 200    | 200    |
| % 税前利润       | 7.0%   | 9.1%   | 40.3%  | 33.4%  | 18.2%  | 15.0%  |
| 营业利润         | 596    | 649    | 949    | 1,117  | 1,080  | 1,315  |
| 营业利润率        | 15.7%  | 15.8%  | 25.3%  | 32.4%  | 29.0%  | 30.7%  |
| 营业外收支        | 18     | 11     | 85     | 20     | 20     | 20     |
| 税前利润         | 614    | 660    | 1,034  | 1,137  | 1,100  | 1,335  |
| 利润率          | 16.2%  | 16.1%  | 27.6%  | 33.0%  | 29.5%  | 31.2%  |
| 所得税          | -106   | -126   | -131   | -171   | -165   | -200   |
| 所得税率         | 17.3%  | 19.1%  | 12.7%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 净利润          | 508    | 534    | 903    | 967    | 935    | 1,135  |
| 少数股东损益       | 252    | 264    | 376    | 60     | 65     | 70     |
| 归属于母公司的净利润   | 256    | 269    | 527    | 907    | 870    | 1,065  |
| 净利率          | 6.7%   | 6.6%   | 14.1%  | 26.3%  | 23.3%  | 24.9%  |

| 现金流量表 (人民币百万元) |      |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润            | 508  | 534  | 903  | 967   | 935   | 1,135 |
| 少数股东损益         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出          | 104  | 130  | 135  | 126   | 130   | 135   |
| 非经营收益          | 20   | -16  | -419 | -348  | -174  | -174  |
| 营运资金变动         | 2    | -462 | 313  | -515  | -4    | -4    |
| 经营活动现金净流       | 634  | 186  | 932  | 229   | 886   | 1,092 |
| 资本开支           | -123 | -304 | -106 | -688  | -40   | -40   |
| 投资             | -629 | -224 | -453 | -300  | -240  | -200  |
| 其他             | 17   | 35   | 201  | 375   | 195   | 195   |
| 投资活动现金净流       | -735 | -493 | -358 | -613  | -85   | -45   |
| 股权募资           | 69   | 1    | 10   | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资           | 333  | 362  | -136 | -192  | 0     | 0     |
| 其他             | -330 | -295 | -101 | -65   | -281  | -281  |
| 筹资活动现金净流       | 72   | 69   | -227 | -257  | -281  | -281  |
| 现金净流量          | -29  | -238 | 347  | -641  | 521   | 766   |

来源：公司年报、国金证券研究所

| 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
| 货币资金            | 1,280        | 1,044        | 1,459        | 818          | 1,339        | 2,104        |
| 应收款项            | 305          | 550          | 742          | 665          | 718          | 826          |
| 存货              | 294          | 372          | 232          | 230          | 248          | 285          |
| 其他流动资产          | 288          | 316          | 273          | 586          | 593          | 608          |
| 流动资产            | 2,167        | 2,282        | 2,707        | 2,298        | 2,898        | 3,824        |
| %总资产            | 41.3%        | 37.1%        | 37.7%        | 30.1%        | 34.4%        | 40.4%        |
| 长期投资            | 1,168        | 1,651        | 1,570        | 1,870        | 2,110        | 2,310        |
| 固定资产            | 1,186        | 1,354        | 1,285        | 1,229        | 1,170        | 1,107        |
| %总资产            | 22.6%        | 22.0%        | 17.9%        | 16.1%        | 13.9%        | 11.7%        |
| 无形资产            | 177          | 256          | 901          | 1,553        | 1,549        | 1,546        |
| 非流动资产           | 3,053        | 3,783        | 4,470        | 5,362        | 5,539        | 5,673        |
| %总资产            | 58.1%        | 61.5%        | 62.3%        | 70.1%        | 65.8%        | 59.9%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>5,251</b> | <b>6,150</b> | <b>7,172</b> | <b>7,647</b> | <b>8,416</b> | <b>9,467</b> |
| 短期借款            | 667          | 644          | 339          | 127          | 127          | 127          |
| 应付款项            | 617          | 681          | 1,016        | 785          | 841          | 960          |
| 其他流动负债          | 228          | 633          | 331          | 503          | 521          | 559          |
| 流动负债            | 1,511        | 1,959        | 1,686        | 1,415        | 1,489        | 1,645        |
| 长期贷款            | 73           | 69           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 69           | 144          | 826          | 845          | 845          | 845          |
| <b>负债</b>       | <b>1,653</b> | <b>2,172</b> | <b>2,512</b> | <b>2,260</b> | <b>2,334</b> | <b>2,491</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,677</b> | <b>3,051</b> | <b>4,421</b> | <b>5,088</b> | <b>5,717</b> | <b>6,543</b> |
| 少数股东权益          | 920          | 926          | 239          | 299          | 364          | 434          |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>5,251</b> | <b>6,150</b> | <b>7,172</b> | <b>7,647</b> | <b>8,416</b> | <b>9,467</b> |
| 比率分析            |              |              |              |              |              |              |
|                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
| <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 每股收益            | 0.188        | 0.198        | 0.285        | 0.491        | 0.471        | 0.577        |
| 每股净资产           | 1.968        | 2.243        | 2.395        | 2.756        | 3.097        | 3.544        |
| 每股经营现金流         | 0.466        | 0.137        | 0.505        | 0.124        | 0.480        | 0.591        |
| 每股股利            | 0.020        | 0.020        | 0.040        | 0.130        | 0.130        | 0.130        |
| <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 净资产收益率          | 9.55%        | 8.83%        | 11.92%       | 17.82%       | 15.21%       | 16.28%       |
| 总资产收益率          | 4.87%        | 4.38%        | 7.35%        | 11.86%       | 10.33%       | 11.25%       |
| 投入资本收益率         | 11.46%       | 10.63%       | 9.13%        | 10.61%       | 11.22%       | 12.36%       |
| <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 主营业务收入增长率       | 9.07%        | 7.95%        | -8.45%       | -8.00%       | 8.00%        | 15.00%       |
| EBIT增长率         | 32.53%       | 3.99%        | -4.68%       | 30.12%       | 17.62%       | 24.40%       |
| 净利润增长率          | 10.32%       | 5.35%        | 95.59%       | 72.06%       | -4.09%       | 22.46%       |
| 总资产增长率          | 15.28%       | 17.12%       | 16.63%       | 6.72%        | 10.15%       | 12.55%       |
| <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 应收账款周转天数        | 16.2         | 19.0         | 26.7         | 30.0         | 30.0         | 30.0         |
| 存货周转天数          | 42.1         | 47.5         | 49.8         | 45.0         | 45.0         | 45.0         |
| 应付账款周转天数        | 21.5         | 22.3         | 38.7         | 40.0         | 40.0         | 40.0         |
| 固定资产周转天数        | 106.7        | 96.9         | 110.4        | 114.3        | 100.0        | 81.6         |
| <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 净负债/股东权益        | -18.80%      | -10.15%      | -10.03%      | -0.71%       | -9.19%       | -18.99%      |
| EBIT利息保障倍数      | 18.2         | 16.2         | 13.0         | 31.7         | 48.9         | 213.5        |
| 资产负债率           | 31.48%       | 35.32%       | 35.02%       | 29.55%       | 27.74%       | 26.31%       |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 1           | 1           | 2           | 2           | 2           |
| 增持 | 0           | 0           | 1           | 1           | 1           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>1.00</b> | <b>1.00</b> | <b>1.20</b> | <b>1.25</b> | <b>1.27</b> |

**市场中相关报告评级比率分析说明:**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照:**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD