

证券研究报告 公司深度报告

发布日期：2014 年 8 月 11 日 星期一

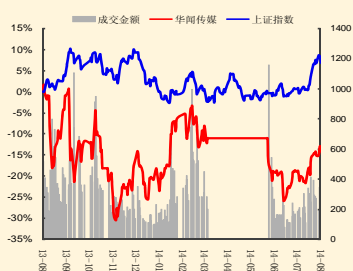
## 爱建证券有限责任公司 研究发展总部

分析师：侯佳林

执业编号：S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	5.47	-9.42	-15.69
相对表现	-1.84	-20.50	-25.96

**评级：推荐(维持)**

### 基础数据

收盘价(2014-8-8)	12.73
目标价(未来 6 个月)	-
52 周内高	15
52 周内低	10.37
总市值(百万元)	23445.25
流通市值(百万元)	23445.25
总股本(百万股)	1841.73
已流通(百万股)	1359.32
限售股(百万股)	482.41
每股净资产(元)	2.69

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 传媒行业

## 综合资源彪炳，未来平台融合下用户规模突破值得期待

### 投资要点

□ **CRI资源丰富，系列收购后平台搭建渐成型。**目前公司的实际控制人是中国国际广播电台，旗下资源品牌丰富，同时CRI也是国内媒介牌照最全、最有影响力的传播媒体之一。2011年以来公司开启了新媒体业务的布局，先后增持及收购了国广东方、国广光荣、华商传媒剩余股权及其8家附属公司的少数股东权益，今年4月公司则进一步开拓手机视频等业务，拟收购国视通讯、掌亿视通、精视文化、漫友文化和邦富软件的股权。7月，引入优酷土豆入股国广东方并发起成立了TEA联盟，就互联网电视业务链展开深入合作。至此公司在牌照、渠道及内容聚合三方面的架构进一步搭建完成，新媒体业务发展雏形已显。

□ **OTT融合是方向，牌照商话语权逐步变强。**随着近年来传播技术的快速发展，传统电视机产业链的传输渠道、模式、接收端等都发生了巨大变化，而在新技术引领下的互动电视、网络视频、IPTV、OTT等新媒体形态则脱颖而出。我们认为未来各大新媒体形态有望逐渐融合，其中OTT将是主要融合方向。同时，我们也看到近阶段国家广电总局开展了多次整顿治理OTT的工作。我们认为这种净网及相关整顿治理长期有利于牌照商话语权的增强，而牌照制的出现一方面可从顶层设计上防止不良信息的传递，另一方面也有助于维持各大信息渠道健康自然的成长。

□ **自身战略规划明确，用户规模有望快速增长。**目前公司的战略是以领先垂直业务为基础，以多屏互动为手段，以垂直化、社区化、数字化、国际化为方向，向用户提供全渠道综合生活服务及基于全渠道的策划和营销解决方案。同时，公司近年来积累了数量可观的跨渠道跨平台用户，包括国广光荣1500万听众，国视通讯900万手机视频用户，华商报系500万以上区域用户，证券时报50万以上用户，漫友文化超过50万的读者等。此外，集团公司所拥有的中华网，国广星空多普视频也可为公司提供可观流量。目前公司正加大资源管理与整合力度，拟建立内容、数据和创新中心来推进平台化建设，有望为今后用户规模的快速增长打下基础。

□ **资源融合发展预期下公司中期价值值得关注。**公司是行业中全媒体渠道及内容资源较具优势的企业，有着明确的战略目标与规划并致力于建成现代新型综合国际传媒集团。目前公司旗下各终端覆盖约3000万用户群，但并不包括国广公司旗下如中华网、多普手机与环球购物等优质渠道的用户，未来各业务间的整合与发展潜力较大。我们认为参照国外传媒行业的发展历程，国内的并购整合有望持续，未来一定阶段有望出现综合性的传媒集团，而公司具备这样的发展潜质。预计公司2014-2016年每股收益为0.51、0.69、0.80元，对应当前股价的动态PE为24.96倍，维持公司“推荐”的投资评级。

□ **风险提示：**行业出现负面突发事件、资源整合与管理进展低于预期，新技术带来的对现有渠道的冲击等。

财务预测简表(单位: 百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3749.56	4745.07	5277.82	5861.55
增长率(%)	-11.80%	26.55%	11.23%	11.06%
归属母公司股东净利润	527.01	1043.29	1417.87	1635.31
增长率(%)	79.57%	97.96%	35.90%	15.34%
每股收益(EPS)	0.256	0.510	0.690	0.796
市盈率(PE)	49.73	24.96	18.45	15.91

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

## 内容目录

一、公司介绍：CRI 资源雄厚，系列收购后平台逐渐成型	4
1.1 CRI 为实际控制人，自身资源雄厚	4
1.2 系列收购后平台搭建基本成型	5
二、媒体业务加快发展下，公司盈利提升向好	6
三、互联网电视：OTT 融合是方向，牌照商话语权将变强	7
3.1 利益博弈下 OTT 融合有望渐成趋势	7
3.2 总局整顿互联网电视，牌照商话语权加强	8
四、手机视频：现有产业链下移动在线视频有望加快成长	9
4.1 内容提供与聚合商、牌照与运营商构成现有产业链	9
4.1 运营商与在线视频商并存发展，移动在线发展加速	10
五、公司资源价值凸显，提升主动权	11
5.1 国广东方是少数互联网电视全牌照商之一	11
5.2 国广光荣是国际台广播唯一专属广告经营公司	12
5.3 国视通讯和掌视亿通是国内最大手机视频牌照商和运营商	13
5.4 华闻传媒业务具有区域性报媒垄断属性	13
5.5 证券时报作为政策性财经媒体延伸空间可期	14
六、打造互联网平台性集团，用户规模突破值得期待	15
6.1 以“四化”为方向，打造互联网平台型传媒集团	15
6.2 各类资源聚合下，用户规模突破值得期待	16
七、盈利预测与估值	16
八、风险提示	18
附：公司财务报表预测(单位：百万元)	18

## 图目录

图 1 公司目前股权结构	4
图 2 CRI 旗下主要品牌概览	5
图 3 公司牌照、渠道与内容聚合逐步搭建成型	6
图 4 近年公司收入与净利润变化情况	6
图 5 近年公司毛利率与净资产收益率情况	6
图 6 公司今年中期两大业务收入占比	7
图 7 公司今年中期主要子公司收入占比	7
图 8 现有 OTT 竞争与管理生态简示	8
图 9 中国移动端视频产业链情况	10
图 10 近期国内在线视频市场规模及增长	11
图 11 近期国内在线视频移动端与 PC 端占比变化	11

图 12	CIBN 与九大合作方简示 .....	11
图 13	近年来国广光荣收入与净利润情况.....	12
图 14	中移动手机合作内容收入份额及预测 .....	13
图 15	现有上交所与深交所上市公司占比.....	13
图 16	IPO 排队主板与非主板上市企业占比 .....	14
图 17	公司战略框架运作图 .....	15
图 18	近年公司 PE-BAND 情况 .....	17
图 19	近年公司 PB-BAND 情况 .....	17

## 表目录

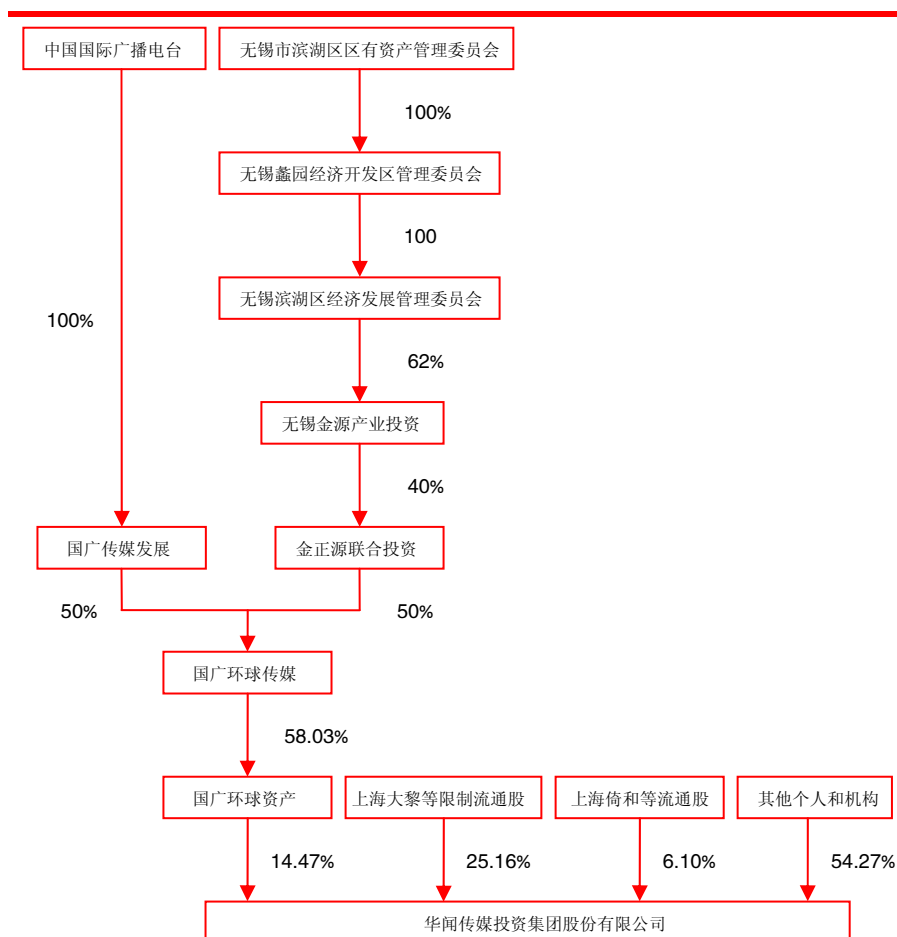
表 1	2006-2014 年公司系列收购 .....	5
表 2	近阶段系列有关整顿互联网电视的事件.....	8
表 3	目前互联网电视牌照方情况 .....	12
表 4	华闻传媒旗下资源情况.....	14
表 5	国内可比公司估值情况.....	17

## 一、公司介绍：CRI 资源雄厚，系列收购后平台逐渐成型

### 1.1 CRI 为实际控制人，自身资源雄厚

公司的实际控制人为中国国际广播电视台(CRI)，创立于1941年，与中央电视台和中央人民广播电视台并称为中央三台，而国际台作为中国唯一向全世界广播的国家电台，同时也是全球使用语种最多的国际传播机构，其在影响力、权威性，还是覆盖面、受众群体上均有着其他媒体都难以超越的地位，可以说目前CRI已是国内媒介牌照最全、最有影响力的传播媒体公司之一，而公司母公司国广控股是国际台唯一的运营和经营平台，拥有国际台全部媒介与文化领域可经营性资源，包括全球性的广播频段、出版发行、电视频道、网络新媒体及OTT电视牌照等优势资源。CRI旗下资产包括国广光荣、国广东方、国视通讯、国广世纪传媒咨询、北京环球瑞视传媒、北京国广高科广电科技等，主要业务品牌包括广播业务“HIT FM”、“Easy FM”、“环球资讯”，网络业务“国际在线”、手机电视业务“CRI手机电视”等。

图 1 公司目前股权结构



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

图 2 CRI 旗下主要品牌概览



资料来源：公司官方网站，爱建证券研究发展总部

## 1.2 系列收购后平台搭建基本成型

公司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年开始实施战略重组，相继收购了时报传媒84%股权和华商传媒61.25%股权，将业务从燃气领域延伸到传媒经营，从而成为大型报业上市公司。2011年以来，公司开启了新媒体业务布局，并分别于2011年8月、2013年1月和2013年7月先后增持及收购了国广东方网络44.18%股权、北京国广光荣100%股权、华商传媒剩余38.75%股权和华商传媒8家附属公司的少数股东权益，今年4月公司则进一步开拓手机视频牌照与运营等业务，陆续拟收购了国视通讯100%股权、掌亿视通100%股权、精视文化60%股权、漫友文化85.61%股权和邦富软件100%股权。同时，7月公司引入战略投资者，优酷土豆入股国广东方16.67%股权并发起成立了TEA联盟，就互联网电视业务链开展合作。至此公司在牌照、渠道及内容聚合方面的架构进一步搭建完成，新媒体业务也正起航远行。

表 1 2006-2014 年公司系列收购

2006			2007	2011	2012	2013年		2014年
8月	9月	11月	11月	8月	11月	1月	7月	4月
收购陕西华商传媒有限责任公司30%股权	收购深圳证券时报84%股权	公司名称变更为华闻传媒投资股份有限公司	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	华商传媒剩余38.75%股权及8家附属公司少数股东权益数	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%的股权。

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图3 公司牌照、渠道与内容聚合逐步搭建成型



资料来源：爱建证券研究发展总部整理

## 二、媒体业务加快发展下，公司盈利提升向好

公司主营转型传媒业务后，收入自2006年的18.17亿增长至2013年的37.50亿，6年的复合增速为10.91%，归属母公司所有者净利润由1.41亿增长至5.27亿，复合增速为20.73%。2014年中期公司的归属净利润增速为6.10亿元，同比增长150.27%，主要由公司少数股东权益大幅减少及非主营公司股权处理而来。目前来看公司70%收入贡献来自传媒业务，按子公司拆分，旗下华商传媒独占60%份额，是贡献主力，其主营华闻传媒旗下“六报五刊五网”业务，但由于近年来互联网对传统媒体的替代明显，致报纸、杂志等传统媒介收入增速趋缓。不过，值得注意的是2011年来公司通过系列收购，在新媒体领域拓展明显，公司的毛利率也从2011年时的38.45%提升至目前的47.78%，而国广光荣、澄怀科技、国视通讯、掌亿视通、精视文化、漫友文化、邦富软件等收购标的公司在各自垂直领域内都具备一定的实力，未来有望继续为公司今后的盈利能力及业绩快速提升打下基础。

图4 近年公司收入与净利润变化情况

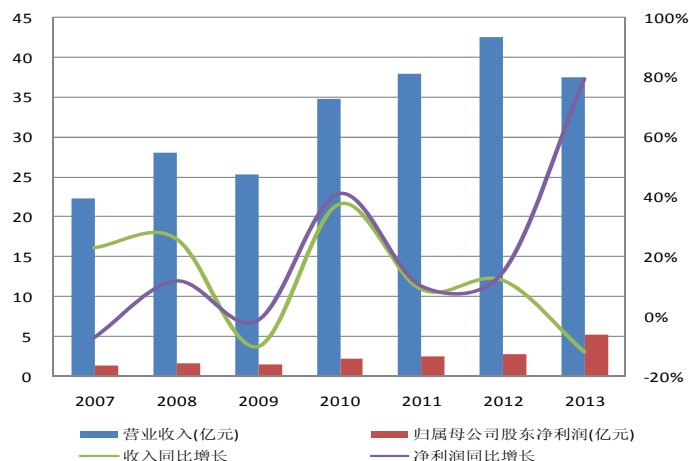


图5 近年公司毛利率与净资产收益率情况

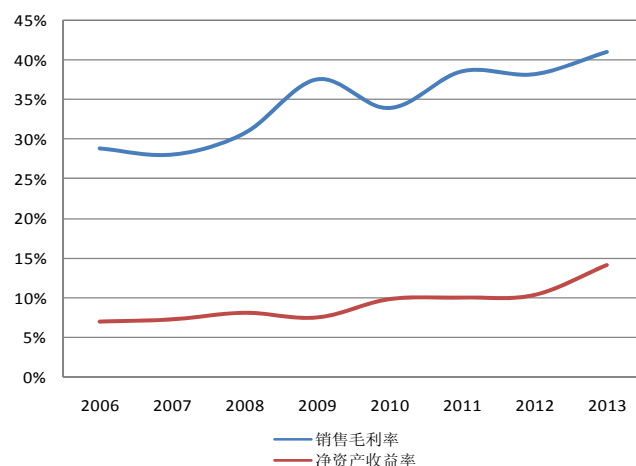


图6 公司今年中期两大业务收入占比

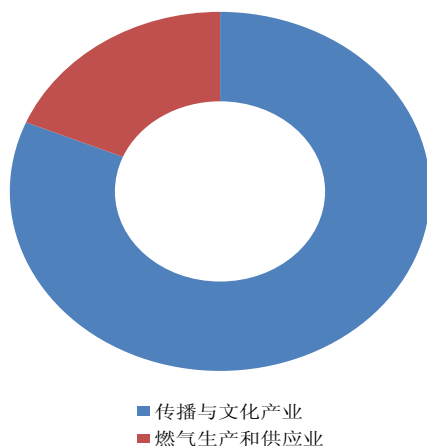
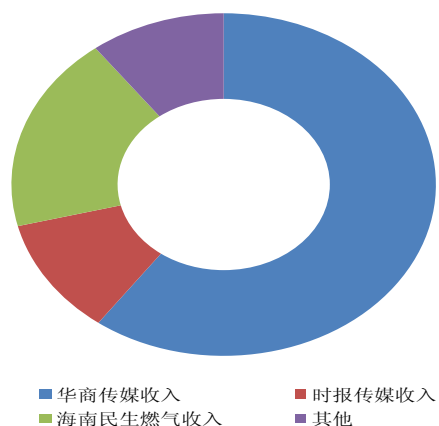


图7 公司今年中期主要子公司收入占比



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

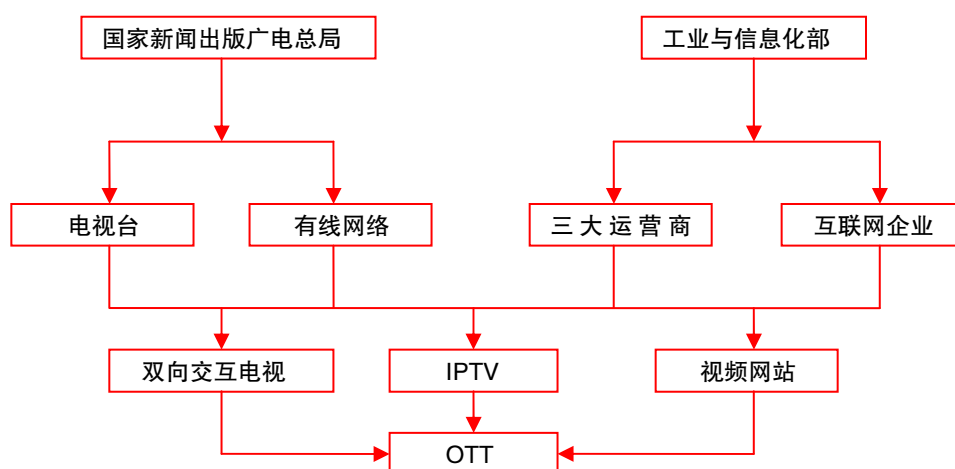
### 三、互联网电视：OTT 融合是方向，牌照商话语权将变强

#### 3.1 利益博弈下 OTT 大融合将渐成趋势

随着近年来传播技术的快速发展，传统电视机产业链的传输渠道、传输模式、接收终端等都发生了巨大变化，而在新技术引领下的互动电视、网络视频、IPTV、OTT 等新媒体形态则脱颖而出。我们认为尽管目前这四大形态还都处于共存发展的状态，但在未来有望逐渐融合，其中OTT将是主要的融合方向。

从市场角度看，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和有线网、电视台、电信运营商、互联网厂商四大竞争主体。但目前各竞争主体地位间的差异仍较大，从高到低依次为互联网厂商、电视台、电信运营商和有线运营商。就OTT的发展角度看，该业务发展离不开牌照、内容、资金、渠道等四大条件，而相关竞争主体中广电系企业有牌照有内容但在资金和渠道上总体不占优势，需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；互联网企业有资金有渠道有内容但没有牌照，牌照也是目前限制互联网企业进入OTT领域的门槛，但却是OTT领域相对重要的环节；电信运营商有资金有渠道但没内容没牌照，如果不利用资金和渠道进入OTT领域，未来将难以摆脱单纯管道商的困局。最后电视机厂商如若仅依靠卖硬件，在OTT领域预计也难有大作为。

图 8 现有 OTT 竞争与管理生态简示



资料来源：爱建证券研究发展总部整理

### 3.2 总局整顿互联网电视，牌照商话语权加强

我们看到一方面传播技术得以飞速演进，而另一方面近年来国人的文化消费需求日益增长，在这种情况下内容传播渠道正逐渐由传统的国有掌握的广播、纸媒和广电正向民营领军创新的互联网及移动互联网产品变迁。然而随着互联网及移动互联网传播渠道影响力的加大，各种不利于正确价值观传递的信息开始泛滥。近阶段我们看到广电总局已开始了多次的重点整顿治理工作。我们认为这种净网及相关的整顿治理行动总体上将利于牌照商话语权的增强，而牌照制的出现一方面可从顶层设计上防止不良信息的传递，另一方面也有助于维持各大信息渠道健康自然的成长。

表 2 近阶段系列有关整顿互联网电视的事件

时间	事件	影响
2014年6月	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，
2014年7月	快播公司未经许可传播的影视剧、综艺类作品共24部，将近1000集，非法经营额为8671.6万元	依法处以非法经营额3倍罚款，进而得出高达2.6亿元罚单
2014年7月	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	互联网集成播控牌照资源稀缺性再次凸显，产业链话语权得到加强。

	容服务牌照允许省级广电机构正常申请	
2014年7月	大量不良内容及未经批准的境外内容进入电视机,违反了中央精神和总局相关管理政策	互联网电视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
2014年7月	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。
2014年7月	新闻出版广电总局分别约见中央三大台领导以及广东、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中存在的问题和整顿方向及时间提出了明确的要求。	相关整改点包括(1)与商业网站合作不规范;(2)E P G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。

资料来源：互联网公开资料，爱建证券研究发展总部

## 四、手机视频：现有产业链下移动在线视频有望加快成长

### 4.1 内容提供与聚合商、牌照与运营商构成现有产业链

我国目前的手机视频产业链分为运营商视频渠道和在线视频渠道两种,在这之中的产业链各方包括内容提供商、内容聚合方、牌照商和运营商。具体来说,内容提供方主要负责提供视频内容,并确保内容的版权,包括内容的制作方和内容的发行方,而内容聚合方则不具有内容制作资质,仅负责聚合各CP提供的内容;牌照商方面可分为自办内容牌照商和集成播控牌照商,其中集成播控牌照商,不但具有自办内容的资质,也可集成审核其他CP内容,可谓是全业务资质牌照;最后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。目前主要为中移动、中电信、中国联通三家。值得注意的是2013年4月后,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9 中国移动端视频产业链情况



资料来源：艾瑞咨询，爱建证券研究发展总部

## 4.1 运营商与在线视频商并存发展，移动在线发展加速

目前基于运营商视频渠道和在线视频渠道两种盈利模式，分别为前端收费模式与后端收费模式。其中运营商视频主要盈利模式是前端收费，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，而在线视频商则以后端收费为主，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，用户付费等其他收入作为补充。根据艾瑞咨询的相关数据，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，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%，预计未来前付费的手机运营商视频将保持相对平稳，而在线视频有望迎来快速发展。

图10 近期国内在线视频市场规模及增长

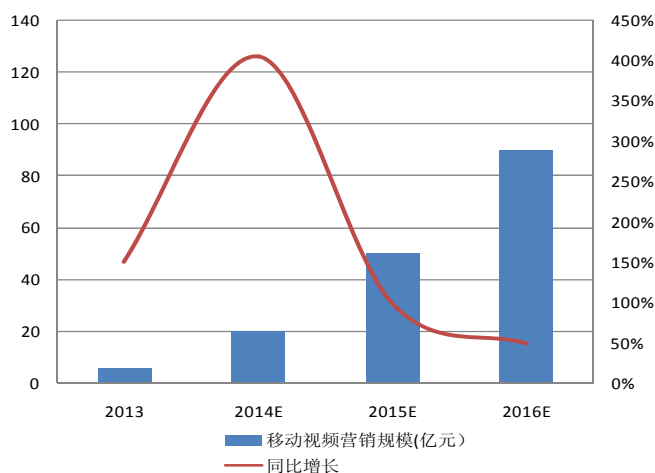
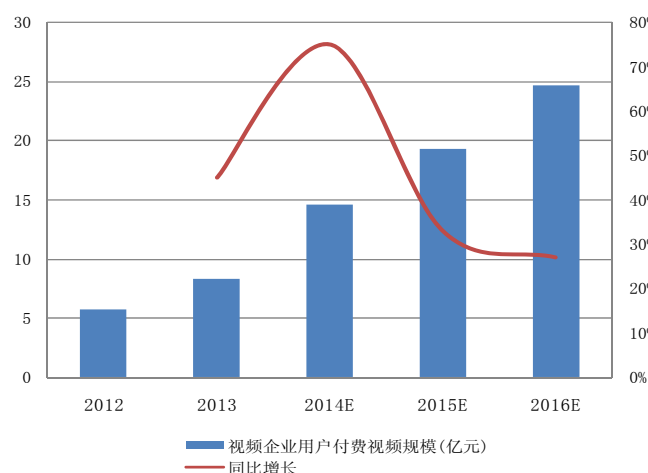


图11 近期国内在线视频移动端与PC端占比变化



数据来源：艾瑞咨询，爱建证券研究发展总部

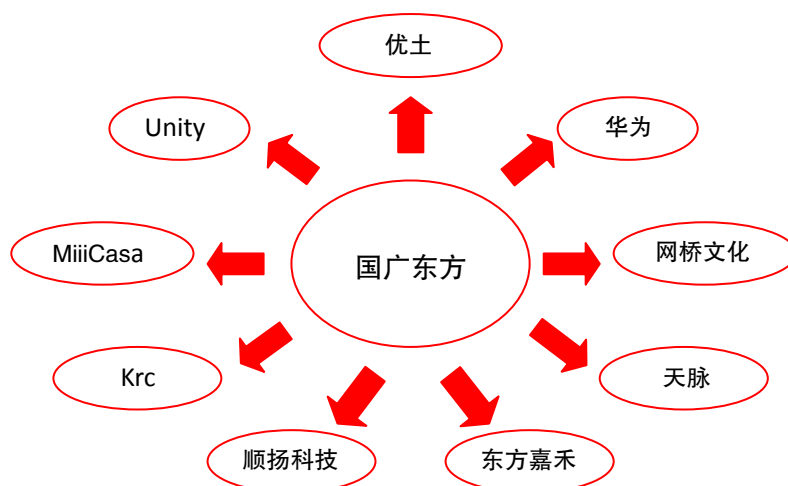
## 五、公司资源价值凸显，提升主动权

公司实际控制人中国国际广播电台拥有国内传媒领域最全面的媒体经营性牌照，包括广播、网络视频、手机电视、互联网电视等。依托大股东的实力，公司控股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，而控股100%的国视通讯则为全国六张手机电视牌照运营方之一。同时公司旗下的广播广告、特色报媒、留学服务、动漫与游戏等同样具有一定的优势属性。这些集合起来夯实了公司的资源整合价值，增强了其在业内的主动权。

### 5.1 国广东方是少数互联网电视全牌照商之一

目前公司子公司国广东方是国际台网络音视频及OTT业务运营的主体，其核心业务为CIBN互联网电视平台的建设及运营。同时，国广东方也是少数拥有互联网电视完整系列牌照之一的媒体，可以开展相关集成播控、内容、运营等业务。自国内七大OTT牌照自发放以来，真正表现活跃及实现良好市场化运作的牌照方仅有CNTV、百视通、华数传媒及公司所持的CIBN，其中CIBN与CNTV在全国性合作伙伴及大型互联网公司合作选择上拥有更多的主动性。目前我们已经看到CIBN与优土、华为、Unity、天脉、MiiiCasa、Krc、网桥文化等9大企业有所合作，预计2014年公司互联网电视用户规模有望实现新突破，CIBN全国性布局及其与合作方的低成本内容使得公司成为诸多OTT运营商的优质选择，未来用户规模达3000万可期，盈利模式也有望从单纯获取授权费向平台分成过度。

图 12 CIBN 与九大合作方简示



资料来源：爱建证券研究发展总部整理

表 3 目前互联网电视牌照方情况

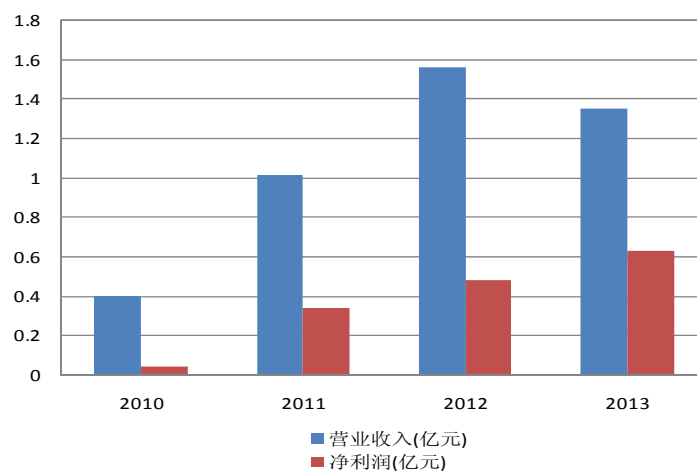
牌照商	验收时间	集成平台播出呼号	内容平台播出呼号	运营主体
央视国际	2010 年 6 月	中国互联网电视	中国网络电视台—互联网电视	未来电视有限公司
百视通	2010 年 7 月	BBTV 网视通	东方网络电视	百视通新媒体股份有限公司
杭州华数	2010 年 8 月	华夏互联网电视	华数互联网电视	华数传媒网络有限公司
南方传媒	2011 年 3 月	互联八方	云视听	广东南广影视互动技术有限公司
湖南电视台	2011 年 5 月	和丰互联网电视	芒果 TV	快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
中国国际广播电台	2011 年 6 月	环球网视	CIBN 互联网电视	国广东方网络(北京)公司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

资料来源：互联网公开资料，爱建证券研究发展总部

## 5.2 国广光荣是国际台广播唯一专属广告经营公司

2013年公司收购国广光荣100%股权，国广光荣目前拥有国际台广播频率商业广告的30年独家经营权，是CRI唯一专属广告经营公司，主营包括国际台对内三套广播频率环球资讯广播(News Radio)、劲曲调频(Hit FM)和轻松调频(EZ FM)的广告运营，包括但不限于环球资讯北京FM90.5、深圳FM107.1、重庆FM91.7，劲曲调频北京FM88.7、上海FM87.9、广州FM88.5，轻松调频北京FM91.5、重庆FM89.8等。目前的盈利模式主要采取落地地区广告公司自营开发与公司代理相结合的方式，同时经过近三年的培育，国际台国内广播频率的品质也不断提升，受众不断增加，从而广播广告价值得到了极大提升，2011年后广播频率覆盖地区也出现了快速拓展。此外，随着光荣公司组建自营团队，并与实力较强的代理商签署代理协议，公司近年三的业绩增长相对2010年提升明显。未来随着公司频率覆盖地区的继续增长及我国汽车保有量的日益提升，预计公司未来的收入增长仍可观。

图 13 近年来国广光荣收入与净利润情况

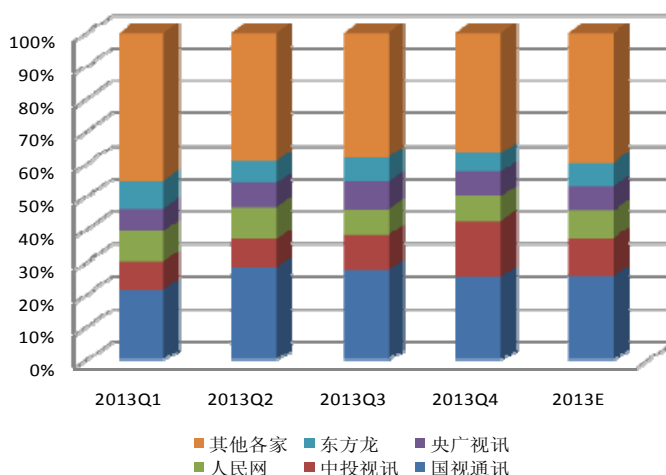


数据来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

### 5.3 国视通讯和掌视亿通是国内最大手机视频牌照商和运营商

目前公司收购的国视通讯和掌视亿通分别是国内最大手机视频牌照商和运营商，在移动视频领域占据了绝对有利的地位。其中国视北京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，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。2013年在中国移动视频基地中，国视北京以25.60%的份额成为中国移动视频基地最大的内容运营商。因而作为中国移动视频基地最大的合作伙伴，国视通讯有望在未来一段时间随中国移动视频基地收入的增长而保持持续增长态势。此外，公司与移动视频快速发展的中国电信及中国联通也建立起了深厚良好的合作，有望享受三大运营商在4G业务推广中的业务红利，而另一方面，掌视亿通则是国视通讯最大内容分销商及推广伙伴，未来有望凭借其先进的技术、丰富的手机电视牌照资源、业界领先的渠道等优势巩固并提升公司在手机视频运营领域的核心竞争优势。

图 14 中移动手机合作内容收入份额及预测



数据来源：艾瑞咨询，爱建证券研究发展总部

### 5.4 华闻传媒业务具有区域性报媒垄断属性

公司面向我国西部、东北地区近4亿读者，是国内唯一一家实现跨地域经营的主流都市报和广告连锁式传媒集团，旗下主要业务集中于西安《华商报》、长春《新文化报》、沈阳《华商晨报》、重庆《重庆时报》在当地均处于第一阵营。目前华闻传媒已在西南和东北地区实现了报纸和杂志媒介的垄断，并精准定位及覆盖不同的细分用户需求。未来公司有望在巩固跨区域经营都市报的基础上，拓宽现有垂直产业链、运用网络化、移动化的信息技术来拓展新媒体业务，充分利用强大的服务网络及现有的区域网站如华商网、辽一网、新文化网及橙网，进行矩阵式拓展，着力发展O2O电子商务、地方性社区网，打造APP+微博平台。我们预计随着公司媒介

资源的进一步完善，华商传媒的纸媒与物流可与公司现有的媒介资源包括广播、OTT及垂直网站进行充分深度整合，未来有望带来媒介营销效果的指数级增值。

表 4 华闻传媒旗下资源情况

都市报				杂志				
华商报	新文化报	华商晨报	重庆时报	钱经	淑媛	自驾游	大众文摘房周刊	房周刊
投资业务				文化产业				
365 网	磨铁图书	通源开宝	辽宁天禹星	华商卓越	汽车会展	户外广告	华讯直播	华商豪盛
地市报与海外项目				互联网业务				
今日咸阳	都市知道网	南非华人报	彩虹旅行社	华商网	新文化网	辽一网	123hi	橙网

资料来源：互联网公开资料，爱建证券研究发展总部

## 5.5 证券时报作为政策性财经媒体延伸空间可期

《证券时报》是由人民日报社主管主办的全国性财经证券类日报，是证监会、保监会、银监会、国资委指定信息披露的三大报刊之一，其对信息披露的强势垄断构成了相关其他财经媒体不可比拟的竞争壁垒。公司目前控股84%的深圳证券时报传媒有限公司，拥有《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30年独家经营权。按照证监会规定，深交所上市公司必须在《证券时报》进行信息披露，同时《中国证券报》与《上海证券报》中任选一家，而上交所上市公司则需在《上海证券报》进行信披，同时《证券时报》与《中国证券报》中任选一家。从目前排队上市公司结构来看，选择深交所的中小板与创业板上市公司占大多数，而《证券时报》在中小板、创业板、深市主板公司信息披露业务的竞争优势明显。随着IPO审核重启及新三板业务扩大，预计公司业绩将呈现良好成长态势。

图 15 现有上交所与深交所上市公司占比

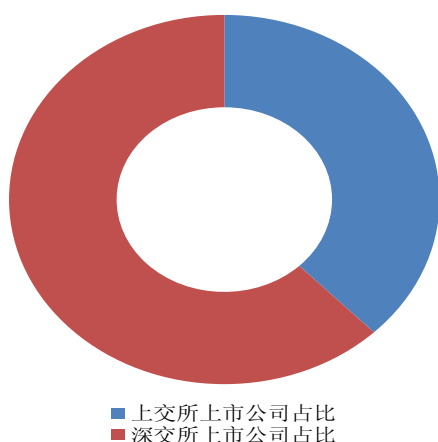
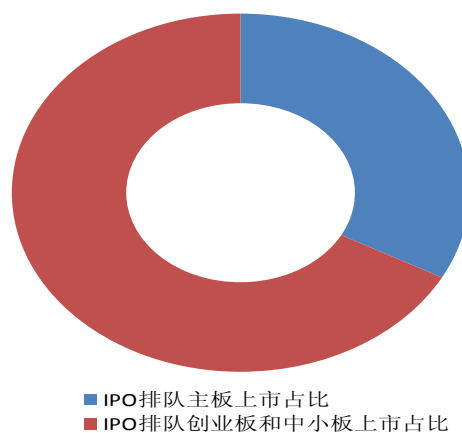


图 16 IPO 排队主板与非主板上市企业占比



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 六、打造互联网平台性集团，用户规模突破值得期待

### 6.1 以“四化”为方向，打造互联网平台型传媒集团

目前公司战略蓝图为以多个领先垂直领域业务为基础，以多屏互动为手段，以垂直化、社区化、数字化、国际化为方向，将华闻打造成为互联网平台型传媒集团，一方面可以向用户提供基于移动屏、PC屏、电视屏、户外屏、报纸的全渠道资讯服务及其衍生综合生活服务，另一方面也可以为用户提供基于全渠道的策划、文案及营销解决方案等系列服务。

在“四化”资源上，首先垂直化上公司有多个领域处于行业领先地位，如手机视频领域收入规模第一、原创动漫领域行业第二、高端留学服务行业第一、舆情监测舆情营销领域行业第一、财经传媒领域行业名列前茅、广播传媒行业领先。公司拟来将在垂直细分领域充分发挥现有和拟收购公司的优势，进行产业链的延伸，在细分领域继续做深做精。其次，在社区化方面公司旗下都市报、区域门户网站等资源众多如华商网、123hi、辽一网、重庆时报、重庆华博、华商汽车会展等具有一定的区域经营优势。同时，公司将精耕细作区域广告，如精视文化在杭州、成都、济南等城市拥有最好的本地电梯广告资源，将在精耕细作本地广告市场的基础上，发展全国性的广告业务。再者，在数字化方面公司有望依托于邦富软件强大的云计算和大数据处理能力，为未来全平台的用户互通、内容互通做准备，并成立数据中心，负责建立平台的内容数字化工作。此外，由于公司实际控制人还具有一定的海外资源也可助推公司拓展海外用户，增强公司内容变现能力。

在平台运作上，公司意在聚合公司旗下的各类资源优势，通过不同的媒体终端进行多媒体内容的传输、展示、控制，使用户可以在不同终端设备上同时共享展示内容。同时，利用大数据引擎帮助提升平台的内容互通及用户数据挖掘工作。这方面我们也看到公司将成立“内容中心”、“数据中心”及“创新中心”三大中心，将为打造互联网平台型传媒集团奠定基础。

图 17 公司战略框架运作图



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

## 6.2 各类资源聚合下，用户规模突破值得期待

在丰富的渠道与内容聚合下，公司近年来积累了数量可观的跨渠道、跨平台用户数。具体来看，目前国广光荣拥有广播1500万听众、国视通讯拥有900万手机视频用户、华商报系覆盖了500万以上的区域性用户，证券时报的用户规模则在50万以上，漫友文化则覆盖超过50万读者。其中合计付费用户超过了1000万。另外，集团公司所拥有的中华网(月均UV7000万)，国广星空Dopool视频APP(月活跃用户445万)也可为公司提供可观的流量导入。目前公司正加大资源管理与整合力度，未来可利用数据分析平台、大数据搜索引擎来增强期下跨渠道、跨平台用户的付费习惯及用户粘性，另一方面公司还可介入新互联领域迅速获得新客户，如进入游戏、网络文学等领域，从而加速可控的传播渠道来快速扩张用户规模。考虑到目前国广正打造大屏内容聚合平台，互联网电视将是争夺客厅大屏的入口，互联网电视平台与手机视频将是今年的发展重点，预计国广东方可达2014-2016年400、1500和3000万的用户发展目标。未来几年公司的新媒体用户还有望继续快速增长，用户规模总目标有望达10000万，付费用户规模如预期良好目标将超4800万。

## 七、盈利预测与估值

综上所述，我们对公司的主要假设预计如下：

- 新媒体发展：预计公司新媒体业务利润占比保持提升，未来几年按公司目标逐步上升到60%的水平。
- CIBN与国视手机用户：预计CIBN用户数可达公司目标，而国视方面未来两年有望达2000万以上。
- 信息传播服务收入：这包括西安华商、辽宁盈丰、吉林华商传媒、重庆华博及时报传媒代理证券时报的发布费收入及广告经营收入、国广光荣代理国际广播电台的广告经营收入等。由于公司所代理报媒及广播频率均属相对优质的媒介，预计未来两年公司的信息传播服务可保持10%左右的复合增速。
- 其他业务收入：这包括华商报的印刷、陕西黄马甲、出国留学咨询服务以及管道天然气等方面收入。总体来看，预计这类多数业务的收入相对稳定，未来年复合增长在10%左右，而出国留学咨询服务收入有望随公司资源整合加快保持25%以上的增速。
- 收购公司：2013年新增整合的广州漫友、精时传媒、掌视亿通和邦富软件可达到备考承诺。
- 费用率：预计管理费用率和销售费用率由于集团规模的扩张而略有提升，而财务费用考虑到公司整体现金流较好会逐步减少。
- 毛利率：考虑到相关企业并表以及预计部分子公司用户数提升下，总体水平将有所上升。

我们预计2014-2016年公司归属母公司净利润为10.43、14.18和16.35亿元，基本每股收益分别为0.51、0.69和0.80元，对应当前股价的市盈率分别为24.96、18.45和15.91倍。目前主要可比公司2014-2016年平均市盈率分别为41.75、32.19和24.98倍，如剔

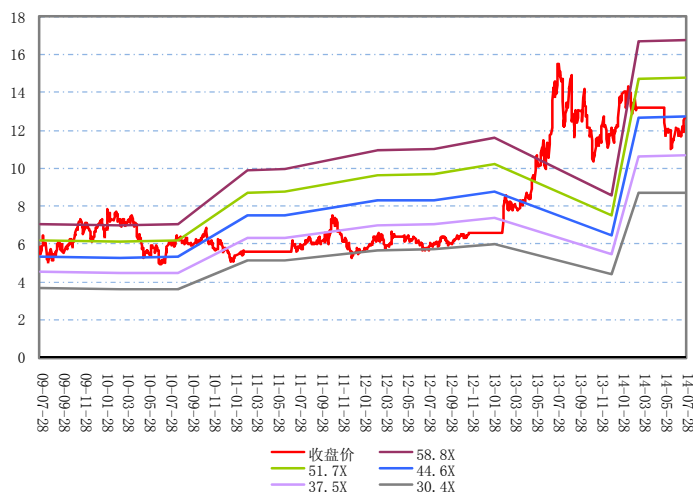
除华数传媒、乐视网等估值较高的公司，行业平均市盈率则分别为30.06、24.18、19.59倍。从战略定位上看，公司是行业中全媒体渠道及内容资源布局较具优势的企业，有着明确的战略目标与规划并致力于打造互联网平台性传媒集团。同时，目前公司旗下各终端覆盖约3000万用户群，但不包括国广公司旗下如中华网、多普手机与环球购物等渠道的用户，未来相关业务的整合与发展潜力较大。此外，我们认为参照国外传媒行业的发展历程，国内的并购整合有望持续，未来一定阶段有望出现综合性的媒体集团，而公司也具备这样的发展潜质，维持公司“推荐”的投资评级。

**表 5 国内可比公司估值情况**

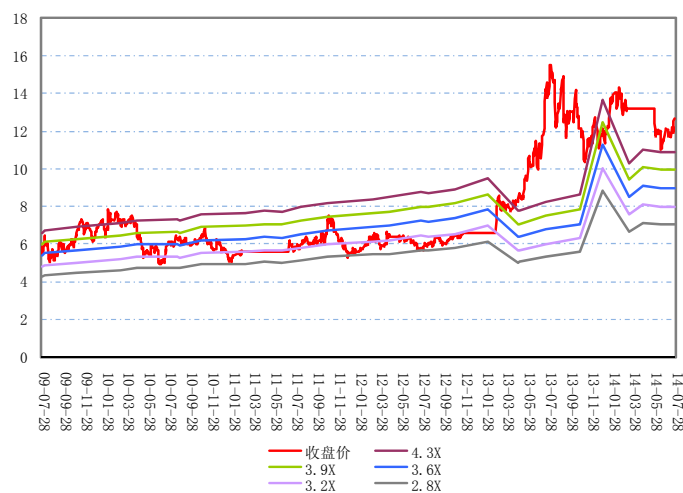
证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS			PE		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
600637.SH	百视通	31.99	356.28	0.84	1.13	1.35	38.08	28.31	23.70
600832.SH	东方明珠	10.98	349.86	0.31	0.38	0.53	35.42	28.89	20.72
601928.SH	凤凰传媒	9.35	237.95	0.47	0.53	0.58	19.89	17.64	16.12
600373.SH	中文传媒	13.83	163.98	0.69	0.81	0.87	20.04	17.07	15.90
002181.SZ	粤传媒	15.03	109.07	0.48	0.55	0.75	31.31	27.33	20.04
600633.SH	浙报传媒	13.32	158.28	0.50	0.62	0.70	26.64	21.48	19.03
000156.SZ	华数传媒	28.77	329.90	0.31	0.42	0.53	92.81	68.50	54.28
600037.SH	歌华有线	10.65	112.93	0.46	0.57	0.68	23.15	18.68	15.66
300104.SZ	乐视网	39.60	333.11	0.47	0.66	1.02	84.26	60.00	38.82
603000.SH	人民网	33.99	187.91	0.74	1.00	1.33	45.93	33.99	25.56
算术平均	—	—	—	—	—	—	41.75	32.19	24.98

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部(截止日期 2014 年 8 月 8 日)

**图 18 近年公司 PE-BAND 情况**



**图 19 近年公司 PB-BAND 情况**



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 八、风险提示

- 行业出现负面突发事件
- 资源整合与管理进展低于预期
- 新技术带来的对现有渠道的冲击

附： 公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	782.68	1159.23	2053.83	3981.74	5392.47		营业收入	4251.40	3749.56	4745.07	5277.82	5861.55
应收和预付款项	669.04	809.41	893.61	998.79	1101.27		减：营业成本	2632.26	2216.13	2529.12	2776.13	3068.52
存货	372.49	232.38	402.58	292.83	475.49		营业税金及附加	148.84	91.05	131.44	144.08	159.43
其他流动资产	193.46	204.31	224.31	244.31	264.31		营业费用	503.59	544.28	593.13	638.62	697.52
长期股权投资	1350.65	1530.25	1530.25	1530.25	1530.25		管理费用	272.47	302.67	431.80	485.56	519.33
投资性房地产	41.85	39.89	34.42	28.95	23.48		财务费用	39.41	45.96	-27.26	-111.15	-164.96
固定资产和在建工程	1354.33	1285.20	1098.61	912.02	725.44		资产减值损失	14.13	12.54	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	234.63	881.32	848.84	816.36	783.89		加：投资收益	60.09	416.53	350.00	390.00	400.00
其他非流动资产	781.15	704.47	694.54	684.61	674.61		公允价值变动损益	15.36	-4.44	0.00	0.00	0.00
资产总计	5780.30	6846.46	8661.00	9449.87	10921.22		其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	529.00	214.00	125.00	120.00	110.00		营业利润	716.14	949.00	1436.83	1734.58	1981.69
应付和预收款项	681.49	1016.33	825.77	1146.12	970.26		加：其他非经营损益	8.35	84.95	60.00	58.00	65.00
长期借款	68.93	695.18	695.18	695.18	695.18		利润总额	724.49	1033.95	1496.83	1792.58	2046.69
其他负债	608.40	255.49	255.49	255.49	255.49		减：所得税	143.23	131.02	224.52	267.99	307.00
负债合计	1887.83	2181.00	1876.44	2096.79	1920.93		净利润	581.26	902.94	1272.31	1524.59	1739.69
股本	1360.13	1846.26	1846.26	1846.26	1846.26		减：少数股东损益	287.78	375.93	229.02	106.72	104.38
资本公积	145.90	1165.18	1165.18	1165.18	1165.18		归属母公司股东净利润	293.48	527.01	1043.29	1417.87	1635.31
留存收益	1503.10	1414.93	2405.02	3765.62	5308.30							
归属母公司股东权益	3009.12	4426.38	5416.46	6777.07	8319.75							
少数股东权益	883.34	239.08	468.09	576.01	680.54		业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股东权益合计	3892.47	4665.46	5884.56	7353.08	9002.29		EBITDA	878.64	1200.42	1742.00	2009.29	2205.91
负债和股东权益合计	5780.30	6846.46	8661.00	9449.87	10921.22		净利润	581.26	902.94	1049.43	1417.87	1635.31
							EPS	0.142	0.256	0.510	0.690	0.796
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		BPS	1.630	2.397	2.937	3.665	4.501
经营性现金净流量	188.28	933.10	1024.00	1393.05	1510.10		PE	89.65	49.73	24.96	18.45	15.91
投资性现金净流量	-492.94	-358.22	548.50	381.25	431.16		PB	7.81	5.31	4.33	3.47	2.83
筹资性现金净流量	68.94	-226.72	877.91	-46.39	-10.12		EV/EBITDA	19.89	19.29	12.92	10.36	8.96
现金流量净额	-235.70	348.12	2450.41	1727.91	1931.14		股息率	0.000	0.001	0.002	0.003	0.004

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼(陆家嘴商务广场)

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com