



Research and
Development Center

纸媒的“破局”：社区化整合与内容整合

——华闻传媒（000793.SZ）深度分析第一季

2014年9月1日

中小企业研究团队

单 丹 分析师

方光照 分析师

钟 惠 分析师

证券研究报告

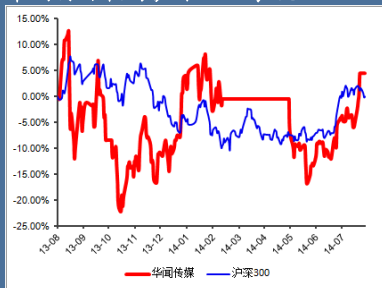
公司研究——首次覆盖

华闻传媒 (000793.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

华闻传媒相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.8.29)

收盘价(元)	13.87
52周内股价波动区间(元)	10.05-15.38
最近一月涨跌幅(%)	-3.23
目前总股本(亿股)	18.42
流通A股比例(%)	74
总市值(亿元)	255.45

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

中小企业研究团队

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
联系电话：+86 10 63081079
邮箱：shandan@cindasc.com

方光照 分析师

执业编号：S1500514070002
联系电话：+86 10 63081267
邮箱：fangguangzhao@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001
联系电话：+86 10 63080934
邮箱：zhonghui@cindasc.com

谢从军 分析师

执业编号：S1500511120001
联系电话：+86 10 63081271
邮箱：xiecongjun@cindasc.com

纸媒的“破局”：社区化整合与内容整合

首次覆盖报告

2014年9月1日

本期内容提要：

- ◆ 8月18日，中央全面深化改革领导小组第四次会议上审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，习近平强调要建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，我们认为公司是目前A股中，国家级的、初具新型媒体集团雏形的上市公司之一。本篇是华闻传媒深度分析报告第一季，主要分析华闻传媒的纸媒及其转型业务，同时纳入了本次收购的漫友文化和传统业务民生燃气。
- ◆ 纸媒的“破局”：社区化整合与内容整合。传统纸媒下滑是不争的事实，华闻传媒如何破这个局？**转型**——依靠华商传媒原有“六报、五刊、五网”建立的渠道、影响力、公信力，深度打造社区化影响力，转型为社区化服务平台；**整合**——整合时报传媒的财经内容、整合多种媒体形式，包括证券时报、新财富、全景网、甘肃卫视等，逐步打造中国最具影响力的垂直财经资讯平台；**内容衍生开发**——在这个内容为王的时代，漫友文化的强大内容资源还有更多变现渠道，与电影、游戏的结合将使这个传统纸媒焕发勃勃生机。
- ◆ 华商传媒：转型社区化服务平台，打造社区化影响力。华商传媒在原有“六报、五刊、五网”的基础上，加大在互联网、会展、快递、投资等领域的业务拓展步伐，在巩固跨区域经营都市报业业务的基础上，拓宽现有垂直产业链、延伸华商品牌，运用“网络化”、“移动化”信息技术拓展新媒体业务，充分利用强大的服务网络及现有的区域网站——华商网、辽一网、新文化网及橙网，着力发展O2O电子商务、地方性社区网，打造APP+微博平台。13年公司转型业务收入贡献占比约30%，利润贡献占比约40%，预计到2015年，将实现转型业务收入、利润占比达到50%。
- ◆ 时报传媒：打造一流垂直财经资讯平台。时报传媒独家代理经营《证券时报》，在政策支持下业绩保持稳步增长态势。时报传媒将通过对财经信息的深度开发，打造中国的Bloomberg，成为最有影响力的垂直财经资讯平台。公司势必会将纸媒、互联网、电视等多种媒体整合在一起，甘肃卫视经营权注入上市公司的预期非常强烈。届时，时报传媒将形成一个由《新财富》杂志、全景网、甘肃卫视组成的，从纸媒、互联网、电视媒体各个方面共同打造的专业财经新媒体。
- ◆ 漫友文化：整合内容和渠道优势，衍生开发变现。华闻传媒于2014年3月启动非公开增发收购，拟购买漫友文化85.61%股权。漫友文化的产品和服务业务囊括了动漫产业链的全部环节，包括漫画期刊、漫画图书以及衍生动漫服务，其核心优势体现在丰富的内容及渠道上。漫友文化具有成熟的漫画期刊和图书发行渠道，是目前国内最具市场竞争力和价值的漫画传播平台。未来，漫友文化的内容、渠道优势可以和华闻传媒下的广播、电视、OTT等媒体进行全方位整合，实现内容、渠道、媒介优势共享，衍生开发获取更多变现渠道。

- ◆ **盈利预测与估值：**按照本次增发收购完成后的总股本约 20.56 亿股计算，我们预计 2014-2016 年，公司原有业务（主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）的摊薄 EPS 分别为 0.43、0.48、0.52 元/股；漫友文化并表将增厚 EPS 分别为 0.01、0.01、0.02 元/股；澄怀科技的摊薄 EPS 分别为 0.03、0.04、0.04 元/股；新媒体业务（主要包括国视通讯、掌视亿通、精视文化、邦富软件）并表将增厚 EPS 分别为 0.10、0.13、0.18 元/股。综上，华闻传媒 2014-2016 年摊薄 EPS 保守估计分别为 0.57、0.67、0.76 元/股，8 月 29 日收盘价 13.87 元，对应 PE 分别为 24 倍、21 倍、18 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**收购资产提前释放业绩；各项业务的整合与业绩相互印证；资产注入；OTT TV 业务和手机视频业务顺利推进。
- ◆ **风险因素：**公司的业务体系庞大，是否能够整合众多业务和资源并最终走向传媒集团，有待时间验证，具有不确定性。

公司报告首页财务数据（原有业务，主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）

主要财务指标	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	4,199.77	4,661.53	5,085.17
同比（%）	12.01%	10.99%	9.09%
归属母公司净利润（百万元）	878.05	977.96	1,072.19
同比（%）	66.61%	11.38%	9.64%
毛利率（%）	41.38%	41.45%	41.68%
每股收益（元/股）	0.43	0.48	0.52
P/E	32	29	27

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 8 月 29 日收盘价，按增发完成后总股本 2,055,759,919 股计算

公司报告首页财务数据（所有业务）

主要财务指标	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	5,500.85	6,315.87	7,085.94
同比（%）		14.82%	12.19%
归属母公司净利润（百万元）	1,172.30	1,372.55	1,565.49
同比（%）		17.08%	14.06%
毛利率（%）	42.66%	43.24%	43.67%
每股收益（元/股）	0.57	0.67	0.76
P/E	24	21	18

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 8 月 29 日收盘价，按增发完成后总股本 2,055,759,919 股计算

目录

投资聚焦.....	1
第1集 华商传媒：打造社区化影响力.....	3
六报、五刊、五网.....	3
传统纸媒面临行业性下滑.....	6
转型社区化服务平台，创造新的收入增长点.....	7
社区化影响力及其变现路径.....	9
第2集 时报传媒：欲建一流垂直财经资讯平台.....	9
政策性垄断，成长空间广阔.....	9
构建垂直财经资讯平台.....	11
第3集 漫友文化：内容王者，把握最佳变现出口.....	13
进军动漫领域，占领最优质 IP 资源.....	13
布局全产业链，产品丰富多样.....	13
内容创作和渠道是核心竞争力.....	15
政策支持加码，动漫行业空间广阔.....	18
第4集 民生燃气：贡献稳定收入利润.....	20
原有业务及漫友文化盈利预测.....	21
原有传媒及其转型业务经营预测.....	21
原有燃气业务经营预测.....	22
原有业务盈利预测.....	23
漫友文化盈利预测.....	23
原有业务及漫友文化分部估值.....	24
整体盈利预测、评级及估值.....	25
风险因素.....	26

图目录

图 1：华商传媒集团架构示意图.....	3
图 2：华商传媒主要产品.....	4
图 3：全国期刊总印数及同比增速情况（亿册）.....	6
图 4：全国报纸总印数及同比增速情况（亿份）.....	6
图 5：全国报刊广告刊登额及增长情况.....	6
图 6：华商传媒过去几年营业收入及利润情况.....	6
图 7：华商传媒主要门户网站首页.....	8
图 8：时报传媒主要产品《证券时报》.....	9
图 9：时报传媒过去几年营业收入及利润情况.....	10
图 10：《新财富》杂志.....	11
图 11：全景网（ http://www.p5w.net/ ）.....	11
图 12：甘肃卫视改版后.....	12
图 13：动漫产业链结构图.....	14
图 14：漫友文化产品和服务业务构架.....	15
图 15：漫友文化的业务流程.....	16
图 16：2010-2012 动漫产业市场规模变化.....	19
图 17：民生燃气服务覆盖范围广阔.....	20
图 18：民生燃气资质证书.....	20

表目录

表 1：华商传媒旗下主要报刊杂志发行情况.....	4
表 2：华商传媒旗下单位汇总.....	5
表 3：2013 年华商传媒转型业务收入估算及 2014 年预测（亿元）.....	9
表 4：漫友文化各类图书产品的合作出版社.....	17
表 5：漫友文化各销售渠道模式比较.....	17
表 6：相关文化产业政策汇总表.....	18
表 7：华商传媒、时报传媒过去几年盈利情况.....	21
表 8：华闻传媒原有传媒及其转型业务经营预测.....	21
表 9：华闻传媒原有燃气业务经营预测.....	22
表 10：漫友文化盈利预测.....	23
表 11：公司原有业务 EPS 贡献拆分情况.....	24
表 12：公司原有业务及漫友文化分部估值.....	25
表 13：各业务分部估值简表.....	26

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

这是一篇有别于市场的华闻传媒深度报告，相信关注过华闻传媒的投资者都知道公司的业务体系有多么庞大复杂，我们经过与公司的 N 次交流，查阅了大量资料，才对公司有了一定程度的认识和判断，我们尝试写一篇真正的深度报告来解答投资者的问题，然而我们失败了，这太困难了！但是我们找到了一个有趣的方法，在和小伙伴们一起研究的这段日子，华闻传媒呈现给我们的就像是一部情节丰富高潮迭起的连续剧，一直未完待续，让我们能够期待一个精彩的结局，所以，我们考虑是不是能以连续剧的方式为投资者讲述华闻传媒的故事。

本篇是这部连续剧的第一季——纸媒的“破局”，主要分析华闻传媒的纸媒业务（主体是华商传媒和时报传媒），同时纳入了本次收购的漫友文化和传统业务民生燃气，之所以把这几块业务放在一起，一是考虑大类划分上，它们属于传统业务，二是考虑业绩贡献上，它们的占比较高，是公司的主要安全边际。

传统纸媒下滑是不争的事实，华闻传媒能否破这个局、如何破这个局？**转型**——依靠华商传媒原有“六报、五刊、五网”建立的渠道、影响力、公信力，深度打造社区化影响力，转型为社区化服务平台；**整合**——整合时报传媒的财经内容、整合多种媒体形式，包括证券时报、新财富、全景网、甘肃卫视等，逐步打造中国最具影响力的垂直财经资讯平台；**内容衍生开发**——在这个内容为王的时代，漫友文化的强大内容资源还有更多变现渠道，与电影、游戏的结合将使这个传统纸媒焕发勃勃生机。从而，华闻传媒的纸媒业务再不会依赖卖版面、卖广告、卖杂志，2015 年，当你发现你曾经完全不看好的纸媒业务转型衍生出来的其他收入和利润占比已经达到甚至超过纸媒业务本身的时候，不必惊讶，这些业务包括但不限于广告包销及 O2O、物流配送、文化创意、报纸商贸拓展、网络等等。至于民生燃气这一块业务，是公司基于轻重资产的配置考虑，便于获得低成本的债权融资，同时这块业务本身的现金流也很好。

但是，再怎么讲得天花乱坠，这几块业务都不是什么新鲜玩意，资本市场看脸的，给你 20 倍估值一边玩去吧。我们决定，在华闻传媒的每一季分析中，都只给出各业务的估值下限，至于上限，大家尽可以参考我们的分析，各自发挥。

盈利预测、评级与估值:

按照本次增发收购完成后的总股本约 20.56 亿股计算，我们预计 2014-2016 年，公司原有业务（主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）的摊薄 EPS 分别为 0.43、0.48、0.52 元/股；漫友文化并表将增厚 EPS 分别为 0.01、0.01、0.02 元/股；澄怀科技的摊薄 EPS 分别为 0.03、0.04、0.04 元/股；新媒体业务（主要包括国视通讯、掌视亿通、精视文化、邦富软件）并表将增厚 EPS 分别为 0.10、0.13、0.18 元/股。综上，华闻传媒 2014-2016 年摊薄 EPS 保守估计分别为 0.57、0.67、0.76 元/股，8 月 29 日收盘价 13.87 元，对应 PE 分别为 24 倍、21 倍、18 倍。

8 月 18 日，中央全面深化改革领导小组第四次会议上审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，习近

平强调要建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，我们认为公司是目前 A 股国家级的初具新型媒体集团雏形的上市公司之一。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

以 2015 年业绩为基础，进行分部相对估值计算出的公司原有传媒及燃气业务的估值约为 8.70 元/股（原有纸媒及其转型业务 5.39 元/股，燃气业务 0.22 元/股，国广光荣 1.24 元/股，投资业务 1.49 元/股，漫友文化 0.36 元/股）；广播及新媒体业务为 5.25 元/股（澄怀科技 1.28 元/股，新媒体业务 3.98 元/股）。

综上，我们判断，华闻传媒的股价达到 13.96 元时，才基本反映了公司几大块业务的价值，而这建立在我们极端保守的预测上：1）计算 EPS 的股本为本次增发后的总股本 20.56 亿股；2）收购资产的业绩假设全部按照协议中的业绩承诺，没有考虑超预期的极大可能；3）对于国广光荣的业绩预测，只考虑 2013 年注入的 7 套广播频率，没有考虑 2014 年新注入的广播频率；4）这部分股价没有计算国广东方的价值；5）各业务分部估值时，市盈率均不高于行业平均水平。本着最大限度寻找股价安全边际的原则，我们已经尽可能为投资者考虑了可能产生风险的地方，然而，这并不代表我们不会努力寻找华闻传媒的真实价值，这有可能远远高于 13.96 元，找到安全边际固然重要，探索成长空间更加难能可贵，我们会在后面几季中全面分析。

各业务分部估值简表

业务板块	2015 年摊薄 EPS（元）	给予 2015 年 PE（倍）	分部估值结果（元/股）
纸媒及其转型业务	0.27	20	5.39
燃气业务	0.01	18	0.22
国广光荣	0.04	30	1.24
其他业务	0.00	0	0.00
投资收益	0.15	10	1.49
漫友文化	0.01	25	0.36
澄怀科技	0.04	30	1.28
国视通讯	0.01	30	0.43
掌视亿通	0.06	30	1.87
精视文化	0.02	27	0.62
邦富软件	0.03	30	1.05
合计	0.67	21	13.96

资料来源：信达证券研发中心预测

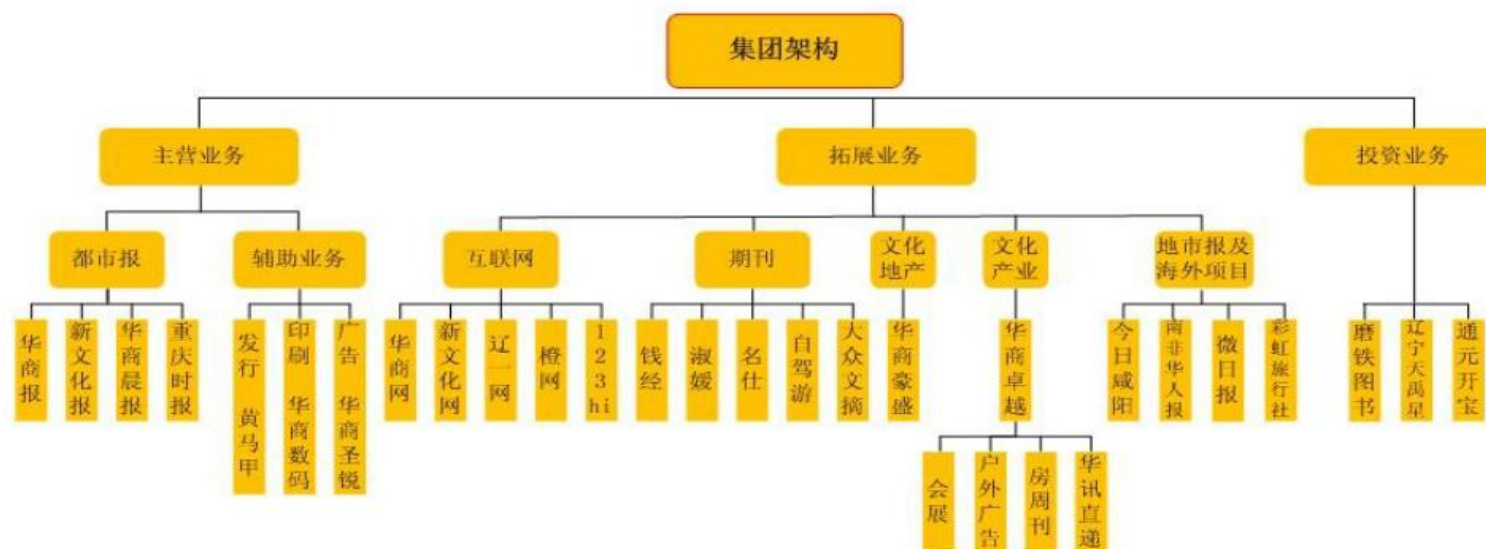
风险因素：公司的业务体系庞大，是否能够整合众多业务和资源并最终走向传媒集团，有待时间验证，具有不确定性。

第1集华商传媒：打造社区化影响力

六报、五刊、五网

陕西华商传媒集团有限责任公司，成立于2000年8月，华闻传媒100%控股。公司拥有独家代理经营《华商报》、《新文化报》、《华商晨报》、《重庆时报》经营性业务的权利。截止2013年12月31日，华商传媒资产总额28亿元，归属母公司权益15亿元，2013年度实现营业收入24亿元，营业利润8亿元，归属于母公司所有者的净利润6.5亿元。

图1：华商传媒集团架构示意图



资料来源：信达证券研发中心整理

华商传媒是国内唯一在多个区域运营都市报的传媒集团。从1997年起，它以西安《华商报》为基础快速发展，目前拥有**六报、五刊、五网和十家公司**，形成了较为完善的传媒产业链：**四张都市报**——西安《华商报》、长春《新文化报》、沈阳《华商晨报》、重庆《重庆时报》均在各自区域占主导地位，其中《华商报》在全国晚报都市类报纸竞争力评比中雄踞第三位；**两张周报**——西安《消费者导报》，《南非华人报》（约翰内斯堡）；**五本期刊**——《钱经》《淑媛》《自驾游》《大众文摘》《益寿宝典》具有一定行业影响力。华商传媒拥有**完整的报纸产业链**，印刷企业**华商数码公司**有一流的印刷设施和队伍，承担上百家报刊的印刷业务，规模位居国内报业印刷企业前列；**黄马甲公司**从报刊发行起步，业务延伸至牛奶配送、物流快

递等领域，拥有一支 7000 多人的强大物流配送网络。

图 2：华商传媒主要产品



资料来源：信达证券研发中心整理

表 1：华商传媒旗下主要报刊杂志发行情况

报刊名	分类	发行区域	官方发行量	概况
《华商报》	综合性日报/晨报 /晚报/都市报	西安市	60 万	《华商报》的读者群在受教育程度、个人月收入、家庭月收入、购买力等方面均高于城市水平。目前发行量超过 50 万份，其中 2/5 为零售，3/5 为订户。发行量在西安市占 70%，在宝鸡、咸阳、渭南、汉中、铜川、延安、榆林、安康、商洛等 9 个中等城市占 30%。
《新文化报》	综合性日报/晨报	长春市	48 万	《新文化报》始终坚持“政治家办报”的理念，将“奉献最有价值的新闻和信息”作为办报宗旨，

	/晚报/都市报			坚持“客户为本、价值竞争、品牌经营”的经营思路，为广大读者和客户提供最及时、最准确、最权威的信息和服务。
《华商晨报》	综合性日报/晨报 /晚报/都市报	沈阳市	50 万	《华商晨报》是辽宁省归国华侨联合会主办的一份综合类市民生活报，立足沈阳，辐射周边城市，以奉献最有价值的新闻和信息为立业之本，以独特的办报风格不断赢得读者，成为沈阳最有影响力的媒体之一。
《重庆时报》	综合性日报/晨报 /晚报/都市报	重庆市	45 万	《重庆时报》是一份综合类都市生活日报，日报四开 56 版，期发行量 45 万份，2008 年广告收入 2 亿元。《重庆时报》融新闻性、可读性、服务性、实用性于一体，是重庆市发行量最大，影响力最大、成交量最大的报纸。
《钱经》	经济与管理	全国	38 万	《钱经》读者中，绝大多数人是企业的领航者和家庭/个人消费的决策者，青年比例超过了 70%，高学历占总人数的 70.6%。据慧聪邓白氏研究、世纪华文等权威第三方数据监测最新发布，《钱经》杂志各主要城市市场占有率已高达 15.6%-19.4%，稳居全国理财类期刊第一位。
《淑媛》	时尚美容服装	全国	46.2 万	女性读者相对更多，占 82%；读者平均年龄 27.6 岁，主要集中在 25-34 岁；大部分读者未婚；绝大部分读者学历在本科及以上；读者平均个人月收入 7487 元，主要集中在 4000 元以上，读者家庭月收入 21160 元，主要集中在 10000 元以上。

资料来源：梅花网，信达证券研发中心整理

近年来，华商传媒逐步加大在互联网、会展、快递、投资等领域的业务拓展步伐，旗下**华商网**、**辽一网**、**新文化网**、**橙网**均为所在区域门户网站；文化产业拓展平台**华商卓越文化公司**业务囊括了会展、演艺、户外广告等，其中会展涉及汽车、教育、房产、农产品等行业，部分已发展成为行业品牌；**黄马甲**利用现有发行团队发展快递，建立了专业的仓储物流体系、信息化的商务运营模式，不断扩大业务范围，目前全国性业务已全面展开；集团还**参股**辽宁天禹星电子科技有限公司、北京磨铁图书公司、山东美多包装股份公司等行业内有影响力的企业。

表 2：华商传媒旗下单位汇总

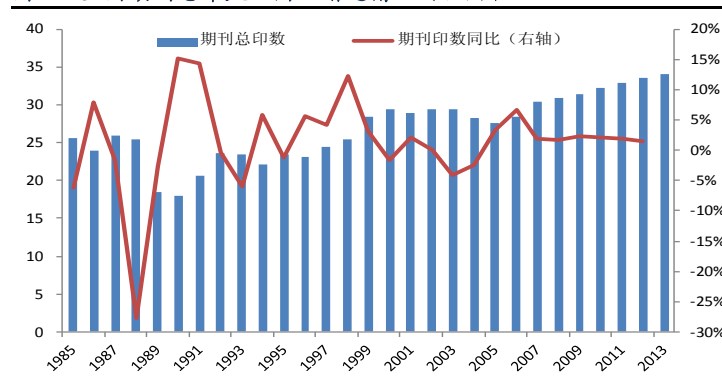
业务	产品	业务	产品
都市报	华商报、新文化报、华商晨报、重庆时报	辅助业务	发行-黄马甲、印刷-华商数码、广告-华商圣锐
互联网	华商网、新文化网、辽一网、橙网、123hi	期刊	钱经、淑媛、名仕、自驾游、大众文摘
文化地产	华商豪盛	文化产业	华商卓越、会展、户外广告、房周刊、华讯直递
地市报及海外项目	今日咸阳、南非华人报、城市知道网、彩虹旅行社	投资业务	磨铁图书、辽宁天禹星、通元开宝

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

传统纸媒面临行业性下滑

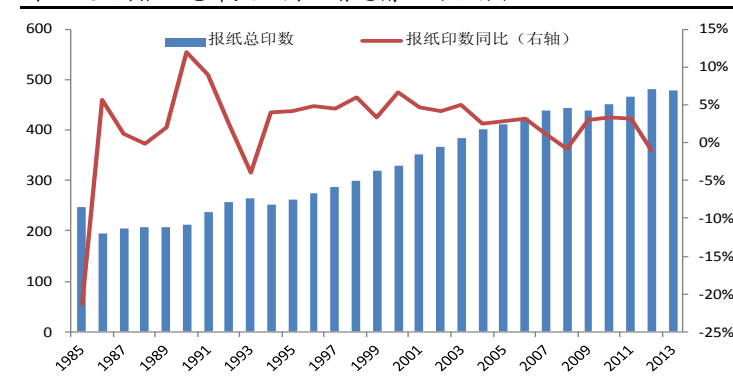
在互联网的冲击下，传统纸媒行业面临较大冲击，不论是报纸还是期刊，总印数增速均明显放缓。根据 HCR 广告监测数据显示，全国报刊媒体广告额更是从 2012 年开始下滑。

图 3: 全国期刊总印数及同比增速情况 (亿册)



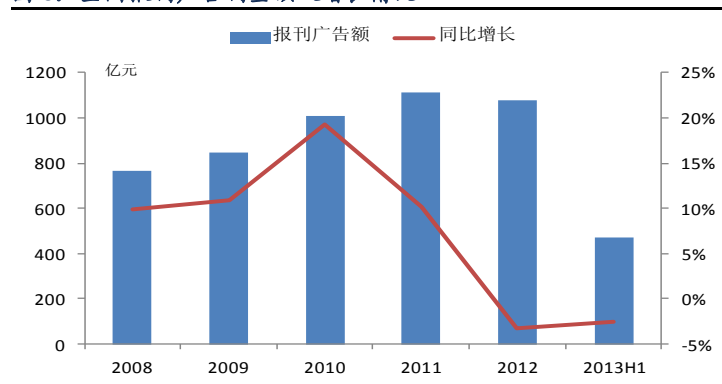
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 4: 全国报纸总印数及同比增速情况 (亿份)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

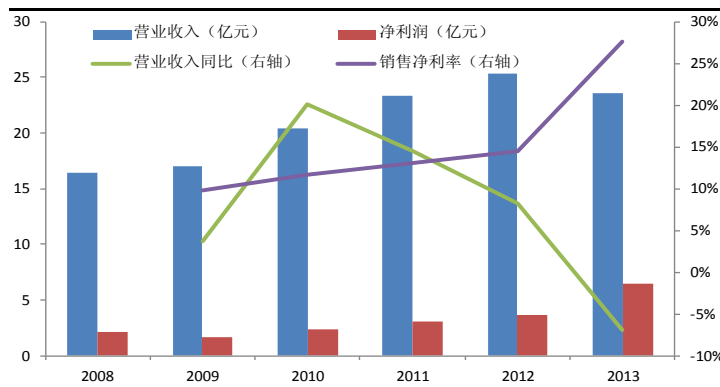
图 5: 全国报刊广告刊登额及增长情况



资料来源: HCR, 信达证券研发中心整理

从公司过去几年的主营业务经营业绩来看，华商传媒的业绩增长速度在放缓。2013 年，公司实现营业收入 23.53 亿元，同比下滑约 7%；净利润 6.5 亿元，同比大幅增长 78%，主要是非经常性项目的贡献。报告期内，华商传媒处置了其持有的三六五网约 621 万股份获得投资收益 3.13 亿元。

图 6: 华商传媒过去几年营业收入及利润情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着新媒体的发展，纸媒的传统广告收入衰落不可避免，华商传媒正积极探索，将纸媒的影响力和客户资源转化成新的产品形态获取收入。公司在巩固跨区域经营都市报业业务的基础上，拓宽现有垂直产业链、延伸华商品牌，运用“网络化”、“移动化”信息技术拓展新媒体业务，充分利用强大的服务网络及现有的区域网站——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。

转型社区化服务平台，创造新的收入增长点

彩生活商业模式：物业管理+工程服务+社区增值服务

作为内地首个独立上市的物业服务企业，“彩生活”因其轻资产模式在港挂牌两周最高涨幅超过 30%，其市值甚至反超母公司花样年控股。彩生活的商业模式可以简单地归纳为“物业管理+工程服务+社区增值服务”。其中，**社区增值服务**就是将社区公共资源变现，利用社区电商化实现增值服务统一标准化，这也是彩生活最富想象力的业务板块。

协助业委会租赁小区的公共空间、在小区内设置广告牌、将业主有意租售的房源介绍给物业经纪公司这些增值服务都不乏为彩生活的生财之道。除此之外，彩生活还在住宅区推出驻场展示室——彩生活空间，为供应商展示产品和服务，例如大米、瓶装水、食用油、水果等日常用品，打造社区售卖空间，接到订单后由供应商发货并收取一定比例的佣金。

这部分业务的增长迅猛使得彩生活 2013 年增值服务收入接近 4500 万元，在总收入中占比 19%，毛利率接近 100%。

华商传媒的社区化：打造城市生活综合服务平台

社区化是指将现有的都市报、区域门户网站办成特定区域内用户的城市生活综合服务平台。在网络资讯更发达的美国，区域报得到巴菲特的高度认可，其在 2012 年就投资了 115 家报纸。我国现阶段区域报才刚起步，价值尚待进一步发掘，未来业绩增长空间大。西安**华商网**已成为当地最强的服务平台；西安**123hi**打造地方城市生活消费聚合平台；沈阳**辽一网**成为当地最

强的服务平台；**重庆时报网**成为区域领先的房地产信息平台；**重庆华博**的房地产代理销售业务成为重庆最大的房产销售全案代理；**华商汽车会展**成为全国五大汽车展会之一。同时，公司将深耕区域广告，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，将在挖掘本地广告市场的基础上，发展全国性的广告业务。

网站建设——最有影响力的地区门户，华商网、辽一网等

华商网是华商传媒集团旗下西北地区最具影响力的综合性门户网站。目前日均用户浏览量(PV)800万；日均用户访问量(UV)60万；华商论坛注册用户数90余万。华商网是西北地区业界公认、兼具公信力和影响力的新媒体、在线服务名牌及专业的互联网服务提供商。

辽一网是辽宁地区惟一的大型网络媒体，是中国最具潜力的地方门户网站之一。辽一网日均UV80余万，PV超过500万。根据全球公认互联网排名机构Alexa的检测，辽一网在东北地区地方网站中排名第一，居全国地方骨干新闻网站前十位。

图 7：华商传媒主要门户网站首页



资料来源：信达证券研发中心整理

重庆华博——成功探索报纸 OTO 业务模式

重庆华博在《重庆时报》上采取做房产广告不收广告费，取而代之的是房地产代理销售业务。目前该业务模式正在向《华商报》、《华商晨报》、《新文化报》进行推广。

华商卓越——区域会展龙头、文化演艺快速增长

依托华商报的公信力和品牌影响力，华商卓越在西安地区开展针对汽车、房地产等传统报业广告主的行业展会，其中西安汽车博览会已经发展成为中国五大车展之一，农展会成陕西农产品推介名片，演艺业务快速成长。

黄马甲——探索现代物流服务业的新模式

黄马甲在四大报纸所在地西安、重庆、沈阳、长春建立了超过 7000 人的报纸投递队伍，已经转型为覆盖陕西、辽宁、吉林、重庆、甘肃、宁夏、青海西宁等地的现代物流服务企业。与凡客、当当、唯品会、聚美优品、天猫、易迅、苏宁、国美、倍乐生、家有购物、一号店等达成了合作意向。

社区化影响力及其变现路径

公司利用原有媒介优势搭建社区化服务平台，更进一步介入老百姓的生活，并成为他们生活中不可或缺的一部分。随着社区影响力的建立和深化，公司从中也获取了丰厚的收益。根据我们从公司了解的情况，2013 年，华商传媒转型业务与传统业务的收入贡献占比约为 3: 7，利润贡献占比约为 4: 6。预计到 2015 年，公司将实现转型业务与传统业务收入、利润占比达到 5: 5。

表 3: 2013 年华商传媒转型业务收入估算及 2014 年预测 (亿元)

转型新业务	2013	2014E
广告包销及 O2O 业务	2.0	3.0
物流配送业务	1.0	1.6
文化创意业务	0.8	1.1
报纸商贸拓展业务	0.5	1.0
网络业务	0.7	1.0
合计 (亿元)	5.0	7.7

资料来源：信达证券研发中心整理

第 2 集 时报传媒：欲建一流垂直财经资讯平台

政策性垄断，成长空间广阔

深圳证券时报传媒有限公司，成立于 2001 年 11 月，华闻传媒控股 84%。公司拥有独家代理经营《证券时报》经营性业务的权利。截止 2013 年 12 月 31 日，时报传媒资产总额 8 亿元，归属于母公司所有者权益 4 亿元，2013 年度实现营业收入 4 亿元，营业利润 0.72 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.54 亿元。

图 8: 时报传媒主要产品《证券时报》

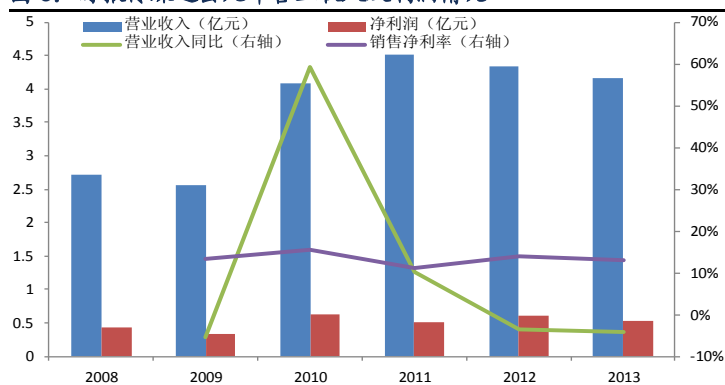


资料来源：信达证券研发中心整理

随着 IPO 审核重启及新三板业务扩大，公司业绩将呈现持续高速增长态势。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，同时在《中国证券报》与《上海证券报》中任选一家披露；而上交所上市公司则需在《上海证券报》进行信披，同时在《证券时报》与《中国证券报》中任选一家披露。

从目前待发行公司的情况来看，共有 31 家处于待发行的状态，其中，选择深交所的中小板与创业板上市公司占多数，分别为 7 家和 17 家，占到全部待上市公司的 77% 以上；从 2013 年至今上市的 72 家上市公司来看，主板 19 家，中小企业板 21 家，创业板 32 家，中小板与创业板上市公司占到全部上市公司的约 74%。

图 9：时报传媒过去几年营业收入及利润情况

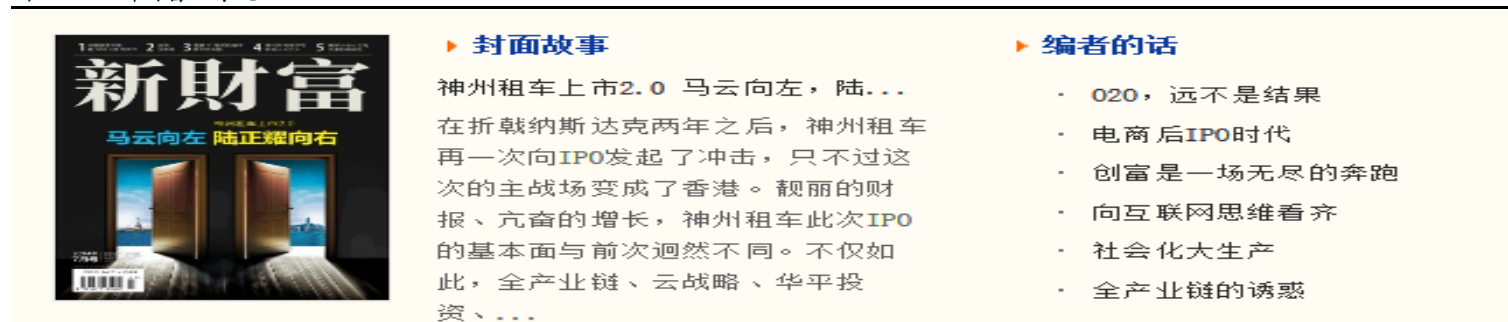


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

构建垂直财经资讯平台

《证券时报》旗下的《新财富》杂志、全景网是极具影响力的财经媒体。时报传媒将通过对财经信息的深度开发，通过多种媒体渠道，为高端财经人士提供一站式财经服务，打造中国的 Bloomberg，成为中国最有影响力的财经资讯平台。

图 10: 《新财富》杂志



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

《新财富》首创了研究式报道的崭新体例，《新财富》的每篇研究案例均在资本圈、企业界、学术界引起巨大震动，并多次被北京大学管理案例研究中心等学术机构评为年度优秀案例，进入其案例库。排名是《新财富》研究中国资本市场的另一重要手法，《新财富》创刊后，相继推出了“《新财富》500富人榜”、“新财富最佳分析师”、“金牌董秘”、“中国最佳投行”、“最具增长潜力商业模式”、“资本圈最推崇的奢侈品牌”、“中小板上市公司诚信 50”等多项开创性的权威排名，在国内外产生了广泛的影响。此外，《新财富》杂志同样在商业模式方面锐意创新，除纸质媒体之外，《新财富》杂志搭建了新财富最佳分析师论坛、新财富高尔夫球赛、新财富网站、新财富电子杂志、新财富官方微博等多元化的传播平台，建构了有别于传统媒体的“广告+发行+系列活动”的独特盈利模式。

图 11: 全景网 (<http://www.p5w.net/>)



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

全景网 (<http://www.p5w.net/>) 作为中国大陆第一家证券财经类独立 WEB 站点，第一时间向用户提供来自国家部委、沪深证券交易所和上市公司等单位的公开信息，每年发布原创财经新闻 4 万余条，是国内发稿量最多的财经新闻发布平台之一，

为专业客户提供权威、及时、深度、专业的财经资讯。全景网作为国内网上路演这一形式的首创者和标准制定者，构建了领军业界的综合性投资者关系高端服务体系——中国网上路演中心（<http://rsc.p5w.net/>）。网上路演市场占有率 90%以上，在国内 12 个主要城市设有 18 个路演大厅，累计举办近 7000 场，出席嘉宾 4 万人次，成为中国网上路演直播第一品牌。在网上路演的基础上，又推出了投资者关系互动平台，投资者关系互动平台已有 2000 余家上市公司加盟，并与各地证券监管部门合作推出了 33 个省市的区域性上市公司投资者关系互动平台，成为上市公司投资者关系管理的重要工具。

图 12：甘肃卫视改版后



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

中国国际广播电台旗下国广控股拥有甘肃卫视的经营权并参与节目的制作。甘肃卫视频道是以新闻为主的综合频道，于 1998 年 12 月 18 日通过卫星播出目前使用中星 9 传输覆盖全国主要中心城市和经济发达城市，经济频道以经济节目为主，通过国家光缆干线网覆盖全省，每天播出 18 小时。经济频道设有《百姓经济》、《田野之光》、《健康之友》、《家园》、《股世风云》等栏目。

2014 年，甘肃卫视提出了发展的“五新”战略：新丝路、新世界、新财富、新影像、新媒体。甘肃卫视在 2014 年已经制作了多个新节目，现在主要内容包括财经、中超、《大国文化》、《决战陆海空》、《同步世界》、《怀旧好声音》等等，甘肃卫视主打特色是财经、军事、娱乐等。财经频道需要权威财经媒体背书，而现有中国还没有出现能够支撑一个专业财经频道的财经类媒体平台。在这样的背景下，央视凭借自身作为媒体的权威性占据了财经的垄断地位，2012 年财经类节目收视率排名前十的节目均来自中央电视台。

时报传媒想打造中国的 Bloomberg，成为中国最有影响力的财经资讯平台，势必会将纸媒、互联网、电视等多种媒体整合在一起，我们认为，甘肃卫视经营权注入上市公司的预期非常强烈。届时，时报传媒将形成一个由《证券时报》、《新财富》杂志、全景网、甘肃卫视组成的，从纸媒、互联网、电视媒体各个方面共同打造的专业财经新媒体，成为财经类媒体平台的主力军。

第3集 漫友文化：内容王者，把握最佳变现出口

进军动漫领域，占领最优质 IP 资源

当今传媒集团的综合竞争力可集中体现在传播渠道的整合能力及内容变现能力这两方面。内容生产作为娱乐媒体产业链的最上端，对于下游动画、游戏、影视乃至衍生出来的旅游、教育等文化产业具有重大的影响。而游戏、影视这些下游产业恰恰是近几年高速发展且变现能力较强的产业。可以说，一个“内容为王”的时代正在来临，而内容产业的核心是优质的 IP 资源，谁占领了优质的 IP 资源，谁就把握了传媒行业最佳的变现出口。

近几年产业链下游的影视剧制作和游戏公司也纷纷往上游进行产业链衍生，布局内容产业。而华闻传媒在“全媒体、大文化”转型战略推动下，在积极丰富传播媒介的同时，也积极进行内容及 IP 资源的布局。华闻传媒于 2014 年 3 月 12 日起启动筹划非公开发行股份购买资产的重大资产重组事项，拟通过向特定对象非公开发行股份并支付现金的方式购买相关资产。其中标的公司之一是广州漫友文化科技股份有限公司 85.61% 股权。广州漫友文化科技股份有限公司（简称“漫友文化”）成立于 2006 年 12 月 22 日，注册资本 4000 万元，主要业务为漫画期刊和漫画图书的策划与发行、漫画创作和生产、以及相关动漫会展、动漫广告等服务，是中国动漫行业的龙头企业。

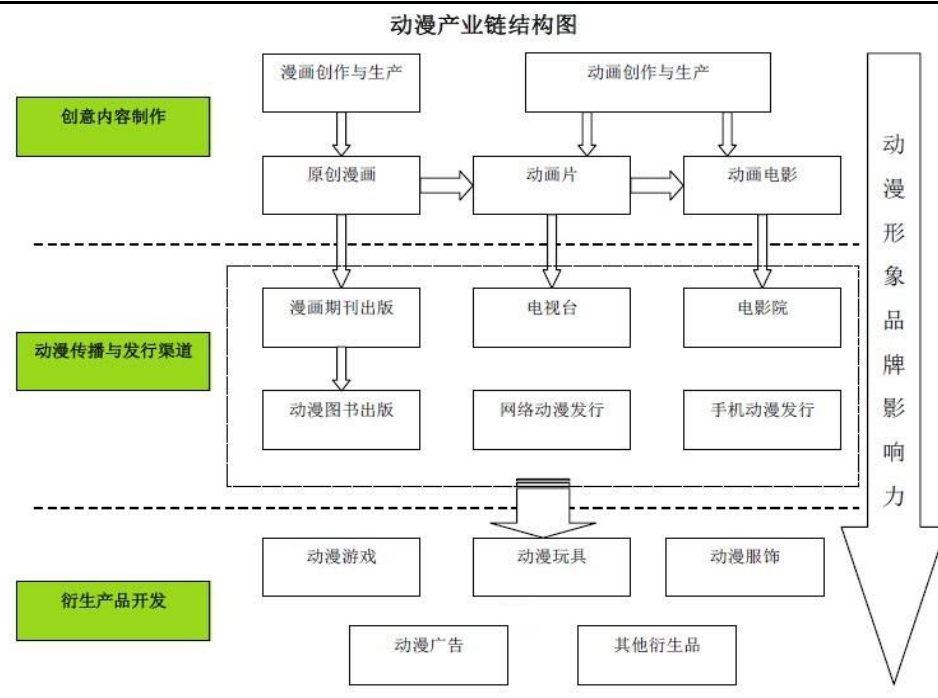
漫友文化是国内第一大原创漫画平台。2013 年实现营业收入 1.53 亿元，同比增长 4%；净利润 0.16 亿元，同比增长 656%；毛利率约 30%。多年来，漫友文化积累了丰富的漫画人才和作品资源，培养了千万级忠实的“漫迷”，拥有巨大的动漫产业链优质 IP 入口和平台价值。漫友文化运营《漫友》（半月刊）、《漫画世界》（周刊）等知名品牌漫画期刊，推出销量 4500 万的《乌龙院》及 3800 万册的《爆笑校园》等过千种畅销漫画，目前出品频率为“3 天 1 本期刊，1.5 天 1 本漫画”，累积动漫作品 4 万余部，发行漫画书刊 5.2 亿册。漫友文化先后打造了 BENJAMIN、寂地、客心、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。

布局全产业链，产品丰富多样

动漫产业链包括创意内容制作、动漫传播与发行渠道以及衍生产品开发三个环节。总的来看，目前动漫企业只有发行漫画单行本、动漫电影、动漫游戏、动漫衍生品开发及销售等几种变现方式，而这些变现方式的前提均是已经成功塑造了具有强大品牌影响力的动漫作品或形象。只有强大的动漫传播与发行渠道才能不断的塑造一个个具有强大品牌影响力的动漫作品或形象，并通过动漫图书、动漫电影、动漫游戏以及衍生产品开发实现动漫的价值。

因此，动漫传播与发行渠道对于动漫企业非常重要。漫友文化具有成熟的漫画期刊和图书发行渠道，是目前国内最具市场竞争力和价值的漫画传播平台。

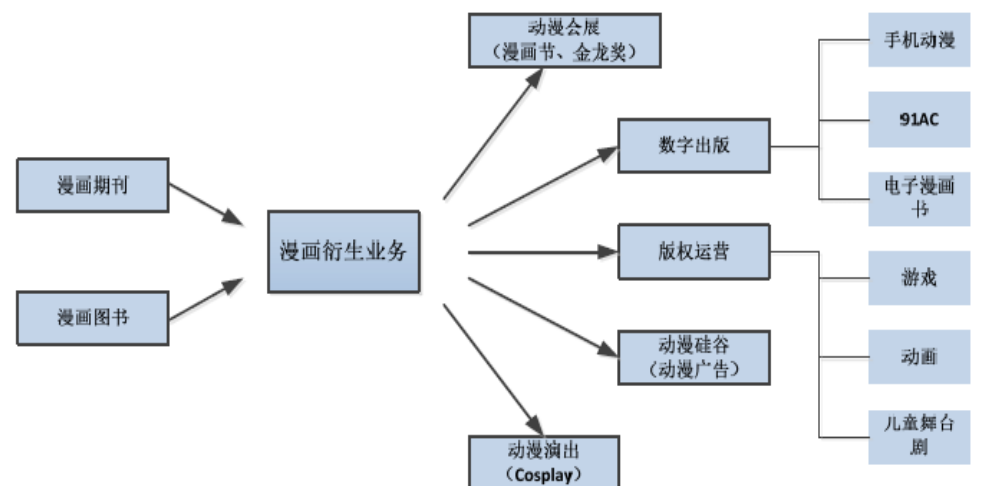
图 13: 动漫产业链结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

目前漫友文化的产品和服务业务囊括了动漫产业链的全部环节，产品包括漫画期刊、漫画图书以及衍生动漫服务。

图 14：漫友文化产品和服务业务构架



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

目前，漫友文化的**漫画期刊**包括周刊漫画世界、半月刊漫友、月刊新蕾（约绘）、半月刊神童画报（萌萌）、月刊科幻画报（小班长）等，**漫画图书**包括知识漫画、幽默漫画、少年漫画、少女漫画、绘本及系列主题书六大类别共计几十个系列品种，**衍生动漫服务**包括数字出版、版权运营、动漫硅谷（动漫广告）、动漫会展和动漫演出等。

内容创作和渠道是核心竞争力

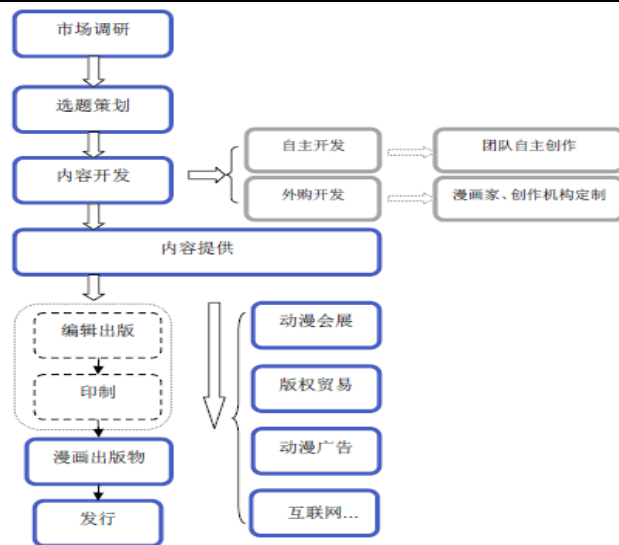
漫友文化动漫产品主营业务处于产业链的两端：前端的内容策划与运营和后端的发行环节，业务过程中与动漫内容创作者/漫画家、各出版社/杂志社、印刷单位及各销售渠道等发生具体业务关系。

内容创作采用自主开发和外购开发两种模式

漫友文化的内容开发采用自主开发和外购开发两种模式：**自主开发模式**下，漫友文化组织创作团队进行内容创作；**外购开发模式**下，漫友文化在选定漫画家（工作室）后，签订创作合同、连载协议等，协议一般按照《合同法》和《著作权法》中的相关规定，确定各自的权利义务，约定稿酬、创作时间、进度安排和预计销量、著作权的归属等内容。

漫友文化一般签订期限为 3-5 年的独家代理其经营和发行权，由漫友文化向其支付作品使用费。因此，漫画家（工作室）是漫友文化在内容策划、开发、运营环节的上游动漫内容供应商。针对动漫创作领域中知名度高、市场表现佳的作者，漫友文化与其进行独家签约合作，其创作作品版权共享，以确保产业资源具备核心竞争力。

图 15: 漫友文化的业务流程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

漫友文化采购行为分别发生在**内容开发环节**和**发行环节**。其中与专业作者、创作机构签订合同定制动漫开发内容，如连载动漫作品、图书插画设计等系内容开发环节的采购行为；向出版单位签订购销合同进行产品采购的，系在发行环节的采购行为。

向动漫作者（机构）采购定制内容

选择标准：目前，与漫友文化拥有中长期合作关系的各类作者（主要为漫画家）、创作机构近 100 人（家），选择标准主要是动漫创作者的艺术造诣和市场影响力及发展潜力等。漫友文化为此专门组建作者服务部门，设立作者信息数据库，将作者、机构的创作数据进行信息化归类管理，便于漫友文化在策划不同选题内容时便捷地选择出最适合的动漫作者、创作机构。

合作方式：漫友文化在选定创作者后，与其签订作品连载协议、图书代理出版合同等，约定创作时间、进度安排和预计销量等内容，以及约定按照版税或者稿酬方式协商的采购价款，通常该部分采购成本占图书码洋的 5~10%左右，并根据预测销售数量的不同有所调整。

结算方式：根据合同约定时限支付，如漫画连载协议约定支付时间为每月结算一次（连载刊发之后），动漫图书代理出版合同约定支付时间为产品发行之日起 60 日内支付首次代理出版版税。

向出版单位采购图书

漫友文化将动漫内容交出版单位进行出版印刷后，漫友文化即以发行商的身份向合作出版单位采购动漫期刊或图书。

表 4：漫友文化各类图书产品的合作出版社

动漫产品类别	合作出版单位
动漫期刊产品	漫友杂志社、科幻画报杂志社等
少儿漫画、引进漫画、红色漫画	新世纪出版社、中国言实出版社
知识漫画	广州出版社、汕头大学出版社、天津人民出版社、新世纪出版社
剧情漫画	广州出版社、上海人民美术出版社、黑龙江美术出版社
动漫绘本、画集	黑龙江美术出版社、江苏美术出版社、广东旅游出版社
COSPLAY 摄影集	广西美术出版社
动漫手工书	广东旅游出版社、黑龙江美术出版社
动漫明信片书/套装	广东旅游出版社、广州出版社
动漫小说	广州出版社、上海人民美术出版社、汕头大学出版社、黑龙江美术出版社、天津人民出版社、广西美术出版社

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

选择标准：漫友文化根据所运营的动漫内容不同特性选择适合的专业出版单位进行合作。

合作方式：漫友文化与出版单位签订“图书/期刊购销合同”，作为发行商与出版单位约定发行方式，包括发行量的最低要求，结算标准，出版社或杂志社不参与自办发行。漫友文化通常按照图书期刊码洋的 15%~40% 左右向出版单位采购动漫产品。

结算方式：漫友文化根据合同约定分期向出版单位支付购书、购刊款项，账期一般为 2~3 个月。

五个发行渠道模式互为补充

漫友文化根据所发行的动漫图书和期刊等产品不同市场特性，实行渠道与区域结合的产品代理制度，建立了五个渠道模式：民营渠道、网络渠道、新华渠道、邮政渠道、自营渠道。

表 5：漫友文化各销售渠道模式比较

销售渠道	主要产品类别	13 年销售占比	销售区域	渠道优势	渠道缺点
民营渠道	动漫图书、期刊全品种	59%	全国，各个地区挑选合格的区域代理商	市场反应快，渠道经商主动性强，合作方式灵活，结算周期短	数字化管理欠缺，渠道客户多为私营个体，存在一定的回款风险
网络渠道	动漫图书全品种	16%	当当，亚马逊，京东等电商	读者与产品针对性强，数据反应及时且准确，渠道自身具有强大的营销推广功能	不适合销售期刊及低码洋产品
新华渠道	动漫图书全品种	8%	全国	回款相对安全，渠道稳定，数据反应及时且准确，销售周期长	渠道主动性较弱，结算周期长

邮政渠道	动漫期刊及低码 洋图书	13%	全国	渠道稳定,具有全国订阅功能,系统销售, 配送速度快, 结算周期短	销售产品类别有限
自营渠道	动漫图书、期刊全 品种	4%	天猫商城与展会	无回款风险,能完整与公司产品及读者互 动	体量小

资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理

政策支持加码, 动漫行业空间广阔

2006 年开始, 随着中国动漫产业持续走热, 各地政府高调响应, 纷纷建立动漫产业基地, 大量的民间资本和风险资本也争相涌入动漫行业, 极大的推动了动漫产业的发展, 产业集中度也逐步提高。动漫产业的赢利点不仅在于动漫图书销售、动漫电影, 更多的在于动漫形象的品牌授权和衍生品产业化, 比如动漫游戏、动漫玩具、动漫服饰等。

2009 年 7 月 22 日, 国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》, 国家将重点推进的文化产业包括: 文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫等。我国政府目前已把整个动漫产业作为将来高速成长的产业。2009 年国家从融资、版权保护及贸易等多个方面对文化产业的发展予以支持。

表 6: 相关文化产业政策汇总表

时间	政策名称	出台部门	涉及动漫行业内容
2008	文化部关于扶持我国动漫产业发展的若干意见	文化部	重点支持原创动漫, 构建产业链, 保护知识产权
2008	动漫企业认定管理办法(试行)的通知	文化部、财政部、税总	认定的企业可享受财税优惠
2009	文化部关于加快文化产业发展的指导意见	文化部	鼓励原创, 实施动漫振兴工程, 完善产业链, 发展网络动漫、手机动漫
2009	文化部关于制定“文化产业指导目录”的公告	文化部	对包括动漫产业在内的文化产业进行投资指导
2010	关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见	宣传部、人民银行、财政部、文化部、广电总局、出版总署、银监会、证监会、保监会	加大信贷投放, 推动文化企业上市, 鼓励多元资金支持文化产业发展
2011	关于推进文化企业境内上市有关工作的通知	文化部	推进文化企业上市融资
2012	国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要	中央办公厅、国务院	文化产业成为国民经济支柱性产业, 加快发展动漫游戏等新兴产业, 引导社会资本投资文化产业, 鼓励文化企业面向资本市场融资
2012	文化部“十二五”时期文化产业倍增计划	文化部	文化产业增加值年平均现价增长速度高于 20%, 2015 年比 2010 年至少翻一番, 到 2015 年, 动漫业增加值超 300 亿元, 着力打造 5 至 10 个在国际上具有较强竞争力和影响力的国产

动漫品牌和骨干动漫企业

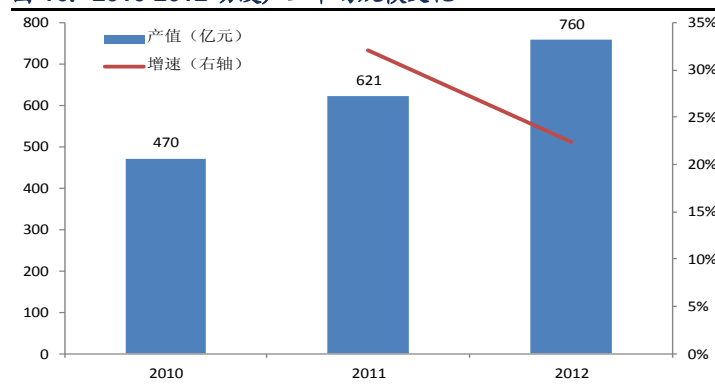
经认定并符合软件企业相关条件的动漫企业，可申请享受国家现行鼓励软件产业发展的所得税优惠政策；2017 年底前，符合条件的动漫企业，按规定享受增值税优惠政策；经认定的动漫企业自主开发、生产动漫直接产品，确需进口的商品可按现行规定享受免征进口关税和进口环节增值税的优惠政策。执行期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日

《关于印发文化体制改革中文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》
国务院

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

根据文化部发布的《中国动漫产业研究报告》统计数据显示，中国动漫产业市场规模逐年匀速增长，年增速保持在 20% 至 30% 之间，从 2010 年的 470.84 亿元人民币发展到 2012 年的 759.94 亿元。我国动漫产业整体构成中，动画、播映市场（电视动画，动画电影，网络动漫，手机动漫，动漫广告等）为最大的两个细分市场，两者合计占据大部分的市场份额。其中，漫画期刊出版发行总量约为 2 亿册左右。

图 16: 2010-2012 动漫产业市场规模变化



资料来源：公司公告，文化部，信达证券研发中心整理

2013 年，中国动漫产业发展继续稳步前行，动漫产业结构进一步优化，以手机（移动终端）动漫为代表的新媒体动漫，日益成为我国动漫产业发展的重要突破口；动漫产业“走出去”步伐加快，核心动漫产品出口额达 8.3 亿元，国际竞争力不断提升。多媒体技术的出现，使动漫传播的手段呈现多种形式，动漫辐射了越来越多的人群，并正在产业化的道路上大步迈进，带动周边相关产业的发展。

在我国，手机动漫主要是指在 3G 环境中将动漫元素通过移动运营商或互联网将产品分发给消费者，通过电信运营商实现收费的种电信增值服务。在未来的 4G 环境中，由于带宽的增加，手机动漫将会以流媒体方式进行传播运营。尽管中国动漫游戏产

业处于起步阶段，但发展速度快，空间广阔。中国动漫游戏产业市场的年需求规模至少为 600 亿元。随着移动互联网的不断普及，动漫将作为其未来发展互联网的重要部分而被重点发展经营。

第 4 集 民生燃气：贡献稳定收入利润

海南民生管道燃气有限公司成立于 1998 年 7 月，是公司持有 100% 股权的全资控股子公司，注册资本 5 亿元。民生燃气成立后全面负责公司的燃气业务，具有燃气经营许可资质，主要业务为管道燃气的生产销售、燃气用具销售及相关业务经营管理。

图 17：民生燃气服务覆盖范围广阔



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

图 18：民生燃气资质证书



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

民生燃气是海南省重点基础设施建设单位，是海口市管道燃气特许经营单位。民生燃气是海南省唯一一家同时拥有设计、施工、监理、运营资质的城市燃气综合运营企业，拥有国家压力管道安装 GA 级资质，市政公用工程监理乙级证书，压力管道设计资质，市政公用行业（燃气）主导工艺乙级资质，化工石化医药行业（石油及化工产品储运）主导工艺乙级资质，燃气热水器、燃气灶具、燃气成分检验分析、家用燃气灶、工业用压力表强制计量检定资质，是海南省质监局授权的省级强制计量、鉴定机构。2006 年 12 月 21 日，民生燃气依法获得海口市管道燃气特许经营权，负责海口市现行政管辖区域内的管道燃气经营（包括以管道输送形式向用户供应天然气、仿天然气及其他气体燃料，并提供相关管道燃气设施的维护、运行、抢修抢险业务等）和管道燃气的建设工程，特许经营权有效期限为 25 年，自 2007 年 1 月 1 日起至 2031 年 12 月 31 日止。

自上世纪九十年代以来，民生燃气克服管道燃气项目建设周期长、投资规模大以及市场培育难等困难，一直坚持对海口管道燃气进行投入和建设。截止 2013 年 12 月 31 日，民生燃气对海口管道燃气工程项目累计投资近 11.58 亿元，其中管网资产 7.88 亿元，管网总里程已达 1200 多公里，基本覆盖了东抵桂林洋高校区、西达粤海大道、南至云龙产业园、北到海甸岛碧海大道的海口市 90% 的主城区。截止 2013 年底，天然气供应能力达 2.2 亿标准立方米/年；居民用户合同签约户数突破 31 万户，工商用户超过 1600 户。

截止 2013 年 12 月 31 日，民生燃气的合并财务数据如下：资产总额 11.79 亿元，归属于母公司所有者权益 7.13 亿元。2013 年度实现营业收入 6.02 亿元，营业利润近 6 千万元，归属于母公司所有者的净利润 5,574 万元。

民生燃气控股子公司：海口民生燃气管网有限公司、海南民益工程技术有限公司、海南民生工程建设有限公司、海南燃气用具产品质量监督检验站、万宁民生燃气有限公司、陵水民生燃气有限公司、海南民享商务服务有限公司、中油管道文昌石化有限公司、海南民生商贸有限公司、海南民生公用管道检验有限公司。

原有业务及漫友文化盈利预测

公司 2013 年 2 月购买合并国广光荣 100% 股权，新增了独家承担国际台国内广播频率广告经营业务（该业务会在后续系列报告中详述）。根据公司 2013 年年报，华闻传媒目前的主要收入、利润来源为传播与文化、燃气生产和供应业务，**我们作为原有业务合并预测的主要包括华商传媒、时报传媒、国广光荣及民生燃气。**

漫友文化为 2014 年收购新并表的纸媒相关业务。

原有传媒及其转型业务经营预测

公司原有传媒业务主要由**华商传媒、时报传媒**两家子公司承担，此外，还有 2013 年 2 月新并表的**国广光荣**。

表 7：华商传媒、时报传媒过去几年盈利情况

华商传媒	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入（亿元）	16.39	17	20.41	23.37	25.30	23.53
净利润（亿元）	2.06	1.67	2.39	3.07	3.65	6.50
时报传媒	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入（亿元）	2.72	2.57	4.09	4.51	4.35	4.17
净利润（亿元）	0.43	0.34	0.63	0.5	0.60	0.54

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

从 2013 年、2014 年上半年业绩来看，公司传统纸媒业务盈利增速已经有放缓的趋势。然而，公司积极寻求转型，尤其是华商传媒积极拓展社区化增值服务，2014 年上半年华商传媒房产电商、快递等业务业绩大幅增长，对盈利贡献占比逐步增大。

表 8：华闻传媒原有传媒及其转型业务经营预测

期间	2012	2013	2014E	2015E	2016E
单位：万元	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
信息传播服务业					
收入	238,048.66	191,544.48	210,698.93	231,768.82	254,945.70

毛利率	51.80%	55.85%	52.00%	52.00%	52.00%
增长率	4.47%	-19.54%	10.00%	10.00%	10.00%
商品销售及配送					
收入	10,603.44	42,217.77	84,435.54	101,322.65	111,454.91
毛利率	47.15%	32.61%	32.61%	32.61%	32.61%
增长率	-5.86%	298.15%	100.00%	20.00%	10.00%
印刷					
收入	33,591.04	28,281.74	29,695.83	31,180.62	32,739.65
毛利率	27.25%	25.79%	25.79%	25.79%	25.79%
增长率	12.64%	-15.81%	5.00%	5.00%	5.00%
其他代理业务					
收入	11,991.74	26,113.35	30,030.35	34,534.91	39,715.14
毛利率	18.10%	47.17%	47.17%	47.17%	47.17%
增长率	51.49%	117.76%	15.00%	15.00%	15.00%
传媒产业合计					
收入	294,234.88	288,157.34	354,860.65	398,806.99	438,855.41
毛利率	47.45%	48.70%	44.78%	44.60%	44.68%
增长率	6.28%	-2.07%	23.15%	12.38%	10.04%

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心预测

原有燃气业务经营预测

公司燃气业务主要源于**民生燃气**。从过去几年燃气业务经营情况来看,这一块业务已经基本达到饱和状态,盈利能力比较稳定,我们预计未来几年也将保持较为平稳的发展势头。

表 9: 华闻传媒原有燃气业务经营预测

期间	2012	2013	2014E	2015E	2016E
单位: 万元	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
管道天然气					
收入	35,555.59	35,791.10	36,864.83	37,970.78	39,109.90
毛利率	14.90%	19.50%	19.50%	19.50%	19.50%
增长率	5.23%	0.66%	3.00%	3.00%	3.00%
燃气管网施工及安装					

收入	12,332.43	13,526.97	14,203.32	14,913.48	15,659.16
毛利率	39.79%	26.70%	26.70%	26.70%	26.70%
增长率	28.50%	9.69%	5.00%	5.00%	5.00%
液化气					
收入	8,873.53	5,012.38	5,162.75	5,317.63	5,477.16
毛利率	0.94%	1.27%	1.27%	1.27%	1.27%
增长率	-7.17%	-43.51%	3.00%	3.00%	3.00%
燃气用具					
收入	3,971.69	4,923.04	5,169.19	5,427.65	5,699.03
毛利率	30.89%	30.70%	30.70%	30.70%	30.70%
增长率	-10.78%	23.95%	5.00%	5.00%	5.00%
燃气生产供应合计					
收入	60,733.24	59,253.49	61,400.09	63,629.55	65,945.26
毛利率	18.96%	20.53%	20.57%	20.62%	20.66%
增长率	5.81%	-2.44%	3.62%	3.63%	3.64%

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心预测

原有业务盈利预测

2013 年底, 公司通过收购已经控制了华商传媒 100%、时报传媒 84%、民生燃气 100%及国广光荣 100%的股权, 少数股东损益大幅减少。此外, 公司持有较多待上市股权, 未来处置将带来持续的投资收益, 我们预计每年将获得约 3 亿投资收益。

综合上述分业务的假设, 我们预计公司原有业务(与 2013 年年报保持同一主体, 主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣) 2014-2016 年营业收入增速分别为 12%、11%、9%, 按照本次增发收购完成后总股本约 20.56 亿股计算, 摊薄的每股收益 2014-2016 年分别为 0.43 元/股、0.48 元/股、0.52 元/股。

漫友文化盈利预测

我们假设公司 2014 年 3 月 12 日启动的漫友文化的收购工作将在今年顺利完成, 预计其 4-12 月的业绩将成功并表。根据公司公告, 按照本次增发收购完成后总股本约 20.56 亿股计算, 我们预计漫友文化 85.61%股权并表将增厚公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.01 元/股、0.01 元/股、0.02 元/股。

表 10: 漫友文化盈利预测

单位: 万元	2014 年 4-12 月	2015 年	2016 年	2017 年及以后
一、主营业务收入	16,335.61	23,159.80	29,528.24	29,528.24

减：主营业务成本	10,970.95	15,321.78	19,213.39	19,213.39
主营业务税金及附加	55.97	76.83	117.86	117.86
二、主营业务利润	5,308.69	7,761.19	10,196.99	10,196.99
减：销售费用	1,019.53	1,439.55	1,757.86	1,757.86
管理费用	922.39	1,275.99	1,371.69	1,371.69
财务费用				
资产减值损失	700.75	383.12	454.18	454.18
三、营业利润	2,666.03	4,662.53	6,613.26	6,613.26
四、利润总额	2,666.03	4,662.53	6,613.26	6,613.26
所得税税率（%）	10	25	25	25
减：所得税	266.6	1,165.63	1,653.31	1,653.31
五、净利润	2,399.42	3,496.90	4,959.94	4,959.94
归母净利润（85.61%）	2,054.14	2,993.70	4,246.20	4,246.20
贡献 EPS（元/股）	0.01	0.01	0.02	0.02

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心预测

原有业务及漫友文化分部估值

公司原有业务主要包括纸媒及其转型业务（华商传媒、时报传媒）、燃气业务（民生燃气）、广播业务（国广光荣）及投资业务（投资收益）。此外，2014 年新收购的漫友文化也对公司业绩有一定的增厚作用。

表 11：公司原有业务 EPS 贡献拆分情况

EPS 贡献（单位：元/股）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
原有业务	0.14	0.26	0.43	0.48	0.52
纸媒及其转型业务	0.11	0.10	0.23	0.27	0.31
燃气业务	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
国广光荣	0.00	0.03	0.04	0.04	0.04
其他业务	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.02	0.11	0.15	0.15	0.16
漫友文化			0.01	0.01	0.02

资料来源：信达证券研发中心预测

从板块平均市盈率来看，按照 2015 年的盈利预测计算，平面媒体行业平均市盈率约 21 倍，我们基于谨慎性原则，在公司传

统纸媒业务不断尝试创新转型并且取得了较为丰厚的投资回报的情况下，给予公司原有纸媒业务 20 倍市盈率；公司燃气业务按照行业平均的约 18 倍市盈率进行估值；公司投资收益按照金融企业投资业务取 10 倍市盈率计算；其他业务不予估值。

漫友文化有着较强的内容和渠道优势，与原有传媒业务整合之后将有更好的发展路径。基于此，我们给予漫友文化一定的估值溢价，以 25 倍市盈率进行估值。

表 12: 公司原有业务及漫友文化分部估值

业务板块	2015 年摊薄 EPS (元)	给予 2015 年 PE (倍)	分部估值结果 (元/股)
纸媒及其转型业务	0.27	20	5.39
燃气业务	0.01	18	0.22
国广光荣	0.04	30	1.24
其他业务	0.00	0	0.00
投资收益	0.15	10	1.49
漫友文化	0.01	25	0.36
合计	0.49	18	8.70

资料来源：信达证券研发中心预测

综上，以公司 2015 年业绩为基础，进行分部相对估值计算出的公司原有传媒及燃气业务的估值约为 8.70 元/股（原有纸媒及其转型业务 5.39 元/股，燃气业务 0.22 元/股，国广光荣 1.24 元/股，投资业务 1.49 元/股，漫友文化 0.36 元/股）。

整体盈利预测、评级及估值

按照本次增发收购完成后的总股本约 20.56 亿股计算，我们预计 2014-2016 年，公司原有业务（主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）的摊薄 EPS 分别为 0.43、0.48、0.52 元/股；漫友文化并表将增厚 EPS 分别为 0.01、0.01、0.02 元/股；澄怀科技的摊薄 EPS 分别为 0.03、0.04、0.04 元/股；新媒体业务（主要包括国视通讯、掌视亿通、精视文化、邦富软件）并表将增厚 EPS 分别为 0.10、0.13、0.18 元/股。综上，华闻传媒 2014-2016 年摊薄 EPS 保守估计分别为 0.57、0.67、0.76 元/股，8 月 29 日收盘价 13.87 元，对应 PE 分别为 24 倍、21 倍、18 倍。

综合考虑公司在新媒体业务的巨大发展空间和新老媒体用户和客户整合的良好前景，我们认为公司是目前 A 股最有希望成为第一家真正的综合性传媒集团的企业。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

以 2015 年业绩为基础，进行分部相对估值计算出的公司原有传媒及燃气业务的估值约为 8.70 元/股（原有纸媒及其转型业务 5.39 元/股，燃气业务 0.22 元/股，国广光荣 1.24 元/股，投资业务 1.49 元/股，漫友文化 0.36 元/股）；广播及新媒体业务为 5.25 元/股（澄怀科技 1.28 元/股，新媒体业务 3.98 元/股）。

综上，我们判断，华闻传媒的股价达到 13.96 元时，才基本反映了公司几大块业务的价值，而这建立在我们极端保守的预测上：1) 计算 EPS 的股本为本次增发后的总股本 20.56 亿股；2) 收购资产的业绩假设全部按照协议中的业绩承诺，没有考虑超预期的极大可能；3) 对于国广光荣的业绩预测，只考虑 2013 年注入的 7 套广播频率，没有考虑 2014 年新注入的广播频率；4) 这部分股价没有计算国广东方的价值；5) 各业务分部估值时，市盈率均不高于行业平均水平。本着最大限度寻找股价安全边际的原则，我们已经尽可能为投资者考虑了可能产生风险的地方，然而，这并不代表我们不会努力寻找华闻传媒的真实价值，这有可能远远高于 13.96 元，找到安全边际固然重要，探索成长空间更加难能可贵，我们会在后面几季中全面分析。

表 13: 各业务分部估值简表

业务板块	2015 年摊薄 EPS (元)	给予 2015 年 PE (倍)	分部估值结果 (元/股)
纸媒及其转型业务	0.27	20	5.39
燃气业务	0.01	18	0.22
国广光荣	0.04	30	1.24
其他业务	0.00	0	0.00
投资收益	0.15	10	1.49
漫友文化	0.01	25	0.36
澄怀科技	0.04	30	1.28
国视通讯	0.01	30	0.43
掌视亿通	0.06	30	1.87
精视文化	0.02	27	0.62
邦富软件	0.03	30	1.05
合计	0.67	21	13.96

资料来源：信达证券研发中心预测

风险因素

公司的业务体系庞大，是否能够整合众多业务和资源并最终走向传媒集团，有待时间验证，具有不确定性。

华闻传媒合并利润表（2013 年年报口径，主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）

会计年度	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,199.77	4,661.53	5,085.17
营业成本	2,462.00	2,729.20	2,965.76
营业税金及附加	101.98	113.19	123.48
营业费用	609.64	676.66	738.16
管理费用	339.01	376.28	410.48
财务费用	10.81	-48.91	-65.51
资产减值损失	-2.91	6.76	4.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	373.27	368.29	386.03
营业利润	1,052.50	1,176.64	1,293.84
营业外收入	42.28	42.28	42.28
营业外支出	5.18	5.15	5.24
利润总额	1,089.60	1,213.77	1,330.88
所得税	163.44	182.07	199.63
净利润	926.16	1,031.70	1,131.25
少数股东损益	48.11	53.75	59.06
归属母公司净利润	878.05	977.96	1,072.19
EPS（摊薄）	0.43	0.48	0.52

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股本按照本次增发完成后总股本 2,055,759,919 股计算

华闻传媒合并利润表（所有业务）

会计年度	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,500.85	6,315.87	7,085.94
营业成本	3,153.92	3,584.92	3,991.44
营业税金及附加	129.16	145.29	160.25
营业费用	679.66	762.12	836.65
管理费用	426.53	485.72	536.40
财务费用	12.71	-46.10	-62.69
资产减值损失	8.53	15.48	15.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	373.27	368.29	386.03
营业利润	1,463.61	1,736.74	1,994.48
营业外收入	279.11	401.29	508.98
营业外支出	5.18	5.15	5.24
利润总额	1,503.07	1,777.46	2,036.18
所得税	255.72	314.54	364.70
净利润	1,247.35	1,462.92	1,671.48
少数股东损益	75.05	90.37	106.00
归属母公司净利润	1,172.30	1,372.55	1,565.49
EPS（摊薄）	0.57	0.67	0.76

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股本按照本次增发完成后总股本 2,055,759,919 股计算

中小企业研究团队

谢从军，分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究 2 年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

单丹，分析师，2012 年 5 月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014 年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6 年行业经验。

王镁，分析师，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

杨腾，分析师，中国人民大学数量经济学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

方光照，分析师，上海财经大学金融学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

钟惠，分析师，中国人民大会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭行业和中小企业研究。

胡申，分析师，北京林业大学农林经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

王光兵，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014 年 7 月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

中小企业研究重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。