



Research and  
Development Center

# 并购之美成就大华闻

——华闻传媒（000793.SZ）深度分析第三季

2014年9月10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  
谢从军 分析师

## 证券研究报告 公司研究——跟踪报告 华闻传媒 (000793.sz)

公司研究——跟踪报告 华闻传媒  
(000793.sz)

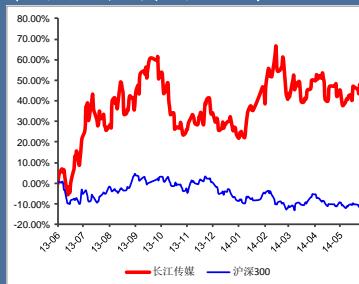
公司研究——跟踪报告 华闻传媒  
(000793.sz)

华闻传媒 (000793.sz)

华闻传媒 (000793.sz)



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 (2014.9.9)

收盘价 (元)	13.36
52 周内股价	10.08-15.20
波动区间(元)有限公司	10.08-15.20
CINDA SECURITIES CO., LTD	4.95
北京市西城区闹市口大街9号院	
1层	
1层	18.42
邮编: 100031	

### 中小企业研究团队

方光耀 分析师

执业编号: S1500514070002

联系电话: +86 10 63081267

邮箱: fangguangzhao@cindasc.com

单丹 分析师

执业编号: S1500512060001

联系电话: +86 10 63081079

邮箱: shandan@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

### 相关研究

《华闻传媒 (000793) 深度分析第

## 并购之美成就大华闻

### 跟踪报告

2014 年 9 月 10 日

#### 本期内容提要:

- ◆ **传媒并购“大时代”下迎来“大华闻”。**政策推动下,传媒行业并购规模从 2011 年开始急剧提升。华闻传媒前身是海南省民生燃气集团。海南省民生燃气集团于 2006 年收购华商传媒及旗下子公司部分股权后,由能源企业摇身一变成为以报业为主的传媒业务和燃气业务并行的企业。此后通过一系列并购,公司不断丰富传媒介质和内容,并搭建技术平台,积极进军新媒体领域,培育互联网和移动互联网业务,已经初步搭建好传媒集团框架,未来将沿着并购之路不断前行。
- ◆ **拥抱移动互联网, 大步迈向新媒体。**4G 时代下, 移动视频将迎来爆发, 2017 年运营商付费视频规模有望超过 100 亿。公司收购的国视通讯与掌视亿通利用在移动视频领域的丰富资源和运营经验, 将华闻传媒由报纸、杂志、广播、互联网电视等媒体向移动互联网进行了快速延伸, 极大地丰富了公司的媒介资源。而国广星空在适当时机注入到上市公司的预期较为强烈。
- ◆ **丰富媒介与内容, 搭建技术平台。**公司收购的精视文化户外广告屏未来将成为 CIBN 的又一个内容出口, 而楼宇广告也将成为华闻传媒全案营销的重要组成部分, 收购精视文化是华闻传媒进行全时段、全空间对用户进行覆盖的重要媒体战略布局之一。公司收购澄怀科技并进入在线教育领域, 是对于内容板块的重要拓展。收购邦富软件, 将为公司在内容和媒体介质扩张提供必要的技术支持。未来华闻传媒的传播介质和内容平台将进一步拓展, 沿着“全媒体、大文化”的发展战略继续推进。
- ◆ **新闻集团的启示: 强势并购重布局, 内容渠道双管齐下。**综观新闻集团 60 余年的并购扩张历程, 我们得出几个重要的启示: 并购过程中坚持内容与渠道并重; 注重战略布局, 展开强势并购; 积极拥抱互联网, 布局新媒体。华闻传媒在并购过程中体现出来的战略思路与新闻集团在某些方面异曲同工。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 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, 9 月 9 日收盘价 13.36 元, 对应 PE 分别为 23 倍、20 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:** 增发收购进程可能低于预期；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；公司新收购各项业务业绩不达承诺。

#### 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	23	20	18

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股价为2014年9月9日收盘价，按增发完成后总股本2,055,759,919股

## 目 录

投资聚焦.....	1
第1集：华闻传媒并购之路.....	3
第2集：传媒并购进入“大时代”.....	3
政策利好为传媒集团并购铺路.....	3
第3集 拥抱移动互联网，大步迈向新媒体.....	5
4G时代来临，移动视频待爆发.....	5
国视+掌视：抢占移动视频制高点.....	8
第4集 丰富媒介与内容，搭建技术平台.....	10
精视文化：把握户外媒体流量入口.....	10
澄怀科技：搭建教育内容平台.....	13
邦富软件：搭建大数据技术支撑平台.....	14
第5集 放眼四海：新闻集团的启示.....	15
新闻集团收购历程.....	15
新闻集团收购启示.....	16
盈利预测.....	17
国视通讯经营预测及盈利预测.....	17
掌视亿通盈利预测.....	18
精视文化盈利预测.....	19
邦富软件盈利预测.....	20
分部估值.....	21
风险因素.....	21

## 表 目 录

表 1：近几年国家关于文化产业发展的政策文件 .....	4
表 2：前向收费的运营商视频与后向收费的在线视频对比.....	7
表 3：公司用于发布楼宇电梯广告的两种广告载体.....	12
表 4：国视通讯经营预测（单位：万元） .....	17
表 5：国视通讯盈利预测 .....	18
表 6：掌视亿通盈利预测 .....	19
表 7：精视文化盈利预测 .....	19
表 8：掌视亿通盈利预测 .....	20
表 9：2014年收购的4家公司所属行业平均市盈率.....	21
表 10：公司2014年收购的4家新媒体公司分部估值.....	21

## 图 目 录

图 1：华闻传媒并购路径 .....	3
图 2：2004-2014年传媒行业并购数量及规模 .....	5
图 3：韩国4G时代下数据流量飞速增长 .....	5
图 4：从欧盟情况看，视频占据了约50%MBB流量 .....	5
图 5：中国移动4G用户数量急剧增长 .....	6
图 6：中国移动视频产业链结构图 .....	6
图 7：中国运营商付费视频行业市场规模及预测 .....	8
图 8：中国移动视频基地各合作内容方收入份额 .....	9
图 9：国视通讯在中国移动视频基地的包月用户增长情况 .....	9
图 10：掌视亿通营业收入增长情况 .....	9
图 11：掌视亿通净利润增长情况 .....	9
图 12：公司楼宇广告版位数量分布 .....	11
图 13：精视文化营业收入增长情况（备考报表） .....	11
图 14：精视文化净利润增长情况（备考报表） .....	11
图 15：“太傻网”界面 .....	13
图 16：出国留学人数保持较快增长 .....	13
图 17：中国在线教育市场规模 .....	14
图 18：中国在线教育细分市场结构 .....	14
图 19：邦富软件舆情产品服务流程图 .....	14
图 20：新闻集团并购之路 .....	16

## 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，我们正以连续剧的方式为投资者讲述华闻传媒的故事。欢迎大家回顾第一季：纸媒的“破局”、第二季：国广东方的大格局。

本篇是华闻传媒深度分析系列的第三季——并购之美，主要分析华闻传媒 2006 年以来的并购战略，以及近两年收购的几家新媒体公司的业务布局和前景。最后以新闻集团为对标公司，分析了华闻传媒在扩张过程中展现出的与新闻集团类似的路径，虽然我们并不确定华闻传媒最终能成长为新闻集团，但我们认为公司是国家级的、初具新型媒体集团雏形的上市公司之一。近两年并购布局：

**手机屏——收购国视通讯和掌视亿通**，根据艾瑞咨询统计，2013 年国视通讯在中国移动视频基地 24 亿的营业收入中占据了 25.6% 的市场份额，是排名第一的内容运营商。截至 2014 年 3 月底，国视通讯在中国移动视频基地已经拥有超过 800 万付费用户（包括影视频道和国广专区），而 2014 年中国联通与中国电信也加大了视频基地的建设力度，用户数量有望迅速增加，我们预计国视通讯也将成为这两家运营商视频基地的主要合作商。我们保守预测国视通讯 2014 年平均付费用户数量将超过 1000 万，2015、2016 年平均付费用户数量将分别达到 1200 万、1500 万。

**户外广告屏——收购精视文化**，一方面填补了公司在户外媒介领域的空白，进一步丰富了公司的内容出口和传播渠道；另一方面，精视文化拥有的户外广告屏，有望与 OTT 时代的电视屏、4G 时代的手机屏实现多屏互联，并进行用户的协同和整合。

**内容——收购澄怀科技和漫友文化**，前者补充了教育内容，并向在线语言培训拓展；后者锁定了优质 IP 资源，为将来版权输出及发展游戏、影视等业务打下基础。

**技术平台——收购邦富软件**，是公司搭建技术平台的开始，“技术+内容+渠道”可以说是传媒集团内部架构的核心配置，邦富软件从事舆情监控，直击新闻和内容产业的要害，这块业务如虎添翼。

### 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；2014 年 9 月 9 日收盘价 13.36 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍、18 倍。

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) 收购资产的业绩预测除国视通讯外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。

在给出安全边际的同时，本季中我们对于华闻传媒新媒体发展空间的探索，相信对投资者而言也将打开对于华闻传媒内在价值的想象空间。

### 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
<b>合计</b>	<b>0.67</b>	<b>21</b>	<b>13.96</b>

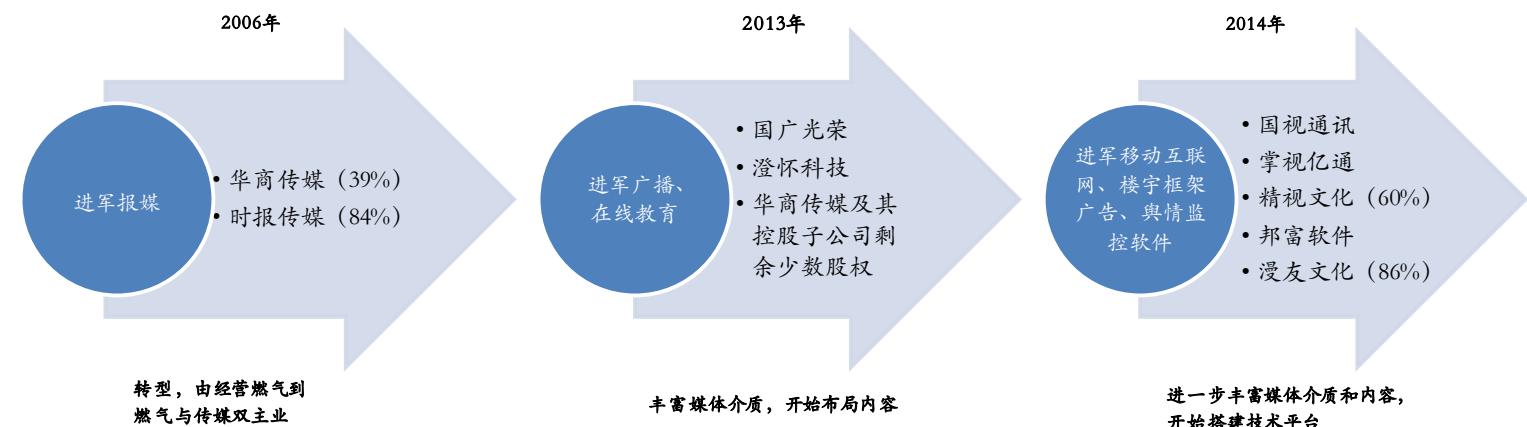
资料来源：信达证券研发中心预测

**风险因素：**增发收购进程可能低于预期；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；公司新收购各项业务业绩不达承诺。

## 第1集：华闻传媒并购之路

华闻传媒前身是海南省民生燃气集团。海南省民生燃气集团于2006年收购华商传媒及旗下子公司部分股权后，由能源企业摇身一变成为以报业为主的传媒业务与燃气业务并行的企业。此后通过一系列并购，公司不断丰富传媒介质和内容，并搭建技术平台，积极进军新媒体领域，培育互联网和移动互联网业务，已经初步搭建好传媒集团框架。

图1：华闻传媒并购路径



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 第2集：传媒并购进入“大时代”

### 政策利好为传媒集团并购铺路

2014年8月18日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革领导小组第四次会议。会议审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》（简称“《意见》”）。《意见》对新形势下如何推动媒体融合发展提出了明确要求，做出了具体部署。《意见》指出，要推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面深度融合，着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，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，形成立体多样、融合发展的现代传播体系。我们认为，《意见》为华闻传媒这样具有“国家队”背景的主流媒体通过并购方式打造新媒体板块，

巩固和强化自身的影响力打开了一扇更大的门。事实上，近几年国家关于文化产业的政策文件层出不穷，对于综合实力突出的文化传媒企业通过并购重组做大做强的推动力度不断加码，官媒背景的文化传媒集团迎来空前发展机遇。

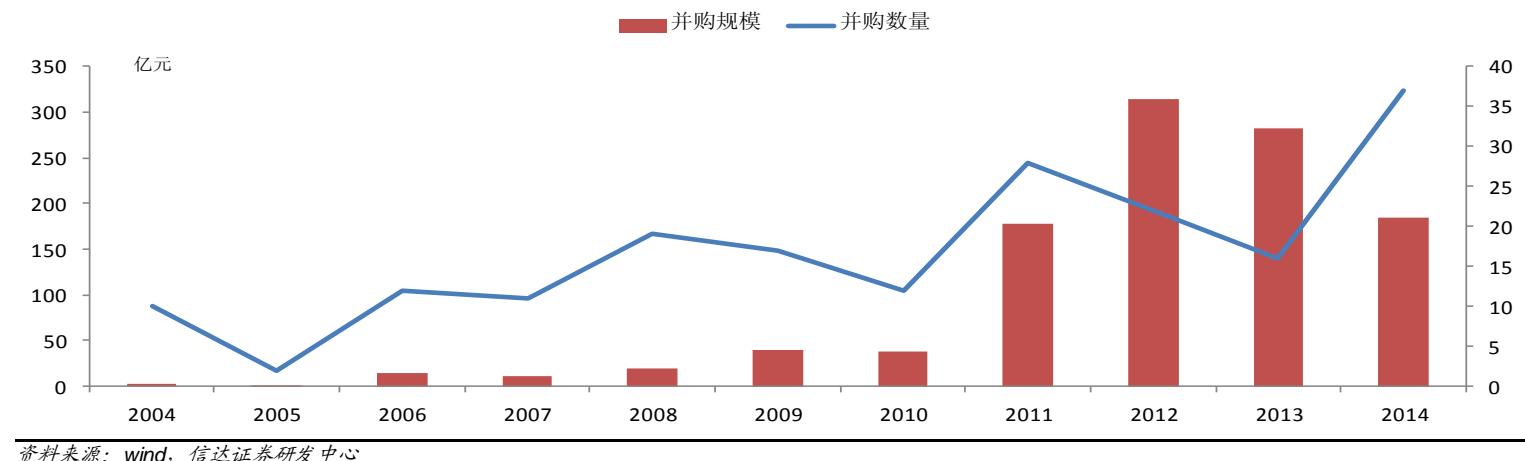
**表1：近几年国家关于文化产业发展的政策文件**

时间	发布部门	政策文件	内容
2009年9月	国务院	《文化产业振兴规划》	提出将加大对文化产业的政策扶持力度，推动跨地区、跨行业联合或重组，尽快壮大企业规模，提高集约化经营水平，促进文化领域资源整合和结构调整；鼓励银行业金融机构加大对文化企业的金融支持力度； <b>鼓励已上市文化企业通过公开增发、定向增发等再融资方式进行并购和重组，迅速做大做强。</b>
2010年4月	中共中央宣传部、中国人民银行、财政部、文化部等九部委	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	强调推进文化产业结构调整，发展壮大出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等传统文化产业，加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业；培育骨干企业，扶持中小企业，完善文化产业分工协作体系。 <b>鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，推动文化资源和生产要素向优势企业适度集中，培育文化产业领域战略投资者。</b>
2011年3月		“十二五”规划纲要	推动文化产业成为国民经济支柱性产业
2011年10月	十七届六中全会通过	《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	<b>鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，强调培育文化产业领域战略投资者。</b>
2012年2月15日	中共中央宣传部、国家发改委	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	强调推进文化产业结构调整，发展壮大出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等传统文化产业，加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业；培育骨干企业，扶持中小企业，完善文化产业分工协作体系。 <b>鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，推动文化资源和生产要素向优势企业适度集中，培育文化产业领域战略投资者。</b>
2012年2月27日	新闻出版总署	《关于加快出版传媒集团改革发展的指导意见》	<b>鼓励出版传媒集团对业务相近、资源相通的中央和地方出版企业进行兼并重组，实现跨地区发展；鼓励出版传媒集团兼并重组新闻出版领域以外的其他国有企业，实现跨行业发展。</b>
2014年8月18日	中央全面深化改革领导小组第四次会议审议通过	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	要推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面深度融合，着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，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，形成立体多样、融合发展的现代传播体系。

资料来源：中国政府网，国家新闻出版广电总局网站，信达证券研发中心整理

从过去 10 年我国文化传媒行业发生的并购数量和规模情况可以明显看出，从 2011 年开始，并购的数量和规模均急剧上升。我们认为，当前我们正处在文化产业大发展、大繁荣的关键时期，且已经进入并购重组的“大时代”，这为公司实现“全媒体、大文化”的新发展战略、完成全面战略转型提供历史性机遇。

图 2：2004-2014 年传媒行业并购数量及规模



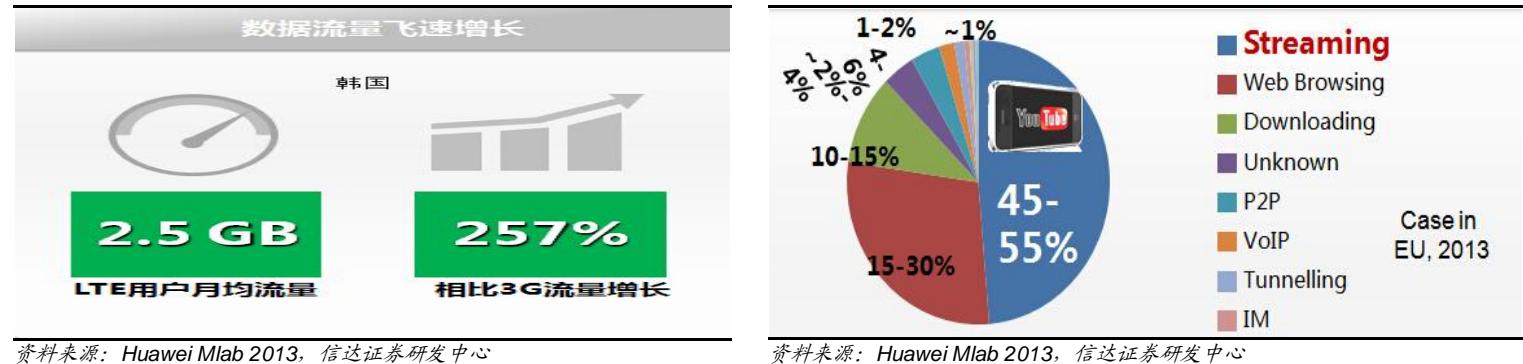
### 第 3 集 拥抱移动互联网，大步迈向新媒体

#### 4G 时代来临，移动视频待爆发

在 3G 时代，对于用户浏览网页或图片、进行文字语音社交、甚至使用大部分 APP 等需求，手机端体验已经不亚于甚至超越 PC 端；唯独在收看视频方面，受限于带宽和资费，用户难以在无 WiFi 的环境下用手机观赏视频，移动视频业务因此始终未成气候。随着工信部在 2013 年底对三大运营商发放 4G 牌照，4G 时代已然到来。4G 与 3G 最大的不同便是带宽提升带来的数据传输速度加快及数据传输资费下降。我们认为，4G 时代下，用户可以轻松获得优质移动视频服务，使用移动视频服务的用户数量或将几何级数的增长，而移动视频也将成为 4G 时代的主导流量入口。这一趋势在 4G 较为普及的日本、韩国以及移动视频行业较为成熟的欧美国家已经非常明显。

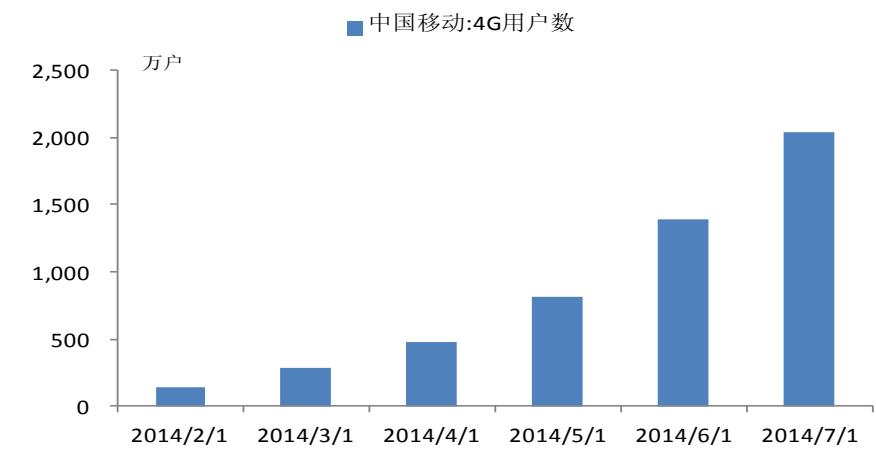
图 3：韩国 4G 时代下数据流量飞速增长

图 4：从欧盟情况看，视频占据了约 50%MBB 流量



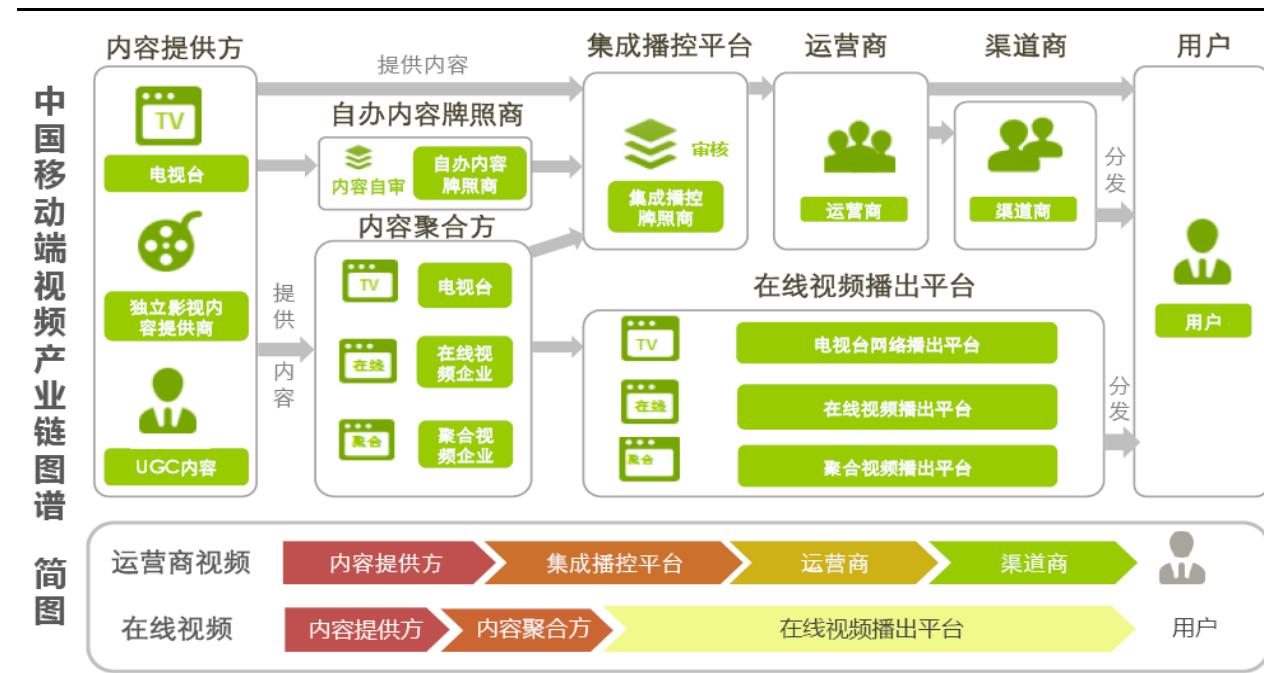
随着 2014 年 6 月电信行业营业税改增值税的落地，三大运营商的业绩或将受到重大影响。为寻找新的赢利点，我们认为三大运营商将加大对 4G 网络的投资，加速 4G 的应用并力推移动视频业务。从 2014 年前 7 个月中国移动 4G 用户数量的增长情况就能明显看出这一趋势。目前，互联网巨头在移动视频领域还未能形成有效的商业模式，而移动视频即将迎来 4G 带宽提升拉动内容快速膨胀的发展时期。

图 5：中国移动 4G 用户数量急剧增长



当前移动视频领域主要有两种业务模式：一种是走运营商渠道，通过网页或 APP 向用户提供视频内容，并获取电信运营商收入分成的前向收费模式；另一种是通过网页或 APP 免费向用户提供视频，通过视频贴片广告或播放过程中的植入式广告获取收入的后向后项收费模式。采用前向收费模式的是通常所说的运营商视频，而采用后向收费模式的即所谓的在线视频。

图 6：中国移动视频产业链结构图



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

表2：前向收费的运营商视频与后向收费的在线视频对比

	运营商视频	在线视频
主要参与者	<b>3大电信运营商：</b> 中国移动、中国电信、中国联通； <b>6家手机视频集成播控牌照商：</b> 中央电视台、中国国际广播电台、中央人民广播电台、杭州华数、上海文广、辽宁广电	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，包括优酷土豆、爱奇艺、乐视、搜狐、腾讯等。
用户规模	以中国移动为例，2014 年一季度末中国移动手机视频业务包月付费用户 3800 万左右。	2013 年 10 月，中国移动端在线视频 APP 日均用户规模 6470 万人，月度活跃用户接近 2 亿。
用户结构	手机用户为主，尤其是对运营商内容推送较为依赖，已形成用户粘性的手机用户。	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	<b>2013 年市场营收规模约为 37.7 亿元。</b> 以前向收费为主；用户向电信运营商缴纳信息费，获取计次或包月观看移动视频的权利，移动视频运营商与移动视频牌照商合作，通过网页或 APP 向用户提供视频内容，并获取电信运营商的收入分成。	<b>2013 年市场营收规模约为 4.8 亿元。</b> 以后向收费为主；在线视频企业通过网页或 APP 免费向用户提供视频，通过视频贴片广告或播放过程中的植入式广告获取收入。也有部分的前向收费和电商、游戏联运等收入。
盈利模式		

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。
资料来源：公司公告，艾瑞咨询，信达证券研发中心		

这两种模式中，前向收费模式用户相对较少但盈利模式清晰，后向收费模式用户较多但创收较为困难，根据艾瑞咨询的研究统计，2013年前向收费的运营商视频营收规模约37.7亿元，而后向收费的在线视频营收规模约4.8亿元。我们判断，随着4G时代下带宽的快速提升，这两种模式当前均已进入用户和营收规模爆发增长期。根据艾瑞咨询的预测，2017年中国运营商付费视频行业市场规模乐观情况下将超过90亿元，中观情况下将超过70亿元。而我们预测前向收费的运营商视频市场规模或将超过100亿，后向收费的在线视频市场规模也将超过50亿元。

图7：中国运营商付费视频行业市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

### 国视+掌视：抢占移动视频制高点

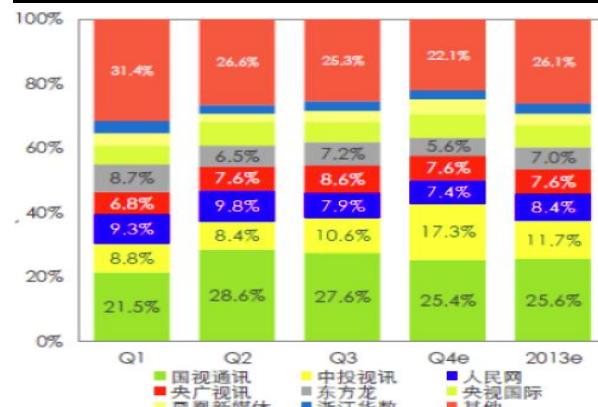
在并购扩张道路上，公司一直十分注重丰富媒体介质，尤其是打造移动互联网时代下的新媒体业务。在4G时代即将全面到来之际，公司也积极做好准备，全力布局移动视频；且在前向收费和后向收费两种业务模式上，公司及其实际控制人国广控股均有布局。

前向收费模式中，公司于2014年4月和5月分别公告收购国视通讯（国视上海）、掌视亿通两家公司100%股权。国视上海于2014年1月1日与国视北京签署了《运营管理服务协议》，约定除手机音/视频内容审核管理事项外，国视上海向国视北京提供全面的手机音/视频业务的内容集成、产品维护、业务营销管理及内容技术性筛选服务，即国视北京保留了手机音/视频内

容审核及管理，而国视上海通过《运营管理服务协议》承接了国视北京除手机音/视频内容审核及管理以外的所有经营性业务。国视北京作为华闻传媒实际控制人国广环球传媒控股有限公司（以下简称“国广控股”）的全资子公司，目前拥有与中国移动、中国联通、中国电信等三大电信运营商合作运营手机音、视频业务的独家经营权，实际上是手机视频集成播控牌照商，而国视上海则是手机视频牌照授权经营商和运营商。

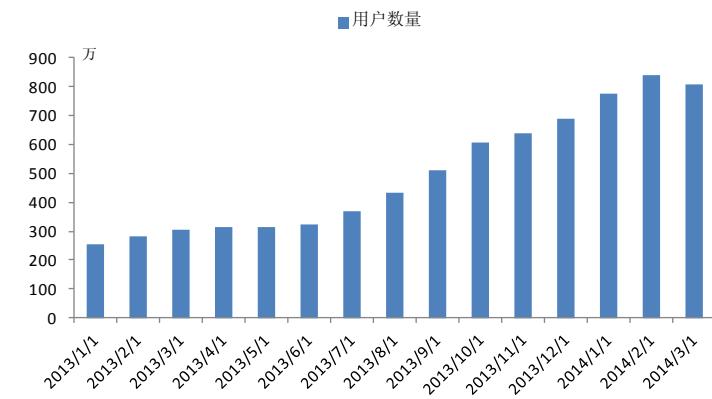
根据艾瑞咨询统计，2013年国视通讯在中国移动视频基地24亿的营业收入中占据了25.6%的市场份额，是排名第一的内容运营商。截至2014年3月底，国视通讯在中国移动视频基地已经拥有超过800万付费用户（包括影视频道和国广专区），而2014年中国联通与中国电信也加大了视频基地的建设力度，用户数量有望迅速增加，我们预计国视通讯也将成为这两家运营商视频基地的主要合作商。我们保守预测国视通讯2014年平均付费用户数量将超过1000万，2015、2016年平均付费用户数量将分别达到1200万、1500万。

图 8：中国移动视频基地各合作内容方收入份额



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 9：国视通讯在中国移动视频基地的包月用户增长情况

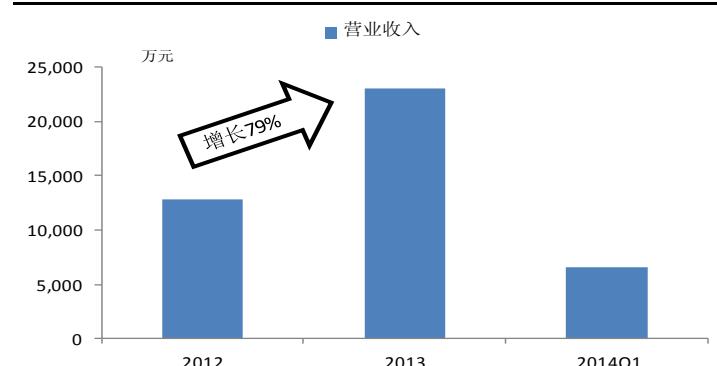


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

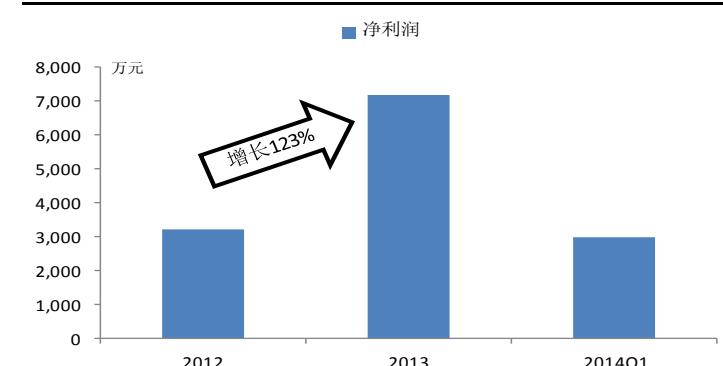
掌视亿通是国内领先的运营商视频内容营销与分销商，也是国视通讯最大的运营商视频内容营销及推广伙伴。掌视亿通拥有先进的移动视频压缩及编码技术、丰富的渠道资源和管理经验，并且具有自主知识产权的媒资管理平台、渠道策略平台、渠道查询平台，具备较强的数据管理和分析能力。2013年，掌视亿通实现营收2.31亿元，归母净利润7182万元，同比分别增长79%和123%。

图 10：掌视亿通营业收入增长情况

图 11：掌视亿通净利润增长情况



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

后向收费模式中，公司控股股东国广控股旗下的国广星空开发了 Dopool 手机电视 App，截至 2014 年 6 月末累计已有 1.3 亿装机量，每日活跃用户达数百万，是市场上用户量最大的有合法版权的电视直播客户端，并正在着力开发社交、互动等功能，且已经与江苏卫视等领先卫视频道签署了合作协议，共同开发与观众深度互动的全新节目，提高电视端与移动端的收视率。

目前，国视通讯在前向收费市场遥遥领先，Dopool 也在竞争更为激烈的后向收费市场中获得了领先地位。我们预计在移动视频进入高速成长期后，主管部门会对无牌照运营行为予以规范，公司所授权经营的牌照的稀缺性将更加凸显，市场优势地位也将更加显著。国广星空依托手机电视的牌照和前向收费的优势，一方面打造 Dopool 成为传统电视频道在移动互联网的聚合平台，让传统电视台在蓬勃发展的移动视频前向收费市场也可以实现收入，最终实现前向和后向收费模式的协同，达到手机对客厅各类机顶盒的有效替换；另外一方面是依托独有的互动电视技术，深度介入电视节目的内容制作，成为 4G 时代移动视频领域的流量和内容入口。

国视通讯与掌视亿通在移动视频领域所具备的丰富资源和运营经验，将华闻传媒由报纸、杂志、广播、互联网电视等媒体向移动互联网进行了快速延伸，极大地丰富了公司的媒介资源。而国广星空在适当时机注入到上市公司的预期较为强烈。

## 第 4 集 丰富媒介与内容，搭建技术平台

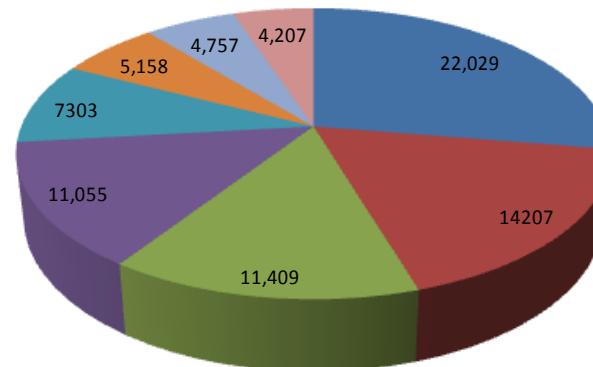
### 精视文化：把握户外媒体流量入口

公司 2014 年 5 月发布公告收购上海精视文化传播有限公司（简称“精视文化”）60% 股权。精视文化是国内楼宇广告领域市场份额仅次于分众传媒的户外媒体运营商，截至 2014 年 3 月 31 日旗下自有媒体在杭州、成都等 8 个城市有 80125 个版位，且基本集中在这些城市的中心地带。公司拥有网络媒体总量达 30 多万块，在城市主要区域市场占有率超过 70%，覆盖全国

50 多个重点城市。公司通过拥有的楼宇电梯广告点位向广告主提供精准的广告发布服务，此外也向部分广告代理公司提供媒介发布资源。

图 12：公司楼宇广告版位数量分布

■ 成都 ■ 杭州 ■ 太原 ■ 济南 ■ 南京 ■ 常州 ■ 石家庄 ■ 青岛

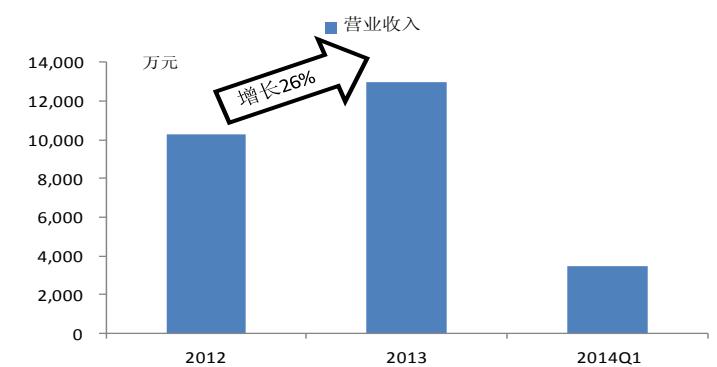


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

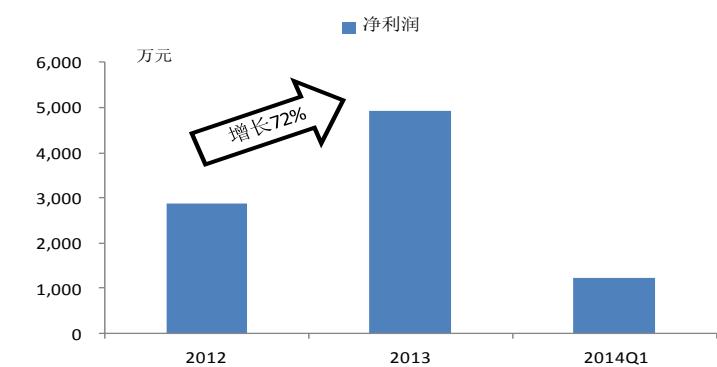
从盈利模式角度看，精视文化当前主要营业收入来源仍然是广告发布收入，即为广告主提供广告发布相关服务收取的广告服务费。公司与各楼宇物业签订协议，由公司向物业定期支付租赁费，物业则允许公司在楼宇特定位置放置静态广告框架或立地数字媒体大屏。公司负责静态广告框架、立地数字大屏的提供、安装、维护、更换。另一方面，公司向广告主出售这些广告版面获取广告收入，部分分公司提供广告画面的策划服务，印刷全部外包给第三方，上画由公司自己完成或交由第三方完成。按照备考报表，2013 年，精视文化实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 26%，实现归属母公司股东的净利润 4938 万元，同比增长 72%。

图 13：精视文化营业收入增长情况（备考报表）

图 14：精视文化净利润增长情况（备考报表）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司用于发布楼宇电梯广告的载体主要有两种：电梯内平面媒体 1.0 和高清数字媒体 3.0。其中高清数字媒体 3.0，采用 32 至 56 寸高清大屏展示广告，是行业内唯一采用 3G 无线传输技术的电梯广告屏，它不同于传统的插卡式广告投放屏，可实现图片、视频的及时，具广告投放具有高到达率和高覆盖面，并且精视 3.0 未来可以利用 CIBN 的互联网电视牌照，播放华闻传媒新闻资讯、动漫、影视、留学资讯等丰富多彩的内容，吸引更多用户观看，在提升广告价值的同时还提升华闻传媒的内容覆盖范围，以在更广泛的区域传媒华闻传媒的影响力，打个形象的比喻，精视文化未来有望成为华闻传媒的一个移动的“户外电视台”。总之，精视文化广告屏未来将成为 CIBN 的又一个内容出口，而楼宇广告也将成为华闻传媒全案营销的重要组成部分，也是华闻传媒进行全时段、全空间对用户进行覆盖的重要媒体战略布局之一。

表 3：公司用于发布楼宇电梯广告的两种广告载体

广告媒体资源	楼宇电梯框架广告 1.0	楼宇高清数字媒体 3.0
简介	电梯框架广告，是一种独特而实效的优质媒体，指城市高层楼宇（社区、写字楼等）电梯轿厢内壁悬挂特制的高档进口大理石、高密度冷凝塑料镜框平面海报广告，具有受众精确的传播特点，覆盖范围广。	高清数字 3.0 媒体，是指在中、高档写字楼大堂或电梯厅播放的高清数码大屏广告，它能同时将图片与视频精彩呈现，采用 3G 技术无线传送，高到达率，高覆盖面，高性价比。
媒体定位	城市中高档收入的消费人群	
媒体形式	高档楼宇电梯轿厢内设置的镜框式广告	高档楼宇大堂或电梯等候厅
媒体表现形式	相对封闭环境的大面积静态平面	灵活多变的大面积平面、视频混播
同期搭载广告数量	1	10
版位数（2014 年 3 月 31 日）	62,791	17,334

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

收购精视文化是公司“全媒体、大文化”战略发展的又一体现，一方面填补了公司在户外媒介领域的空白，进一步丰富了公

司的内容出口和传播渠道；另一方面，精视文化拥有的户外广告屏，有望与OTT时代的电视屏、4G时代的手机屏实现多屏互联，并进行用户的协同和整合。随着城市化进程的推进，尤其是大量农村人口进入二三线城市和小城镇，人们对于楼宇广告的接触率会不断提升，而精视文化在这些地区的覆盖率也将不断提升，从而有望成为公司移动视频、OTT电视等互联网用户，甚至广播、报纸、在线教育等媒介和内容的用户导入口；再者，精视文化积累的广告客户与公司报纸、广播、电视广告客户也有望互相导入，实现广告主的协同整合。而用户和客户的协同整合将给华闻传媒带来真正业务上的协同，最终产生规模效应，带来业绩加速释放和影响力快速提升。

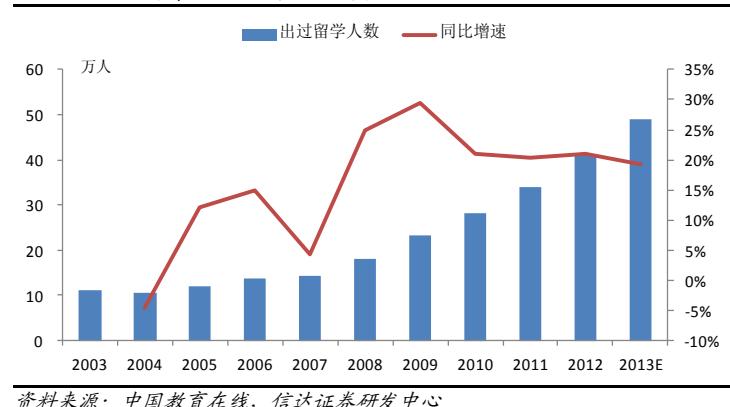
### 澄怀科技：搭建教育内容平台

公司2013年初收购澄怀科技，澄怀科技主营业务为留学咨询服务，多年来成功服务过超过2万名留学生，旗下的太傻咨询是国内第一高端留学咨询品牌。依托留学咨询服务业务，澄怀科技创立了留学及考试教育在线网站“太傻网”(<http://www.taisha.org/>)。目前，该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”用户2014年度截止4月30日已收到Offer30985例。“太傻网”平台已覆盖全国上百所重点高校的在校学生，同时，澄怀科技积极利用“太傻网”在留学领域的超高人气，积极探索拓展英语培训等在线教育业务，从单一的留学业务向更广泛的教育领域延伸。

图15：“太傻网”界面



图16：出国留学人数保持较快增长



我们认为，公司收购澄怀科技并进入在线教育领域，是在“全媒体、大文化”战略中对于内容板块的重要拓展。教育覆盖的群体十分广泛，仅从出国留学角度看，根据中国教育在线和留学监理服务网的预测，2013年当年出国留学人员预计达到49万，近几年每年保持20%左右的增速；而K12、高等教育、职业教育和语言培训的受众群体则更为庞大。根据艾瑞咨询的统计和预测，2013年中国在线教育市场规模达到840亿，至2017年有望超过1700亿；其中在线语言培训的份额有望从18.7%

提升至 20.5%。

图 17: 中国在线教育市场规模



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

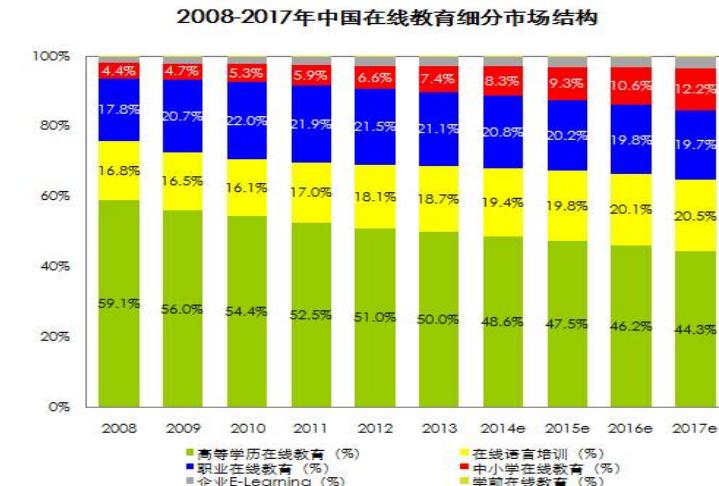
澄怀科技目前已经将英语等语言培训做为切入口，未来几年将分享在线教育市场爆发的红利。与此同时，教育内容作为华闻传媒内容构架的重要组成部分，未来有望借助于公司的移动视频、OTT互联网电视等平台，分发给庞大的用户群体。在线教育作为变现能力较强的产业，将通过多屏渠道为公司发展打开成长空间。

### 邦富软件：搭建大数据技术支撑平台

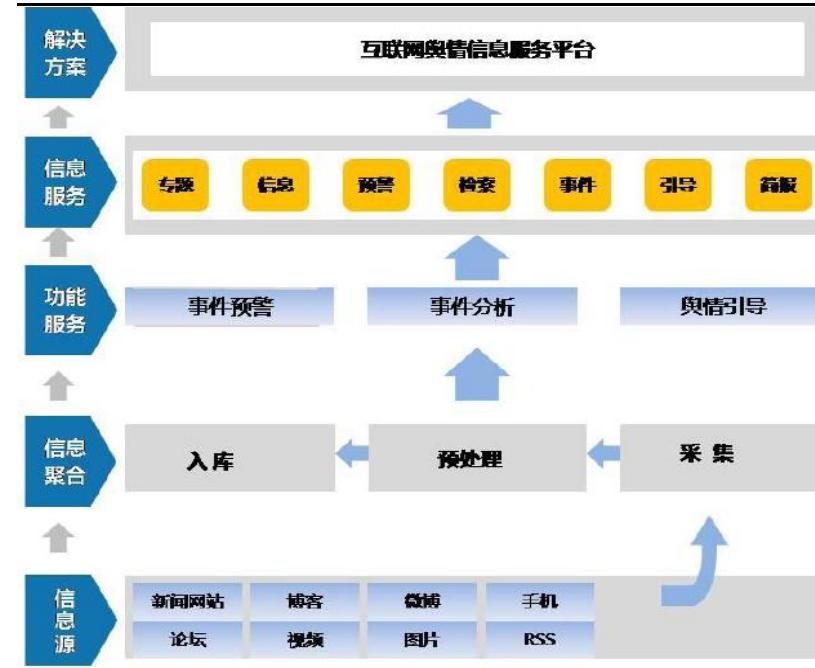
公司 2014 年 5 月公告收购邦富软件 100% 股权。邦富软件是国内网络舆情研究与信息服务领域的龙头企业，是国内唯一以成熟企业级平台为核心的舆情系统提供商，也是行业内唯一独立拥有所有产品自主知识产权的公司。公司是政府舆情监测领域的领头羊，随着国家信息安全受到越来越多的重视，并且在微信、微博等社交媒体日益活跃的当前，国家对于新闻、公众话题的内容审查日趋严格，公司的行业地位也将日渐突出。

图 19: 邦富软件舆情产品服务流程图

图 18: 中国在线教育细分市场结构



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为，公司收购邦富软件，将为公司在内容和媒体介质扩张提供必要的技术支持，公司有望将邦富软件打造成一个技术和数据平台。未来邦富软件将进一步沿着云计算、移动互联网和社会化计算（社交网络）三大方向，提升用户大数据挖掘和管理的能力，在华闻传媒打造全媒体内容平台、打通全平台用户体验的过程中，成为华闻传媒上亿用户的大数据分析引擎，提升用户体验。邦富软件将依托华闻传媒最终控制人——中国国际广播电台的稀缺资源与中央级媒体地位，深度介入网络舆情研究和信息服务，进一步发挥邦富软件的核心竞争力。

## 第5集 放眼四海：新闻集团的启示

### 新闻集团收购历程

新闻集团是传媒大亨默多克执掌的传媒帝国。在 60 余年的时间里，新闻集团通过一次又一次令人震惊的并购，从一家不起眼的报纸企业发展成为全球新闻影响力最大传媒集团。

美国新闻集团起步于 1952 年，它的前身是澳大利亚新闻有限公司，以新闻报道和报纸经营起家。经过 60 余年的发展，新闻

集团已经成为一个高度国际化的综合性传媒集团，经营的核心业务涵盖电影电视节目制作和发行、无线电视、卫星电视、有线电视、广播、报纸、杂志等领域，足迹遍布世界各地。如今，新闻集团控制了英国 40%的报纸，控制了澳大利亚 2/3 的报纸，它拥有美国 21 世纪福克斯电影公司、FOX 网络及 35 家电视台，同时还拥有欧洲的天空电视台、印度的 EETV 和香港的星空传媒。每天，新闻集团通过旗下各种媒体不停息向全球 70 多个国家和地区传送新闻和娱乐节目。

虽然新闻集团创立不过 60 余年，但它所进行的并购活动比一些持续经营上百年的工商企业都多，在媒介领域更是首屈一指。默多克亲手创办的媒体只有《澳大利亚人报》、英国天空广播公司（BSkyB）、福克斯有线电视网和福克斯新闻频道等，而就这三两家中也有借助其所收购企业的平台而建立起来的。兼并和收购，不断地买进卖出、不断地剥离整合，正是新闻集团成为世界上规模最大、国际化程度最高的综合性传媒公司的最主要原因。

图 20：新闻集团并购之路

1954	兼并	《星期日广告人报》，澳大利亚阿德莱德	报业	2004	兼并	昆士兰新闻出版集团，澳大利亚	出版
1960	收购	《镜报》，澳大利亚悉尼	报业	2005	收购	MySpace，美国	网络新媒体
1962	收购	沃龙同 WIN 第 4 频道，澳大利亚悉尼	电视	2005	收购	Scout Media, Inc., 美国	媒体集团
1968	收购	《世界新闻报》，英国伦敦	报业	2005	收购	视频游戏业务 IGN 娱乐公司，美国	视频游戏
1969	收购	《太阳报》，英国伦敦	报业	2006	收购	MySpace 的母公司 Intermix Media 公司	网络新媒体
1972	收购	《每日邮报》《星期日电讯报》，澳大利亚悉尼	报业	2007	收购	图片分享网站 Photo Bucket，美国	网络新媒体
1973	收购	圣安东尼奥《快报》、《晚报》、《星期天时报》	报业	2007	收购	道琼斯集团，美国	媒体集团
1976	兼并	《纽约邮报》，美国	报业				
1979	收购	安塞特运输工业公司 50% 股份，澳大利亚	实业				
1980	收购	《泰晤士报》、《星期日泰晤士报》，英国	报业				
1982	收购	《波士顿先驱报》，美国	报业				
1984	收购	《芝加哥太阳报》及辛迪加新闻和传播服务社，美国	报业/通讯社				
1984	兼并	齐夫—戴维斯履行出版公司和《新女性》杂志，美国	杂志				
1985	收购	20 世纪福克斯电影公司 50% 股份和都市传媒公司 7 家电视台，美国	电视				
1986	收购	《南华早报》，香港	报业				

资料来源：《美国新闻集团的并购启示》，信达证券研发中心

## 新闻集团收购启示

综观新闻集团 60 余年的并购扩张历程，我们得出几个重要的启示：(1) 并购过程中坚持内容与渠道并重，而不是轻易侧重某一方。新闻集团早期的并购标的 95% 是报纸，一方面是由于这是默多克起家和最熟悉的领域，另一方面报纸既拥有内容，又是相对广播电视等媒介管控更松、更好介入的渠道；后期新闻集团在电视、广播、互联网等新媒体拓张的同时，也积极通过收购 FOX 等方式补充内容，最终打通内容和渠道，充分发挥整合优势；(2) 收购注重战略布局，看重标的质量和潜力，而不在乎一时的收购价格，强势并购。正是通过频频加价、通过开出令人无法拒绝的高价，默多克在并购的道路上一步步地达到目的。1988 年全球销量最大的杂志《电视指南》标价 1750 万美元出售，默多克打败所有竞争者，因为他的出价是 3 亿美元。

2007年底，新闻集团对道琼斯集团的收购也是如此，他当时的开价是道琼斯股票市值的近2倍。默多克之所以决定收购道琼斯公司，除了看上对方的优质资产和成长潜力外，更重要的原因在于创办福克斯财经新闻频道的需要。该频道渠道畅通，平台宽阔，但内容却是个问题，而道琼斯公司恰好能弥补这一缺陷。**(3) 积极拥抱互联网，布局新媒体。**新闻集团曾经作为全球影响力首屈一指的传统媒体，对于新媒体的态度是十分开放的，布局也是十分迅速的。2000年以来，新闻集团先后与Yahoo合作建立起新闻、医疗和电子商务网站，与台湾和信超媒体共同开发互动电视服务平台，并以5.8亿美元现金收购著名社交网站MySpace.com的母公司Intermix Media公司，踏进网络、博客及互联网社交领域，以1.88亿美元收购德国SP(服务提供商)公司Jamba，利用其在华拥有的SP业务，加大在中国SP市场的话语权。2009年，对视频共享网站Hulu上的部分视频内容收费，2010年在线报纸和电视新闻网站等开始向用户收费。如果不能及时适应媒体日新月异的变化，搭上互联网乃至移动互联网的快车，即使大如新闻集团，内容影响力也终有因跟随媒介渠道的变化而黯然消逝的可能。

就华闻传媒而言，虽然华闻传媒在规模、影响力乃至行业内地位跟新闻集团不可同日而语，然而在并购过程中体现出来的战略思路与新闻集团在某些方面异曲同工。比如在新媒体方面，公司的布局动作是积极迅速的，控股股东在OTT、手机视频等互联网领域都拥有稀缺的牌照，公司也依托此积极开展了相关业务；再比如在并购过程中对于内容补充和渠道介质拓展的结合，在并购标的选择上注重填补公司媒介和内容空缺，且并购的都是细分行业内排名靠前的强势媒体。我们认为，华闻传媒“全媒体，大文化”战略下的并购之路仍将继续。未来还会收什么？我们判断依然是媒介的进一步丰富和细分化，以及内容的不断补充，并且依托并购实现内容与媒介渠道的整合。公司控股股东旗下还有众多优质资产，未来在适当时机注入上市公司的预期是比较强烈的。

## 盈利预测

在我们此次华闻传媒深度分析系列的第一季中，我们已经对华闻传媒的所有业务给出了详细的收入和净利润的预测，并给出了公司整体的盈利预测，在这里我们仅对本季中讨论的国视通讯、掌视亿通、精视文化和邦富软件这4家2014年收购并表的公司进一步给出详细的盈利预测（漫友文化在第一季中已有详细阐述）。

### 国视通讯经营预测及盈利预测

相比于2013年，2014年是4G时代全面来临的元年，我们预计国视通讯全年移动视频平均付费用户数量将大幅增长，这从前6个月公布的数据可以得到验证。我们判断，未来3年国视通讯的营业收入和净利润将保持较高的增速。

**表4：国视通讯经营预测（单位：万元）**

国视通讯	2013A	2014E	2015E	2016E
平均用户数（万户）	689	1000	1200	1500

营业收入	22,719.55	32,974.67	39,569.61	49,462.01
ARPU 值 (元)	33	33	33	33
收入增速		45%	20%	25%
营业成本	19,633.41	28,523.09	34,326.64	43,031.95
毛利率	13.58%	13.50%	13.25%	13.00%
净利率	7.78%	7.50%	7.50%	7.50%
承诺净利润		2,020.00	2,700.00	3,700.00
预测净利润	1,766.68	2,473.10	2,967.72	3,709.65
净利润增速		40%	20%	25%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心预测

若公司收购国视通讯（国视上海）100%股权能顺利完成，我们预测并表后 2014-2016 年将分别增厚公司 EPS0.01、0.01 和 0.02 元。

**表 5：国视通讯盈利预测**

单位: 万元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年及以后
一、主营业务收入	32,974.67	39,569.61	49,462.01	49,462.01
减： 主营业务成本	28,523.09	34,326.64	43,031.95	43,031.95
主营业务税金及附加	27.00	38.91	48.94	48.94
二、主营业务利润	4,424.58	5,204.06	6,381.12	6,381.12
减： 销售费用	112.71	124.71	143.49	143.49
管理费用	1,014.40	1,122.39	1,291.43	1,291.43
财务费用				
资产减值损失				
三、营业利润	3,297.47	3,956.96	4,946.20	4,946.20
四、利润总额	3,297.47	3,956.96	4,946.20	4,946.20
所得税税率 (%)	25	25	25	25
减： 所得税	824.37	989.24	1,236.55	1,236.55
五、归母净利润 (100%)	2,473.10	2,967.72	3,709.65	3,709.65
增厚 EPS (元/股)	0.01	0.01	0.02	0.02

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

### 掌视亿通盈利预测

若公司收购掌视亿通 100%股权能顺利完成，我们预测并表后 2014-2016 年将分别增厚公司 EPS0.05、0.06 和 0.08 元。

**表 6：掌视亿通盈利预测**

单位: 万元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年及以后
一、主营业务收入	28,005.29	34,235.36	42,323.39	42,323.39
减：主营业务成本	12,028.88	14,024.13	16,042.34	16,042.34
主营业务税金及附加	707.71	849.25	1,019.11	1,019.11
二、主营业务利润	15,268.70	19,361.98	25,261.94	25,261.94
减：销售费用	878.84	1,003.16	1,126.81	1,126.81
管理费用	1,041.11	1,149.53	1,253.95	1,253.95
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	103.38	103.38	103.38	103.38
三、营业利润	13,245.37	17,105.91	22,777.81	22,777.81
四、利润总额	13,245.37	17,105.91	22,777.81	22,777.81
所得税税率 (%)	25	25	25	25
减：所得税	3,311.34	4,276.48	5,694.45	5,694.45
五、归母净利润 (100%)	9,934.03	12,829.43	17,083.36	17,083.36
增厚 EPS (元/股)	0.05	0.06	0.08	0.08

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

### 精视文化盈利预测

若公司收购精视文化 60%股权能顺利完成，我们预测并表后 2014-2016 年将分别增厚公司 EPS0.02、0.02 和 0.03 元。

**表 7：精视文化盈利预测**

单位: 万元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年及以后
一、主营业务收入	18,348.66	22,849.90	28,106.90	28,106.90
减：主营业务成本	7,189.48	8,569.10	10,276.10	10,276.10
主营业务税金及附加	707.71	780.00	960.00	960.00
二、主营业务利润	10,451.47	13,500.80	16,870.80	16,870.80
减：销售费用	1,116.13	1,266.00	1,573.00	1,573.00
管理费用	1,329.95	1,532.50	1,820.35	1,820.35

财务费用	-6.19	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	183.38	171.00	210.00	210.00
三、营业利润	7,828.20	10,531.30	13,267.45	13,267.45
四、利润总额	7,828.20	10,531.30	13,267.45	13,267.45
所得税税率(%)	25	25	25	25
减：所得税	1,957.05	2,632.83	3,316.86	3,316.86
五、净利润	3,522.69	4,739.09	5,970.35	5,970.35
增厚EPS(元/股)	0.02	0.02	0.03	0.03

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

### 邦富软件盈利预测

若收购邦富软件100%股权能顺利完成，我们预测并表后2014-2016年将分别增厚公司EPS0.05、0.06和0.08元。

**表8：掌视亿通盈利预测**

单位：万元	2014年	2015年	2016年	2017年及以后
一、主营业务收入	11,193.69	16,790.53	21,827.69	21,827.69
减：主营业务成本	1,815.81	2,918.49	3,591.98	3,591.98
主营业务税金及附加	200.00	206.49	273.04	273.04
二、主营业务利润	9,177.88	13,665.55	17,962.67	17,962.67
减：销售费用	1,199.49	1,801.37	2,337.62	2,337.62
管理费用	2,305.95	3,487.02	4,478.33	4,478.33
财务费用	42.95	76.14	76.14	76.14
资产减值损失	155.69	214.40	278.72	278.72
三、营业利润	5,473.80	8,086.62	10,791.86	10,791.86
四、利润总额	5,710.63	8,445.63	11,258.56	11,258.56
所得税税率(%)	12.5	15	15	15
减：所得税	719.17	1,266.84	1,688.78	1,688.78
五、净利润	4,991.46	7,178.78	9,569.78	9,569.78
增厚EPS(元/股)	0.02	0.03	0.05	0.05

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

## 分部估值

同样的，由于本篇我们主要研究的是华闻传媒的并购之路，重点分析了在并购过程中对新媒体的布局，对传媒介质、内容的拓展和技术平台的搭建，并重点研究了2014年收购并表的国视通讯、掌视亿通、精视文化和邦富软件等几家公司。关于公司的整体估值我们在第一季中已有阐述并给出了结论，在这里我们重点再对收购的4家公司进行估值，

**表 9：2014 年收购的 4 家公司所属行业平均市盈率**

板块名称	市盈率(TTM,整体法)	市盈率(整体法)2013 年	预测市盈率(整体法)2014 年	预测市盈率(整体法)2015 年
CS 增值服务Ⅲ	59.2	69.7	44.6	29.9
CS 整合营销	47.9	60.3	36.4	27.1
CS 行业应用软件	60.6	64.8	42.4	30.0

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

从板块平均市盈率情况看，按照2015年的盈利预测计算，中信三级行业电信增值服务行业平均市盈率约30倍，我们认为，国视通讯和掌视亿通实际上经营的就是与电信运营商相关的增值服务，因此应参考行业平均水平，给予国视通讯和掌视亿通经营业务30倍PE；整合营销行业2015年平均市盈率为27倍，我们按照行业平均水平给予精视文化经营业务27倍PE；应用软件行业2015年平均约30倍，邦富软件主要产品舆情监控软件就是一种特定行业的应用软件，我们按照行业平均水平给予邦富软件经营业务30倍PE。基于此，我们计算得出，国视通讯、掌视亿通、精视文化和邦富软件若并表，合计给公司增厚的每股价值约为3.98元。

**表 10：公司 2014 年收购的 4 家新媒体公司分部估值**

2015 年对应估值	2015 年 EPS	给予估值倍数	估值
国视通讯	0.01	30.00	0.4
掌视亿通	0.06	30.00	1.9
精视文化	0.02	27.00	0.6
邦富软件	0.03	30.00	1.0
<b>合计</b>	-	-	<b>4.0</b>

资料来源：信达证券研发中心预测（注：估值四舍五入取整）

## 风险因素

- (1) 增发收购进程可能低于预期；

(2) 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；

(3) 公司新收购各项业务业绩不达承诺。

#### 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
<b>营业利润</b>	<b>1,463.61</b>	<b>1,736.74</b>	<b>1,994.48</b>
营业外收入	279.11	401.29	508.98
营业外支出	5.18	5.15	5.24
<b>利润总额</b>	<b>1,503.07</b>	<b>1,777.46</b>	<b>2,036.18</b>
所得税	255.72	314.54	364.70
<b>净利润</b>	<b>1,247.35</b>	<b>1,462.92</b>	<b>1,671.48</b>
少数股东损益	75.05	90.37	106.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,172.30</b>	<b>1,372.55</b>	<b>1,565.49</b>
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。

**王镤**, 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								
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 岌	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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； 增持：股价相对强于基准5%~20%； 持有：股价相对基准波动在±5%之间； 卖出：股价相对弱于基准5%以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

## 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。