

# 引领传媒国企改革之先，国际化互联网传媒巨头扬帆起航



## 事件

公司 22 日公告，正式披露重大资产重组方案。

## 投资要点

- **宏大重组方案历时半年出炉，千亿传媒龙头扬帆起航。**本次交易方案总体涵盖三大方面：1) 百视通换股吸收合并东方明珠；2) 文广集团资产注入：包括发行股份购买尚世影业 100% 股权、五岸传播 100% 股权、文广互动 68.07% 股权、东方希杰 45.21% 股权，现金购买东方希杰 38.94% 股权；3) 募集配套资金不超过 100 亿。整个交易合计金额约 492 亿。合并后总市值约达到 850 亿。其中文广集团和配套募集资金对象分别持股 45.07% 和 11.69%。合并后新上市公司 2014 年、2015 年备考营收约为 159 亿/190 亿，YoY16.75%/19.39% 备考净利润约 25 亿/31 亿，摊薄 EPS 0.91 元/1.05 元，YoY36.91%/14.77%。
- **成就国有传媒集团改革范本，树立传统媒体向新兴媒体转型与融合标杆。**探索传统媒体向新兴媒体转型融合是国有传媒文化企业改革必由之路。此次文广集团依托上市平台重组整合堪称国内传媒集团整体上市改革范本，在改革思路、模式和路径上有重大创新。新上市公司有望成为国内产业链布局最全面、市值规模最大的文化传媒上市公司。
- **迈向国际化互联网传媒巨头新起点，重塑文广集团梦想与辉煌。**重组后公司业务结构、组织架构、资源调度和协同能力得到优化改善，综合竞争力大大提升，成为文广集团统一的产业平台和资本平台。未来将汇聚内容、平台渠道、应用服务三大板块，依托强大媒体业务为根基，发力互联网新媒体播出渠道、进行全产业链垂直一体化布局，构筑互联网媒体生态系统。坚定看好公司打造国际化互联网传媒巨头之路。

## 财务与估值

- 根据公告公司 2014-2015 年摊薄后备考 EPS 为 0.91 元/1.05 元。综合考虑公司作为传媒行业龙头和未来广阔发展前景应充分享受溢价，参照可比公司估值维持目标价 45 元，重申买入评级。

## 风险提示

- 重组失败、行业或监管环境发生重大变化

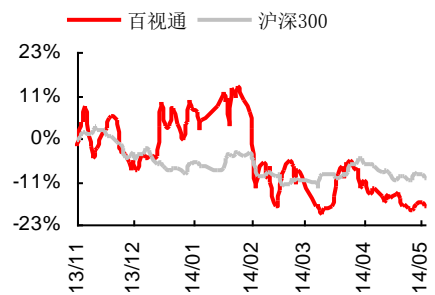
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2,028	2,637	3,279	3,932	4,891
同比增长	51.8%	30.1%	24.3%	19.9%	24.4%
营业利润 (百万元)	554	709	904	1,169	1,541
同比增长	38.6%	28.0%	27.4%	29.3%	31.8%
归属母公司净利润 (百万元)	516	677	791	1,017	1,336
同比增长	45.4%	31.2%	16.7%	28.7%	31.4%
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.71	0.91	1.20
毛利率	44.3%	45.9%	47.0%	48.7%	50.1%
净利率	25.5%	25.7%	24.1%	25.9%	27.3%
净资产收益率	18.2%	19.9%	19.3%	20.5%	21.8%
市盈率 (倍)	68.9	52.6	45.0	35.0	26.6
市净率 (倍)	11.5	9.6	8.0	6.5	5.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2014 年 11 月 21 日)	31.99 元
目标价格	45.00 元
52 周最高价/最低价	44.33/31.15 元
总股本/A 股 (万股)	111,374/83,552
A 股市值 (百万元)	35,628
国家/地区	中国
行业	互联网与传媒
报告发布日期	2014 年 11 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.0	0.0	0.0	-22.2
相对表现 (%)	-0.1	-6.2	-9.7	-29.4
沪深 300 (%)	0.1	6.2	9.7	7.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师 孟玮

010-66210783

mengwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513100001

## 张良卫

021-63325888\*6079

zhangliangwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514040001

## 相关报告

- 风行亏损拖累业绩，文广改革中孕育更大空间 2014-10-27
- 业务平稳发展，并购艾德思奇进军数字营销行业 2014-08-20
- 内生保持较快发展，风行并表影响当期利润 2014-04-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 核心观点

**宏大重组方案历时半年出炉，千亿传媒龙头扬帆起航。**本次交易方案总体涵盖三大方面：1) 百视通换股吸收合并东方明珠；2) 文广集团资产注入：包括发行股份购买尚世影业 100% 股权、五岸传播 100% 股权、文广互动 68.07% 股权、东方希杰 45.21% 股权，现金购买东方希杰 38.94% 股权；3) 募集配套资金不超过 100 亿。整个交易合计金额约 492 亿。合并后总市值约达到 850 亿。其中文广集团和配套募集资金对象分别持股 45.07% 和 11.69%。合并后新上市公司 2014 年、2015 年备考营收约为 159 亿/190 亿，YoY16.75%/19.39% 备考净利润约 25 亿/31 亿，摊薄 EPS 0.91 元/1.05 元，YoY36.91%/14.77%。

**我们认为国有文化传媒企业转型和新媒体转型是下一阶段传媒板块最重要投资方向，国有文化企业改革释放红利带来价值重估。**媒体生态环境正在被互联网冲击和颠覆。传统媒体亟需通过产业转型摆脱生存危机。新一届政府上台以来，国有文化传媒企业改革转型得到了最高层的高度重视。在中央全面深化改革领导小组第四次会议上，传统媒体和新兴媒体的融合发展被提升到了国家战略的高度。今年以来，国有文化传媒企业改革相关政策加速出台。

**此次公司重大资产重组方案推出，是文广集团在互联网大潮下大刀阔斧推进媒体改革的重要举措。**文广集团在改革思路、模式和路径上的重大创新，堪称国有传媒集团改革范本，树立了传统媒体向新兴媒体转型与融合标杆。新上市公司有望成为国内产业链布局最全面、市值规模最大的文化传媒上市公司。

**重组后的新上市公司，肩负起了构建新型互联网媒体集团，打造国际化的互联网传媒巨头、重塑文广集团辉煌的使命。**重组后公司业务结构、组织架构、资源调度和协同能力得到优化改善，综合竞争力大大提升，成为文广集团统一的产业平台和资本平台。未来将汇聚内容、平台渠道、应用服务三大板块，依托强大媒体业务为根基，发力互联网新媒体播出渠道、进行全产业链垂直一体化布局。公司未来发展思路可以归纳为用渠道再造、内容投资、业态突破、国际联手。

**坚定看好公司引领产业变革之先，成长为国际化互联网传媒巨头之路！**中国人口规模和不断增长的消费能力孕育庞大市场，已经诞生阿里巴巴、腾讯等世界级互联网公司，也必将诞生世界级的文化传媒公司。国内传媒产业通过整合创新走向集约化、互联网化是大势所趋。公司业务类型多样、资源丰富，管理层战略前瞻执行到位、兼具海外视野，同时作为国企拥有政策监管红利。公司改革顺应技术变革趋势和政府改革意志，有望得到产业各层面有力支持，最有潜力成为成功转型互联网的国有传媒巨头。此次重组只是变革第一步，未来在黎瑞刚为首的管理层带领下公司有望加大互联网新媒体布局投入、加速传统业务、人才激励、国际合作等方面改革创新。市值向迪士尼等国际传媒巨头看齐不是梦。

## 方案背景：转型融合符合产业趋势和政府意志

传统媒体亟需通过产业转型摆脱互联网冲击下的生存危机。随着互联网技术、移动通信技术以及广播电视技术自身的不断发展与融合，传媒产业的结构和定位发生了根本性变化。一是新兴媒体对传媒产业带来深刻而巨大的影响，传统传媒必须与新兴媒体融合；二是就传统媒体本身来讲，业务发展模式也发生变化。产业链延伸，与其他领域跨界融合发展成为新的趋势，上市公司需要对原有业务结构、资源配置、业务定位进行调整，以顺应产业融合发展的趋势。

中央自上而下大力推动传统媒体向新媒体转型融合。在中央全面深化改革领导小组第四次会议上，传统媒体和新媒体的融合发展被提升到了国家战略的高度，会议审议通过了《关于推动传统媒体和新媒体融合发展的指导意见》，强调要遵循新闻传播规律和新媒体发展规律，强化互联网思维，坚持传统媒体和新媒体优势互补、一体发展，坚持先进技术为支撑、内容建设为根本，推动传统媒体和新媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的深度融合，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。

## 方案详解：合并+注入+募资

本次交易方案总体涵盖三大方面：1) 百视通换股吸收合并东方明珠；2) 文广集团资产注入：包括发行股份购买尚世影业 100% 股权、五岸传播 100% 股权、文广互动 68.07% 股权、东方希杰 45.21% 股权，现金购买东方希杰 38.94% 股权；3) 募集配套资金不超过 100 亿。

### 1、百视通换股吸收合并东方明珠

百视通拟以新增股份换股吸收合并东方明珠。本次交易完成后，百视通将作为存续方，东方明珠将注销法人资格，其全部资产、负债、权益、业务和在册人员将并入百视通。换股价格根据百视通和东方明珠审议本次交易的董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价经除权除息调整后确定，由此确定换股比例。

本次换股价格根据百视通和东方明珠审议本次交易的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价经除权除息调整后确定，由此确定换股比例。

百视通审议本次重大资产重组相关事项的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价为 32.58 元/股。本次重大资产重组实施前，若百视通股权发生其它除权、除息事项，则百视通换股价格将进行相应调整。2014 年 7 月，百视通实施 2013 年度利润分配方案，每十股分派现金红利 0.4 元，经除权除息调整后，百视通换股价格为 32.54 元/股。

东方明珠审议本次重大资产重组相关事项的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价为 10.75 元/股。本次重大资产重组实施前，若东方明珠股权发生其它除权、除息事项，则东方明珠换股价格将进行相应调整。2014 年 8 月，东方明珠实施 2013 年度利润分配方案，每 10 股分派现金红利 0.65 元，经除权除息调整后，东方明珠换股价格为 10.69 元/股。

根据上述换股价格，东方明珠与百视通的换股比例为 3.04: 1，即每 1 股百视通新增发行股份换取 3.04 股东方明珠股份。计算公式为：东方明珠与百视通的换股比例=百视通的换股价格/东方明珠的换股价格。

### 2、文广集团资产注入

本次交易百视通拟非公开发行股份购买尚世影业 100% 股权、五岸传播 100% 股权、文广互动 68.0672% 股权、东方希杰 45.2118% 股权，拟以部分配套募集资金购买东方希杰 38.9442% 股权。

此次交易涉及标的公司评估增值情况如下：

**图 1：交易涉及标的公司评估增值情况**

单位：万元

标的公司	100%股权评估值	母公司账面净资产	评估增值额	评估增值率
尚世影业	168,000.00	82,058.46	85,941.54	104.73%
五岸传播	24,500.00	3,869.80	20,630.20	533.11%
文广互动	39,900.00	15,460.81	24,439.19	158.07%
东方希杰	660,000.00	122,670.45	537,329.55	438.03%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3、募集配套资金

百视通拟通过向不超过十名特定对象定向发行股份的方式募集配套资金，募集配套资金不超过 100 亿元，按照募集配套资金的发行价格 32.54 元/股计算，本次募集配套资金拟发行不超过 307,314,074 股。

各配套募集资金对象拟认购金额及相应的拟认购股份数如下表所示：

**图 2：各配套募集资金对象拟认购金额及相应的拟认购股份数**

序号	配套募集资金对象	认购金额（亿元）	认购股份数（股）
1	文广投资中心	32.00	98,340,503
2	上海国和基金	12.00	36,877,689
3	交银文化基金	10.00	30,731,408
4	绿地金控	10.00	30,731,408
5	上汽投资	8.00	24,585,126
6	上海光控投资	6.00	18,438,844
7	长江养老	6.00	18,438,844
8	招商基金	6.00	18,438,844
9	国开金融	5.00	15,365,704
10	中民投资本	5.00	15,365,704
合计		100.00	307,314,074

资料来源：公司公告，东方证券研究所

本次募集配套资金中，25.7 亿元用于向东方希杰原有股东支付购买标的资产的现金对价，剩余 74.3 亿元分别用于全媒体云平台项目、互联网电视及网络视频项目、新媒体购物平台建设项目、版权在线交易平台项目、扩大电影电视剧制作产能、优质版权内容购买项目和补充流动资金。各募投项目投资情况及支付东方希杰原有股东现金对价的情况如下表所示：

**图 3：各募投项目投资及支付东方希杰原有股东现金对价的情况**

序号	名称	项目总投资金额 (亿元)	募集资金投入金额 (亿元)
1	全媒体云平台项目	9.86	9.86
2	互联网电视及网络视频项目	17.00	17.00
3	新媒体购物平台建设项目	4.18	2.95
4	版权在线交易平台项目	2.00	2.00
5	扩大电影电视剧制作产能	5.00	5.00
6	优质版权内容购买项目	20.00	20.00
7	补充流动资金	17.49	17.49
8	支付东方希杰原有股东现金对价	25.70	25.70
<b>合计</b>		<b>101.23</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司公告，东方证券研究所

#### 4、发行前后股本结构的变化

本次重大资产重组的同时，文广集团拟对其关联方持有的上市公司股权实施规整，包括文广集团将通过吸收合并全资子公司东方传媒及广电发展，同时上海广播电视台持有的东方明珠股份划转至东方传媒，使文广集团成为百视通和东方明珠的直接控股股东。

本次交易中，百视通总计新增发行股份约 15.15 亿股，其中换股吸收合并东方明珠约发行 10.48 亿股，购买资产约发行 1.59 亿股，募集配套资金发行约 3.07 亿股。交易完成后，上市公司总股本约 26.28 亿股，其中文广集团持有 11.85 亿股，占总股本比例为 45.07%。具体股权结构变化情况如下（未考虑文广集团因提供现金选择权或收购请求权而取得的上市公司股份的影响）：

**图 4：交易完成后公司股权结构**

股东	原持股数 (股)	原持股 比例	本次认购股份数 (股)	重组后持股数 (股)	重组后持股 比例
东方传媒	466,885,075	41.92%	/	/	/
北京弘毅	/	/	4,388,445	4,388,445	0.17%
文化产业基金	/	/	3,872,157	3,872,157	0.15%
上海联新	/	/	2,065,150	2,065,150	0.08%
黄建新	/	/	413,029	413,029	0.02%
张小童	/	/	413,030	413,030	0.02%
陈澍	/	/	206,515	206,515	0.01%
亿友商贸	/	/	5,763,945	5,763,945	0.22%
同方创投	/	/	3,990,424	3,990,424	0.15%
同利创投	/	/	277,062	277,062	0.01%
配套募集资金对象	/	/	307,314,074	307,314,074	11.69%
其他中小股东	646,851,000	58.08%	468,266,417	1,115,117,417	42.43%
<b>总股本</b>	<b>1,113,736,075</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,514,656,655</b>	<b>2,628,392,730</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 5、本次发行股份锁定期安排

### 1) 换股吸收合并新增股份锁定期安排

文广集团承诺，本次换股吸收合并完成后，其持有的东方明珠股份相应变更为百视通股份并自发行上市之日起 36 个月内不转让该等通过本次换股吸收合并而取得的百视通股份，之后按照中国证监会及上交所的有关规定执行。

### 2) 发行股份购买资产新增股份锁定期安排

文广集团承诺，本次发行股份购买资产完成，其以拟购买资产认购的百视通新增股份自股份发行上市之日起 36 个月内不转让。本次发行股份购买资产的其他交易对方承诺，其以拟购买资产认购的百视通新增股份自股份发行上市之日起 12 个月内不转让。

### 3) 募集配套资金新增股份锁定期安排

本次募集配套资金对象认购的股份自股份发行上市之日起 36 个月内不得转让。

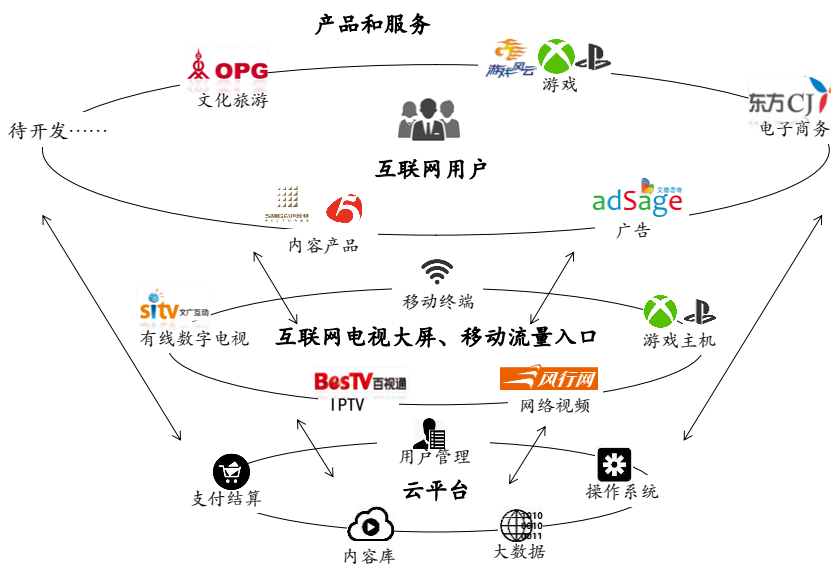
### 4) 维护股价稳定的锁定期安排

文广集团承诺，本次交易完成后 6 个月内，如百视通股票连续 20 个交易日的收盘价低于发行价，或者交易完成后 6 个月期末收盘价低于发行价的，则以上文广集团作出的股份锁定期承诺自动延长 6 个月。

## 重组整合的意义与价值

本次重组完成后的上市公司将推进传统媒体与新兴媒体的融合，成为文广集团统一的产业平台和资本平台，以强大的媒体业务为根基，以互联网电视业务为切入点，实现受众向用户的转变以及流量变现，构筑互联网媒体生态系统、商业模式、体制架构，打造最具市场价值和传播力、公信力、影响力的新型互联网媒体集团。

图 5：重组后公司产业生态系统图



资料来源：公司公告，东方证券研究所

重组后公司定位于三个方向：1) 新型互联网媒体集团：强大的媒体业务是产业发展的根基。满足用户多样化需求，实现内容版权价值，内容拉动消费；2) 互联网电视终端第一入口：让大屏和移动终端成为互联网电视的切入口；3) 互联网媒体生态系统：受众向用户转变是流量变现的关键，让受众变用户，流量变现作为基本法则，O2O 双向构建生态系统。

通过本次重组，上市公司将原有业务与集团下属相关业务进行重构整合，打通产业链各环节，形成互联网媒体生态系统和产业布局。

### 1、内容业务板块

未来上市公司的内容及版权经营板块将通过与国际节目模式公司开展战略合作、扩大影视制作规模、构建版权交易平台等举措，打造模式研发、影视节目制作和版权发行内容产业链，强化新上市公司对电影、电视剧、电视节目等传统内容及游戏等新兴内容资源的生产及聚合能力。

#### 1) 影视剧制作

本次重组注入的尚世影业将成为上市公司新媒体战略中的内容生产引擎。

尚世影业作为国内影视剧制作的领先企业之一，凭借其在影视剧行业较高的知名度和影响力、优秀的影视专业人才以及强大的资源整合能力，全力提升精品剧作数量，不断推出高质量、有影响力的剧目和影片。

尚世影业通过与国内外优秀影视制作机构建立战略合作关系、跨国合作拍片等方式，拓展面对全球市场的电视剧投资和制作业务，与国际市场接轨，提高内容制作水平。

尚世影业凭借新媒体渠道资源及优势，进行个性化内容生产，大力发展新媒体渠道定制剧业务及经营模式，为新媒体渠道提供高度定制的内容资源，拓展网络自制剧蓝海市场。

本次重组注入尚世影业，将进一步利用资本市场平台，聚拢优质的内容和艺人资源，努力提高自身内容生产水平和产能，发挥影视剧生产与全媒体传播和销售渠道的协同性，帮助上市公司实现传媒产业链从内容到渠道的纵向延伸。

## 2) 版权经营

本次重组注入的五岸传播，将成为文广集团所有版权资源交易的平台。

五岸传播是上市公司联接内容制作与渠道运营两个产业链的核心环节，在版权的采购、归集、整理、内部分发、外部运营方面，将扮演重要的角色。

首先，五岸传播是文广集团唯一的版权发行机构。作为文广集团连通上市公司的桥梁，将文广集团的版权产品资源转化为上市公司资源，为文广集团生产的版权产品进行二次价值开发和增值，避免了和上市公司、文广集团间的同业竞争。

其次，五岸传播是上市公司内容采购和分发的执行单位。通过专业谈判、集成引进，为上市公司及百视通、风行网、文广互动等兄弟单位在内容使用方面提供采购服务，将版权产品转变为相关公司的收益，强力支持上市公司云平台的内容库建设。

同时，在为上市公司引进版权产品后，五岸传播将通过自身已经建立起的海内外、专业广电、新媒体视频网站、社会化用户等渠道，推行 OTO 商业模式转型。利用自身线下的优势，把线下用户群体带到线上发展，对用户进行合理规划，同时保证线下活动与线上推广相互映射，达到推广与营销的最大化。

## 2、基于云平台的全渠道联动发展

### 1) 云平台的构建

上市公司拥有的完整的互联网新媒体业态，丰富的传播和分发渠道，规模稳定的活跃用户以及多元化的增值业务，上市公司有条件在国内率先构建面向各业务单元及资源的云平台。

云平台将成为新上市公司所有内容集成分发、渠道和服务、业务运营的技术支撑平台，同时也是上市公司所有业务数据的收集、集成与分析系统，成为上市公司业务经营的大数据依据。

除为上市公司自身业务提供支撑和服务外，云平台还可提供第三方服务，创造新的价值增长空间。

### 2) 全渠道覆盖

- 重组后上市公司在分发渠道上的全面覆盖

上市公司已拥有 IPTV、互联网电视及在线视频渠道，并建立了先发优势和领先地位。本次重组完成后，进一步拓展至有线数字电视领域，实现分发渠道上的全面覆盖。

本次重组注入文广互动，集有线数字电视、家庭宽带、互动点播业务于一体。随着下一代广播电视网（NGB）的不断建设发展，不断开发更多增值应用服务。

此外，上市公司将直接持有东方有线 49% 股权，并持有东方有线控股股东上海市信息投资股份有限公司 21.33% 的股权，因而对东方有线合计享有 59.88% 权益。掌握上海有线电视网络资源，拥有带宽、用户资源、光纤资源和规模运营的优势。

- 巩固和发展原有渠道，促进用户转换及渠道协同

重组后上市公司的 IPTV、有线数字付费电视、互联网电视及 PC 和移动网络视频各大业务单元将以云平台、大数据与云操作系统为依托，改变原有各自为阵、单一运作的模式，解决分散单独运作和低层次同质竞争的问题，促进“一云多屏”的协同发展。巩固原有渠道积累的用户及品牌基础，利用重组后上市公司内容云平台规模化优势，促进各渠道用户的转化和渠道协同。

### 3、服务和应用板块

包括数字营销、游戏娱乐、电视购物及电子商务、文化旅游四大业务单元。该板块将围绕内容和平台终端，以上市公司现有业务为基础，充分发挥各渠道用户规模优势，提供增值服务，提高流量变现能力，促进线上、线下协同互动。

#### 1) 新媒体广告与数字营销

重组后上市公司依托艾德思奇、IPTV、风行网、互联网电视、手机电视、户外移动新媒体等多平台、多渠道开展新媒体广告运营，覆盖数亿级的海量用户，拥有电视大屏、PC 互联网、移动互联网、户外数字媒体广告平台与数字营销等核心技术，同时拥有新媒体云与大数据平台，服务数百家品牌广告主和 2,000 多家效果广告主，可以实现新媒体广告与数字营销的集约化、规模化经营。

重组完成后的上市公司将整合百视通、风行网、艾德思奇在新媒体广告与数字营销技术、广告平台与渠道、海量用户和广告主资源等多方面的综合优势，在国内率先打造跨多屏的精准程序化广告投放平台，形成显著的核心竞争力和领先优势。同时，基于在多个场景和跨屏环境下海量用户行为收集和大数据分析，打通数字营销、电商、文化旅游、现场娱乐、游戏等，实现双向 O2O。

#### 2) 游戏娱乐

- 布局“家庭游戏娱乐”产业

上市公司通过与微软设立合资公司，合作打造“新一代家庭娱乐游戏机”（Xbox One 汉化国行版）并已在全国范围内上市销售。

本次吸收合并东方明珠，整合注入了原东方明珠与索尼集团设立的合资公司，进行索尼 PS4 游戏主机平台在华的软硬件销售、服务及运营。

重组完成后的上市公司与全球两大家用游戏主机厂商合作，成为其全球最大的合作伙伴，联合进军“家庭游戏娱乐”产业。根据两大游戏主机平台不同的技术特点、运营及服务模式，进行独立运作。

- 渠道拓展带动自主游戏内容开发

上市公司已经启动建设我国“家庭游戏产业创新中心”和“家庭游戏产业孵化基地”，扶持本土游戏产业发展和人才队伍建设。结合上述主机平台渠道在国内市场的推广，并联合完美世界、巨人网络、久游、联众、第九城市等 10 多家国内外知名游戏企业成立了国内首个“家庭游戏产业联盟”，共同拓展中国的家庭娱乐市场，建设和发展立足与本地的家庭娱乐生态链，促进国产游戏及本地应用的开发

- 网页游戏、手机游戏运营

重组后上市公司通过游戏风云、风行网开展网页游戏、手机游戏的代理和运营。2013 年网页游戏、手机游戏的联合运营收入超过 1.5 亿元。同时，风行网从 2014 年上半年开始自主开发手机游戏，从 2014 三季度开始上线公测。

- 游戏专业媒体结合产业运营，拓展增值空间

上市公司通过游戏风云专业化数字付费频道、电子竞技赛事的运营，为各类家庭游戏提供了专业化的推广渠道，推动了游戏产业本地化的发展。

### 3) 电视购物及电子商务

本次重组拟购买的东方希杰目前已经通过电视、网络、目录、IPTV、APP 等事业领域开展电视购物和媒体购物业务，为中国目前销售规模最大的、最具特色的电视购物平台。纳入上市公司平台后，东方希杰将充分利用新媒体渠道，进一步拓展业务渠道、服务内容品类；创新商业模式，扩大业务规模；强化物流、IT 等基础建设投入，进一步巩固在全行业的领先地位和优势。

### 4) 文化旅游

重组完成后，东方明珠拥有的电视塔、梅赛德斯奔驰文化中心、东方绿舟、上海国际会议中心、浦江游览等丰富的文化旅游资源将继续保留在存续公司体内，整合完成后的新上市公司将充分利用线上全媒体传播的优势和竞争力，并立足于东方明珠在文化旅游运营上的积淀，进一步推动线上线下的协同发展，将线上传播业务与主题乐园、文化演艺、文化旅游等结合起来，加大内容制作和媒体渠道运营对上述线下业务的互动和协同，将线上优秀内容向线下移植，做大做强线下文化旅游和演艺板块。

在营销方式上，与上市公司所有线上渠道结合，联动发展。

## 备考财务数据

重组后公司的资产和盈利规模都将大规模提高。预计 2014 年、2015 年备考营收约为 159 亿/190 亿，YoY16.75%/19.39% 备考净利润约 25 亿/31 亿，摊薄 EPS 0.91 元/1.05 元，YoY36.91%/14.77%。

**图 6：公司备考盈利预测表**

单位：万元

项目	2013 年度 实际数	2014 年度预测数			2015 年度 预测数
		1-7 月 实际数	8-12 月 预测数	全年 合计数	
<b>一、营业收入</b>	<b>1,365,572.47</b>	<b>815,833.03</b>	<b>778,427.15</b>	<b>1,594,260.18</b>	<b>1,903,320.90</b>
减：营业成本	985,716.91	589,209.61	531,539.12	1,120,748.73	1,314,330.74
营业税金及附加	17,381.44	14,870.43	30,360.45	45,230.88	55,383.02
销售费用	71,250.00	44,065.28	34,658.38	78,723.66	92,343.75
管理费用	95,658.06	58,793.81	53,702.84	112,496.65	122,033.34
财务费用	3,999.26	-2,890.43	-678.57	-3,569.00	-6,284.43
资产减值损失	2,480.67	4,524.26	10.39	4,534.65	2,767.80
加：公允价值变动收益	4.13	-4.65	3.32	-1.33	-
投资收益	22,292.71	31,484.74	2,121.41	33,606.15	39,755.49
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-953.11	446.93	1,438.93	1,885.86	8,789.31
<b>二、营业利润</b>	<b>211,382.97</b>	<b>138,740.18</b>	<b>130,959.25</b>	<b>269,699.43</b>	<b>362,502.17</b>
加：营业外收入	22,629.49	18,245.07	20,701.64	38,946.71	8,475.22
减：营业外支出	1,243.14	768.63	671.26	1,439.89	544.80
其中：非流动资产处置损失	1,119.97	42.42	55.66	98.08	72.80
<b>三、利润总额</b>	<b>232,769.32</b>	<b>156,216.62</b>	<b>150,989.63</b>	<b>307,206.25</b>	<b>370,432.59</b>
减：所得税费用	48,130.02	31,932.60	26,897.93	58,830.53	61,786.97
<b>四、净利润</b>	<b>184,639.30</b>	<b>124,284.02</b>	<b>124,091.70</b>	<b>248,375.72</b>	<b>308,645.62</b>
归属于母公司所有者的净利润	174,828.17	122,242.96	117,111.29	239,354.24	274,703.71

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 7：公司备考每股收益**

单位：元/股

2014 年度	本公司	东方明珠	本公司备考	
			考虑配募资金的影响	未考虑配募资金的影响
基本每股收益预测数	0.72	0.34	0.91	1.03
2015 年度	本公司	东方明珠	本公司备考	
			考虑配募资金的影响	未考虑配募资金的影响
基本每股收益预测数	0.97	0.23	1.05	1.18

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 注入资产分析

### 1、尚世影业

尚世影业主营业务为影视剧投资、制作及发行，以及艺人经纪等影视衍生业务。自成立以来尚世影业秉承一贯的“都市气质、现实关注”创作理念，坚持创作聚焦社会热点，反映时代精神诉求的题材，2012 年至今经参与投资、制作和发行了数十部电视剧作品及多部电影作品，逐步形成了规模化的电视剧生产能力以及较强的竞争优势。此外，尚世影业还从事影视衍生业务，包括艺人经纪及演员培训业务、影视剧广告整合营销及影视剧衍生产品开发等。尚世影业主要产品为电视剧作品及电影作品。电视剧作品主要用于电视台以及新媒体平台播放，电影作品则主要用于影院、电视台电影频道及新媒体平台播放。两类作品的用途均为满足人们精神文化生活的需求。

最近两年一期，尚世影业单独或联合投资拍摄的电视剧产量情况如下所示：

**图 8：尚世影业单独或联合投资拍摄的电视剧产量**

项目	2014 年 1-7 月	2013 年	2012 年
当期取得发行许可证的电视剧数量（部）	5	10	9
当期取得发行许可证的电视剧数量（集）	198	341	311

资料来源：公司公告，东方证券研究所

最近两年一期，尚世影业取得公映许可证的电影数量情况如下所示：

**图 9：尚世影业单独或联合投资拍摄的电影产量**

项目	2014 年 1-7 月	2013 年	2012 年
当期取得公映许可证的电影数量（部）	1	1	1

资料来源：公司公告，东方证券研究所

总结尚世影业的核心竞争优势包括：

#### 1) 精准定位，把握市场需求

尚世影业自成立之日起，一直坚持“都市气质、现实关注”的创作理念。定位清晰的创作理念是尚世影业不断推出优秀作品，并获得相对较高行业地位及口碑的前提和保证。

尚世影业的作品多以都市现实题材类为主，贴近普通百姓生活，关注社会上存在的现实问题，把握最广泛人群的主流价值观，引起观众的强烈共鸣，获得社会的热点关注。公司坚持走精品路线，作品定位清晰且部部制作精良。在目前影视作品重复、同质化竞争严重的市场上，公司的作品每每一经推出就广受追捧，创造较高的收视率和口碑。尚世影业自成立以来，几乎所有投资制作的电视剧

首轮播出即能迅速登陆全国主流卫视黄金档，项目平均利润率超过 40%，在业内处于领先水平，成为尚世影业盈利的重要保证。公司首轮黄金档播出并取得较高收视率的主要作品如下：

**图 10：尚世影业首轮黄金档播出并取得较高收视率的主要作品**

作品名称	播出时间	播出平台	收视率 (CSM)
《悬崖》	2012	央视一套、东方卫视、天津卫视、黑龙江卫视	全国第一、最高 1.096
《丈母娘来了》	2012	央视八套、东方卫视	全国第一、最高 1.65
《风和日丽》	2012	东方卫视、浙江卫视	全国第一
《浮沉》	2012	东方卫视、浙江卫视、北京卫视、深圳卫视	全国前三
《我家的春夏秋冬》	2013	东方卫视、安徽卫视	全国同时段排名第三、东方卫视最高 1.016
《断奶》	2013	东方卫视	位列全国同时段第一、最高 1.148
《小爸爸》	2013	央视一套、东方卫视、浙江卫视、深圳卫视、陕西卫视	浙江卫视（收视率 1.445）和东方卫视（收视率 1.268）分别取得全国同时段收视冠、亚军

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2) 团队、人才优势

尚世影业凭借在影视剧行业内较高的知名度和影响力，培养和吸引了一批国内优秀的电视剧专业人才。各专业团队从影视剧剧本创作到宣传、发行等主要环节分工协作、默契配合，成了高度一致的企业文化与经营理念，保证了尚世影业业务持续、稳定、良性发展。

## 3) 品牌优势

电视剧作为电视台争夺收视率、在差异化竞争中显示竞争实力的主要手段，且事关观众的精神文明建设，各家电视台对电视剧产品的要求普遍较高，通常信赖电视剧制作商过往产品的成功案例数量、收视率统计及其行业知名度，品牌效应明显。

尚世影业凭借其在影视剧行业多年积累的实战经验及良好口碑，在具有优质播出平台的各大卫星（包括上海、浙江、江苏等全国前十的强势卫视电视台）建立了良好的口碑，形成了良好稳定的合作关系。不仅凭借品牌优势进一步扩大了尚世影业在影视剧行业的影响力，并且利用该平台吸引优秀编剧、导演及演员等合作资源提升出品作品的水平，实现良性循环，进一步巩固其品牌优势。

## 2、五岸传播

五岸传播主要从事境内外媒体版权的发行、代理、合作及相关的衍生业务，致力于打造媒体全行业的版权整合与发行平台以及全媒体服务商。通过不断发展，五岸传播逐步形成对媒体资源的定价能

力，优化媒体资源的供需结构，降低媒体资源的交易成本，增强媒体资源的再次开发价值，最终实现全产业链各环节的版权综合经营及管理功能。与此同时，基于强大的版权内容资源库和对媒体市场的精准研判，五岸传播衍生出包括产品、策略、咨询、定制等全媒体服务业务。近年来，五岸传播主要通过传统线下模式开展业务经营。经过十年的发展历程，五岸传播依托于文广集团的媒体资源优势和市场影响力，逐步建立了具有一定市场竞争力的版权内容资源和发行渠道。

在传统线下业务优势的基础上，五岸传播着重围绕其正在筹备的线上业务平台积极谋求业务创新。规划中的线上业务主要以版权内容的线上整合平台与线上交易服务为核心，欲打造并培育面向全球客户的版权交易电子商务平台，作为五岸传播传统线下业务的延伸和拓展。目前五岸传播已完成线上业务平台的前期技术储备和经营模式的论证，为进一步实现线上和线下的联动发行做好技术和资质准备。

基于现有的强大版权内容资源库和对媒体市场的精准研判，五岸传播于 2013 年初逐步发展和提供版权内容产业链的前端与后端的媒体服务。根据下游渠道方的需求，五岸传播提供从收视率分析、媒体市场竞争环境分析、渠道发展定位与方向、渠道节目编排和编播方案、现有版权节目内容的改编和再加工、原创版权节目内容的创意孵化与制作等多种形式的媒体产品和综合定制化服务。

最近两年一期，五岸传播各项业务销售收入如下：

**图 11：五岸传播各项业务销售收入**

单位：万元

项目	2014 年 1-7 月		2013 年		2012 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
发行及制作业务	2,036.89	87.41%	5,498.07	56.49%	11,586.09	58.26%
衍生业务	293.45	12.59%	4,235.57	43.51%	8,301.31	41.74%
合计	2,330.34	100.00%	9,733.64	100.00%	19,887.40	100.00%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

#### 总结五岸传播的核心竞争优势包括：

##### 1) 内容资源优势

通过与国际国内众多媒体机构建立长期的合作关系，五岸传播建立了稳定的版权素材获取平台。在版权内容类型方面，已涵盖了纪实类、法制类、综艺类、少儿类、体育类等十几大类。与此同时，五岸传播也具备了根据客户需求，将版权节目内容进行碎片化处理与整合的能力，并形成了成片节目、短视频（视频素材）、音频、图片等多层次的版权内容资源库，最大程度上挖掘版权内容的多次开发价值。

截至目前，五岸传播获得可销售电视片库约 100 万盘（节目磁带载体），80 多万小时，各数字化电视内容共约 27.9 万小时，超过 240 万条，数字化广播节目约 19 万小时，100 多万条，已经成为国内领先的版权素材综合提供商。稳定可靠的版权素材来源，使公司版权素材资源不断积累，公司的竞争力不断增强。

## 2) 客户渠道优势

近年来，五岸传播致力于打造“华语节目版权营销枢纽”的理念，构建了专业化、平台化、国际化的多维版权分发与合作渠道。在客户渠道的区域分布方面，五岸传播和全国约三分之一的大型国内广播电视专业客户建立了牢固的合作关系，目前已覆盖国内、国外上千家媒体平台。在海外，五岸传播与全球 200 多个客户建立了稳定的合作关系，目前已覆盖中国香港、中国澳门、中国台湾、北美、欧洲、非洲、中东、东南亚、日韩等区域，并且已连续多年被评为“国家重点出口企业”。

在客户渠道的类型分布方面，五岸传播的客户渠道覆盖从卫视、省台、省会台、城市台、市县台到优酷土豆、腾讯、乐视、爱奇艺、搜狐等主流视频媒体；国际客户包括香港 TVB、新加坡新传媒、美国 FOX、马来西亚 Astro、日本 NHK、英国 BBC 等华语及国外主流电视台到 Youtube、Twitter 等新媒体平台。

## 3) 人才团队优势

五岸传播拥有高度专业化的版权运营业务团队，发行人员拥有对版权产品的辨别能力，采购人员具备对客户需求的认知能力，研究人员具有对发行业务增值的分析能力，完整的专业能力保证了业务团队在行动力、协作力、反应速度等方面处于业内领先水平。

五岸传播专业团队拥有通晓国际惯例的维权手段和经验，业务覆盖确权、授权、维权等版权全链条。五岸传播还拥有大型综艺节目制作导演和版权业务配套内容加工、拆条、编目的专家，组建了国内、国际版权专业人才储备。

## 3、文广互动

经上海广播电视台授权，文广互动的主要业务包括数字付费频道内容集成、营销推广与分发、互动点播业务及专业频道节目内容的产业化运营。

### 1) 集成平台与数字付费频道相关服务业务

上海广播电视台“SiTV 付费电视 II”作为经国家新闻出版广电总局批准的全国四家付费频道集成平台之一，在上海广播电视台授权下，文广互动为上海广播电视台及其他省级电视台的全国数字付费电视频道、高清卫视、全国购物频道等分别提供频道集成、技术灌装、加密上星、上星传输和营销推广等集成与分发服务业务。

近年来，文广互动迎合电视频道消费市场的发展趋势，以市场为导向，不断完善分销体系和商业模式，深化与全国各地有线网络运营商的客户关系，强化市场营销推广和客户服务，所集成付费频道在全国各地的用户数逐年增加，实现了良性发展。

同时，在上海广播电视台授权下，文广互动为上海广播电视台所属 15 套全国数字付费频道开展内容提供、营销推广与分发等服务业务。上海广播电视台所属 15 套全国数字付费频道如下中所示：

图 12：上海广播电视台所属 15 套全国数字付费频道

频道名称	频道标志	节目设置范围
新视觉		影视剧为主的高清晰度节目
时尚生活		时尚资讯、文化、欣赏等节目
东方财经		国内外财经新闻、深度分析、背景报道为主要内容
动漫秀场		以青少年为服务对象的卡通动漫节目
游戏风云		电子游戏综合资讯
全纪实		纪录片
七彩戏剧		戏剧演出录播和专题、资讯等内容
法治天地		法制资讯、专题、教育、服务和庭审记录等内容
魅力音乐		演唱会、音乐资讯和音乐电视节目等内容
劲爆体育		国内外重大体育赛事转播和体育专题节目等内容
都市剧场		适合城市观众收看的电视剧节目
欢笑剧场		情景电视剧节目
极速汽车		汽车赛事及相关节目
幸福彩		福利彩票资讯和相关服务节目
金色		老年生活相关的资讯、娱乐、服务等节目

资料来源：公司公告，东方证券研究所

近年来，随着我国有线电视网络整合力度的加大，省（直辖市）级网络建立了统一的播控前端，文广互动付费频道的覆盖区域向市、县级进一步延伸，付费频道受众数量规模得到了大幅提升。

## 2) 互动点播相关服务业务

在上海广播电视台授权下，文广互动的互动点播业务自 2010 年在上海推出以来，不断向全国推广，目前已于全国超过 20 家省级有线网络公司实现平台对接。通过对海量引进内容、独家自制内容的集成，打造了丰富的节目类型，其内容涵盖了影视剧、少儿、娱乐、纪实、体育、新闻、游戏、健康、时尚、旅游等。近年来，文广互动的互动点播业务在原有的单向内容提供的服务模式基础上，逐步向双向互动服务模式转型；并基于点播平台系统，开发新的增值服务，如游戏、购物、理财等。通过实现驻地化运营，与当地网络公司共同开展各种营

销活动，逐步建立起“技术+产品+营销”的服务体系，互动点播业务的市场覆盖范围和付费用户不断增长。

## 3) 专业频道节目内容的产业化运营

文广互动充分利用专业频道的媒体平台资源，在游戏、汽车、音乐、时尚等领域与相关产业市场有效对接，形成产业联动与资源整合，探索产业化运营模式，开拓新的盈利来源。截至本报告书签署日，文广互动成立了两个子公司专门开展游戏风云频道和极速汽车频道媒体资源的产业化运营。

**游戏风云：**游戏风云致力于打造游戏媒体平台、游戏联营平台；建设电子竞技馆，打造电竞“G 联赛”品牌，开展各类电竞赛事组织、直播等服务；独家代理、联合运营网络游戏产品，开发和建设手游客户端和电视游戏运营平台等；并逐步形成以游戏视频内容为基础的多网多屏内容分发服务平台、以游戏产品为基础的游戏运营平台。游戏风云在提升游戏风云频道节目质量、频道品牌影响力的同时，大力发展游戏联运、游戏独代、电子竞技等核心业务，不断拓展市场。

**极车传媒：**为加快与汽车产业市场对接的步伐，文广互动与上海国际汽车城（集团）公司及其他自然人于 2014 年 3 月共同成立极车（上海）文化传媒有限公司。通过与汽车相关产业的资源整合与合作，建立了以电视网、互联网、移动互联网等为推广渠道的汽车整合营销服务及汽车相关衍生产品销售服务平台。

最近两年一期，文广互动各项业务销售收入如下：

图 13：文广互动各项业务销售收入

单位：万元

项目	2014 年 1-7 月		2013 年		2012 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
数字付费频道业务	6,666.69	40.71%	13,234.13	45.55%	11,131.73	49.90%
互动点播业务	1,715.00	10.47%	2,581.31	8.88%	2,078.08	9.31%
频道节目内容产业化运营	7,995.45	48.82%	13,240.42	45.57%	9,099.24	40.79%
<b>合计</b>	<b>16,377.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>29,055.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>22,309.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 总结文广互动的核心竞争优势包括：

#### 1) 资源优势

文广互动在多年的数字电视内容运营实践中，培育建立了基于专业付费频道的产业运营能力，利用专业媒体资源融合相关产业资源，形成在游戏、汽车等行业的专业频道内容资源产业化运营优势。

经过十多年的运营与积累，文广互动与国内外众多内容制作发行机构建立了长期深入的合作关系，构建了规模庞大、持续更新的电影、电视剧、综艺、纪实、动漫、体育、少儿、娱乐等内容资源库，并打造了丰富精彩、模式多元的付费频道和互动点播产品。

#### 2) 技术运维与研发优势

文广互动在数字电视内容生产、集成、分发与播控管理、以及视频增值业务开发等方面具有技术优势，是上海市高新技术企业、国家火炬计划高新技术企业、上海市科技小巨人企业、上海市“专精特新”企业，是上海互动媒体工程技术研究中心的依托单位，也是国家网络新媒体工程技术研究中心、国家宽带网络与应用工程技术研究中心、以及上海下一代广播电视网产业技术创新联盟的成员单位。

公司运营的数字付费频道集成平台建设多年来一直安全稳定运行，近年来开发建设了面向下一代广播电视网的云电视平台、全国互动点播平台等，先后承担国家 863 计划项目、国家科技支撑计划项目、国家发改委专项、上海市重大科技攻关项目、上海市经信委科研项目、国家广电总局科技项目等科研项目近 30 项。

#### 3) 市场渠道优势

文广互动作为全国四家数字付费频道集成平台之一、以及国内最早的数字电视运营机构，在数字电视发展中与全国各地有线网络运营商建立了牢固的合作关系，业务覆盖全国 31 个省、直辖市、自治区。

近年来，文广互动在全国各重要区域建立了驻地服务体系，为当地有线网络运营商提供更加深入的运营服务，提供“技术+产品+营销”的整体解决方案，开展本地化深度营销与运营服务，不断提升市场运营竞争优势。

#### 4) 人才团队优势

文广互动培育了专业化的数字电视新媒体运营管理队伍，拥有具备数字电视技术运维与应用开发能力、科研创新能力的技术团队，高度专业化的视频内容制作与生产团队，以及既具备数字电视、新媒体行业运营管理经验、又熟悉游戏、汽车等行业领域的产业化运营团队。文广互动的运营管理团队具备多年的数字电视内容及新媒体运营管理经验，熟悉新媒体行业及相关产业领域，并组建了内容、技术、市场、运营管理等专业化人才储备。

## 4、东方希杰

东方希杰及其子公司通过电视、网站、目录、IPTV、移动端 APP 等渠道，为上海、华东乃至全国广大消费者提供各种在线商品，涵盖数码、电脑、手机、大小家电、运动家居、服装床品、美容

保健、珠宝首饰、汽车等 15 个品类，使消费者足不出户就可以获取详细的商品信息，并可以通过电话、网络等多种方式进行订购。

截至 2014 年 7 月 31 日，公司总注册顾客数 7,367,732 人，其中 74.8%通过电话注册，22.1%通过网站注册，3.1%通过 APP 客户端注册。目前，东方希杰销售收入主要来自电视购物，2013 年电视购物的销售收入达 435,158.78 万元，占比为 67.37%，2012 年电视购物的销售收入达 411,220.89 万元，占比为 71.07%。包括网站、IPTV 及移动终端在内的新媒体购物和目录购物借助电视购物积累的会员及品牌资源，充分发挥各销售渠道间的协同效应，均保持了快速增长。其中，新媒体购物 2013 年销售收入达 145,667.56 万元，较 2012 年增长 26.63%；目录购物 2013 年销售收入达 33,804.71 万元，较 2012 年增长 14.78%。

开展电视购物业务以来，公司建设了 1,350 平米数字化电视购物专业演播室和与之配套的 LED 灯光系统、数字非线性编设备、数字媒资库及无带化播出系统。目前，电视购物节目在上海通过上海广播电视台东方购物频道及数字频道 24 小时播放，并在多个省市实现电视购物节目的落地，累计为消费者推荐数千件质优价廉的商品，为消费者带来了全新的购物体验。

东方希杰自成立以来一直秉承“打造新概念平台，提供快乐、便利的购物体验”的经营理念，定位于中高端产品市场，以“成为全球首选的优质在线零售服务集团”为目标，坚持以顾客为导向，不断建设和完善顾客及供应商数据库，奠定多媒体运营的基础，并积极开拓全国市场，在为顾客提供优质服务和为供应商创造价值的同时，实现了用户规模的快速增长和平台价值的不断提升。

#### 目前公司形成了五大块运营平台：

##### 1) 电视购物平台

经过 10 余年发展，东方购物节目在上海本地的播出时间已经由开播时的一个频道每天 5 小时增加至在覆盖上海市 800 万收视用户的东方购物频道全天 24 小时播放，经卫星传输的东方购物节目在外省市落地，目前落地区域包括北京市以及江苏、浙江、山东、云南、江西、山西、陕西 7 个省份。东方购物节目通过卫星在上海以外地区的收视及播出情况如下所示：

**图 14：东方购物节目通过卫星在上海以外地区的收视及播出情况**

落地	地区	收视户 (万)	时间(小时)	开播日期	频道信息
山东省	青岛	200	5	2011.06.26	青少旅游频道
云南省	昆明	94	24	2012.03.19	数字 14
	<b>小计</b>	<b>589</b>			
江苏省	苏州	95	周一至周五 20; 周末 24	2011.01.01	图文购物频道
	无锡	86	24	2012.03.01	数字 57; 2014.09.01 晚间 起调升至数字 7 套
	常州	55	24	2012.03.01	数字 48
	镇江	25	24	2012.03.01	数字 38
	泰州	28	24	2012.03.01	数字 35
	连云港	23	24	2012.03.01	数字 37
	淮安	19	24	2012.03.01	数字 38
	盐城	13	24	2012.03.01	数字 36
	宿迁	10	24	2012.03.01	数字 33
	常熟	30	24	2013.01.01	数字 32
	扬州	42	24	2011.08.01	数字 40
	张家港	35	24	2013.01.01	数字 43
	江阴	40	24	2013.03.01	数字 32
	如皋	33	24	2013.08.01	数字 9
	太仓	20	24	2014.07.14	数字 12
	昆山	35	24	2013.06.01	数字 19
	<b>小计</b>	<b>400</b>			
浙江省	杭州	170	24	2011.11.15	数字 21
	宁波	38	24	2011.12.16	宁波互动频道; 数字 7
	绍兴	26	24	2011.10.11	数字 34
	绍兴新昌	16	24	2014.04.05	数字 17
	丽水	15	24	2012.04.01	数字 32
	金华	35	24	2012.04.01	数字 25
	衢州	25	24	2012.04.01	数字 28
	嘉兴	35	24	2013.04.01	数字 33
	湖州	40	24	2013.05.02	数字 37
山西省	太原	140	24	2012.09.01	数字 36
	山西省台	380	24	2013.12.01	数字 33
江西省	南昌	83	24	2013.06.15	数字 27
陕西省	陕西省台	550	24	2013.09.04	数字 43
北京	北京台	524	24	2014.07.07	数字 72
	北京航天、 机场	55	24	2014.08.26	航天有线数字第 68 频 道; 机场有线数字第 37 频道
<b>合计</b>		<b>3,015</b>			

资料来源：公司公告，东方证券研究所

各电视购物合资公司所在地区收视及播出情况如下：

**图 15：各电视购物合资公司所在地区收视及播出情况**

合资公司	地区	收视户(万)	时间(小时)	开播日期	频道信息
江苏东方电视购物有限公司	南京	120	24	2009.07.01	信息频道
成都每日电视购物有限公司	成都 1	270	5	2011.01.01	影视频道 (模拟频道)
	成都 2	200	24	2011.01.01	每日购物 (数字频道)
湖北广通东方电视购物有限公司	武汉	200	24	2011.05.18	广通购物频道
黑龙江龙视东方购物有限公司	黑龙江 1	240	24	2011.11.10	数字 15
	黑龙江 2	400	5	2012.01.01	黑龙江省台 7 频道 (模拟频道)
<b>合计</b>		<b>990</b>			

资料来源：公司公告，东方证券研究所

未来，东方希杰将本着“地区扩大+多媒体融合+基础运营能力完善”的全国拓展的核心战略，在华东、华南、东北、西部分阶段进行电视购物业务的拓展，分别在山东、广西、内蒙古、河北以及河南地区开展业务，力求在 2021 年完成全国范围内经济发达地区的全部覆盖。

#### 2) 网站购物平台

2004 年 11 月 22 日，东方希杰的在线购物平台——购物网站 [www.ocj.com.cn](http://www.ocj.com.cn) 正式上线运营。东方希杰是商务部首批的 83 家电子商务示范企业之一。东方希杰的在线购物网站是一个集商品信息、在线支付、分期付款等多种服务为一体的综合性购物网站。

依托电视购物创下的良好品牌形象，网站发展迅速。网站作为东方希杰的媒体旗舰平台，具有覆盖广、流量大、商品全的特点，顾客可以通过网站订购到所有东方希杰的商品，体验到更多的服务与信息。同时，网站也通过提供更多专属的促销活动，独特的商品优惠组合为东方希杰带来了更年轻的受众和新的业务增长点。

#### 3) 目录购物平台

东方希杰向目标客户定期发放商品目录，使顾客可以通过浏览商品目录电话订购各种家居用品、美容用品、食品饮料、厨房用品、儿童用品、数码电子产品等商品。

东方希杰的商品目录创刊于 2005 年 1 月。目前，东方希杰商品目录正刊的发行量在每月 50 万册左右，特刊发行量在每月 30 万册左右。

#### 4) IPTV 购物平台

东方希杰是中国最早进入也是最大的 IPTV 新媒体购物服务提供商，目前已覆盖了上海和浙江市场，在百视通经营的上海和浙江 IPTV 购物平台进行商品销售。截至 2014 年 9 月 30 日，东方希杰 IPTV 业务覆盖的用户数共计 390 万户，其中上海地区 180 万户，浙江地区 210 万户。

### 5) APP 购物平台

东方希杰目前已经构建了手机、IPAD 等客户端的 APP 购物平台。东方希杰的手机客户端于 2012 年 12 月上线，IPAD 客户端于 2013 年 12 月正式发布。APP 购物平台的搭建，使顾客可以移动浏览、下单，为顾客带来方便、个性化的购物

体验。

公司最近两年一期的主营业务收入按销售方式划分情况如下所示：

**图 16：东方购物最近两年一期的主营业务收入**

单位：万元

按销售方式划分	2014 年 1-7 月		2013 年		2012 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
电视购物	260,215.29	65.14%	435,158.78	67.37%	411,220.89	71.07%
新媒体购物	102,114.15	25.56%	145,667.56	22.55%	115,030.71	19.88%
目录购物	19,834.30	4.97%	33,804.71	5.23%	29,452.31	5.09%
其他	17,300.47	4.33%	31,281.90	4.84%	22,912.55	3.96%
<b>合计</b>	<b>399,464.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>645,912.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>578,616.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 总结东方购物的核心竞争优势包括：

#### 1) 行业地位优势

东方购物电视节目自 2004 年 4 月 1 日开播以来，凭借诚信正直的企业价值观，严格遴选的优质商品，客观详实、兼具娱乐性的电视节目与完善的售后服务保障，东方希杰一举奠定了行业领导地位，并一直保持至今。

自 2008 年起，东方希杰牢牢占据国内电视购物行业第一的位置，销售收入超过行业排名第二名的企业达 2 倍以上，遥遥领先其他同行业公司。

#### 2) 全媒体平台协同优势

东方希杰拥有包括电视、网上商城、目录、移动端 APP、IPTV 在内的全媒体购物平台，共享商品、客户、IT 系统、物流配送和售后服务，渠道之间所形成的优劣势互补形成了更全面的受众到达。

相较于电子商务，东方希杰拥有电视和 IPTV 通路的优势，通过节目播放，使顾客对商品认识更加客观具体。而相较于电视购物企业，东方希杰的新媒体通路优势得以显现，移动终端客户端、PC 端网上商城和目录的销量及销售比重，远远领先其他电视购物企业。2014 年 1-7 月新媒体通路销售额中，约 50%来自于移动终端。

东方希杰还将全媒体通路充分融合，扩大协同效应。顾客在观看电视节目时，除可通过电话订购外，还可以通过移动端 APP 订购专有商品。

### 3) 高度集成化的系统支持优势

东方希杰很早便建立了一套适用于全媒体通路的 ERP 管理系统。经过公司开发团队对于应用层的开发，将系统实现了本土化，为日常运营提供了强有力的支撑。与行业内其他系统相比，该系统具有很强的灵活性。一旦有新的业务需求和业务流程，东方希杰可以很方便地自行增加模块。各种新功能及业务模块被加入，强大的 WMS (Warehouse Management System, 仓库管理系统) 和 CMS (Content Management System, 内容管理系统) 作为独立模块被整合，提升了近一倍的运营效率，并先后获得了十余项软件著作权证书。目前，东方希杰的 ERP 管理系统已经实现了和财务、供应商、第三方物流、第三方支付平台、银行端、手机 APP 端的完美融合。同时，公司自行研发的 DW (Data Warehouse) 数据分析平台更是顺应了时代发展的脚步，对顾客信息、消费偏好、可能的消费行为及售后服务信息进行分析，根据分析结果提供差异化、甚至定制化的服务，使顾客体验更上一个层次。

### 4) 先进的管理运营体系优势

东方希杰借鉴了韩国成熟并且成功的家庭购物行业运营经验。在节目风格方面，公司采用了通过详尽的使用方法介绍的“教买”模式，而不是夸张的“叫卖”模式，提高了顾客体验，培养了忠实的消费群体。

在售后服务环节，东方希杰同样积极创新，始终致力于建立供应商、东方希杰、顾客三者平衡的机制。东方希杰将供应商售后服务的评价纳入了整个考核体系，将商品的销售端和售后端紧密联系在一起，有效地约束了供应商的服务质量，提高了消费者满意度，而最终提高了公司销售额。

### 5) 商品品类全面覆盖优势

东方希杰拥有专业的商品采购团队，时刻把握市场脉络，发掘市场需求，开发符合百姓需要的优质商品。目前东方希杰的商品种类超过十万种。相较于其他电视购物企业，出售的商品种类更为齐全，并拥有针对 PC 端和移动终端用户的专属产品。同时，相较于其他电商企业，东方购物为消费者提供种类繁多的无形服务，如旅游、保险、家装及婚庆服务等。

东方希杰黄金、裸钻和轿车的热销，打破了传统认知中电子商务平台只卖廉价商品的观念；开创了电视购物卖旅游、卖保险等无形商品模式，被各大电商争相模仿。东方希杰在 2014 年 11 月已推出自有服装品牌 Marie Bonne，成为首家拥有自有品牌商品的电视购物企业。

### 6) 优质客户群体优势

与传统电子商务网站高度同质化的商品内容不同，东方希杰定位于中高端居家品牌商品的深度开发。作为以电视购物起步的电商平台，东方希杰对于家庭购物理念的认识超出了传统电商企业，不仅仅以毛利率的高低作为商品选择的标准，而是注重商品本身是否能够提供不一样的生活方式，是否能够提供便利的居家体验。东方希杰的主要消费者是社会财富最为集中的年龄为 35-55 岁的人群，这部分人群对于商品价格敏感度低，相对更容易成为忠实顾客，重复订购率高。普通电子商务平台的平均客单价不到 300 元，而 2013 年东方希杰平均客单价超过 600

元，年度人均订购金额突破 1,000 元。

### 7) 品牌及公信力优势

东方希杰具有很高的市场知名度和顾客满意度。2013 年，东方希杰获得“上海市著名商标”及“上海市名牌”称号。根据尼尔森消费者研究的独立报告，2013 年消费者对东方希杰的满意度为 93%。

### 风险提示

重组失败、行业或监管环境发生重大变化

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,943	2,232	3,250	4,549	5,893	营业收入	2,028	2,637	3,279	3,932	4,891
应收账款	230	658	818	981	1,220	营业成本	1,129	1,426	1,737	2,016	2,441
预付账款	39	18	23	27	34	营业税金及附加	72	48	89	106	132
存货	128	143	252	268	314	营业费用	83	147	159	192	240
其他	30	49	53	57	63	管理费用	237	351	373	472	587
<b>流动资产合计</b>	<b>2,371</b>	<b>3,100</b>	<b>4,395</b>	<b>5,882</b>	<b>7,525</b>	财务费用	(21)	(31)	(28)	(46)	(65)
长期股权投资	984	908	908	908	908	资产减值损失	12	22	13	(1)	3
固定资产	358	425	376	323	267	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	0	0	0	0	投资净收益	38	35	(33)	(23)	(13)
无形资产	144	418	292	49	0	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	23	298	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>554</b>	<b>709</b>	<b>904</b>	<b>1,169</b>	<b>1,541</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,512</b>	<b>2,049</b>	<b>1,582</b>	<b>1,286</b>	<b>1,181</b>	营业外收入	30	62	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>3,883</b>	<b>5,149</b>	<b>5,977</b>	<b>7,168</b>	<b>8,706</b>	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	1	199	199	199	199	<b>利润总额</b>	<b>583</b>	<b>771</b>	<b>924</b>	<b>1,189</b>	<b>1,561</b>
应付账款	448	669	752	910	1,079	所得税	86	109	133	172	225
其他	275	383	410	427	458	<b>净利润</b>	<b>498</b>	<b>661</b>	<b>791</b>	<b>1,017</b>	<b>1,336</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>725</b>	<b>1,251</b>	<b>1,361</b>	<b>1,535</b>	<b>1,736</b>	少数股东损益	(19)	(16)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>516</b>	<b>677</b>	<b>791</b>	<b>1,017</b>	<b>1,336</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.46	0.61	0.71	0.91	1.20
其他	17	19	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>742</b>	<b>1,270</b>	<b>1,361</b>	<b>1,535</b>	<b>1,736</b>		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	56	159	159	159	159	<b>成长能力</b>					
股本	1,114	1,114	1,114	1,114	1,114	营业收入	51.8%	30.1%	24.3%	19.9%	24.4%
资本公积	1,089	1,090	1,090	1,090	1,090	营业利润	38.6%	28.0%	27.4%	29.3%	31.8%
留存收益	884	1,519	2,254	3,271	4,607	归属于母公司净利润	45.4%	31.2%	16.7%	28.7%	31.4%
其他	(2)	(2)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,141</b>	<b>3,879</b>	<b>4,616</b>	<b>5,633</b>	<b>6,969</b>	毛利率	44.3%	45.9%	47.0%	48.7%	50.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,883</b>	<b>5,149</b>	<b>5,977</b>	<b>7,168</b>	<b>8,706</b>	净利率	25.5%	25.7%	24.1%	25.9%	27.3%
						ROE	18.2%	19.9%	19.3%	20.5%	21.8%
						ROIC	15.7%	16.1%	16.8%	18.1%	19.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	19.1%	24.7%	22.8%	21.4%	19.9%
净利润	498	661	791	1,017	1,336	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	223	420	568	688	649	流动比率	3.27	2.48	3.23	3.83	4.33
财务费用	(21)	(31)	(28)	(46)	(65)	速动比率	3.08	2.35	3.02	3.63	4.13
投资损失	(38)	(35)	33	23	13	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	278	(181)	(183)	(15)	(104)	应收账款周转率	9.6	5.9	4.4	4.4	4.4
其它	(17)	(93)	6	(1)	3	存货周转率	9.0	9.5	7.7	6.8	7.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>923</b>	<b>742</b>	<b>1,187</b>	<b>1,667</b>	<b>1,832</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(179)	(454)	(390)	(390)	(540)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(216)	72	0	0	0	每股收益	0.46	0.61	0.71	0.91	1.20
其他	(123)	(222)	249	(23)	(13)	每股经营现金流	0.83	0.67	1.07	1.50	1.65
<b>投资活动现金流</b>	<b>(518)</b>	<b>(604)</b>	<b>(141)</b>	<b>(413)</b>	<b>(553)</b>	每股净资产	2.77	3.34	4.00	4.92	6.12
债权融资	(0)	53	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(19)	1	0	0	0	市盈率	68.9	52.6	45.0	35.0	26.6
其他	11	99	(27)	46	65	市净率	11.5	9.6	8.0	6.5	5.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9)</b>	<b>153</b>	<b>(27)</b>	<b>46</b>	<b>65</b>	EV/EBITDA	44.4	30.6	23.3	18.6	15.8
汇率变动影响	(2)	0	0	0	0	EV/EBIT	63.1	49.6	38.4	29.9	22.8
<b>现金净增加额</b>	<b>394</b>	<b>291</b>	<b>1,018</b>	<b>1,299</b>	<b>1,344</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究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。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究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。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)