

华媒控股 (000607.SZ)

实力派传媒集团城市生活服务商转型启航

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

15

分析师

联系人

谢刚

齐鲁传媒互联网团队

S0740510120005

康雅雯 021-20315097

021-20315178

kangyw@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

朱峰 021-20315179

2015年7月6日

zhufeng@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1017.70
流通股本(百万股)	487.73
市价(元)	9.69
市值(百万元)	9861.50
流通市值(百万元)	4726.11

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,567.9	1,485.2	1,593.4	1,688.5	1,813.2
营业收入增速	-11.3%	-5.28%	7.29%	5.96%	7.38%
净利润增长率	651.6%	16.98%	13.25%	20.82%	23.76%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.19	0.21	0.25	0.31
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
偏差率(本次-市场/市场)	-	-	-	-	-
市盈率(倍)	13.96	52.75	71.45	59.14	47.78
PEG	0.02	3.29	5.39	2.84	2.01
每股净资产(元)	1.41	1.24	1.45	1.70	2.02
每股现金流量	0.29	0.06	0.35	0.30	0.35
净资产收益率	21.54%	14.95%	14.48%	14.89%	15.56%
市净率	3.01	8.36	8.47	7.21	6.09
总股本(百万股)	529.97	1,017.7	1,017.7	1,017.7	1,017.7

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

核心逻辑: (1) “存量稳健”: 公司报业传媒业务具备稳固市场地位, 妥善施行的开源节流措施将护航存量业务稳健运行; (2) “增量具备发展天时地利人和”: 通过抓住城市化浪潮、借助资本市场力量、结合自身优势, 华媒控股有望实现向“以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商”新定位转型。

■ **华媒控股为实力雄厚的大型传媒集团。**公司拥有七报两刊、20余家网站, 现有业务涵盖广播、移动媒体、文化会展等领域。旗下《杭州日报》、《都市快报》为全国销量领先的纸质媒体; 本地生活论坛“19楼”、地产网站“快房网”既已成为浙江省内重要网站, 其衍生出的线下会展已创造可观收入。2014年12月18日通过借壳华智控股, 公司登陆A股市场。

■ “**点→线→面**”的业务布局从多种形式、多个平台共同推动华媒城市服务向更深层次发展。华媒在新闻资讯、展会、影视制作、物流配送等同城市生活紧密相关子业务上的现有布局为自身提供转型基础:

➢ **点: 影视 IP、视频内容制作、视频网站、精准营销、电商物流, 基础业务全面布局。**1) 收购精典博维, 对接优质文学 IP, 发力影视剧制作, 开拓影视广告业务; 2) 收购移动视频运营服务商“快点传播”, 补足移动端视频内容输出短板; 3) 参股视频生活门户: “看看浙江”, 为浙江现有 3600 万迅雷看看活跃用户转化到公司城市服务生态中提供可能; 4) 同数字营销公司泰一指尚战略合作, 切入精准营销, 提高城市服务体系盈利性; 5) 基于报业配送发展出的“每日送电商配送”业务, 具有口碑与妥投率优势, 补全城市服务物流支持。

➢ **线: 把握城市生活文化消费三条主线, 协同共赢。**资讯消费、会展消费和文化消费有望贯彻华媒城服务体系脉络: 1) 围绕移动互联网打造融通不同媒介的融媒体、渠道丰富的新媒体、立体发布的全媒体, 满足城服资讯需求并通过数字营销提高盈利性; 2) 依托 19 楼、快房网等平台布局组织婚博、

请务必阅读正文之后的重要声明部分

房产推荐、老博会等多样会展，完成从线上知悉到线下消费的转换闭环；3) 发力影视内容制作、智能印刷、创意印刷业务，契合消费者日益增长的新兴文化消费诉求。

- **面：由点及线，连线到面的业务层次将从广度和深度同时发力，共同支撑“城市生活服务商”定位。**
在城市服务需求快速增加的背景下，三条看似独立的业务线实质在消费者群体、服务环节中存在重叠，进而不断相互促进、相互支撑，从多种形式、多个平台搭建华媒城市服务大体系。
- **星星之火，可以燎原：华媒城服模式具备迅猛发展的天时地利人和。**我国正处在新一轮城市化发展浪潮伊始，迅速增长的城镇化率和城镇人口将极大提高市民对本地生活服务数量和品质的需求。由于技术、资金局限，现有城服商难以将城服业务整合形成体系。而华媒有望通过发挥自身经验技术、口碑优势，利用资本平台兼并合作增强实力，在三年规划内实现城市生活服务商体系在杭州本地的完备和成熟，形成包含相关人才、技术等的一揽子推广模式。
- **扎根杭州、达于浙江、放眼全国：华媒城服体系有望形成推广至全国的“华媒模式”，对接全国城服需求。**未来，华媒将与不同城市报业企业、本地城服商等展开合作，从成熟华媒城服模式中选取顺应当地需求的部分合作共赢，即“一揽子模式+个性化对接”的形式逐步将公司城服业务推广至浙江全省、全国，最终实现“杭州→浙江→全国”的三步走推广战略。优势对接需求，城市生活服务商的新定位开启华媒新篇章。
- **投资建议：**预计公司 2015-2017 年将实现主营业务收入 15.93 亿、16.89 亿和 18.13 亿元，同比增长 7.3%、6.0%和 7.4%；归属母公司的净利润 2.14 亿、2.58 亿和 3.19 亿元，同比增长 13.2%、20.8%和 23.8%；对应 EPS 分别为 0.21、0.25 和 0.31 元。综合考虑公司传媒出版业务稳固地位与城市生活服务商模式蕴含的巨大商业潜力，以及公司在转型期间收购优质标的后享受一定估值溢价的可能，给予公司目标价 15 元，对应 2016 年 59.14xPE，152.66 亿元市值，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新业务转型不及预期的风险；盈利成长性减弱性或下降的风险；模式推广不及预期的风险。

内容目录

公司概况：实力雄厚的传媒集团，借壳上市迎新机遇	- 6 -
发展历史：公司深耕纸媒六十载，是位居前列的报业传媒集团	- 6 -
主营业务：报业广告实力强，新媒体业务布局早增速快	- 7 -
经营情况：开源节流净利润增速快，广告策划占主营大半江山	- 9 -
行业一窥：移动端阅读、数字营销崛起，传统纸媒亟待转型	- 10 -
报业发行逐年走低，纸媒广告业务萎缩	- 10 -
数字媒体市场份额激增，严重冲击传统纸媒广告	- 11 -
读者习惯悄然改变，阅读向移动端迁移	- 11 -
核心价值：点→线→面，多层次打造城市生活服务商	- 12 -
具备打造城服商基础，发展规划切合公司优势	- 12 -
点：多点开花，全面布局	- 12 -
线：串联优势，纵向深入	- 15 -
面：多线协同，面面俱到	- 19 -
未来看点：“模式+推广” 星星之火，可以燎原	- 20 -
城市化深入、居民收入增加，国内城市生活服务需求加速提升	- 20 -
搭建城服体系绝非一日之功，上市公司平台不容忽视	- 22 -
设立文化基金+移动端并购，管理层朝气执行力强	- 23 -
未来发展具有后发优势，三步走战略有望将模式复制全国	- 24 -
盈利预测、估值和投资建议	- 25 -
风险提示	- 27 -
新业务转型不及预期的风险	- 27 -
盈利成长性减弱或下降的风险	- 27 -
模式推广不及预期的风险	- 27 -

图表目录

图表 1: 华媒控股公司架构	- 6 -
图表 2: 华媒控股旗下传媒类业务.....	- 6 -
图表 3: 华媒控股上市时间表.....	- 7 -
图表 4: 盛元印务公司官网	- 8 -
图表 5: 盛元印务数字报刊移动平台	- 8 -
图表 6: 杭州交通 FM 91.8 举办车展现场	- 8 -
图表 7: 19 楼网站主页	- 8 -
图表 8: 杭州网首页	- 8 -
图表 9: 快房网主页	- 8 -
图表 10: 总收入下滑但净利润连续保持两年增长	- 9 -
图表 11: 营业成本下降推动净利润增加.....	- 9 -
图表 12: 广告及策划占总收入的一半	- 9 -
图表 13: 报业零售发行下滑速度加快	- 10 -
图表 14: 全国报刊广告投放数逐年下滑	- 10 -
图表 15: 报纸、杂志广告投放同比下降 20%以上	- 10 -
图表 16: 行业广告整体投放花费下降	- 10 -
图表 17: 互联网广告规模增速迅猛.....	- 11 -
图表 18: 2013 年数字媒体广告投放规模超过报纸	- 11 -
图表 19: 在居民最常接触的媒体中报纸仅排名第五.....	- 11 -
图表 20: 平板电脑、手机对报纸替代率达 50%、41%.....	- 11 -
图表 21: 移动端视频市场规模将在未来高速增长	- 12 -
图表 22: 运营商移动视频产业链及运作流程	- 12 -
图表 23: “看看重庆”为当地最活跃视频门户之一	- 13 -
图表 24: “看看城事”通过视频形式切入本地生活	- 13 -
图表 25: 精典博维图书、期刊的策划发行业务.....	- 14 -
图表 26: 精典博维名家经纪业务	- 14 -
图表 27: 程序化购买运作原理.....	- 14 -
图表 28: 每日送依托现有报刊投递渠道发展电商物流.....	- 15 -
图表 29: “三驾马车”: 融媒体集群多面联动讲一个故事	- 16 -
图表 30: 华媒控股新媒体业务关键数据	- 16 -
图表 31: 华媒控股全媒体矩阵多点开花	- 17 -
图表 32: 华媒控股全媒体特色服务举例	- 17 -
图表 33: 华媒控股最新展会情况一览.....	- 18 -

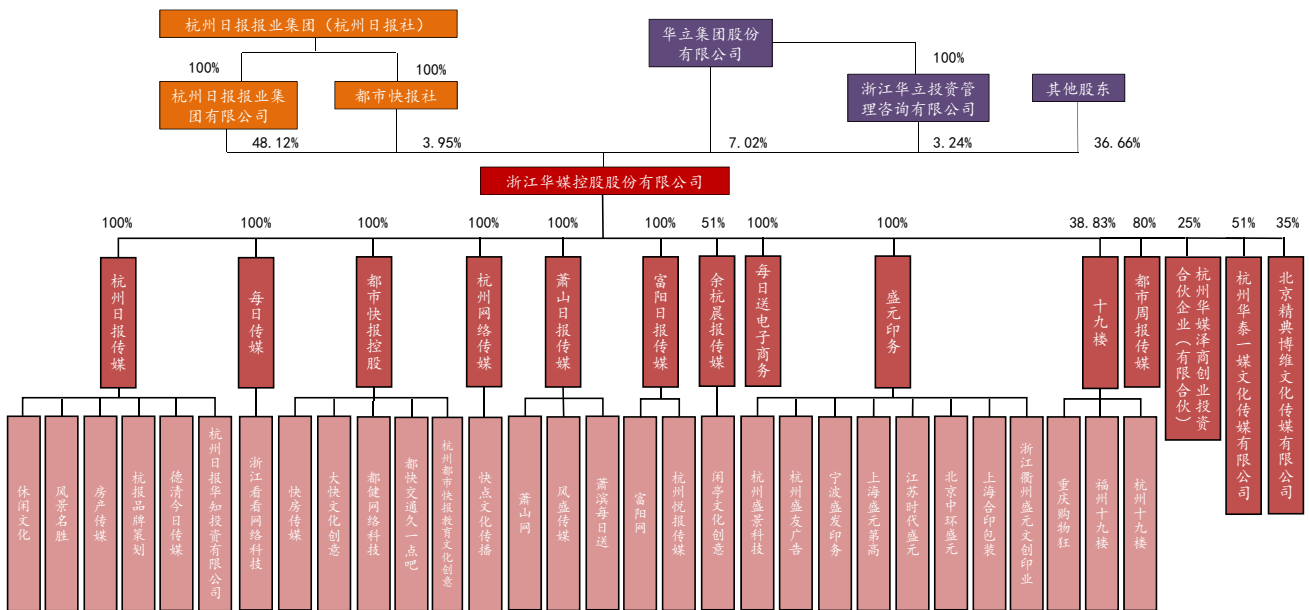
图表 34: 第 12 届 19 楼结婚采购大会	- 18 -
图表 35: 中国 (杭州) 第二届商业地产高峰论坛	- 18 -
图表 36: 浙江省首届科技体育 (模型) 文化节	- 18 -
图表 37: 第二届杭州市老年健康生活博览会现场	- 18 -
图表 38: 第二届杭州市儿童品质生活博览会	- 19 -
图表 39: 2014 中国 (杭州) 国际电子商务博览会	- 19 -
图表 40: 华媒控股以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商业布局	- 20 -
图表 41: 国内城镇化率已在 2013 年超过世界水平	- 20 -
图表 42: 城镇化将在未来持续推进	- 20 -
图表 43: 300 万人以下城市数量增长迅猛	- 21 -
图表 44: 城镇居民可支配收入增长了 7053.38%	- 21 -
图表 45: 城市生活服务体系	- 22 -
图表 46: 深圳市本地生活论坛鹏城社区	- 23 -
图表 47: 四川宜宾本地论坛 1200 人坝坝宴活动	- 23 -
图表 48: 华媒泽商产业基金定位于新媒体等文化传媒领域并购重组	- 24 -
图表 49: 博瑞传播主营业务结构变化情况	- 24 -
图表 50: 华闻传媒主营业务结构变化情况	- 24 -
图表 51: 粤传媒主营业务结构变化情况	- 25 -
图表 52: 浙报传媒主营业务结构变化情况	- 25 -
图表 53: 华媒控股与可比公司收入情况比较	- 25 -
图表 54: 华媒控股五年销售预测表	- 26 -
图表 55: 华媒控股估值预测财务报表摘要	- 28 -

公司概述：实力雄厚的传媒集团，借壳上市迎新机遇

发展历史：公司深耕纸媒六十载，是位居前列的报业传媒集团

- 华媒控股控股股东为杭州日报报业集团。杭州日报社成立于 1955 年，杭报集团公司成立于 2005 年，经过六十年发展，公司旗下已拥有七报两刊、20 余家网站、30 余家公司，形成业务涵盖广播电视，移动媒体、户外媒体、数字出版、商务印刷、文化会展业，以报刊发行为主、多元媒体和相关文化产业并行的大型现代传媒集团。

图表 1：华媒控股公司架构



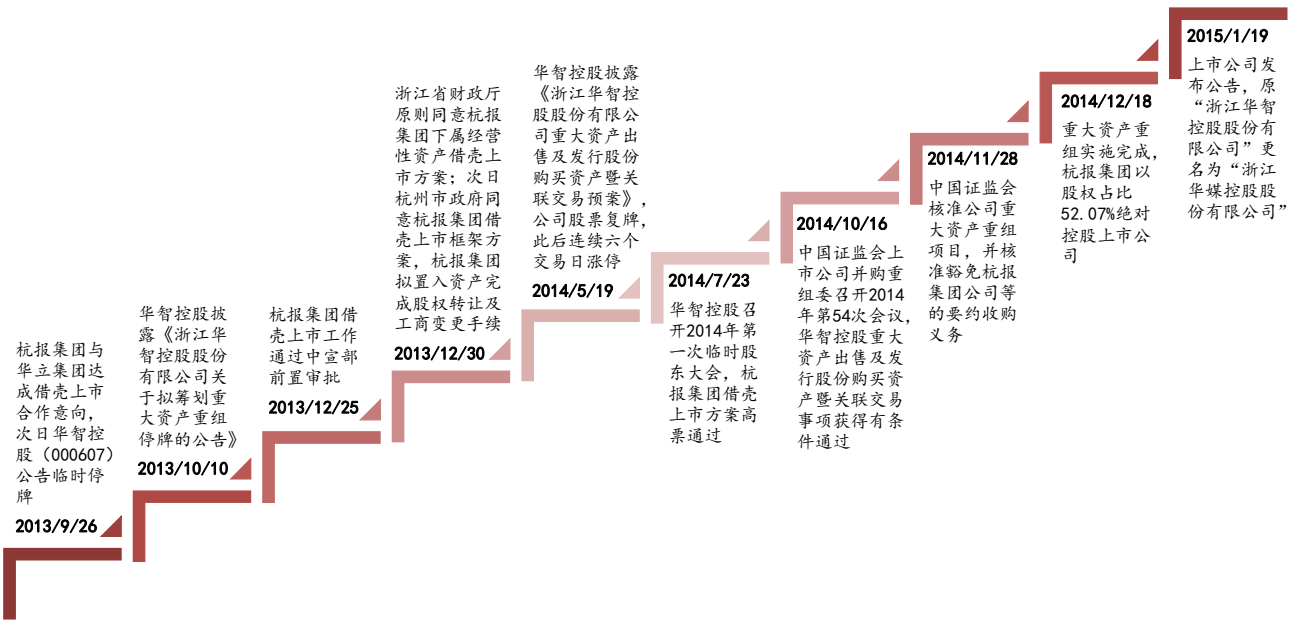
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2：华媒控股旗下传媒类业务

纸媒类				新媒体类			
媒体产品	类型	媒体产品	类型	媒体产品	类型	媒体产品	类型
	日报、综合报		日报、综合报、区域报		新闻网站		区域新闻网站
	日报、都市报		日报、综合报、区域报		生活社交论坛		区域新闻网站
	日报、商经报		旅游杂志		新闻网站、纸媒数字媒体		生活摄影网站
	周报、都市报				新闻网站、纸媒数字媒体		房地产网站
	日报、综合报、区域报				区域新闻网站		健康资讯网站

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- **通过借壳华智控股，公司实现登陆资本市场。**华媒控股于2014年12月18日完成重大资产出售及发行股份购买资产，以借壳电能表生产上市公司华智控股的方式登陆A股市场。杭报集团为其实际控制人，集团旗下全资子公司杭报集团有限公司与其一致行动人都市快报设分别持有华媒控股48.12%、8.03%股份。杭报集团自此成为国内成功实现上市的第三家报业、杭州市第二家国有文化集团。华智控股原控股股东华立集团与其一致行动人浙江华立投资管理有限公司目前分别持有华媒控股7.02%、3.24%股份，为公司第二大股东。

图表3：华媒控股上市时间表


来源：齐鲁证券研究所

主营业务：报业广告实力强，新媒体业务布局早增速快

- **公司已形成精品报业体系，广告策划实力较强。**华媒已形成以《杭州日报》为代表的机关党报，以《都市快报》、《每日商报》等为主的城市生活商报系列，以《萧山日报》、《余杭晨报》等为主的县市区域报系列共同构成的报业体系。公司旗下风盛传媒主营各类户外媒体开发、运营，并在2014年获得杭州地铁2号线东南段、4号线首通段广告经营权。
- **印刷、送报配套业务成熟。**旗下盛元印务有限公司为杭报集团斥资1亿元打造的现代印刷企业，主要负责报纸广告印刷，兼具数字出版业务。2014年盛元实现包装印刷收入同比增长14.9%。数十年报纸派送经营为华媒提供了稳定、全面的派送渠道：截止2014年底，公司送报业务“每日送”在杭州拥有超过30个发行站点、超1000名派送人员。
- **公司新媒体业务发展较早，现已逐步成熟并贡献可观盈利：**
 - **杭州交通 FM 91.8** 全名“杭州交通经济广播”，是华媒旗下电台业务，自2005年更名后已跃居为全国5家广告收入过亿的电台之一；
 - 作为华媒最早的线上业务之一的“19楼网站”于2006年上线，在2014年实现全站注册用户4665万、日访问总页面4551万、日发帖量203万，并成功将“19楼”模式移植至重庆、福州、宁波、苏

州等近 30 座城市；

- “杭州网”作为杭州地区重要新闻门户获得“中国报业十大最具影响力城市门户网站”称号；
- 垂直房产门户网站“快房网”在 2014 年实现合作电商 79 个，累计组织电商活动 96 场，快房网 2014 年度的营业收入达 7,683 万元，净利润为 1,151 万元。

图表 4：盛元印务公司官网



来源：公司网站、齐鲁证券研究所

图表 5：盛元印务数字报刊移动平台



来源：公司网站、齐鲁证券研究所

图表 6：杭州交通 FM 91.8 举办车展现场



来源：互联网、齐鲁证券研究所

图表 7：19 楼网站主页



来源：19 楼网站、齐鲁证券研究所

图表 8：杭州网首页



来源：杭州网、齐鲁证券研究所

图表 9：快房网主页

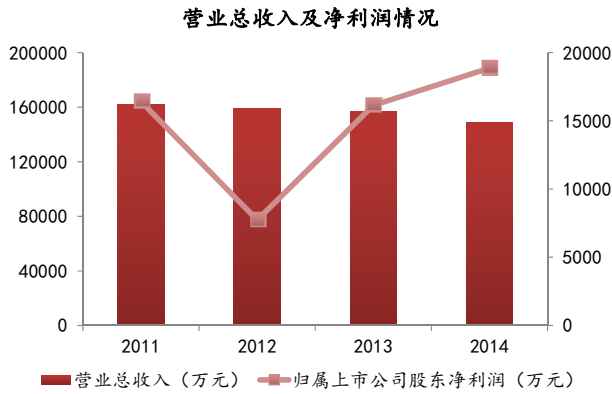


来源：快房网、齐鲁证券研究所

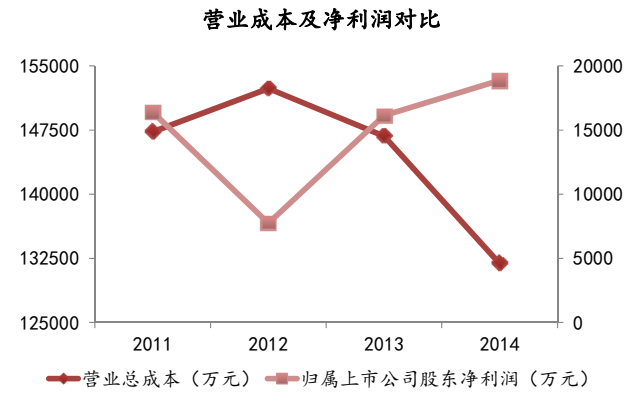
经营情况：开源节流净利润增速快，广告策划占主营大半江山

- **2014 年华媒实现营业收入 148,524.02 万元，同比下降 5.28%，归属母**公司股东的净利润 **17,875.57 万元，同比增长 15.85%**。营收略微下降主要源于报业市场整体景气度下降，尤其是平面媒体广告投放的下降。归属于上市公司股东净利润分别在 2013 年和 2014 年实现 108.52% 和 16.98% 的增长，主要由于传统业务市场份额稳固、控制成本、开拓新业务导致。

图表 10：总收入下滑但净利润连续保持两年增长



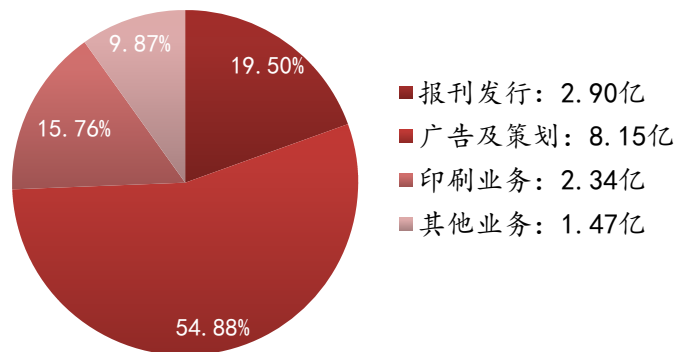
图表 11：营业成本下降推动净利润增加



- **2014 年公司业务收入中，广告策划业务收入的占比达到 54.88%**。得益于纸媒业务稳固的市场份额与较强实力，在全国平面媒体广告投放下降的大背景下，公司广告策划业务表现仍较好。在节约经营成本的同时，公司通过举办展会和 O2O 活动，以活动策划提高广告投放，并带动报刊发行、印刷业务的联动发展，取得了较好效果。

图表 12：广告及策划占总收入的一半

2014 年主营业务收入结构

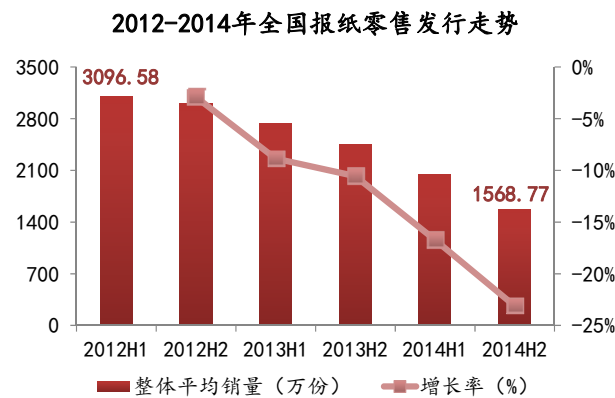


行业一窥：移动端阅读、数字营销崛起，传统纸媒亟待转型

报业发行逐年走低，纸媒广告业务萎缩

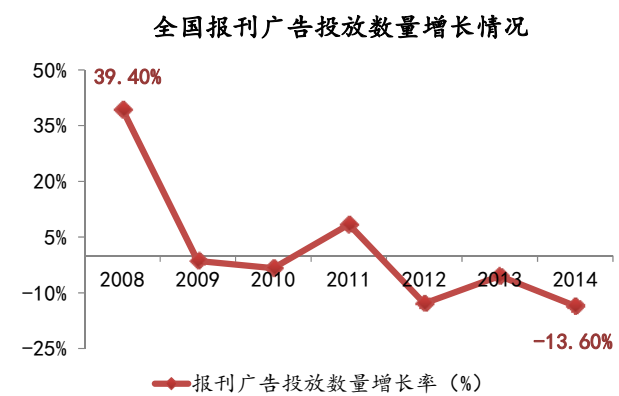
- 纸媒零售发行下滑速度加快，全国报刊广告投放量连续三年维持负增长。2014年下半年，全国报纸零售发行量为1568.77万份，相对上半年下滑23.77%，仅为2012年上半年3096.58万份的一半，萎缩势头明显。纸媒广告方面，2014年报刊广告投放数量增长率为-13.60%，相比2013年萎缩进一步扩大7.90%。从细分纸媒看，去年报纸类、杂志类广告投放同比下降23.23%和22.78%。

图表 13: 报业零售发行下滑速度加快



来源：清华大学《2015年传媒蓝皮书》、齐鲁证券研究所

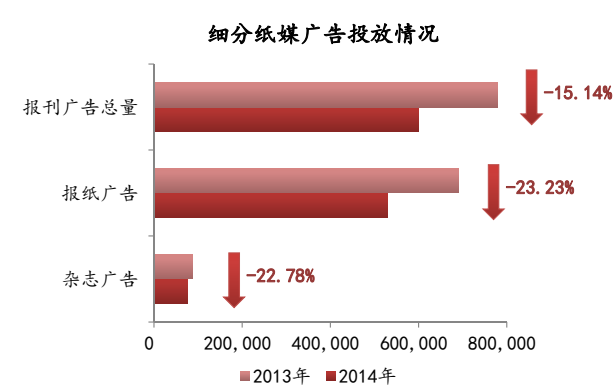
图表 14: 全国报刊广告投放数逐年下滑



来源：梅花网、齐鲁证券研究所

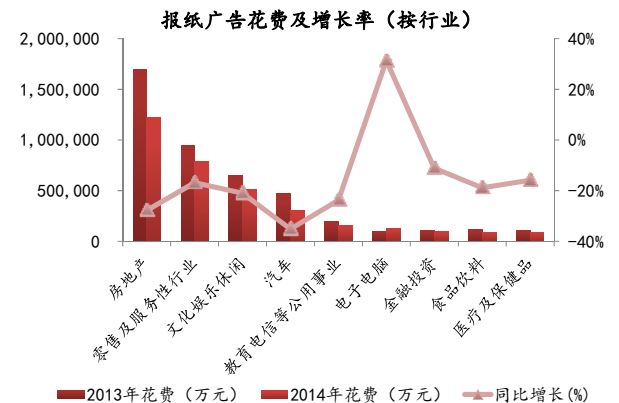
- 行业报刊花费下滑，房地产行业广告花费第一。据梅花网研究院数据显示，2014年，除电子电脑行业在报纸上投放的广告同比增长31.3%外，其余投放占比超过1%的行业广告花费均同比减少。房地产蝉联报纸广告花费最多行业，但相对2013年仍出现了27.8%的下滑。零售及服务性行业、文化娱乐休闲行业广告投放花费随后。

图表 15: 报纸、杂志广告投放同比下降20%以上



来源：梅花网、齐鲁证券研究所

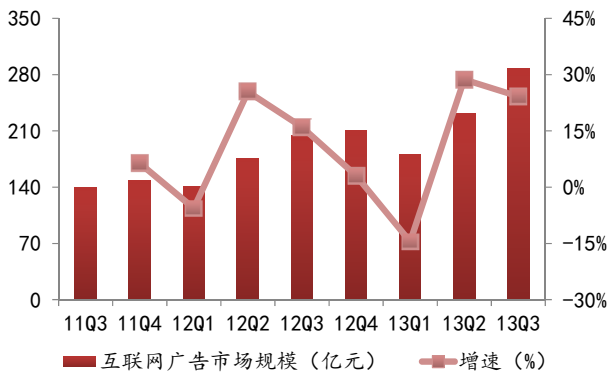
图表 16: 行业广告整体投放花费下降



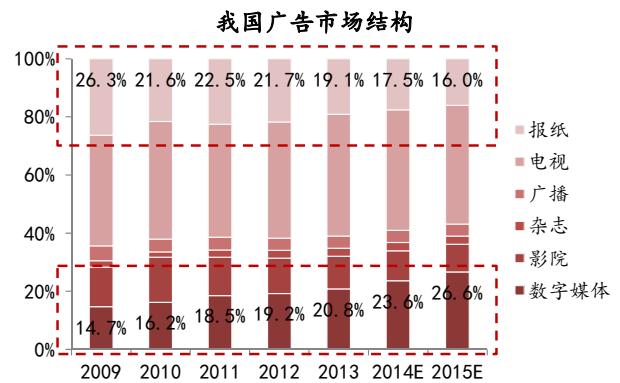
来源：梅花网、齐鲁证券研究所

数字媒体市场份额激增，严重冲击传统纸媒广告

- 数字媒体已超过报纸媒体，成为仅次于电视的第二大广告投放端。随着互联网在国内的普及、电商业务蓬勃发展、数字营销技术的提高，数字媒体广告投放在近年增速迅猛：2013 年其占国内广告市场整体的 21.7%，首次超过报纸广告 19.1% 的市场份额，并预计在 2015 年上升至 26.6%。在其他广告投放端市场份额整体维持不变的情况下，数字媒体与报纸份额的一升一降，在一定程度上反映了其对传统纸媒的冲击。

图表 17：互联网广告规模增速迅猛


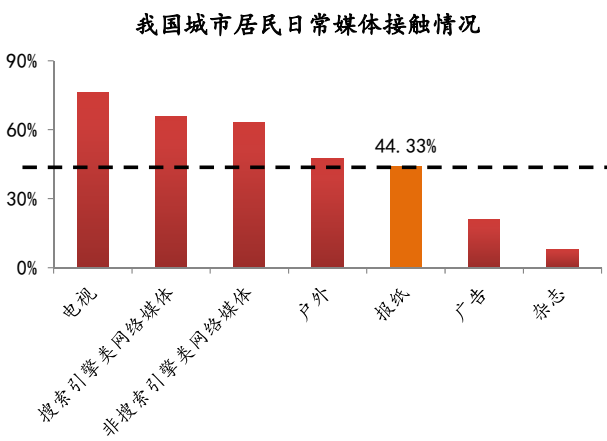
来源：易观国际、齐鲁证券研究所

图表 18：2013 年数字媒体广告投放规模超过报纸


来源：易观国际、齐鲁证券研究所

读者习惯悄然改变，阅读向移动端迁移

- 读者阅读习惯与阅读方式的变化是冲击传统报业的另一个重要原因。根据 CTR 的数据显示，报纸已滑落至城市居民最常接触的媒体第五位。互联网、移动互联网的发展，数字媒体成为读者最常获取信息的媒介之一。
- 从全球趋势看，报纸类主要用户：新闻类读者正逐步向移动端转移。根据 eMarketer 的调查，全球手机和平板电脑用户群体中，认为手机/平板新闻代替了报纸的比例高达 41% 和 50%，这一现状在 18-34 岁的年轻群体中表现得更为明显。读者习惯正在悄然向移动端阅读转变。

图表 19：在居民最常接触的媒体中报纸仅排名第五


来源：CTR、齐鲁证券研究所

图表 20：平板电脑、手机对报纸替代率达 50%，

在全球用户中，手机/平板设备对各传媒类型替代情况 (2014年5月)

	18-34 岁	35 岁+	共计
平板电脑			
报纸	53%	49%	50%
杂志	51%	45%	47%
笔记本电脑	29%	21%	23%
台式电脑	18%	17%	17%
电视	23%	12%	14%
手机			
报纸	49%	38%	41%
杂志	39%	30%	33%
笔记本电脑	16%	12%	13%
台式电脑	14%	14%	13%
电视	15%	7%	9%

来源：eMarketer、齐鲁证券研究所

核心价值：点→线→面，多层次打造城市生活服务商

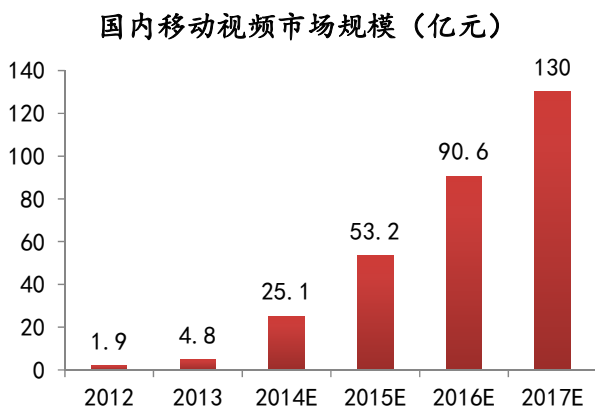
具备打造城服商基础，发展规划切合公司优势

- 得益于杭报数十年本土经营，华媒控股已由报业印刷逐步完善覆盖新闻资讯、论坛交友、婚博展会、物流配送等与日常生活紧密相关的子业务。华媒诞生于杭州，更已深深扎根于杭州生活细节中，深度融入本地生活细节的方方面面。基于在上述领域的现有优势，公司将未来发展定位于“以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商”，并将从“点、线、面”的业务层次展开，覆盖城市生活。

点：多点开花，全面布局

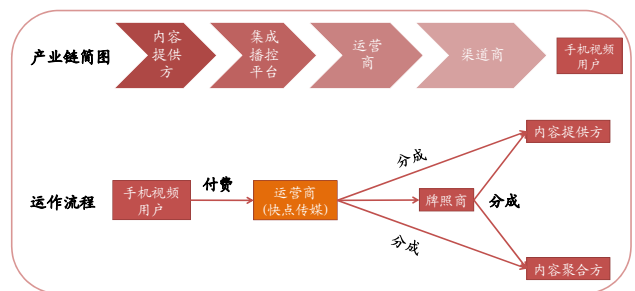
- 收购快点传播拓展内容制作渠道，补齐移动视频产业链
 - 快点文化传播(上海)有限公司为国内领先移动端视频运营服务商，主营为移动视频内容提供方、播控牌照方和不同移动终端提供视频内容分销及技术支持。快点在移动视频推广渠道上具备优势，2014年，帮助芒果TV(湖南卫视)、北方视讯(辽宁卫视)在26家接入方中取得流量分销收入第5、第16名。今年4月11日，华媒控股全资子公司杭州网通受让原股东股份及增资形式持有快点传播51%股权，成为其控股公司。
 - 在城市生活服务体系中，移动端是资讯发布的重要入口。对于拥有视频内容制作“全牌照”的杭州网来说，快点传播的加入将补足在移动端输出上的短板，迅速获取视频内容推广经验和渠道资源。随着快点业务向数字阅读、游戏娱乐方面的延伸，华媒控股在移动视频业务种类的多样性将进一步提高。

图表 21: 移动端视频市场规模将在未来高速增长



来源：艾瑞咨询、齐鲁证券研究所

图表 22: 运营商移动视频产业链及运作流程



来源：艾瑞咨询、齐鲁证券研究所

- 参股“看看浙江”，谋划视频业务大战略
 - “浙江看看网络科技有限公司”由华媒旗下子公司“每日传媒”与“重庆看看十度”、“杭州荣和文化创意”三家公司于今年4月共同出资成立。注册资本300万，每日传媒持有34%股份，重庆看看十度持有56%。重庆看看十度旗下的“看看重庆”自2013年6月成

立以来已成为反映当地新闻与生活的主流视频网站之一。

- 借鉴重庆看看模式，“看看浙江”将定位于“浙江第一视频生活门户”。当前迅雷在浙江共有 3600 万活跃用户，相对重庆 500 万活跃用户，看看浙江有更大的用户基础可施展拳脚。同时，重庆看看十度将为看看浙江提供成熟运营、技术支持，每日传媒则依托背后华媒在地方的客户、资讯、品牌资源满足本地网民对本地生活、社会层面的需求，为企业类用户提供直切本地消费者的营销平台。

图表 23：“看看重庆”为当地最活跃视频门户之一



来源：重庆看看官网、齐鲁证券研究所

图表 24：“看看城事”通过视频形式切入本地生活



来源：看看城事官网、齐鲁证券研究所

■ 收购精典博维，补全影视广告、版权 IP 短板

- 北京精典博维主营以图书策划与发行、图书分销为主，辅以影视 IP 改编及推荐、名家经纪、文化投资等业务。核心优势在于丰富的图书策划经验、优质的版权资源、良好的渠道管理和市场营销能力。初步构建了“内容策划+电子阅读+影视推荐及投资+名家经纪”的文化产业业务链。精典博维 2014 年实现营收 5,315.29 万元，净利润 713.26 万元。华媒 6 月 30 日发布公告，拟支付现金 10,752 万元收购其 35% 股权，并成为其第一大股东。余下股权将分两期视精典博维业绩完成情况进行。

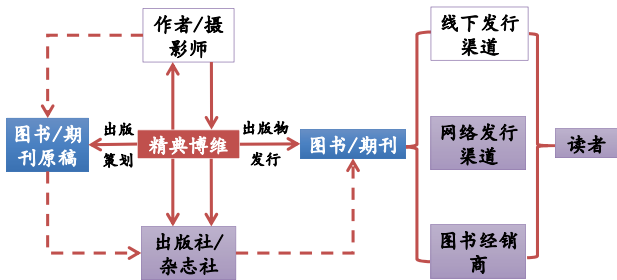
- 对精典博维收购将极大补强华媒控股在新媒体、影视广告、核心版权资源方面的短板，推动公司多元化外延发展的大跨越：

(1) 促进业务多元化，提升盈利能力：精典博维在图书策划发行、杂志广告代理、原创网络文学、影视版权购销代理业务等领域具有雄厚实力，盈利能力强。收购完成后，华媒业务范围将拓展至上述领域，业务结构进一步丰富，盈利性提升，大幅推动公司外延发展；

(2) 对接优质 IP，发力影视剧制作：精典博维长期合作并独家签约了知名作家如诺贝尔文学奖得主莫言、麦家、阿来等，拥有大量优质 IP 资源。公司在未来将对优秀 IP 进行改编并以影视剧作品的形式推向广大收视观众，同时拓展影视广告植入代理业务；

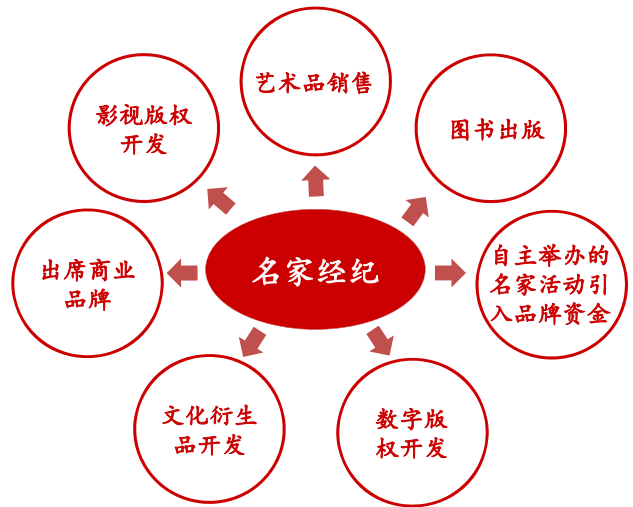
(3) 与现有业务优势互补，协同并进：精典博维优势业务为拥有优秀文学著作权、文化产业项目储备和类媒体广告投放、影视剧本改编运作能力有望与华媒现有业务如 19 楼论坛、快点传播等具有影响力的渠道嫁接、相互补充，实现“盈利能力+公司影响力”同步提升。

图表 25: 精典博维图书、期刊的策划发行业务



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 26: 精典博维名家经纪业务

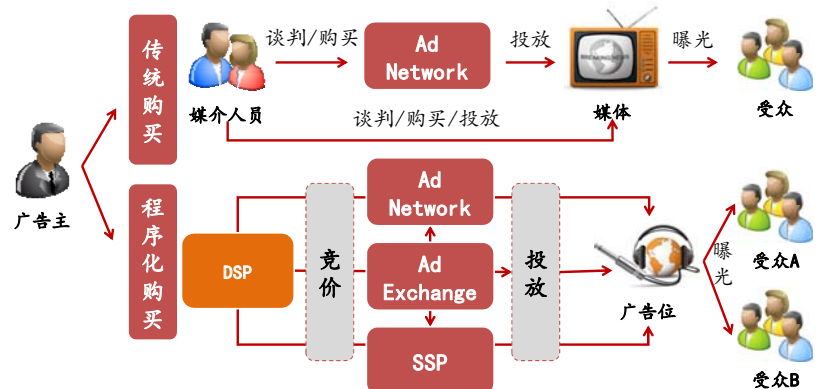


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

■ 战略合作泰一指尚切入精准营销，强强联合 1+1>2。

- “杭州泰一指尚科技有限公司”是国内智能数字广告营销领导企业。公司主营广告聚合发布、通过分析网络受众行为进行精准数据分析，提升数字营销高效性、精准性、智能性、增加广告转化价值。公司总部位于杭州，分别在北京和杭州建有技术研发中心。华媒在 5 月 4 日公告与泰一指尚签署《战略合作框架协议》，双方将成立“杭州华泰一媒文化传媒有限公司”，华媒出资 510 万元，占 51% 股权。合资公司将致力于构建媒体孵化平台与互联网广告平台。
- 华媒与泰一指尚的合作将是优势互补，协同共赢的过程：华媒将依托泰一指尚在技术上的优势，打造属于自己的 DSP、SSP 系统，迅速补全在传媒集群运营以及城市生活服务商中的布局；对于泰一指尚，将在合作中获得来自华媒的广泛中小企业社群和客户资源。未来双方的合作有望进一步深入至资本层面，华媒在数字营销领域的实力将更进一步提高，1+1>2。

图表 27: 程序化购买运作原理



来源: 艾瑞咨询、齐鲁证券研究所

- **每日送联手淘宝，依托送报管道提供电商。**每日送依托现有报刊投递渠道发展电商物流，承接来自天猫超市、当当网、唯品会、沃尔玛等大客户的同城配送业务，日均单量在 1.3 万单以上(最高日单量突破 2 万单)。结合公司在派送硬件、人员和口碑上的优势，每日送电商物流在杭州取得了较高信任度与投送效率：据公司数据，每日送平均妥投率、低投诉率等指标均居华东电商配送企业首位、全国第四。每日送将在未来为公司城市生活服务商定位提供坚实的物流支持。

图表 28：每日送依托现有报刊投递渠道发展电商物流



来源：杭州网、齐鲁证券研究所

线：串联优势，纵向深入

- **资讯消费业务线：**作为传统报业为主的上市公司，华媒在资讯内容生产上具备较强实力，随着移动端业务布局的深入资讯消费有望成为公司业绩快速增长点。在移动互联网进一步渗透进生活的背景下，社会对资讯的需求比过去任何一段时间都要迫切。传媒深深融入华媒基因，通过整合现有传媒资讯类资源，从融媒体、新媒体、全媒体三方面切入资讯消费、尤其是移动端资讯消费业务，并通过加强数字营销提高业务盈利性，资讯消费有望成为华媒未来城市生活服务商强劲收入点之一。
 - **融媒体：**“融媒体”即在具有共性又相互补充的不同媒体如广播、电视、报纸等进行全面整合，实现内容、人力、宣传等方面的兼容共融。华媒融媒体战略将以实现多种媒体端即时互动发布为目标，建立“一个编辑部，N 个发布端”的融合传播平台，克服单一资讯在范围上的局限，使宣传效果倍增。杭州日报融媒体、富阳日报融媒体、每日商报融媒体将是公司未来重点打造的三个平台；

图表 29: “三驾马车”: 融媒体集群多面联动讲一个故事



来源: 杭报在线、齐鲁证券研究所

- **新媒体:** 在城市生活服务商定位中, 华媒的新媒体业务以 PC 端互联网站+移动端互联网产品为两条主线, 重点打造以 19 楼为代表的社区网站、以杭州网为代表的新闻网站和以快房网为代表的电商平台。发挥现有 PC 端互联网站成熟的独立运营能力和清晰的商业模式, 又发展移动端满足资讯获取渠道对多样性的要求。同时, 结合快点在移动视频发布、华媒自身在内容生产上的优势, 华媒在资讯消费, 尤其是移动端资讯消费的布局逐步完善;

图表 30: 华媒控股新媒体业务关键数据

项目	成果
华媒控股手机APP上线	11个
累计下载	96万次
日均活跃用户	超3.4万户
微信公众号上线	165个
合计订阅用户	超465万户
总用户数 (APP活跃用户+微信订阅数+微博粉丝数)	超6100万
都市快报微信公众号每条内容平均阅读	超4万次
都市快报微信矩阵包含产品数	88个
互联网、移动互联网业务2014年营收	2.54亿元

来源: 公开信息、齐鲁证券研究所

- **全媒体:** 用户群全覆盖是华媒资讯业务目标, 公司已形成集合纸媒、电台、电视、网站、APP、微信、微博等“多种介质、多种渠道, 全方位、立体化发布”的综合传播平台。全媒体平台有助于提高公司资讯业务盈利性: 如华媒旗下微信公众号头条最高售价达 5 万,

而由数十个公众号形成的微信矩阵将是良好的流量变现平台。都市快报多媒体、萧山日报多媒体和余杭晨报多媒体将是重点打造对象；

图表 31：华媒控股全媒体矩阵多点开花


来源：公开资料、齐鲁证券研究所

图表 32：华媒控股全媒体特色服务举例


项目	规格	客户附加回报
杭报在线直播	设备配置：现场信号卫星直播，数字摄影机、专业三脚架、专业监视器、无线通话系统、多媒体视频采集工作站等。 人员配置：导播、主持人、文字记者、摄影记者、摄像、网络工程师、专用车辆等。	当天在杭报在线首页链接直播地址，视频内容在服务器免费保留半年。
后期剪辑	直播结束后，对所拍视频进行精剪、字幕、特效等后期处理。	刻录光盘 10 张。

来源：杭报在线、齐鲁证券研究所

➤ **数字营销：**同泰一指尚合作，增强精准营销、大数据分析能力，将改善华媒在以上三类媒体业务中广告收入的盈利性。

■ **会展消费业务线：**华媒控股依托 19 楼、公司生活微信平台等社交渠道所汇集的庞大本地用户资源，利用社交平台有针对性地宣传、组织如婚博会、房产推介会、家装会等，将实现本地需求与供给的集中对接，完成从线上知悉，到线下消费转换的闭环。

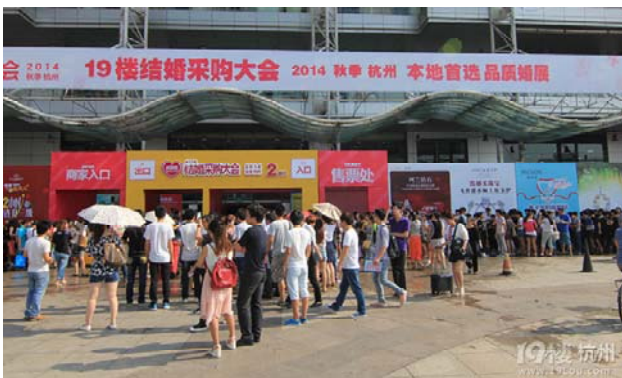
- **结婚采购大会：**19 楼结婚采购大会是当前华媒举办规模最大的会展。婚博会每年举办春、秋两季展，致力于为新人打造覆盖婚庆首饰、婚纱礼服、摄影造型、婚庆百货和婚庆机构的一站式婚礼采购平台。第 12 届婚博会共接待 10 万人次，三天实现成交额 2.82 亿；
- **快房网房产推荐会、家装会：**快房网主要收入来自广告、活动策划，形成涵盖快房电商、线下置业节、“快房快报”特刊等多渠道盈利模式。通过与都市快报“报网互动”，并通过线下房产会、家装会将有效导流相关消费需求形成变现的良好连锁反应；
- **老年博览会：**杭州市老年健康生活博览会是由杭报集团主办面向老年人的健康与养老主题展览，内容涉及健康服务、养老服务、护理康复、地产旅游、家庭理财、相亲服务、书画摄影七大类。2014 年第二届老博会参展面积超过 1 万平方米，参展商超 350 家；
- **体育博览会：**浙江省首届科技体育（模型）文化节由浙江省体育总会、杭州日报报业集团等联合主办，首届以“科技放飞梦想，创新点亮未来”为主题，已于今年 5 月 16 日在西溪湿地开幕；
- **华媒主办/承办的文化类展会还包括工艺品博览会、时尚博览会、儿童品质生活博览会、国际电子商务博览会等。**

图表 33: 华媒控股最新展会情况一览

展会	门票	赞助	规模	活动时间
 第13届（秋季）19楼结婚采购大会	免费	收费	杭州和平会展中心	2015年8月21日至8月23日
 2015中国（杭州）红木古典家具精品博览会	展会门票：60元 论坛门票：680元	总冠名（限一家）：80万 特别协办单位（限三家）：30万 指定合作品牌/制定产品（每类别一家）：10万	规划展出面积12000平方米，预设国际标准展位600个	2015年6月5日至6月7日
 2015第六届杭州市儿童品质生活博览会	免费	总冠名（限一家）：80万 特别协办单位（限三家）：30万 分会场合作单位（限三家）：10万 指定合作品牌/制定产品：5万	浙江世贸展览中心	2015年5月29日至6月1日
 2014第二届杭州市老年健康生活博览会	免费	总冠名（限一家）：60万 特别协办单位（限三家）：30万 普通赞助商（限三家）：15万 指定合作品牌/制定产品：5万	规划展出面积12000平方米，预设国际标准展位600个	2014年9月26日至28日
 2015中国（杭州）国际电子商务博览会	收费	收费	浙江世贸展览中心	2015年10月下旬

来源：公开资料、齐鲁证券研究所

图表 34: 第12届19楼结婚采购大会



来源：19楼、齐鲁证券研究所

图表 35: 中国（杭州）第二届商业地产高峰论坛



来源：互联网、齐鲁证券研究所

图表 36: 浙江省首届科技体育（模型）文化节



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表 37: 第二届杭州市老年健康生活博览会现场



来源：互联网、齐鲁证券研究所

图表 38: 第二届杭州市儿童品质生活博览会


来源：互联网、齐鲁证券研究所

图表 39: 2014 中国（杭州）国际电子商务博览会

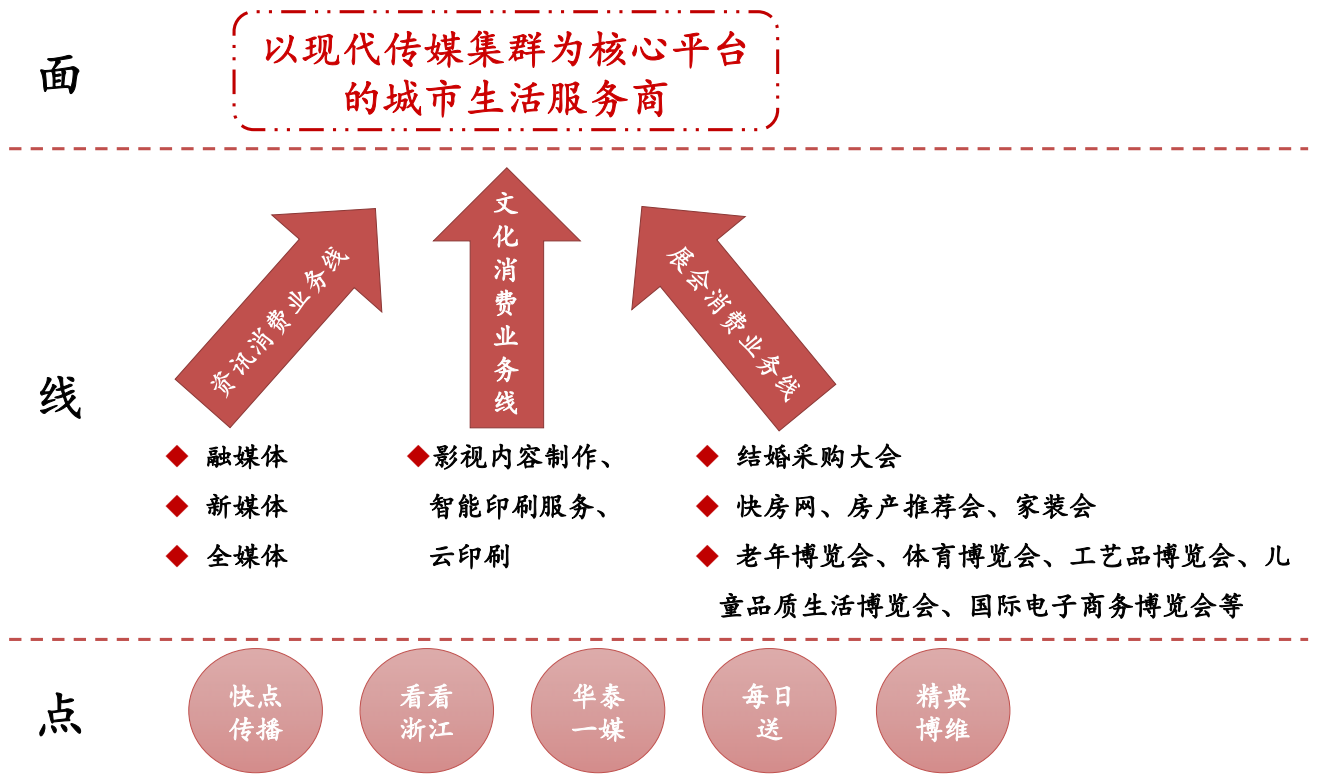

来源：互联网、齐鲁证券研究所

- **文化消费业务线：**公司在影视内容、智能印刷、创意印刷等业务的布局和发展将满足市民随收入同步增长的文化消费需求。文化消费是高于温饱、安全等基础消费的高级诉求，但收入达到一定阶段后，对文化的需求会加速增长。国人对文化类消费的需求必定随着生活的不断改善而迅速增长，文化消费酝酿不断增长的大市场。
 - **影视内容服务：**创意短剧、本地情景剧也是城市文化消费的发力点。通过收购快点传播、精典博维等，华媒正补全视频内容制作、播放牌照上的影视产业链布局。改编精典博维优质版权资源以及公司内部员工剧本创意大赛提供的大量优质剧本 IP，对接快点传播内容推广渠道，华媒未来影视内容文化服务值得期待；
 - **智能印刷服务、云印刷：**大量中小企业同样是城市生活服务体系的目标客户，公司已开始从创意印刷、云印刷等新方向的尝试以适应此类客户对多样印刷、创意印刷的要求：如开发一站式印刷网络平台、自主开发 abook 原创 APP 应用，将客户、供应商与公司紧密联系起来，实现网上客户交互服务、印刷 ERP、个性印刷等功能，预计公司印刷业务将由此获得更多业绩增量。

面：多线协同，面面俱到

- **资讯业务、会展业务、文化消费业务三线将互补共赢，共同支撑华媒控股以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商体系。**三条业务线看似独立却实质在消费者群体、服务环节中存在重叠。如会展目标客户中很多是华媒资讯业务的用户，资讯业务用户通过参与会展活动会增加对资讯的关注，以了解感兴趣会展的最新动态，则会反过来增加资讯消费。消费者在此领域所产生的粘性又会衍生出对文化业务的消费。在城市化日趋深入、市民对城市服务要求快速增长的背景下，三线业务将在未来齐头并进，从多种形式、多个平台共同推动华媒城市生活服务体系向更深层次发展。

图表 40: 华媒控股以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务业务布局



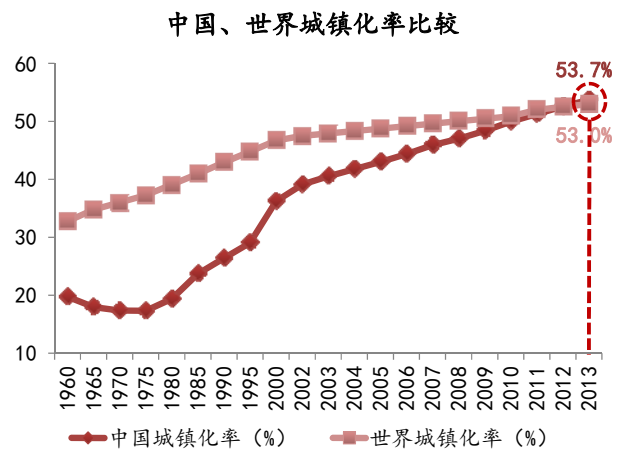
来源：齐鲁证券研究所

未来看点：“模式+推广” 星星之火，可以燎原

城市化深入、居民收入增加，国内城市生活服务需求加速提升

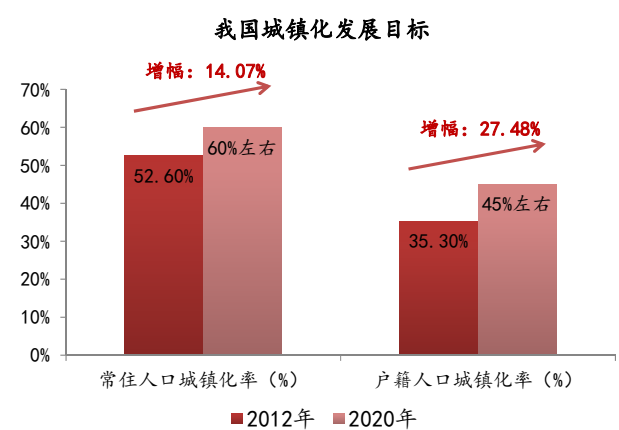
- 我国城镇化率正处于新一轮爆发增长阶段，城市化将在未来持续推进。我国城镇化激增始于改革开放，自新千年至今仍保持较快增速，并在2013年实现全国53.7%的城市化率，首次超越世界平均水平。进一步推进城镇化将是未来国家重点工作方向，根据规划到2020年，我国常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率有望实现14.07%和27.48%的增长。

图表 41: 国内城镇化率已在2013年超过世界水平



来源：World Bank、国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 42: 城镇化将在未来持续推进



来源：《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》、齐鲁证券研究所

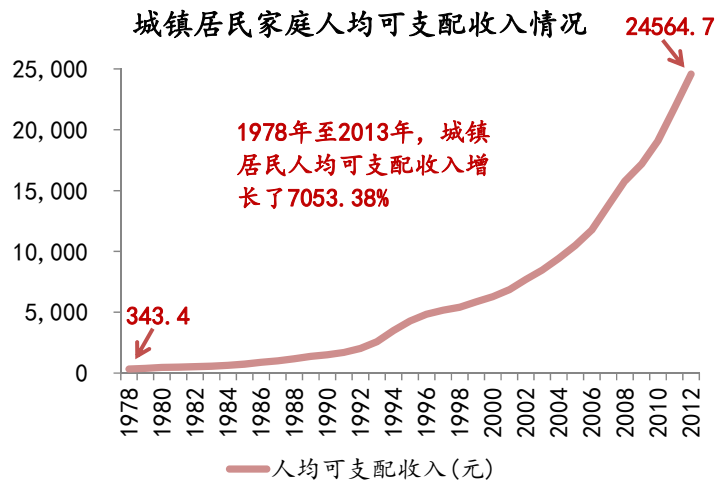
- **城镇化不仅是量的增长，还是质的飞跃，三四线城市将成最为迅猛增长极。**从增加的绝对数量上看，自改革开放以来国内人口在 300 万人以下的二三线城市增加最快。在城镇化进一步推进的背景下，此类城市将不单是数量的增加：二三线城市市民将形成一个非常庞大的城市消费市场，带来深刻的城市生活质的变化。

图表 43: 300 万人以下城市数量增长迅猛

我国城市（镇）数量和规模变化情况			
	1978年	2010年	增幅
城市	193	658	240.9%
1000万以上人口城市	0	6	600.0%
500-1000万人口城市	2	10	400.0%
300-500万人口城市	2	21	950.0%
100-300万人口城市	25	103	312.0%
50-100万人口城市	35	138	294.3%
50万以下人口城市	129	380	194.6%
建制镇	2173	19410	793.2%

来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

- **市民收入水平增加带动本地消费需求快速增长。**我国城镇居民人均可支配收入在 1978 至 2012 年增长了 7053.38%，在 2002 至 2012 十年间增长超过 200%。收入水平大幅提高将带来消费诉求的变化，市民对城市生活的质量要求更高、需求也更大。收入提高将在未来很长时间内，与同样快速增长的城市规模一同在国内大部分城市中合力创造可观的城市生活服务市场，城市生活服务提供存在巨大商业潜力。

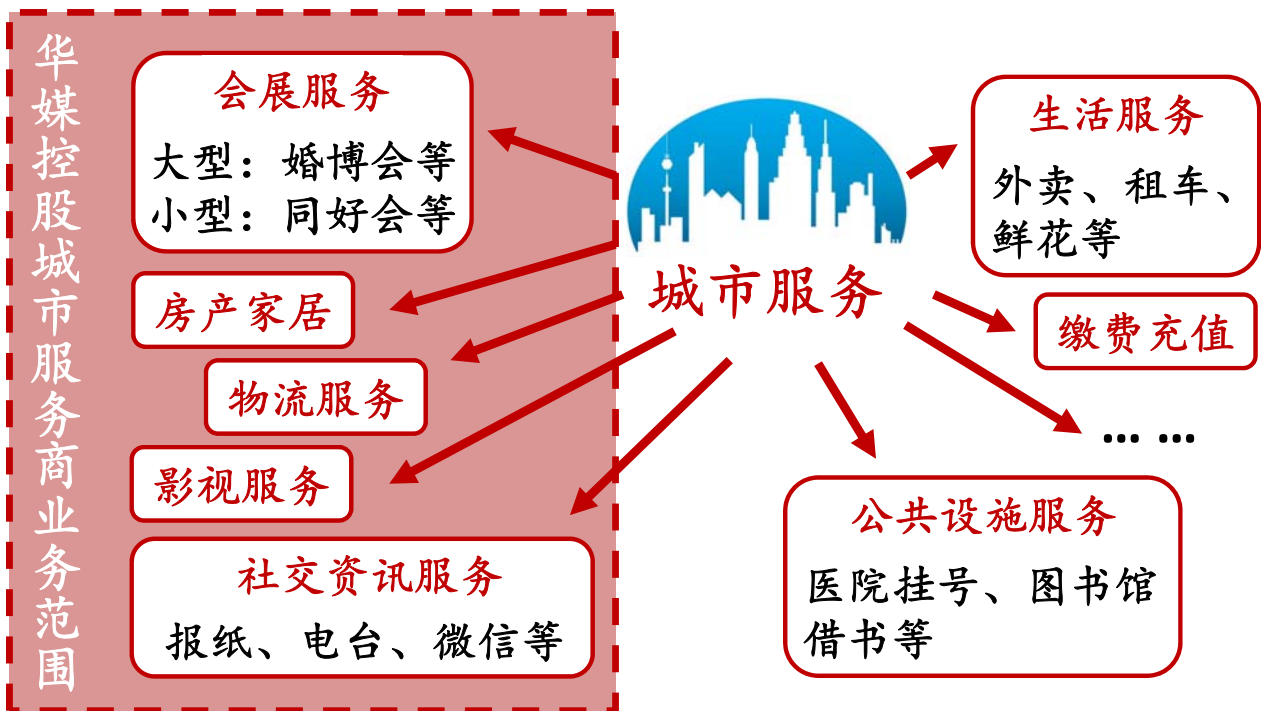
图表 44: 城镇居民可支配收入增长了 7053.38%


来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

搭建城服体系绝非一日之功，上市公司平台不容忽视

- 城市生活覆盖方方面面，因而城市生活服务范畴也十分广泛。可以纳入城市生活服务范围的有：新闻资讯类，如本地报纸、电台、微信等；日常生活类如外卖、租车、鲜花等；物流配送类；公共设施类，如医院挂号、图书馆预约等；缴费充值，如水电气缴费；社交线下活动类，如大型生活会展（婚博会、美食节等）、小型活动（亲子会、相亲会等）；房产家居类，如房产推介会、家装博览会等。

图表 45：城市生活服务体系



来源：公开资料、齐鲁证券研究所

- 目前大部分国内城市已拥有本地生活服务商，但之中的极少部分能够建立“城市生活服务商体系”。早在十几年前，本地生活便随收入增长与互联网的普及而兴起，本地论坛是最为主要形式之一。但从建立城市生活服务商体系的广度和深度来看，现有绝大部分生活服务商在技术储备、服务范围上存在短板：
 - **技术储备短板：**规模和业务的局限使得很多城市当地生活服务商难以支撑由单一生活服务到城市生活服务体系的转变。如缺少 DSP 相关技术储备或合作机会，将削弱生活广告投放精准性，降低城市生活服务商的盈利性；
 - **服务范围短板：**现有本地生活论坛、团购等生活服务提供商中的大部分所提供的服务局限于生活资讯、电商、O2O 活动上，服务规模小、丰富性较差。

图表 46: 深圳市本地生活论坛鹏城社区



来源: 鹏城社区网、齐鲁证券研究所

图表 47: 四川宜宾本地论坛 1200 人坝坝宴活动



来源: 宜宾零距离网络、齐鲁证券研究所

- **天时地利人和，华媒版城市生活服务商模式存在推广的机遇。**由于上述自身定位和资本实力局限，绝大部分现有本地生活服务商业务提升空间有限，因而留给华媒拓展的市场空间。自身技术积淀、口碑和资金实力是华媒在异地城市生活服务竞争中的三大优势。
 - **技术优势:** 华媒控股在运营纸媒、电台、论坛方面具备深厚技术、人才积淀。如公司较早涉足 O2O 大型会展运营: 自 2008 年举办首届“19 楼婚庆嘉年华”以来，华媒已连续 7 年举办共 12 场大型婚博采购会展; 最新一届婚博会婚庆相关成交量已达 21647 单，成交金额超过 2.82 亿元，取得可观盈利。除丰富的经验优势外，公司近期陆续发生的并购投资又能反哺技术提高，拉开华媒与其他城市生活服务商在技术上的差距;
 - **口碑优势:** 口碑是决定消费者选择本地生活服务与否和消费程度的重要因素之一: 对于不熟悉的论坛、团购，消费者较难信任并产生消费。现有三四线城市规模较小的服务商尤其面临此类问题。得益于数十年优秀报业经营历史，华媒在浙江省积累了良好的知名度，登陆二级市场则为公司打开一面面向全国的宣传窗口。作为全国性报业+上市公司的华媒控股，在口碑竞争上更具备全国级别的优势;
 - **资金实力优势:** 依托上市公司平台，不但华媒知名度得到提高，资本优势提升尤为明显: 通过 IPO、定增等手段，将快速通过研发、投资、并购补全业务短板、外延拓展业务链。综上三点，我们认为华媒控股在打造城市生活服务商领域具备全国第一的实力。

设立文化基金+移动端并购，管理层朝气蓬勃执行力强

- **携手浙商创投设立文化基金，谋划传媒大战略。**公司 5 月 15 日与浙商创业投资管理集团共同出资设立“杭州华媒泽商创业投资合伙企业(有限合伙)”的文化传媒产业基金，规模 1.2 亿元，华媒出资 25%。基金定位于新媒体等文化传媒领域的并购重组，未来将主要投资于泛文化行业及与信息技术结合的相关领域的内容、渠道和消费三个方面，重点关注这三者结合所产生的投资机会。
- **并购投资实现移动端外延扩张，完善公司产品产业链。**新媒体、融媒体和多媒体业务的移动端化是华媒未来发展重要方向。收购快点传播只是

迈出的第一步，预计华媒将借由产业基金的管道获得更多文化类优质资产的机会。

图表 48: 华媒泽商产业基金定位于新媒体等文化传媒领域并购重组



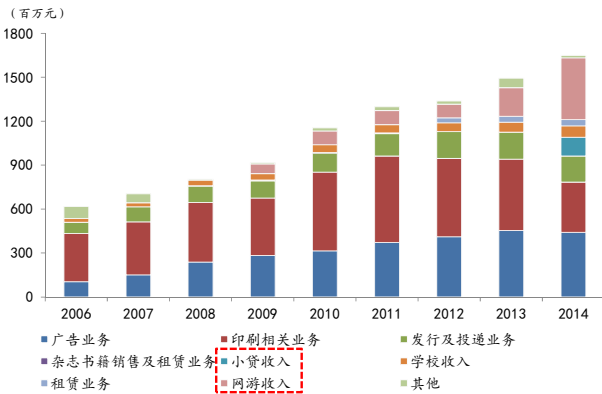
来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- **公司管理层年富力强，充满激情执行力强。**作为国有文化集团，华媒控股上市仅用一年零三个月便实现借壳上市，不仅反映政府、杭报集团对上市工作的大力配合，也反映了以 70 后为主的公司管理层较强的运作能力和执行力。华媒管理制度设计以成长、技术为导向，看重技术、人才规划。同时要求薪酬制度市场化，以保证决策层的向心力与高效，为公司未来发展提供来自内部的澎湃动力。7 月 6 日在市场不稳定之际，公司高管增持本公司股份，显示管理层对华媒长远发展具有坚定信心。

未来发展具有后发优势，三步走战略有望将模式复制全国

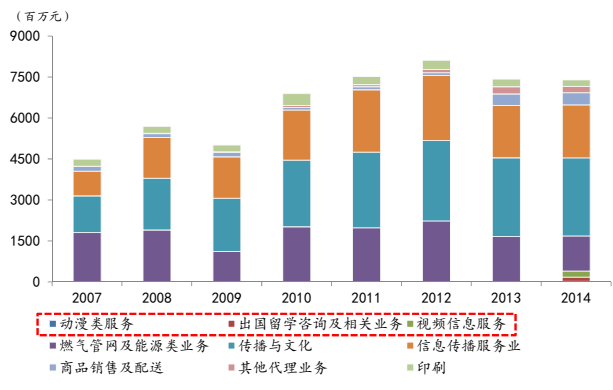
- **作为最新一家登陆资本市场的报业类公司，华媒控股有丰富的同行经验借鉴。**上市给予传统纸媒企业一次宝贵转型机遇，许多优秀的先发公司已在近年成功完成转型。作为于资本市场后发的华媒控股，通过站在过去看未来，具备学习同行经验得失的后发优势，在业务转型中迅速崛起。

图表 49: 博瑞传播主营业务结构变化情况

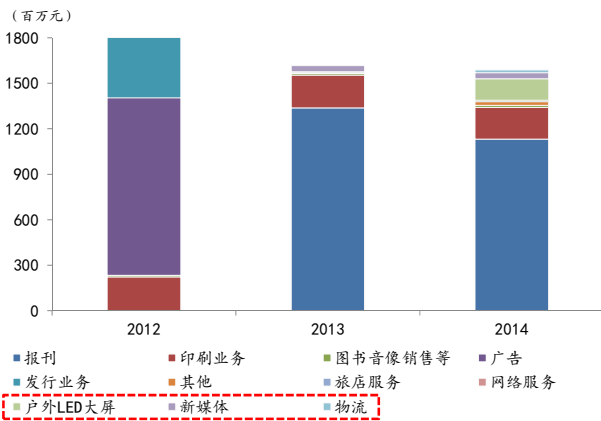


来源：Wind、齐鲁证券研究所

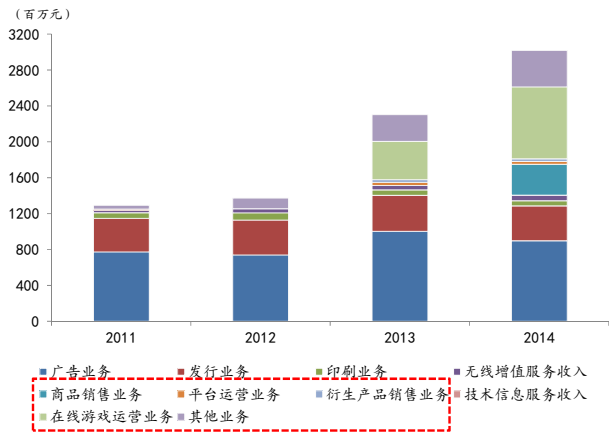
图表 50: 华闻传媒主营业务结构变化情况



来源：Wind、齐鲁证券研究所

图表 51: 粤传媒主营业务结构变化情况


来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 52: 浙报传媒主营业务结构变化情况


来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 53: 华媒控股与可比公司收入情况比较

公司	营业收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)			当前市值 (亿元)
	2012A	2013A	2014A	2012A	2013A	2014A	
粤传媒	18.81	16.71	16.18	2.76	3.08	2.30	118.66
浙报传媒	14.38	23.56	30.66	2.21	4.12	5.17	198.80
华闻传媒	42.51	37.50	39.53	2.93	5.26	9.84	425.63
博瑞传播	13.50	15.18	16.24	2.86	3.38	2.81	114.58
华媒控股	15.87	15.68	14.85	0.77	1.61	1.89	98.61

来源: Wind、公司公告、齐鲁证券研究所

- **扎根杭州、达于浙江、放眼全国: 华媒城服体系有望形成推广至全国的“华媒模式”, 对接全国城服需求。**公司将在三年规划内实现城市生活服务商体系在杭州本地的完备和成熟, 形成包含相关人才、技术、运营等的一揽子模式。并与不同城市报业企业、本地城服商等展开合作, 从成熟“华媒模式”中选取顺应当地需求的部分合作共赢, 即以“一揽子模式+个性化对接”的形式逐步将公司城服业务推广至浙江全省, 并在长期延伸至全国各大城市, 最终实现“杭州→浙江→全国”的三步走推广战略。

盈利预测、估值和投资建议

- 我们看好城市服务未来广阔的发展前景和巨大市场潜力, 看好公司城市生活服务商定位与将模式推广至全国落地生根的潜力, 认为由此带来的收入将在未来逐步反映至财务收入中, 给予公司未来总体业绩增长的假设, 其细分业务假设为:
 - **广告策划业务假设:** 公司在杭州市地铁广告业务竞标中具有优势, 随着杭州地铁线路增加, 公司广告策划收入将随之增加, 因此给予该项业务增长的假设;
 - **报业发行业务假设:** 结合行业整体下滑的大势, 我们给定该项业务

- 逐年萎缩的假设;
- **印刷业务假设:** 考虑到创意印刷等新业务已成型但行业整体趋势为下滑的现实, 我们给定该项业务微幅增长的假设;
 - **其他业务假设:** 由于公司如配送、会展等最具活力的新业务均包含在此业务项中, 我们给定该项业务高速增长、且毛利率随前期投入结束而逐年增长的假设;
 - 由于华媒城市生活服务商定位概念稀缺, A股缺乏类似对标企业, 因此本文并未将公司与其他报业出版类上市公司进行直接对比。

图表 54: 华媒控股五年销售预测表

项 目		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
广告及策划	销售收入 (百万元)	928.93	815.05	872.10	906.99	961.41	1009.48	1070.05
	增长率 (YOY)	—	-12.26%	7.00%	4.00%	6.00%	5.00%	6.00%
	毛利率	52.83%	47.78%	48.76%	50.23%	51.64%	51.64%	52.10%
	销售成本 (百万元)	438.20	425.62	446.90	451.37	464.91	488.16	512.56
	增长率 (YOY)	—	-2.87%	5.00%	1.00%	3.00%	5.00%	5.00%
	毛利 (百万元)	490.74	389.43	425.20	455.62	496.50	521.32	557.48
	增长率 (YOY)	—	-20.64%	9.19%	7.15%	8.97%	5.00%	6.94%
	占总销售额比重	59.24%	54.88%	54.73%	53.71%	53.02%	51.77%	50.71%
占主营业务利润比重	113.80%	95.51%	91.20%	86.33%	81.16%	74.39%	68.28%	
报刊发行	销售收入 (百万元)	300.34	289.56	275.08	258.58	240.48	221.24	201.33
	增长率 (YOY)	—	-3.59%	-5.00%	-6.00%	-7.00%	-8.00%	-9.00%
	毛利率	-32.40%	-8.57%	-8.57%	-8.57%	-8.57%	-8.57%	-8.57%
	销售成本 (百万元)	397.64	314.37	298.65	280.73	261.08	240.19	218.58
	增长率 (YOY)	—	-20.94%	-5.00%	-6.00%	-7.00%	-8.00%	-9.00%
	毛利 (百万元)	-97.30	-24.81	-23.57	-22.16	-20.60	-18.96	-17.25
	增长率 (YOY)	—	-74.50%	-5.00%	-6.00%	-7.00%	-8.00%	-9.00%
	占总销售额比重	19.15%	19.50%	17.26%	15.31%	13.26%	11.35%	9.54%
占主营业务利润比重	-22.56%	-6.08%	-5.06%	-4.20%	-3.37%	-2.71%	-2.11%	
印刷	销售收入 (百万元)	222.13	234.01	241.03	245.85	248.31	250.79	253.30
	增长率 (YOY)	—	5.35%	3.00%	2.00%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	4.91%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%
	销售成本 (百万元)	211.23	223.86	230.58	235.19	237.54	239.91	242.31
	增长率 (YOY)	—	5.98%	3.00%	2.00%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利 (百万元)	10.90	10.15	10.45	10.66	10.77	10.88	10.99
	增长率 (YOY)	—	-6.92%	3.00%	2.00%	1.00%	1.00%	1.00%
	占总销售额比重	14.17%	15.76%	15.13%	14.56%	13.69%	12.86%	12.00%
占主营业务利润比重	2.53%	2.49%	2.24%	2.02%	1.76%	1.55%	1.35%	
其他	销售收入 (百万元)	116.55	146.62	205.27	277.11	363.02	468.30	585.37
	增长率 (YOY)	—	25.80%	40.00%	35.00%	31.00%	29.00%	25.00%
	毛利率	23.07%	22.49%	26.37%	30.19%	34.45%	40.04%	45.32%
	销售成本 (百万元)	89.67	113.64	151.14	193.46	237.96	280.79	320.10
	增长率 (YOY)	—	26.74%	33.00%	28.00%	23.00%	18.00%	14.00%
	毛利 (百万元)	26.88	32.98	54.13	83.65	125.06	187.51	265.27
	增长率 (YOY)	—	22.68%	64.12%	54.55%	49.50%	49.93%	41.47%
	占总销售额比重	7.43%	9.87%	12.88%	16.41%	20.02%	24.02%	27.74%
占主营业务利润比重	6.23%	8.09%	11.61%	15.85%	20.44%	26.76%	32.49%	
合计	销售收入小计 (百万元)	1567.96	1485.24	1593.49	1688.53	1813.21	1949.80	2110.04
	销售成本小计 (百万元)	1136.73	1077.49	1127.27	1160.75	1201.49	1249.05	1293.55
	毛利 (百万元)	431.23	407.75	466.22	527.78	611.72	700.75	816.49
	平均毛利率	27.50%	27.45%	29.26%	31.26%	33.74%	35.94%	38.70%

来源: Wind、公司公告、齐鲁证券研究所。注: 2013-2014 年数据已更新为华媒控股对应年份财务数据

- 预计公司 2015-2017 年将实现主营业务收入 15.93 亿、16.89 亿和 18.13 亿元，同比增长 7.3%、6.0%和 7.4%；归属母公司的净利润 2.14 亿、2.58 亿和 3.19 亿元，同比增长 13.2%、20.8%和 23.8%；对应 EPS 分别为 0.21、0.25 和 0.31 元。
- **投资建议：**综合考虑公司传媒出版业务稳固地位与城市生活服务商模式蕴含的巨大商业潜力，以及公司在转型期间收购优质标的后享受一定估值溢价的可能，给予公司目标价 15 元，对应 2016 年 59.14xPE，152.66 亿元市值，给予“买入”评级。

风险提示

新业务转型不及预期的风险

- 公司向城市生活服务商转型需要通过整合自身资源和兼并收购相关外部企业实现，在转型中存在整合困难或收购企业产生协同效应不及预期的风险，进而影响公司转型大战略和盈利能力。

盈利成长性减弱或下降的风险

- 公司 2014 年营业收入同比下降 5.28%，并已出现连续三年营收下降情况。公司身处纸媒行业，行业成长性较弱，若公司新盈利点开拓不及预期或行业竞争进一步加剧，未来发展存在盈利增长放缓甚至下降的风险。

模式推广不及预期的风险

- 各个城市风土人情、具体实际或存在差异，公司城市生活服务商模式存在推广困难的风险。互联网公司如 BAT 等已在 O2O、生活缴费、资讯等环节进行了较好的布局，未来或与公司在模式推广中产生竞争，加大公司推广的风险和难度。

图表 55: 华媒控股估值预测财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,768	1,568	1,485	1,593	1,689	1,813
增长率	0.62%	-11.3%	-5.3%	7.3%	6.0%	7.4%
营业成本	-1,299	-1,137	-1,077	-1,127	-1,161	-1,201
%销售收入	73.5%	72.5%	72.5%	70.7%	68.7%	66.3%
毛利	469	431	408	466	528	612
%销售收入	26.5%	27.5%	27.5%	29.3%	31.3%	33.7%
营业税金及附加	-15	-38	-20	-21	-23	-24
%销售收入	0.9%	2.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-171	-155	-130	-127	-135	-145
%销售收入	9.6%	9.9%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-199	-87	-84	-90	-95	-102
%销售收入	11.3%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	84	151	174	227	275	340
%销售收入	4.8%	9.6%	11.7%	14.3%	16.3%	18.7%
财务费用	-42	-1	3	0	0	0
%销售收入	2.4%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-20	-5	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0
投资收益	-32	24	33	0	0	0
%税前利润	—	13.9%	16.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-9	170	200	227	275	340
营业利润率	-0.5%	10.8%	13.4%	14.3%	16.3%	18.7%
营业外收支	58	2	4	0	0	0
税前利润	49	172	203	227	275	340
利润率	2.8%	11.0%	13.7%	14.3%	16.3%	18.7%
所得税	-3	-3	0	-2	-3	-3
所得税率	5.3%	1.5%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	47	170	203	225	272	336
少数股东损益	25	8	15	11	14	17
归属于母公司的净利润	21	161	189	214	258	319
净利率	1.2%	10.3%	12.7%	13.4%	15.3%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	47	170	203	225	272	336
少数股东损益	0	0	0	11	14	17
非现金支出	54	52	56	41	41	41
非经营收益	30	-22	-34	0	0	0
营运资金变动	-80	-48	-162	95	-3	-26
经营活动现金净流	50	152	64	372	323	369
资本开支	2	42	46	-7	0	0
投资	-23	-86	22	0	0	0
其他	0	14	19	0	0	0
投资活动现金净流	-25	-114	-5	7	0	0
股权募资	1	10	0	0	0	0
债权募资	-10	-80	0	0	0	0
其他	12	-196	185	-4	0	0
筹资活动现金净流	4	-266	185	-4	0	0
现金净流量	28	-228	244	375	323	369

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	365	235	454	818	1,127	1,479
应收账款	717	621	773	730	774	831
存货	229	33	35	0	0	0
其他流动资产	55	149	223	222	223	223
流动资产	1,367	1,037	1,485	1,770	2,124	2,533
%总资产	67.9%	72.8%	76.1%	80.9%	84.9%	88.3%
长期投资	15	100	128	128	128	128
固定资产	462	263	252	211	170	130
%总资产	22.9%	18.5%	12.9%	9.6%	6.8%	4.5%
无形资产	152	7	26	18	18	17
非流动资产	647	387	468	419	378	337
%总资产	32.1%	27.2%	23.9%	19.1%	15.1%	11.7%
资产总计	2,015	1,424	1,953	2,190	2,502	2,870
短期借款	428	0	0	0	0	0
应付账款	959	546	498	537	559	591
其他流动负债	70	70	125	98	117	116
流动负债	1,457	616	623	635	675	707
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	8	5	5	5	5
负债	1,470	624	628	640	680	711
普通股股东权益	355	749	1,262	1,475	1,734	2,053
少数股东权益	189	51	63	75	88	105
负债股东权益合计	2,015	1,424	1,953	2,190	2,502	2,870

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.044	0.304	0.185	0.210	0.254	0.314
每股净资产 (元)	0.727	1.413	1.240	1.450	1.703	2.017
每股经营现金净流 (元)	0.102	0.286	0.063	0.355	0.304	0.345
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.05%	21.54%	14.95%	14.48%	14.89%	15.56%
总资产收益率	1.07%	11.33%	9.66%	9.76%	10.32%	11.13%
投入资本收益率	13.50%	36.22%	24.23%	38.81%	50.16%	63.85%
增长率						
营业总收入增长率	0.62%	-11.31%	-5.28%	7.29%	5.96%	7.38%
EBIT增长率	21.80%	78.89%	15.27%	30.49%	20.82%	23.76%
净利润增长率	-33.55%	651.64%	16.98%	13.25%	20.82%	23.76%
总资产增长率	10.29%	-29.32%	37.16%	12.12%	14.26%	14.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	—	114.5	91.3	89.0	86.5	85.9
存货周转天数	—	36.8	5.9	5.7	—	—
应付账款周转天数	—	100.5	38.5	35.6	36.9	36.8
固定资产周转天数	101.0	83.6	62.5	53.0	41.2	30.2
偿债能力						
净负债/股东权益	11.55%	-36.04%	-36.07%	-54.31%	-63.21%	-69.64%
EBIT利息保障倍数	2.0	168.7	-57.5	—	—	—
资产负债率	72.98%	43.86%	32.16%	29.21%	27.18%	24.79%

来源: Wind、齐鲁证券研究所。注: 2012-2014 年数据已更新为华媒控股对应年份财务数据

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。