调研点评报告

电广传媒（000917）

有线电视网络

转型大幕正式揭开

报告日期： 2015-11-02

评级： 推荐评级(短期谨慎)

上次评级： 推荐

目标价： 42.42~43.71 元

上次预测： 0

当前价格（元）	42.83
52 周价格区间（元）	16.3-42.89
总市值（百万）	60713.94
流通市值（百万）	45481.71
总股本（万股）	141755.63
流通股（万股）	106191.24
公司网址	www.tik.com.cn

一年期收益率比较

表现%	1m	3m	12m
电广传媒	0.00	0.00	135.45
上证综指	10.91	-15.75	48.96

财富证券研究发展中心

杜杨

(0731)84779566

duyang@cfzq.com

S0530514070001

相关研究报告：

《公司研究*电广传媒(000917)：与阿里巴巴、印纪传媒战略合作正式开启》2015-07-14

《公司研究*电广传媒(000917)：现金投资 4 家互联网公司，转型大幕缓缓揭开》2015-06-12

《公司研究*电广传媒(000917)：业绩低于预期，互联网+全面开启》2015-04-30

预测指标	2014A	2015E	2016E
主营收入（亿元）	54.74	62.82	88.39
增长率(%)	*7.27%*	*14.77%*	*40.71%*
净利润（亿元）	3.33	5.06	11.44
增长率(%)	*-31.25%*	*27.36%*	*126.35%*
每股收益（元）	0.23	0.33	0.74
市盈率	186.22	131.38	58.04

资料来源：财富证券

事件：公司公告了发行股份购买资产，并配套募资的方案，我们调研了公司，与公司高管交流了相关事宜。

投资要点：

- **发行股份收购成都古羌 79.25%的股权、北京掌阅 80%的股权、上海久之润 30%的股权：**
  - **成都古羌：**运营了“看书网”，模式与上市公司中文在线相同。主要是在线阅读、无线阅读、优质图书的出版，拥有丰富的网络文学 IP 资源。成都古羌 2015 年~2017 年业绩承诺为不低于 5,300 万元、6,360 万元、7,632 万元。估值为 7.95 亿，相当于未来三年净利润均值 6431 万的 12.4 倍。本次电广收购成都古羌 79.25%的股权，其中，69.25%的股权以发行股份作为对价支付，10%的股权以现金作为对价支付。
  - **北京掌阅：**主营移动互联网广告投放，为品牌客户、行业客户提供互联网营销服务。北京掌阅的投前估值为 7.81 亿，本次电广 10.4 亿收购股份并增资后，电广持有北京掌阅 80%股份，且北京掌阅总估值提升到 13 亿。北京掌阅承诺，2015 年至 2018 年，净利润分别不低于 3,000 万元、5,000 万元、7,000 万元、 10,000 万元。13 亿估值相当于未来四年均值的 21 倍。
  - **上海久之润：**在今年 6 月 6.60 亿收购久之润 70%股份后，电广本次 4.68 亿收购剩余 30%控股，两次投资久之润估值提升 65%，投后估值为 15.6 亿。久游网主营业务以端游运营为主，成功发行和运营了《劲舞团》等殿堂级端游产品。公司承诺，上海久之润 2015 年度~2018 年净利润分别不低于 13,000 万元、16,000 万元、19,000 万元、23,000 万元，15.6 亿估值是未来 4 年净利润均值的 8.8 倍。
- **对价情况：**本次公司将发行 5984 万股支付收购股权对价，同时配套募资 21.38 亿来支付现金对价和补充流动资金。

- 股权对价：本次发行股份收购资产对价为停牌前 60 日均线的 90%，即 24.93 元，支付总价为 14.92 亿。
- 配套募资：发行股份募集资金的对价为不低于停牌前 20 日均线的 90%，即 29.36 元，配套募资 21.38 亿。其中，7000 万中介费；7950 万为成都古羌现金对价；5.2 亿是对北对应京掌阔的增资；6.6 亿是置换前期久之润的 70%股权收购和增资价款；4680 万为本次的现金对剩余 7.61 亿补充流动资金。
- 如果公司顺利按着两个价格发行股份，公司将增加 1.33 亿股，股本增厚 9.38%，总股本将达 15.51 亿股。当然，公司还保留了修改发行价的权利。重组完成后，湖南广播电视产业中心持股比例为 15.16%，仍为公司的第一大股东。

➢ **本次收购强化了公司由传统媒体向新媒体融合转型的战略布局：2014 年以前，**上市公司的主营业务包括有线网络业务、传媒内容业务、投资管理业务和旅游酒店业务，**2014 年以来，**上市公司不断在移动新媒体领域进行布局，积极谋划传统媒体与新媒体业务融合发展。

- 2014 年，上市公司通过增资与受让股权相结合的方式，投资收购广州翼锋 51%的股权、江苏马上游 45%的股权，广州翼锋的主营业务为移动互联网营销服务，江苏马上游的主营业务为智慧旅游服务；
- 2015 年，上市公司通过增资与受让股权相结合的方式，投资收购深圳九指天下 51%的股权、深圳亿科思奇 60%的股权、北京金极点 51%的股权、上海久之润 70%的股权，业务范围延伸到了移动应用程序发行推广、移动互联网广告、移动互联网音频、网络游戏运营等领域，进一步加大在移动互联网新媒体领域业务布局。本次交易完成后，上市公司在互联网新媒体领域的业务范围将新增数字内容出版服务及移动游戏的研发、发行和运营业务，同时通过收购北京掌阔将进一步扩大在移动互联网广告领域的市场份额。
- 我们认为通过，上述一系列投资并购，公司在原有业务基础上，完成了互联网新媒体“用户+渠道+平台+内容”的初步拓展布局，公司将通过与被并购公司共享用户、渠道、平台、内容等资源，充分发挥协同效应，打造更为完整的新媒体生态圈。

➢ **达晨创投值得期待：**

- 在电广 15 年 2 季度报告中，公司提到“达晨创投管理的基金上半年共完成 27 个新项目及 4 个二轮增资项目的投资，投资总额 11.21 亿元，截至报告期末达晨系累计投资项目达 281 个，累计投资金额

超过 100 亿元。上半年共有 10 个项目成功 IPO，占国内 IPO 总数的 5.35%，项目上市数量雄踞行业榜首。同时，还有 22 家企业已经通过 IPO 预披露等待证监会审核，在全行业排名第一。”

- 市场上对达晨估值，一般按业绩进行估值，但是在九鼎投资、中科招商、硅谷天堂和同创伟业在新三板挂牌后，我们有了对标参照物。我们认为，根据达晨创投的管理规模与九鼎和中科招商相近，按同样估值计算的话，达晨创投挂牌新三板后，合理估值为 400 亿。

- 电广传媒控股达晨创投母公司 100%的股份，同时在达晨创投的两家基金子公司达晨财信和达晨财智，控股比例分别在 40%和 55%以上。所以，我们认为，达晨创投的合理估值在 400 亿，则电广传媒的所持股份合理估值在 200 亿以上。

图表 1：达晨创投合理估值假设

公司名称	股票代码	管理金额（亿元）	市值（亿元）
中科招商	832168	252	311.54
九鼎投资	430719	214	931.50
平均		233	621.52
达晨创投	**-**	**150**	**400.12（估计）**

资料来源：财富证券

➢ **估值测算：我们通过分块估值，认为公司合理估值为 658 亿~678 亿：**

- **达晨创投：**合理估值 200 亿。

- **互联网公司：**公司 14 年来收购互联网公司，年均对赌业绩为 3.95 亿。包括两类，一类是数字营销，其他为互联网应用。相关公司在 A 股市场上的估值约 40~45 倍。那么这部分公司对应合理估值为 158~178 亿。

图表 2：14 年以来电广传媒收购公司业绩对赌

公司名称	电广持有股份	主营业务	对赌净利润	对应平均利润
广州翼锋	51%	移动互联网营销	年均不低于 4000 万	2040 万
江苏马上游	45%	智慧旅游	2500 万元、4800 万元、	2880 万

			5500 万元、12800 万元	
九指天下	51%	移动应用程序分发	550 万元、750 万元、8500 万元、12000 万元	2780 万
亿科思奇	60%	移动互联网广告	3800 万元，4800 万元，5500 万元	2820 万
北京金极点	51%	移动互联网音频	1200 万元、2150 万元、3350 万元	1139 万
上海久之润	100%	网络游戏运营	13000 万元、16000 万元、19000 万元、23000 万元	17750 万
成都古羌	79.25%	在线阅读、数字出版	5300 万元、6360 万元、7632 万元	5096 万
北京掌阔	80%	移动互联网广告	3000 万元、5000 万元、7000 万元、10000 万元	5000 万

资料来源：财富证券

- **有线网络业务：**公司省内有线网络用户为 538 万，宽带用户为 68 万，而通过收购还进入了天津、大连、广州、河北、青海、新疆等地。**2015 年 6 月，电广跟阿里签订战略合作协议，预计在 1.5 年时间内发展 300 万 dvb+ott 用户，我们认为这对电广的有线业务的营收和利润率提升都有较大帮助。**通过比较公司的有线网络业务与其他 A 股公司，我们认为公司有线网络业务合理估值为 200 亿。

图表 3：A 股有线网络公司用户规模和市值对比

公司名称	有线用户数	宽带用户数	2014 年收入规模	当前市值
电广传媒有线业务	**538 万**	**68 万**	**23.86**	**合理市值 200 亿**

歌华有线	551 万	32 万	24.66 亿	269 亿
湖北广电	673 万	48 万	17.81 亿	114 亿
华数传媒	240 万，未来还有浙江省网待注入	50 万	24.11 亿	409 亿
吉视传媒	519 万	63 万	20.49 亿	187 亿
江苏有线	1772 万，直接 748 万，简介 1024 万	89 万	44.02 亿	576 亿
天威视讯	218 万	26 万	13.16 亿	122 亿
广电网络	628 万	60 万	22.98 亿	80 亿

资料来源：财富证券

- **广告业务：**公司广告业务增速很快，过去 3 年复合增速为 50%，14 年收入 25 亿，但毛利率较低 8%，随着公司收购数字营销公司的协同效应，我们预期未来公司广告业务体量和利润率都将持续提升。我们对比了 A 股上市公司中与公司业务，体量相近的公司，我们认为电广传媒广告业务的合理市值为 50 亿。

图表 4：A 股小市值广告公司市值对比

公司名称	2014 年收入	毛利率	当前市值
电广传媒广告业务	**25 亿**	**8%**	**合理市值 50 亿**
引力传媒	14.25 亿	10.1%	53 亿
龙韵股份	11.77	16.69%	55 亿
华谊嘉信	15.59 亿	12.80%	82 亿
思美传媒	21.51 亿	12.07%	66 亿

资料来源：财富证券

- **影视业务：**14 年收入仅 5200 万，毛利率为 18%；公司的影视剧业务未来将主要通过合作的方式做大做强。2015 年 1 月，公司与美国狮门影业签订合作协议，预计在合作期内，公司预计未来三年每

年 1.25 亿美元投向合拍片。根据狮门影业过去三年 37.56%的净资产收益率计算，我们假设电广传媒的合作的净资产收益率为 30%，而这部分利润在未来五年内平均释放，扣除 20%的管理费用和财务费用后，每年预计为公司产生 1.32 亿的净利润，而且一旦业务发展顺畅，公司将持续使用该模式进行影视局业务的扩展，而对比影视剧行业同等规模的公司，我们认为公司影视业务的合理估值为 40 亿。

图表 5：A 股小市值影视公司对比

公司名称	预计 2016 年净利润	当前市值
电广传媒影视剧业务	**1.32 亿**	**合理市值 50 亿**
唐德影视	1.47 亿	109 亿
长城动漫	1.10 亿	40 亿
完美环球	3.27 亿	103 亿
新文化	4.43 亿	156 亿

资料来源：财富证券

- **旅游酒店业务：**公司旅游酒店业务的收入主要来自于持股 49% 的长沙世界之窗和持股 100%的圣爵菲斯酒店，每年为公司贡献稳定的利润分成。这块业务 2014 年营业收入为 1.49 亿，净利润 4398 万，预计未来保持同样水平，我们认为公司旅游业务的合理估值为 10 亿元。
- **盈利预测：考虑到各公司的并表进度，假设 15 年仅有 14 年收购的江苏物泰和广州翼锋并表，而 16 年，所有公司都完全并表，**根据各块业务净利润加总，我们认为公司 15 年，16 年营业收入分别为 62.82 亿和 88.39 亿，分别同比增长 14.77%和 40.71%；净利润分别为 5.06 亿和 11.44 亿，同比增长 27.35%和 126.35%。
- **投资建议：**公司 16 年合理市值为 658 亿~678 亿，定增完成后总股本为 15.51 亿股，对应 16 年每股股价为 42.42~43.71 元，公司 16、17 年 esp 分别为 0.74 元和 0.88 元。公司停牌前股价为 42.83 元，对应 16 年、17 年的 57.87 倍和 49.67 倍。考虑到公司复牌后的补跌可能性，我们对公司股价短期偏谨慎，但中期来看维持公司的推荐评级，建议投资者在股价下跌后积极关注。
- **风险提示：**并购企业发展不及预期，跟阿里合作不及预期，系统性风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438