



Research and
Development Center

内外兼修，成就新媒体大集团

—— 电广传媒（000917.sz）首次覆盖报告

2016年9月9日

中小企业研究团队

单丹 分析师

钟惠 分析师

胡申 分析师

内外兼修，成就新媒体大集团

2016年9月9日

本期内容提要：

- ◆ **连续收购实现“平台+内容”战略落地。**公司从2014年开始提出“平台+内容”战略，转型新媒体，实施一系列的并购。从已并购的标的看，广州翼锋、亿科思奇和掌阔传媒共同覆盖互联网营销板块，九指天下负责移动应用分发，久之润深耕游戏领域，金极点则专注于互联网音频方向，马上游负责智慧旅游。至此，互联网新媒体从内容制作到分发、营销的完整产业链已初步建立，公司“平台+内容”的战略初步达成，互联网新媒体生态版图逐步凸显。
- ◆ **投资业务不断创新。**公司投资管理业务已搭建起“达晨创投+中艺达晨+华丰达晨”的私募基金管理平台，分别从事创业投资、艺术品投资、产业并购业务，呈现强劲增长势头。其中，达晨创投目前成为国内领先的品牌创投机构，打造专业的PE/VC投资基金管理平台，已成为中国PE/VC界领先者。中艺达晨从05-06年开始涉足艺术品行业，至今累计投资了170-180件近现代艺术家作品，是国内一流的艺术品投资管理平台，目前基金管理数达到5支，总规模突破20亿元。
- ◆ **传统业务稳步增长。**公司付费电视用户忠诚度较高，电视订阅将在未来一年保持稳定；可点播的数字机顶盒（DVB）虽会导致直播收视时长下降，但其带来的额外时长规模巨大；智能电视在二三四线城市的发展水平甚至已经超过了一线城市，未来市场规模巨大。因此我们预计公司有线网络传输服务增速将会有所回升。随着与阿里合作的深入，以DVB+OTT平台为载体，搭载优秀的影视IP内容，挖掘用户过去观看的数据，公司能实现个性化节目推荐，提升服务质量，获取更多的商业利益。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**按公司总股本14.18亿股计算，我们预计公司2016-2018年实现EPS分别为0.38元、0.50元、0.53元，对应9月8日收盘价的市盈率分别为45、35、32倍。鉴于公司持续转型新媒体实现“平台+内容”战略稳步落地，首次覆盖给予“增持”投资评级。
- ◆ **风险因素：**DVB+OTT业务开展不达预期；新收购公司业绩承诺无法兑现；影视票房/收视率不达预期；投资管理业务不达预期等。

公司主要财务数据

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,473.88	5,985.35	7,394.02	8,405.44	8,772.42
增长率 YoY %	7.27%	9.34%	23.54%	13.68%	4.37%

证券研究报告

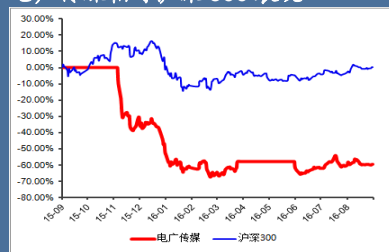
公司研究——首次覆盖

电广传媒 (000917.sz)



首次评级

电广传媒相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.9.8)

收盘价(元)	17.23
52周内股价波动区间(元)	13.5-42.72
最近一月涨跌幅(%)	3.11
总股本(亿股)	14.18
流通A股比例(%)	74.92
总市值(亿元)	244.24

资料来源：信达证券研发中心

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

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
 联系电话：+86 10 8332 6701
 邮箱：shandan@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001
 联系电话：+86 10 8332 6792
 邮箱：zhonghui@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007
 联系电话：+86 10 8332 6703
 邮箱：hushen@cindasc.com

归属母公司净利润(百万元)	332.54	381.35	536.83	705.59	753.72
增长率 YoY%	-31.25%	14.68%	40.77%	31.44%	6.82%
毛利率%	32.29%	31.20%	32.72%	32.48%	32.40%
净资产收益率 ROE%	3.45%	3.72%	4.88%	6.08%	6.11%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.27	0.38	0.50	0.53
市盈率 P/E(倍)	73	64	45	35	32
市净率 P/B(倍)	2.50	2.28	2.17	2.04	1.92

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 09 月 08 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
电广传媒：有线电视为基，转型新媒体，多业并举	2
公司概况	2
公司营收稳步增长	3
不断投资收购，横向扩张	4
互联网新媒体业务：连续收购，迅速长成新媒体大集团	5
转型互联网，打造“平台+内容”的新媒体大集团	5
政策利好助推公司新媒体转型	7
布局新媒体营销，顺应发展趋势	8
涉足游戏产业，共享娱乐盛宴	10
中流砥柱，投资业务再创辉煌	13
创投业务功不可没	13
艺术品业务寻求新盈利模式	14
旧瓶新酒，传统业务华丽变身	14
电视未死，只待激活	14
传统业务升级焕发生机	18
酒店旅游稳步增长	19
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
公司估值及投资评级	23
风险因素	24

表 目 录

表 1：2014 年以来投资项目一览	4
表 2：2014 年以来公司投资收购情况	6
表 3：国家政策支持产业发展	7
表 4：广告市场投放渠道	9
表 5：2016Q1 票房 TOP10 电影改编手游情况	11
表 6：娱乐及媒体市场规模（百万美元）	15
表 7：有线电视覆盖量（不含农村）	18
表 8：2016-2018 年子公司业绩承诺	20
表 9：电广传媒传统业务经营预测（万元）	21
表 10：2016 年以来首发获得通过的创投项目	22
表 11：电广传媒投资收益测算（单位：万元）	22
表 12：分业务可比上市公司 PE 情况	23

图 目 录

图 1：公司股权较为分散（截至 2016 年 8 月 31 日）	2
图 2：公司主营广告制作代理及网络传输业务	3
图 3：公司利润收入来源于网络服务、旅游业及广告	3
图 4：公司 2009-2015 年营业收入	3
图 5：公司 2009 年-2015 年归母净利润	3
图 6：公司毛利率与净利率水平有所回升	4
图 7：公司分业务毛利率情况	4
图 8：大数据营销已经应用到各行业中	8
图 9：传统营销与大数据营销比较	8
图 10：移动广告市场规模（亿元）	9
图 11：2016 年上半年中国手机网民接触营销广告主要渠道分布	9
图 12：2016 年上半年中国手机网民常见大数据营销广告形式排行分布	9
图 13：2016 年上半年中国手机网民接触大数据营销广告终端平台分布	9
图 14：通过大数据满足“千人千面”的观影需求	10
图 15：通过大数据与旅游结合提供精准旅游营销及个性化旅游定制	10
图 16：游戏市场实际销售额	11
图 17：手游市场规模	11
图 18：2015 年单机手游类型分布	11
图 19：2015 年网络手游类型分布	11
图 20：影响用户选择手游类型的因素	12
图 21：公司投资收益情况（亿元）	14
图 22：家庭订购付费电视	16
图 23：家庭订购付费电视服务群体分布	16
图 24：电视观众追剧比例	16
图 25：不同年龄追剧倾向	16
图 26：有线网络服务收入	17
图 27：智能电视把观众带回客厅	17
图 28：2015H1 智能电视渗透率——分地域（%）	17
图 29：2015H1 智能电视渗透率——分城市（%）	17
图 30：广告收入实现稳定增长	19
图 31：平台与内容相互协同作用	19
图 32：影视收入大幅上涨	19

投资聚焦

投资逻辑

连续收购实现“平台+内容”战略落地。公司从 2014 年开始提出“平台+内容”战略，转型新媒体，实施一系列的并购。从已并购的标的看，广州翼锋、亿科思奇和掌阅传媒共同覆盖互联网营销板块，九指天下负责移动应用分发，久之润深耕游戏领域，金极点则专注于互联网音频方向，马上游负责智慧旅游。至此，互联网新媒体从内容制作到分发、营销的完整产业链已初步建立，公司“平台+内容”的战略初步达成，互联网新媒体生态版图逐步凸显。

投资业务不断创新。公司投资管理业务已搭建起“达晨创投+中艺达晨+华丰达晨”的私募基金管理平台，分别从事创业投资、艺术品投资、产业并购业务，呈现强劲增长势头。其中，达晨创投目前成为国内领先的品牌创投机构，打造专业的 PE/VC 投资基金管理平台，已成为中国 PE/VC 界领先者。中艺达晨从 05-06 年开始涉足艺术品行业，至今累计投资了 170-180 件近现代艺术家作品，是国内一流的艺术品投资管理平台，目前基金管理数达到 5 支，总规模突破 20 亿元。

与市场不同之处

1、公司不断进行并购，同时仍然在寻找新的优质标的，进一步扩大新媒体生态圈；2、达晨创投在创投领域深耕多年，储备了大量的优质项目，未来贡献业绩确定性较高；3、中艺达晨在艺术品领域具有先发优势，藏品数量及质量均有较高水准，增值率较高，随时可能为公司贡献利润；4、传统的有线网络业务通过与阿里合作，基于 DVB+OTT 平台能重新焕发活力。

股价催化剂：公司新媒体转型有新并购标的落地；创投业务已投资项目 IPO 有新进展；艺术品投资风潮再起等。

盈利预测与投资评级：按公司总股本 14.18 亿股计算，我们预计公司 2016-2018 年实现 EPS 分别为 0.38 元、0.50 元、0.53 元，对应 9 月 8 日收盘价的市盈率分别为 45、35、32 倍。鉴于公司持续转型新媒体实现“平台+内容”战略稳步落地，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险因素

- 1、DVB+OTT 业务开展不达预期；
- 2、新收购公司业绩承诺无法兑现；
- 3、影视票房/收视率不达预期；
- 4、投资管理业务不达预期等。

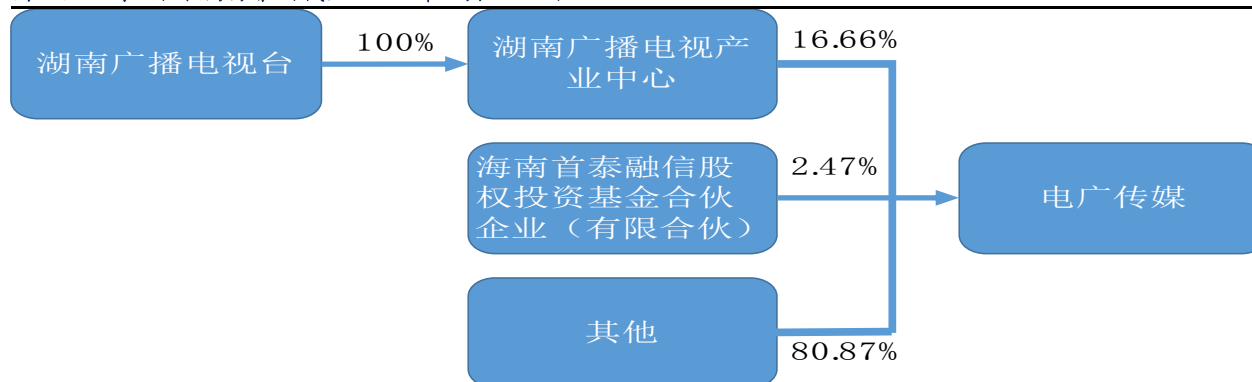
电广传媒：有线电视为基，转型新媒体，多业并举

公司概况

公司成立于 1998 年，目前辖属广告、节目、网络三大分公司，依托中国湖南电视台七大媒体的资源优势，拥有中国数亿的电视受众群体和湖南省 540 多万有线电视用户，形成公司业务的核心竞争力。公司在省内外拥有 100 多家控股、参股公司，形成以长沙、北京、上海和深圳为区域中心，辐射全国的业务网络，使公司业务得以持续、健康地发展壮大，经过资本扩张，电广传媒正向跨媒体、跨地域、综合性国际传媒产业集团发展。

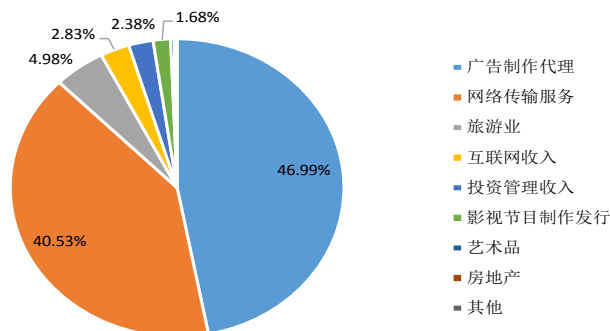
公司目前股权结构较为分散，其中湖南广播电视产业中心控股 16.66%，海南首泰融信股权投资基金合伙企业（有限合伙）拥有 2.47% 股份，其余股东股份均不足 1%，公司实际控制人为湖南广播电视台。

图 1：公司股权较为分散（截至 2016 年 8 月 31 日）

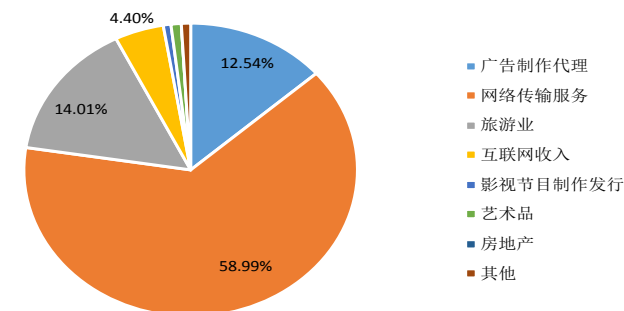


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

根据 2015 年年报，从公司的收入结构看，公司的广告制作代理占比 46.99%，网络传输服务占比 40.53%，其余业务占比均不足 5%。从毛利的角度看，广告制作代理只占了 12.54%，网络传输服务占比 58.99%，互联网收入占比 4.4%，旅游业占比达 14.01%，四块业务占总毛利的 89.94%，其余业务占比均不足 1%。

图 2：公司主营广告制作代理及网络传输业务


资料来源：公司 2015 年年报，信达证券研发中心

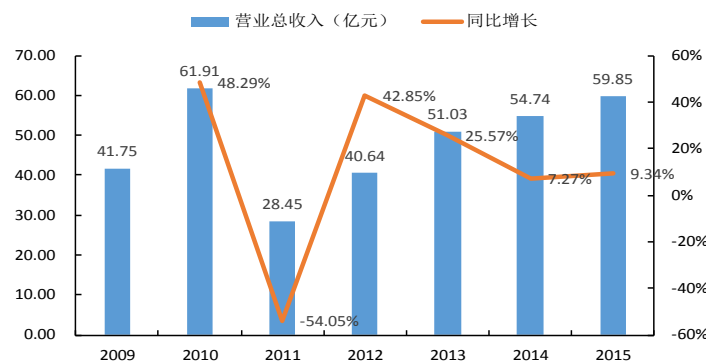
图 3：公司利润收入来源于网络服务、旅游业及广告


资料来源：公司 2015 年年报，信达证券研发中心

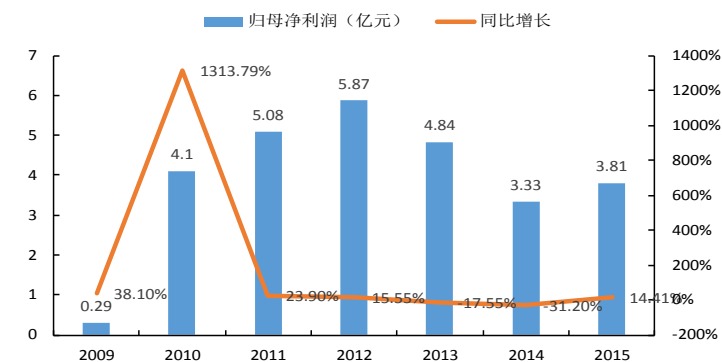
公司营收稳步增长

2016 年上半年，公司实现营业收入 34.95 亿元，同比增长 37.05%；实现毛利率 27.84%，同比下降 4.7 个百分点；实现归母净利润 1.35 亿元，同比下降 8.5%。分业务来看，营业收入的较大增长主要由业务增长及合并范围增加所致，其中新媒体运营收入同比增长 2458%，核心业务广告代理运营和网络传输服务的营收也分别同比增长 61%和 3%。

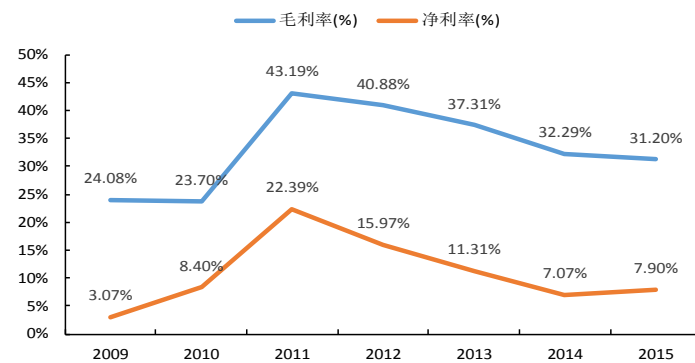
从过去年度的经营情况来看，公司营业收入保持稳固增长，归母净利润在公司开始转型之后也重新恢复增长势头，各项业务毛利率水平相对稳定。

图 4：公司 2009-2015 年营业收入


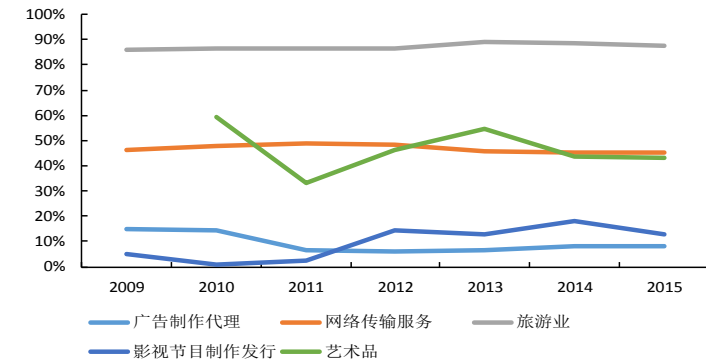
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司 2009 年-2015 年归母净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：公司毛利率与净利率水平有所回升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：公司分业务毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不断投资收购，横向扩张

公司自 2014 年起频繁的进行投资，累计投资 12 家公司，其中电广传媒影业（香港）有限公司和电广传媒影业（美国）有限公司为公司自行投资设立的 100%控股的子公司，珠江数码及马上游为联营企业，大连天途有线电视网络股份有限公司和华图教育分别占比 3.5%和 4.5%，其余股权占比均在 50%以上，实现控股。

表 1：2014 年以来投资项目一览

投资时间	标的	股权占比	业务范围
2014.6	电广传媒影业（香港）有限公司	100.00%	电影投资、制作、引进、发行等业务
2014.8	珠江数码	22.50%	广播电视基本业务、扩展业务、增值业务以及计算机信息网络国际联网业务。
2014.8	广州翼锋	51.00%	信息技术、计算机软硬件、计算机网络技术、通信技术、电子技术、无线电技术的研究开发；信息服务业务；设计、制作、发布、代理各类广告。
2014.8	江苏物泰	45.00%	以云计算、物联网、大数据、移动互联网为核心技术，以智慧旅游为主营业务
2015.1	电广传媒影业（美国）有限公司	100.00%	电影投资、制作、发行及其他投资业务。
2015.4	大连天途有线电视网络股份有限公司	3.50%	广播电视基本业务、扩展业务、增值业务以及计算机信息网络国际联网业务。
2015.8	久之润	100.00%	从事计算机软硬件技术、网络技术专业领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务，计算机、软件及辅助设备、日用品的销售，贸易经济代理，从事货物及技术的进出口业务，实业投资。
2015.8	九指天下	51.00%	从事网络技术开发，手机及其软件的技术开发与销售，计算机软件的技术开发及技术咨询；计算机系统软件集成；数据库及计算机网络服务；信息咨询、企业形象策划、展览展示策划；国内贸易；从事广告业务；经营进出口业务
2015.8	亿科思奇	60.00%	从事广告业务；企业形象策划；展览展示策划；网络软件、计算机软硬件的技术开发、数据库服务；经营电子商务
2015.8	金极点	51.00%	第二类增值电信业务中的信息服务业务；技术推广、技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；教育咨询；基础软件服务、应用软件开发；经济贸易咨询
2015.10	北京掌阔	80.00%	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；设计、制作、发布、代理广告；利用信息网络经营游戏产品运营。

互联网新媒体业务：连续收购，迅速长成新媒体大集团

转型互联网，打造“平台+内容”的新媒体大集团

公司从 2014 年起实施“平台+内容”的发展战略，通过一系列的投资并购加快转型成为新媒体公司。

1、2014 年 8 月，公司以受让及增资方式收购了江苏物泰信息科技有限公司 51% 股份，收购价格 1.23 亿。江苏物泰（马上游）是一家以云计算、物联网、大数据、移动互联网为核心技术，以智慧旅游为主营业务的高科技企业，是国内智慧旅游行业的领先企业。公司初步构建了较独特的“智慧旅游建设+智慧旅游电子商务”商业模式，将智慧旅游产业链中的项目建设与目的地旅游电子商务（“马上游”业务）有机的结合起来，打造智慧旅游的全产业链生态模式；

2、2015 年 5 月，公司以受让及增资方式收购了广州翼锋信息科技有限公司 51% 股份，收购价格 1.67 亿。广州翼锋（指点传媒）是一家互联网行业营销企业，致力于为广告主提供精准、互动、创新的移动营销服务，是中国规模最大的移动广告公司之一。2009 年翼锋科技被评为“高新技术企业”，拥有自主研发的软件著作权 38 项。公司以技术、运营、产品为三大驱动力，拥有自有产品和自有渠道。翼锋科技拥有“邑扬”WAP 媒体营销平台、“指智”和“指效”APP 营销平台、“一米”和“米宝”O2O 平台、“游乐”移动游戏联运和发行平台等多个移动营销服务平台，能够为用户提供有效的整合移动营销和精准移动营销服务；

3、2015 年 7 月，公司以受让及增资方式收购了深圳市九指天下科技有限公司 51% 股份，收购价格 3.25 亿。深圳九指天下是一家移动互联网行业媒体运营平台类企业，依靠其自主开发的移动应用分发平台，为移动应用程序开发商及发行商提供发行推广渠道服务，同时为终端用户提供丰富的移动应用程序和其他资源的下载平台，满足移动终端客户的应用需求，为移动应用程序的开发商、发行商和终端用户构建了移动互联网应用资源的互通渠道；

4、2015 年 7 月，公司以受让及增资方式收购了深圳市亿科思奇广告有限公司 60% 股份，收购价格 2.4 亿。深圳亿科思奇专注于移动互联网效果广告，致力于为广告主提供精准投放、效果营销、优化服务，主要业务为硬广代理、精准投放、效果营销、移动 DSP 等；

5、2015 年 7 月，公司以受让及增资方式收购了金极点科技（北京）有限公司 51% 股份，收购价格 1.1 亿。北京金极点是一家专注于移动互联网音频领域的高新技术企业，在 2014 年下半年推出国内第一个移动互联网音频社交平台，长期稳定地与国

内三大运营商的全国应用基地和 20 多个省级网络平台，以及中央和多个省级广播电台合作，并为其用户提供音频产品及应用服务；

6、2016 年 6 月，公司以受让及增资方式收购了上海久之润信息技术有限公司 100% 股份，收购价格 10.2 亿。上海久之润主营业务以端游运营为主，拥有丰富的游戏运营经验和渠道资源；

7、2016 年 6 月，公司拟以受让及增资方式收购北京掌阔移动传媒科技有限公司 80% 股份，收购价格 10.4 亿。北京掌阔为广告主提供覆盖全球主要移动互联网媒体资源的广告投放服务，是优秀的平台型移动互联网广告企业之一。

公司通过一系列收购初步构建了涵盖“应用分发、效果营销、移动媒体、品牌广告、网络游戏”的移动新媒体生态。下一步公司打算进一步寻求优质标的同时，通过整合现有资源以发挥协同效应，化先发优势为核心竞争优势，实现新媒体生态的良好发展。

从并购的标的看，广州翼锋、亿科思奇和掌阔传媒共同覆盖互联网营销板块，九指天下负责移动应用分发，久之润深耕游戏领域，金极点则专注于互联网音频方向，马上游负责智慧旅游。其中亿科思奇继续深耕效果广告，以腾讯、百度等为主要媒体（公司是腾讯社交广告 5 家铂金服务商之一），以电商为主要客户，以差异化营销服务做大市场规模。此外，公司与阿里签署协议，双方利用互联网思维、互联网商业模式和经营理念，充分发挥各自的资源优势、用户优势、技术优势和内容优势等，以家庭数字娱乐业务产品为切入点，全面推进大数据、云计算、智慧城市、IDC、传媒内容等全方位业务、技术和资本合作。主要内容有：（1）针对合作范围内约 600 万有线电视用户完成搭载 YunOS 的机顶盒终端的投放及运营的同步覆盖，为湖南有线电视用户提供更加丰富、更高品质的 DVB+OTT 家庭娱乐体验，打造合作共赢的产业链和繁荣、共享的有线电视生态圈；（2）基于电广传媒拥有或覆盖的有线电视网用户，双方努力共同完成符合 TVOS 标准的 YunOS 机顶盒终端的投放及阿里巴巴家庭数字娱乐及相关业务产品运营的逐步覆盖；（3）开展有线无线融合网、电影、电视剧等内容生产发行方面的合作及资本合作资本合作。至此，互联网新媒体从内容制作到分发、营销的完整产业链已初步建立，公司“内容+平台”的战略初步达成，互联网新媒体生态版图逐步凸显。

表 2：2014 年以来公司投资收购情况

时间	标的名称	标的估值 (亿元)	公司投资额 (亿元)	持股比例	业绩承诺 (万元)				
					2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
2014 年 8 月	广州翼锋	1.53	1.67	51.00%	2015-2017 年均净利润不低于 4000 万元				4400*
2014 年 8 月	江苏物泰	1.93	1.23	45.00%	2500	4800	5500	12800	14000*
2015 年 10 月	北京掌阔	13.53	10.4	80.00%		3000	5000	7000	10000
2015 年 8 月	久之润	12.7	10.2	100.00%			15600	18800	21600
2015 年 8 月	金极点	1.63	1.1	51.00%		1200	2150	3350	3685*

2015年8月	亿科思奇	3.67	2.4	60.00%	3800	4800	5500	6050*
2015年8月	九指天下	4.88	3.25	51.00%	550	750	8500	12000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，加*数据为研发中心预测

根据业绩承诺，我们预计上述七家公司 2016-2018 年按照持股比例确认的净利润分别不低于为 2.85、4.15、4.98 亿元，对应收购总价的市盈率分别为 11X、7X、6X。

政策利好助推公司新媒体转型

从产业政策来看，国务院早在 2009 年就通过了《文化产业振兴规划》，把“推动文化企业跨地区、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业，以及推进有线电视网络、电影院线、数字电影院线和出版物发行的跨地区、跨行业整合”作为当前振兴文化产业的重点工作，此后，文化产业的政策不断推出，内容与方向也在不断扩大，从发展方向和发展重点包括游戏产业到发展数字出版、互动新媒体、移动多媒体，产业政策支持力度在不断加大。对融资并购以及兼并重组的支持也使得公司能实现快速的跨越式发展。

表 3：国家政策支持产业发展

时间	文件名	主要内容
2009年7月	《文化产业振兴规划》	把“推动文化企业跨地区、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业，以及推进有线电视网络、电影院线、数字电影院线和出版物发行的跨地区、跨行业整合”作为当前振兴文化产业的重点工作，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。
2009年10月	《文化部关于加快文化产业发展的指导意见》（文发发[2009]36号）	指出文化产业的发展方向和发展重点包括游戏产业，要求增强游戏产业的核心竞争力，推动民族原创网络游戏的发展，提高游戏产品的文化内涵；鼓励研发具有自主知识产权的网络游戏技术，优化游戏产业结构，提升游戏产业素质，促进网络游戏、电子游戏、家用视频游戏的协调发展，鼓励游戏企业打造中国游戏品牌，积极开拓海外市场。
2010年4月	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》（银发[2010]94号）	鼓励已上市的文化企业通过公开增发、定向增发等方式进行融资和并购重组。
2011年10月	《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》	鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，培育文化产业领域战略投资者。
2011年3月	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	要推动文化产业成为国民经济支柱产业，将文化产业上升为国家重大战略产业。
2012年5月	《文化部“十二五”时期文化改革发展规划》	要推动文化产业重点领域发展。积极协调有关部门，逐步完善文化产业各门类政策，改造提升演艺、娱乐、文化旅游、工艺美术等传统文化产业，加快发展动漫、游戏、网络文化、数字文化服务等新兴文化产业。
2013年8月	《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	大力发展数字出版、互动新媒体、移动多媒体等新兴文化产业，促进动漫游戏、数字音乐、

2014年8月 《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》

网络艺术品等数字文化内容的消费。

要推动传统媒体和新兴媒体融合发展，强化互联网思维，坚持一体化发展，坚持先进技术为支撑，加强内容建设，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、融合发展的现代播体系。

2016年3月 《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》

“十三五”期间要实现“公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业”的目标，推进文化业态创新，大力发展创意文化产业，推动文化企业兼并重组，扶持中小微文化企业发展。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

布局新媒体营销，顺应发展趋势

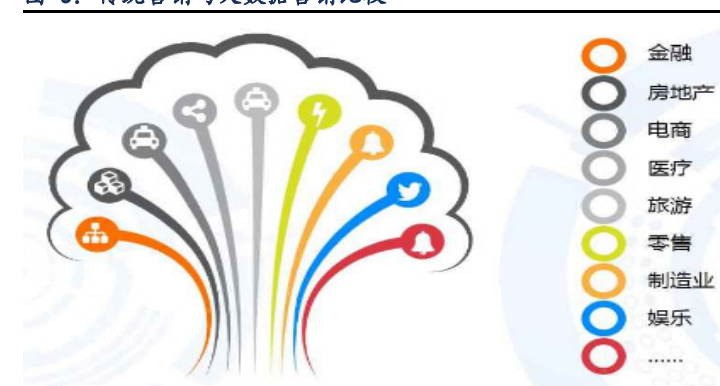
从行业角度看，营销方式已经有了极大的变化，从传统营销向互联网营销、移动营销、大数据营销方向进行转变。大数据营销相比传统营销的有点在于它将数据与营销结合，是顾客导向，针对性强。根据艾媒咨询的数据，移动广告市场过去两年增速超过了100%，2015年的市场规模已经达到了592.5亿元。2015年数字广告在广告投放渠道中占比达34.3%，其中移动广告就占比达14.5%，因此移动广告已经成为广告投放渠道中极为重要的一环。

图 8：大数据营销已经应用到各行业中

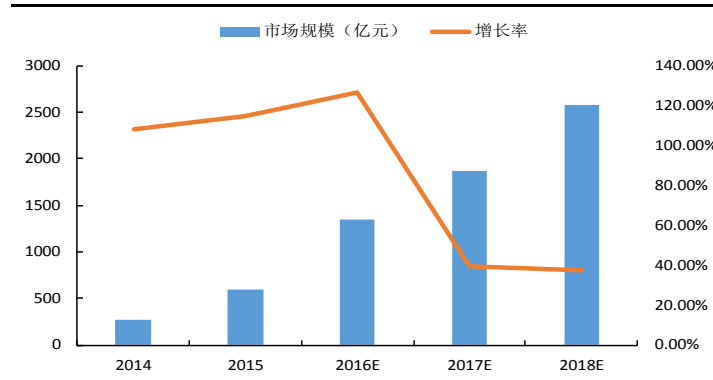


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

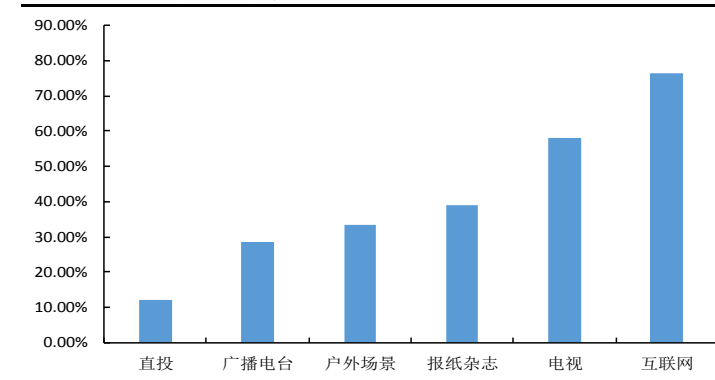
图 9：传统营销与大数据营销比较



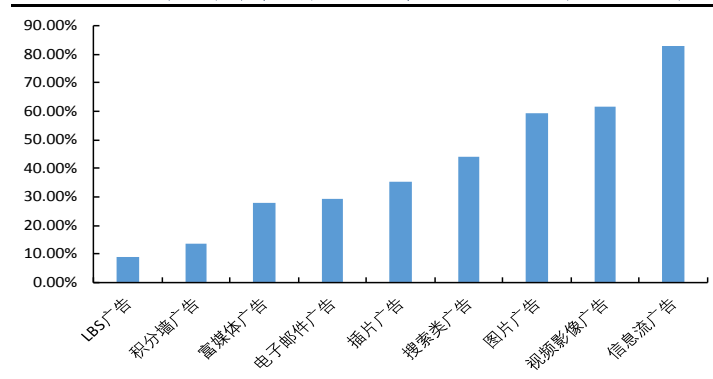
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 10: 移动广告市场规模 (亿元)


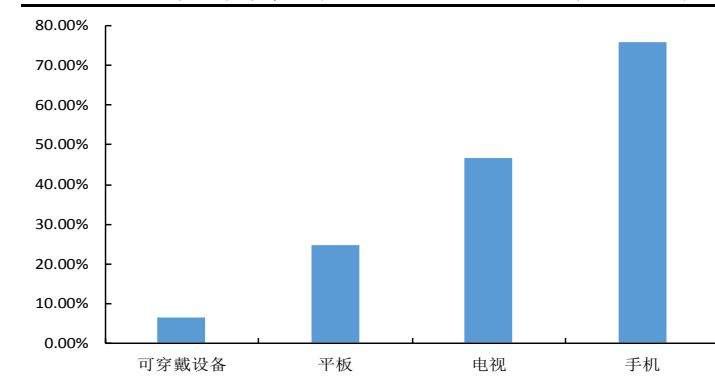
资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 11: 2016 年上半年中国手机网民接触营销广告主要渠道分布


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 12: 2016 年上半年中国手机网民常见大数据营销广告形式排行分布


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 13: 2016 年上半年中国手机网民接触大数据营销广告终端平台分布


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

表 4: 广告市场投放渠道

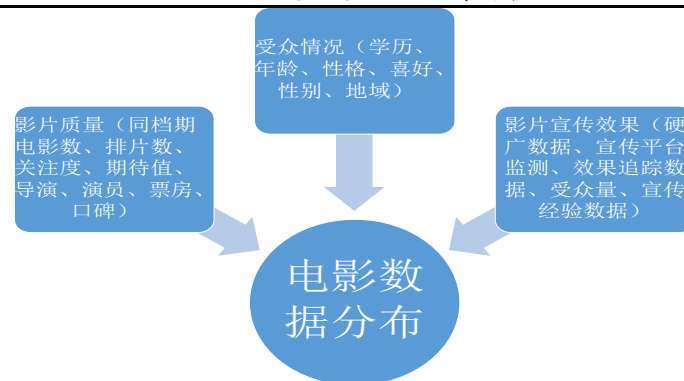
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
电视	36.00%	33.10%	32.40%	29.60%	26.80%
数字广告	29.70%	34.30%	38.80%	45.30%	51.30%
报纸	10.20%	9.40%	7.50%	5.60%	4.30%
杂志	8.20%	7.40%	6.00%	4.70%	3.30%
广播	8.80%	8.80%	8.70%	8.60%	8.40%

户外	4.10%	4.10%	4.00%	3.90%	3.80%
直投	3.00%	2.90%	2.60%	2.30%	2.10%

资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

在大数据营销的应用上，将大数据与影视结合，可以精准实现在拍片、推广渠道和方式上的最有策略规划，满足“千人千面”的差异化观影需求。而在旅游业方面，大数据可以应用在旅游市场细分、旅游营销决策判断、客源市场定位等。通过对游客的基本属性、旅游行为特征、旅游偏好等自然和社会属性进行深度挖掘，准确描绘旅游的围观画像，为营销定位细分市场群体；同时，通过对目的地客流量等数据进行分析，准确定位客源市场和目标消费人群，为旅游营销提供针对性信息，使旅游目的地、旅游景区精准投放广告，有针对性地制定旅游营销活动策划、旅游产品营销策划等方案，从而提升精准营销能力。

图 14：通过大数据满足“千人千面”的观影需求



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

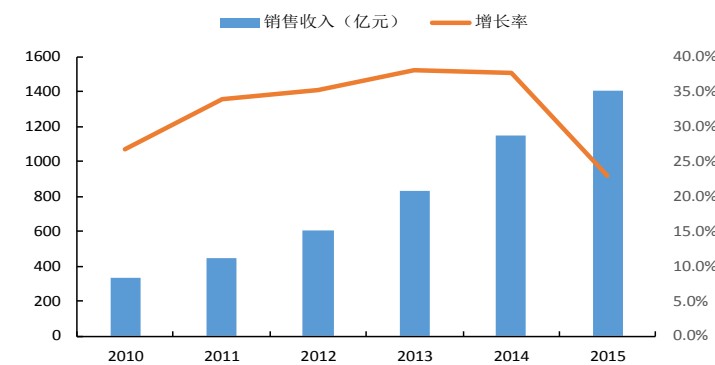
图 15：通过大数据与旅游结合提供精准旅游营销及个性化旅游定制



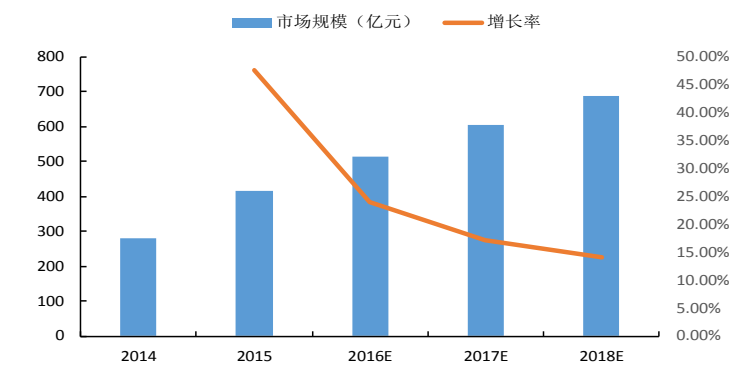
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

涉足游戏产业，共享娱乐盛宴

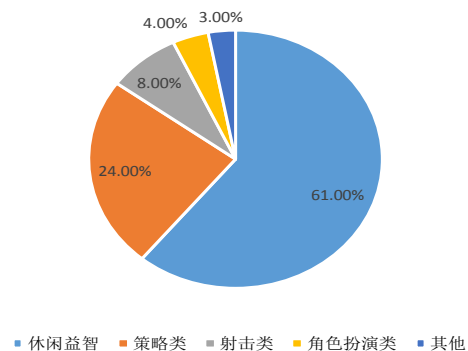
根据中国版协游戏工委 (GPC)、国际数据公司 (IDC) 和中新游戏 (伽马新媒 CNG) 合作调查与发布的《中国游戏产业报告》，2015 年中国网络游戏市场的实际销售收入为 1,407.0 亿元，较 2014 年的 1,114.80 亿元增长 26.21%。其中，2015 年中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%，依然保持了较高增速。但是由于人口红利已经消耗完，未来我国游戏业发展将进入平稳期。从游戏类型看，单机模式中休闲益智类依旧是大众首选，而网络手游最受欢迎的是角色扮演类。

图 16: 游戏市场实际销售额


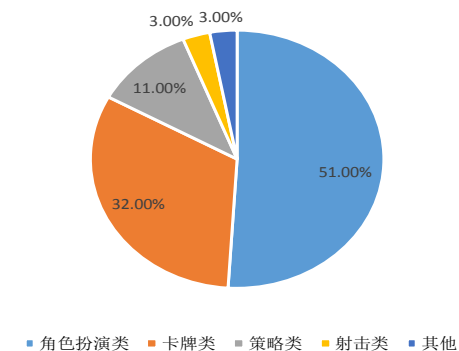
资料来源:《中国游戏产业报告》, 信达证券研发中心

图 17: 手游市场规模


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 18: 2015 年单机手游类型分布


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 19: 2015 年网络手游类型分布


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

从手游内容看, 电影 IP 跨界开发已成普遍现象, 影游联动不仅能持续挖掘影视资源价值, 保持电影热度, 同时可以在手游领域继续创造更大利润增长点。而另一方面, 手游能把影迷转化为游戏玩家, 靠电影的热度增加用户量, 减少手游本身的宣传和传播成本。从用户选择角度看, 游戏类型和对影视是否感兴趣是影响用户选择影视 IP 新游的重要因素。

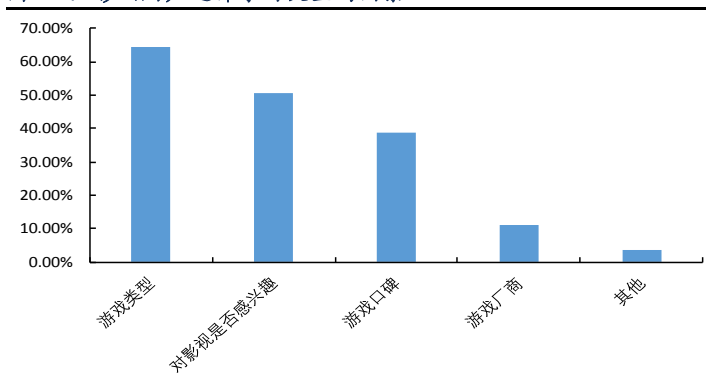
表 5: 2016Q1 票房 TOP10 电影改编手游情况

片名	同名手游
美人鱼	美人鱼
疯狂动物城	疯狂动物城
西游记之三打白骨精	西游记之三打白骨精

澳门风云 3	澳门风云 3
功夫熊猫 3	功夫熊猫 3
星球大战：原力觉醒	星球大战：原力觉醒
叶问 3	叶问 3
唐人街探案	唐人街探案
蝙蝠侠大战超人	蝙蝠侠大战超人
老炮儿	空缺

资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 20：影响用户选择手游类型的因素



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

公司通过收购上海久之润，强势涉足游戏产业。目前，久之润旗下进入不删档测试或正式商业运营阶段的游戏产品中，已完整取得前置审批、备案的有劲舞团 Audition、机动战士敢达 OL、超级舞者、流星蝴蝶剑、劲舞团 2、艾斯蒂敢达大作战（页游）、艾斯蒂敢达战争要塞（手游）、玄天之剑八款游戏，另有三款已进行相关备案文号申请，其中劲舞团、机动战士敢达 OL、超级舞者、玄天之剑四款游戏上半年毛利达到 9130.78 万元，占游戏总毛利的 97.67%。

手游方面，久之润顺势而为，充分借鉴过往端游产品的成功策划经验，积累了大量竞技休闲类用户资源和游戏数据，在用户需求理解上拥有竞争优势。以拟上线游戏《劲舞团手游版》为例，久之润依靠长期以来积累的音舞游戏的运营经验，充分把握了玩家需求，确保了盈利的稳定性。久之润旗下劲舞团系列游戏，是有着广泛影响力的优质 IP。《劲舞团》作为一款老牌休闲竞技类网游，自主运营已超过十年，最高同时在线人数超过 78 万人，取得良好的市场口碑，收获了玩家的广泛认同。同时

考虑到上海久之润深厚的端游研发与运营经验,《劲舞团》系列游戏具备了平台移植的基础,从而增强了上海久之润整体的盈利稳定性。

此外,久之润同日韩的 IP 授权公司/游戏公司保持着良好、紧密的合作关系,在日本、韩国的产品版权引进方面,有着独特竞争优势。作为久之润储备产品之一的机动战士敢达,其 IP 为日本科幻机械类动画的典型代表——机动战士敢达。机动战士敢达系列动画片自 1979 年登场以来,已成为日本动画作品中最著名、最经久不衰、最庞大、也是盈利最高的系列。《机动战士高达 0079》、《宇宙战舰大和号》、《EVA》并称为日本科幻动画的 3 大里程碑,包括连续剧、电影、OVA 在内有 50 多部系列产品,在亚洲地区拥有大量的粉丝。上海久之润储备的其他 IP 包括圣剑传说系列、三国志系列、红莲之王系列也都是在日系漫画、游戏和影视方面有着广泛受众与支持者的优质 IP,优质的 IP 能够更加快速有效地聚集忠实用户,有利于减少市场投放成本。因此,我们认为未来游戏产业将逐步成长为公司重要的利润来源之一。

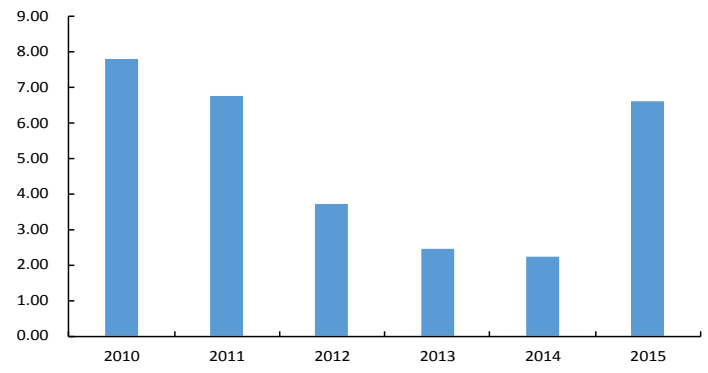
中流砥柱, 投资业务再创辉煌

创投业务功不可没

公司投资管理业务已搭建起“达晨创投+中艺达晨+华丰达晨”的私募基金管理平台,分别从事创业投资、艺术品投资、产业并购业务,呈现强劲增长势头。其中,达晨创投已成为国内领先的品牌创投机构,公司以深圳达晨创投为核心,打造专业的 PE/VC 投资基金管理平台,2012 年、2015 年两次获得清科“中国最佳创业投资机构”第一名,已成为中国 PE/VC 界领先者。目前,达晨创投管理基金累计投资项目 331 个,其中有 41 个项目完成 IPO,另有近 30 家企业完成 IPO 预披露,累计已有 50 多家企业在新三板挂牌,管理基金总规模逾 170 亿。

2009 年开始,公司将创投业务列为主业之一,创投业务规模和业绩不断提升,给公司带来了可观的投资收益。2016 年上半年,旗下管理的基金新投了端点科技、迷你考拉、小满科技等 29 个新项目及 4 个项目二轮增资,共投资 7.04 亿元;实现昱嘉华讯、拓瑞医学、微智信业 3 个项目回购退出;实现丰元化学、利安隆、吉比特 3 个项目 IPO,截至目前共有 27 家企业通过 IPO 预披露,在全行业排名第一。新三板方面,公司投资的玛玛珈、能新科等 9 个项目已在新三板挂牌,累计挂牌企业数量达到 50 家。在新三板正式发布的创新层企业 953 家名单中,达晨投资的企业共有 17 家入选,占达晨新三板挂牌企业总数的 34%。

达晨创投除了为公司并购提供现金流之外,也为公司转型提供潜在优质标的(如达晨创投于 2015 年 12 月出资 4 亿元购买华图教育 4.55% 的股份)。一方面,公司以基金的模式可以用有限的资金投更多的标的从而获得投资收益,另一方面,随着时间推移,能与公司发生协同效应的优质标的逐渐显露,公司能在第一时间锁定并进行收购兼并,从而达到增厚利润、使公司发展壮大的目的。以达晨创投目前的经营状况来看,未来基金规模有望进一步扩大,创投业务高成长可期。

图 21: 公司投资收益情况 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

艺术品业务寻求新盈利模式

中艺达晨从 05-06 年开始涉足艺术品行业, 至今累计投资了 170-180 件近现代艺术家作品, 已成为国内一流的艺术品投资管理平台, 其投资的艺术品大多是近现代名家画作, 也包括少量古玩和家具。

公司的镇馆之宝是徐悲鸿的《愚公移山》, 收购价约为 3000 万元, 目前市场估值 5 亿元以上。公司此前以 3000 万元买入李可染的《万山红遍》, 于 2012 年时以 2.9 亿元的价格卖出, 溢价达 866.67%。

公司的艺术品买卖均通过拍卖行, 同时要求艺术品具有清晰严格的传承, 此外公司还拥有一支专家级团队对艺术品真伪、买卖流程全程跟进, 保证了公司在艺术品收购方面将风险降低到最低。同时公司正尝试运作艺术品的衍生品 (如销售高仿艺术品) 来挖掘新的盈利增长点。目前基金管理数达到 5 支, 总规模突破 20 亿元。

旧瓶新酒, 传统业务华丽变身

电视未死, 只待激活

依据 pwc 的数据, 2014 年中国付费电视收入达 141 亿美元, 增长率为 20.3%, 其中近 90% 的付费电视用户为有线电视付费用户, 其余为 IPTV 付费用户, 预计 2014-2019 年均复合增长率为 11.4%, 有线电视仍将保持平稳增长。全球的传统电视媒体正遭遇新兴媒体的冲击, 传统电视台收视率屡创新低, 并有持续下滑的趋势。但是从数据上看, 付费电视在中国订阅率达 70%, 仅次于美国的 76%, 从年龄分布看, 中壮年群体 (26-48 岁) 占比较高。此结果说明了电视在观众心中依然有强大的

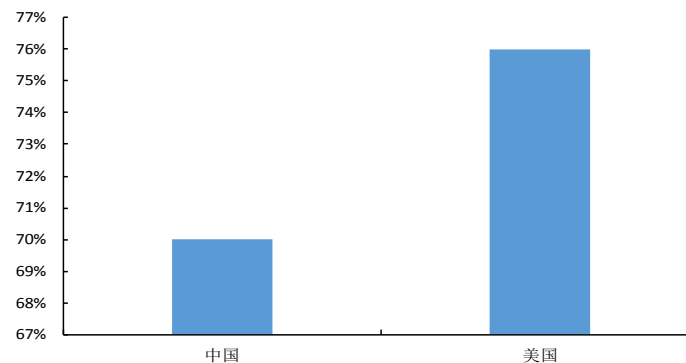
影响力。

在未来一年，中美两国在付费电视的订阅方面趋势大体相似。61%的中国用户表示不会取消订阅，而仅有 15%的用户在一年内计划更换电视供应商。此外与美国相比，中国观众追剧比例更高，而在年龄分组上，少年组和青年组追剧比例达到了 90% 以上。因此对影视企业来说，打造符合年轻群体所偏好的题材可能带来较高的收益。此外，付费电视用户忠诚度较高，表明了电视订阅将在未来一年保持稳定。

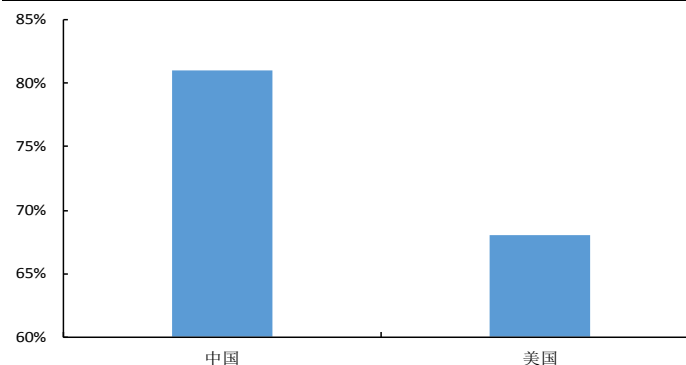
表 6: 娱乐及媒体市场规模 (百万美元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2014-2019 年均复合增长率
B2B	6,343	6,931	7,462	8,109	8,711	9,276	9,851	10,499	11,064	11,705	6.088
图书出版	11,512	11,718	11,947	12,162	12,315	12,418	12,545	12,698	12,889	13,127	1.285
杂志出版	4,106	4,639	4,906	5,243	5,500	5,723	5,926	6,104	6,275	6,414	3.122
电影娱乐	2,135	2,703	3,359	3,856	5,065	5,807	6,649	7,611	8,709	9,965	14.491
互联网接入	24,899	29,545	34,440	41,603	46,692	53,563	61,032	69,467	78,391	88,407	13.618
互联网广告	4,652	7,870	10,342	13,286	16,616	20,260	24,034	27,692	30,955	33,549	15.088
报纸出版	10,774	12,244	12,664	13,607	14,652	15,698	16,755	17,861	19,026	20,312	6.750
户外广告	4,454	4,545	4,658	4,905	5,400	5,924	6,554	7,217	7,882	8,622	9.809
无线电广播	1,496	1,679	1,824	1,928	2,176	2,366	2,572	2,796	3,047	3,301	8.693
音乐	619	645	682	725	790	860	917	970	1,015	1,049	5.850
电视广告	4,949	5,592	5,950	6,307	6,860	7,280	7,871	8,358	9,000	9,458	6.636
付费电视和许可证费用	7,103	8,300	9,723	11,683	14,051	16,449	18,813	20,906	22,644	24,105	11.400
视频游戏	4,712	5,574	6,464	7,463	8,431	9,148	9,848	10,548	11,309	12,156	7.592
总计	87,755	101,984	114,419	130,928	147,258	164,774	183,366	202,676	222,206	242,170	10.461

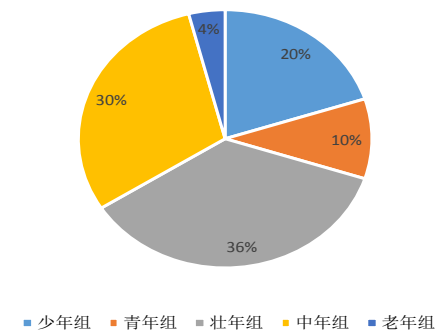
资料来源: pwc, 信达证券研发中心

图 22: 家庭订购付费电视


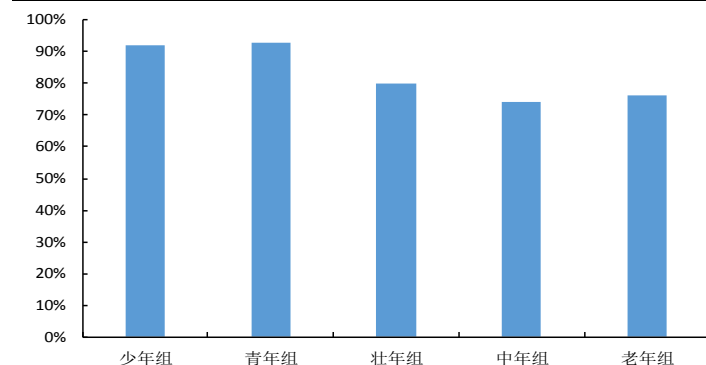
资料来源: deloitte, 信达证券研发中心

图 24: 电视观众追剧比例


资料来源: deloitte, 信达证券研发中心

图 23: 家庭订购付费电视服务群体分布


资料来源: deloitte, 信达证券研发中心

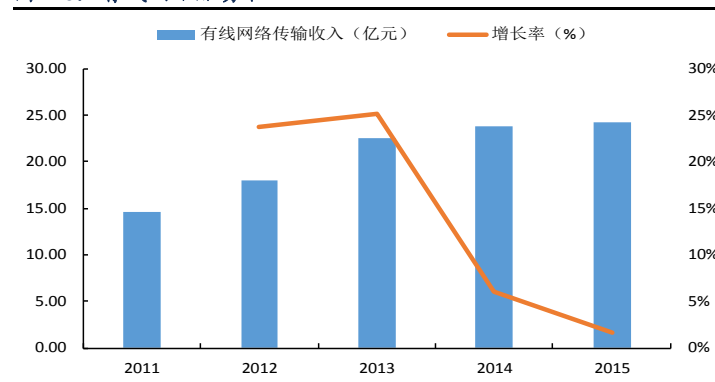
图 25: 不同年龄追剧倾向


资料来源: deloitte, 信达证券研发中心

公司旗下湖南省有线电视网络(集团)股份有限公司是湖南省有线电视网络运营主体。公司把稳定并扩大用户规模摆在突出位置,以精细化营销为抓手,在基本业务、数据业务、营销提质等方面集中发力,业务发展取得新成效。省内基本用户、高清用户、宽带用户、双向接入用户期末总数分别达到 543.38 万户、147.06 万户、91.83 万户和 200.73 万户。面对融合发展新趋势,湖南有线集团在内容、技术、平台、营销等各层面进行了较深入的融合,初步构建了升级发展的新生态。公司联手阿里巴巴,成功举办了“2015 开创家庭数字娱乐新时代”发布会,推出了国内领先的新一代智能机顶盒“家盒”,打造家庭互联网娱乐新生态。此外,公司还以平安城市为切入点打造智慧城市模式,智慧城市项目签约 9 家,启动 4 家。被列为省重点投资项目和全国广电网络重要节点 IDC 项目正式开工,将对有线网新生态业务的开展提供有力支撑。省外网络合作方面,

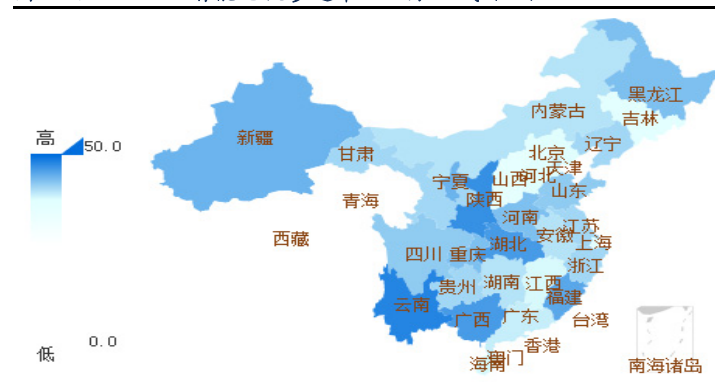
公司重点瞄准有良好预期的省外网络资源。2015 年公司投资 2.02 亿元成功增持了新疆广电网络 10% 的股份（持股比例达到 20%），位居新疆网络第二大股东；投资 3347 万元获得大连天途有线网络 3.5% 的股份。尽管公司网络传输服务自 2014 年以来增长率显著下滑，传统业务遭受挑战，但是从行业来看，数字机顶盒和以智能电视为代表的 OTT 设备的发展给电视带来了新玩法。可点播的数字机顶盒（DVB）虽然会导致直播收视时长小幅下降，但是额外带来的时长规模巨大。而智能电视在二三四线城市的发展水平甚至已经超过了一线城市，未来市场规模巨大。因此我们认为公司有线网络传输服务增速将会有所回升。

图 26: 有线网络服务收入



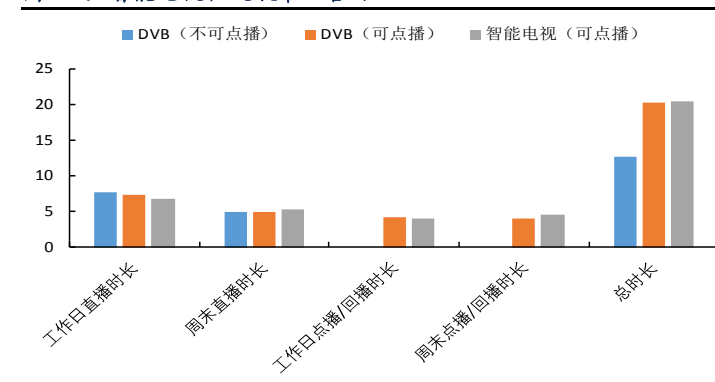
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 2015H1 智能电视渗透率——分地域 (%)



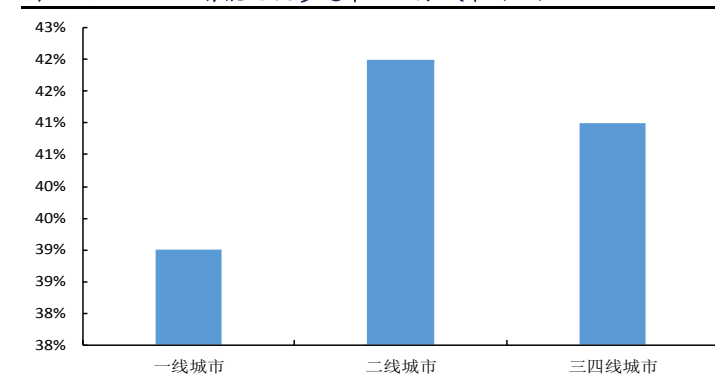
资料来源: MiaoZhen Systems, 信达证券研发中心

图 27: 智能电视把观众带回客厅



资料来源: MiaoZhen Systems, 信达证券研发中心

图 29: 2015H1 智能电视渗透率——分城市 (%)



资料来源: MiaoZhen Systems, 信达证券研发中心

表 7: 有线电视覆盖量 (不含农村)

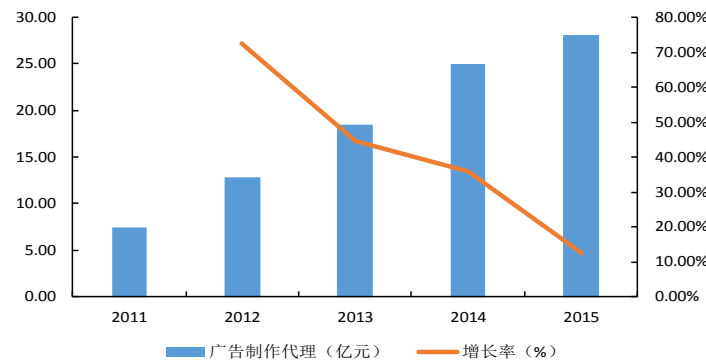
截止日	2013.12	2014.12	2015.12
数量类型	当期值	当期值	当期值
时间区间	12 个月	12 个月	12 个月
业务量			
有线电视用户数(万户)	530	538.09	543.38
有线电视用户数:同比(%)	8.16	1.53	0.98

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

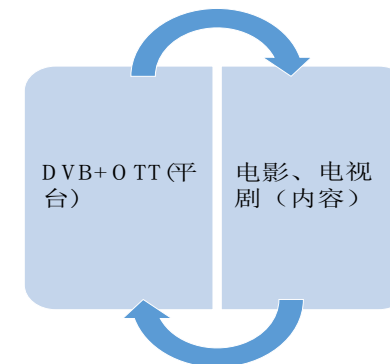
传统业务升级焕发生机

公司传统业务包括广告、电影、电视剧等, 主要有三个平台: 一是以广州、上海、北京为基地辐射全国的韵洪广告公司, 主要从事电视媒体、新媒体广告代理业务, 已涵盖广告代理、广告策划与制作、广告发布并举的全业务广告经营; 二是电广传媒文化发展公司, 主要从事电视剧的策划、制作、发行、艺员经纪业务; 三是电广传媒影业公司, 主要从事电影业务的投资、拍摄和发行业务。公司自 2011 年起不再独家代理大股东广告业务, 经过多年的努力, 2015 年公司广告收入达 28.12 亿元, 是 2011 年的 3.8 倍。尽管近几年广告收入增速大幅下滑, 但是公司广告体量大, 总体依然保证良好增长。同时, 我们认为随着与阿里合作的深入, 以 DVB+OTT 平台为载体, 优秀的影视 IP 为内容, 利用用户过去观看的数据, 深度挖掘观众最爱的电视剧, 公司能够实现个性化推荐节目, 提升服务的质量, 通过优质内容带动广告业务, 实现内容与广告双丰收, 从而为公司带来庞大的商业利益。

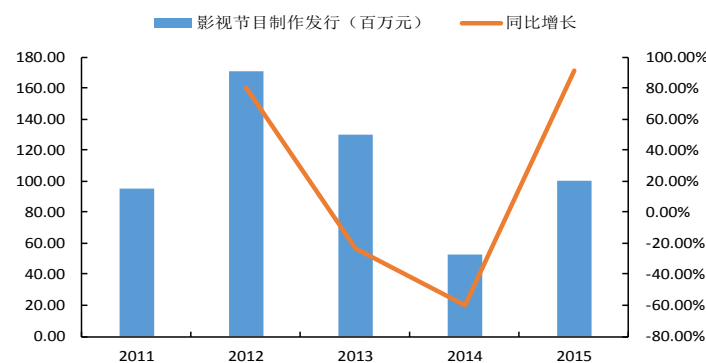
影视剧方面, 公司投资的主要影视作品包括电影《致青春》、《全民目击》、《微爱》、《滚蛋吧! 肿瘤君》, 电视剧《绝对权力》、《雍正王朝》、《青瓷》、《怒放》等等, 公司在 2015 年实现 1 亿元的收入, 同比增长了 91.62%, 成功阻止了影视收入连续下滑。公司同时还加强了项目的储备与开发, 目前已经形成主控片单 5 部, 开发项目储备超过 15 个。《不期而遇》正在拍摄中, 《霍桑探案》已在积极策划和改编。电视剧方面, 共有 5 部剧推向市场, 其中《怒放》在央视一套播出, 产生了较大的影响。此外, 公司旗下子公司电广传媒影业公司与美国狮门影业正式签约, 开启了中国电影与好莱坞影业深度合作的新纪元, 在业界产生了广泛的影响。狮门项目上半年上映《惊天魔盗团 2》、《埃及众神》、《囚犯》和《抉择》等影片, 实现全球票房 4.96 亿美元; 在海外严格的版权保护政策下, 项目后期以影碟为代表的衍生产品收益也相当可观, 有望为公司带来较为丰厚的收益。

图 30: 广告收入实现稳定增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 平台与内容相互协同作用


资料来源: 信达证券研发中心

图 32: 影视收入大幅上涨


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

酒店旅游稳步增长

公司旗下子公司长沙世界之窗有限公司通过移动互联网营销及创新手段, 在主题活动打造、游乐设施提质和服务品质提升等方面取得新的进展。推出的“疯狂抢红包”、“侏罗纪水世界”等文化主题活动, 呈现出营销口碑为王、注重原汁原味、固化精品活动等亮点。2015年全年实现收入1.63亿元, 实现净利润4601万元, 再创历史新高。湖南圣爵菲斯投资有限公司积极主动顺应市场形势, 增收节支, 同时采取移动互联网营销策略, 实现经营收入1.6亿元, 刷新了酒店开业以来的收入新高, 收入增长率名列长沙酒店行业前茅。荣获“全国文明旅游先进单位”“最受欢迎酒店奖”等称号, 公司预计今年酒店业务能实现盈利。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

主要假设:

(1) **新媒体业务:** 公司通过不断并购转型新媒体, 从目前的经营状况看, 并购的子公司运营状况良好随着并购公司的并表以及业绩承诺的逐渐兑现, 同时韵洪广告公司也在大力拓展芒果 TV、爱奇艺及土豆网络等新媒体广告业务, 在未来我们认为公司将获得稳定的收入。根据业绩承诺, 我们预计七家公司 2016-2018 年按照持股比例确认的净利润分别不低于为 2.85、4.15、4.98 亿元。

表 8: 2016-2018 年子公司业绩承诺

时间	标的名称	标的估值 (亿元)	公司投资额 (亿元)	持股比例	业绩承诺 (万元)		
					2016 年	2017 年	2018 年
2014 年 8 月	广州翼锋	1.53	1.67	51.00%	2015-2017 年均净利润不低于 4000 万元		
2014 年 8 月	江苏物泰	1.93	1.23	45.00%	5500	12800	14000*
2015 年 10 月	北京掌阅	13.53	10.4	80.00%	5000	7000	10000
2015 年 8 月	久之润	12.7	10.2	100.00%	15600	18800	21600
2015 年 8 月	金极点	1.63	1.1	51.00%	2150	3350	3685*
2015 年 8 月	亿科思奇	3.67	2.4	60.00%	4800	5500	6050*
2015 年 8 月	九指天下	4.88	3.25	51.00%	750	8500	12000
	合计	39.87	30.25		37800	59950	71735

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

注: 标*为信达证券研发中心预测

(2) **传统业务:** 公司传统业务收入主要来源于广告、影视业、有线网络传输服务及旅游业。公司的广告业和有线网络传输服务业务增长稳定, 具体爆发预期需要看公司转型进度以及与阿里合作情况而定。旅游业方面, 公司今年世界之窗继续保持稳步增长, 酒店业务能实现收益。影视业方面, 公司与狮门影业合作, 合作期为三年, 未来狮门影业出品的电影电广传媒都有机会投资 25%。狮门影业每年还将有 4 部电影给电广传媒在中国独家销售。与狮门合作的项目上半年上映的《惊天魔盗团 2》、《囚犯》等影片实现全球票房 4.96 亿美元, 而截至 2016 年 6 月 30 日公司尚未完成收益确认工作, 考虑到狮门影业手中握有大量优质 IP (惊天魔盗团、电锯惊魂、敢死队等), 我们看好影业未来发展。

表 9：电广传媒传统业务经营预测（万元）

报告期	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
广告制作代理						
收入	184,258.83	250,294.55	281,249.87	323,437.35	371,952.95	390,550.60
成本	171,690.25	230,124.92	257,827.97	295,945.18	340,336.95	357,353.80
毛利率(%)	6.82%	8.06%	8.33%	8.50%	8.50%	8.50%
增长率	44.40%	35.84%	12.37%	15.00%	15.00%	5.00%
网络传输服务						
收入	225,078.49	238,625.17	242,582.93	249,860.42	257,356.23	265,076.92
成本	122,482.46	130,970.69	132,438.79	136,411.95	140,504.31	144,719.44
毛利率(%)	45.58%	45.11%	45.40%	45.40%	45.40%	45.40%
增长率	25.09%	6.02%	1.66%	3.00%	3.00%	3.00%
旅游业						
收入	26,299.32	27,798.38	29,804.07	32,784.48	34,423.71	36,144.89
成本	2,828.10	3,122.88	3,636.66	3,770.22	3,958.73	4,156.66
毛利率(%)	89.25%	88.77%	87.80%	88.50%	88.50%	88.50%
增长率	3.68%	5.70%	7.22%	10.00%	5.00%	5.00%
投资管理收入						
收入	12,924.93	12,454.98	14,228.36	16,362.61	17,998.87	18,898.82
成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
增长率	5.41%	-3.64%	14.24%	15.00%	10.00%	5.00%
影视节目制作发行						
收入	13,034.04	5,235.88	10,033.09	11,538.05	12,691.85	13,326.45
成本	11,378.17	4,294.76	8,761.07	10,075.23	11,082.75	11,636.89
毛利率(%)	12.70%	17.97%	12.68%	12.68%	12.68%	12.68%
增长率	-23.85%	-59.83%	91.62%	15.00%	10.00%	5.00%
艺术品						
收入	47,062.73	11,992.04	2,100.00	2,100.00	2,100.00	2,100.00
成本	11,400.11	2,097.16	373.58	373.58	373.58	373.58
毛利率(%)	75.78%	82.51%	82.21%	82.21%	82.21%	82.21%

增长率	11.59%	-74.52%	-82.49%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产						
收入	291.92	72.51	37.77	15.11	10.57	10.57
成本	132.18	41.00	21.54	8.61	6.03	6.03
毛利率(%)	54.72%	43.45%	42.98%	42.98%	42.98%	42.98%
增长率	-4.06%	-75.16%	-47.91%	-60.00%	-30.00%	0.00%
其他						
收入	1,328.20	914.12	1,537.77	1,537.77	1,537.77	1,537.77
成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
增长率	-17.92%	-31.18%	68.23%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

(3) 创投业务: 2016年上半年, 旗下管理的基金新投了端点科技、迷你考拉、小满科技等 29 个新项目及 4 个项目二轮增资, 共投资 7.04 亿元; 实现昱嘉华讯、拓瑞医学、微智信业 3 个项目回购退出; 实现丰元化学、利安隆、吉比特 3 个项目 IPO, 截至目前共有 27 家企业通过 IPO 预披露, 在全行业排名第一。新三板方面, 公司投资的珐玛珈、能新科等 9 个项目已在新三板挂牌, 累计挂牌企业数量达到 50 家。在新三板正式发布的创新层企业 953 家名单中, 达晨投资的企业共有 17 家入选, 占达晨新三板挂牌企业总数的 34%。我们认为, 创投业务保守估计能保证每年 10% 的增速。

表 10: 2016 年以来首发获得通过的创投项目

时间	创投标的名称	总持股数 (万股)	占比
2016/1/27	山东丰元化学股份有限公司	460	6.33%
2016/4/19	天津利安隆新材料股份有限公司	1251.468	13.93%
2016/6/17	厦门吉比特网络技术股份有限公司	869.4	16.29%
2016/8/2	宁波激智科技股份有限公司	519.8193	8.71%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

表 11: 电广传媒投资收益测算 (单位: 万元)

投资收益	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
权益法收益	342.67	813.36	2703.11	1,286.38	1,600.95	1,863.48
成本法收益	1785.35	0.00	0.00	595.12	198.37	264.50
出售收益	15193.69	17782.09	52682.86	42,146.29	44,253.60	46,466.28
其他收益	7227.74	3864.66	10635.46	7,242.62	7,247.58	8,375.22

合计收益	24549.45	22460.11	66021.43	51,270.40	53,300.50	56,969.48
------	----------	----------	----------	-----------	-----------	-----------

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

结合以上假设, 我们预计公司 2016-2018 年实现归母净利润为 5.37、7.06、7.54 亿元, 按公司总股本 14.18 亿股计算的 EPS 分别为 0.38 元、0.50 元、0.53 元, 对应 9 月 8 日收盘价的市盈率分别为 45、35、32 倍。

公司估值及投资评级

公司目前业务主要分为新媒体、创投和传统业务三大板块。根据各个行业主要上市公司平均 PE 的情况, 考虑到公司未来将持续向新媒体业务转型且公司目前主要利润来源为新媒体业务和创投业务, 我们给予公司 2016 年整体 55 倍估值, 预计公司价值的合理中枢约为 21 元。

鉴于公司将持续转型新媒体实现“平台+内容”战略稳步落地, 首次覆盖给予“增持”投资评级。

表 12: 分业务可比上市公司 PE 情况

新媒体业务			创投业务			广电业务		
代码	公司名称	PE (2016E)	代码	公司名称	PE (2016E)	代码	公司名称	PE (2016E)
300071.SZ	华谊嘉信	33	600053.SH	九鼎投资	67	600831.SH	广电网络	53
002712.SZ	思美传媒	52	600895.SH	张江高科	57	601929.SH	吉视传媒	34
000607.SZ	华媒控股	44	600783.SH	鲁信创投	48	002238.SZ	天威视讯	27
300392.SZ	腾信股份	57	600283.SH	钱江水利	55	000156.SZ	华数传媒	44
300343.SZ	联创互联	74	000532.SZ	力合股份	135	600037.SH	歌华有线	31
300242.SZ	明家联合	50	600387.SH	海越股份	103	600637.SH	东方明珠	25
平均		52	平均		78	平均		36

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

注: 股价为 2016 年 09 月 08 日收盘价

风险因素

- 1、DVB+OTT 业务开展不达预期;
- 2、新收购公司业绩承诺无法兑现;
- 3、影视票房/收视率不达预期;
- 4、投资管理业务不达预期等。

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,068.93	6,792.26	7,815.58	8,960.09	9,960.19
货币资金	1,619.75	1,951.05	2,258.05	2,827.29	3,617.69
应收票据	1.26	1.58	1.95	2.22	2.32
应收账款	299.99	439.32	542.72	616.96	643.89
预付账款	837.56	918.73	1,109.85	1,266.09	1,323.08
存货	1,711.63	2,025.90	2,447.33	2,791.85	2,917.53
其他	598.75	1,455.68	1,455.68	1,455.68	1,455.68
非流动资产	10,704.61	13,360.31	13,361.75	13,359.80	13,374.24
长期投资	737.16	1,104.37	1,104.37	1,104.37	1,104.37
固定资产	5,894.03	6,016.78	6,201.34	6,588.82	6,600.00
无形资产	801.99	840.10	816.61	793.12	769.63
其他	3,271.43	5,399.06	5,239.43	4,873.50	4,900.24
资产总计	15,773.55	20,152.57	21,177.32	22,319.89	23,334.43
流动负债	3,754.71	5,538.12	5,916.09	6,208.54	6,314.99
短期借款	1,349.81	3,038.73	3,038.73	3,038.73	3,038.73
应付账款	713.94	834.69	1,008.32	1,150.27	1,202.05
其他	1,690.96	1,664.70	1,869.03	2,019.54	2,074.21
非流动负债	1,913.10	3,182.62	3,182.62	3,182.62	3,182.62
长期借款	1,396.75	1,434.09	1,434.09	1,434.09	1,434.09
其他	516.35	1,748.53	1,748.53	1,748.53	1,748.53
负债合计	5,667.81	8,720.75	9,098.71	9,391.16	9,497.61
少数股东权益	346.20	709.61	819.56	964.08	1,118.46
归属母公司股东权益	9,759.53	10,722.22	11,259.05	11,964.64	12,718.36
负债和股东权益	15773.55	20152.57	21177.32	22319.89	23334.43

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,473.88	5,985.35	7,394.02	8,405.44	8,772.42
同比(%)	7.27%	9.34%	23.54%	13.68%	4.37%
归属母公司净利润	332.54	381.35	536.83	705.59	753.72
同比(%)	-31.25%	14.68%	40.77%	31.44%	6.82%
毛利率(%)	32.29%	31.20%	32.72%	32.48%	32.40%
ROE(%)	3.45%	3.72%	4.88%	6.08%	6.11%
每股收益(元)	0.23	0.27	0.38	0.50	0.53
P/E	73	64	45	35	32
P/B	2.50	2.28	2.17	2.04	1.92
EV/EBITDA	21.08	18.20	15.52	13.32	12.54

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,473.88	5,985.35	7,394.02	8,405.44	8,772.42
营业成本	3,706.51	4,118.03	4,974.68	5,674.99	5,930.44
营业税金及附加	45.01	47.81	59.15	67.24	70.18
营业费用	343.05	423.09	517.58	420.27	438.62
管理费用	909.54	1,109.12	1,183.04	1,344.87	1,403.59
财务费用	164.97	298.39	364.24	364.63	359.28
资产减值损失	85.33	58.37	21.84	24.83	25.92
公允价值变动收益	-1.21	-0.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	224.60	660.21	512.70	533.01	569.69
营业利润	442.85	590.69	786.19	1,041.61	1,114.09
营业外收入	27.23	27.99	34.09	34.09	34.09
营业外支出	16.67	7.97	11.79	13.06	13.06
利润总额	453.41	610.70	808.48	1,062.64	1,135.12
所得税	66.24	137.28	161.70	212.53	227.02
净利润	387.18	473.42	646.79	850.11	908.09
少数股东损益	54.64	92.07	109.95	144.52	154.38
归属母公司净利润	332.54	381.35	536.83	705.59	753.72
EBITDA	1,336.44	1,669.82	1,958.68	2,282.52	2,423.53
EPS (摊薄)	0.23	0.27	0.38	0.50	0.53

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	153.01	582.46	941.87	1,250.78	1,519.95
净利润	387.18	473.42	646.79	850.11	908.09
折旧摊销	710.97	744.82	792.37	862.05	930.58
财务费用	172.05	314.30	357.83	357.83	357.83
投资损失	-224.60	-660.21	-512.70	-533.01	-569.69
营运资金变动	-1,017.57	-342.71	-360.20	-307.65	-129.17
其它	124.97	52.83	17.79	21.45	22.31
投资活动现金流	-1,501.12	-2,071.61	-277.05	-323.71	-371.72
资本支出	-1,002.71	-946.56	-789.75	-856.72	-941.42
长期投资	1,628.31	865.17	512.70	533.01	569.69
其他	-2,126.72	-1,990.22	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,345.11	1,813.19	-357.83	-357.83	-357.83
吸收投资	5.37	32.46	0.00	0.00	0.00
借款	-1,095.14	1,170.68	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	255.33	380.95	357.83	357.83	357.83
现金净增加额	-2693.24	324.96	306.99	569.24	790.40

研究团队简介

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，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，目前从事中小企业研究（消费方向）。

胡申，分析师，经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

关健鑫，分析师，经济学硕士，证券从业8年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前从事中小企业研究（科技方向）。

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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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