

剥离新闻传媒类资产，转型互联网

投资要点

- **事件:** 公司 2 月 16 日晚公告, 拟向控股股东浙报传媒控股集团有限公司出售新闻传媒类资产, 目前尽职调查、审计评估等各项工作正在积极推进, 明确重组方案取得相关政府主管部门的前置审批后将复牌。
- **点评: 积极响应国企改革, 剥离传统业务, 加速搭建互联网枢纽型传媒集团。** 传统纸媒近年呈现断崖式下滑趋势, 2015 年全国报纸广告降幅高达 35.4%, 公司原有主业在营收、毛利率方面均有下降, 对整体业绩造成一定拖累。2016 年前三季度, 公司实现营业收入 21.9 亿元, 同比下滑 2.8%; 实现归母净利润 4.0 亿元, 基本与上年同期持平。2016 年上半年, 浙报发展和钱报公司两家主要从事出版发行的子公司净利润合计 6169 万元, 对比公司同期整体 3 亿元的归母净利润, 贡献较为有限。本次新闻传媒资产剥离对行业而言是一次文化传媒领域国企改革的有益实践, 对公司而言是甩开包袱优化业务结构的腾飞。
- **互联网业务持续升级, 游戏+大数据+产业投资。** 1) 游戏方面, 2013 年公司耗资 32 亿元收购杭州边锋和上海浩方, 深度布局互联网游戏和电竞, 2016 年上半年, 边锋实现净利润 2.2 亿元, 是公司业绩的核心支柱; 2) 大数据方面, 2016 年底公司完成非公开募资 19.5 亿元用于投建互联网数据中心项目, 目前大数据交易中心及互联网数据中心项目进入建设阶段, 未来大数据产业成为公司主产业平台之一, 形成新的盈利增长点(互联网数据中心预计 9 年内实现营业收入 61.9 亿元、实现净利润 18.9 亿元); 3) 公司以东星空为主的文化产业投资平台自 2015 年下半年起进入回报期, 2016 上半年东方星空实现净利润 738 万元。
- **眼光前瞻, 机制创新。** 公司为党报集团控股上市公司, 在体制机制改革方面一直走在前端, 之前一系列动作例如顺应采编与经营分开的行业政策要求、积极推动投资项目股改启动并完成东方星空向 FOF 转型工作推升投资效率、响应政府大数据产业战略挖掘蓝海市场等都体现公司的灵活性与前瞻性。
- **盈利预测:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.50 元、0.56 元和 0.61 元 (由于剥离资产规模以及时点未知, 暂时不考虑剥离影响), 我们持续看好公司国企改革动力以及互联网前瞻布局, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏业务或大数据项目开展低预期风险、剥离资产受阻风险、投资回报或不及预期。

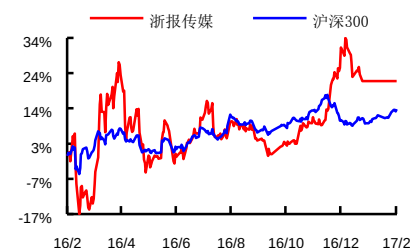
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3457.55	3819.41	4354.82	5233.56
增长率	12.77%	10.47%	14.02%	20.18%
归属母公司净利润 (百万元)	610.30	654.29	726.72	800.33
增长率	17.98%	7.21%	11.07%	10.13%
每股收益 EPS (元)	0.47	0.50	0.56	0.61
净资产收益率 ROE	16.13%	10.62%	11.03%	11.35%
PE	37	35	31	28
PB	4.15	2.86	2.66	2.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 罗亚琨
 电话: 0755-88604093
 邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.02
流通 A 股(亿股)	11.88
52 周内股价区间(元)	12.11-19.21
总市值(亿元)	227.06
总资产(亿元)	74.34
每股净资产(元)	3.73

相关研究

1. 浙报传媒 (600633): 业绩超预期, 看点互娱+大数据 (2016-04-11)

我们认为，公司未来收入的增长点主要在数字娱乐领域和大数据领域。

关键假设：

- 1) 休闲类游戏与移动游戏市场保持平稳增长，未来三年增速分别不低于 10% 与 25%；
- 2) 传统报业市场不出现灾难式急剧萎缩（由于剥离资产规模以及时点尚不确定，暂时不考虑剥离影响）；
- 3) 公司三费率无明显变化。

盈利预测：

为与公司业务板块照应同时考虑到业务间的关联程度，我们按数字娱乐、新闻传媒与其他业务（包含大数据）为标准进行收入预测：

1) 数字娱乐：边锋在游戏方面的运营较为成熟，2016 年受三国杀业务拆分营收有所减少，但正在加大力度做移动游戏、棋牌竞技、直播业务，营收增速有望回暖，另外电子竞技作为游戏、体育领域的热点之一，未来变现能力有望增强。预计 2016-2018 年收入分别为 10 亿元、11 亿元、13 亿元。毛利率维持在 80% 左右。

2) 新闻传媒与智慧服务：传统报业的营收在行业断崖式下滑的背景下会进一步萎缩，而立足新媒体的智慧服务业务则涉足养老、医疗等蓝海市场以及电商领域，尽管目前量级有限，但未来发展潜力无限。预计 2016-2018 年收入分别为 21 亿元、23 亿元、27 亿元，毛利率整体轻微下滑，2016-2018 年毛利率分别为 22%、20%、18%。

3) 其他业务：大数据方面，目前还未开启，预计未来两三年投入多过回报，暂时不作业绩预期，但按公司互联网数据中心项目 9 年实现 62 亿元收入测算，这块业务也将成为公司的中流砥柱。其他收入按照公司过去情况作出预测，预计 2016-2018 年收入分别为 7 亿元、9 亿元、13 亿元，毛利率稳定在 44% 左右。

我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：万元		2015A	2016E	2017E	2018E
数字娱乐	收入	103151.1	103531.4	113482.0	129524.0
	增速	15.5%	0.4%	9.6%	14.1%
	毛利率	79.0%	80.1%	78.5%	80.8%
新闻传媒与智慧服务	收入	189319.4	205603.7	231087.4	266809.2
	增速	10.1%	8.6%	12.4%	15.5%
	毛利率	24.3%	22.4%	20.1%	18.4%
其他业务	收入	53284.5	72805.7	90912.5	127022.4
	增速	17.5%	36.6%	24.9%	39.7%
	毛利率	33.1%	42.3%	44.1%	44.4%
合计	收入	345755.0	381940.8	435481.9	523355.6
	增速	12.8%	10.5%	14.0%	20.2%
	毛利率	42.0%	41.8%	40.3%	40.2%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3457.55	3819.41	4354.82	5233.56	净利润	882.45	842.74	942.91	1047.38
营业成本	2006.77	2221.76	2597.68	3131.31	折旧与摊销	97.93	93.58	97.98	102.38
营业税金及附加	37.02	40.89	46.62	56.03	财务费用	13.87	15.31	-6.41	-8.98
销售费用	422.68	469.63	536.03	643.23	资产减值损失	13.79	15.00	15.00	15.00
管理费用	480.74	517.58	595.70	715.63	经营营运资本变动	-123.46	94.73	73.26	108.88
财务费用	13.87	15.31	-6.41	-8.98	其他	-437.21	-335.19	-414.97	-414.98
资产减值损失	13.79	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	447.36	726.18	707.78	849.68
投资收益	418.74	320.00	400.00	400.00	资本支出	-96.16	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-126.38	306.49	380.00	380.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-222.54	206.49	280.00	280.00
营业利润	901.43	859.23	970.19	1081.33	短期借款	255.00	-255.00	0.00	0.00
其他非经营损益	48.84	54.93	52.90	53.58	长期借款	-345.00	-1100.00	0.00	0.00
利润总额	950.27	914.17	1023.09	1134.91	股权融资	84.25	1935.97	0.00	0.00
所得税	67.82	71.42	80.18	87.53	支付股利	-261.42	-308.42	-330.65	-367.26
净利润	882.45	842.74	942.91	1047.38	其他	153.40	-1118.72	6.41	8.98
少数股东损益	272.15	188.46	216.19	247.06	筹资活动现金流净额	-113.77	-846.17	-324.24	-358.27
归属母公司股东净利润	610.30	654.29	726.72	800.33	现金流量净额	113.47	86.51	663.54	771.41
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1729.93	1816.44	2479.98	3251.38	成长能力				
应收和预付款项	597.74	650.80	743.10	898.28	销售收入增长率	12.77%	10.47%	14.02%	20.18%
存货	53.77	59.76	69.88	84.26	营业利润增长率	47.16%	-4.68%	12.91%	11.46%
其他流动资产	149.63	164.72	187.81	225.71	净利润增长率	44.32%	-4.50%	11.89%	11.08%
长期股权投资	796.85	796.85	796.85	796.85	EBITDA 增长率	41.56%	-4.45%	9.67%	10.64%
投资性房地产	336.49	350.00	370.00	390.00	获利能力				
固定资产和在建工程	525.35	453.86	382.36	310.87	毛利率	41.96%	41.83%	40.35%	40.17%
无形资产和开发支出	3200.08	3280.03	3355.57	3426.72	三费率	26.53%	26.25%	25.84%	25.79%
其他非流动资产	629.54	627.51	625.48	623.44	净利率	25.52%	22.06%	21.65%	20.01%
资产总计	8019.39	8199.97	9011.03	10007.51	ROE	16.13%	10.62%	11.03%	11.35%
短期借款	255.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.00%	10.28%	10.46%	10.47%
应付和预收款项	991.02	1139.64	1303.34	1569.88	ROIC	27.28%	21.94%	24.38%	27.31%
长期借款	0.00	-1100.00	-1100.00	-1100.00	EBITDA/销售收入	29.30%	25.35%	24.38%	22.45%
其他负债	1304.20	221.29	256.38	306.20	营运能力				
负债合计	2550.22	260.93	459.72	776.08	总资产周转率	0.46	0.47	0.51	0.55
股本	1188.29	1301.92	1301.92	1301.92	固定资产周转率	6.48	7.82	10.44	15.15
资本公积	1564.78	3387.11	3387.11	3387.11	应收账款周转率	11.12	11.37	11.42	11.74
留存收益	1472.28	1818.15	2214.23	2647.30	存货周转率	37.41	38.94	39.95	40.51
归属母公司股东权益	4225.77	6507.19	6903.26	7336.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.85%	—	—	—
少数股东权益	1243.40	1431.86	1648.05	1895.10	资本结构				
股东权益合计	5469.17	7939.04	8551.31	9231.43	资产负债率	31.80%	3.18%	5.10%	7.75%
负债和股东权益合计	8019.39	8199.97	9011.03	10007.51	带息债务/总负债	10.00%	-421.57%	-239.28%	-141.74%
					流动比率	1.00	2.00	2.25	2.39
					速动比率	0.98	1.95	2.21	2.35
					股利支付率	42.84%	47.14%	45.50%	45.89%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.50	0.56	0.61
					每股净资产	4.20	6.10	6.57	7.09
					每股经营现金	0.34	0.56	0.54	0.65
					每股股利	0.20	0.24	0.25	0.28
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1013.23	968.13	1061.77	1174.73					
PE	37.20	34.70	31.24	28.37					
PB	4.15	2.86	2.66	2.46					
PS	6.57	5.94	5.21	4.34					
EV/EBITDA	18.49	18.73	16.39	14.11					
股息率	1.15%	1.36%	1.46%	1.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn