

告别传统报业，紧拥互联网浪潮

投资要点

- **事件:** 1) 公司 2016 年实现营业收入 35.5 亿元, 同比增长 2.6%; 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 0.3%; 实现扣非归母净利润 2.5 亿元, 同比下降 39.1%。2016 年利润分配预案为向全体股东每 10 股派现金红利 0.95 元(含税)。2) 公司作价 20 亿元以现金方式向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产(包括 21 家以及子公司股权)。3) 公司名称拟变更为: 浙报数字文化集团股份有限公司。
- **收入保持稳定, 主业利润受到广告、游戏拖累。** 营收方面, 主要创收的商品销售业务同比增长 33.9%, 但广告业务、在线游戏运营业务以及发行业务均出现下降, 变化幅度分别为 -5.9%、-28.1%、-2.9%, 整体基本与上年持平。利润方面, 三费无明显变化, 但广告与游戏毛利率下滑导致利润规模缩水。其中, 游戏业务表现低于预期, 主要是: 1) 边锋转型布局移动端和棋牌竞技, 推出“杭牌全集”、“甜甜萌物语”等一系列手游, 业绩体现需要时间; 2) 电竞直播平台“战旗直播”孵化投入较多; 3) 三国杀业务自 2015 年下半年独立运营后, 收入不再并表。巨额非经常性损益产生的原因主要是子公司东方星空将所持有的华数传媒的投资按照会计准则由长期股权投资转为可供出售金融资产核算所确认的损益有近 6 亿元。
- **剥离新闻传媒类业务, 聚焦互联网数字文化产业。** 传统纸媒近年呈现断崖式下滑趋势, 2015 年、2016 年全国报纸广告降幅分别为 35.4%、38.7%, 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。传统业务剥离后, 主要影响: 1) 优化业务结构, 尽管营收利润规模短期缩水, 但利润率显著回升, 中长期将大幅改善公司经营情况。剔除新闻传媒类影响, 公司其他业务 2016 年对应营收 9.2 亿元、归母净利润 4.5 亿元, 净利率超过 50%。2) 主营完全切换为互联网业务可带动估值提升。3) 完成出售后, 公司将获得 20 亿元现金, 为今后的优质资产投资、产业并购以及业务经营提供保障。
- **重点布局三大领域 (IP 为核心的数字娱乐、电竞为主的垂直直播、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 年边锋实现净利润 3.6 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, 目前旗下浙江大数据交易中心正式上线运营, “富春云”互联网数据中心进入实质性建设阶段, 大数据创客中心定址完成, 总额 10 亿元的大数据产业投资基金设立完成并已展开投资, 新的盈利增长点正在形成 (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) 投资板块: 截止 2016 年 12 月, 东方星空累计实现对外投资 10.7 亿元, 2016 年实现净利润 6.4 亿元, 同比增长 80% 左右。
- **体制机制改革走在国企前列。** 公司在改革创新方面动作频频: 2016 年完成对三重组业务的分拆重组、启动东方星空体制机制改革, 近期公司又启动重大资产重组出售新闻传媒类资产。这些尝试印证了公司突出的执行力, 为后续进一步改革创新经营机制创造有利条件。
- **盈利预测:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.52 元、0.58 元和 0.62 元 (暂时不考虑剥离影响、根据年报数适当下调营收利润), 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于预期风险、剥离资产受阻风险、投资回报或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3549.93	4177.22	4953.59	5888.17
增长率	2.67%	17.67%	18.59%	18.87%
归母净利润 (百万元)	611.63	679.71	754.34	807.56
增长率	0.22%	11.13%	10.98%	7.06%
每股收益 EPS (元)	0.47	0.52	0.58	0.62
净资产收益率 ROE	13.35%	9.45%	9.89%	9.90%
PE	40	36	33	30
PB	3.20	2.39	2.20	2.02

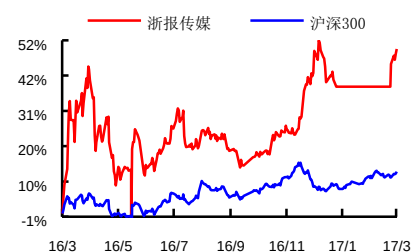
数据来源: Wind, 西南证券

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)	12.75-19.21
总市值(亿元)	245.80
总资产(亿元)	93.20
每股净资产(元)	4.97

相关研究

1. 浙报传媒 (600633): 剥离新闻传媒类资产, 转型互联网 (2017-02-20)
2. 浙报传媒 (600633): 业绩超预期, 看点互娱+大数据 (2016-04-11)

1、年报相关数据

表 1：2016 年主要子公司运营情况（单位：万元）

公司名称	业务性质	主要产品或服务	营业收入	营业利润	净利润
浙报发展	出版发行业	国内版（除港澳台）图书报刊销售等	32,500.3	5,907.7	6,542.8
钱报公司	出版发行业	国内版（除港澳台）图书报刊销售等	46,536.4	6,209.9	6,580.5
东方星空	投资业	文化产业投资、投资管理及投资咨询等	11.6	64,369.6	64,373.6
杭州边锋	软件业	技术开发、技术服务；计算机软、硬件，网络游戏等	70,368.7	28,136.2	35,771.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：按照业务板块（传统、游戏、投资、大数据）划分财务情况（单位：万元）

项目	主营业务收入	主营业务成本	资产总额	负债总额
报刊发行广告相关业务	312,360.1	250,073.0	1,211,839.0	382,352.3
游戏产业相关业务	83,776.7	16,606.2	156,102.6	68,573.3
投资业务			145,496.9	210.7
大数据业务	28.2	16.0	32,321.4	149.9
分部间抵销	46,286.9	35,944.0	613,805.5	287,040.9
合计	349,878.1	230,751.3	931,954.4	164,245.3

数据来源：公司公告，西南证券整理

2、出售新闻传媒资产相关数据

表 3：21 家拟出售资产预估值与 2016 年财务情况（单位：万元）

序号	标的公司名称	标的股权	交易价格预估值	营业收入	同比增长	营业利润	同比增长	净利润	同比增长
1	浙江日报新闻发展有限公司	100%	56530.7	32500.3	22.0%	5907.7	13.0%	6542.8	16.3%
2	钱江报系有限公司	100%	68056.6	105044.5	20.5%	5809.8	24.0%	6602.4	26.8%
3	浙江智慧网络医院管理有限公司	100%	5580.9	991.4	13.0%	0.4	-97.6%	12.0	-32.0%
4	浙江老年报报业有限公司	100%	779.5	6791.1	12.8%	-419.7	1793.3%	-327.3	-323.9%
5	浙江日报报业集团印务有限公司	100%	11738.4	63850.8	-3.5%	923.5	-44.8%	931.9	-43.1%
6	浙江九星传媒有限公司	100%	1475.4	119.7		-60.6		-61.6	
7	浙江在线新闻网站有限公司	71%	6809.3	27619.6	13.4%	-292.0	-294.4%	636.8	-38.8%
8	浙江法制报报业有限公司	51%	4240.1	6229.5	14.3%	621.6	6.4%	756.2	18.6%
9	浙江《美术报》有限公司	51%	2469.2	4643.8	-4.0%	1685.8	-5.8%	1230.9	-15.6%
10	浙江《江南游报》社有限责任公司	51%	399.5	927.3	32.4%	48.4	-28.7%	47.8	-29.0%
11	乐清日报有限公司	51%	6767.3	4594.6	2.1%	311.4	22.0%	347.1	-7.7%
12	瑞安日报有限公司	51%	2483.9	5017.7	24.9%	-373.1	-263.4%	511.9	65.8%
13	海宁日报有限公司	51%	5654.2	4825.3	0.1%	429.1	-54.4%	456.0	-52.7%
14	诸暨日报有限公司	51%	5000.0	5746.8	-0.8%	1107.5	-5.2%	1073.4	-17.6%
15	东阳日报有限公司	51%	4812.2	5029.3	-1.0%	1002.5	1.4%	1015.2	-1.8%
16	上虞日报有限公司	51%	1304.9	3056.4	36.7%	278.2	200.9%	273.0	203.1%
17	绍兴市柯桥日报有限公司	51%	3973.3	4537.9	4.2%	1054.1	-11.5%	1171.8	-1.3%

序号	标的公司名称	标的 股权	交易价格 预估值	营业 收入	同比 增长	营业 利润	同比 增长	净利润	同比 增长
18	永康日报有限公司	51%	8247.7	4353.2	0.1%	1245.9	-1.0%	1332.2	-0.5%
19	温岭日报有限公司	51%	1265.1	2900.2	20.4%	258.6	71.3%	273.9	89.1%
20	上海高铁旅游服务有限公司	51%	510.0		9.0%				
21	浙江浙商传媒有限公司	49%	1573.0	11280.4	8.7%	249.4	-73.7%	441.5	-56.2%
合计金额			199671.0	300059.6	8.4%	19788.5	-7.5%	23267.8	-1.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：出售资产对上市公司主要财务指标的影响

项目	交易前	交易后（备考）
总资产（万元）	931,954.4	965,001.3
总负债（万元）	164,245.3	135,365.9
净资产（万元）	767,709.1	829,635.4
营业收入（万元）	354,993.2	91,509.4
资产负债率（%）	17.6%	14.0%
基本每股收益（元/股）	0.51	0.38
稀释每股收益（元/股）	0.51	0.38

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3549.93	4177.22	4953.59	5888.17	净利润	1025.13	972.65	1106.98	1204.03
营业成本	2326.13	2740.04	3319.80	4020.39	折旧与摊销	121.28	110.45	114.85	119.25
营业税金及附加	31.51	37.08	43.97	52.26	财务费用	-42.00	0.01	-0.43	-0.42
销售费用	350.50	412.44	489.10	581.37	资产减值损失	29.70	15.00	15.00	15.00
管理费用	528.54	459.49	445.82	471.05	经营营运资本变动	209.43	163.63	154.15	198.25
财务费用	-42.00	0.01	-0.43	-0.42	其他	-961.37	-414.87	-415.00	-415.02
资产减值损失	29.70	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	382.18	846.86	975.54	1121.08
投资收益	592.15	400.00	400.00	400.00	资本支出	-183.23	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-244.72	400.47	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	-427.95	300.47	280.00	280.00
营业利润	917.69	913.15	1040.33	1148.52	短期借款	-5.00	-250.00	0.00	0.00
其他非经营损益	172.22	131.61	145.15	140.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1089.91	1044.76	1185.48	1289.15	股权融资	1848.03	1822.33	0.00	0.00
所得税	64.78	72.11	78.50	85.12	支付股利	-190.13	-190.54	-211.75	-235.00
净利润	1025.13	972.65	1106.98	1204.03	其他	-437.73	-23.74	0.43	0.42
少数股东损益	413.50	292.93	352.64	396.47	筹资活动现金流净额	1215.17	1358.05	-211.32	-234.58
归属母公司股东净利润	611.63	679.71	754.34	807.56	现金流量净额	1172.05	2505.38	1044.22	1166.50
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2160.41	4665.79	5710.02	6876.52	成长能力				
应收和预付款项	506.66	628.49	743.63	883.28	销售收入增长率	2.67%	17.67%	18.59%	18.87%
存货	52.69	61.94	75.07	90.97	营业利润增长率	1.80%	-0.49%	13.93%	10.40%
其他流动资产	166.86	196.35	232.84	276.77	净利润增长率	16.17%	-5.12%	13.81%	8.77%
长期股权投资	559.58	559.58	559.58	559.58	EBITDA 增长率	-1.60%	2.67%	12.81%	9.75%
投资性房地产	350.47	350.00	370.00	390.00	获利能力				
固定资产和在建工程	565.46	491.99	418.52	345.05	毛利率	34.47%	34.41%	32.98%	31.72%
无形资产和开发支出	3409.34	3476.59	3539.44	3597.89	三费率	23.58%	20.87%	18.86%	17.87%
其他非流动资产	1548.07	1543.84	1539.62	1535.40	净利率	28.88%	23.28%	22.35%	20.45%
资产总计	9319.54	11974.58	13188.72	14555.44	ROE	13.35%	9.45%	9.89%	9.90%
短期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.00%	8.12%	8.39%	8.27%
应付和预收款项	974.35	1234.60	1463.78	1753.03	ROIC	22.13%	23.04%	27.02%	30.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.08%	24.50%	23.31%	21.52%
其他负债	418.11	443.78	533.51	641.95	营运能力				
负债合计	1642.45	1678.38	1997.29	2394.98	总资产周转率	0.41	0.39	0.39	0.42
股本	1301.92	1301.92	1301.92	1301.92	固定资产周转率	6.94	9.03	12.73	18.66
资本公积	3299.17	5121.50	5121.50	5121.50	应收账款周转率	11.63	12.72	12.68	12.72
留存收益	1887.21	2376.38	2918.97	3491.53	存货周转率	43.54	47.75	48.37	48.36
归属母公司股东权益	6473.63	8799.80	9342.39	9914.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.92%	—	—	—
少数股东权益	1203.46	1496.40	1849.03	2245.51	资本结构				
股东权益合计	7677.09	10296.20	11191.43	12160.46	资产负债率	17.62%	14.02%	15.14%	16.45%
负债和股东权益合计	9319.54	11974.58	13188.72	14555.44	带息债务/总负债	15.22%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.78	3.35	3.42	3.42
					速动比率	1.75	3.31	3.38	3.38
					股利支付率	31.09%	28.03%	28.07%	29.10%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.52	0.58	0.62
					每股净资产	5.90	7.91	8.60	9.34
					每股经营现金	0.29	0.65	0.75	0.86
					每股股利	0.15	0.15	0.16	0.18
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	996.97	1023.61	1154.75	1267.34					
PE	40.19	36.16	32.59	30.44					
PB	3.20	2.39	2.20	2.02					
PS	6.92	5.88	4.96	4.17					
EV/EBITDA	20.21	16.96	14.08	11.86					
股息率	0.77%	0.78%	0.86%	0.96%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn