

人民网(603000)新股定价报告

中国第一家整体上市的新闻媒体

传媒

定价区间
18.48-21.78 元

发布时间: 2012 年 4 月 26 日

投资要点:

- 人民网股份有限公司成立于 2005 年 2 月, 由人民日报社、环球时报和中闻投资共同出资建立。公司是以新闻为核心的综合信息服务运营商, 拥有独立采编全的中央重点新闻网站, 通过人民网和环球网平台提供新闻信息, 同时在不断开拓、挖掘用户资源的基础上, 推广、经营基于互联网应用的服务和产品。
- 公司主营业务包括互联网广告业务、信息业务、移动增值业务和技术服务, 其中互联网广告业务和信息业务是公司目前最主要收入来源, 两者收入合计占公司主营业务收入的比重约为 90%, 移动增值业务营业收入占比约为 10%。
- 公司受益于文化体制改革政策优惠和互联网及移动互联网广阔的市场前景。2011 年, 我国互联网广告市场规模仍保持快速增长的趋势, 总体市场规模达到 511.9 亿元, 较去年增长 57.3%, 首次超过了报纸广告的市场规模; 我国移动互联网市场规模已达 393.11 亿元, 同比增长 97.5%。
- 公司计划公开发行 69,105,691 股 A 股股票, 占发行后总股本的 25%, 计划募集 5.27 亿元人民币, 投入移动互联网增值业务项目、技术平台改造升级项目、采编平台扩充升级项目等三个项目。
- 预计公司 2012 年每股收益为 0.66 元, 合理定价区间为 18.48-21.78 元, 对应 2012 年动态市盈率 28-33 倍。
- 风险提示: 税收优惠政策改变、政府采购波动。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2011A	49,726	49.93	13,948	70.83	0.51			
2012E	71,344	43.47	18,221	30.63	0.66			
2013E	95,687	34.12	23,491	28.92	0.85			
2014E	124,126	29.72	30,227	28.68	1.09			

发行数据	2011 年
发行前股本 (万股)	20,731
发行数量 (万股)	6,911
发行价格 (元)	20.00
发行前 EPS (元)	0.67
发行后 EPS (元)	0.51
发行前每股净资产 (元)	3.16
发行日期	2012-4-18
上市日期	2012-4-27
主承销商	中信证券

分析师: 耿云

执业证书编号: S0550511080003

TEL: (8621)2036 1136

FAX: (8621)2036 1159

Email: gengy@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、公司概况

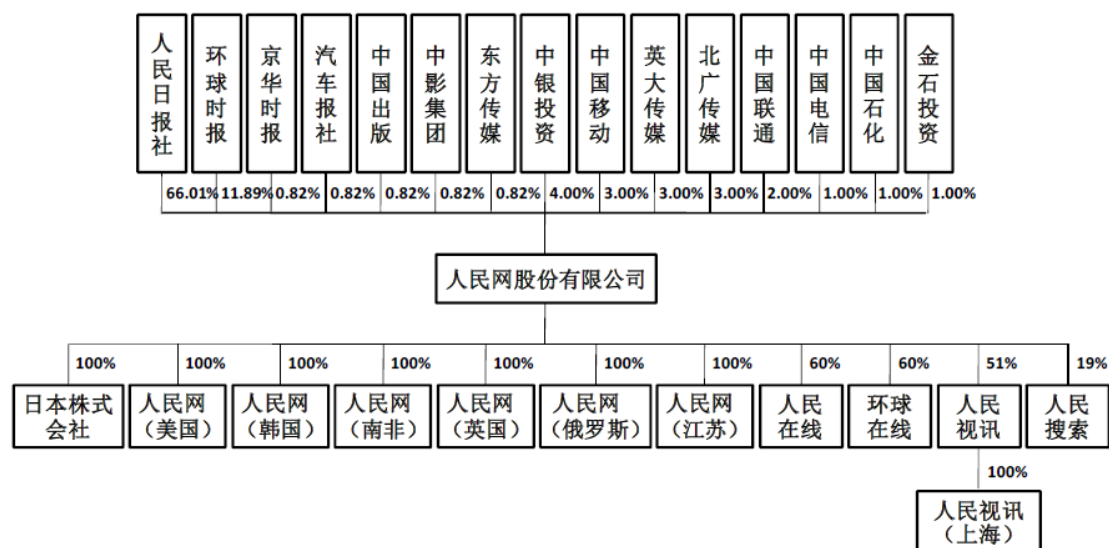
1、基本情况

人民网股份有限公司成立于 2005 年 2 月，由人民日报社、环球时报和中闻投资共同出资建立。公司是以新闻为核心的综合信息服务运营商，拥有独立采编全的中央重点新闻网站，通过人民网和环球网平台提供新闻信息，同时在不断开拓、挖掘用户资源的基础上，推广、经营基于互联网应用的服务和产品。

2、股权结构

公司的控股股东及实际控制人为人民日报社。本次发行后，人民日报社直接持有公司 47.84% 的股份，通过环球时报、京华时报和汽车报社分别间接持有公司 8.62%、0.59% 和 0.59% 的股份，合计直接及间接持有公司 57.64% 的股份。

图 1 本次发行前人民网股权结构及对外投资情况



资料来源：公司招股说明书、东北证券

3、主营业务及主要产品

目前，公司主营业务包括互联网广告业务、信息业务、移动增值业务和技术服务。

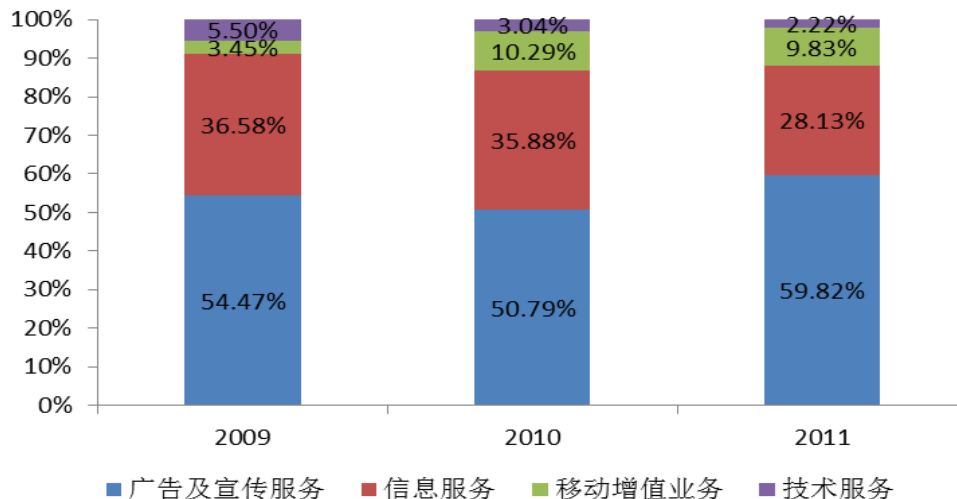
表 1 公司主营业务及主要产品

主营业务	主要产品
互联网广告业务	通过网站出售广告位置，建设形象和产品展示平台
信息服务	原创信息销售、政府信息服务、舆情研究咨询等
移动增值业务	短信、彩信、手机报、手机视频等
技术服务	提供服务器托管、宽带接入等 ISP 服务

资料来源：公司招股说明书、东北证券

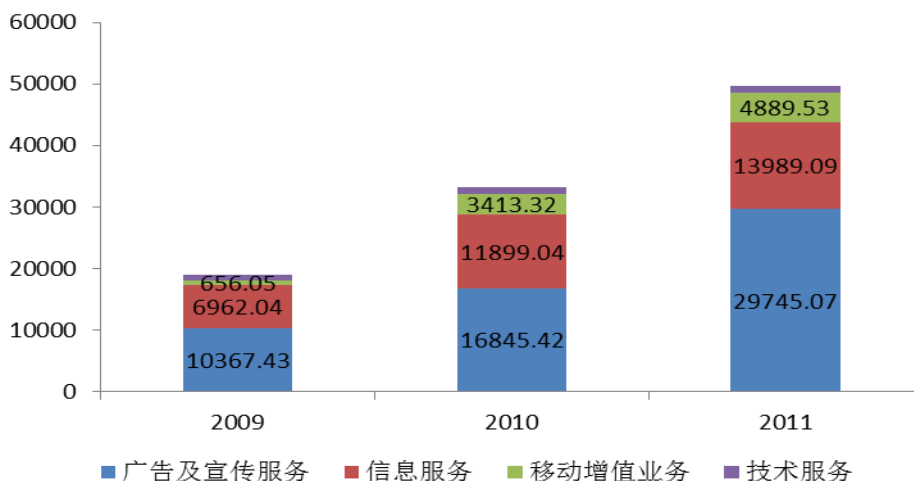
各项业务中，互联网广告业务和信息服务业务是公司目前最主要收入来源，两者收入合计占公司主营业务收入的比例约为 90%，移动增值业务营业收入占比约为 10%。

图 2 人民网主营业务收入结构



资料来源：公司招股说明书、东北证券

图 3 人民网 2009-2011 年各细分业务收入变化

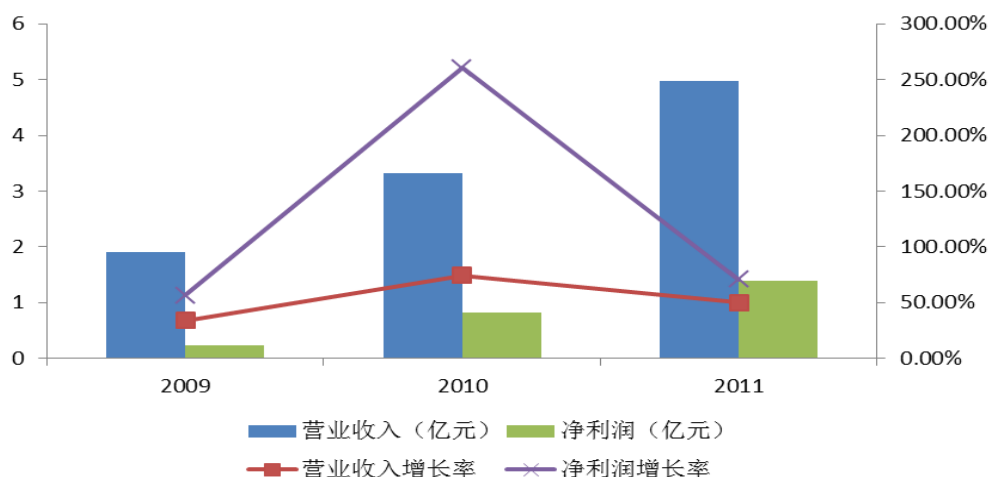


资料来源：公司招股说明书、东北证券

4、财务概述

过去三年，公司营业收入和归属于母公司净利润均保持快速增长。2009、2010、2011 年，公司营业收入分别为 1.90 亿元、3.32 亿元、4.97 亿元，同比增长率分别为 33.82%、74.26%、49.93%；归属于母公司净利润分别为 0.23 亿元、0.82 亿元、1.39 亿元，同比增长率分别为 56.49%、260.54%、70.83%。

图 4 2009-2011 年人民网营业收入和净利润快速增长

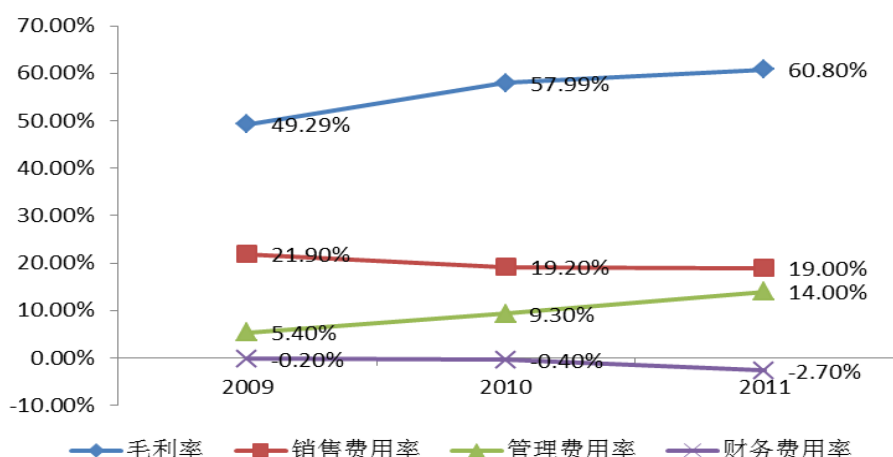


资料来源：公司招股说明书、东北证券

2009 年到 2011 年，公司毛利率呈持续增长的趋势，主要原因是边际成本随业务规模扩张逐渐降低，规模效应开始显现。公司毛利率水平从 2009 年的 49.29% 上升到了 2011 年的 60.80%。

费用率总体来说呈小幅爬升的趋势，从 2009 年的 27.10% 上升到 2011 年的 30.30%。具体来说，销售费用率逐步下降，从 2009 年的 21.9% 下降到 2011 年的 19.0%；管理费用率随公司规模扩张快速增长，从 2009 年的 5.4% 增长到 2011 年的 14.0%；财务费用主要为公司的利息收入，因此报告期内的财务费用率均为负值，2009-2011 年，公司财务费用率分别为 -0.2%、-0.4%、-2.7%。

图 5 2009-2011 年人民网毛利率、销售费用率、管理费用率及财务费用率变化情况



资料来源：公司招股说明书、东北证券

二、行业分析：政策重点扶植的文化产业+快速增长的互联网行业

1、文化产业扶植政策密集出台

自“十二五”规划纲要将文化产业发展列为支柱性产业以来，一系列文化产业扶植政策密集出台。

2012年2月15日，《国家“十二五”时期文化体制改革和发展规划纲要》对外公布，《纲要》中重申了十七届六中全会提出的文化改革发展的指导思想，将《决定》中提出的战略目标、大政方针、政策措施进行了数量化、项目化和具体化，提出了到2015年我国文化改革发展的10项重要目标。

2012年2月28日，文化部正式发布《“十二五”时期文化产业倍增计划》，提出文化产业增加值年增长高于20%，2015年比2010年至少翻一番，实现倍增。《倍增计划》从资金投入、财税、融资等多方面提出了相应保障措施，强调要加大政府投入力度。

2012年3月5日，温家宝总理在政府工作报告中将促进文化大发展大繁荣列为2012年9项主要任务之一，并将“积极发展新闻出版、广播影视、文学艺术和档案事业”详细写进报告。

2012年3月5日，在财政部提请十一届全国人大五次会议审议的《关于2011年中央和地方预算执行情况与2012年中央和地方预算草案的报告》中显示，2012年中央财政在文化体育与传媒支出为493.84亿元，增长18.7%。

表 2 2012 年一季度传媒行业政策汇总

时间	部门	政策及主要内容
2月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家“十二五”时期文化体制改革和发展规划纲要》，提出到2015年我国文化改革发展的主要目标。
2月	文化部	《“十二五”时期文化产业倍增计划》，提出文化产业增加值年增长高于20%，2015年比2010年至少翻一番，实现倍增。
3月	财政部	《关于2011年中央和地方预算执行情况与2012年中央和地方预算草案的报告》中指出2012年中央财政在文化体育与传媒支出为493.84亿元，同比增长18.7%。
3月	温家宝总理	在政府工作报告中指出“促进文化大发展大繁荣”是2012年主要任务之一，并将“积极发展新闻出版、广播影视、文学艺术和档案事业”详细写进报告。

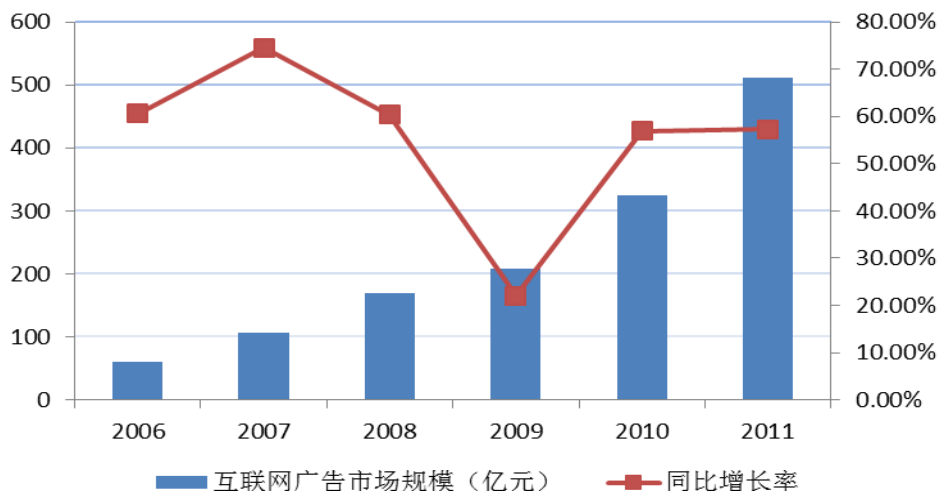
资料来源：东北证券整理

2、互联网广告市场潜力巨大，移动互联网带来巨大增长空间

根据CNNIC的数据，截至2011年12月31日，我国网民规模达到5.13亿人，全年新增网民5580万人，互联网普及率达到38.3%。

2011 年,我国互联网广告市场规模仍保持快速增长的趋势,总体市场规模达到 511.9 亿元,较去年增长 57.3%,首次超过了报纸广告的市场规模。

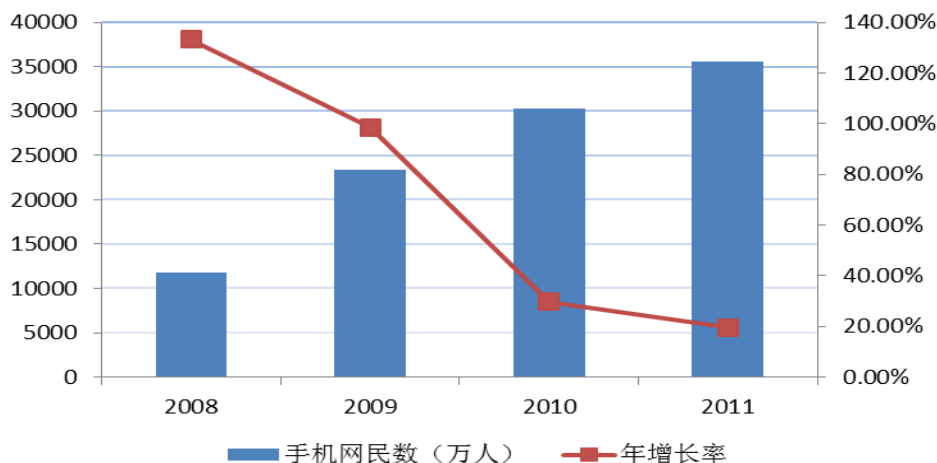
表 6 2006-2011 年我国互联网广告市场规模变化



资料来源: 艾瑞咨询、东北证券

根据 CNNIC 的数据,截至 2011 年 12 月 31 日,我国手机网民数量达到 3.56 亿,同比增长 17.6%;手机网民在总体网民中的比例从 2010 年末的 66.2%上升到 2011 年末的 69.4%。

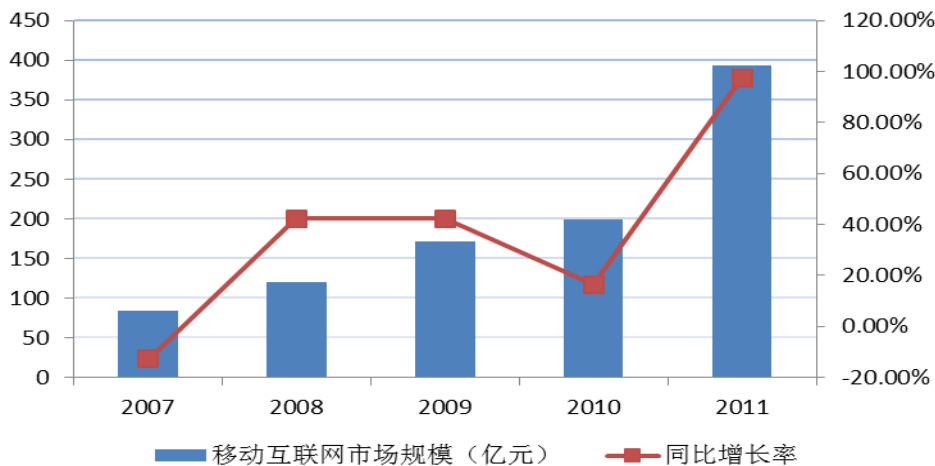
图 7 2008-2011 年我国手机网民数变化



资料来源: CNNIC、东北证券

根据艾瑞咨询的数据,2011 年,我国移动互联网市场规模已达 393.11 亿元,同比增长 97.5%,主要受益于智能手机普及率的提高和移动电子商务的发展。随着 3G 网络的完善、上网资费的下调以及智能移动终端的普及,移动互联网增值服务的种类和市场规模都将快速增长。

图 8 2007-2011 年中国移动互联网市场规模



资料来源：艾瑞咨询、东北证券

三、公司竞争优势分析：依托人民日报，提供综合信息服务

1、品牌背后的权威和公信力

《人民日报》是中国共产党中央委员会的机关报，是中国最具权威性、最有影响力的全国性报纸。股东背景决定了人民网作为国家重点新闻网站，与商业网站相比，在信息传播的权威性和公信力方面具有天然优势。“权威性、大众化、公信力”也正是人民网的办网宗旨。

人民网在国家部委中的影响力远超一般商业网站，国家台湾事务办公室、教育部、科技部等政府部委均把人民网作为独家直播其各类活动的首选网站。人民网承建了中国共产党新闻网、中国工会新闻、中国妇联新闻、中国科协新闻、知识产权网、人民消防网，以及科学发展观、创先争优、十七大新闻中心等官方网站。

此外，人民网还通过“强国论坛”、“人民时评”、“中国共产党新闻”等栏目，举办中国大学生年度人物评选、责任中国年度评选等一些列品牌活动，不断提升品牌的大众影响力。

2、独立的新闻采编权和较为全面的经营资质

目前，我国的新闻采编权仍处于严格管制状态，普通的没有传统媒体背景的商业网站并没有新闻采访权，仅仅具有新闻编辑权，即在得到相应传统媒体许可的前提下，可以转载传统媒体的新闻，并可以对题目进行编辑，在进行内容编辑时应以不改变和损害原文内容为前提。

人民网作为中国第一家整体上市的新闻媒体，拥有独立的新闻采编权，已有 133

名专业采编人员取得了新闻出版总署颁发的记者证，其中，拥有副高以上职称的 17 人。公司的采编内容优势是其他商业网站无法相比的。

公司拥有较为完善的互联网相关业务经营资质，具体包括互联网新闻信息服务许可证、电信与信息服务业务经营许可证（ICP 证书）、跨地区增值电信业务经营许可证（移动网）、增值电信业务经营许可证（因特网数据中心业务 IDC/因特网接入服务业务 ISP）、网络文化经营许可证、广播电视节目制作经营许可证，以及包括手机视听节目内容服务在内的信息网络传播视听节目许可证、互联网药品信息服务资格证书等多项准入门槛较高的互联网相关业务经营资质。

四、募集资金项目

公司计划公开发行人 69,105,691 股 A 股股票，占发行后总股本的 25%，计划募集 5.27 亿元人民币，投入移动互联网增值业务项目、技术平台改造升级项目、采编平台扩充升级项目等三个项目。具体每个项目的投资额和投资周期如下表所示。

表 3 人民网募集资金使用计划

募集资金项目	项目总投资额（万元）	项目实施周期(月)
移动互联网增值业务项目	28,853.51	36
技术平台改造升级项目	14,605.60	36
采编平台扩充升级项目	9,243.30	36
合计	52,702.41	

资料来源：公司招股说明书、东北证券

五、盈利预测及估值建议

1、盈利预测

关键假设：

公司未来业务收入增长将主要来自广告及宣传服务收入。我们假设广告业务收入增速基本与互联网广告行业增速保持一致；公司的信息服务业务主要包括舆情分析等，预计将保持稳定增长；移动增值业务基数较小，有望实现较快增长；技术服务业务预计将保持稳定增长。

毛利率经过前期快速增长，我们假设未来三年会持平；费率方面预计随着募集资金到位，利息收入会大幅增加，销售费用基本持平，管理费用小幅增加。

盈利预测:

根据以上假设,我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为: 0.66 元、0.85 元、1.09 元。

2、估值

我们选取 A 股互联网行业的上市公司作为可比公司。可比公司 2012 年 PE 范围在 24-42 倍,平均值为 31 倍。我们预计公司 2012 年每股收益为 0.66 元,合理定价区间为 18.48-21.78 元,对应 2012 年动态市盈率 28-33 倍。

表 4 可比公司估值

公司简称	证券代码	收盘价	EPS		PE	
		2012/4/12	2011A	2012E	2011A	2012E
东方财富	300059.SZ	13.04	0.32	0.42	41.1	31.2
三六五网	300295.SZ	45.02	1.36	1.72	33.2	26.2
大智慧	601519.SH	11.61	0.15	0.28	76.1	42.0
上海钢联	300226.SZ	30.14	0.97	1.25	31.2	24.1
平均					45.41	30.89

资料来源: Wind、东北证券

表 5 盈利预测表

利润表 (单位: 万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	33,166.19	49,726.24	71,343.70	95,686.55	124,125.70
增速	74.26%	49.93%	43.47%	34.12%	29.72%
营业成本	13,934.15	19,490.61	27,966.73	37,509.13	48,657.27
毛利率	57.99%	60.80%	60.80%	60.80%	60.80%
营业税金及附加	1,998.80	2,921.52	4,280.62	5,741.19	7,447.54
比率	6.03%	5.88%	6.00%	6.00%	6.00%
销售费用	6,351.86	9,442.90	13,555.30	18,180.44	23,583.88
销售费用率	19.15%	18.99%	19.00%	19.00%	19.00%
管理费用	3,085.71	6,965.80	9,988.12	14,352.98	18,618.85
管理费用率	9.30%	14.01%	14.00%	15.00%	15.00%
财务费用	-120.28	-1,312.63	-2,853.75	-3,827.46	-4,716.78
财务费用率	-0.36%	-2.64%	-4.00%	-4.00%	-3.80%
期间费用	9,317.28	15,096.06	20,689.67	28,705.96	37,485.96
期间费用率	28.09%	30.36%	29.00%	30.00%	30.20%
资产减值损失	8.01	38.69	0.00	0.00	0.00
其他经营收益					
投资净收益	0.00	16.75	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,907.94	12,196.10	18,406.67	23,730.26	30,534.92

营业利润增长率	165.43%	54.23%	50.92%	28.92%	28.68%
加：营业外收入	4.77	2,001.34			
减：营业外支出	27.72	44.92			
利润总额	7,884.99	14,152.52	18,406.67	23,730.26	30,534.92
利润总额增长率	168.03%	79.49%	30.06%	28.92%	28.68%
减：所得税	-90.76	277.09	0.00	0.00	0.00
所得税率	-1.2%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	7,975.75	13,875.42	18,406.67	23,730.26	30,534.92
净利润增长率	270.28%	73.97%	32.66%	28.92%	28.68%
减：少数股东损益	-189.09	-72.44	185.91	239.68	308.40
归属于母公司所有者的净利润	8,164.84	13,947.86	18,220.77	23,490.59	30,226.52
增速	260.54%	70.83%	30.63%	28.92%	28.68%
股本（万股）	20,731.00	20,731.00	27,642.00	27,642.00	27,642.00
基本每股收益(元)	0.39	0.67	0.66	0.85	1.09

资料来源：Wind、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。