

2009 年 4 月 29 日

新华传媒

经常性收益低于预期

A
卖出 (↓持有)

600825.SS – 人民币 17.43

目标价格: 人民币 13.91 (↓18.20)

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	37	11	24	2
相对新华富时	7	11	5	41
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	580
流通股 (%)	44
流通股市值 (人民币 百万)	4,459
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	55
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
上海新华发行集团	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

资产重组后的新华传媒 08 年实现净利润 2.42 亿元, 同比增长 94%。09 年 1 季度得益于投资收回一次性补偿款, 公司净利同比增长 11%至 4,325 万元, 但经营性表现低于预期。基于 09 年 35 倍行业平均市盈率, 并考虑补偿款业绩增厚, 我们下调目标价至 13.91 元, 评级下调为**卖出**。

支撑评级的要点

- 目前股价已超出目标价 25%, 合 09 年 40 倍市盈率;
- 公司图书音像销售仍然保持平稳, 但宏观经济下行风险对广告业务负面影响较大;
- 其他媒体业务尚未成长为业绩支撑, 文新和解放广告资源的整合阻力大于预期, 短期无法有效提速。

评级面临的主要风险

- 经济周期波动大大超过我们预期;
- 广告资源整合快于我们预期;
- 以中润解放为平台的第三方广告代理平台成长迅速。

估值

- 基于以上观点, 我们将 2009-11 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的每股收益预测分别调整为 0.40 元、0.46 元和 0.56 元。以目前 09 年 35 倍左右的行业平均市盈率水平, 并考虑补偿款每股收益增厚 0.05 元, 我们将公司目标价由除权后的 18.20 元下调至 13.91 元, 并将评级下调为**卖出**。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	2,602	2,905	3,036	3,328	3,810
变动 (%)	9	12	5	10	14
净利润 (人民币 百万)	125	242	259	265	324
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.215	0.417	0.446	0.457	0.558
变动 (%)	344.6	93.7	7.1	2.4	22.0
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.67	0.78	-
变动 (%)	-	-	(33.8)	(41.4)	-
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.642	0.700	-
核心每股收益 (人民币)	0.216	0.433	0.455	0.457	0.558
变动 (%)	322.3	100.3	5.2	0.4	22.0
全面摊薄市盈率 (倍)	81.0	41.8	39.0	38.1	31.3
核心市盈率 (倍)	80.7	40.3	38.3	38.1	31.3
每股现金流量 (人民币)	(0.31)	0.21	0.26	0.37	0.40
价格/每股现金流量 (倍)	(56.0)	83.1	66.9	47.3	43.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.4	32.4	28.5	26.5	22.3
每股股息 (人民币)	0.000	0.110	0.150	0.180	0.220
股息率 (%)	0.0	0.6	0.9	1.0	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

08 年业绩略低于预期

新华传媒公告其 08 年及 09 年 1 季度业绩。公司 08 年实现营业收入 290,508 万元，同比增长 11.7%，归于母公司股东的净利润同比增长 93.7%至 24,204 万元，合每股收益 0.417 元，扣除非经常性损益后为 19,676 万元，同比增长 71.3%。全年业绩低于市场预期(每股 0.46 元)。

公司 08 年分配预案显示，公司拟在现有的 5.8 亿总股本的基础上 10 送 2 转增 3，同时派 1.10 元现金红利。

图表 1.年度业绩摘要

(人民币 百万)	2007	2008	同比变动(%)
营业收入	2,602	2,905	11.7
营业成本	(1,966)	(2,020)	2.8
毛利润	636	885	39.1
营业税金及附加	(36)	(66)	81.6
销售费用	(348)	(366)	5.1
管理费用	(133)	(164)	23.5
财务费用	3	(29)	-
资产减值损失	(2)	(31)	1,774.2
公允价值变动收益	0	0	1.0
投资收益	24	18	(23.9)
汇兑收益	0	0	1.0
营业利润	144	247	71.2
营业外支出净额	11	53	358.8
利润总额	156	299	92.4
所得税费用	(7)	(52)	691.6
少数股东损益	(24)	(5)	(78.7)
净利润	125	242	93.7
盈利能力 (%)			
毛利率	24.4	30.5	
营业利润率	5.5	8.5	
有效所得税率	4.2	17.4	
净利率	4.8	8.3	

资料来源：公司数据

09 年 1 季度经常性收益同比下滑 22.7%

公司 09 年 1 季度营收同比增长 4.2%至 54,400 万元，归于母公司股东的净利润同比增长 10.6%至 4,325 万元，合每股收益 0.075 元。非经常性收益中有 2,888 万元来源于终止新华文化广场项目的一次性补偿金。扣除非经常性损益后的净利润为 1,996 万元，同比下滑 22.7%，我们认为经济不景气对公司广告业务等的负面影响体现无疑。

图表 2.季度业绩摘要

(人民币 百万)	08 年 1 季度	09 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	522	544	4.2
营业成本	(364)	(348)	(4.3)
毛利润	159	196	23.8
营业税金及附加	(9)	(13)	33.2
销售费用	(77)	(88)	14.4
管理费用	(29)	(28)	(5.0)
财务费用	(1)	(6)	365.7
资产减值损失	(1)	(4)	401.5
公允价值变动收益	0	0	0.0
投资收益	0	0	(100.0)
汇兑收益	0	0	0.0
营业利润	41	58	43.1
营业外支出净额	8	3	(65.2)
利润总额	49	61	24.6
所得税费用	(9)	(16)	65.4
少数股东损益	(0)	(2)	389.3
净利润	39	43	10.6
盈利能力 (%)			
毛利率	30.4	36.1	
营业利润率	7.8	10.7	
有效所得税率	19.2	25.5	
净利率	7.5	8.0	

资料来源：公司数据

图书音像业务规模收窄，利润率上升，保持稳定

08 年新华传媒连锁公司实现净利润 6,855 万元，较去年同期的 6,869 万元略有下降。我们认为，公司图书、音像连锁业务保持相对稳定。公司图书、音像制品、文教用品三块业务全年营收分别同比下降 28.5%、39.2%和 30.5%至 77,946 万元、6,554 万元和 18,930 万元。

收入规模大幅下降的原因主要是：1) 图书分销中心风险控制加强，造成一般图书批发销售大幅减少；2) 门店销售网点调整(包括关闭、调整一批长期亏损门店，新开新华书店青浦公园路店、上海书城科技店，继续推进上海书城福州路店扩建项目等)影响一般图书、音像制品、文教用品销售；3) 与预期一致，课本省外市场销售受政府采购因素影响；4) 业务整合影响(如原中盘事业部、音分公司、新新联文教等部门的业务调整)。

与此同时，由于利润率较低的批发业务比重下滑，图书、音像制品、文教用品三项业务毛利率分别同比上升 7.7、7.2 和 0.8 个百分点至 34.5%、32.1%和 15.8%。

我们坚持认为，目前公司图书销售将长期面临着转型和发展问题。中小学人数下滑，出版权招投标压缩毛利空间、教材的电子化以及循环使用教材都将影响教材教辅市场的收入与盈利能力。虽然公司开始大规模推进团购和网上售书配送业务，但是在现有经营模式和机制难以突破的情况下，预计图书音像连锁业务收益很难有大的起色，我们仍然预期其保持稳定。

报刊广告业务压力较大，整合落后于预期

08 年公司报刊及广告业务收入同比增长 75.4%至 175,649 万元，毛利率上升 3.13 个百分点至 26.2%。解放日报报业集团注入资产在 2008 年内实现盈利 14,179 万元，超过承诺盈利额 7.5%。同期，中润解放 45%股权实现盈利 5,690 万元，超过承诺金额 0.3%。其中申报、晨刊、人报和房报等 4 家传媒经营公司 08 年免征企业所得税，分别获利 5,039 万元、346 万元、659 万元和 234 万元。根据 09 年 3 月 26 日财政部和国家税务总局的《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》，经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起免征企业所得税。通知执行期限为 2009 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日。所以我们预计免税政策将有可能享受至 2013 年底。

我们观察到，公司一直努力打造第三方广告代理服务平台，期望广告业务能够实现平面媒体代理市场积极整合。为拓展平面媒体广告的发展空间，对新民传媒广告代理业务进行了系统整合，完成了对嘉美广告和杨航传媒两家专业广告公司的收购，进一步巩固公司第三方广告代理平台的规模和地位；重选相关代理商，部分行业广告的整合效应得到了明显的体现；公司对广告业务进行整合后，采取了统一谈判的策略，此举大大提高了公司广告代理平台的竞争能力，避免了广告资源的流失。为顺应广告客户购买“一站式”整合营销服务的发展趋势，加快推进公司跨媒体战略的实施，公司全力拓展其它媒体资源，已与上海久事国际赛事管理有限公司正式签约，成为上海国际赛车场户外广告独家广告代理商，同时又将目光瞄向了和世博会密切相关的海运、铁路和航空三大通路媒体业务的开发上。

虽然公司平面媒体资源开始转向多通路媒体代理商，但是不可否认的是短期内仍然主要依靠中润解放代理的报刊媒体广告。嘉美与杨航的其他媒体的贡献仍然较小。而媒体广告代理的融合也需要一段时间的锤炼。

此外，广告板块的整合大大低于我们的预期。虽然 08 年内对嘉美 100%股权和杨航 70%股权的收购，促进了平面媒体资源整合及以中润解放为核心的第三方广告代理平台的建设。但是我们观察到，2009 年 4 月，公司持股 50%的新民传媒广告公司由文新集团组建的新经营团队接手，会计上变更为权益法方式核算，不再并表。由此可见，中润解放在新民传媒经营主导权的争夺中失去控制地位，平面广告资源整合缺乏强有力的推进，大大低于我们原来的预期。所以在短期内实现文新和解放广告资源在中润解放这个平台上的融合期望渺茫，除非出现更高层次的巨大推力。

我们认为，由于宏观经济周期下行导致广告业务受到较大的影响，虽然中润解放在寒冬来临之时提前开始整合内部资源和强化对广告主的谈判能力，但是由于 09 年收缩广告投放预算，广告收入将受到一定影响。我们预期中润解放广告收入微幅增长已经是最乐观的结果，更大的可能也许会出现单位数下降。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	2,602	2,905	3,036	3,328	3,810
销售成本	(2,002)	(2,086)	(2,162)	(2,378)	(2,704)
经营费用	(458)	(495)	(522)	(572)	(656)
经营利润 (息税前利润)	142	324	352	378	449
折旧及摊销	(23)	(35)	(23)	(25)	26
息税折旧前利润	119	289	329	353	423
净利息收入/(费用)	3	(29)	(15)	(6)	(6)
其他收益/(损失)	34	39	6	(18)	(14)
税前利润	156	299	320	330	404
所得税	(7)	(52)	(56)	(57)	(70)
少数股东权益	(24)	(5)	(5)	(7)	(10)
净利润	125	242	259	265	324
核心净利润	125	251	264	265	324
每股收益(人民币)	0.215	0.417	0.446	0.457	0.558
核心每股收益(人民币)	0.216	0.433	0.455	0.457	0.558
每股股息(人民币)	0.000	0.110	0.150	0.180	0.220
收入增长(%)	9	12	5	10	14
息税前利润增长(%)	(1,111)	143	14	7	20
息税折旧前利润增长(%)	239	128	9	7	19
每股收益增长(%)	345	94	7	2	22
核心每股收益增长(%)	322	100	5	0	22

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	411	381	427	470	498
应收帐款	535	594	621	681	779
库存	532	560	696	784	913
其他流动资产	123	283	295	324	370
流动资产总计	1,602	1,818	2,040	2,259	2,561
固定资产	532	566	475	521	588
无形资产	38	662	662	661	661
其他长期资产	204	1,234	922	943	969
长期资产总计	774	1,838	1,434	1,500	1,593
总资产	2,376	3,656	3,475	3,759	4,154
应付帐款	561	485	502	552	628
短期债务	90	557	138	139	155
其他流动负债	380	482	502	551	628
流动负债总计	1,031	1,524	1,142	1,242	1,411
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	263	580	580	580	580
储备	880	1,342	1,537	1,715	1,935
股东权益	1,142	1,922	2,118	2,296	2,515
少数股东权益	202	210	215	221	228
总负债及权益	2,376	3,656	3,475	3,759	4,154
每股帐面价值(人民币)	4.35	3.31	3.65	3.95	4.33
每股有形资产(人民币)	4.21	2.17	2.51	2.82	3.19
每股净负债(现金)	(1.22)	0.30	(0.50)	(0.57)	(0.59)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	156	299	320	330	404
折旧与摊销	(23)	(35)	(23)	(25)	(26)
净利息费用	(3)	29	15	6	6
运营资本变动	(45)	(195)	(164)	(96)	(151)
税金	(7)	(52)	(56)	(57)	(70)
其他经营现金流	(281)	40	35	32	44
经营活动产生的现金流	(181)	122	151	214	232
购买固定资产净值	(163)	(45)	381	(90)	(119)
投资减少/增加	48	29	0	0	0
其他投资现金流	7	(497)	10	11	11
投资活动产生的现金流	(108)	(513)	391	(79)	(108)
净增权益	0	318	0	0	0
净增债务	(110)	467	(419)	1	16
支付股息	(95)	(94)	(81)	(99)	(118)
其他融资现金流	259	(330)	5	5	7
融资活动产生的现金流	53	361	(496)	(92)	(95)
现金变动	(236)	(30)	47	43	28
期初现金	647	411	381	427	470
公司自由现金流	(289)	(391)	542	135	124
权益自由现金流	(399)	76	123	136	140

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	5.5	11.2	11.6	11.4	11.8
息税前利润率	4.6	10.0	10.8	10.6	11.1
税前利润率	6.0	10.3	10.6	9.9	10.6
净利率	4.8	8.3	8.5	8.0	8.5
流动性(倍)					
流动比率	1.6	1.2	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率	21.6	8.0	16.3	38.9	44.3
净权益负债率(%)	净现金	8.3	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.0	0.8	1.2	1.2	1.2
估值(倍)					
市盈率(倍)	81.0	41.8	39.0	38.1	31.3
核心业务市盈率	80.7	40.3	38.3	38.1	31.3
目标价对应核心业务市盈率	64.6	33.4	31.2	30.4	24.9
市净率	4.0	5.3	4.8	4.4	4.0
价格/现金流	(56.0)	83.1	66.9	47.3	43.7
企业价值/息税折旧前利润	31.4	32.4	28.5	26.5	22.3
周转率					
存货周转天数	75.6	95.5	106.0	113.6	81.3
应收帐款周转天数	55.9	71.0	73.1	71.4	70.0
应付帐款周转天数	81.3	65.7	59.3	57.8	56.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	26.4	33.6	39.4	39.5
净资产收益率(%)	12.6	15.8	12.8	12.0	13.5
资产收益率(%)	5.4	7.9	7.6	8.1	8.8
已运用资本收益率(%)	10.3	14.4	13.0	13.9	15.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；及(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际集团在过去 12 个月内与中国中铁存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 4 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371