

湘财证券研究所

TMT 研究小组

张良卫

Tel: 021-68634510-8227

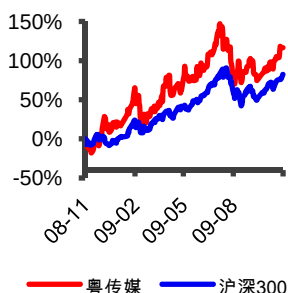
Email: zlw2889@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

Email: cg2012@xcsc.com

一年收益率比较



基本面亮点仍需积极探索，期待大股东更多支持

□ 公司主营收入维持低位增长，盈利能力有待提升

公司的主营业务包括报纸与书刊杂志、包装印刷业务，广告业务，书报刊销售连锁业务等，随着经济的回暖，公司的收入规模有望得到一定程度的提升（主要由于上半年的低基数效应），今后几年的主营业务将维持一个低位增长的态势。由于收入占比最大的印刷业务市场竞争大，报纸缩量等因素带来的需求减小，议价能力不足，原材料成本上升等因素导致公司的盈利空间较小，盈利能力有待提升。

□ 今年亏损成定局

根据公司公告，公司控股子公司公明景业印务有限公司由于亏欠银行贷款带来公司资金被冻结，抵押资产被查封，这会给公司带来巨大的影响，不考虑资产清算的情况下预计今年公司的亏损在 4000-5000 万元，事情的处理进程和结果还具有一定的不确定性。

□ 传统纸媒经营困难，资源将向优势媒体集中

报纸经营业务正在走向不断的萎缩，美国的报业已经确定走向衰退，中国的报纸广告市场增长也趋向缓慢，行业的整体趋势难以改变，报刊经营业采编人员成本居高不下，而渠道和受众又受新媒体的挤压，盈利能力逐步下降。在与新媒体的竞争中，平面媒体的不利局面很难发生根本改变，未来一段时间有望维持低位的增长态势。我们认为未来报纸媒体的资源将向优势媒体集中，尽管报纸行业整体蛋糕难以变大，但是伴随着这样一种趋势，有着良好经营基础和影响力的媒体将凭借积极的开拓进取获取更多的市场份额。

□ 新投资项目与大股东支持是未来成就投资价值的关键

公司募投项目商印项目与书报销售连锁经营网络项目暂停，目前现金流非常丰富，如何进行准确的战略定位，寻求合理的有价值的投资项目是公司未来能否快速增长的关键所在；同时大股东的支持力度也非常值得期待，尽管短期之内资产注入的可能性不大，但更多的广告资源代理或资产注入仍然是影响公司长期投资价值的重要因素。

□ 估值及投资评级

公司目前处于传媒板块估值的高端，过高的股价水平已经反映了市场对于优质资产注入的预期，文化体制改革的推进以及 2010 年亚运会给人一定的想象空间，也会为公司的主营发展带来了良好的机遇，但公司还需要积极的把握机会，拓展业务。

我们认为公司现有的主营业务经营在短期内难有大的改观，未来寻求新的投资项目以及来自于大股东广州日报的更多的广告资源代理，资产注入都存在着很大的不确定性。公司 09 年不考虑资产清算的情况下预计亏损 4000-5000 万元，2010 年受子公司公明的资产处理影响以及上述一系列不确定因素，因此我们难以作准确的盈利预测，鉴于此，暂时不给予评级，未来将进一步观察公司的子公司公明事件的处理进程，并判断大股东优质资产注入的可能性。

内容目录

收入规模有望增长，但盈利能力有待提高.....	3
传统纸媒经营艰难，公司基本面缺乏亮点.....	5
印刷业务：盈利能力难以有效提升.....	6
书报刊连锁业务：亏损减小.....	6
广告业务：拓展业务量是关键.....	6
报业经营：春天难复存在，资源将走向集中.....	7
广州日报：报业中的佼佼者.....	7
资产注入预期猜想.....	8
公明景业欠款事件：处理进程具有不确定性.....	8
估值及投资评级	9

图目录

图1：营业收入环比有望增长	3
图2：粤传媒综合毛利率水平不断下降.....	3
图3：粤传媒销售与管理费用率（按季度）.....	3
图4：粤传媒财务费用率较低（按季度）.....	4
图5 公司各业务营业收入占比（1H09）.....	5
图6：公司各业务毛利占比（1H09）.....	5
图7：公司广告代理收入逐年下滑.....	7
图8：公司广告业务毛利率维持高位.....	7
图9：中国报纸广告收入增长缓慢	7

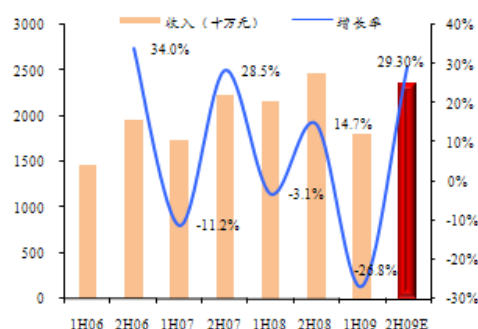
表目录

表1：粤传媒份季度利润简表及财务比率.....	4
表2：粤传媒分业务收入成本.....	5
表3：公明景业印务公司经营情况分析.....	6
表4：可比公司估值比较.....	9

收入规模有望增长，但盈利能力有待提高

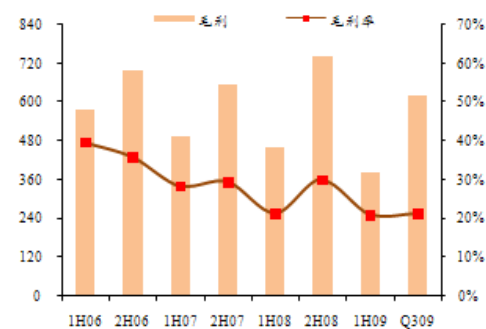
我们认为随着经济的回暖，公司的收入规模有望得到一定程度的提升（主要由于上半年的低基数效应），今后几年的主营业务将维持一个低位增长的状态，但是其综合毛利率下滑态势难以扭转，主要由于印刷业务竞争激烈，原材料成本上升，议价能力较弱，三大费用率相对保持稳定态势，盈利空间较小，盈利能力有待提升。同时由于投资基金全部变现，不再有投资性收益影响，公司具有丰富的现金流，财务费用率较低。

图 1：营业收入环比有望增长



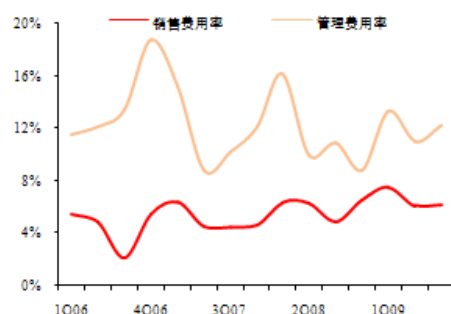
资料来源：湘财证券研究所

图 2：粤传媒综合毛利率水平不断下降



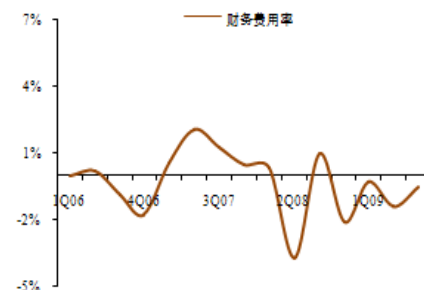
资料来源：湘财证券研究所

图 3：粤传媒销售与管理费用率（按季度）



资料来源：湘财证券研究所

图 4：粤传媒财务费用率较低（按季度）



资料来源：湘财证券研究所

表 1：粤传媒份季度利润简表及财务比率

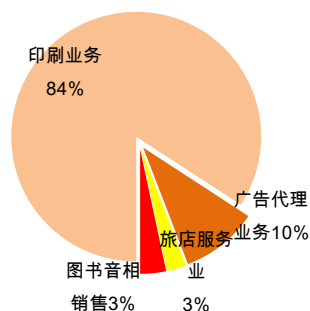
单位（百万元）	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	同比	环比
营业收入	90.79	125.15	119.29	128.47	80.60	100.83	112.65	-5.6%	11.7%
营业成本	69.04	100.95	85.13	88.62	67.92	75.60	88.51	4.0%	17.1%
营业税金及附加	1.01	1.21	0.88	2.73	1.16	2.27	1.64	86.4%	-27.6%
销售费用	5.72	7.82	5.77	8.37	6.04	6.13	6.87	19.1%	12.1%
管理费用	14.60	12.45	12.99	11.28	10.66	11.06	13.77	6.0%	24.5%
财务费用	0.29	-4.68	1.15	-2.68	-0.23	-1.41	-0.60	-151.9%	-57.6%
经营性利润	0.12	7.39	13.37	20.14	-4.95	7.18	2.45	-81.7%	-65.9%
资产减值损失	0.32	1.42	0.32	4.04	-0.15	0.95	0.33	2.0%	-65.5%
公允价值变动净收益	-11.68	-9.82	-4.66	-6.45	0.00	0.00	0.00		
投资净收益	0.81	0.74	0.82	3.47	6.76	1.25	2.27	176.5%	81.4%
营业利润	-11.07	-3.11	9.21	13.13	1.97	7.47	4.38	-52.4%	-41.4%
营业外收入	1.12	1.04	4.91	-4.70	0.59	5.05	0.30	-93.9%	-94.0%
营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.01	0.08	0.02	0.07	3736.2%	210.2%
利润总额	-9.98	-2.07	14.12	8.42	2.47	12.50	4.62	-67.3%	-63.1%
所得税	0.59	1.31	5.20	2.72	2.16	5.58	1.56	-70.0%	-72.0%
净利润	-10.58	-3.38	8.92	5.69	0.31	6.93	3.06	-65.8%	-55.9%
少数股东损益	-1.82	1.58	0.11	-0.18	-0.04	-0.03	0.00	-104.6%	-85.9%
归属于母公司净利润	-8.76	-4.95	8.82	5.87	0.34	6.96	3.06	-65.3%	-56.0%
每股收益	-0.03	-0.01	0.03	0.02	0.00	0.02	0.01	-65.3%	-56.0%
比率									
毛利率	24.0%	19.3%	28.6%	31.0%	15.7%	25.0%	21.4%	-7.2%	-3.6%
营业税金/营业收入	1.1%	1.0%	0.7%	2.1%	1.4%	2.2%	1.5%	0.7%	-0.8%
销售费用率	6.3%	6.2%	4.8%	6.5%	7.5%	6.1%	6.1%	1.3%	0.0%
管理费用率	16.1%	10.0%	10.9%	8.8%	13.2%	11.0%	12.2%	1.3%	1.3%
财务费用率	0.3%	-3.7%	1.0%	-2.1%	-0.3%	-1.4%	-0.5%	-1.5%	0.9%
净利率	-11.6%	-2.7%	7.5%	4.4%	0.4%	6.9%	2.7%	-4.8%	-4.2%
所得税率	-5.9%	-63.2%	36.8%	32.4%	87.5%	44.6%	33.8%	-3.0%	-10.8%

资料来源：湘财证券研究所

传统纸媒经营艰难，公司基本面缺乏亮点

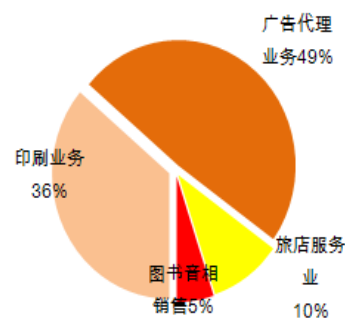
公司主要从事印刷、广告代理、书报刊连锁经营。印刷业务包括报纸印刷与商务印刷，主要客户包括中央、省、市各级报社及出版教材教辅的各类出版社、出版期刊杂志的各类杂志社、使用宣传单张的大型超市等；广告代理业务主要为各类平面媒体广告客户提供代理、制作服务；书报刊连锁经营业务主要为图书、报刊读者提供零售服务。其中印刷业务收入占比84%，而毛利占比却只有36%。

图 5：公司各业务营业收入占比（1H09）



资料来源：湘财证券研究所

图 6：公司各业务毛利占比（1H09）



资料来源：湘财证券研究所

表 2：粤传媒分业务收入成本

单位（百万）	1H08	2H08	1H09	YoY%	HoH%
收入合计	210.58	223.74	172.59	-18.04%	-22.86%
印刷业务	183.18	202.54	150.35	-17.92%	-25.77%
广告代理业务	13.51	22.36	17.81	31.86%	-20.34%
旅店服务业	6.68	6.07	4.43	-33.68%	-26.97%
图书音像销售	7.22	8.82	5.99	-17.10%	-32.12%
成本合计	168.07	174.11	143.40	-14.68%	-17.64%
印刷业务	160.07	165.69	137.61	-14.03%	-16.95%
广告代理业务	1.00	0.58	0.66	-34.37%	14.38%
旅店服务业	1.50	1.50	0.93	-37.77%	-37.96%
图书音像销售	5.50	6.34	4.20	-23.61%	-33.79%
毛利率	20.19%	22.18%	16.91%	-3.28%	-5.27%
印刷业务	12.61%	18.19%	8.47%	-4.14%	-9.72%
广告代理业务	92.56%	97.42%	96.30%	3.74%	-1.12%
旅店服务业	77.54%	75.19%	78.92%	1.38%	3.73%
图书音像销售	23.92%	28.12%	29.89%	5.97%	1.77%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

印刷业务：盈利能力难以有效提升

印刷业务是公司收入的主要来源，包括报纸与商业印刷，其中商业印刷又分为书刊杂志和包装印刷。09 年上半年印刷业务收入占到主营收入的 84%，但印刷业务市场竞争激烈，公司的印刷能力、管理水平都有待提高。

- 报纸印刷业务自去年末以来新增的厂房、设备带来的折旧费较去年同期有较大幅度的增长，同时受市场需求低迷、报纸大幅度减版缩量等因素影响很大；
- 教辅教材印刷呈现逐年下滑趋势，广告印刷较 08 年稳中有升，但难以有大的起色；
- 包装印刷业务主要由旗下子公司公明景业印务有限公司运营，受需求下降影响较大，一直处于亏损运营状态；另一方面由于包装印刷同传统的报纸和书刊印刷差别较大，公司在这方面的经营能力不佳。

我们认为印刷业务固定成本高，议价能力弱，尽管业务量会有所增长但是盈利能力难以改善。

表 3：公明景业印务公司经营情况分析

	2006	2007	2008	2009 1-6
亏损额（万元）	1,575	3,368	1,978	517
原因分析	市场培育期，业务量不足，生产尚未形成规模，规模经济效益过低	生产效率低，外币订单受人民币升值因素影响	大幅减亏，领导班子调整，整顿生产，挖掘降耗，扩大业务范围	较去年同期减亏 718 万

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

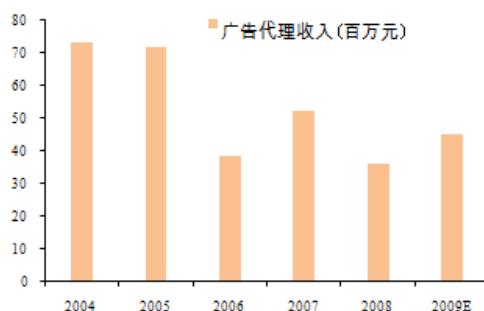
书报刊连锁业务：亏损减小

书报刊连锁业务公司贯彻执行了 2008 年以来整顿收缩亏损铺面的措施收到了一定的成效，现在主要保留了一些盈利能力较强的门店，店面数已经大幅减少，业务量在缩水，但亏损也在不断的减小。

广告业务：拓展业务量是关键

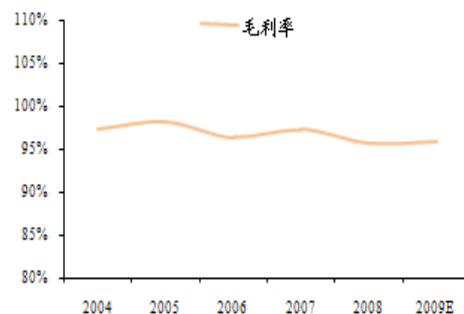
受新媒体影响，公司广告业务较前几年整体出现一定程度的下降，尽管我们预计 09 年较 08 年会出现一定程度的上涨，公司广告业务主要是为代理广州日报招聘广告以及一般性广告，这两类广告占比超过 99%，其中招聘广告超过 80% 的份额，由于广告业务的毛利率水平较高，提升广告业务的盈利能力主要是去不断的拓展新的广告业务，提高广告团队的经营能力。

图 7：公司广告代理收入逐年下滑



资料来源：湘财证券研究所

图 8：公司广告业务毛利率维持高位

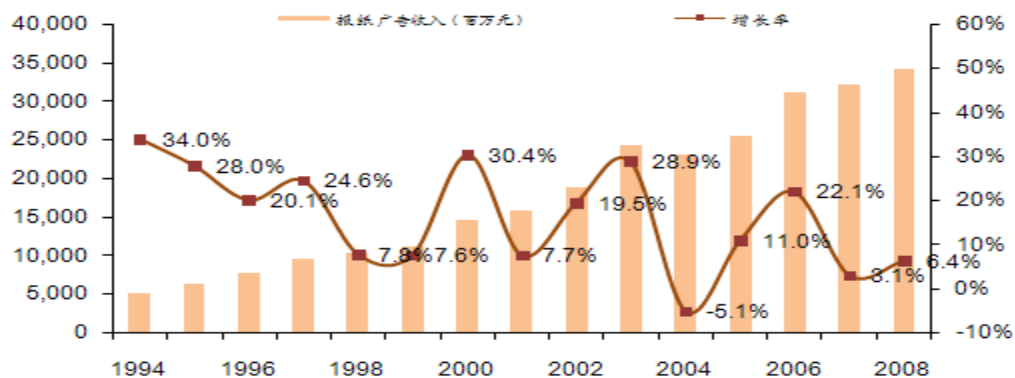


资料来源：湘财证券研究所

报业经营：春天难复存在，资源将走向集中

报纸经营业务正在走向不断的萎缩，美国的报业已经确定走向衰退，中国的报纸广告市场增长也趋向缓慢，上半年受金融危机影响遭受严重考验，尽管下半年随着经济形势的好转有所好转，但报纸行业整体的趋势难以改变，报刊业采编人员成本居高不下，而渠道和受众也受新媒体的挤压，盈利能力逐步下降。在与新媒体的竞争中，平面媒体的不利局面很难发生根本改变，未来一段时间有望维持低位的增长态势。

图 9：中国报纸广告收入增长缓慢



资料来源：湘财证券研究所

广州日报：报业中的佼佼者

经营能力强：广州日报报业集团 2008 年营业收入 39.62 亿元，其中主报《广州日报》的广告收入为 22 亿元。2008 年《广州日报》单张报纸广告收入，创造了 22.06 亿元的辉煌业绩。下半年随着经济大环境复苏，广告量明显增加。9 月份当月，广告比去年同月增 30%。

品牌价值高:09年6月,世界品牌实验室的《中国500强最具价值品牌榜》显示,中国媒体前五强CCTV、凤凰卫视、《人民日报》、《参考消息》、《广州日报》。《广州日报》自2005年以来,连续第五年紧随《人民日报》、《参考消息》之后,位列中国报业三鼎甲。其中,《广州日报》的品牌价值为72.26亿元,增幅达到10.4%。自此,作为党报市场化发展的先锋典范,《广州日报》创造了报业品牌价值增长连续三年两位数的奇迹。在不久前评选的亚洲10大报纸排名榜上,《广州日报》再次榜上有名。

我们认为未来报纸媒体的资源将向优势媒体集中,尽管报纸行业整体蛋糕难以变大,伴随着这样一种趋势,有着良好经营基础和影响力的媒体将凭借积极的开拓进取获取更多的市场份额。

资产注入预期猜想

尽管大股东广州日报实力雄厚,形式上也完成了改制,但长期以来体制下形成的管理思路,不追求利润,缺乏竞争压力的状况使得大股东在市场化运作上迟迟打不开局面,其对将资产注入上市公司的意义也认识不足,我们认为短期内对上市公司的资产注入希望较小。但是从长远来看,能否从广州日报获取更多的广告资源代理或资产注入仍将是判断公司投资价值的重要因素。

公明景业欠款事件:处理进程具有不确定性

公司控股子公司广东公明景业印务有限公司此次由于6,000万银行借款有2,500万元逾期未能归还,中国银行股份有限公司广州珠江支行向公明景业出具了贷款提前到期通知书,宣布公明景业借款合同项下未到期贷款自2009年9月23日起全部到期。冻结部分资金,查封账面净值为6,698.77万元的机器设备和账面净值为5,206.47万元的房屋及建筑物、以位于清远市新城B47号区洲心工业园内账面价值为803.18万元的土地使用权。

截至2009年9月30日,公明景业欠付母公司粤传媒15,688万元,其中包括委托贷款3000万,应收材料款及印刷加工费8,436万元,其他往来款4,252万元,上述债权的可收回金额目前难以准确的估计。控股子公司公明景业资金流紧张,难以偿付巨额债务,导致公司2009年度将因计提坏账准备而产生大幅亏损。同时如抵押资产实际变现价格低于资产账面净值,则本公司2009年度预计的经营业绩亏损将进一步加大。

资产处置的价格和进程,大小股东之间的重重矛盾和冲突的最终解决方式还存在一定程度的不确定性,但是从另外一个角度来看,不管怎样的解决方式,公明景业事件的最终解决将为公司甩掉一个巨大的包袱,从长远来看未必不是一件好事;另外如果公明如果使得公司出现巨亏,公司将有可能面临巨大的生存问题,来自监管层以及资本市场的压力将有可能促使大股东转变观念。

估值及投资评级

我们认为公司的资产质地优良，现金流丰富，但缺乏盈利能力强的业务，经营不佳，战略方向依然不够清晰。公司募投项目中已投入印刷项目由于印刷量减小带来了更大的成本负担，同时暂停了对商印项目与书报销售连锁经营网络的投入，目前仍然在积极寻找新的投资项目，能否找到优质的投资项目是未来提升公司价值的重要因素，一方面期待公司大股东的支持，另一方面期待公司业务的转型，这需要公司积极改善自身的经营能力，转变观念。

公司目前处于传媒板块估值的高端，过高的股价水平已经反映了市场对于优质资产注入的预期，文化体制改革的推进以及 2010 年亚运会给人一定的想象空间，也会为公司的主营发展带来了良好的机遇，但公司还需要积极的把握机会，拓展业务。我们认为公司现有的主营业务经营在短期内难有大的改观，未来寻求新的投资项目以及来自于大股东广州日报的更多的广告资源代理，资产注入都存在着很大的不确定性。公司 09 年不考虑资产清算的情况下预计亏损 4000-5000 万元，2010 年受子公司公明的资产处理影响以及上述一系列不确定因素，因此我们难以作准确的盈利预测，鉴于此，暂时不给予评级，未来将进一步观察公司的子公司公明事件的处理进程，并判断大股东优质资产注入的可能性。

表 4：可比公司估值比较

公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	评级
有线网络											
广电网络	8.91	38.58	0.13	0.25	0.29	0.37	68.5	35.6	30.7	24.1	买入
天威视讯	17.82	47.58	0.32	0.31	0.40	0.57	55.7	57.5	44.6	31.3	增持
歌华有线	14.99	158.89	0.31	0.31	0.38	0.43	48.4	48.4	39.4	34.9	买入
电广传媒	19.6	79.58	0.05	0.18	0.31	0.43	392.0	108.9	63.2	45.6	增持
东方明珠	11.97	381.84	0.14	0.18	0.22	0.23	85.5	66.5	54.4	52.0	增持
有线网络设备商											
金亚科技	26.26	38.60	0.22	0.34	0.40	0.49	119.4	77.2	65.7	53.6	无评级
出版业											
出版传媒	11.68	64.36	0.21	0.24	0.28	0.31	55.6	48.7	41.7	37.7	买入
影视业											
华谊兄弟	57	95.76	0.41	0.52	0.94	1.42	139.0	109.6	60.6	40.1	无评级
动漫											
奥飞动漫	45.18	72.29	0.41	0.65	0.92	1.30	110.2	69.5	49.1	34.8	增持

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。