

动态报告/公司快评

传媒

新华传媒 (600825)
谨慎推荐

平面媒体

退出长风 3A 地块项目建设点评

(维持评级)

2010 年 1 月 11 日

锁定地产投资收益

分析师: 廖绪发 CFA liaoxf@guosen.com.cn 021-60875168

分析师: 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163

事项:

新华传媒董事会决议, 授权合作方上海东渡解放投资有限公司单独负责长风 3A 地块项目的建设与管理, 新华传媒不再参与该项目的后续投资和经营管理, 为此, 东渡解放与项目公司确保向新华传媒支付 31481 万元款项, 作为包干经营保证金, 并承担连带支付责任。

评论:

■ 让出地产项目经营权, 锁定投资收益

房地产项目开发公司 (上海解放文化传播公司) 拥有长风 3A 地块项目的开发权, 新华传媒持有项目公司 51% 的股权, 东渡解放持有 49% 的股权 (具体股权关系参见图 1)。长风 3A 地块占地 38.58 亩, 即 25720 平方米, 土地成本 2.95 亿元 (出让金 2.89 亿元), 获得的土地使用期限为 2007 年 3 月 7 日至 2057 年 3 月 6 日, 到目前为止, 已近 3 年, 但仍未开发。

按照规划, 该项目占地面积 25720 平方米, 容积率不超过 2.5, 建筑密度 50%, 绿化率 25%, 拟建建筑面积 9.76 万平方米, 其中地上 6.43 万平方米, 地下 3.33 万平方米。拟建造 8 幢办公楼, 其中 2 幢 14 层办公大楼, 单层建筑面积约 1500 平方米, 单幢地上建筑面积约 21000 平方米, 合计地上建筑面积 42000 平方米; 6 幢多层办公楼, 单层建筑面积约 750-950 平方米, 单幢地上建筑面积约 3800 平方米, 合计地上建筑面积 22300 平方米; 项目地块整个区域地下为二层, 面积 3.33 万平方米, 功能为地下停车库面积约 30000 平方米, 车位 526 个, 其余为变电所、中央空调等设备使用面积 3300 平方米。

然而此次新华传媒放弃了对项目的经营管理权, 并锁定了投资收益。

- 1、本质上, 新华传媒的这次行为相当于投资土地, 前期投入 14739 万元, 到锁定回收 31481 万元, 投资收益 16742 万元, 毛投资收益率 114%, 从 2007 年投资至今, 已有 3 年, 尽管会计上对投资收益的确认要到项目公司真正实现盈利之时, 但是东渡解放和项目公司需要于近期向新华传媒支付保证金, 对新华传媒来讲, 已经落袋为安, 三年的年均复合投资回报率达到 28.8%, 远远超出了新华传媒 2008 年 12.6% 的 ROE 水平, 因此, 这本身是一笔划算的投资。
- 2、之前新华传媒对项目公司的会计核算方法是合并报表, 在让出经营权后, 不再需要将项目公司纳入并表, 按照实质重于形式的原则, 应该采取成本法核算, 分配利润时确认收益, 意味着收益的确认要等到项目公司分配时, 预计至少要到 2012 年以后。

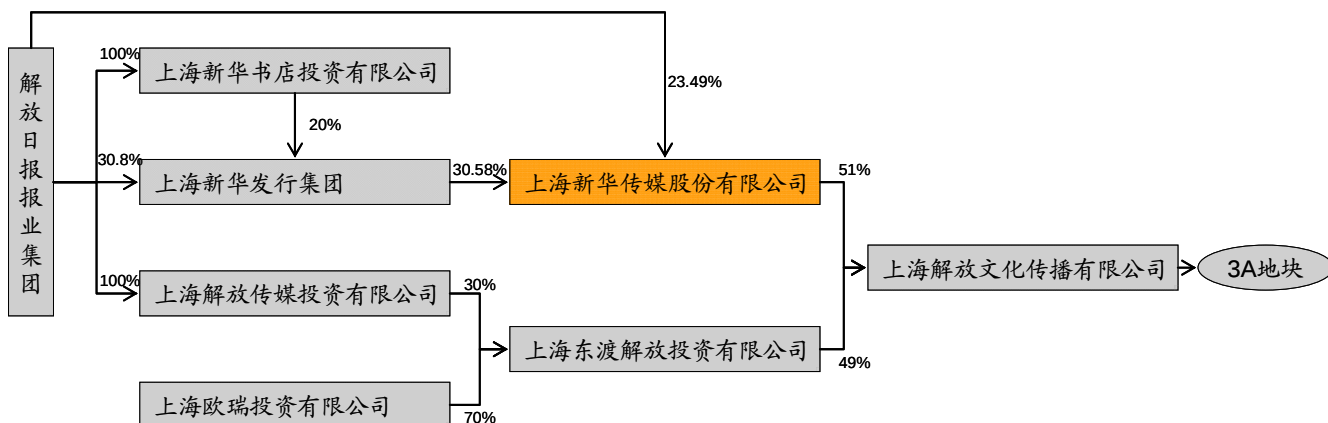
3、尽管项目投资本身是一笔划算的投资，但是退出的方式低于市场预期，按照规划的设计，以及市场之前对开发成本、售价等一系列的假设，项目的价值至少超过 6.17 亿元，对应 51%的股权，超过 3.15 亿元。但是新华传媒选择了更低的风险，放弃了获得更高收益的可能，也不必承担项目失败的可能。退出与主业非相关的地产，把精力放置于主业经营上来，对公司的长远发展也是好事。

总体看，此次获得的投资收益相当于每股 0.19 元，为当前股价的 1.6%，退出的方式略低于预期。

■ 维持“谨慎推荐”投资评级

我们维持之前的盈利预测，2009-11 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.32 元和 0.36 元，当前股价下对应的 PE 分别为 42、38 和 34 倍，估值相对合理，但是考虑到后续广告行业复苏带来业绩超预期的可能性很大、世博会的到来又将加速上海广告市场的复苏进程，我们维持“谨慎推荐”的投资评级。

图 1：长风 3A 地块项目公司与新华传媒股权关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 1: 新华传媒财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	381	200	212	383	营业收入	2905	2256	2640	2881
应收款项	782	618	723	789	营业成本	2020	1470	1718	1875
存货净额	560	403	475	518	营业税金及附加	66	54	69	72
其他流动资产	96	68	79	86	销售费用	366	282	330	360
流动资产合计	1818	1288	1489	1777	管理费用	164	130	152	165
固定资产	566	559	548	538	财务费用	29	17	5	1
无形资产及其他	38	34	30	26	投资收益	18	12	10	10
投资性房地产	1085	1085	1085	1085	资产减值及公允价值变动	(31)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	150	150	150	150	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	3656	3115	3301	3575	营业利润	247	284	346	388
短期借款及交易性金融负债	557	208	100	100	营业外净收支	53	48	18	18
应付款项	485	322	380	415	利润总额	299	332	364	406
其他流动负债	482	282	331	362	所得税费用	52	70	77	85
流动负债合计	1524	812	811	877	少数股东损益	5	6	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	242	257	282	314
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	1524	812	811	877	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	210	214	218	222	净利润	242	257	282	314
股东权益	1922	2089	2272	2476	资产减值准备	26	(8)	(4)	(4)
负债和股东权益总计	3656	3115	3301	3575	折旧摊销	33	59	59	59
					公允价值变动损失	31	30	30	30
					财务费用	29	17	5	1
					营运资本变动	(1607)	(22)	(86)	(56)
					其它	(23)	12	8	9
					经营活动现金流	(1298)	328	289	351
					资本开支	(59)	(70)	(70)	(70)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(59)	(70)	(70)	(70)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(94)	(90)	(99)	(110)
					其它融资现金流	1665	(349)	(108)	0
					融资活动现金流	1478	(438)	(207)	(110)
					现金净变动	121	(181)	12	171
					货币资金的期初余额	260	381	200	212
					货币资金的期末余额	381	200	212	383
					企业自由现金流	(1395)	219	197	256
					权益自由现金流	270	(143)	84	255

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。