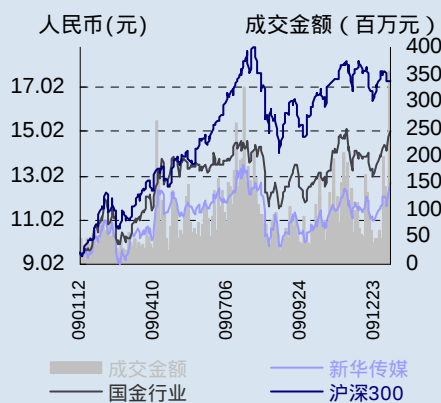


2010 年 01 月 11 日

市场数据(人民币)

市价(元)	12.74
已上市流通A股(百万股)	590.91
总市值(百万元)	11,093.23
年内股价最高最低(元)	13.49/9.02
沪深 300 指数	3482.05
上证指数	3212.75
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《中报业绩低于预期,高管变动或另藏玄机》, 2009.8.28
- 2 《强势媒体的弱市发展,平面媒体发展基石依在》, 2009.5.21

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

新华传媒 (600825.SH)

——授权开发长风地块，锁定未来 4 年收益


公司基本情况(人民币)

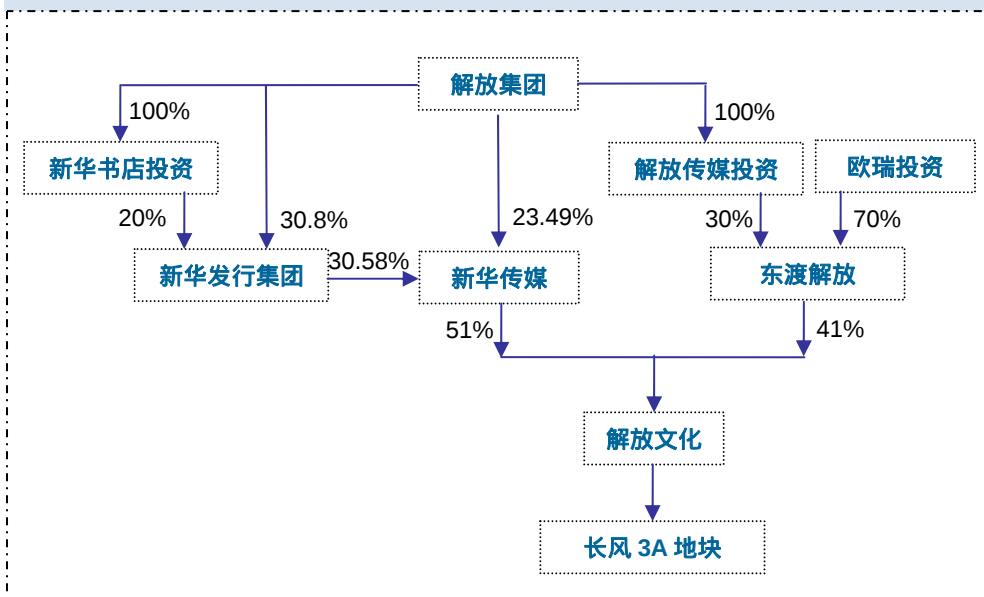
项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.060	0.264	0.417	0.258	0.353	0.407
净利润增长率	-138.91%	344.13%	248.73%	-7.26%	36.85%	15.32%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.280	0.317	0.337
市盈率(倍)	201.84	193.40	30.53	47.56	34.75	30.14
行业优化市盈率(倍)	60.57	93.73	55.96	81.18	81.18	81.18
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	N/A	0.56	0.12	-6.55	0.94	1.97
已上市流通A股(百万股)	123.78	157.41	255.82	590.91	590.91	590.91
总股本(百万股)	262.63	262.63	580.49	870.74	870.74	870.74

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论
■ 事件：公司授权经营长风 3A 地块项目

- ◆ 公司于 1 月 9 日发布董事会公告，宣布将对定向增发时注入的长风 3A 地块资产授权给关联方 - 东渡解放经营，并因此召开 2010 年第一次临时股东大会。
- ◆ 由于长风 3A 地块所属上海解放文化传播有限公司(以下简称“解放文化”)是新华传媒与上海东渡解放投资有限公司(以下简称“东渡解放”)的合资公司，分别持有 51%和 49%的股权，而东渡解放又是上海欧瑞投资有限公司(以下简称“欧瑞投资”)与公司间接控股股东解放集团全资子公司 - 上海解放传媒投资有限公司(以下简称“解放传媒投资”)，分别持有东渡解放 70%和 30%股权，因此，此项交易构成关联交易。
- ◆ 此项交易各关联方及资产归属见图表 1。

图表1. 长风 3A 地块授权经营各关联方及资产归属关系



来源：国金证券研究所

■ 盘活存量资产，授权经营加快回笼资金

- ◆ 长风 3A 地块是为 2008 年初公司实施定向增发时解放集团注入所持 51% 股权之解放文化所持资产，解放文化拥有该项土地的开发权。长风 3A 地块位于上海市普陀区(长风公园附近)，占地 38、58 亩，土地成本约为 2.95 亿元，规划容积率 2.5，规划总建筑面积 9.76 万平方米，其中地上建筑面积 6.43 万平方米。公司在 2008 年初进行定向增发时由解放集团通过注入解放文化 51% 股权时获得该项资产。
- ◆ 截止到目前，该地块土地款已经支付完毕，前期工作也已陆续展开，但由于各种原因迟迟未能按原计划开工建设。这不仅意味着股东大量投入的资金沉淀在其中，而且，随着土地政策的逐步收紧，项目土地还存在被政府收回或处罚的风险。因此，从集中精力发展主业的角度考虑，通过授权经营方式加快盘活存量资产、回笼资金成为新任管理层厘清公司资产架构的首要任务之一。
- ◆ 长风 3A 地块的评估值为 2.92 亿元，公司所持 51% 股权对应价值为 14892 万元。根据协议，公司授权东渡解放单独负责项目公司的经营管理(包括长风 3A 地块项目的经营、开发、销售管理)，并根据协议约定分配收益；同时，东渡解放确保解放文化向公司支付 31,481 万元款项作为经营保证金，以此作为东渡解放单独负责项目公司经营管理以及项目建成后公司收回投资、取得收益的担保。
- ◆ 而且，根据协议内容，东渡解放在协议生效之日起 5 日内支付第一笔保证金人民币 500 万元；协议生效之日起 3 个月内，东渡解放应支付第二笔保证金人民币 14,239 万元；项目公司取得长风 3A 项目施工许可证并开工之日起 7 日内支付剩余款项(第三笔保证金)人民币 16,742 万元。正常的话，公司将在年内收到 31481 万元的全部保证金，既保证了收益的实现，又加速资金的回笼，为主业发展提供了有力的资金保障。

■ 锁定未来 4 年投资收益提升来年业绩

- ◆ 公司在长风 3A 地块上的投资本金是 14739 万元，对应协议生效后东渡解放支付的第一、第二笔保证金之和，即公司在协议生效后 3 个月内能基本保证收回投资成本，取得施工许可证后第三笔保证金 16742 万元则成为此后利润分配的基准和东渡解放在利润不足时抵扣保证。因此，由此可以看出，这是一个十分有利于上市公司的协议安排，既保证了公司在此地块上的投资回报，又给予资金上的保障，充分显示出，公司在理顺管理架构后大股东对上市公司更进一步的支持。

- ◆ 根据约定，东渡解放保证公司应取得利润分配金额为 16742 万元，预计将在 2011~2013 年分期实现。尽管土地商业开发收益在各个年度间不可能万群均衡，但由于东渡解放已经提前全额预支了本金、分配利润的保证金，除此以外的收益与新华传媒无关，因此，在形式上完全可以做到在收益确认年度的平均分配，此项收益将能较为确定地增加公司 2011~2012 年投资收益，平均每年实现收益 4185.5 万元，本金投资回报率达到 28.4%，即使考虑资金沉淀成本，这一收益率也显著高于公司目前的 ROE 水平。

■ 厘清存量资产，或将加快资产架构战略整合

- ◆ 通过此次关联交易，公司有效盘活了一项沉淀 3 年之久的非传媒主业资产，在一定程度上厘清了存量资产，有效提高资产回报和经营效率。
- ◆ 更为重要的是，我们看到，产生于控股股东内部的新管理层上任后能够较好协调股东和上市公司之间的利益平衡，得到大股东更大程度的支持。而且，随着对现有存量资产的进一步厘清和新管理层间的不断磨合，我们认为，藉 2010 年企业广告投放回升以及上海世博会的有利时机，公司可能加快现有各资产业务板块架构的战略整合，以延伸产业发展空间，提升企业盈利水平。

■ 提高盈利预测，维持“买入”投资评级

- ◆ 根据此次公告，我们调升公司 2011~2014 年的盈利，并对 2009 和 2010 年业绩进行了微调，未来 3 年每股收益分别为 0.258 元、0.353 元和 0.407 元。
- ◆ 按照今日 12.74 元的收盘价计算，未来 3 年动态市盈率分别为 49.4 倍、36 倍和 31.3 倍，在传媒行业估值相对合理。鉴于 2010 年经济复苏背景下广告业在低基数基础上的较强反弹和上海世博会催生的区域性热点投资机会，我们维持对公司“买入”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,345	1,678	2,905	2,477	2,941	3,142
增长率		-28.4%	73.1%	-14.8%	18.8%	6.9%
主营业务成本	-1,943	-1,275	-2,020	-1,618	-1,887	-2,021
% 销售收入	82.9%	76.0%	69.5%	65.3%	64.2%	64.3%
毛利	402	403	885	859	1,054	1,121
% 销售收入	17.1%	24.0%	30.5%	34.7%	35.8%	35.7%
营业税金及附加	-12	-5	-66	-62	-74	-79
% 销售收入	0.5%	0.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-304	-267	-366	-384	-397	-402
% 销售收入	13.0%	15.9%	12.6%	15.5%	13.5%	12.8%
管理费用	-118	-91	-164	-136	-157	-163
% 销售收入	5.0%	5.4%	5.6%	5.5%	5.4%	5.2%
息税前利润（EBIT）	-32	40	289	277	426	477
% 销售收入	n.a	2.4%	10.0%	11.2%	14.5%	15.2%
财务费用	7	5	-29	-39	-32	-60
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	1.0%	1.6%	1.1%	1.9%
资产减值损失	0	-6	-31	0	-4	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	23	18	60	26	67
% 税前利润	69.6%	32.7%	6.0%	19.1%	6.0%	13.6%
营业利润	-13	62	247	297	416	481
营业利润率	n.a	3.7%	8.5%	12.0%	14.1%	15.3%
营业外收支	30	9	53	16	13	11
税前利润	17	71	299	313	429	492
利润率	0.7%	4.2%	10.3%	12.7%	14.6%	15.7%
所得税	-3	-1	-52	-77	-105	-121
所得税率	16.7%	1.9%	17.4%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	14	69	247	237	324	372
少数股东损益	-6	0	5	12	16	17
归属于母公司的净利	21	69	242	224	307	354
净利率	0.9%	4.1%	8.3%	9.1%	10.4%	11.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	16	69	247	237	324	372
少数股东损益	-4	0	0	0	0	0
非现金支出	54	29	66	36	45	52
非经营收益	-18	-22	3	-13	2	-9
营运资金变动	-54	-45	-195	16	-91	-40
经营活动现金净流	-6	31	122	275	280	375
资本开支	-44	-120	-45	-708	-142	-136
投资	-59	5	-78	-21	-30	345
其他	0	6	-390	60	26	67
投资活动现金净流	-104	-109	-513	-669	-146	276
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	290	-200	460	466	20	-328
其他	-68	-15	-99	-54	-153	-223
筹资活动现金净流	222	-215	361	413	-133	-551
现金净流量	112	-293	-30	19	0	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	553	260	381	400	400	500
应收款项	335	346	782	702	830	887
存货	297	229	560	430	501	534
其他流动资产	14	18	96	67	78	83
流动资产	1,199	853	1,818	1,599	1,810	2,005
% 总资产	65.1%	53.0%	49.7%	38.7%	40.4%	45.2%
长期投资	181	180	579	600	629	284
固定资产	419	532	566	638	752	850
% 总资产	22.7%	33.1%	15.5%	15.4%	16.8%	19.2%
无形资产	39	38	673	1,287	1,287	1,286
非流动资产	643	750	1,833	2,526	2,669	2,422
% 总资产	34.9%	46.7%	50.1%	61.2%	59.5%	54.7%
资产总计	1,843	1,608	3,656	4,130	4,484	4,431
短期借款	200	0	557	1,023	1,043	714
应付款项	741	686	882	674	785	838
其他流动负债	24	19	85	175	228	257
流动负债	965	705	1,524	1,873	2,057	1,809
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	965	705	1,524	1,873	2,057	1,810
普通股股东权益	878	902	1,922	2,035	2,188	2,365
少数股东权益	0	0	210	222	239	256
负债股东权益合计	1,843	1,608	3,656	4,130	4,484	4,431

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.080	0.264	0.417	0.258	0.353	0.407
每股净资产	3.342	3.436	3.311	2.336	2.513	2.716
每股经营现金净流	-0.015	0.118	0.210	0.316	0.321	0.431
每股股利	0.038	0.000	0.110	0.129	0.176	0.203
回报率						
净资产收益率	1.78%	7.69%	12.59%	11.03%	14.04%	14.98%
总资产收益率	0.85%	4.32%	6.62%	5.44%	6.85%	7.99%
投入资本收益率	-0.85%	4.30%	8.88%	6.37%	9.27%	10.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-20.39%	-28.45%	73.11%	-14.75%	18.75%	6.85%
EBIT增长率	-48.03%	-457.66%	632.07%	-4.37%	53.93%	11.97%
净利润增长率	N/A	344.13%	248.73%	-7.26%	36.85%	15.32%
总资产增长率	21.61%	-12.76%	127.43%	12.98%	8.57%	-1.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.4	60.6	55.9	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	64.0	75.4	71.3	97.0	97.0	97.0
应付账款周转天数	94.4	158.6	89.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	57.1	86.5	65.1	83.8	80.4	84.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.19%	-28.82%	8.26%	27.62%	26.49%	8.19%
EBIT利息保障倍数	1.5	-8.4	9.9	7.1	13.1	8.0
资产负债率	52.37%	43.87%	41.67%	45.35%	45.87%	40.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	31
买入	1	1	1	2	53
持有	0	0	0	2	20
减持	0	0	0	0	1
卖出	0	0	0	0	3
评分	2.00	2.00	2.00	2.29	2.02

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-10-17	买入	7.35	13.30 ~ 14.30
2 2008-10-31	买入	7.07	N/A
3 2009-02-03	买入	10.32	17.55 ~ 18.71
4 2009-03-29	买入	10.54	N/A
5 2009-04-16	买入	12.32	N/A
6 2009-04-29	买入	11.90	N/A
7 2009-05-21	买入	11.60	N/A
8 2009-08-28	买入	10.88	N/A

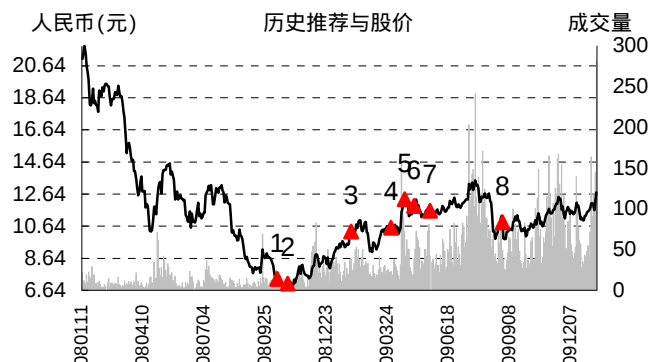
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。