

湘财证券研究所

田洪港

Tel: 021-68634510-8054

E-Mail: thg2897@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634510-8273

E-Mail: ly2573@xcsc.com

事件：

近日，我们对粤传媒进行了实地调研，就公司现有业务状况及未来发展等各方面进行了深入沟通。

投资要点：

■ 公司力争打造华南地区领先的综合印刷服务商；

公司 09 年主营收入中印刷收入占比超过 80%，仍将是公司业绩的主要支撑，但随着竞争加剧，印刷毛利率同比下滑了 3.61 个百分点。公司主要接受广州日报社委托印刷除《广州日报》外的系列报，同时还承接其他国内报刊在广州的分印业务。商业印刷客户主要包括中国移动等知名企业；公司综合印刷能力已处于华南的龙头地位，未来将继续发挥公司综合印刷优势，力争保持华南及全国领先的地位。

■ 招聘广告代理份额下滑，做大规模是关键；

随着新媒体对报纸媒体的冲击，报业广告总体规模增速趋缓，公司所代理招聘版广告虽然毛利率超过 90%，但 09 年受新媒体广告的冲击及经济环境影响，09 年广告代理收入同比减少 16.27%，招聘版收入在广州日报总版面的份额也逐年缩小。公司在此领域的发展机遇主要来自于公司在广告领域相关项目上展开深入合作，以做大规模，提升盈利能力。

■ 书报刊销售及旅店服务业务竞争力有待加强；

09 年，公司书报刊销售业务收入同比也出现较大下滑，公司通过清理积压库存、控制运营成本等措施，毛利率同比增长 6.65 个百分点。目前公司有连锁店面 10 家左右，并没有明显的竞争优势。公司旅店业务总体规模较小，无法与其它业务发挥协同效应。09 年受经济环境低位运行、酒店市场竞争加剧的影响，旅店服务业收入同比减少 27.99%。随着盈利能力的减弱和规模的萎缩，我们认为公司未来需要在这两类业务进行调整，其竞争力有待加强。

■ 公司未来有望以合作形式介入新媒体领域；

目前公司现有业务增长乏力，公司上市募投项目中，目前只有印报厂项目已经完工，公司在 09 年底的账面资金超过 5 亿元。在现有业务盈利能力无法明显改善的情况下，我们认为公司会积极寻求盈利能力强、具备协同效应的项目进行合作。我们认为，随着广州日报社改制逐步完成，对其资本平台支持力度也有望增加。

■ 维持公司“增持”评级；

预计公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.08 元和 0.09 元，对应 5 月 18 日收盘价 9.75 元，PE 都超过了 100 倍，估值处于传媒板块高端，而且股价已经部分体现了资产注入预期，但鉴于公司管理层开拓新媒体领域的积极心态，同时公司甩掉了公明景业的包袱，业绩好于预期的可能较大，收入增速有望在近两年实现突破。另外，我们认为，大股东的后续资产注入以及以公司作为平台整体上市的预期始终存在，我们首次给予公司“增持”评级。股价催化剂有：大股东后续经营资产注入；新媒体项目合作实现突破。

■ 风险提示；

报业印刷及广告业务下滑风险；公司新项目投资风险；管理及运营经验缺失风险。

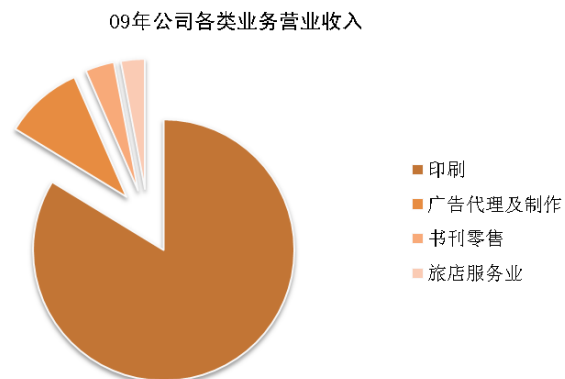
公司力争打造华南地区领先的综合印刷服务商；

公司 09 年主营业务收入中印刷收入达到 2.58 亿元，占比超过 80%，在较长一段时间内仍将是公司业绩的主要支撑，但随着竞争加剧，印刷毛利率同比下滑了 3.61 个百分点。

公司印刷业务主要包括报纸印刷和商业印刷，报纸印刷是公司的主要盈利支撑之一，主要是接受广州日报社委托印刷除《广州日报》外的系列报，同时还承接《人民日报海外版》、《第一财经日报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《中国体育报》、《经济日报》等其他国内报刊在广州的分印业务。随着竞争加速，报业印刷毛利率也呈现明显的下滑趋势；商业印刷业务的客户主要包括中国移动、中国电信等知名企业；报纸印刷和商业印刷在华南地区的细分市场都处于前五位，综合印刷能力已处于华南地区的龙头地位。

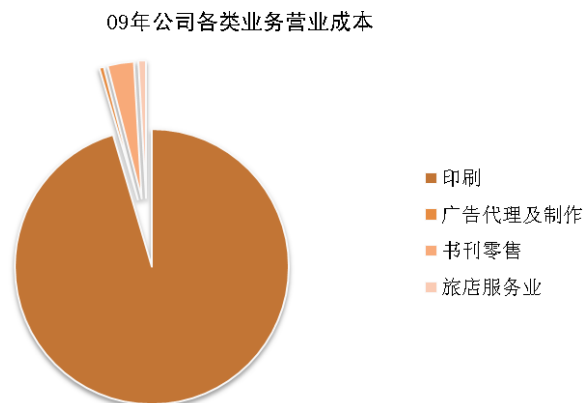
公司在包装印刷方面由于缺乏管理与业务经验，导致控股包装印刷公司公明景业在 09 年巨额亏损而处于暂停状态，目前公司下属印务公司中的包装印刷业务很少。公司未来将继续发挥公司综合印刷优势，加强报纸印刷、商业印刷与包装印刷资源的整合，力争综合印刷能力保持省内首位、全国领先的地位。

图 1 公司 09 年印刷收入仍是主要贡献



来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 公司 09 年各类业务成本情况



来源：Wind，湘财证券研究所

招聘广告代理份额下滑，做大规模是关键；

随着新媒体对报纸媒体的冲击，报业广告总体规模增速趋缓，虽然公司所代理招聘版广告业务的毛利率超过 90%，但 09 年受新媒体广告的冲击及经济环境影响，09 年广告代理收入同比减少 16.27%。另外，招聘版面的广告收入在广州日报总版面的份额也呈现逐年下滑趋势。

公司拥有广州日报招聘版广告的十年独家代理权，确保了广告业务的稳定性。同时，广州日报社承诺 10 年到期后将与公司按市场价格续签十年协议。

目前公司的广告代理业务由下属控股子公司广州大洋广告有限公司（以下简称“大洋广告”）经营。大洋广告还代理《广州日报》部分其它广告（中缝广告、分类广告、工商广告、专栏广告等）；除此之外，大洋广告还受广州日报社委托制作《广州日报》招聘广告及部分其它广告，也代理全国媒体广告发布业务。

公司在此领域的发展机遇主要来自公司在广告领域相关项目的深入合作，以做大规模，提升盈利能力。

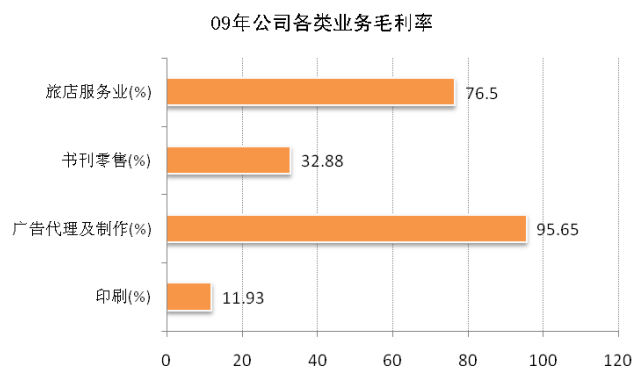
书报刊销售及旅店服务业务竞争力有待加强；

目前公司有连锁店面 10 家左右，在书报刊连锁经营方面并没有明显的竞争优势。书报刊发行渠道的增加以及数字出版的快速发展对于传统书报刊销售业务造成了巨大的冲击，公司在 09 年书报刊销售业务收入同比也出现较大下滑，公司通过清理积压库存、关闭亏损严重的网点、控制运营成本等措施，有效地扼制了亏损逐步扩大的势头，毛利率同比增长 6.65 个百分点。

公司旅店业务整体规模较小，无法与其它业务发挥协同效应。公司下属广州大洋文化连锁店有限公司新闻培训中心在 09 年受经济低位运行、酒店市场竞争加剧影响，旅店服务业收入同比减少 27.99%。

随着书报刊销售及旅店服务业务盈利能力的减弱和规模的萎缩，我们认为公司未来需要对这两类业务进行调整，其竞争力有待加强。

图 3 公司 09 年广告代理的毛利率最高



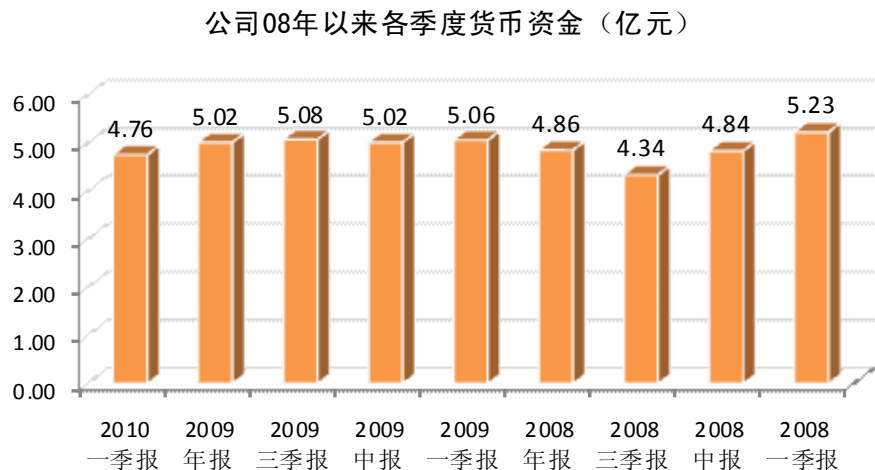
来源：Wind，湘财证券研究所

公司未来有望以合作形式介入新媒体领域；

公司目前各类业务增长乏力，盈利能力有待提升。公司上市招股募集资金所计划投资的项目中，目前来看只有印报厂扩建技术改造项目已经完工，商业印刷扩建技术改造项目以及增加连锁经营网点技术改造项目因为市场变化、工程进度及公司战略调整等方面的原因都没有按期完成，尤其是增加连锁经营网点项目，因为盈利不佳，完全没有展开，这也直接导致公司近几年业绩低于上市时的预期。

公司在 09 年底的账面资金超过 5 亿元，且从 08 年以来，公司账面上的资金变动不大，始终存在充足的货币资金，资金使用效率较低。由于公明景业亏损破产原因，公司在 09 年出现巨亏。在现有业务盈利能力无法明显改善、增量业务也未明朗的情况下，我们认为公司会积极寻求盈利能力强、前景好、具备协同效应的项目进行深入合作，尤其是新媒体相关领域的项目。

图 4 公司 08 年以来各季度货币资金基本稳定



来源：Wind，湘财证券研究所

我们认为，随着广州日报社改制的逐步完成，对其唯一的资本平台的支持力度也有望逐步增加，未来存在较大的资产注入预期，也不排除借助粤传媒这一资本运作平台实现报社经营性资产的整体上市。

维持公司“增持”评级；

预计公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.08 元和 0.09 元，对应 5 月 18 日收盘价 9.75 元，PE 都超过 100 倍，估值处于传媒板块高端，公司股价已经部分体现了大股东资产注入的预期。鉴于公司管理层开拓新媒体领域的积极心态和决心，同时公司甩掉了公明景业的亏损包袱，今明两年业绩好于市场预期的可能较大，营收在未来两年有望在新领域实现突破。另外，我们认为，大股东后续资产注入及以公司为平台整体上市的预期也始终存在，首次给予公司“增持”评级。股价催化剂主要有：大股东广州日报后续经营资产注入；新媒体项目合作实现突破。

风险提示；

报业市场的不景气导致印刷及广告业务持续下滑的风险；

公司新项目投资回报低于预期的风险；

公司进军新媒体领域存在管理经验及运营经验缺失的风险。

表格 1 公司重要财务指标

重要财务指标			单位:百万元	
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	341	382	458
收入同比(%)	-32%	8%	12%	20%
归属母公司净利润	-93	26	31	38
净利润同比(%)	-	-	17%	24%
毛利率(%)	24.3%	25.6%	25.2%	25.2%
ROE(%)	-7.8%	2.2%	2.5%	3.0%
每股收益(元)	-0.27	0.08	0.09	0.11
P/E	-	129.12	109.91	88.92

来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	734	768	799	843	营业收入	315	341	382	458
现金	502	500	515	534	营业成本	239	254	285	343
应收账款	119	160	165	173	营业税金及附加	5	6	6	7
其他应收款	66	50	62	80	营业费用	20	24	26	30
预付账款	1	1	1	2	管理费用	41	49	52	61
存货	46	56	56	54	财务费用	-8	-13	-13	-13
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	135	10	10	10
非流动资产	652	624	604	581	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	103	104	104	104	投资净收益	29	22	22	23
固定资产	464	443	418	394	营业利润	-88	33	37	43
无形资产	19	20	21	23	营业外收入	7	5	5	5
其他非流动资产	66	57	62	60	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1386	1391	1403	1424	利润总额	-82	37	41	48
流动负债	185	171	152	135	所得税	12	11	11	10
短期借款	0	0	0	0	净利润	-94	26	31	38
应付账款	141	120	101	81	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	43	51	51	54	归属母公司净利润	-93	26	31	38
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	-62	50	54	60
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.27	0.08	0.09	0.11
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	185	171	152	135	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	350	350	350	350	成长能力				
资本公积	580	580	580	580	营业收入	-32.0%	8.0%	12.0%	20.0%
留存收益	267	287	318	356	营业利润	-1177.2%	-62.3%	12.9%	16.3%
归属母公司股东权益	1198	1217	1248	1287	归属于母公司净利润	-9598.0%	-71.7%	17.5%	23.6%
负债和股东权益	1386	1391	1403	1424	获利能力				
					毛利率(%)	24.3%	25.6%	25.2%	25.2%
					净利率(%)	-29.6%	7.8%	8.1%	8.4%
					ROE(%)	-7.8%	2.2%	2.5%	3.0%
					ROIC(%)	-20.9%	2.6%	3.3%	4.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	13.3%	12.3%	10.9%	9.5%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.97	4.48	5.25	6.25
					速动比率	3.73	4.16	4.88	5.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.25	0.27	0.32
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	1.53	1.94	2.58	3.75
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.27	0.08	0.09	0.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	-0.09	-0.03	-0.03
					每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.48	3.56	3.67
					估值比率				
					P/E	-36.57	129.12	109.91	88.92
					P/B	2.85	2.81	2.74	2.65
					EV/EBITDA	-44	55	51	46

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	26	-31	-9	-10
净利润	-94	26	31	38
折旧摊销	34	30	30	30
财务费用	-8	-13	-13	-13
投资损失	-29	-22	-22	-23
营运资金变动	-28	73	-36	-43
其他经营现金流	151	-126	1	1
投资活动现金流	0	24	11	16
资本支出	16	0	0	0
长期投资	27	-8	5	-1
其他投资现金流	44	16	16	15
筹资活动现金流	-10	5	13	13
短期借款	-20	0	0	0
长期借款	-35	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	44	5	13	13
现金净增加额	16	-2	15	20

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。