

新华传媒 (600825.SH) 综合传媒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号：S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

成城项目引入战略投资，未来值得期待

事件

新华传媒发布公告，成立专业的管理公司——上海新华红星资产管理有限公司对成城项目进行运营管理，并引入红星家具集团向管理公司溢价增资 5.7 亿元；增资完毕后，新华传媒、澳宇投资、红星集团将分别持有管理公司 40%、17.14%、42.86% 的股权。在红星集团向管理公司增资并办理工商登记手续的同时，澳宇投资将其持有的管理公司 2.14% 股权以 0.3 亿元的价值转让至红星集团名下，最终新华传媒、澳宇投资、红星集团将分别持有管理公司 40%、15%、45% 的股权。

评论

引入战略投资者降低了公司对成城项目的运营和财务风险：(1) 增资完毕后，管理公司向项目公司提供财务资助款项 6.66 亿元，该财务资助款项专项用于清偿原由项目公司按照一年贷款基准利率标准向新华传媒支付财务成本的财务资助款项 4.66 亿元，向澳中国际支付财务成本的财务资助款项 2 亿元。且项目公司就其余应付新华传媒的 8.94 亿元于每季度按照每年 10% 的标准支付财务成本。换言之，红星集团增资红星资产管理公司后，新华传媒开始逐步回收 13.6 亿的财务成本款项。公司投入成城项目的资金压力得以缓解。(2) 红星集团负责为项目公司筹措成城项目复工、建设及运营所需的缺额资金，以向项目公司提供借款和/或代垫款的形式提供。换言之，新华传媒不必为成城项目的运营继续投入资金，仅获取项目收益。因此对成城项目的运营和财务风险大大降低。

与红星集团合作有利于管理公司组建专业化的文化 mall 管理团队：(1) 管理公司董事会成员共 5 人，其中新华传媒推荐 2 人、澳中国际推荐 1 人、红星集团推荐 2 人；管理公司董事会授权处理事项必须由董事会 4 名以上董事同意方能实施。(2) 管理公司的总经理和财务总监人选将均由红星集团提名，财务副总监人选由新华传媒提名。管理公司决策团队的组建模式遵循规范的法人治理结构进行设置，且充分利用了红星集团的人才优势，有望组建具备丰富经验的文化商业 mall 专业管理团队。

新华红星资产管理公司将作为专业的文化 mall 运作平台逐步实现跨区域连锁扩张：成立专业的管理公司作为责任主体对成城项目开展完全市场化的运作，在项目运作良好的情况下，有望借鉴商业 mall 的连锁模式，为新华传媒的跨区域迈出实质性的步伐。成城项目旨在模仿台湾诚品书店模式，打造大陆的文化名片；诚品书店在台湾已有 53 家分店，成功地采用复合式经营和连锁经营的方式实现阅读、鉴赏、交流学习、休闲等丰富的文化体验。专业的管理投资平台通过市场化运作一旦形成成功的开发运营模式，异地复制的可能性大为增加，公司计划通过管理公司在 3 到 5 年内另行拓展 2-3 个类似项目的开发与经营，实现传统业务的转型和可持续发展。

投资建议

暂不考虑成城文化项目投入运营后可能产生的影响。我们预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.246 元、0.285 元和 0.33 元，当前股价的动态市盈率分别为 33.6 倍、29.1 倍和 25.1 倍，处在平面媒体类公司平均水平。成城项目建设期 15 个月，短期内对于盈利不产生明显影响。然而，我们在对公司进行估值时必须考量成城文化项目土地证落定后对于公司价值产生的积极影响：我们对于现有平面媒体主业业绩按照 25~30 倍 PE 计算(以 2011 年业绩为基础)，价值预计在 74~89 亿元，加上成城文化项目的资产权益价值 60 亿元，公司潜在价值预计在 134~149 亿元。考虑此种估值方法必要的安全边际，我们据以上估算价值的 80% 计，也在 107~120 亿元，即每股内在价值为 10.20~11.50 元。据此，我们维持对公司的“买入”评级。

我们想提请投资者关注的是，近期包括商业地产在内之地产业板块的整体走强成为了推高市场对公司内在价值关注度的重要催化剂，而公司长期价值的最终落定还需主业架构调整初见成效以及具有创新商业模式的成城文化项目投入运营并开始显现其差异化的盈利能力。

图表1：新华传媒三表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,678	2,905	2,278	2,253	2,509	2,843
增长率		73.1%	-21.6%	-1.1%	11.4%	13.3%
主营业务成本	-1,275	-2,020	-1,443	-1,425	-1,583	-1,787
% 销售收入	76.0%	69.5%	63.4%	63.3%	63.1%	62.8%
毛利	403	885	834	828	926	1,057
% 销售收入	24.0%	30.5%	36.6%	36.7%	36.9%	37.2%
营业税金及附加	-5	-66	-65	-63	-70	-80
% 销售收入	0.3%	2.3%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
营业费用	-267	-366	-394	-378	-389	-427
% 销售收入	15.9%	12.6%	17.3%	16.8%	15.5%	15.0%
管理费用	-91	-164	-130	-113	-125	-142
% 销售收入	5.4%	5.6%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	40	289	245	273	342	408
% 销售收入	2.4%	10.0%	10.8%	12.1%	13.6%	14.4%
财务费用	5	-29	19	-5	-3	0
% 销售收入	-0.3%	1.0%	-0.8%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-6	-31	-14	-9	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	18	19	40	20	20
% 税前利润	32.7%	6.0%	6.4%	11.9%	5.1%	4.3%
营业利润	62	247	270	300.1	351.2	419.0
营业利润率	3.7%	8.5%	11.8%	13.3%	14.0%	14.7%
营业外收支	9	53	27	36	39	42
税前利润	71	299	297	336	390	461
利润率	4.2%	10.3%	13.0%	14.9%	15.5%	16.2%
所得税	-1	-52	-57	-64	-74	-88
所得税率	1.9%	17.4%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	69	247	240	272	316	373
少数股东损益	0	5	7	15	18	20
归属于母公司的净利润	69	242	233	257	298	353
净利率	4.1%	8.3%	10.2%	11.4%	11.9%	12.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	69	247	240	272	316	373
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	66	59	55	58	63
非经营收益	-22	3	-10	-57	-54	-58
营运资金变动	-45	-195	167	169	-1	1
经营活动现金净流	31	122	456	439	320	380
资本开支	-120	-45	-42	-600	-32	-28
投资	5	-78	-188	-11	-10	-10
其他	6	-390	406	40	20	20
投资活动现金净流	-109	-513	176	-571	-22	-18
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-200	460	-372	-170	0	1
其他	-15	-99	-90	-9	-118	-117
筹资活动现金净流	-215	361	-462	-179	-118	-116
现金净流量	-293	-30	170	-311	180	245

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	260	381	551	240	420	665
应收款项	346	782	532	555	618	700
存货	229	560	525	429	475	533
其他流动资产	18	96	54	45	49	56
流动资产	853	1,818	1,663	1,268	1,562	1,954
% 总资产	53.0%	49.7%	49.0%	35.4%	40.0%	45.3%
长期投资	180	579	447	458	467	477
固定资产	532	566	549	566	578	587
% 总资产	33.1%	15.5%	16.2%	15.8%	14.8%	13.6%
无形资产	38	673	718	1,290	1,292	1,295
非流动资产	755	1,838	1,730	2,316	2,339	2,360
% 总资产	47.0%	50.3%	51.0%	64.6%	60.0%	54.7%
资产总计	1,608	3,656	3,393	3,583	3,901	4,314
短期借款	0	557	170	0	0	0
应付款项	686	882	919	1,020	1,132	1,278
其他流动负债	19	85	49	150	154	160
流动负债	705	1,524	1,138	1,170	1,286	1,437
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	705	1,524	1,138	1,170	1,286	1,438
普通股股东权益	902	1,922	2,092	2,235	2,420	2,660
少数股东权益	0	210	163	178	196	216
负债股东权益合计	1,608	3,656	3,393	3,583	3,901	4,314

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.264	0.417	0.268	0.246	0.285	0.338
每股净资产	3.436	3.311	2.402	2.567	2.779	3.055
每股经营现金净流	0.118	0.210	0.524	0.504	0.367	0.436
每股股利	0.000	0.110	0.051	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.69%	12.59%	11.14%	11.49%	12.30%	13.29%
总资产收益率	4.32%	6.62%	6.87%	7.17%	7.63%	8.19%
投入资本收益率	4.30%	8.88%	8.19%	9.18%	10.58%	11.49%
增长率						
主营业务收入增长率	-28.45%	73.11%	-21.60%	-1.10%	11.38%	13.34%
EBIT增长率	N/A	632.07%	-15.21%	11.42%	24.97%	19.48%
净利润增长率	344.13%	248.73%	-3.74%	10.24%	15.88%	18.73%
总资产增长率	-12.76%	127.43%	-7.21%	5.63%	8.87%	10.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.6	55.9	86.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	75.4	71.3	137.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	158.6	89.9	122.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	86.5	65.1	86.2	88.9	80.9	71.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.82%	8.26%	-16.88%	-9.93%	-16.04%	-23.08%
EBIT利息保障倍数	-8.4	9.9	-13.0	60.1	127.5	1,866.1
资产负债率	43.87%	41.67%	33.55%	32.66%	32.95%	33.34%