

新华传媒 (600825)

增持/维持评级

股价: RMB8.29

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁
(0755)8249 2212
liujn@mail.htlhsc.com.cn

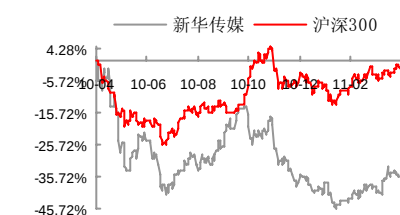
相关研究

《传统业务复苏 商业地产待估》

基础数据

总股本 (百万股)	1,045
流通 A 股 (百万股)	1,045
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,662

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

地产项目引入实力合作伙伴 主力店同时落地

- 公司今日公告成城购物广场项目引入合作伙伴红星集团, 引入后的新华传媒、澳国际和红星集团分别拥有成城购物广场项目 40%、15%和 45%的权益。红星集团为此次合作投入现金 5.7 亿元, 该部分资金用于归还新华传媒和澳国际之前为项目公司提供的财务资助中的一部分, 后续项目复工、建设以及运营所需资金由红星集团筹措并以借款形式向项目公司提供。
- 红星集团是一家创办 24 年的民企, 已在中国大陆 58 座城市开办了 76 家商场, 2010 年销售额达 396 亿元, 主要商业业态“红星美凯龙”家居 Mall 是中国家居流通业第一品牌, 集团具有良好的公共关系、融资平台和融资优势。目前, 集团已涉足百货购物中心、综合体项目, 并引入海外管理集团和百货界资深人士。此外, 集团其它房地产经验也比较丰富, 旗下上海红星美凯龙房地产有限公司目前在十几个城市开发高品质房地产项目。
- 根据红星集团注资方式计算, 目前处于停工、烂尾并且土地用途为“绿地、仓储”的成城购物广场的价值已经达 12.67 亿元, 未来复工建设并进入运营后继续增值的空间仍很大。根据我们对周边地价、物业价值的分析, 该项目建设完成后价值将在 70 亿元左右。红星集团的介入标志着成城购物广场主力店确定, 将补充该项目过去缺失的 Shopping Mall 招商和运营能力, 并且项目融资能力也将大大增强, 使项目未来价值实现的确性显著增强。
- 预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的收入分别为 22.4 亿元、23.6 亿元和 25.0 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.3 亿元、2.6 亿元和 2.7 亿元, 收入和利润全部来自于传统业务。根据对公司历史估值、传统传媒板块历史估值和 2010 年估值水平的分析, 给予公司传统业务 25 倍至 34 倍的估值区间, 则公司传统业务的价值区间为 64 亿元至 87 亿元。
- 考虑成城项目能够为新华传媒内在价值增厚约 22 亿元, 新华传媒总合理价值区间则为 86 亿元至 109 亿元, 折合每股合理价值区间为 8.23 元至 10.44 元, 目前股价 8.31 元, 处于区间下限, 距上限 26%, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 传统业务波动较大; 成城项目土地用途为“绿地、仓储”。

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2277.5	2241.0	2358.0	2495.0
(+/-%)	-21.6	-1.6	5.2	5.8
归属母公司净利润(百万元)	233.0	229.0	250.0	264.0
(+/-%)	-3.7	-1.7	9.2	5.6
EPS(元)	0.22	0.22	0.24	0.25
P/E(倍)	37.2	38.7	35.4	33.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

成城购物广场项目引入实力合作伙伴红星集团	3
成城购物广场项目周边情况	3
成城购物广场项目和新华传媒的估值.....	4
风险提示	4

成城购物广场项目引入实力合作伙伴红星集团

公司今日公告成城购物广场项目引入合作伙伴红星集团，引入后的新华传媒、澳中国际和红星集团分别拥有成城购物广场项目 40%、15%和 45%的权益。红星集团为此次合作投入现金 5.7 亿元，该部分资金用于归还新华传媒和澳中国际之前为项目公司提供的财务资助中的一部分，后续项目复工、建设以及运营所需的资金由红星集团筹措并以借款形式向项目公司提供。在收回一部分对成城项目的资助款后，新华传媒仍贷给成城项目公司 8.94 亿元年息为 10%的资助款，该款项将于 2025 年 12 月 31 日收回。

根据此次红星集团注资方式计算，目前处于停工、烂尾并且土地使用权为“绿的、仓储”的成城购物广场的价值已经达 12.67 亿元，未来复工建设并进入实际运营后继续增值的空间仍很大。根据我们对周边地价、物业价值的分析，该项目建设完成后价值将在 70 亿元左右（详见 4 月 11 日发布的深度报告《传统业务复苏 商业地产待估》），红星集团的介入标志着成城购物广场主力店确定，将补充该项目过去缺失的 Shopping Mall 招商和运营能力，并且项目融资能力也将大大增强，可使项目未来价值实现的确定性显著增强。同时成城项目仍然存在所在地块土地使用权变更为商业用地的潜在催化剂；即便土地使用权不变更，红星集团的介入也已经保证了主力店引进风险也不存在了，而且从红星集团的经验上看，其敢于投资 5.7 亿元现金表现了土地使用权风险是较低的。

红星集团是一家民营企业，创办 24 年，目前在中国大陆 58 座城市开办了 76 家商场，2010 年销售总额达 396 亿元，集团过去的主要商场品牌是“红星美凯龙”家居 Mall，是中国家居流通业的第一品牌，具有良好的公共关系、融资平台和融资优势。目前，红星集团已涉足百货购物中心和综合体项目，分别在昆明和天津有两处建设中的大型购物中心项目泛亚百货 Shopping Mall 和红星国际二期，红星集团为其购物中心项目积极引入海外的管理集团，并且聘请了上世纪 90 年代初开始操盘太平洋百货、2002 年开始操盘万达大洋百货的王德明负责此类项目。此外，红星集团的其它房地产经验也十分丰富，旗下的上海红星美凯龙房地产有限公司目前在十几个城市即将开发数十个高品质房地产项目，类型涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产等大型城市综合体，并且 500 万平方米的土地储备。

红星集团加入成城购物广场项目，无论为成城购物广场带来的主力店是家居广场还是购物中心，成城项目的商圈气氛都将被确认，从红星集团已经运营的项目看，商业氛围的营建都比较成功，对商户有较强的吸引力。这一具备充足实力和地产经验的民营企业的加入对于成城购物广场项目的开发提供了保证并也更好的打开了未来前景。

成城购物广场项目周边情况

成城购物广场的位置紧邻规划中的虹桥商务区主功能区，在主功能区东南侧两公里左右。是未来上海现代服务业、上海国际贸易以及高端商务的聚集区。项目 5 公里范围之内约有 500 个左右住宅小区。隔街相对的是规划建筑面积约 50 万平方米的轨道交通 10 号线吴中路停车场地块，去年年中华润置地已经购入该项目 50% 股权，计划建成商业综合项目万象城。成城项目周边环境对于商业项目而言具备较大潜力。

成城购物中心周边小型商业的店面租金约为每天每平米 4 元，二手住宅价格在每平米 21000 元至 27000 元之间。在 2011 年 3 月上海市的土地出让信息中，同在吴中路、距离 400 米远的一块 2.43 万平方米面积商业用途土地以楼面地价 1.08 万元成交，虹桥商务区核心区域的商业及办公综合体楼面地价已经上升至 1.5 万元水平。综合以上信息，我们中性认为成城购物中心全面落成之后地上建筑面积每平米价值可约为 25000 元左右，未来随着虹桥商务区发展，仍可能继续升值。

成城购物广场项目和新华传媒的估值

根据成城购物中心地上建筑面积总计约 28 万平方米、每平米价值 25000 元左右计算，成城购物广场落成后，价值约为 70 亿元。目前后续建设完成所需要的资金大致在 12 亿元左右，另外我们预计土地用途从绿地和仓储变更为商业需要缴纳一定的土地出让金，假设为 4 亿元，则目前成城购物中心的市場价值应为 54 亿元。根据新华传媒最新占有 40% 的权益计算，成城购物广场能够为新华传媒内在价值增厚约 22 亿元。

虽然在红星集团介入后，新华传媒在成城购物广场上的权益 22 亿元较我们之前预计的 38 亿元有了大幅下降，但新华传媒得到的益处非常明显：第一，主力店已确认，而且合作方实力雄厚、经营丰富、招商和融资能力有保证，成城项目可以成功落成并运营的风险已经大为降低；第二，根据红星集团入股方案，新华传媒原本承诺对成城项目承担的财务资助负担降低 35%，潜在的债务风险大幅降低；第三，新华传媒参与成城项目之后实际付出的成本仅有 1 港元对价和 13.2 亿元财务资助的承诺，在公司没有真正投入任何大规模资源的情况下，其在成城项目中的权益已经实实在在地被作价 5 亿元（参照红星集团出资 5.7 亿元得到 45% 权益计算），并且公司在项目中有关键性的 2/5 表决权（5 人董事会，决议通过需 4 人赞成）。我们预计，未来成城项目的债务和建设资金将有可能用红星集团入股的类似方式解决，新华传媒有可能权益进一步降低，但相应的，权益价值将更为确定、参与风险也将进一步降低。

根据传统传媒板块的估值水平和新华传媒自身的历史估值，我们认为对新华传媒传统业务的估值下限可为 25 倍（2010 年传统传媒公司市盈率均值 39 减一倍方差值 14.1），估值上限可为 34 倍（除 2007 年外新华传媒历史市盈率均值 41 减一倍方差 7.2）。预计 2011 年新华传媒传统业务净利润为 2.55 亿元，按照 25 倍至 30 倍的估值水平，新华传媒传统业务的合理价值为 64 亿元至 87 亿元。考虑成城购物广场能够为新华传媒内在价值增厚约 22 亿元，新华传媒总的合理价值区间则为 86 亿元至 109 亿元，目前新华传媒总股本为 10.44887850 亿股，折合每股合理价值区间为 8.23 元至 10.44 元，目前股价 8.31 元，处于估值区间下限，距离上限 26%，维持“增持”评级。后续随着成城购物广场项目进展和虹桥商务区的开发，成城购物广场的价值仍有继续上升的空间，同时我们预计，随着成城项目这一烂尾楼项目操作的成功，公司有望获得更多类似的地产项目机会，为未来的文化地产发展打开更大空间。

风险提示

上海报刊广告市场竞争激烈，新华传媒的市场份额有波动风险；公司的新华书店图书销售体系受网络冲击有可能超出预期；成城购物广场项目所在土地的土地使用权变更有可能无法获得。

盈利预测

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	1663	1998	2273	2572	营业收入	2278	2241	2358	2495
现金	551	915	1115	1356	营业成本	1443	1416	1501	1601
应收账款	484	468	497	523	营业税金及附加	65	64	68	72
其他应收款	46	59	68	63	营业费用	394	388	396	407
预付账款	40	48	46	52	管理费用	130	121	123	125
存货	525	470	522	544	财务费用	-19	1	-4	-4
其他流动资产	7	39	25	34	资产减值损失	14	10	10	10
非流动资产	1730	1711	1708	1697	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	210	230	270	300	投资净收益	19	20	19	19
固定资产	538	502	463	423	营业利润	270	262	283	305
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	0	34	41	36
其他非流动资产	4	941	938	937	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	3393	3709	3981	4269	利润总额	297	291	319	336
流动负债	1136	853	911	975	所得税	57	56	61	64
短期借款	170	0	0	0	净利润	240	235	258	272
应付账款	483	394	427	479	少数股东损益	7	7	8	8
其他流动负债	2	460	485	496	归属母公司净利	233	229	250	264
非流动负债	2	410	410	410	EBITDA	251	304	321	342
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.22	0.24	0.25
其他非流动负	0	410	410	410	主要财务比率				
负债合计	1138	1263	1321	1385	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	163	170	177	185	成长能力				
股本	871	1045	1045	1045	营业收入	-21.6%	-1.6%	5.2%	5.8%
资本公积	711	537	537	537	营业利润	9.3%	-2.9%	8.2%	7.7%
留存收益	510	694	901	1117	归属母公司净利	-3.7%	-1.9%	9.5%	5.4%
归属母公司股	2092	2276	2483	2699	获利能力				
负债和股东权	3393	3709	3981	4269	毛利率(%)	0.0%	36.8%	36.3%	35.8%
现金流量表					净利率(%)	10.2%	10.2%	10.6%	10.6%
单位: 百万元					ROE(%)	11.1%	10.0%	10.1%	9.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	8.6%	14.1%	15.3%	16.9%
经营活动现金	456	581	260	295	偿债能力				
净利润	240	235	258	272	资产负债率(%)	33.5%	34.1%	33.2%	32.4%
折旧摊销	0	41	42	42	净负债比率(%)	114.78	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	12	1	-4	-4	流动比率	1.46	2.34	2.49	2.64
投资损失	-19	-20	-19	-19	速动比率	1.00	1.76	1.89	2.05
营运资金变动	0	-68	-31	4	营运能力				
其他经营现金	463	391	14	2	总资产周转率	0.65	0.63	0.61	0.60
投资活动现金	176	-3	-19	-11	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	42	0	0	0	应付账款周转率	2.98	3.23	3.66	3.54
长期投资	-188	20	40	30	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	17	21	19	每股收益(最新)	0.22	0.22	0.24	0.25
筹资活动现金	-462	-214	-41	-43	每股经营现金流	0.44	0.56	0.25	0.28
短期借款	-387	-170	0	0	每股净资产(最	2.16	2.18	2.38	2.58
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	290	174	0	0	P/E	37.18	38.72	35.36	33.55
资本公积增加	-174	-174	0	0	P/B	3.84	3.89	3.56	3.28
其他筹资现金	-192	-44	-41	-43	EV/EBITDA	36	27	25	24
现金净增加额	170	364	200	241					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn