

政策利好+行业成长 报业集团未来值得期待

投资评级： 增持（首次评级） **投资要点：**

当前价格： 13.50
合理价格区间： 14.5—16.2

市场数据

总股本(百万股)	429.73
A 股股本(百万股)	429.73
B/H 股股本(百万股)	
A 股流通比例(%)	25.62
12 个月最高/最低(元)	14.83/11.79
第一大股东	浙报控股
第一大股东持股比例	64.62
上证综指/沪深 300	2359/2581

注：2011 年 9 月 30 日数据

分析师： 朱程辉

执业证书编号： S0500511040001

联系人： 余李平

(8621) 68634510-8251

Email: ylp3380@xcsc.com

□ **综合类报刊是公司业绩的重要保证：**公司旗下两大最具权威和影响力的综合类报刊（《浙江日报》和《钱江晚报》报系）是公司业绩的重要保证，其中钱报公司 09 年的营收高达 5.02 亿元，净利润 1.04 亿元，分别占上市公司营收和净利的 53.8% 和 57.4%，09 年钱报公司净资产收益率更是高达 357%；浙江日报 09 年的营收规模高达 1.5 亿元，实现净利润 4906 万元，净资产收益率高达 56.05%。

□ **期待印务公司和新媒体业务贡献盈利：**与综合类报刊高净资产收益率不同的是，置入资产中的印务公司和新媒体业务（浙江在线）盈利能力有限，其中印务公司的营收规模大（09 年实现收入 3.67 亿元，实现利润 1690 万元），但盈利能力明显低于同行业公司的印刷业务，未来存在较大的提升空间；新媒体业务目前仍处于培育期，随着公司在新媒体业务上的探索和投入，未来有可能为公司提供新的利润增长点。

□ **报业广告市场将会稳定增长：**报业广告市场规模自 07 年增速（3.15%）跌至谷底以来，2010 年市场回暖取得高速增长（18.9%）并维持至 2011 年上半年；在分析影响报业广告市场三大因素中，宏观经济将会维持稳定快速增长，报业广告投放的支柱行业受调控和激烈竞争影响也将会增加企业广告营销支出，而新媒体对广告行业的影响将是一个长期过程，基于以上判断，我们认为未来两年内报业广告市场将维持稳定增速水平。

□ **文化体制改革释放新的活力：**按照文化体制改革的路线图，2011 年底将会完成所有非时政类报刊的转企改制任务，远期目标是形成不同主体参与的报业产业格局。公司作为国内首家经营性资产整体上市的报业集团，将会受益于体制改革和产业的发展，公司有望像前期改革的出版发行类文化企业一样，实现经营理念的转变和效益的大幅提升。

□ **估值和投资建议：**我们预测公司 2011-2013 年的营收规模分别为 13.15 亿元、14.40 亿元和 15.69 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.49、2.88 和 3.35 亿元，对应的 EPS 为 0.58 元、0.67 元和 0.79 元，以 9 月 30 日收盘价 13.5 元计算所对应的 PE 分别为 23、20、17 倍，略低于行业的平均估值水平，我们认为可以给予公司 25—28 倍估值水平，合理价格区间为 14.5—16.2 元，给予公司“增持”评级。

□ **风险提示：**经济减速导致广告投放减缓；新媒体影响；经营成本上升。

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1213.43	1315.02	1440.34	1569.25
增长率（%）	29.98%	8.37%	9.53%	8.95%
净利润（百万元）	230.93	274.14	317.61	370.56
增长率（%）	29.98%	8.37%	9.53%	8.95%
EPS（元）	0.49	0.58	0.67	0.78
P/E	27.74	23.37	20.17	17.29

正文目录

1 资产重组概述.....	2
2 报纸行业分析.....	4
3 公司简介.....	5
4 财务分析.....	6
5 盈利预测及估值建议.....	8
6 风险提示.....	9

图表目录

图表 1 重组前浙江日报报业集团股权结构图.....	3
图表 2 重组后浙报传媒 (600633) 股权结构图	3
图表 3 我国报业产值情况 (亿元)	4
图表 4 2011 上半年各媒介广告收入增长情况	4
图表 5 2010 年报纸广告主要行业贡献率	5
图表 6 置入资产经营情况 (百万元)	6
图表 7 置入各报业公司经营详情 (百万元)	7
图表 8 A 股传媒类上市公司印刷业务毛利率情况 (%)	8
图表 9 浙报传媒利润表预测.....	9

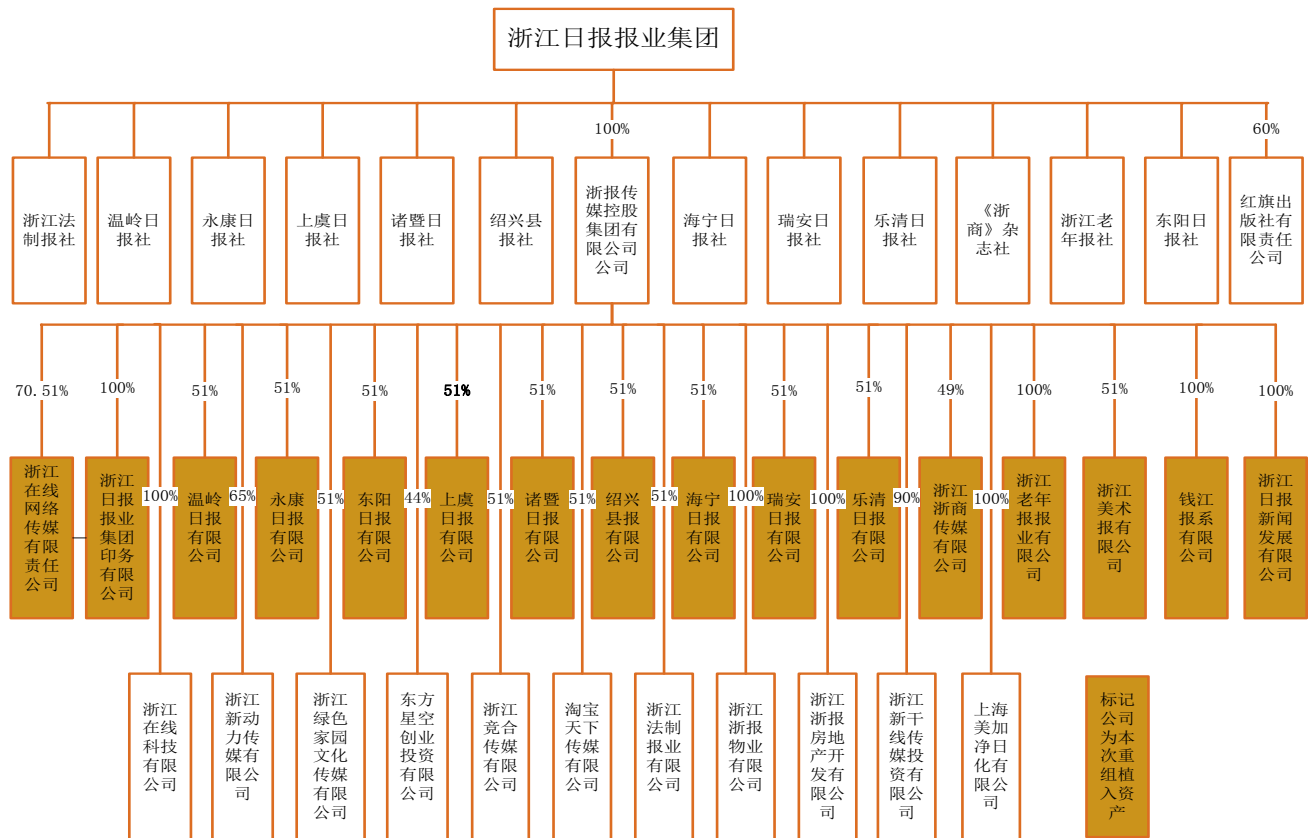
1 资产重组概述

本次浙报传媒借壳 ST 白猫的重大资产重组事项包括资产置换和发行股份购买资产两大部分。

- **资产置换：**ST 白猫将截止 2010 年 9 月 30 日经审计评估的全部资产和负债与浙报控股持有的报刊传媒类经营性资产（共计 16 家公司股权）进行置换，浙报控股指定其全资子公司美加净日化承接全部置出资产。
- **发行股份购买资产：**资产置换过程中形成的置换差额由 ST 白猫向浙报控股非公开发行股份购买。截至 2010 年 9 月 30 日，ST 白猫净资产为 1.03 亿元，浙报控股持有的拟置入资产评估价值为 24.63 亿元，差额部分上市公司将按照 7.78 元/股向浙报控股发行 277682917 股股票。

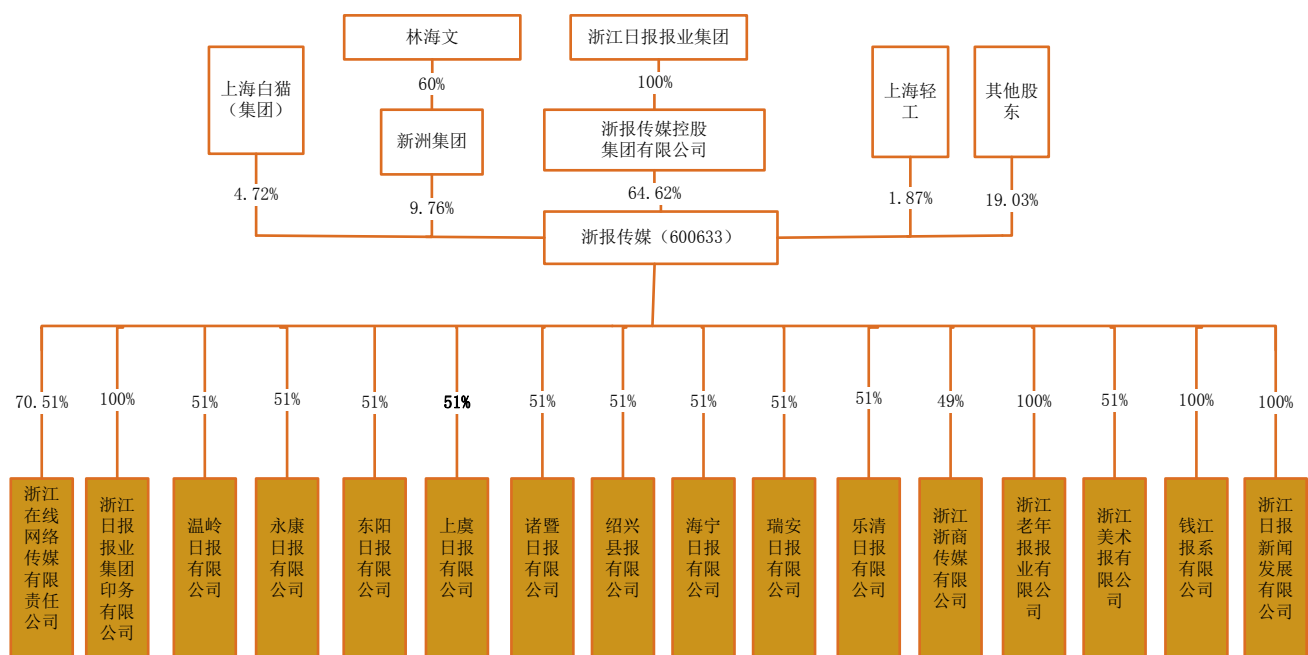
本次资产重组后，上市公司 ST 白猫更名为浙报传媒，控股股东变为浙江日报报业集团，持股比例为 64.62%，上市公司主营业务包括报刊杂志业、新媒体业务和印刷业务，报刊杂志业务主要涵盖浙江日报和钱江报系两大综合类报刊，浙江省内下属 9 个市县的日报业务和 3 家专业报（老年报、美术报、浙商传媒），新媒体业务包括浙江在线网络传媒有限公司 70.51%的股权；印刷业务指浙报印务公司 100%的股权以及下属企业股权。

图表 1 重组前浙江日报报业集团股权结构图



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 2 重组后浙报传媒 (600633) 股权结构图

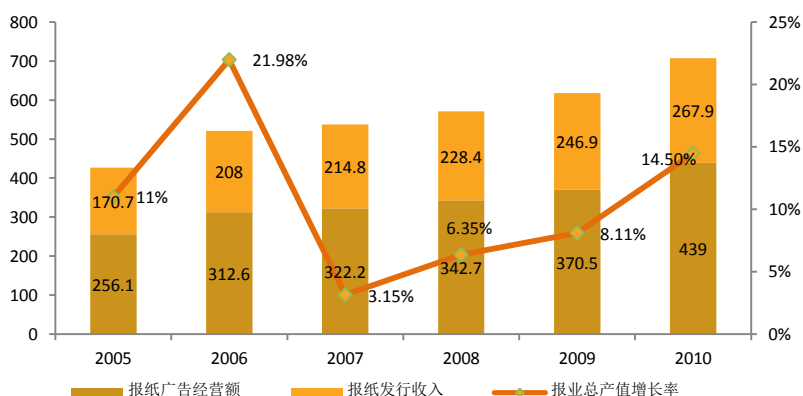


资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2 报纸行业分析

● **报业广告市场回暖持续：**我国的报业广告市场，在互联网、户外广告等新媒体影响下，自 07 年开始，广告收入增速出现大幅下降，报业的广告经营额表现不佳，07 增速水平更是跌到低谷；不过自 2010 年以来，报业广告市场出现意外的高增长并维持至今，2010 年整个报业总产值达到 706.9 亿元，其中报纸广告收入 439 亿元，增幅高达 18.9%，高于同期广告市场整体和电视广告市场增速水平；2010 年报业发行收入实现 267.9 亿元，保持稳定增长态势。最新数据显示，2011 上半年报纸广告收入的增幅为 16%，高于整体广告市场增幅，我们预计全年报业广告收入将维持去年增速水平。

图表 3 我国报业产值情况 (亿元)



资料来源：中国传媒产业发展报告，湘财证券研究所

图表 4 2011 上半年各媒介广告收入增长情况

媒介	增长率
电视	14%
报纸	16%
杂志	15%
电台	34%
户外	5%

资料来源：CTR 媒介，湘财证券研究所

● **未来行业将保持稳定增长：**影响报业经营环境的主要因素为宏观经济的走势、报业广告重点行业的景气程度以及新媒体对传统媒体的影响。

- ✓ 宏观经济方面，“十二五”期间国民经济每年 8% 的增长率依然可以持续，扩大内需、加快城市化以及产业结构升级都将会对广告行业带来利好，具体的影响逻辑包括内需提升带来广告市场规模扩大、城市化加快带来读者规模增长，产业结构升级导致相关行业推广需求和广告支出的必要增长。