



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒：印刷及出版

冯雪

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocichina.com

新华传媒 2012 上半年净利润同比下滑 22%

新华传媒(600825.CH/人民币 5.59, 持有)2012 上半年营业收入 8.1 万元, 同比下降 19.1%, 归属于上市公司股东的净利润 6,507 万元, 同比下降 22.4%, 合每股收益 0.06 元, 仅锁定我们原预测的全年 0.17 元的 36%, 低于预期。扣除非经常性损益后的净利润为 2,356 万元, 同比下降 64.1% (若以 2011 半年度财报口径则同比下滑 9% 左右), 合每股收益 0.02 元, 即公司净利润构成约为 1/3 的经营业务收益和 2/3 的补贴及资金运作收益。我们仍然很看好公司图书及报纸广告业务的战略转型思路——由传统“都市报+新华书店”定位拓展至“营销+数字出版+院线+电商+文化地产+.....”全媒体板块, 但目前正处于组织架构调整基本到位、新业务陆续起步的阶段。而原有传统业务景气度的加速下滑超预期。若无外延扩张, 短期内难以看到鲜明业绩拐点, 小非解禁压力仍存在, 暂维持**持有**评级。

- 1) **传统报纸广告景气度加速下降。**宏观经济增长减速、下游房地产调控持续——影响房地产及家电、卖场受电商冲击, 沿海地区媒体竞争激烈、新媒体冲击更甚等诸多不利因素造成传统报纸广告投放规模加速下降。CTR 统计 2012 上半年全国报纸广告投放刊例价总额同比下降 7.3%, 广告资源量同比下降 13%。公司报纸发行及广告收入上半年同比下滑 36%至 2.8 亿元, 是公司近 4 年来的最大降幅, 应收账款坏账计提亦增加。而公司持股 34%的《新闻晚报》经营公司创收 7,620 万元, 仅盈利 52 万元。基于下游行业实体经济及传播环境变化考量, 传统报纸广告业务大幅反转难度较大。
- 2) **传统图书发行无增长。**上半年公司图书、音像、文教用品收入规模合计同比微降 1.5%至 4.6 亿元。预计上海义教阶段的教材教辅发行业务将受到教辅新政、教材提价等的影响。
- 3) **刚性成本压力增大。**2012 上半年公司综合毛利率 34%, 基本与上年同期持平。但销售费用率和管理费用率分别上涨 4.4 和 0.4 个百分点至 23.3%和 5.9%。
- 4) **转型战略稳步推进, 尚未成为利润支撑:**
 - a) 中润解放组织架构及业务调整展开: “通过调整组织架构、减员增效、重组编辑设计中心和策略拓展中心, 增设 4A 组直接由媒体运营中心管理, 将更多的资源配置到业务前端, 更加强调后台部门的服务支持功能。”
 - b) 通过置业传媒等团队, 报纸广告业务向前端延伸, 由“媒体主”定位转为“乙方营销服务商”以获取广告客户更多营销预算。包括前期已披露的长甲集团一揽子合作外, 置业传媒房产营销上半年共销售面积 30,528.19 平方米, 金额约 6.22 亿元, 与去年同期相比有极大增长, 但根据常规代销比例估算, 目前占公司整体报媒业务的比重较低。《人报》拓展人力资源业务。

- c) 《申报》申活馆在去年尝试之后，配合公司新华书店 3.0 版本的静安店重新开馆，以品牌和消费人群为核心的新浪微博等新媒体营销业务推进。但江苏等异地拓展业务规模收缩。
- d) 剔除成城项目和新增业务单元的影响，上半年网络文学出版、“新华 e 店”数字阅读平台、书店数码产品联营、“一城网”电商平台等贡献 179 万元权益亏损，比上年同期减亏 33 万元。
- e) 新华书店 3.0 版本：6 月中旬上海新华书店静安店开业，据媒体披露，1.3 万方包括艺术书店、儿童书店、音乐书店等特色书店、申活馆、新华 e 店云阅读、教育培训、文具店、台湾艺术品店、iMovie 影城、糕点铺、咖啡馆等，其中图书面积仅约 2,000 平米。我们看好“图书+影院+文创”书店转型。据媒体披露，5 月深圳文博会期间，公司与方正信息产业集团签订战略合作协议，希望通过合作，结合双方优势资源，联手建设“云出版服务”以及“POD”（按需印刷）两大平台，年内重开业的淮海路新华书店将为“未来书店”试点。此外，公司实体书店渠道建设将小幅受益于版署及地方财政支持实体书店的政策导向。
- f) 公司于近日公告将以管理公司为主体展开成城文化 Mall 项目土地转性工作，我们基本维持土地转性成本较低，今年底或明年初开业，初期现金流入较好、中长期回报乐观的预期。
- 5) **资金管理收益良好。**截至 2012 年 6 月末，公司净负债率 37%，比年初提升 1 个百分点。基于房地产业的委托理财规模稳定，上半年收益为 3,884 万元，大幅增长；成城项目财务资助基本稳定；新获参股 10%的杨浦科创小额贷款公司 200 万元分红。

图表 1. 收入及成本细分

	收入			成本		毛利率(%)		
	11 年	12 年	同比	11 年	12 年	11 年	12 年	增减
(人民币, 百万)	上半年	上半年	增长%	上半年	上半年	上半年	上半年	(百分点)
图书	391.5	385.3	(1.6)	264.2	260.2	32.5	32.5	(0.1)
音像制品	21.3	19.6	(7.9)	13.9	12.7	34.7	35.0	0.3
文教用品	53.3	54.2	1.7	39.4	39.8	26.1	26.5	0.4
报纸发行及广告	438.5	279.8	(36.2)	313.1	202.1	28.6	27.8	(0.8)
其他主业	55.0	39.9	(27.4)	28.3	20.9	48.6	47.6	(1.0)
主营业务收入合计	959.5	778.7	(18.8)	658.9	535.8	31.3	31.2	(0.1)
其他业务收入	45.8	34.7	(24.2)	2.7	4.3	94.2	87.5	(6.6)
营业收入合计	1,005.3	813.4	(19.1)	661.5	540.1	34.2	33.6	(0.6)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比增长 (%)
营业收入	1,005	813	(19.1)
营业成本	(662)	(540)	(18.4)
毛利润	344	273	(20.5)
营业税金及附加	(28)	(15)	(48.5)
销售费用	(190)	(190)	(0.3)
管理费用	(55)	(48)	(12.8)
财务费用	12	42	261.9
资产减值损失	(1)	(7)	673.6
投资收益	15	2	(86.1)
营业利润	96	59	(39.0)
营业外支出净额	18	31	74.3
利润总额	114	90	(21.2)
所得税费用	(27)	(24)	(12.4)
少数股东损益	(3)	(1)	(66.2)
净利润	84	65	(22.4)
非经常性损益	(18)	(42)	127.0
扣非后净利润	66	24	(64.1)
(%)			
毛利率	34.2	33.6	
营业利润率	9.5	7.2	
有效所得税率	23.8	26.4	
净利率	8.3	8.0	
扣非净利率	6.5	2.9	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371