

2010年03月30日

**市场数据(人民币)**

市价(元)	12.55
已上市流通A股(百万股)	218.02
总市值(百万元)	4,394.53
年内股价最高最低(元)	12.78/7.41
沪深300指数	3358.54
中小板指数	6069.70
2008年股息率	0.00%


**分析师:毛峥嵘**

 (8621)61038317  
 maozhr@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 粤传媒 (002181.SZ)

**——业绩符合预期,甩掉包袱轻装上阵**

**公司基本情况(人民币)**

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.264	0.003	-0.267	0.072	0.089	0.098
净利润增长率	3.30%	-98.62%	-9,598.0%	N/A	24.18%	9.60%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.069	N/A	N/A
市盈率(倍)	100.88	2,005.70	N/A	175.13	141.03	128.68
行业优化市盈率(倍)	93.73	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	30.57	N/A	N/A	N/A	5.83	13.41
已上市流通A股(百万股)	43.95	218.02	218.02	218.02	218.02	218.02
总股本(百万股)	269.36	350.16	350.16	350.16	350.16	350.16

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论**
**■ 业绩符合预期,甩掉沉重包袱轻装上阵**

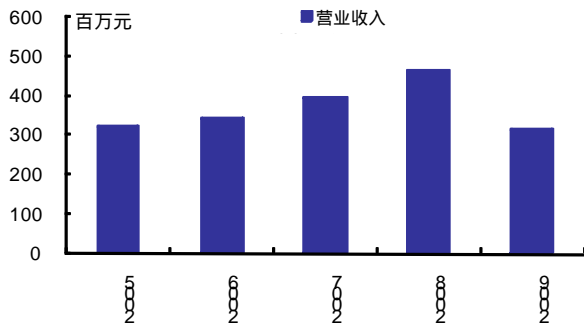
- ◆ 公司 2009 年实现营业收入 3.15 亿,同比减少 31.96%,净利润亏损 9336 万元,扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为 203.54 万元,比去年同期下降 92.53%,实现每股收益-0.267 元,由于此前公布了业绩快报,因此基本符合市场预期。
- ◆ 公司出现收入下滑和巨额亏损的主要原因是控股子公司公明景业提请破产,不再纳入本期合并报表范围,尽管给本期收益带来了重大影响,但公司也因此甩掉了沉重的包袱,另外公司传统业务同比均有所下滑。

**■ 传统纸媒生存困难重重,主业经营状况难改观**

- ◆ 公司的主营业务中,印刷业务、广告业务等收入和利润同比均有所下降,其中印刷业务剔除本期公明景业影响,收入同比实际下降 16.19%,且营业收入下降导致单位固定成本的上升及毛利率的下降;广告业务受新媒体冲击及整体经济环境影响,实现收入 3003 万元,比去年同期减少 16.27%;书报刊销售业务由于关闭亏损网点带来了营业收入下滑 31.27%,但毛利率同比增长 6.65 个百分点。
- ◆ 我们认为 2010 年,公司的主营业务在广州亚运会的带动下,随着经济的回暖会有所好转,但是经营困境难以得到大的改观,中国一线城市的报业市场未来前景不容乐观,在与新媒体的竞争中,平面媒体的不利局

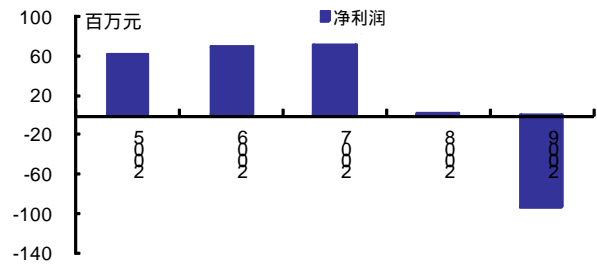
面难以发生根本性改变，未来传统媒体业务将更多向具有整合优势的跨媒体集团集中。

图表1. 粤传媒营业收入变化 (2005-2009)

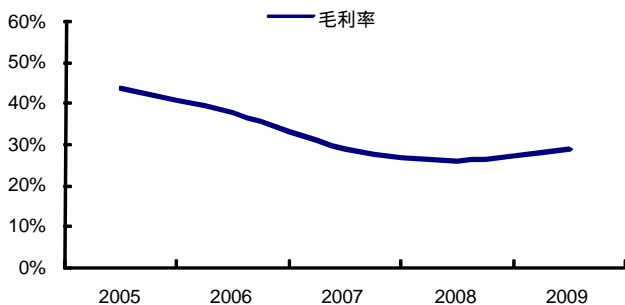


来源：国金证券研究所

图表2. 粤传媒净利润变化 (2005-2009)

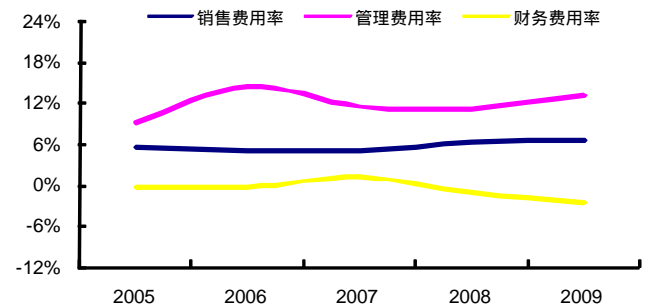


图表3. 粤传媒毛利率变化 (2005-2009)



来源：国金证券研究所

图表4. 粤传媒期间费用率变化 (2005-2009)



### ■ 大股东支持或许已经不再遥远

- ◆ 市场对粤传媒的大股东支持一直充满期待，也是一直以来支撑起高股价的重要理由，当前，粤传媒深陷经营的泥潭：缺乏盈利能力强的业务，经营不佳，战略方向不够清晰，并且面临巨额亏损的情况下，我们认为大股东的行动可能确实已经不再遥远，大股东广州日报的资产注入或更多有价值的广告资源代理是公司摆脱经营困境的重要依靠。
- ◆ 公司一直在努力寻找优质的投资项目，现金流非常丰富，能否找到合适投资项目对其未来的发展有着积极的意义。

### ■ 估值与盈利预测

- ◆ 我们预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.072, 0.089, 0.098 元，对应当前股价 PE 分别为 175, 141, 129 倍，估值水平在传媒板块中处于高端，尽管未来存在着很高的整合预期，且有望受益于广州亚运会，但是主业经营难以支撑高估值，整合不确定性的风险依然很大，因此，我们首次给予“持有”的投资评级。

图表5. 粤传媒收入成本分析

收入	1H08	2H08	1H09	2H09	2H09VS2H08	2H09/1H09
印刷	183.2	202.5	150.3	107.9	-46.7%	-28.2%
广告	13.5	22.4	17.8	12.2	-45.4%	-31.4%
书刊零售	7.2	8.8	6.0	5.0	-42.9%	-15.9%
旅店服务	6.7	6.1	4.4	4.7	-21.7%	7.2%
<b>成本</b>						
印刷	160.1	165.7	137.6	89.8	-45.8%	-34.7%
广告	1.0	0.6	0.7	0.6	12.2%	-1.9%
书刊零售	5.5	6.3	4.2	3.2	-49.5%	-23.7%
旅店服务	1.5	1.5	0.9	1.2	-18.7%	31.0%
<b>毛利</b>						
印刷	23.1	36.8	12.7	18.1	-50.9%	41.9%
广告	12.5	21.8	17.2	11.6	-46.9%	-32.5%
书刊零售	1.7	2.5	1.8	1.8	-26.0%	2.6%
旅店服务	5.2	4.6	3.5	3.5	-22.7%	0.8%
<b>毛利率</b>						
印刷	0.1	0.2	0.1	0.2	-1.4%	8.3%
广告	0.9	1.0	1.0	0.9	-2.7%	-1.6%
书刊零售	0.2	0.3	0.3	0.4	8.3%	6.5%
旅店服务	0.8	0.8	0.8	0.7	-1.0%	-4.7%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>396</b>	<b>464</b>	<b>315</b>	<b>325</b>	<b>349</b>	<b>383</b>
增长率		17.0%	-32.0%	3.1%	7.4%	9.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-282</b>	<b>-344</b>	<b>-239</b>	<b>-251</b>	<b>-269</b>	<b>-291</b>
% 销售收入	71.2%	74.1%	75.7%	77.1%	77.0%	75.9%
<b>毛利</b>	<b>114</b>	<b>120</b>	<b>77</b>	<b>75</b>	<b>80</b>	<b>92</b>
% 销售收入	28.8%	25.9%	24.3%	22.9%	23.0%	24.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>
% 销售收入	1.8%	1.3%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>营业费用</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-20</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>
% 销售收入	4.9%	6.0%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>管理费用</b>	<b>-45</b>	<b>-51</b>	<b>-41</b>	<b>-39</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>
% 销售收入	11.3%	11.1%	13.0%	12.0%	10.0%	10.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>29</b>
% 销售收入	10.8%	7.6%	3.3%	4.4%	6.5%	7.6%
<b>财务费用</b>	<b>-4</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>8</b>
% 销售收入	1.1%	-1.3%	-2.6%	-3.3%	-2.8%	-2.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-135</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>-33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>49</b>	<b>6</b>	<b>29</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
% 税前利润	57.2%	55.7%	-35.5%	18.1%	14.4%	13.2%
<b>营业利润</b>	<b>83</b>	<b>8</b>	<b>-88</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>43</b>
营业利润率	21.0%	1.8%	n.a	9.3%	11.0%	11.1%
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>86</b>	<b>10</b>	<b>-82</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>46</b>
利润率	21.7%	2.3%	n.a	10.2%	11.9%	11.9%
<b>所得税</b>	<b>-25</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>
所得税率	28.6%	93.6%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>1</b>	<b>-94</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>71</b>	<b>1</b>	<b>-93</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
净利率	18.0%	0.2%	n.a	7.7%	8.9%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>1</b>	<b>-94</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>169</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>57</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-44</b>	<b>21</b>	<b>-23</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>4</b>	<b>-89</b>	<b>-28</b>	<b>56</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>57</b>	<b>-23</b>	<b>24</b>	<b>122</b>	<b>71</b>	<b>82</b>
<b>资本开支</b>	<b>-148</b>	<b>-42</b>	<b>-16</b>	<b>-79</b>	<b>-106</b>	<b>-127</b>
<b>投资</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>68</b>	<b>1</b>	<b>-11</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-130</b>	<b>-41</b>	<b>0</b>	<b>-74</b>	<b>-100</b>	<b>-121</b>
<b>股权募资</b>	<b>491</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-63</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>24</b>	<b>-52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-77</b>	<b>34</b>	<b>-10</b>	<b>-1</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>438</b>	<b>-18</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>-108</b>	<b>-45</b>
<b>现金净流量</b>	<b>365</b>	<b>-82</b>	<b>15</b>	<b>46</b>	<b>-137</b>	<b>-84</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>628</b>	<b>486</b>	<b>502</b>	<b>548</b>	<b>411</b>	<b>328</b>
<b>应收款项</b>	<b>150</b>	<b>180</b>	<b>185</b>	<b>121</b>	<b>129</b>	<b>142</b>
<b>存货</b>	<b>47</b>	<b>75</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>64</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>54</b>	<b>22</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>流动资产</b>	<b>878</b>	<b>762</b>	<b>734</b>	<b>728</b>	<b>605</b>	<b>538</b>
% 总资产	52.1%	47.7%	53.0%	51.5%	44.8%	39.7%
<b>长期投资</b>	<b>103</b>	<b>166</b>	<b>161</b>	<b>162</b>	<b>161</b>	<b>161</b>
<b>固定资产</b>	<b>665</b>	<b>621</b>	<b>464</b>	<b>496</b>	<b>552</b>	<b>620</b>
% 总资产	39.4%	38.9%	33.5%	35.1%	40.9%	45.7%
<b>无形资产</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
<b>非流动资产</b>	<b>809</b>	<b>834</b>	<b>652</b>	<b>685</b>	<b>745</b>	<b>818</b>
% 总资产	47.9%	52.3%	47.0%	48.5%	55.2%	60.3%
<b>资产总计</b>	<b>1,687</b>	<b>1,596</b>	<b>1,386</b>	<b>1,413</b>	<b>1,349</b>	<b>1,356</b>
<b>短期借款</b>	<b>74</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>221</b>	<b>199</b>	<b>175</b>	<b>160</b>	<b>172</b>	<b>186</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>10</b>	<b>72</b>	<b>74</b>	<b>77</b>
<b>流动负债</b>	<b>329</b>	<b>257</b>	<b>185</b>	<b>233</b>	<b>246</b>	<b>263</b>
<b>长期贷款</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>370</b>	<b>292</b>	<b>185</b>	<b>233</b>	<b>246</b>	<b>264</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,314</b>	<b>1,301</b>	<b>1,198</b>	<b>1,177</b>	<b>1,100</b>	<b>1,089</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,687</b>	<b>1,596</b>	<b>1,386</b>	<b>1,413</b>	<b>1,349</b>	<b>1,356</b>

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.264	0.003	-0.267	0.072	0.089	0.098
每股净资产	4.879	3.716	3.420	3.362	3.142	3.110
每股经营现金净流	0.212	-0.066	0.074	0.348	0.204	0.233
每股股利	0.050	0.060	0.072	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.42%	0.08%	-7.80%	2.13%	2.83%	3.14%
总资产收益率	4.22%	0.06%	-6.74%	1.78%	2.31%	2.52%
投入资本收益率	2.13%	0.16%	0.98%	0.92%	1.54%	1.99%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	16.16%	16.96%	-31.96%	3.13%	7.37%	9.68%
EBIT增长率	-24.17%	-17.82%	-70.46%	39.22%	57.19%	27.93%
净利润增长率	3.30%	-98.62%	N/A	N/A	24.18%	9.60%
总资产增长率	53.98%	-5.38%	-13.20%	1.98%	-4.51%	0.48%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	121.5	118.6	165.0	125.0	125.0	125.0
存货周转天数	57.7	64.7	92.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	213.6	187.0	238.0	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	526.4	489.1	536.5	532.4	533.2	532.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-42.84%	-34.20%	-41.78%	-46.44%	-37.29%	-29.91%
EBIT利息保障倍数	9.8	-5.9	-1.3	-1.3	-2.3	-3.8
资产负债率	21.90%	18.28%	13.34%	16.48%	18.23%	19.46%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	3.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。