

## 粤传媒 (002181)

### 行业竞争激烈，公司前景可期

王鼎 旅游、传媒行业 研究员

电话: 020-87555888-627

eMail: wd@gf.com.cn

#### 媒体行业竞争激烈，报刊业面临重新洗牌

由于网络媒体等新型媒体的不断涌现，传统媒体尤其是报刊等平面媒体受到剧烈冲击，传统报业从 2005 年以来一直处于低迷状态，报刊广告增长率连续三年低于 GDP 增长水平。广州报业竞争激烈，目前逐步形成广州日报报业集团与南方日报报业集团两强相争格局。

#### 公司主营业务分析

今后几年由于公司印刷能力的提高，以及奥运等利好因素的刺激，公司**印刷业务**有望保持较快增长；**广告代理业务**竞争激烈，今后几年否能扭转业绩逐渐下降趋势，主要取决与集团对其业务的支持；**大洋连锁店**对完善广州日报报业集团整体的发行、销售渠道具有重大意义，短期内随着连锁店规模的逐步扩大，销售收入与利润贡献将有明显提高。

#### 公司资产注入预期强烈

通过对广州日报报业集团的实力、相关产业政策以及竞争环境分析，我们认为集团有逐步把其下属的印刷、广告和发行相关资产注入公司的动力。

#### 盈利预测及评级

我们预计公司 07-09 年 EPS 分别为 0.29, 0.40, 0.51 元。与公司业务最为相近的博瑞传播 07、08 年市盈率分别为 45 倍和 35 倍。我们估计公司上市合理定价在 16.00-18.00 元（相当于 08 年 40-45 倍市盈率）。考虑到近三个月中小板新股上市首日平均涨幅在 294.7%，公司存在资产注入预期等因素，我们预计公司股价首日可能冲高到 20-22 元。

#### 风险提示：

报刊行业发展速度减缓，或对公司印刷与广告代理业务造成较大不利影响；关联交易比例过高，可能会造成损害上市公司利益的情况发生。

#### 预测及评估

|            | 2005A     | 2006A     | 2007E    | 2008E    | 2009E    |
|------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(万元)   | 31,794.91 | 33,611.41 | 38919.00 | 56432.55 | 67719.06 |
| EBITDA(万元) | 11,637.53 | 11,261.27 | 12618.30 | 15497.10 | 16977.22 |
| 净利润(万元)    | 6,167.37  | 6,923.45  | 7818.80  | 10786.96 | 13778.38 |
| 净利润增长率     | -2.58%    | 12.26%    | 13%      | 38%      | 27%      |
| 每股收益(元)    | 0.31      | 0.35      | 0.29     | 0.40     | 0.51     |
| 市盈率        | 0.00      | 0.00      | ——       | ——       | ——       |

来源：广东九州阳光传媒股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

#### 价格区间

上市价格 16.00-18.00 元

#### 股票数据

总股本(万股) 19,935.53

流通股本(万股) 10,093.32

主要股东：

广州大洋实业投资有限公司

主要股东持股比例 39.93%

流通 A 股比例 50.63%

#### 财务比率

ROE 9.04%

ROA 6.31%

资产负债率 28.92%

每股净资产(元) 3.84

2006 年报数据

#### 发行信息：

发行价格(元) 7.49

主承销商： 东方证券

发行市盈率 29.96 倍

## 目录索引

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 公司概况 .....                      | 3  |
| 公司历史沿革及股权结构 .....               | 3  |
| 媒体行业竞争激烈，报刊业面临重新洗牌 .....        | 4  |
| 报刊广告收入增速明显减缓 .....              | 4  |
| 报业面临重新洗牌格局 .....                | 5  |
| 广州报业竞争激烈 .....                  | 5  |
| 公司主营业务分析 .....                  | 6  |
| 印刷业务与广告代理是公司收入与利润的主要来源 .....    | 6  |
| 印刷业务：未来几年有望较快增长 .....           | 7  |
| 广告代理：业绩呈下滑趋势，后续发展取决于集团的支持 ..... | 7  |
| 图书零售业：机遇与挑战并存 .....             | 8  |
| 募集资金用途分析 .....                  | 9  |
| 投资看点：集团资产注入预期强烈 .....           | 10 |
| 集团有注资的能力 .....                  | 10 |
| 集团有注资的压力 .....                  | 11 |
| 粤传媒是优质的资本平台 .....               | 11 |
| 盈利预测与估值 .....                   | 11 |
| 盈利预测及假设： .....                  | 11 |
| 估值分析 .....                      | 12 |
| 风险提示 .....                      | 14 |

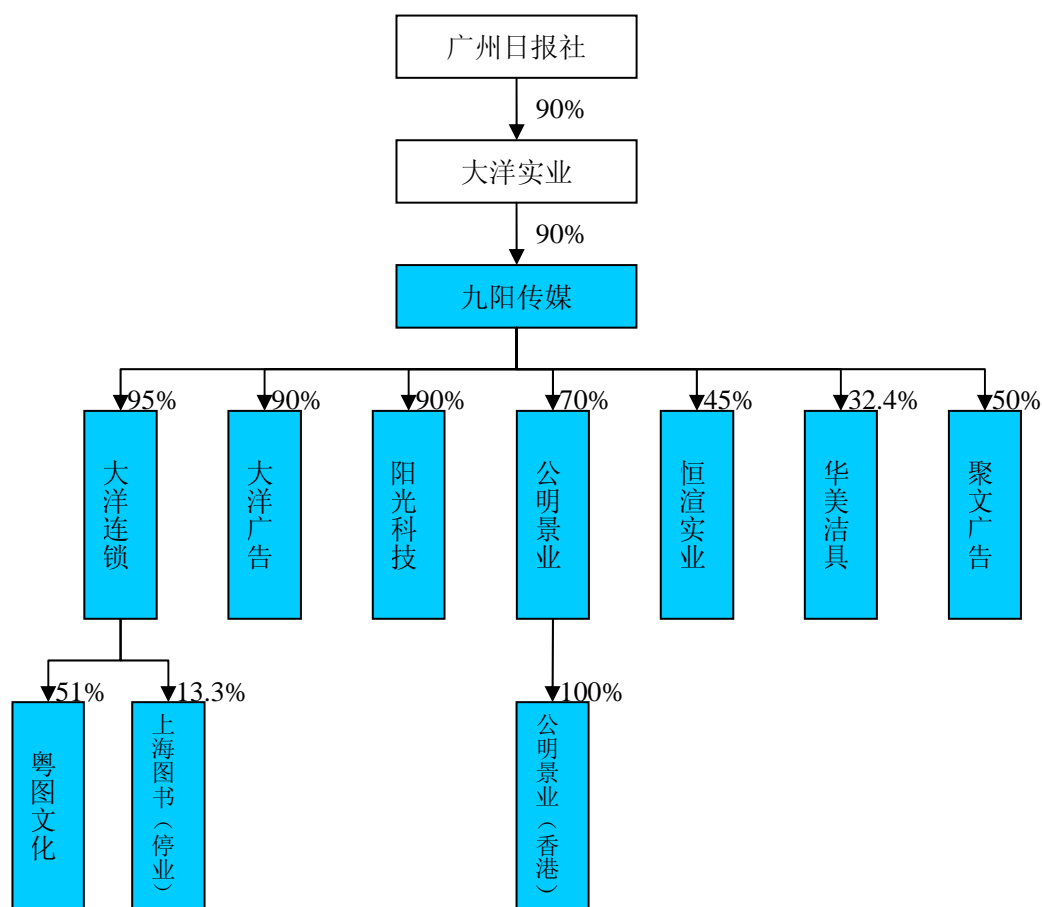
## 公司概况

广东九州阳光传媒股份有限公司（简称：粤传媒）是首家从代办股份转让系统（三板）成功转至主板的上市公司。公司定位为报业服务性公司，主营业务包括广告、印刷、书报刊零售。公司实际控制人广州日报社致力于将粤传媒打造成以广告代理和制作、印刷、书报刊批发零售等业务为主业，同时逐渐进入相关媒体服务和文化领域的大型媒体服务性企业。

### 公司历史沿革及股权结构

公司前身是清远建北大厦股份有限公司。1993年，公司定向募集法人股在NET系统上市流通。2000年，广州日报社控股子公司大洋实业受让了建北集团持有的36.79%的股权，成为公司第一大股东，同期，大洋实业将其印刷业务相关资产、大洋连锁95%的股权、《广州日报》招聘广告10年的独家代理权和部分现金等优质资产注入公司。由此公司从以经营建材业务为主的企业转变为以经营广告代理及制作、印刷、书报刊零售为主的报业服务性企业。

图1：发行人及控股股东、实际控制人关系图



数据来源：公司招股说明书

## 媒体行业竞争激烈，报刊业面临重新洗牌

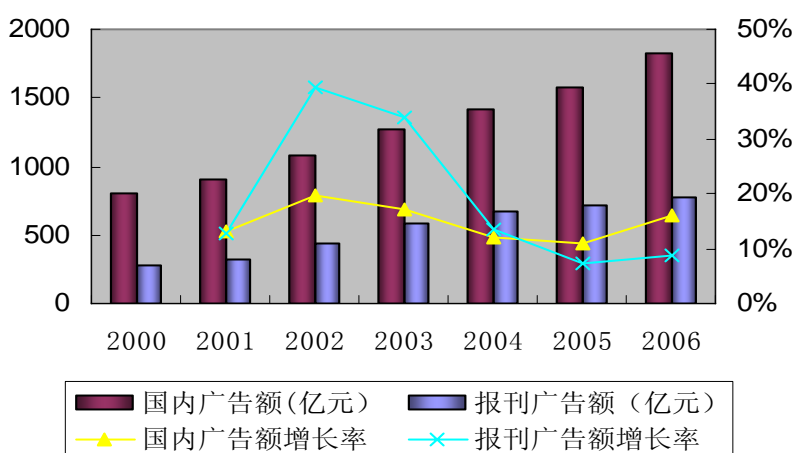
由于网络媒体等新型媒体的不断涌现，传统媒体尤其是报刊等平面媒体受到剧烈冲击，传统报业从2005年以来一直处于低迷状态。可以预见，未来两三年网络媒体还将呈现爆炸式发展，传统报纸的强势地位被从根本上动摇，市场份额会越来越小。报纸为生存而进行的竞争将更加激烈，整合和转型也势在必行。

### 报刊广告收入增速明显减缓

据慧聪媒体研究中心（以下简称“慧聪网”）数据，2006年中国大陆报刊广告总额778亿元，同比增长8.61%，剔除每年报刊广告刊例价格提高的影响，2006年报刊广告实际增长率仅为0.61%，低于2005年的2.2%。2007年1-6月中国大陆报刊广告总额为372.37亿元，与去年同期相比增长6.01%。中国报刊广告仍旧延续了2005年以来，低速增长的趋势。报刊广告增长速度也将连续三年低于GDP的增长速度。

与报刊广告形成鲜明对照的是，其他媒体广告，尤其是网络媒体广告保持高速增长。2005、2006年国内广告收入总额分别同比增长11.1%与16.0%，高于报刊广告增长速度，而同期网络广告市场规模同比增长更达到了惊人的77.1%与48.2%。虽然2006年网络广告总量只有60亿元，仅占全国广告总量的3.8%，但网络媒体由于即时的新闻传递、定制化的服务、多媒体的展现方式等诸多优点，在今后几年仍将保持高速增长，对传统媒体形成持续的冲击。

图2：历年国内广告总额与报刊广告比较



数据来源：慧聪网，广发证券发展研究中心

图3：报刊广告增长率与GDP增长率比较

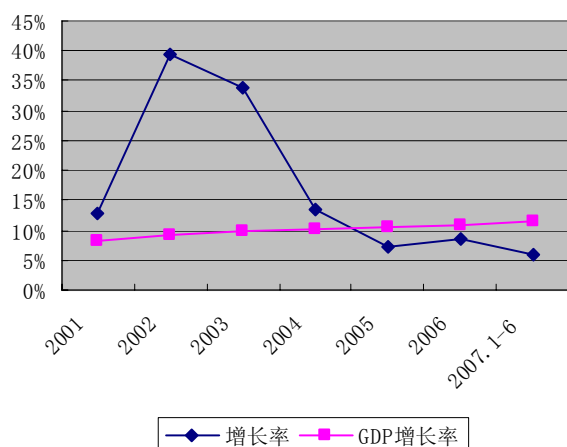
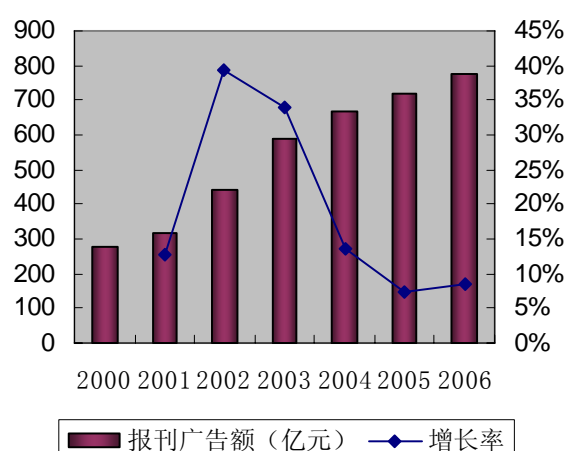


图4：历年报刊广告增长情况



数据来源：慧聪网，广发证券发展研究中心

### 报业面临重新洗牌格局

虽然对于当前的报业经营危机将会持续多久？报业是否从此走向衰亡？这些问题业界有不同的预测，但对于“目前传统报业面临严峻的挑战，报业市场将重新调整、重组和转型”这种观点基本取得了一致。我们预计行业内的并购整合、集团化发展将成为下一阶段报业发展的主要动向：

1、行业并购整合将成常态。可以预计在今后几年由于行业面临困境，大批亏损报业将降低身价，寻求出售，部分强势媒体有通过并购强化垄断优势的冲动，因此行业内并购事件将越来越多。通过并购，行业集中度将大大提高。一些报纸将被淘汰出局，而留下来的将占有绝对强势的市场份额，成为真正的行业龙头。

2、集团化发展。出于降低经营成本，提高资源利用效率的需要，也是抵御其他媒体的强势冲击有效手段，集团化发展将成为报业的必然选择。正如一位业内资深人士预言：未来的竞争，不是报纸与报纸的单打独斗，而是集团与集团的实力抗衡。

应该说行业面临整合、重组的局面，对于广州日报社这种具有很强竞争力的报纸来说，是一次脱颖而出的机会。通过资本优势，对业内资源进行并购整合，真正确立区域垄断优势，这些在正常年份难以实现的目标，由于行业性的衰退反而有可能实现。但广东地区报业激烈的竞争，广州日报社能否充分利用自身优势，在竞争中脱颖而出，尚有较大不确定性。

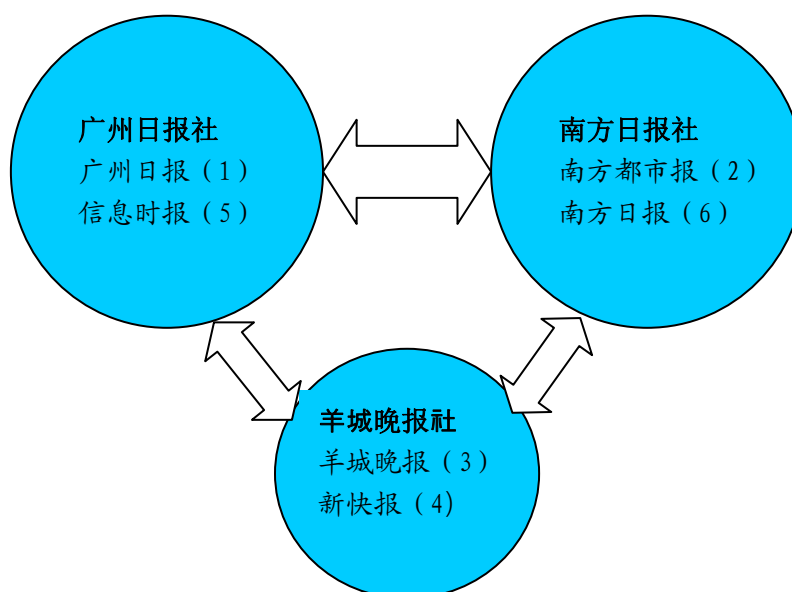
### 广州报业竞争激烈

广东是全国报业发展最为成熟的地区，广州是我国拥有报业集团最多的城市之一，这也就意味着广州是我国报业竞争最激烈的城市之一。广州报业从早年的《羊城晚报》一家独大，到《广州日报》与《羊城晚报》两强并举，再到近几年《南方都市报》的突然崛起，行业排名的变化充分显示了广州报业竞争的激烈程度。目前广州报业已由原来的三足鼎立（广州日报、南方都市报、羊城晚报），变成了较为明显的两强相争：即广州日

报和南方都市报的实力相当、各具特色的较量。

根据慧聪网2006年广州地区报纸广告媒体排名，广州日报社下属《广州日报》与《信息快报》分别排在第一和第五，南方日报社下属《南方都市报》与《南方日报》分别排在第二和第六，羊城晚报社下属《羊城晚报》与《新快报》分别排在第三和第四，广州地区报业竞争的激烈程度也由此可见一斑。

图5：广州报业市场竞争格局示意图



数据来源：慧聪网，广发证券发展研究中心

注：括号内为2006年广告排名

## 公司主营业务分析

### 印刷业务与广告代理是公司收入与利润的主要来源

从营业总收入构成来看，在最近三年一期，广告代理业务收入和印刷业务收入占到了全部营业总收入的93%左右，2004、2005、2006 年度和2007年1-6 月，广告代理收入比重和印刷业务收入比重合计分别为94.49%、95.13%、92.34%及91.33%。

从利润构成情况来看，2004、2005、2006和2007年1-6月份，毛利润构成中广告代理业务利润和印刷业务利润合计占到90.21%、92.87%、86.76%和85.26%。其中广告代理业务利润逐年下降，印刷业务利润逐年上升。

近年来公司图书音像销售的收入与利润有逐年上升趋势，随着募集资金到位，连锁门店的建设，这部分收入有望进一步提高。

公司广告代理业务连续两年出现下滑，主要原因是，一方面受广告市场大形势影响，平面媒体广告投放量持续下滑；另一方面，广告代理市场竞争日益激烈，导致广告代理和制作收入下滑。我们预计在广州日报社没有把其他优质广告代理资源注入的情况下，公司该项业务要取得实质性突



破较为困难。

图6: 历年主营业务收入构成情况

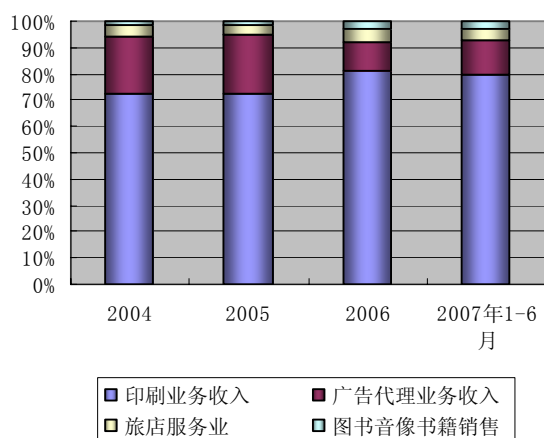
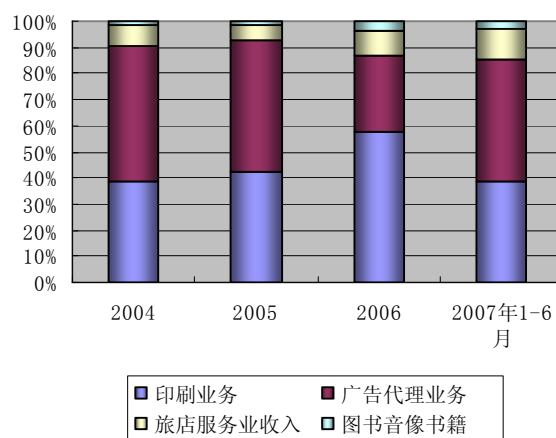


图7: 历年毛利润构成情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

### 印刷业务: 未来几年有望较快增长

公司印刷业务主要包括报纸印刷、书刊印刷与包装印刷, 据了解, 三者利润率分别为25%, 20%与40%左右。公司下阶段的主要发展方向为报纸印刷与包装印刷。公司报纸印刷除了承担《广州日报》以外的广州日报社下属的其他报纸印刷以外, 还承接了包括《第一财经日报》《医药经济报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《经济日报》、《电脑报》等报纸的部分印刷业务。印刷业务对公司收入与利润的贡献率保持在80%与50%左右, 是公司最主要的收入与利润来源。

**公司报纸印刷业务具有较强竞争优势。**首先报纸印刷具有规模大、专业性强的特点, 与一般的书刊、包装印刷有较大区别, 无法通用, 这就一定程度避免了其他印刷企业参与该细分行业的竞争; 其次, 报纸印刷有很强的时间限制, 一般报纸印刷都集中在晚上10点到凌晨3点左右。公司主要竞争对手南方日报报业集团和羊城晚报报业集团的印刷厂主要为自身的主报服务, 在印刷时间上不能完全保证。而公司的印刷厂独立于主报, 在印刷时间安排上具有较大的灵活性, 能充分满足其他报纸的要求, 因此具有较强的竞争优势。

**未来几年印刷业务将保持较快增长。**除2005年公司印刷业务收入同比略有下降以外, 近三年公司该项业务的收入与利润都保持稳定的增速。在今后三年, 由于2008奥运会, 2009年国庆六十周年以及2010年亚运会与世界杯的召开, 我们预计报纸印刷的需求将快速增加。同时在本次募集资金对印报厂扩建改造以后, 公司的印刷产能将得到较大的提升, 因此我们认为公司的印刷业务收入在今后三年将保持20%以上的增速。

### 广告代理: 业绩呈下滑趋势, 后续发展取决于集团的支持

公司广告代理业务主要提供平面媒体的广告代理服务, 主要市场集中在广东地区, 最主要的业务是《广州日报》招聘广告以及其他部分广告(包括中缝、分类、工商、专栏等广告)的有关业务。公司广告代理业务基本

上全部是与公司实际控制人广州日报社进行的，2004、2005、2006、2007年1-6月关联广告代理和制作收入占到全部广告代理和制作的99.53%，97.35%，94.90%和95.80%。

根据2000年10月23日的《广告代理协议》，广告独家代理权的期限为10年。广州日报社承诺，在公司取得的广州日报招聘广告10年独家代理权到期后，该社将与公司按市场价格续签长期协议，期限不少于十年；并同意在上述10年独家代理权协议再次到期后，公司可优先与广州日报社就上述招聘广告独家代理权按市场价格续签长期协议。

公司广告代理业务收入与毛利连续两年下降，今年从前6个月数据来看有所好转，但前景仍不乐观。

**报纸招聘广告业务市场份额较小，竞争激烈。**据慧聪网统计，2006年全国报刊分类广告中房地产、机动车和医疗服务机构三类广告投放费用分列前三位，分别占总报刊广告总额的17.74%，7.96%与7.86%。而招聘广告位于第十四位，仅占广告总额的3.12%。我们据此推断，公司代理的招聘广告只是《广州日报》广告业务极小一部分。

近年来由于前程无忧人才招聘网（www.51job.com），中华英才网（www.chinahr.com）等新兴招聘媒介的崛起，这类新兴媒介携海外资本优势，先进的管理理念与全方位的招聘服务体系，迅速抢占了招聘业务的高端市场，传统的报刊媒体面临严峻挑战。

**广告代理业务发展取决于集团的支持。**由于行业竞争剧烈，近年来公司该项业务呈逐年下降趋势，我们认为单凭招聘广告代理，公司该项业务很难取得较大突破。鉴于历年来，公司该项业务一直得到集团的支持，关联交易额占总额的95%左右，自身业务开拓能力尚未显现，而且集团仍有众多优质广告业务，我们认为该项业务的发展仍有赖于集团后续的支持。

图8：历年主营业务收入构成情况

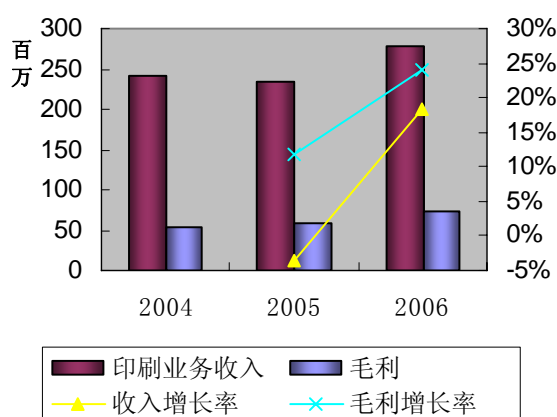
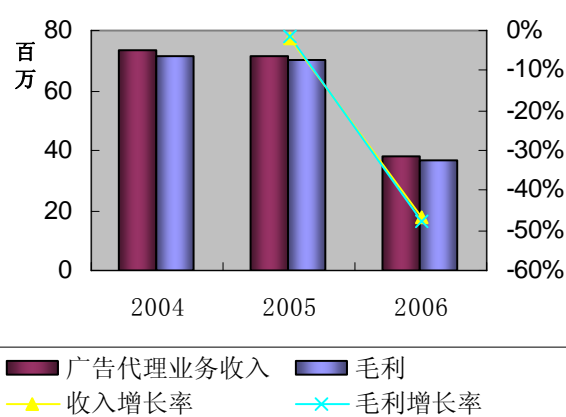


图9：历年毛利润构成情况



数据来源：公司招股说明书

### 图书零售业：机遇与挑战并存

大洋连锁店目前是以图书销售为主，整合经营广告发布与代理、旅游报名、文体演出票务、各类卡充值等一系列与生活息息相关的文化产品与服务。截至2007年6月30日，大洋连锁总资产10674万元，净资产6086



万元，2007 年1-6月净利润188万元。我们认为公司在该业务上机遇与挑战并存：

机遇：1、充分利用广州日报社在广东省内完善的物流配送体系和品牌优势，迅速抢占图书销售市场。物流配送是连锁零售业的最关键环节之一。由于配送网络自建成本高，因此如“当当网”等网上购物公司的物流一直是第三方模式，即与一些民营快递公司合作。这样虽然相对自建节约了成本，但在配送速度、质量上却难以保证。广州日报社早在1990年率先开始自办发行之路，逐步建立起自己的发行网络，经过近20年的培育，已经在广东省内形成了非常完善的配送体系。公司完全可以利用这一配送网络，取得图书零售市场的竞争优势；

2、充分利用国家对图书发行市场和文化产品经营的逐步开放政策，迅速扩大书报刊的销售市场，重点拓展教材、辅导教材的发行、销售市场。教材发行是利润率最高的部分之一。随着大洋连锁店销售、发行网络的进一步扩大与完善，公司将在教材、辅导教材的发行、销售招标中有更强的竞争能力，在该项业务上取得突破。

挑战：1、传统图书零售业务竞争激烈。公司业务面临新华书店系统、三联书店及其他民营书店的激烈竞争。尤其是新华书店系统，占据图书零售市场的绝大部分份额，处于行业垄断地位。以广州市场为例，主要竞争对手广州市新华书店控股的广州购书中心，位于广州最旺的天河商业区内，总营业面积1.5万平方米，为广州乃至全国都具有相当影响力的大型文化企业，市场占有率平均在60%左右。

2、网上购书发展迅猛。据艾瑞市场咨询数据，2003年以来，网上购物总额连续数年保持100%以上的增长速度，截至2006年，B2C交易总额达到82亿元，而网上购书被认为是增长最快的类别之一。虽然目前网上购书仅占图书销售总额不到5%，但考虑到美国亚马孙一家的图书销售总额就占图书市场的40%-50%，我们认为中国的网上购书业务仍将保持高速增长趋势，其对线下图书零售业也会造成越来越大的冲击。

综上所述，我们认为大洋连锁店对完善广州日报报业集团整体的发行、销售渠道具有重大意义，短期内随着连锁店规模的逐步扩大，销售收入与利润贡献将有一定的提高，但由于该行业竞争激烈，我们对该项业务的增长前景持谨慎态度。

## 募集资金用途分析

公司募集资金主要投向印报厂、商业印刷扩建技术改造及增加连锁经营网点三个项目。

印报厂和商业印刷扩建技术改造项目的投入，将有效缓解本公司原有报纸印刷和商业印刷产能紧张的局面。公司数据显示，现有印刷设备的生产能力已经饱和，从表1可以看出，2004-2006年公司均因产能不足，委托广州日报社印务中心印刷部分报纸。因此此次扩建与技术改造将迅速提高公司印刷产能，避免业务流失。

公司印刷产能扩张与市场需求扩张时间比较吻合，扩张产能部分能够得到充分利用。随着2008奥运、2009国庆六十周年以及2010年广州亚运会

和世界杯的举办，市场对印刷品的需求将持续高速增长，因此，我们对印报厂和商业印刷扩建改造两个项目的盈利前景非常看好，根据公司预计，这两个项目建成后，将为公司带来每年近3亿的销售收入。

表 1: 报纸印刷产能不足

| 报纸印刷            | 2006 年    | 2005 年    | 2004 年   |
|-----------------|-----------|-----------|----------|
| 设计生产能力 (亿对开张/年) | 8.64      | 8.64      | 8.64     |
| 实际产量 (亿对开张)     | 9.91      | 8.54      | 9.33     |
| 实际销量 (亿对开张)     | 9.91      | 8.54      | 9.33     |
| 实现收入 (万元)       | 11,231.33 | 10,687.50 | 9,149.11 |

数据来源：公司招股说明书

增加连锁经营网点技术改造项目的投入，将使公司在3年内经营网点增加到150个。该项目能使大洋连锁形成规模优势，从而降低经营成本、提高利润水平。连锁销售网络的完善将使公司加强文化产品的建设战略得以贯彻实施，对广州日报报业集团整体的发行、销售渠道具有重大意义。

表2: 募集资金投向情况

| 项目名称       | 投资额度    | 项目概况   | 效益预测   |
|------------|---------|--|--|
| 印报厂扩建技术改造  | 15000万元 | 增购印刷设备及配套，引进大型报纸自动化印刷线。总投资15,000 万元，其中固定资产投资13,000万元，流动资金2,000 万元。项目建设期1年。 | 建成后年销售收入为14,669万元，年税后利润2,784万元，项目投资利润率18.56%，所得税后内部收益率14.90%，投资回收期6.62年。   |
| 商业印刷扩建技术改造 | 15000万元 | 增购商业印刷的设备及配套。项目总投资15,000 万元，其中固定资产投资13,000 万元，铺底流动资金2,000 万元。项目建设期1年。      | 建成后年销售收入为14,624万元，年税后利润1,434万元，项目投资利润率9.56%，所得税后内部收益率12.36%，投资回收期8.36年。    |
| 增加连锁经营网店   | 7500万元  | 在三年内在广东省珠江三角洲地区开设100 间面积约50-1000平方米的连锁经营网店，用于书刊销售、广告代理与发布。项目建设期3年。         | 建成后的年销售收入为6,300 万元，年税后利润1,112 万元，项目投资利润率14.83%，所得税后内部收益15.33%，投资回收期8.10 年。 |

数据来源：公司招股说明书

## 投资看点：集团资产注入预期强烈

公司的实际控制人是广州日报报业集团，公司也是集团唯一一家上市公司。我们认为只有从集团层面出发，分析集团在媒体行业的发展趋势，才能更好的把握公司的发展脉搏。

通过对集团实力、所处环境以及公司定位的分析，我们认为集团很有可能在现有政策的约束下，逐步把集团下属的印刷、广告和发行相关资产注入公司：

### 集团有注资的能力

广州日报报业集团是我国第一家由中央政府批准成立的报业集团，目前在纸质媒体处于领先地位。2007年世界品牌实验室和世界经理人发布的

品牌排行榜中，广州日报以55.30亿元的品牌价值位列中国报业第三位。2006年年报显示，集团总资产46.85亿元，净资产40.62亿元，净利润为2.07亿元。广州日报报业集团旗下拥有众多优质资产，目前拥有1张主报、14张系列报、5家杂志社、1家出版社、2个网站。主报《广州日报》作为全国发行量最大的党报之一，目前日发行量达168万份；是全国广告收入最多的报纸，连续13年广告收入位居全国平面媒体之首，2006年广告经营总额达18.03亿元。

2006年，集团广告发布收入为22.41亿元，而公司仅通过广告代理和制作，获得3818.61万元收入；公司最主要利润来源印刷业仅占集团印刷业务总量的24.76%。

### 集团有注资的压力

产业政策压力：2005年《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》中明确指出：“非公有资本可以投资参股下列领域国有文化企业：出版物印刷、发行，新闻出版单位的广告、发行，广播电台和电视台的音乐、科技、体育、娱乐方面的节目制作，电影制作发行放映。上述文化企业国有资本必须控股51%以上”。目前广州日报社控股90%的广州大洋文化传讯有限公司仅拥有粤传媒37.7%的股权，离上述要求仍有一段距离。虽然目前公司表示没有资产注入的时间表，但我们认为，集团作为大型国有资本必将严格执行国家产业政策的相关规定。

市场竞争压力：以2005年为“拐点”，传统报纸广告收入停下了持续多年的上升脚步，进入一个抛物线般的下滑轨道，至今仍只能维持低速增长。以互联网为代表的新兴媒体冲击下，媒体的生态环境和基本格局已经并正在发生重大变化，在新的媒体结构中，报纸的生存空间受到严重挤压，传统的强势地位被从根本上动摇。我们认为迫于现实的竞争压力，广州日报报业集团很可能通过粤传媒，充分利用资本市场的优势做强做大。

### 粤传媒是优质的资本平台

粤传媒是广州日报报业集团下属唯一上市公司，是做强做大集团的最优平台。公司招股说明书中披露：“公司上市对广州日报社有重大战略意义，广州日报社将充分利用九阳传媒这一重要资本平台，通过九阳传媒有效地拓宽广州日报社的融资渠道，带动业务规模效益的扩张，实现跨媒体、跨地区的发展，进而进一步做大做强广州日报报业集团”。

综合以上几点原因，我们认为广州日报社对公司注资预期强烈。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测及假设：

随着公司募集资金投资项目逐步完成，再加上奥运会对印刷业的刺激作用，我们预计公司的印刷业务收入在2008年有较大的提升，2009年将维持高速增长。公司广告代理业务在不考虑集团优质资源注入的情况下，基本保持平稳态势。预计大洋连锁店在08年随着网络的扩大，规模效应逐渐产生，业绩开始逐步释放，但对公司收入与利润贡献有限。

主要相关假设如下：

- 1、预测没有考虑集团资产注入，假设公司在预测期无重大资本运作；

- 2、报纸印刷与商务印刷扩建技术改造项目在2008年顺利达产；
- 3、公司在预测期内享受高新技术企业所得税税率15%的税收优惠。

表 3: 主营业务收入预测

|          | 2006   | 2007E  | 2008E  | 2009E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 印刷业务     | 276.97 | 313.81 | 453.77 | 615.76 |
| 广告代理业务   | 38.19  | 45.13  | 54.61  | 60.07  |
| 图书音像书籍销售 | 10.67  | 15.00  | 45.00  | 62.00  |
| 旅店服务业及其他 | 15.46  | 17.00  | 23.81  | 26.19  |
| 主营业务收入合计 | 341.29 | 390.94 | 577.18 | 764.02 |

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

表 4: 公司利润表预测（单位：百万元）

|               | 2006   | 2007E  | 2008E  | 2009E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>主营业务收入</b> | 341.29 | 390.94 | 577.18 | 764.02 |
| 减：主营业务成本      | 213.85 | 270.14 | 361.67 | 478.74 |
| 主营业务税金及附加     | 6.00   | 9.50   | 14.02  | 18.56  |
| <b>主营业务利润</b> | 121.43 | 111.31 | 201.50 | 266.72 |
| 营业费用          | 16.84  | 20.88  | 30.83  | 40.81  |
| 管理费用          | 48.24  | 35.61  | 52.58  | 69.60  |
| 财务费用          | -1.38  | 3.61   | 2.75   | 3.02   |
| <b>营业利润</b>   | 55.32  | 51.20  | 115.34 | 153.29 |
| 加：投资收益        | 26.28  | 38.26  | 20.00  | 20.00  |
| 补贴收入          | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业外收支净额       | 2.43   | 2.00   | 2.00   | 2.00   |
| <b>利润总额</b>   | 84.03  | 91.46  | 137.34 | 175.29 |
| 减：所得税         | 19.71  | 18.29  | 27.47  | 35.06  |
| 减：少数股东损益      | -4.65  | -5.02  | 2.00   | 2.45   |
| <b>净利润</b>    | 68.96  | 78.19  | 107.87 | 137.78 |
| 每股收益          | 0.26   | 0.29   | 0.40   | 0.51   |
| 总股本           | 269.36 | 269.36 | 269.36 | 269.36 |

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

### 估值分析

我们预计公司07-09年的EPS分别为0.29，0.40，0.51元。与公司业务最为相近的博瑞传播07、08年的估值分别为45倍和35倍。我们估计公司上市的合理定价在16.00-18.00元（相当于08年40-45倍市盈率）。

近三个月以来，中小板块新股上市首日平均涨幅高达294.7%，最低涨幅165.6%，最高涨幅高达496%。考虑到新股首日高涨幅，公司流通股本较少，以及公司存在资产注入预期等因素，我们预计公司股价首日可能冲高到20-22元。

表 5: 传媒行业部分公司比较

| 公司   | PE    |       | PB   | 主营业务收入<br>同比增长率 (%) | 净利润同比<br>增长率 (%) | 净资产收益率同<br>比增长 (%) |
|------|-------|-------|------|---------------------|------------------|--------------------|
|      | 2007  | 2008  |      |                     |                  |                    |
| 博瑞传播 | 44.6  | 34.4  | 12.1 | 15.9                | 46.6             | 28.8               |
| 华闻传媒 | 49.0  | 34.1  | 5.8  | -23.1               | 107.5            | 96.6               |
| 新华传媒 | 104.4 | 110.1 | 13.3 | -38.1               | 773.3            | 760.8              |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 近三个月中小板块新股上市表现

| 股票   | 上市日期       | 发行价  | 上市首日   |       | 上市后 5 日 | 上市后 10 日 |
|------|------------|------|--------|-------|---------|----------|
|      |            |      | 涨跌幅%   | 换手率%  | 涨跌幅%    | 涨跌幅%     |
| 御银股份 | 2007-11-1  | 13.8 | 370.49 | 81.22 | -       | -        |
| 延华智能 | 2007-11-1  | 7.89 | 232.7  | 73.92 | -       | -        |
| 中航光电 | 2007-11-1  | 16.2 | 181.41 | 70.05 | -       | -        |
| 广陆数测 | 2007-10-12 | 11.1 | 369.16 | 70.04 | -29.08  | -46.18   |
| 江特电机 | 2007-10-12 | 11.8 | 336.44 | 70.45 | -29.73  | -45.4    |
| 山下湖  | 2007-9-25  | 11.3 | 232.74 | 80.56 | -16.73  | -9.44    |
| 梅花伞  | 2007-9-25  | 5.68 | 199.3  | 69.35 | -3.94   | 29.71    |
| 精诚铜业 | 2007-9-21  | 11.7 | 260.21 | 57.12 | -13.88  | -0.79    |
| 澳洋科技 | 2007-9-21  | 14.9 | 170.57 | 65.79 | 17.47   | 31.91    |
| 深圳惠程 | 2007-9-19  | 19.1 | 165.55 | 55.05 | -15.85  | -11.5    |
| 智光电气 | 2007-9-19  | 9.31 | 255.64 | 59.15 | -18.7   | -13.74   |
| 芭田股份 | 2007-9-19  | 10.2 | 187.4  | 60.54 | -17.19  | -12.47   |
| 红宝丽  | 2007-9-13  | 12.1 | 297.35 | 80.34 | -3.87   | -8.6     |
| 莱茵生物 | 2007-9-13  | 9.89 | 277.15 | 78.11 | -17.48  | -27.32   |
| 东方锆业 | 2007-9-13  | 8.91 | 496.07 | 78.85 | -6.61   | -11.58   |
| 斯米克  | 2007-8-23  | 5.08 | 215.55 | 64.48 | -7.61   | -8.11    |
| 三鑫股份 | 2007-8-23  | 8.15 | 193.74 | 64.01 | -6.43   | -9.15    |
| 东力传动 | 2007-8-23  | 8.2  | 287.56 | 68.68 | 6.51    | -0.88    |
| 常铝股份 | 2007-8-21  | 6.98 | 385.67 | 71.76 | 11.71   | 12.01    |
| 远望谷  | 2007-8-21  | 13.3 | 329.32 | 66.59 | -8.48   | -3.64    |
| 正邦科技 | 2007-8-17  | 11.1 | 261.95 | 63.77 | -13.75  | -14.42   |
| 汉钟精机 | 2007-8-17  | 9.08 | 263.44 | 63.17 | -11.42  | -12.55   |
| 三特索道 | 2007-8-17  | 5.68 | 380.81 | 55.37 | -2.05   | -9.37    |
| 报喜鸟  | 2007-8-16  | 12.6 | 280.95 | 71.03 | -18.27  | -22.13   |
| 辰州矿业 | 2007-8-16  | 12.5 | 428    | 65.41 | -6.38   | -3.64    |
| 通富微电 | 2007-8-16  | 8.82 | 256.01 | 65.85 | -20.57  | -22.61   |
| 北斗星通 | 2007-8-13  | 12.2 | 380.71 | 72.05 | 8.2     | -1.28    |
| 广电运通 | 2007-8-13  | 16.9 | 363.74 | 75.8  | 8.52    | 10.76    |
| 石基信息 | 2007-8-13  | 21.5 | 287.49 | 61.9  | -0.97   | -3.84    |
| 北纬通信 | 2007-8-10  | 18   | 264.44 | 65.7  | -14.27  | -16.88   |
| 西部材料 | 2007-8-10  | 8.48 | 415.45 | 69.63 | 16.56   | 18.94    |

|      |           |       |        |       |        |       |
|------|-----------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 江苏通润 | 2007-8-10 | 14    | 221.89 | 64.99 | -5.56  | -6.69 |
| 荣盛发展 | 2007-8-8  | 12.9  | 292.88 | 62.93 | -15.16 | -17.7 |
| 方圆支承 | 2007-8-8  | 8.12  | 478.82 | 69.92 | 6.38   | 12.36 |
| 平均值  |           | 11.39 | 294.72 | 68.05 | -5.48  | -4.28 |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

由于新兴媒体的冲击,造成整个报刊行业的衰退,或对公司印刷业务与广告代理业务造成较大不利影响;

2004、2005和2006年,公司与关联方销售收入占营业总收入分别达到42.14%, 39.27%和30.00%。关联交易比例过高,可能会存在损害上市公司利益的情况发生。





---

## 广发证券—公司投资评级说明

---

|           |  |
|-----------|--|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10 % 以上。         |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10 % 以上。         |

---

---

## 相关研究报告

---

---

| 广州   |                        | 上海                      |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 200120                  |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                         |
| 服务热线 | 020-87555888-390       |                         |

---

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。