

全球报刊平面纸媒体业

## 发展现状与趋势

从全球范围看,报纸受互联网媒体的冲击程度虽然存在差异,但毋庸置疑,进入21世纪以来,网络媒介飞速发展已使发展速度缓慢的报纸等传统媒体相形见绌,报纸原有传播优势也在被网络媒介所蚕食或者超越,从而使报纸的影响力大不如前,全球纸媒体面临的挑战和压力日增,前景并不令人乐观。

在美国等纸媒行业资本化程度深入且受互联网冲击严重的市场,投资人已经越来越对传统纸媒体的黯淡业绩和低迷股价失去信心。尽管如道琼斯公司在内的很多传统媒体公司都创立了“不同表决权股份结构”制度,以控制大众持股人对企业过度的商业利益要求和抵挡不受欢迎的收购人,进而保护新闻业务的独立性。但是,在一个现代商业社会里,企业管理层和所有权集团越来越难蛮横地忽略大众持股人的关注。在过去的数年中,成熟资本市场一直倾向于给予如新闻集团和迪斯尼公司(Disney)等集新闻、传播等业务产销一体化的混合媒体集团以更高的估值。而道琼斯等公司则日益被忽视,其股价表现日益低迷。

需要指出的是,尽管报纸的盈利能力在下降,但这并不意味着其业务价值的降低,甚至这些业务的质量从某些方面来讲是不可替代的。但如果仍主要依赖传统纸媒介的传播方式,则其盈利能力是难有机会释放的。纸媒体需要的是内容与多元传输渠道的整合,而通过兼并收购就有可能打通这个瓶颈,使其盈利水平回复到正常水平,因此,来自纸媒体的收购兼并及私有化风行就成为必然。

### 全球纸质媒体受互联网冲击程度各异

世界报业协会2007年6月发布的“世界报业趋势年度调查报告”中表示,2006年全球报纸发行量上升2.3%,每天超过5.15亿人买报,而读报人口估计超过14亿。如果算上免费报纸,那么全球报纸总发行量则上升了4.61%。

报告数据还显示,报纸销量在亚洲、欧洲、非洲、南美洲、大洋洲都有所上升,北美洲是惟一报纸销量下降的大洲。世界销量最大的100家报纸中,有60家来自亚洲的中国、日本和印度。同时,中国、印度、日本、美国和德国还是世界五大报纸市场,日本人平均买报数量最多。另外,全球收费报纸的广告收入也上升3.77%。这些结果显示,报纸受网络媒体冲击的程度好于预期,且各洲呈现差异发展。

### 发达国家和地区免费报纸风行

根据世界报业协会发布的世界报业趋势年度调查报告,2006年免费报纸已经占据世界报纸总发行量的近8%,而且这一比重还在随免费报纸的发行量不断上升而提高。在法国最大的5家报纸中,免费报纸占据两席。在2005-2006年间,法国传统付费报刊读者人数下降了1.1%,而同期免费报刊的读者人数则增加了9.8%。

瑞士广告媒体研究所的统计数字显示,2007年瑞士免费报纸的发行量上升,而多数收费主流大报则面临发行量下跌的局面。9月底,瑞士又有3种免费报刊问世。此前,香港的《英文虎报》也宣告转为免费报纸,成为继《头条日报》、《快钱周报》后,星岛新闻集团旗下第三份免费报纸,这也是香港第一份免费英文报纸。

据发达国家有关机构调查,免费报纸主要读者的年龄在15岁至35岁之间,该年龄段的读者也是消费能力最强的群体。广告商正是看中了免费报纸的这一优势,因此逐渐地在免费报纸上加大了投入,这正是免费报纸能获得高额利润并迅速发展的重要原因之一。广告和发行是纸媒体最基本的盈利模式,越来越多的报业集团加入免费报纸行列,从一个侧面映射出报纸在互联网冲击下的竞争压力。

### 美国报业整体广告收入继续下滑

美国纸媒体是受互联网冲击最为严重的国家之一。美国报业协会(NAA)发布的报告显示,2007年第三季度,美国报业的网络广告收入为7.73亿美元,同比增长21%,但仍无法抵消美国报业整体广告收入的下滑。同期,美国报业印刷广告收入

为101亿美元,同比下滑9%。第三季度,美国报业总广告收入为109亿美元,同比下降7.4%。

截至2007年第三季度,美国报业网络广告已实现连续14个季度的两位数增长。虽然报业网络广告收入出现增长,但由于报业网络广告在其整体广告收入的比例仍然很小,包括《纽约时报》、McClatchy及Gannett在内的报业公司广告利润仍呈下滑之势。裁员成为报业应对低迷世道的无奈之举。

### 报纸纸媒体加强与新媒体的内容合作

2006年11月初,美国50多份报纸同Google达成协议,这些报社通过Google网站销售广告,Google将同报纸共享部分广告营收。2006年11月20日,美国176家日报组成的协会宣布,将和Yahoo建立广泛的合作关系。双方合作的第一个内容是,Yahoo的分类求职网站HotJobs上刊登报纸提供的招聘广告,双方阵营长远的合作将考虑用Yahoo对报纸的内容进行优化及索引。

无独有偶,2006年3月,中国百度公司推出“泛媒体联盟”。尽管相当多的传统媒体认为这种联盟对传统媒体“弊大于利”或是“双刃剑”,但还是有不少报业集团采取了合作的态度。2006年12月,解放日报报业集团与新浪公司宣布建立战略合作伙伴关系,双方将探索平面媒体与网络媒体合作共赢的全新模式,共建联合传播平台,在新闻内容、市场经营和资本运作等领域开展全方位的合作。

这些案例从一个侧面反映出传统纸媒体正透过合作全力寻找新业务模式,以消除互联网给其广告业务带来的负面影响和不确定性。我们认为,合作虽然是报业集团求变的一条可行途径,但仍没有办法从根本上缓解其面临的经营压力。

### 纸媒体价值在并购中得到体现

新闻集团成功并购美国道琼斯公司是2007年全球纸媒行业最为瞩目的事件。道琼斯公司是全球领先的商业财经新闻及信息提供商,旗下拥有《华尔街日报》、《亚洲华尔街日报》、《远东经济评论》等极具全球影响力的报刊杂志。公司还是全球高质量商业电视节目供应商,能为美国、亚洲和欧洲的电视观众提供一流的商业新闻。近年来公司致力于应对全球报业数字化的挑战。

但1987-2006年,道琼斯公司的经营业绩并没有呈现显著的成长,个别年份还出现亏损。在默多克(Murdoch)的新闻集团(News Corp.)宣布出价50亿美元(每股60美元的现金,或现金加股票)购买《华尔街日报》及其母公司道琼斯的2007年5月1日之前,道琼斯公司的股价一直运行在34-37美元区间,市盈率估值在30-35倍上下。收购消息公布后,道琼斯公司股价在很短时间内飙升到60美元的并购价位,市盈率达到51倍,市净率达到10。道琼斯公司作为独占性内容提供商的投资价值在并购中得到较充分体现。可以想象,并购完成后,默多克旗下的175家报纸将分享《华尔街日报》和道琼斯的新闻专线,《华尔街日报》品牌的电视节目将会在全球不同频道播出。这将为新闻集团全球媒体链补上最后也是最完美的一环。

### 美国领先报业集团被私有化

论坛报业集团(Tribune)素来以报业闻名,旗下的《洛杉矶时报》和《芝加哥论坛报》都在同业中保持着相当的利润率;公司拥有的23家电视台,表现虽然落后于市场领先者,但电视业务带来的利润就占据了集团利润的三分之一。

2007年4月,论坛报业集团宣布地产大亨山姆泽尔将投资3.15亿美元、以每股34美元的价格收购公司股份。随后在97%股东的支持下,论坛报业集团(Tribune Co.)私有化方案获得通过。交易完成后,员工持股计划(ESOP)将持有论坛报业集团发行在外的所有股份,泽尔则将拥有一张11年到期的次级债券和一张15年到期的权证,该款项证可由泽尔执行,以5亿美元购买论坛报业40%的普通股。

论坛报业最近数月股价徘徊在25美元附近,降至9年新低,加之其账簿上高达50亿美元负债,凸显泽尔每股34美元的报价非常优厚。( 谭晓雨、陈思)

挑战与机遇并存

## 中国报业集团跨媒体跨区域转型



网络新媒体冲击传统纸媒体。

□国泰君安证券研究所 谭晓雨 陈思

我国实力报业集团已经实现从单一子报向以核心子报为中心建立多层报系的转变,目前正处在向数字出版和数字营销方向转型、构建跨媒体、跨区域混合媒体集团的发展阶段。与美国等发达国家相比,虽然中国报业也面临互联网等新媒体的竞争压力,但由于存在发展阶段、产业政策的显著差异,中国报业面临着不一样的发展机遇。

我们认为,单一纸媒体公司或转型困难公司的投资价值是持续下降的;而拥有区域强势媒体集团股东背景,且具有资产注入、整体上市预期的公司,在构建复合媒体业务架构中具有较强执行力和竞争优势的公司,值得投资者关注。

### 广告增速继续放缓

自2000年以来,中国报刊业广告收入的增长速度一直高于GDP的增长速度。2005年,在报刊整顿、实现报刊运营与行政权力脱钩的背景下,中国报刊业处于大调整期。2005年报业广告的增长速度为10.8%,向当年GDP9.5%的增长速度靠近。慧聪国际资讯统计资料表明,2006年中国报刊业以刊例价计算的经营总额为760亿元,其中,报纸总额为691.5亿元,比上

### 新华传媒

## 虚实媒体资产估值差异大

新华传媒(000793)注入上海新华书店业务后,经营业绩显著改善,2007年1-9月份实现净利润4826万元,每股收益达到0.18元。2007年11月,公司定向增发申请获得中国证监会审核通过,表明公司业务将扩展到图书音像和报刊发行、报刊经营、广告代理以及传媒衍生品开发,传媒经营业务由相对单一转向多元化。

2008年,解放日报报业集团注入上市公司的媒体资产预测净利润约为19239万元,图书出版贡献利润约为6800万元,简单推算公司利润合计为2.6亿元,按增发后总股本摊薄计算每股收益约为0.67元。鉴于上海平面媒体广告增长已进入平台期,注入报业资产2008年净利润相比2006年的增长率

一年增长39亿,同比增长5.97%。2007年中国报刊广告增长率仍将持续低于全国GDP的增长水平以及各类媒体广告的平均增长速度,中国报刊广告增长速度没有走出低潮。

### 积极转型 寻求扩张

报纸广告收入增速的下降迫使报业集团积极应变转型。如天津日报报业集团从发行终端切入数字化转型,推出卫星报,在39个国家,《天津日报》可与《今日美国》等报纸同步落地,实现报纸在全球当天发行,即时阅读。解放日报报业集团2006年相继推出i-news(手机报)、i-mook(电子杂志)、i-paper(电子报)、i-street(公共新闻视频)四种新媒体,试图实现以不同的终端对各个细分市场受众的无缝覆盖。

除了探求盈利模式的转型,报业集团加快了进入资本市场的步伐。2007年,解放日报报业集团按照中共中央有关文化体制改革的文件规定,把政策允许进入上市公司的所属报刊经营公司股权全部注入新华传媒,实现经营业务的整体借壳上市。由广州日报社控股90%的大洋实业投资有限公司之旗下粤传媒(002181),也于2007年在中小企业板上市。而成都传媒集团旗下纸媒A股上市公司博瑞传播(600880),则根据“传统媒体的

仅为8%,我们并不认为注入上市公司的平面媒体经营性资产在近1-2年内能展现出色的成长性。但我们仍坚持建议投资者在现价积极增持或持有该股票。

维持“增持”评级的主要理由在于:只要公司仍拥有后续注资预期,则实体与虚拟市场对媒体资产的市盈率定价差异将续写公司的超额收益神话。在公司2007年4月24日公告注资的当日,其总市值约为53亿元,注资公告之后公司总市值最高一度达到157亿元,前后增加105亿元。如果把这个市值增量看作是市场为公司注资后新增1.9亿元利润而支付的对价的话,则市盈率高达54倍。而关联股东及注资方解放日报报业集团注入资产的市盈率

运营服务商,新兴媒体的内容提供商”的战略思想,于2006年成立了户外传媒分公司,进入城市杆杆灯箱、高速公路等户外广告和手机广告市场,使公司广告业务线实现了跨媒体的发展;2007年公司还成功地完成配股,募集了约25655万元资金。

而与之相对照的一个反例是,2004年在香港主板上市的北青传媒(1000.HK)。虽然该公司在上市之初就提出了跨媒体发展、实现与户外广告、互联网等媒体组合经营的战略构想,但该战略未获很好执行,致使核心媒体《北京青年报》广告收入在新媒体冲击下持续大幅下滑,公司各项业务扩张进展缓慢,经营业绩难有提振。公司股价也由最高峰的22港币跌至5.5港币,在资本市场地位日趋边缘化。

从以上案例可以看出,在互联网越来越普及的时代,报业集团或上市公司都需要积极应变转型。如果瞻前顾后,

A股和港股市场上市大陆纸媒公司估值指标表												
公司	总股本 (万股)	流通股 (万股)	总市值 (万元)	收盘价 (元)	年度最 高(元)	年度最 低(元)	年涨跌幅 (%)	07年 PE	08年 PE	07年 EPS	08年 EPS	
博瑞传播	20205	12734	592205	33.0	37.8	16.8	79	46	35	0.64	0.84	
赛迪传媒	31157	11278	314378	11.2	19.6	5.13	129	188	238	0.05	0.04	
新华传媒	26263	15741	1067584	49.0	59.88	11.78	239	156	61	0.26	0.67	
华闻传媒	136013	116942	1160193	9.5	16.29	7.4	-5	47	33	0.18	0.26	
粤传媒	26936	4395	673388	25.7	27.72	18.78	234	88	70	0.28	0.36	
北青传媒	19731	5490	108521	5.0	9.42	4.91	-34	50	46	0.11	0.12	

注:北青传媒数据单位为港币,其他为人民币。股价取自12月21日 数据来源:万德资讯、国泰君安证券研究所。

一味谨慎保守,则容易丧失发展机遇以致一蹶不振。

### 估值潜力有待释放

按2007年11月26日收盘价计算,目前在A股和港股市场上市的主要内地纸媒体公司总市值超过100亿元规模的只有华闻传媒和新华传媒,博瑞传播和粤传媒总市值也就在50亿-60亿元上下,基本都属于小市值企业。赛迪传媒和北青传媒则由于A股和港股市场的估值差异而股价表现迥异。赛迪传媒的股价年度涨跌幅达到128%,而北青传媒股价则波澜不惊,一路走低。

如果按照动态市盈率来分析,2008年动态估值最低的华闻传媒和博瑞传播分别达到33倍和35倍。动态市盈率下降最快的公司是新华传媒,股价年度涨幅达到239%,居于行业之首,显示市场对于上市公司未来成长性高度认同。

我们观察到,牛市环境下中国市场对广播电视行业常态经营上市公司2008年的动态市盈率可以给到约60-80倍,而纸媒为主体的常态经营上市公司估值大约在35-50倍动态市盈率区间波动。而美国资本市场对报纸期刊出版行业公司的动态市盈率估值只有20倍左右。

国内纸媒体整体估值较广播电视媒体为低,反映了市场对于不同媒体增长前景的判断。从国际市场经验来看,电视、户外和网络媒介的增长最为强劲,而杂志和报纸等平面纸媒增速下降,中国平面媒体增长前景也概莫能外。

整体上,中国纸媒体的估值水平较美国市场为高,股价表现也更为出色,这有一定合理性。中国媒体行业因高度管制而处于有限竞争状态,互联网发展的区域不平衡、纸媒集团在政府支持下积极进行跨媒体拓展以增加收入,这些都使得强势报业集团业绩保持了相对稳健。在“整体上市”产业政策鼓励下,报业集团加快上市步伐,已经上市的报业公司更谋求“整体上市、注资发展”,从而加深了行业的资本化进程,也为投资者提供了较好的投资机会和投资标的,这对于整个行业的发展都非常正面。2008年开始实施的新所得税制,报业上市公司所得税减轻到25%,亦有利于其业绩的释放。

A股和港股市场上市大陆纸媒公司估值指标表												
公司	总股本 (万股)	流通股 (万股)	总市值 (万元)	收盘价 (元)	年度最 高(元)	年度最 低(元)	年涨跌幅 (%)	07年 PE	08年 PE	07年 EPS	08年 EPS	
博瑞传播	20205	12734	592205	33.0	37.8	16.8	79	46	35	0.64	0.84	
赛迪传媒	31157	11278	314378	11.2	19.6	5.13	129	188	238	0.05	0.04	
新华传媒	26263	15741	1067584	49.0	59.88	11.78	239	156	61	0.26	0.67	
华闻传媒	136013	116942	1160193	9.5	16.29	7.4	-5	47	33	0.18	0.26	
粤传媒	26936	4395	673388	25.7	27.72	18.78	234	88	70	0.28	0.36	
北青传媒	19731	5490	108521	5.0	9.42	4.91	-34	50	46	0.11	0.12	

注:北青传媒数据单位为港币,其他为人民币。股价取自12月21日 数据来源:万德资讯、国泰君安证券研究所。

### 博瑞传播

### 积极构建混合媒体集团

博瑞传播(600880)是目前为止唯一一家实施了管理层股权激励的A股传媒上市公司,这项制度安排为公司在应对行业性的收入下滑、强化“传统媒体运营服务商,新兴媒体内容提供商”战略执行力方面起到了积极作用。

在当地政府大力支持下,公司初步形成了以纸媒广告代理为支撑、以户外媒体广告业务为发展重点、积极探索发展网络和电子媒体广告代理新业务的产业发展格局,同时,在条件成熟时,公司还存在将成都广有线网络资产注入的预期。2007年,博瑞传播顺利完成配股,从而打通了借壳进入资本市场以来的再融资瓶颈,为后续扩张发展奠定了资金基础。

我们维持公司2007年每股收益0.64的预测,考虑到2008年公司所得税率将降低,分别调升2008-2009年每股收益为0.84、0.98元。公司在行业中估值偏低,维持增持评级。( 谭晓雨、陈思)



资料来源:Bloomberg 单位:美元

资料来源:国家工商管理总局、国家统计局