



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资价值分析

2009 年 12 月 30 日

传媒行业

研究部

分析员：金 宇 jinyu@cicc.com.cn

联系人：钟文明 zhongwm@cicc.com.cn

杨 磊 yanglei3@cicc.com.cn

无评级

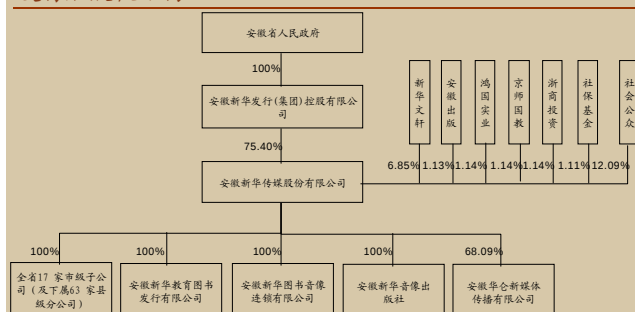
皖新传媒(601801.CH)

建议询价价格为 10 元

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,185	2,414	2,559	2,784	3,049
(+/-)	4%	10%	6%	9%	10%
主营业务利润	690	764	815	889	972
(+/-)	6%	11%	7%	9%	9%
净利润	212	252	271	304	344
全面摊薄每股盈利(元)	0.23	0.28	0.30	0.33	0.38
(+/-)	35%	19%	7%	12%	13%
市盈率	43.0	36.1	33.6	30.0	26.5
市净率	6.2	5.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	25.80	21.52	19.53	17.51	14.81
净资产收益率	13.9%	15.9%	11.3%	9.4%	9.7%
每股经营现金流(元)	0.1	0.4	0.4	0.4	0.5
股价/经营现金	101.1	22.5	26.5	23.3	20.3

发行后股权结构



基本发行情况

发行股数	1.1亿股
发行后总股本	9.1亿股
发行股数占发行后总股本的比例	12%
预计发行价	10元
预计发行市盈率(2010年)	30x
预计发行市净率(2010年)	2.7x
预计募集资金总额(万元)	11亿元

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

12/28/2009-12/30/2009	三地路演及网下机构投资者询价
12/31/2009	确定发行价格
1/4/2010	网上路演
1/5/2010	网上发行

投资提示：

我们对皖新传媒 IPO 进行了投资价值分析，建议询价价格为 10 元。预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.30 元、0.33 元和 0.38 元，分别同比增长 7%、12%和 13%。近期主板和中小板 IPO 对应 2010 年发行市盈率的中值分别为 25.7x 和 28.3x，A 股传媒上市公司的 2010 年交易市盈率为 44.7x。综合考虑当前的市场环境、发行定价规则、公司的发行股数和文化传媒行业属性，我们给予公司 2010 年合理市盈率 30x，每股收益 0.33 元对应的合理股价为 10 元左右。

投资亮点：

- **中西部地区领先的图书发行企业。**公司拥有安徽省中小学教材全部品种的独家总发行权，中小学教材发行市场占有率 100%；一般图书等业务的市场占有率 60%以上。2008 年营业收入 24.14 亿元，净利润 2.52 亿元，被中宣部评为全国文化企业 30 强，是中西部地区领先的图书发行企业。
- **现有图书发行业务的经营相对稳定。**得益于中小学生人数下降速度的趋缓，以及高中和职业教育教材的快速增长，未来 2-3 年内，公司教材业务有望保持稳定。由于畅销书/农家书屋/教辅市场的持续增长，以及公司物流配送体系的完善和终端销售网点（包括网上书店）的增加，一般图书业务有望继续平稳增长。
- **跨产业链/跨媒体/跨地域发展存在机会。**对于图书出版发行企业来说，跨界发展是做大做强的必由之路，而且并不存在政策上的障碍。公司此次 IPO 上市后，可以利用资本优势，及早进行跨界布局，等待收购时机的到来。

风险：

政府对于循环教材制度推广过快，网上书店和 e-book 对于实体书店读者分流过多，公司对于跨产业链/跨媒体/跨地域战略的执行力不足，长期发展可能遇到瓶颈。

目录

公司简介.....	3
现有图书发行业务经营相对稳定.....	6
教材发行处于垄断地位，有望保持稳定.....	6
一般图书将继续平稳增长.....	7
跨产业链、跨媒体、跨地域发展存在机会.....	10
凭借渠道优势，向上游出版环节延伸.....	10
介入新媒体，培育新的利润增长点.....	10
跨区域整合只是时间问题.....	12
财务预测.....	13
驱动因素：教材、一般图书、音像文体用品、户外广告.....	13
2009 年EPS为 0.30 元.....	13
2010 年EPS为 0.33 元.....	13
估值与建议.....	15
风险.....	17

图表目录

图表 1：2008 年全国文化企业 30 强出版发行类企业排名.....	3
图表 2：公司基本业务情况.....	3
图表 3：公司收入结构变化趋势.....	4
图表 4：公司分业务毛利率趋势.....	4
图表 5：出版发行主要上市公司财务数据对比（2008）.....	5
图表 6：中小学教材发行产业链.....	6
图表 7：中小学教材发行体制改革/免费教材/循环教材轨迹.....	6
图表 8：安徽省中小学免费教材折扣率趋于下降.....	7
图表 9：安徽省学生人数变化趋势.....	7
图表 10：一般图书发行产业链.....	8
图表 11：公司拥有遍布安徽省的终端网络，并将进一步增加.....	8
图表 12：安徽省经济保持快速发展和人均收入提升.....	9
图表 13：公司上市融资项目投向.....	10
图表 14：公司六安新华书店户外广告实景.....	11
图表 15：公司华仑淘宝网上书店.....	11
图表 16：跨地域整合的相关政策.....	12
图表 17：中国出版发行业版图.....	12
图表 18：公司主要收入结构假设.....	13
图表 19：主要盈利预测情况（2007A-2011E）.....	14
图表 20：近期A股发行市盈率对比.....	15
图表 21：A股传媒行业估值对比.....	16

公司简介

皖新传媒(安徽新华传媒股份有限公司)是中西部地区领先的出版物发行企业,转企改制时间较早,公司治理结构规范。2008年,在中宣部组织的全国文化企业30强评选中,公司名列全国新闻出版发行行业第6强,发行行业第2强。

目前,公司业务组合包括教材发行、一般图书发行和其他销售(音像文体用品和户外广告等)。2008年,公司销售教材25031册,一般图书15097册,实现营业收入24.14亿元,教材销售占56%,一般图书占35%,其他销售占8%。

图表 1: 2008 年全国文化企业 30 强出版发行类企业排名

排名	出版发行类企业
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司
2	浙江出版联合集团有限公司
3	湖南出版投资控股集团有限公司
4	江西省出版集团公司
5	四川新华发行集团有限公司
6	安徽新华发行集团有限公司
7	中国出版集团公司
8	安徽出版集团有限责任公司
9	广东省出版集团有限公司
10	广东南方报业传媒集团有限公司

资料来源: 各大网站, 中金公司研究部

图表 2: 公司基本业务情况

产品类型	主要内容	2008		
		销售量(册)	营业收入(百万元)	营收份额
教材	中小学教材(免费/非免费)/高中教材/职业教育教材/大学教材/幼儿教材	25,031	1,361	56%
一般图书	教辅/畅销书/农家书屋	15,097	855	35%
其他业务	音像文体用品/户外广告等		198	8%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

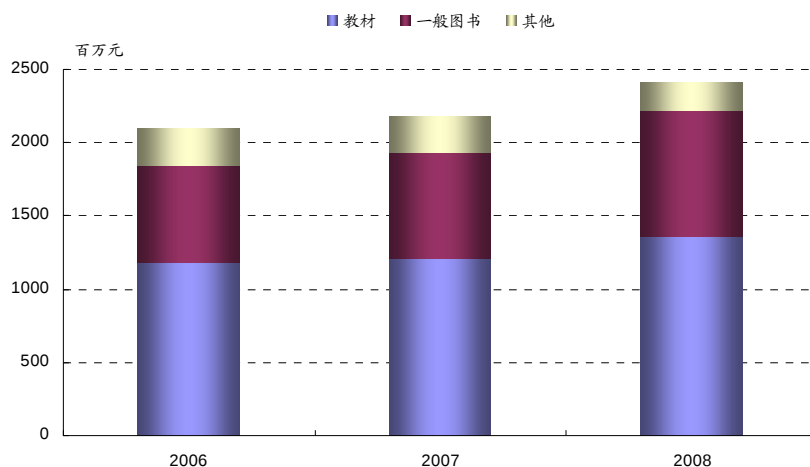
过去3年(2006-2008),公司营业收入平稳增长,一般图书占比不断上升。2006年营业收入为20.99亿元,一般图书收入6.55亿元,占比31%;2008年营业收入为24.14亿元,一般图书收入8.55亿元,占比35%。

教材毛利率受政府控制,基本固定在30%左右。2000年11月,《国家计委、新闻出版署关于核定2001年秋季中小学教材价格有关问题的通知》计价格[2000]2134号文指出,“出版社对省级新华书店(发行所)黑白版、双色版教材的发行折扣率继续维持现行标准,即教材码洋的30%;彩色版教材的发行折扣率降为教材码洋的28%。”即对于中小学教材的收入,出版和发行基本实行固定的7/3分成比例。一般图书的定价属于市场行为,发行方的毛利率由出版和发行之间的议价能力决定,公司毛利率一直维持在38%左右,即大约实行6/4分成比例,显示出渠道方良好的议价能力。

资产结构方面,公司也体现出发行环节自身的一些特征。(1) 应收款和应付款较大,但应付款大于应收款。应收款主要是政府采购的免费教材款,政府的回款具有一定固定周期,且发生坏账的风险很小;应付款为公司应付给出版社的款项,凭借较强的渠道议价能力,付款时间一般较长。(2) 存货相比出版企业较少。教材属于征订性质,存货几乎为零;一般图书也是灵活的采购制度,不会产生太多的储备存货。(3) 固定资产和无形资产较多,主要是新华书店等房产和地产的贡献。

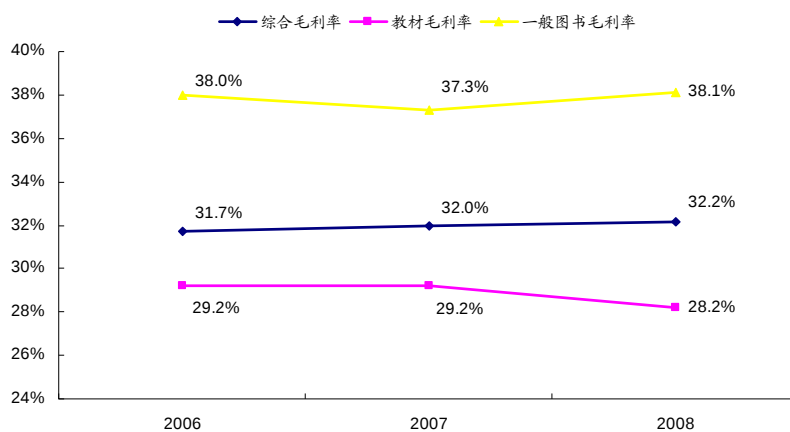
本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 3：公司收入结构变化趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：公司分业务毛利率趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 出版发行主要上市公司财务数据对比 (2008)

项目	皖新传媒	时代出版	出版传媒
营业收入	2,413.6	1,465.5	1,177.7
营业成本	1,637.0	1,045.1	900.1
销售费用	298.0	60.8	68.7
管理费用	213.4	136.9	125.6
财务费用	-11.9	-3.0	-17.7
资产减值损失	11.6	26.3	7.1
所得税	0.0	1.1	1.7
净利润	252.3	214.7	115.5
货币资金	1,190.1	391.1	697.1
应收账款	262.9	373.4	297.9
存货	196.7	600.3	420.0
固定资产	643.2	658.1	281.9
无形资产	328.5	78.8	112.1
应付帐款	800.0	174.7	477.1
净资产	1,711.6	1,737.6	1,363.8
毛利率	32.2%	28.7%	23.6%
销售费用率	12.3%	4.1%	5.8%
管理费用率	8.8%	9.3%	10.7%
净利润率	10.5%	14.7%	9.8%
ROE	15.9%	11.4%	8.8%

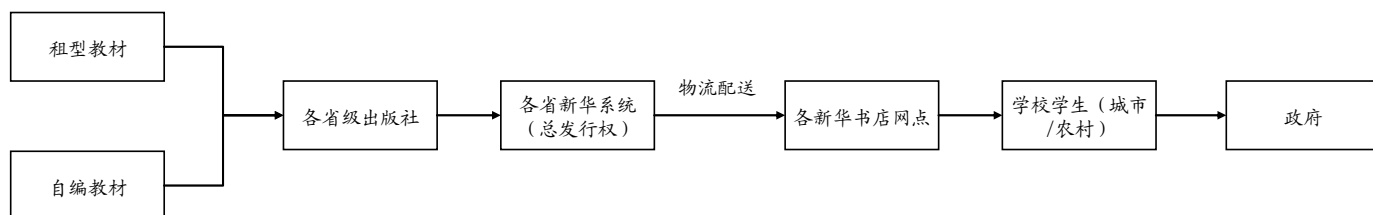
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

现有图书发行业务经营相对稳定

教材发行处于垄断地位，有望保持稳定

- **安徽省中小学教材全部品种的独家总发行权。**公司一直拥有安徽省中小学义务教育阶段学生课本和教师用书的总发行权，处于绝对垄断地位。近年来，安徽小学生和初中生的人数均呈现下降趋势，2008 年小学生人数 520 万，初中生人数 310 万，分别同比上年减少 30 万和 12 万人，中小學生人数的下降减少了中小学教材的征订需求。但是，发行环节给与政府免费中小学教材的发行折扣也在不断降低，一定程度上缓解了中小学教材的下滑压力。最近三个学年，公司给予政府的折扣率从 3.6% 下降至 0.6%，直接推动公司教材收入从 06 年的 11.85 亿元增加至 08 年的 13.61 亿元。未来，中小學生人数减少的速度有望放缓，中小学教材需求的下降趋势也将放缓。
- **其他教材处于上升通道。**一方面，与中小學生数量下降不同，高中生/职业教育学生/大学生的人数却在稳步上升，将直接拉动相应教材的需求。另一方面，皖新传媒目前在其他教材领域的市场份额并不太高，凭借新华系统强大的物流配送和客户关系，还有较大的提升空间。因此，其他教材仍处于上升通道。综合来看，虽然中小学教材发行面临中小學生人数下降和循环教材的负面影响，但其他教材需求的快速上升，将一定程度抵消下滑的压力，整个教材发行业务有望保持稳定。

图表 6：中小学教材发行产业链



资料来源：中金公司研究部

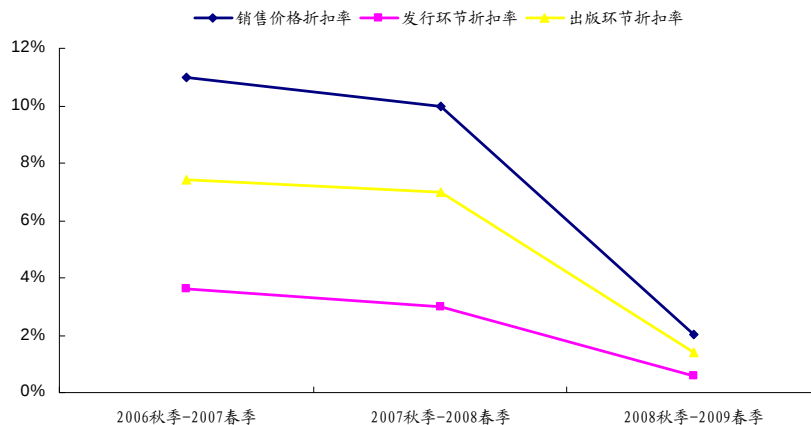
图表 7：中小学教材发行体制改革/免费教材/循环教材轨迹

类型	对象	发文时间	发文单位	文件名称	时间阶段	主要内容
公开招标教材	义务教育	2001年10月25日	新闻出版总署、教育部、国家计委	《中小学教材出版招标投标试点实施办法》、《中小学教材发行招标投标试点实施办法》	2002年开始	3个省市试点，面向本区域
		2005年6月22日	国家发展改革委、新闻出版总署、教育部	《关于印发〈中小学教材出版招标投标试点实施办法（修订）〉和〈中小学教材发行招标投标试点实施办法（修订）〉的通知》	2006年春季至2008年春季结束	11个省份试点推广，面向全部试点区域
		2005年3月14日	国务院	《国务院关于扩大中小学教材出版发行招标投标试点有关问题的批复》	2008年秋季开始	全面铺开，面向全国进行
免费教材(单一来源采购)	农村义务教育	2001年6月7日	教育部、财政部	《关于对全国部分贫困地区农村中小学实行免费提供教科书的意见》	2001年秋季开始	全国部分贫困地区农村中小学，对家庭经济困难学生试行
		2007年12月25日	教育部、财政部	《关于全面实施农村义务教育教科书免费提供和做好部分教科书循环使用工作的意见》	2007年秋季开始	对全国农村义务教育免费提供国家课程的教科书
		2007年12月25日	教育部、财政部	《关于全面实施农村义务教育教科书免费提供和做好部分教科书循环使用工作的意见》	2008年春季开始	农村义务教育免费教材全面实施，包括国家课程和地方课程。
循环教材	部分课程(副科)	2004年2月26日	教育部、财政部	《对农村义务教育阶段家庭经济困难学生免费提供教科书工作暂行管理办法》		鼓励循环使用教科书
		2007年12月25日	教育部、财政部	《关于全面实施农村义务教育教科书免费提供和做好部分教科书循环使用工作的意见》	2008年春季学期起	全国范围内部分国家课程建立循环使用制度

资料来源：各大部委网站、中金公司研究部

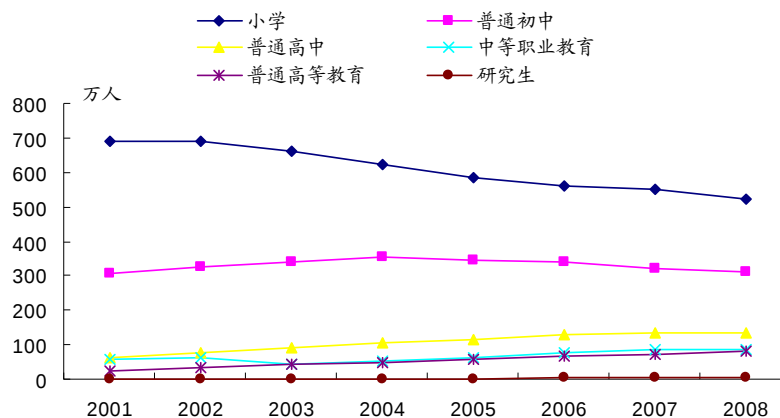
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 8: 安徽省中小学免费教材折扣率趋于下降



资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 9: 安徽省学生人数变化趋势



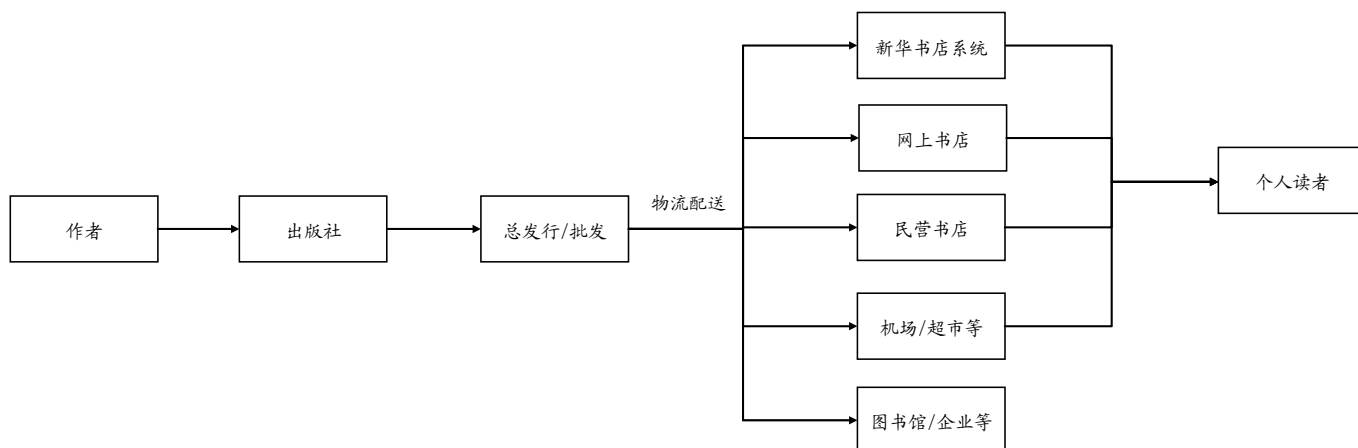
资料来源: 安徽省统计局、中金公司研究部

一般图书将继续平稳增长

06-08 年, 公司一般图书收入从 6.55 亿增加至 8.55 亿, 年均增速 14%, 增长势头良好, 主要得益于两个原因: 一是供给增加拉动了销售, 包括畅销书和终端网点的增加; 二是需求的稳步增长, 主要体现在 3 个方面: (1) 安徽人均收入的稳步增加。2008 年, 安徽实现 GDP8874 亿元, 同比实际增长 12.7%, 连续多年保持双位数增长; 安徽城镇人均可支配收入 12990 元, 同比增长 13.2%, 农村人均纯收入 4202 元, 同比增长 18.2%。(2) 教辅市场的扩大。教辅发行市场化以来, 整个市场的规模并没有下降, 反而在稳步上升, 主要因为中国教育市场的激烈竞争格局所致。(3) 农家书屋和图书馆的增多。政府启动“文化下乡”政策刺激了农家书屋的需求, 各地图书馆的兴建也一定程度拉动了图书的销售。

往后看, 以上两方面的因素都没有削弱的迹象, 而是有所加强, 比如公司募集资金后计划投入 4.8 亿元, 用于新建和改造安徽省内新华书店网点, 届时将扩大公司终端网点的数量和质量。因此, 我们认为, 未来几年, 一般图书销售仍将继续平稳增长。

图表 10：一般图书发行产业链



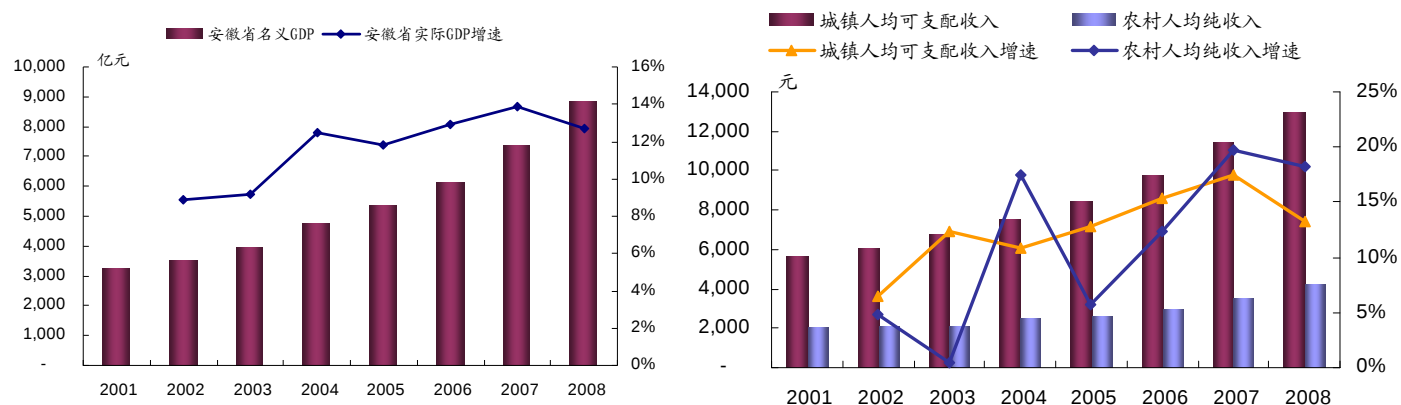
资料来源：艾瑞咨询、中金公司研究部

图表 11：公司拥有遍布安徽省的终端网络，并将进一步增加



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 12: 安徽省经济保持快速发展和人均收入提升



资料来源: 公司资料、中金公司研究部

跨产业链、跨媒体、跨地域发展存在机会

凭借渠道优势，向上游出版环节延伸

2007 年，公司收购安徽新华音像出版社，开始在完善产业链、实现一体化经营方面，进行有益的探索。我们认为，国内出版发行企业的产业链一体化是必然的趋势，而且对于上游出版社来说，由于与下游渠道商具有较直接的协同效应，因此会更愿意与下游发行厂商进行联盟，这也为下游发行厂商进入上游出版环节提供了机会。2009 年 12 月，四川新华文轩宣布以现金 9800 万元收购海南出版社 50% 的股权（投票权 51%），收购价格对应 09 年 PE16.3x。我们认为，公司 IPO 上市后，凭借资本优势，也有获得上游出版资源的收购机会。

介入新媒体，培育新的利润增长点

- ▶ **户外广告。**本次 IPO，公司将发行 1.1 亿股，预计募集资金总额 11 亿左右，规划 1.52 用于户外广告媒体系统的建设。我们认为，从长期来看，该户外媒体系统联网播出后，由于盈利能力较强，有望给公司业绩带来较大推动；短期来看，由于资源的布局需要一段时间，而且涉及折旧的因素，恐难有较大贡献。
- ▶ **网上书店。**目前，公司借船出海，在淘宝网上开设了华仓网上书店，已经实现了较好的销售记录。2010 年，公司自己的网上书店网站将正式上线，届时有望开拓一个全新的销售平台。

图表 13：公司上市融资项目投向

项目名称	主要内容	总投资额 (万元)	募集资金投入进度(万元)				平均年度经济效益(万元)	
			第一年	第二年	第三年	第四年	营业收入	税后利润
新网工程——安徽图书音像及文化商品经营网点建设项目	新建或改扩建网点 23 个，总营业面积 77,909 平方米	48,000	24,000	23,284	358	358	50,020	5,160
畅网工程——安徽图书音像及文化商品物流体系、信息化建设项目	物流中心二期工程建设；企业信息化系统升级建设	8,000	5,600	2,348	26	26	5,615	748
e 网工程——安徽数字广告媒体网络建设项目	省内各市县新华书店卖场内外的广告媒体体系建设	15,200	5,300	9,088	659	153	12,939	2,108
合计	-	71,200	34,900	34,720	1,043	537	68,574	8,016

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 14: 公司六安新华书店户外广告实景



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 15: 公司华仑淘宝网上书店



资料来源: 淘宝网, 中金公司研究部

跨区域整合只是时间问题

虽然本次 IPO 募集资金项目没有涉及跨区域整合，但并不排除公司未雨绸缪，为将来的跨区域重组收购储备资金。从政策层面看，跨区域重组已经没有任何障碍，乃大势所趋；在具体操作层面，短期面临对方转企改制未能完成和地方保护主义的阻碍。但是，我们认为，在 2010 年全国主要出版社基本完成转企改制之后，跨区域整合的浪潮有望在 2011 年下半年左右全面开启，因此，早上市早融资的出版发行企业，进行跨区域整合只是时间问题。

图表 16：跨地域整合的相关政策

时间	发起部门	政策/会议	主要内容
2009年9月	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》细则	振兴文化产业上升为国家战略，推动跨区域、跨行业、跨所有制的并购重组，打造一批产值超百亿的骨干文化企业。扩大国内文化消费，促进经济增长。鼓励文化出口，提升文化软实力。
2009年8月	中宣部、文化部、广电总局和新闻出版总署	文化体制改革经验交流会（江苏会议）	提出文化体制改革进入攻坚克难的关键阶段，进一步推动改革向纵深发展，向面上推开，加快转企改制-集团化重组-上市融资-跨区域整合的步伐。会议表彰了12个全国文化体制改革先进地区和58家先进企业。
2009年4月	新闻出版总署	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	积极支持条件成熟的出版传媒企业，特别是跨地区的出版传媒企业上市融资。在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。
2006年9月	中宣部、国家发改委、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》	支持出版物发行企业开展跨地区、跨行业、跨所有制经营，重点发展连锁经营、现代物流和网络书店等现代出版物流通系统，形成若干大型发行集团，建设全国统一、开放、竞争、有序的出版物市场。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 17：中国出版发行业版图



资料来源：中金公司研究部

财务预测

驱动因素：教材、一般图书、音像文体用品、户外广告

- **教材销售。**教材销售取决于免费教材（农村义务教育教材）和非免费教材（包括城市义务教育教材/高中教材/职业教育教材/大学教材/幼儿教材等），受高中和职业教育教材等增量的影响，公司教材销售在未来 3 年仍有望保持相对稳定。
- **一般图书。**受畅销书/农家书屋/教辅市场的持续增长，以及公司物流配送体系的完善和终端销售网点（包括网上书店）的增加，一般图书业务有望继续平稳增长。
- **音像文体用品。**随着公司终端网点的不断扩充和精细化管理对单店交叉销售价值的提升，预计音像文体用品将实现较大幅度的增长。
- **户外广告。**公司遍布安徽全省的诸多终端网点具有一定的广告资源价值，长期来看有望对公司业绩产生较大贡献，但由于网络的建设需要一定时间，短期内的收入贡献恐有限。

2009 年 EPS 为 0.30 元

受增值税优惠到期（财税[2006]153 号文）的影响，公司上半年每股盈利仅为 0.12 元。但新的增值税优惠政策（财税[2009]147 号文《关于继续实行宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》）已经出台，预计公司 2009-2010 将继续享受增值税先征后退的优惠，同时考虑到下半年秋季教材的贡献和中小学免费教材发行折扣率趋于稳定，最终预计实现收入 25.59 亿元，净利润 2.71 亿元，EPS 为 0.30 元。

2010 年 EPS 为 0.33 元

2010 年为公司募集资金后的第一年，公司将加强物流配送系统和终端网络的建设，对一般图书和音像文体用品的销售有较大提升作用，预计 2010 年公司业绩将增长 12%，EPS 0.33 元。

图表 18：公司主要收入结构假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)						
教材销售	1185	1216	1361	1379	1406	1434
YoY		3%	12%	1%	2%	2%
销售量(万册)	23880	24317	25031	25532	26043	26563
YoY		2%	3%	2%	2%	2%
销售ASP(元/册)	5.0	5.0	5.4	5.4	5.4	5.4
YoY		1%	9%	-1%	0%	0%
免费教材收入	103	111	738	745	745	746
YoY		7%	565%	1%	0%	0%
非免费教材收入	1081	1105	623	634	661	689
YoY		2%	-44%	2%	4%	4%
免费教材收入占比	8.7%	9.1%	54.2%	54.0%	53.0%	52.0%
一般图书	655	722	855	955	1098	1263
YoY		10%	18%	12%	15%	15%
销售量(万册)	12,914	13,168	15,097	17,362	19,966	22,961
YoY		2%	15%	15%	15%	15%
销售ASP(元/册)	5.1	5.5	5.7	5.5	5.5	5.5
YoY		8%	3%	-3%	0%	0%
音像制品	41	31	72	82	111	150
YoY		-25%	133%	15%	35%	35%
文体用品	35	45	50	55	64	76
YoY		31%	11%	10%	15%	20%
户外广告	0	0	1	3	10	20
YoY				329%	233%	100%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 19：主要盈利预测情况（2007A-2011E）

人民币（百万）		Y2007	Y2008	1H09	2H09E	Y2009E	Y2010E	Y2011E
主营业务收入	总计	2,184.9	2,413.6	1,046.4	1,513.0	2,559.3	2,784.3	3,048.8
	教材销售	1,216.3	1,360.8	507.9	870.8	1,378.7	1,406.3	1,434.4
	一般图书销售	721.8	855.3	423.4	531.5	954.9	1,098.1	1,262.9
	音像制品销售	30.8	71.7	47.1	35.4	82.5	111.4	150.3
	文体用品销售	45.2	50.2	22.1	33.2	55.2	63.5	76.2
	其他商品销售	106.9	38.9	29.4	20.6	50.0	55.0	60.0
	其他业务收入	63.8	36.6	16.5	21.5	38.0	50.0	65.0
毛利率	总计	32.0%	32.2%	33.3%	31.8%	32.4%	32.5%	32.5%
	教材销售	29.2%	28.2%	29.7%	28.6%	29.0%	29.0%	29.0%
	一般图书销售	37.3%	38.1%	38.0%	38.0%	38.0%	37.5%	37.0%
	音像制品销售	28.5%	33.8%	32.9%	23.8%	29.0%	29.0%	28.0%
	文体用品销售	22.9%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	其他商品销售	6.5%	5.5%	6.1%	4.6%	5.5%	5.0%	4.0%
	其他业务收入	76.0%	82.6%	94.4%	64.8%	77.6%	75.0%	71.7%
运营指标	三项费用	493.9	499.6	214.9	322.3	537.2	577.8	620.9
	主营业务占比	22.6%	20.7%	20.5%	21.3%	21.0%	20.8%	20.4%
	经营费用	276.0	298.0	124.8	190.0	314.8	342.5	365.9
	主营业务占比	12.6%	12.3%	11.9%	12.6%	12.3%	12.3%	12.0%
	管理费用	234.9	213.4	97.1	140.3	237.4	261.7	283.5
	主营业务占比	10.8%	8.8%	9.3%	9.3%	9.3%	9.4%	9.3%
	财务费用	-17.0	-11.9	-7.0	-8.0	-15.0	-26.4	-28.5
	主营业务占比	-0.8%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.9%	-0.9%
	营业利润	231.0	261.7	114.4	154.8	269.1	302.2	342.3
营业利润率	10.6%	10.8%	10.9%	10.2%	10.5%	10.9%	11.2%	
其他指标	投资收益	39.1	10.2	1.2	8.8	10.0	10.0	10.0
	所得税	0.03	0.02	-0.17	0.19	0.02	0.02	0.03
	有效税率	0.0%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	少数股东损益	-	-	-0.37	0.37	-	-	-
	净利润	211.70	252.27	112.67	157.88	270.55	303.66	343.71
	净利润率	9.7%	10.5%	10.8%	10.4%	10.6%	10.9%	11.3%
	每股盈利	0.23	0.28	0.12	0.17	0.30	0.33	0.38
流动资产	货币资金	900	1,190	1,202		2,556	2,731	2,969
	交易性金融资产	22	21	22		21	21	21
	应收帐款	215	263	261		279	303	332
	应付帐款	589	800	772		845	919	1,006
	存货	166	197	197		208	226	247
	流动资本	-403	-498	-447		-526	-571	-625
	非流动资产	可供出售金融资产	21	13	16		-	-
固定资产净值		559	643	658		639	723	874
无形资产		336	328	322		319	309	298
现金流指标	经营现金流	90	404	-166		344	391	449
	投资支出	-129	-99	-90		-103	-252	-250

资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值与建议

近期主板和中小板 IPO 对应 2010 年发行市盈率的中值分别为 25.7 和 28.3x, A 股传媒行业上市公司的 2010 年交易市盈率为 44.7x 左右。

公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.30 元、0.33 元和 0.38 元, 分别同比增长 7%、12%和 13%。综合考虑当前的市场环境、发行定价规则、公司的发行股数和文化传媒行业属性, 我们给予公司 2010 年合理市盈率 30x, 每股收益 0.33 元对应的合理股价为 10 元。

图表 20: 近期 A 股发行市盈率对比

证券代码	证券简称	上网发行日期	上市日期	发行价格 (元)	市盈率			
					2008	2009E	2010E	2011E
中小板								
2333	罗普斯金	2009-12-28		22	62.6	25.4	20.8	17.1
2332	仙琚制药	2009-12-28		8.2	43.0	26.4	21.4	17.6
2331	皖通科技	2009-12-23		27	56.5	45.3	35.1	28.8
2330	得利斯	2009-12-23		13.18	49.2	36.8	32.7	24.7
2329	皇氏乳业	2009-12-23		20.1	58.6	44.6	32.2	24.4
2328	新朋股份	2009-12-18		19.38	51.1	42.1	32.8	27.4
2327	富安娜	2009-12-18		30	47.0	37.6	28.9	22.0
2325	洪涛股份	2009-12-11	2009-12-22	27	64.6	51.7	35.0	18.7
2326	永太科技	2009-12-11	2009-12-22	20	61.7	46.8	31.3	19.9
2322	理工监测	2009-12-9	2009-12-18	40	56.5	42.7	32.5	23.6
2324	普利特	2009-12-9	2009-12-18	22.5	78.1	36.2	27.2	22.2
2323	中联电气	2009-12-9	2009-12-18	30	42.7	38.3	33.9	27.0
2320	海峡股份	2009-12-7	2009-12-16	33.6	41.2	35.2	29.0	25.0
2321	华英农业	2009-12-7	2009-12-16	16.98	53.3	47.5	32.4	24.0
2317	众生药业	2009-12-1	2009-12-11	55	59.2	44.9	35.0	27.1
2319	乐通股份	2009-12-1	2009-12-11	13.7	45.5	26.7	22.0	18.1
2318	久立特材	2009-12-1	2009-12-11	23	45.3	33.6	26.9	22.7
2315	焦点科技	2009-11-27	2009-12-9	42	65.6	53.7	36.8	28.4
2316	键桥通讯	2009-11-27	2009-12-9	18.8	59.3	52.4	42.4	34.8
2313	日海通讯	2009-11-24	2009-12-3	24.8	69.8	35.8	27.4	20.8
2314	雅致股份	2009-11-24	2009-12-3	16.82	31.6	33.2	26.1	22.9
2312	三泰电子	2009-11-24	2009-12-3	28.6	46.8	36.8	28.3	22.4
2311	海大集团	2009-11-18	2009-11-27	28	48.0	38.6	29.8	22.3
2310	东方园林	2009-11-18	2009-11-27	58.6	49.6	35.6	20.5	14.9
2308	威创股份	2009-11-16	2009-11-27	23.8	45.2	40.1	32.2	24.2
2309	中利科技	2009-11-16	2009-11-27	46	41.1	33.0	24.3	18.9
2306	湘鄂情	2009-11-3	2009-11-11	18.9	59.2	43.8	33.7	25.0
2307	北新路桥	2009-11-3	2009-11-11	8.58	39.5	26.4	20.1	16.9
2305	南国置业	2009-10-27	2009-11-6	12.3	36.7	36.0	27.4	21.7
2304	洋河股份	2009-10-27	2009-11-6	60	36.3	24.3	19.4	15.8
2303	美盈森	2009-10-20	2009-11-3	25.36	44.5	35.7	26.1	18.3
2302	西部建设	2009-10-20	2009-11-3	15	32.4	24.7	21.8	19.4
2301	齐心文具	2009-10-12	2009-10-21	20	42.3	32.3	22.4	15.3
2299	圣农发展	2009-10-9	2009-10-21	19.75	44.7	38.8	26.5	21.5
2300	太阳电缆	2009-10-9	2009-10-21	20.56	50.9	28.5	22.3	17.1
Median					48.0	36.8	28.3	22.2
主板								
601117	中国化学	2009-12-25		5.43	42.2	21.6	16.7	13.3
601299	中国北车	2009-12-21	2009-12-29	5.56	40.8	35.9	25.4	17.0
601139	深圳燃气	2009-12-11	2009-12-25	6.95	45.1	29.6	26.1	20.9
601989	中国重工	2009-12-7	2009-12-16	7.38	40.2	33.9	27.4	23.2
601139	深圳燃气	2009-12-11	2009-12-25	6.95	40.3	26.3	22.1	21.2
601989	中国重工	2009-12-7	2009-12-16	7.38	40.2	33.8	27.3	23.1
Median					40.6	31.7	25.7	21.0

资料来源: 公司资料, Wind, 中金公司研究部

图表 21：A 股传媒行业估值对比

公司列表	股价 (2009-12-29)	总市值 (百万元)	投资建议	09E	P/E 10E	11E	09E	P/B 10E	11E	EV/EBITDA		
										09E	10E	11E
中金研究-A股												
有线网络												
歌华有线	14.31	15,173	推荐	38.2	35.3	32.0	3.2	3.1	2.9	17.5	16.1	14.0
天威视讯	20.48	5,468	推荐	70.1	47.9	32.0	4.4	4.1	3.7	15.9	15.0	13.4
广电网络	8.85	3,836	中性	44.6	36.0	32.7	3.2	3.0	2.8	11.9	11.0	10.2
报纸经营												
博瑞传播	27.18	10,200	推荐	37.6	30.1	25.8	8.3	6.8	5.7	26.1	20.8	17.7
新华传媒	11.57	10,074	中性	43.7	40.4	37.2	4.3	3.8	3.5	33.4	29.5	27.2
华闻传媒	6.79	9,235	中性	54.2	48.1	44.9	4.1	3.8	3.6	20.9	17.1	14.5
图书出版												
时代出版	18.72	7,312	推荐	29.9	26.9	24.7	3.5	3.1	2.7	24.3	22.5	20.9
出版传媒	11.03	6,077	中性	48.1	41.6	38.1	4.2	3.8	3.5	45.1	38.0	34.2
鑫新股份	12.44	2,333	无评级	31.8	29.2	Na	2.2	2.1	Na	Na	Na	Na
电视广告												
电广传媒	18.2	7,396	中性	102.7	58.9	52.5	4.2	4.0	3.7	21.4	19.8	18.3
中视传媒	15.79	3,738	中性	55.8	51.0	45.4	4.2	4.0	3.8	33.1	27.9	22.5
户外广告												
北巴传媒	14.93	6,020	推荐	42.1	28.9	25.0	5.9	4.9	4.1	18.7	16.6	14.0
动漫												
奥飞动漫	42.8	6,848	中性	66.0	50.3	38.7	5.5	5.1	4.6	45.0	34.7	26.9
影视娱乐												
华谊兄弟	54.1	9,089	中性	108.6	67.3	47.9	6.3	5.8	5.2	60.5	44.8	31.0
综合												
中信国安	14.44	22,641	中性	36.4	61.2	50.6	4.0	3.9	3.7	70.3	56.5	50.2
东方明珠	11.09	35,336	中性	76.3	69.3	65.6	5.4	5.0	4.7	47.6	42.6	39.6
中值				46.3	44.7	38.1	4.2	3.9	3.7	26.1	22.5	20.9

资料来源：彭博咨询，公司资料，中金公司研究部

风险

- ▶ **循环教材制度改革过于激进。**如果政府对于推广循环教材过于激进，公司教材业务可能受到较大负面影响，从而拖累公司业绩的增长。
- ▶ **零售终端竞争激烈。**当当/卓越等网上书店和电子书 e-book 的迅猛发展，有可能分流实体新华书店的读者，对公司图书销量产生负面影响。
- ▶ **战略执行能力不足。**跨产业链/跨媒体/跨地域发展，是公司的长期发展战略。如果由于管理不到位或者人才缺乏，战略执行力不足，可能导致公司长期发展面临瓶颈。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。