

新华传媒 (600825.SH)

综合传媒行业

公司研究

评级：买入 维持评级

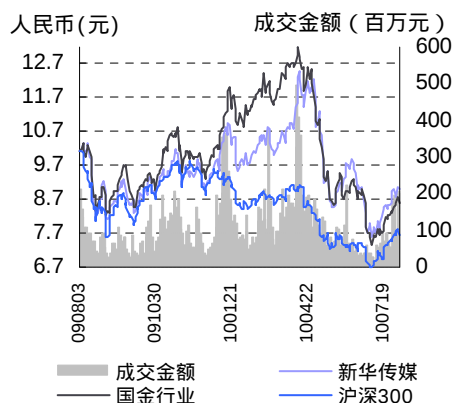
市价(人民币)：9.01 元

目标(人民币)：12.00-13.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	709.10
总市值(百万元)	9,414.44
年内股价最高最低(元)	12.45/7.55
沪深 300 指数	2865.97
上证指数	2627.00



相关报告

1. 《增资晚报传媒,完善报刊经营产业链》, 2010.8.2
2. 《轻舞飞扬》, 2010.5.21
3. 《业绩符合预期,新战略指引发展方向》, 2010.4.28

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237

(8621)61038317

maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人

(8621)61038204

zhanglw@gjzq.com.cn

打造分享无限阅读体验的数字平台和实体平台

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.417	0.268	0.291	0.337	0.377
每股净资产(元)	3.31	2.17	2.33	2.54	2.78
每股经营性现金流(元)	0.21	0.44	0.49	0.37	0.41
市盈率(倍)	30.53	43.99	30.92	26.73	23.91
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	248.73%	-3.74%	30.67%	15.69%	11.77%
净资产收益率(%)	12.59%	10.28%	12.51%	13.29%	13.53%
总股本(百万股)	580.49	870.74	1,044.89	1,044.89	1,044.89

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国电子阅读市场空间广阔**：随着无纸化阅读和消费越来越成为一种习惯，3G 基础设施的完善，行业标准和规范化的不断提升，产业链的有效整合，中国的电子阅读市场空间广阔，2013 年我国电子阅读的市场空间有望超过 10 亿美元，在未来的数字出版发行背景下，数字平台的价值和竞争优势将会得到最大程度的发挥。
- **Barnes& Noble 的成功转型对新华传媒有着重要的参考意义**。美国最大的传统图书零售商 B&N 致力于打造“传统书店+电子商务+数字平台”全方位的发行体系取得积极成效，数字业务发展迅速，仅推出 1 年其市场份额就已超过传统业务的市场份额达到 20%，有效的带动现有传统业务的发展。
- **打造分享无限阅读体验的数字平台和实体平台，战略正积极推进**。凭借自身的内容及广告分销的核心优势，公司在打造数字平台方面优势明显，内容资源集聚明显加快；在打造对上游内容和下游终端完全开放之数字平台的基础上，公司还将推进实体书店数字化转型配合数字战略的实施。

投资建议

- 我们认为中国电子阅读市场空间广阔，集聚内容资源的平台价值将会得到最大程度的体现，公司所具备的核心竞争力有利于其战略转型的成功，看好公司管理层在推进新的运营战略方面所取得的积极成效，维持对公司“买入”的投资评级。

估值

- 我们维持公司 2010~2012 年每股盈利预测分别为 0.291 元、0.337 元和 0.377 元，动态市盈率分别为 30.9 倍、26.7 倍和 23.9 倍，我们认为，公司主业如能转型成功，至少应享受行业平均的估值水平。据此，我们维持对公司 12.0~13.0 元目标价格区间的判断。

风险

- 主业转型 不成功的风险，广告市场复苏低于预期

内容目录

盈利预测与估值.....	4
盈利预测及说明.....	4
估值	7
投资建议	9
电子阅读市场：中国潜在市场空间巨大.....	10
美国数字阅读高增长将有望扭转图书阅读市场颓势.....	10
中国传统图书市场增速减缓，数字图书市场有望步入爆发式增长	10
电子阅读方兴未艾，运营平台价值凸显.....	11
硬件市场规模扩张：技术进步，价格下降趋势已现.....	11
运营平台价值：集聚内容资源，面向终端用户	12
案例分析： Barnes& Noble 实施数字阅读战略带来积极变化	13
启动数字平台运营战略，多渠道运营战略让阅读体验无处不在.....	13
积极变化：数字业务迅速发展，推动原有业务快速增长	16
打造分享无限阅读体验的数字平台和实体平台	17
最快方式切入电子阅读领域，终端保有量是战略初期关键因素.....	17
核心资源优势明显，平台打造迅速推进.....	18
原有业务稳步推进，保障战略成功转型	21
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：新华传媒图书发行业务盈利预测假设(2007-2012F)	4
图表 2：新华传媒报刊经营与广告业务盈利预测假设(2007~2012F).....	5
图表 3：新华传媒电子阅读终端盈利分析与预测（2010F-2013F）	5
图表 4：新华传媒假设条件及盈利预测(2007~2012F)	6
图表 5：传媒行业主要上市公司估值一览	7
图表 6：DCF 估值主要假设条件.....	8
图表 7：新华传媒 DCF 估值表	8
图表 8：2009 年美国传统图书、报刊阅读市场规模	10
图表 9：近年来中国图书销售总金额变化	11
图表 10：盛大文学构建版权多元化运营体系.....	13
图表 11：Barnes& Noble 推进传统书店数字化转型	14
图表 12：Barnes & Noble 打造全球最大的电子书店	15
图表 13：Barnes& Noble 数字阅读平台在 IPAD 上应用.....	15
图表 14：Barnes& Noble 数字平台内容实现多渠道阅读	15
图表 15：数字平台战略助推其 B&N.com 业务增速加快.....	16
图表 16：B&N 数字平台战略助推其未来增长.....	16
图表 17：新华传媒推出新华 E 店数字阅读平台	17
图表 18：EDO、Kindle、Nook 综合指标比较	18
图表 19：公司基于自身的核心竞争力形成新的发展战略.....	19
图表 20：纽约时报 iPad 电子版广告	19
图表 21：新华传媒在世博园区开设数字体验店	21
图表 22：公司积极拓展基于移动互联网的广告分销业务.....	22
图表 23：公司相机以低成本方式进入户外广告市场.....	22

盈利预测与估值

盈利预测及说明

- 公司目前主业仍是以图书发行和报刊经营以及广告代理为主，传统业务依然是未来 2~3 年收入、利润的主要来源，从财务预测的角度，仍旧是我们分析的重点。然而，随着移动手持阅读终端运营平台业务的全面推广，硬件销售将率先产生营收贡献，这部分可能的盈利贡献我们将在预测中予以反映，而对于数字平台的内容分账和广告销售的营收预测暂不计入盈利预测。
- ◆ **图书发行业务**:我们认为图书发行业务随着运营效率的提升、业务模式的转型以及网上书店经营业务规模的进一步扩大，收入整体上维持稳定增长有望：一般图书发行受益于文化消费升级，教材教辅收入稳定，总体上，我们预计图书发行业务 10-12 年增长率分别为 8.19%，5.67%，7.02%；同时运营效率的提高将带动毛利率稳步提升，预计 10-12 年图书发行业务的毛利率分别为 30.15%，30.16%，30.32%。
- ◆ **报刊经营与广告**：受益于宏观经济回暖，广告行业的整体复苏态势较为明确，同时考虑到世博会将会形成持续的区域热点效应，以及去年较低的基数（09 年公司代理的平面广告大多出现较大幅度的下滑），我们预计 10 年公司的平面媒体广告业务有望得到改观，获得较高的增长，预计 10-12 年报刊经营与广告业务收入同比增长 10%，12%，12%，而毛利率水平在剔除了利润率低的新华广告的并表之后将有望呈现稳定上升的态势，10-12 年毛利率分别为 40.36%，40.63%，41.16%。
- ◆ **移动手持阅读终端硬件销售**：预计 10-13 年硬件销售数量分别为 10 万，30 万，60 万，100 万，终端阅读终端价格下降以及毛利空间的压缩是必然趋势，我们假定每台终端 10 年毛利为 600 元，11 年毛利为 300 元左右，12 年毛利为 200 元。

图表1：新华传媒图书发行业务盈利预测假设(2007-2012F)

(百万元)	2007	2008	2009H	2009	2010F	2011F	2012F
图书销售	1,091	779	361	781	843	894	965
增长		-28.53%	-1.87%	0.14%	8.00%	6.00%	8.00%
毛利率	26.83%	34.51%	33.48%	32.69%	34.00%	34.00%	34.20%
音像制品	108	66	25	53	55	54	53
增长		-39.21%	-26.50%	-18.63%	3.00%	-2.00%	-1.00%
毛利率	24.95%	32.14%	35.11%	34.79%	34.00%	35.00%	34.00%
文教用品	272	189	62	138	152	160	168
增长		-30.47%	-38.15%	-26.97%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.88%	15.72%	22.71%	19.91%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	148	103	46	97	107	115	122
增长		-30.24%	3.45%	-5.98%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	42.57%	31.42%	17.99%	11.79%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	1,618	1,137	494	1,069	1,157	1,222	1,308
增长		-29.72%		-6.01%	8.19%	5.67%	7.02%
毛利率	26.13%	30.97%	30.77%	29.25%	30.15%	30.16%	30.32%

来源：国金证券研究所

图表2：新华传媒报刊经营与广告业务盈利预测假设(2007~2012F)

单位：百万元	2007	2008	2009H	2009	2010F	2011F	2012F
收入	1,002	1,756	526	1,142	1,255.96	1,406.68	1,575.48
增长率		75.35%	-22.03%	-35.00%	10.00%	12.00%	12.00%
成本	770.61	1,296.33	319.22	684.08	749.06	835.21	927.08
增长率		68.22%	-37.59%	-47.23%	9.50%	11.50%	11.00%
毛利率	23.07%	26.20%	39.36%	40.09%	40.36%	40.63%	41.16%
毛利	231.12	460.15	207.23	457.71	506.90	571.47	648.40

来源：国金证券研究所

图表3：新华传媒电子阅读终端盈利分析与预测（2010F-2013F）

	2010F	2011F	2012F	2013F
电子书销量(千台)	100	300	600	1,000
增长		200.00%	100.00%	66.67%
电子书ASP(元)	2,000	1,600	1,100	800
电子书销售总收入（百万元）	200	480	660	800
增长		155.00%	76.47%	33.33%

来源：国金证券研究所

- 期间费用：图书发行业务经营管理效率提升，广告业务回暖带来的规模效应有望使得期间费用率有所下降，同时由于电子阅读处于推广初期，此方面的营销费用会有多增加，但费用率本身而言低于传统业务的费用率，因此总体的期间费用率将呈现下降态势。
- 所得税率：10-12 年所得税率分别为 19.3%，19%和 20%，享受的低所得税率主要是考虑到公司作为改制文化传媒企业，部分业务将能享受国办 114 号所赋予的所得税减免。

有关公司盈利预测的具体细项假设详见图表 4。

盈利预测

根据新业务的情况，我们对盈利预测进行适当的调整，据测算，公司 2010~2012 年归属于母公司股东的净利润分别为 3.04 亿元、3.52 亿元和 3.94 亿元，分别较上年增长 30.6%、15.8%和 11.6%。每股收益分别为 0.291 元、0.337 元和 0.377 元，复合增长率达到 19%。

图表4：新华传媒假设条件及盈利预测(2007~2012F)

(单位：百万元)	2007	2008	2009H	2009	2010F	2011F	2012F
营业总收入	1,678.21	2,905.08	1,074.95	2,277.50	2,692.52	3,208.84	3,643.48
图书销售	1,090.62	779.46	361.24	780.52	842.96	893.54	965.03
音像制品	107.8	65.5	24.8	53.3	54.9	53.8	53.3
文教用品	272.2	189.3	62.3	138.3	152.1	159.7	167.7
其他	147.7	103.1	45.6	96.9	106.6	115.1	122.0
报刊与广告收入	25.8	1,756.5	526.5	1,141.8	1,256.0	1,406.7	1,575.5
移动手持阅读终端	0.0	0.0	0.0	0.0	200.0	480.0	660.0
其他业务收入	36.3	74.7	54.6	66.7	80.0	100.0	100.0
内部抵消	-2.3	-63.4					
营业总成本	1,639.51	2,676.44	944.20	2,026.87	2,347.17	2,805.25	3,188.19
营业成本	1,275.01	2,020.00	662.05	1,443.13	1,700.68	2,063.61	2,396.93
图书销售	798.0	510.4	240.3	525.4	556.4	589.7	635.0
音像制品	80.9	44.5	16.1	34.8	37.0	34.6	37.2
文教用品	231.7	159.5	48.2	110.7	124.7	130.9	144.0
其他	140.8	70.7	37.4	85.5	90.6	99.6	109.6
报刊与广告收入	24.0	1,296.3	319.2	684.1	749.1	835.2	927.1
移动手持阅读终端	0.0	0.0	0.0	0.0	140.0	370.0	540.0
其他业务成本	1.8	2.0	0.9	2.7	3.0	3.5	4.0
内部抵消	-2.2	-63.4					
毛利率	24.03%	30.47%	38.41%	36.64%	36.84%	35.69%	34.21%
图书销售	26.83%	34.51%	33.48%	32.69%	34.00%	34.00%	34.20%
音像制品	24.95%	32.14%	35.11%	34.79%	34.00%	35.00%	34.00%
文教用品	14.88%	15.72%	22.71%	19.91%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	4.69%	31.42%	17.99%	11.79%	15.00%	15.00%	15.00%
报刊与广告收入		26.20%	39.36%	40.09%	40.36%	40.63%	41.16%
移动手持阅读终端					30.00%	22.92%	18.18%
营业税金及附加	5.4	66.0	28.1	65.4	75.4	89.8	102.0
营业税金及附加比率	0.32%	2.27%	2.62%	2.87%	2.80%	2.80%	2.80%
主营业务利润	397.82	819.08	384.76	768.94	916.45	1,055.38	1,144.53
销售费用	267.3	366.0	180.5	394.0	436.2	500.6	524.7
销售费用率	15.93%	12.60%	16.79%	17.30%	16.20%	15.60%	14.40%
管理费用	91.0	163.7	56.1	129.5	134.6	154.0	167.6
管理费用率	5.42%	5.63%	5.22%	5.69%	5.00%	4.80%	4.60%
财务费用	-4.7	29.3	8.1	-18.9	-9.5362	-11.6017	-13.5210
资产减值损失	5.5	31.5	9.4	13.6	9.8	8.8	10.5
其他经营收益							
投资净收益	23.1	18.1	1.3	19.0	20.0	20.0	20.0
其中：对联营企业和合营企业	0.00	2.54	1.30	2.01	3.00	3.00	3.00
营业利润	61.8	246.7	132.1	269.6	365.4	423.6	475.3
加：营业外收入	9.9	55.6	7.8	33.2	31.5	35.5	44.0
减：营业外支出	0.9	3.0	0.3	6.1	1.0	2.0	2.0
利润总额	70.8	299.3	139.6	296.8	395.9	457.1	517.3
减：所得税	1.4	52.2	34.8	56.7	76.4	86.8	103.5
实际所得税率	1.91%	17.43%	24.97%	19.11%	19.30%	19.00%	20.00%
净利润	69.40	247.15	104.71	240.06	319.45	370.24	413.83
减：少数股东损益	0.00	5.12	4.14	7.07	15.00	18.00	20.00
归属于母公司所有者的净利润	69.40	242.04	100.56	232.99	304.45	352.24	393.83
增长		248.73%		-3.74%	30.67%	15.70%	11.81%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.066	0.232	0.096	0.223	0.291	0.337	0.377

来源：国金证券研究所

估值

■ 1、PE 相对估值

从 A 股传媒企业来看，从事文化传媒类的上市公司 2010 年的平均市盈率达到 48.9 倍，中值也在 44.3 倍，新华传媒的估值水平在传媒板块中处于低端，传媒板块的整体估值对于处于业务转型期的新华传媒具有一定的参考意义。与此同时，目前 A 股市场上已有在公司新业务领域具有一定可比性的上市公司，作为移动手持阅读终端的生产厂商，汉王科技 2010 年 PE 则达到 70 倍以上。

图表5：传媒行业主要上市公司估值一览

代码	公司名称	价格	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB	EV/EBITDA	投资建议	
		2010-8-2		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	最新	2010		
广电/有线网络															
600037.SH	歌华有线	14.63	155.13	0.31	0.33	0.40	0.45	47.00	44.33	36.58	32.22	3.43	18.98	买入	
002238.SZ	天威视讯	22.01	58.77	0.29	0.33	0.54	0.57	75.17	67.31	41.14	38.41	4.77	17.81	持有	
600831.SH	广电网络	9.89	55.72	0.18	0.25	0.32	0.38	54.94	39.25	31.30	26.03	4.58	16.54	持有	
000917.SZ	电广传媒	18.14	73.72	0.07	0.29	0.41	0.53	259.14	62.55	44.24	34.23	3.54		买入	
300027.SZ	华谊兄弟	34.45	115.75	0.25	0.48	0.67	0.87	136.90	72.22	51.26	39.42	8.04		买入	
600088.SH	中视传媒	22.13	52.39	0.48	0.48	0.53	0.60	45.72	46.44	41.75	37.01	5.69		持有	
报纸经营、广告															
600825.SH	新华传媒	9.04	94.46	0.22	0.29	0.34	0.38	40.54	30.96	26.75	23.98	4.55	26.71	买入	
600880.SH	博瑞传播	18.36	113.06	0.44	0.58	0.67	0.76	41.93	31.66	27.61	24.22	7.71	23.06	买入	
000793.SZ	华闻传媒	6.28	85.42	0.12	0.13	0.14	0.15	52.03	48.72	44.29	42.49	3.67		持有	
002181.SZ	粤传媒	10.47	36.66	(0.27)	0.07	0.09	0.10	(39.27)	145.42	117.64	106.84	3.07		持有	
600386.SH	北巴传媒	10.70	43.14	0.29	0.48	0.59	0.75	36.90	22.33	18.07	14.35	4.23		买入	
002400.SZ	省广股份	38.38	31.61	0.86	0.90	1.16	1.50	12.44	11.95	9.20	7.14	3.36	32.10	持有	
图书出版发行															
601999.SH	出版传媒	11.91	65.61	0.23	0.26	0.28	0.32	51.78	45.29	41.94	37.22	4.36	49.33	持有	
600373.SH	鑫新股份	17.06	31.99	(0.46)	0.40	0.45	0.53	(36.99)	42.65	37.91	32.19	48.70		买入	
600551.SH	时代出版	18.50	77.98	0.58	0.65	0.70	0.81	31.90	28.46	26.54	22.90	3.10		买入	
601801.SH	皖新传媒	12.62	114.84	0.35	0.33	0.36	0.42	52.86	37.78	35.45	30.19	3.56		持有	
新媒体及其它															
300058.SZ	蓝色光标	31.86	38.23	0.40	0.64	0.91	1.22	45.79	50.09	35.17	26.22	4.65	37.67	买入	
300071.SZ	华谊嘉信	31.68	16.40	0.49	0.68	0.92	1.19	37.39	46.45	34.62	26.73	4.22	44.68	持有	
300059.SZ	东方财富	55.88	78.23	0.51	0.78	1.08	1.32	110.11	71.64	51.84	42.33	4.93	66.47	持有	
综合															
600832.SH	东方明珠	9.04	288.04	0.14	0.21	0.24	0.27	63.22	42.64	37.36	33.48	3.66	30.31	持有	
000839.SZ	中信国安	12.11	189.88	0.39	0.30	0.40	0.75	30.92	40.23	30.51	16.19	3.27	18.62	持有	
Median		17.06	73.72	0.29	0.33	0.45	0.57	45.79	44.33	36.58	32.19	4.23	28.51		
Average		19.77	86.53	0.28	0.42	0.53	0.66	54.78	48.97	39.10	33.04	6.53	31.86		

来源：国金证券研究所

根据我们的预测，新华传媒 2010 年每股收益为 0.291 元，需要强调的是此业绩主要是针对其现有的传统业务。参考传媒行业的平均估值水平，考虑到积极向新媒体领域延伸、业务转型带来的估值溢价，我们给予公司 41-45 倍传媒板块的平均市盈率水平，认为公司的合理估值区间为 12-13 元。

■ 2、DCF 估值

图表6：DCF 估值主要假设条件

资产贴现率 Ka		股票贴现率 Ke	
行业 Beta	0.90	股本总额(百万股)	1,044.89
无风险利率	3.62%	股价	9.01
风险溢价	6.45%	股票市值	9,414.46
资产贴现率 Ka	9.43%	债务总额	170.00
加权平均资本成本 WACC		债务利率	6.57%
		实际税率	19.30%
D/(E+D)	1.77%	股票 Beta	0.88
E/(E+D)	98.23%		
WACC	9.23%	股票贴现率 Ke	9.30%

来源：国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 10.49 元、11.34 元和 11.24 元(见图表 7)。

图表7：新华传媒 DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	10.49	FCFE	11.24
WACC	11.34		

I、

APV

每股价值	10.49	TV增长率	4.0%
企业值	11,294.05	Ka	9.43%
股票价值	10,961.18	债务	170.00
		投资	446.81
		少数股东权益	162.87

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	441.56	324.46	376.70	395.67	466.10	560.71	692.37	841.97	480.36	1,023.94	19,624.43	25,228.26
ITS	1.08	0.00	0.01	0.03	0.06	0.11	0.17	0.25	0.34	0.44	8.50	10.99
PV(FCF)	403.52	270.96	287.49	275.96	297.08	326.59	368.54	409.56	113.63	116.96	7,972.17	10,842.47
PV(ITS)	0.98	0.00	0.01	0.02	0.04	0.06	0.09	0.12	0.00	0.00	3.45	4.78

II、

WACC

每股价值	11.34	TV增长率	4.0%
企业值	12,179.52	WACC	9.23%
股票价值	11,846.65	债务	170.00
		投资	446.81
		少数股东权益	162.87

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	441.56	324.46	376.70	395.67	466.10	560.71	692.37	841.97	480.36	1,023.94	20,375.05	25,978.88
PV(FCF)	404.26	271.96	289.07	277.99	299.81	330.19	373.29	415.60	217.08	423.64	8,429.84	11,732.71

III、

FCFE贴现

每股价值	11.24	TV增长率	4.0%
企业值	11,744.47	Ke	9.30%
股票价值	11,744.47	债务	170.00
		投资	446.81
		少数股东权益	162.87

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合
FCFE	267.05	324.46	377.67	397.56	468.85	564.26	696.68	846.97	486.00	1,030.17	20,224.71	25,684.38
PV(FCFE)	244.34	271.60	289.26	278.59	300.60	331.00	373.91	415.90	218.35	423.46	8,313.54	11,460.54

来源：国金证券研究所

综合上述估值结果，我们认为，新华传媒 6~12 个月合理估值区间为 12 元~13 元，相对于当前股价，具有相当的投资安全边际。

投资建议

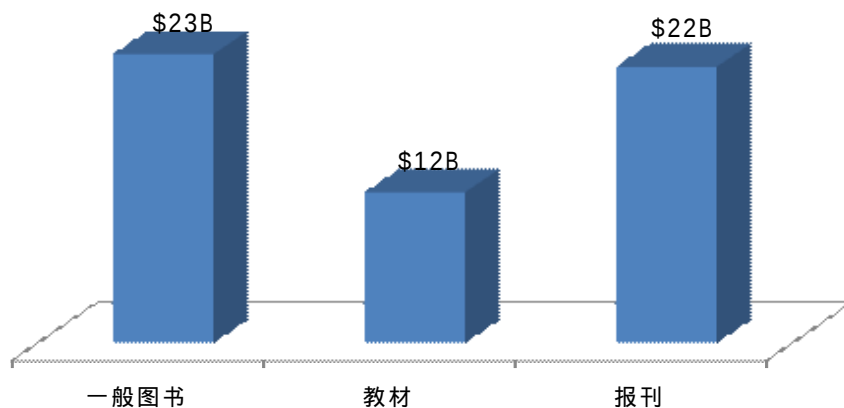
我们给予公司“买入”的投资评级，未来 6~12 个月合理目标价格区间为 12~13 元。考虑公司正在积极推进基于移动互联网的无限阅读数字平台和实体平台，并有望在下半年全面推进的非时政类平面媒体的跨区域扩张，文化体制改革的宏观背景和解放报业集团的资源优势，加上炫动卡通的分拆上市，时政类报刊改革的进一步的推进，公司的估值水平还有进一步的提升空间。

电子阅读市场：中国潜在市场空间巨大

美国数字阅读高增长将有望扭转图书阅读市场颓势

- 近年来，美国的纸质图书市场已经步入成熟阶段，在人口增速有限和新基数载体阅读分流的负面影响下，美国传统出版业市场规模呈现下降趋势。2009 年，美国传统纸质阅读市场规模为 570 亿美元，其中，一般类图书 230 亿美元，教材类 120 亿美元，报纸市场规模为 220 亿美元。然而，不断涌现的新的手持移动终端有效推动了数字阅读市场的形成和快速发展，而正在迅速实现内容集聚和日益开放的平台有望成为推动电子阅读产业步入高速成长期的核心推动力所在。
- 根据美国出版业协会的统计，今年前 5 个月，美国电子书销量已同比增长 200%以上。亚马逊 Kindle 电子书销量已经超过其精装硬皮书的销售，电子书和纸质书的销售比一度甚至达到 180:100。截至今年 6 月，亚马逊电子阅读平台已集聚 Kindle 电子书 63 万种，尽管 Amazon 销售的纸质书仍有上百万种，但与此相对应的，亚马逊纸质书的销售已有 15 年的历史，而推出 Kindle 电子阅读器及电子书下载至今仅仅才有 33 个月的时间。在我们看来，亚马逊电子书销量的迅速增长除了得益于电子阅读成本的大幅下降、平台内容的迅速集聚，更为重要的是，开放的终端接入使得 Kindle 电子书可以在电脑、iPhone 手机、iPad 平板电脑、黑莓以及 Android 手机上阅读。甚至有业内人士预测不出十年，印刷版书籍在所有书籍销量中的比例将缩减到 25%以下。
- 在技术进步和诸多厂商的大力推动下，美国数字出版将获得较快增长，无纸化阅读的比重将会逐步加大，据 Digitrends.com 等相关机构预测，2013 年美国数字阅读的整体规模将达到 150 亿美元，其中一般图书和教材的数字阅读市场规模分别为 60 亿美元、30 亿美元，数字报刊市场规模将达到 60 亿美元。美国最大的图书零售商 Barnes & Noble 预测消费类图书市场规模在 2014 年将达到 270 亿美元。

图表8：2009 年美国传统图书、报刊阅读市场规模



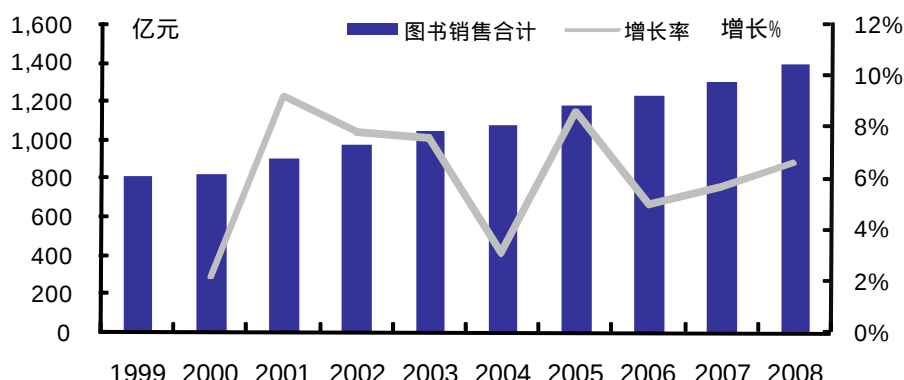
来源：国金证券研究所

中国传统图书市场增速减缓，数字图书市场有望步入爆发式增长

- 中国数字出版产业规模相对较小，近年来，在国家大力扶持以及产业自身发展需要的推动下，有望实现快速的增长。
- 中国传统出版物增速明显放缓：受益于城镇化进程加快、人均文化消费水平的提高以及文化体制改革深化等因素，中国出版业仍将保持小幅、稳步的增长态势。2009 年，中国纸质图书市场规模约为 122 亿美元，05~09 年，纸质图书市场规模平均增长 8%左右，未来几年，纸质图书将面临电子阅读替代的冲击以及基数原因增速下降的压力，增速放缓已是大势所趋，甚至可能由于国家政策的推动(如全面推广电子

教材)出现纸质图书市场规模出现逆转的情况。对于数字出版、发行近年来的迅猛变化，我们持十分积极的态度。

图表9：近年来中国图书销售总金额变化



来源：国金证券研究所

- **数字出版有望呈现爆发式增长：**根据 PWC 预测，2013 年中国的数字图书市场可达到 6 亿美元。随着 3G 基础设施的完善，移动手持阅读终端推进，微支付方式的日益完善，行业标准和规范程度不断提高，数字阅读条件下产业链的有效整合将推动中国电子图书市场进入爆发式增长期。我们认为，电子图书的低价将会带来高频的阅读消费，乐观估计到 2013 年电子阅读有望达到整个纸质图书规模的 5% 以上，即 7.5 亿美元以上的市场规模。
- **2009 年中国传统的报刊市场产值近 60 亿美元，**报刊的无纸化发行也将大大的降低报刊的成本。在中国，相较于图书的阅读量，由于大量存在的党政类报刊，报刊无纸化阅读拥有更为稳定且规模庞大的基础人群，如有政府推动，更容易为多数人所接受。我们预计，国内电子报刊的市场规模在 2013 年将达到 4 亿美元。
- **网络文学市场规模：**2010 年 6 月，中国网络文学的用户规模达到 1.88 亿人。由于网络文学较多受到盗版的影响，根据“网络文学版权研讨会上”得到的数据，合法版权市场规模仅有 1 亿多元，只为盗版市场规模的 1/50。我们相信，随着国家对于互联网盗版整治的持续推进，网络原创文学的盗版局面有望逐步得到改观(网络视频市场规模已得到显著提升)，潜在的市场提升空间无疑将是十分巨大的。
- **国内电子阅读市场用户基础雄厚。**目前中国手机用户超过 7.95 亿户，而通过手机上网的手机网民超过 2.76 亿，其中，超过 90% 集中在 10-40 岁之间，有超过 1 亿的用户通过手机阅读电子书；我国的网民数量超过 4.2 亿，10-40 岁的网民占比 80% 左右，数字阅读的消费具有深厚的基础，潜在的市场空间巨大。根据中国出版科学研究所发布的调查报告显示，2009 年，我国进行数字阅读的用户比例高达 31.6%，其中 16.7% 的用户进行的是在线阅读，还有 14.9% 的用户进行手机阅读。数字阅读的用户基础是我们分析未来电子阅读市场空间的重要依据，随着技术的持续进步，市场条件不断成熟，电子阅读的市场潜力将会不断得到释放。

电子阅读方兴未艾，运营平台价值凸显

硬件市场规模扩张：技术进步，价格下降趋势已现

- E-ink 技术的持续进步和成本下降推动了移动手持阅读市场的加速形成和规划化发展。我们需要说明的是尽管 E-INK 技术是一种领先的实现最好的阅读体验的终端产品，但是电子阅读市场是面向所有能够实现电子阅读的终端设备，包括手机、IPAD、甚至电脑等。

- **硬件价格下降趋势开始显现**，2010 年 6 月 21 日，Barnes& Noble 将其 3G 版 NOOK 电子图书阅读器零售价从 259 美元降至 199 美元，并同时发布了另一款仅带有 WIFI 功能的阅读器，价格仅为 149 美元；对于 B&N 的降价举措，同日下午，网络零售巨头亚马逊迅速将其 Kindle 电子图书阅读器售价由 259 美元降至 189 美元，调价之后，Kindle 电子阅读器的销量增速增长 3 倍。
 - 据国外媒体的相关报道，调研机构 iSupply 对亚马逊的 Kindle 进行了拆解，iSupply 分析估计，Kindle 不包含软件、设计等支出，零件与组装费用已达 185.49 美元，以 189 美元出售，已无利润空间。大幅度的降价，一方面缘于 iPad 给电子阅读器市场带来的冲击，Ipad 平板电脑在 80 天内销量达到 300 万台，销量大于预期，预计全年销量有望超过 1200 万台。此次降价，将使电子阅读器与 Ipad 平板电脑在价格上的差距进一步拉大；另一方面，随着内容平台的搭建，内容分账正逐步成为收入增长的主要来源，且利润贡献远大于硬件的销售，而硬件价格的下降对于推进电子阅读市场的用户增加将起到积极的作用。我们认为，电子阅读器终端价格的大幅下调是电子阅读运营企业战略转型的关键一步，随着硬件成本的进一步下降，电子阅读市场“买内容、送终端”模式也将会越来越清晰。
- **电子阅读技术持续进步，增强阅读体验**。元太科技表示，今年将推出软性电子纸和彩色电子纸，并将进一步改善触屏操作的体验效果。我们可以明确的是，电子墨水技术越来越成熟，使电子书看起来更像是真的图书，屏幕对比度更鲜明，翻页延迟也会不断缩短，价格也有望降至更易接受的范围。长远来看，电子阅读器技术的演变将大致经历以下几个阶段：黑白、静态→彩色、动态→柔性(可折叠)、太阳能。除储存量大、便于携带的特点外，未来的电子阅读器将具有彩色显示、动态显示、显示速度大幅提高、任意折叠柔性纸、双面显示、多屏重叠阅读、电子阅读器之间内容无线传输等特点。对此，有人预测，在未来 10 年内，电子阅读器配合存储芯片能够装下整个图书馆。
- 预计到 2010 年第，中国电子阅读器市场将实现从礼品市场到大众电子消费品市场的有效转变。1 季度，国内电子阅读器的销量达到 24.96 万台，接近去年全年的销量，终端的多样化将更为有助于市场的培育，硬件价格的不断下降将有效推动用户规模实现快速增长。

运营平台价值：集聚内容资源，面向终端用户

- 纵观整个出版、发行产业链，我们认为，在未来数字出版发行背景下，尤其是在中国上游出版市场极为分散的情况下，数字阅读运营平台的竞争优势和价值将会得到最大限度的体现。通过运营平台，能够实现对产业链有效的整合，集聚上游的内容资源，为终端消费者与广告商提供服务。
- 我们分析认为，在目前的中国市场中，能够对电子阅读产业链进行有效整合的参与者包括：拥有强大内容资源和版权的内容提供商；传统的图书发行商；电信运营商。国内出版行业的高度分散决定了出版商难以扮演产业链整合的角色，在此方面积极推进平台运营战略的包括盛大文学，新华传媒，中国移动(电子阅读基地)等。未来在移动互联网的条件下，运营平台将成为内容分销的重要渠道之一，鉴于我国在意识形态和舆论导向领域的严厉监管，未来在数字发行领域一定会对平台实行牌照管理。基于此，我们判断中国未来的数字阅读市场更有可能出现寡头垄断的市场格局。

图表10：盛大文学构建版权多元化运营体系



来源：易观国际，国金证券研究所

案例分析：Barnes & Noble 实施数字阅读战略带来积极变化

启动数字平台运营战略，多渠道运营战略让阅读体验无处不在

- 在出版 - 发行的产业链中，相较出版社，发行企业更容易承担数字出版和发行全面解决方案提供商的角色。在美国，没有一家出版社推出电子阅读运营，但发行商全力推出并初步取得一定成效的案例却屡有发生，即是很好的佐证。无论是亚马逊，还是 Barnes & Noble，都是从图书发行商的角度切入电子阅读产业链，尤其是 Barnes & Noble 推出的电子阅读器 Nook 以及电子阅读平台，对于新华传媒正在推进的主业转型具有十分重要的借鉴意义。Barnes & Noble 是美国最大的图书零售商，有 40 多年的经营历史，在全美拥有 1300 多家实体书店以及电子商务平台 Barnes & Noble.com，2009 年公司营业收入达到 58 亿美元(约合 400 亿人民币)。近年来，由于受到新媒体的冲击，不论是实体书店，还是电子商务平台，经营都面临较大的困难，盈利能力显著下滑。因此，B&N 积极推进战略转型的动力十足。09 年 6 月，公司开始推进数字化战略的实施，打造“传统书店+电子商务+数字平台”全方位的发行体系。
- **1. 推进实体书店转型。**作为公司数字化战略的重要组成部分，公司积极调整零售业态，将实体店转型为数字阅读体验店，在其实体书店内，顾客可以通过 Nook 电子阅读器，体验阅读 B&N 数字平台上的所有图书，这有助于培养用户的消费习惯并增强用户的消费体验。

图表11：Barnes& Noble 推进传统书店数字化转型



来源：国金证券研究所

- 2.大力发展网上书店。公司将 Barnes & Noble.com 打造成为美国最大的网上图书零售网站之一，同时为数字发行提供了网上运营平台。以往，电子商务平台作为公司图书发行业务的一部分，过去今年的运营情况欠佳，增长缓慢。然而，随着电子阅读业务的全面推出，电子商务平台亦出现一些积极的变化，公司正努力把此打造成为支持线下实体店销售和线上数字内容分销的重要整合平台。
- 3.数字化出版和发行。公司通过收购电子书制造商，开发自有电子阅读器进军数字出版和发行市场，并取得了很大的成功。从 09 年 10 月 21 日推出自身的阅读器 NOOK，其产品推出之初就同 Kindle 形成显著区别：1、彩色触摸品替代键盘，可显示图书的彩色封面，具有良好的广告效应；2、有“借阅”功能，可以免费把下载的图书借阅给朋友 14 天；3、有 3G+WIFI 功能，进一步完善其移动通信终端功能；4、拥有更好的数字内容集成平台，目前其数字平台已拥有超过 100 万册的电子书、期刊，是目前世界范围内最大的电子书城，此开放平台可为 400 种设备提供软件支持，提供针对大部分移动终端的下载服务。

图表12：Barnes & Noble 打造全球最大的电子书店



来源：国金证券研究所

图表13：Barnes & Noble 数字阅读平台在IPAD 上应用



来源：国金证券研究所

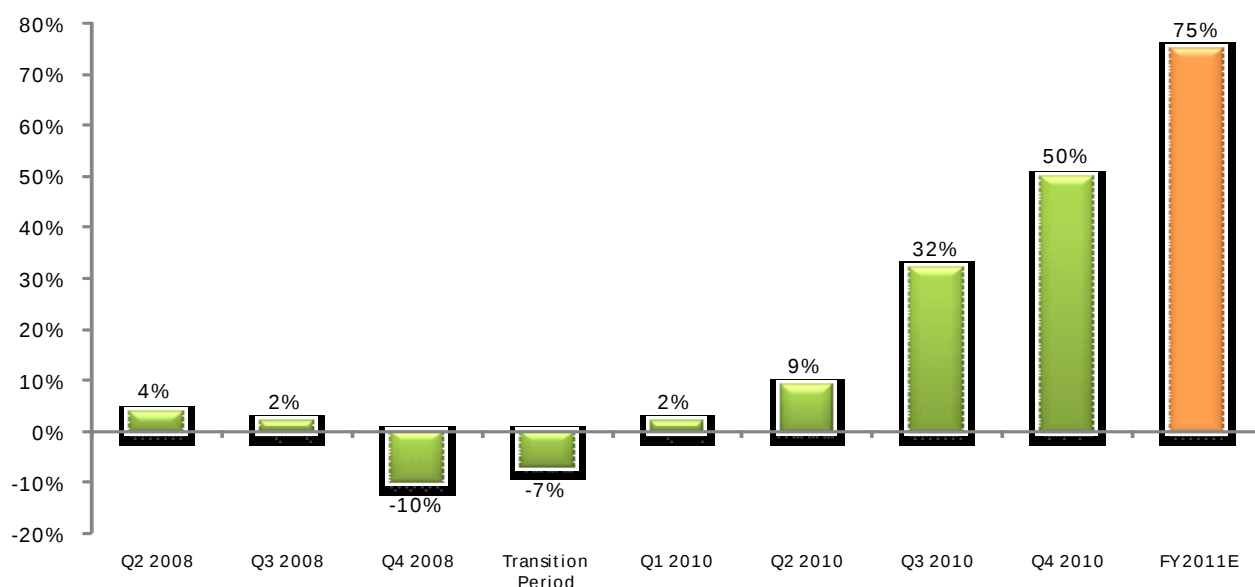
图表14：Barnes & Noble 数字平台内容实现多渠道阅读



积极变化：数字业务迅速发展，推动原有业务快速增长

- 公司自推出其数字发行平台以来，经过 12 个月在美国电子书市场的份额已经达到 20%，超过了其在传统图书领域的市场份额，预计 2013 年将达到 25%，Nook 是推动其电子书销售份额增长的一个重要因素。
- **对所有阅读终端开放的数字平台。**根据年报显示，E-Reader 应用程序仅通过 iTunes 相关设备下载量就超过 240 万次，自公司推出数字平台发展战略以来，逐步改变了 B&N.com 盈利能力持续下滑的趋势，此业务预计 2010 年收入同比增长将达到 75%，收入规模有望达到 10 亿美元。由于数字业务的发展速度远远高于传统的图书零售渠道的增长，B&N.com 的收入比重在整个公司的业务比重将不断增加。
- B&N 与出版商和高等学府建立起来的长期良好合作关系是其数字战略得以迅速推广的重要原因。自 Nook 推出后，Barnes & Noble.com 平均每周会员消费增长 17%，且超过 25% 的 NOOK 拥有者是 B&N.com 的新用户，数字业务对于原有的业务起到了积极的推动作用。

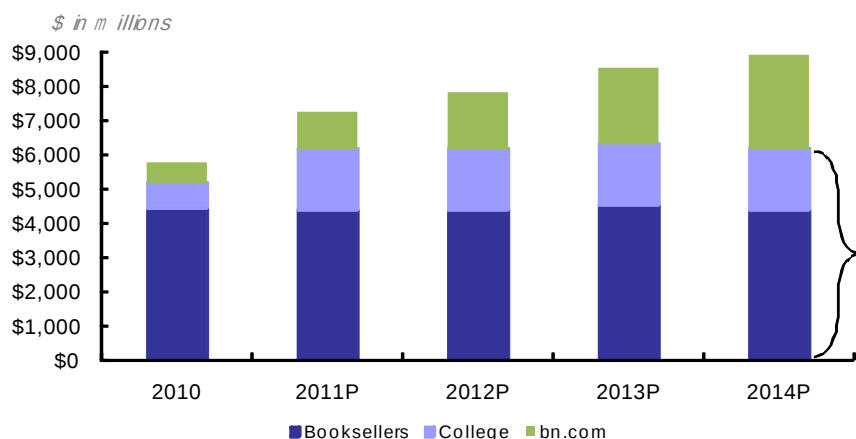
图表15：数字平台战略助推其 B&N.com 业务增速加快



来源：B&N 公告, 国金证券研究所

注：会计年度差别，B&N 的 2009 年会计年度为 2009 年 5 月至 2010 年 5 月，Q42010 实为 2010 年 2-4 月

图表16：B&N 数字平台战略助推其未来增长



来源：B&N 公告, 国金证券研究所

打造分享无限阅读体验的数字平台和实体平台

- 2010 年 4 月，新华传媒联合解放报业集团和上海易狄欧公司成立合资公司——上海新华解放数字阅读传媒有限公司，正式进军移动手持阅读终端运营领域，三方持股比例分别为 45%，35%，20%；5 月，公司推出自有品牌电子阅读器——“亦墨”，并且推出了自身内容丰富的数字平台——“新华 e 店”，通过亦墨可以链接到此数字平台实现下载。除提供大量优秀传统图书资源，该平台还提供解放集团旗下四份报纸（《解放日报》、《新闻晨报》、《新闻晚报》、《申江服务导报》，1 年价值 1500 元）核心内容为期一年的试读服务。此外，通过该平台，读者还能接收到大量即时新闻产品（新浪资讯），并能尝试体验个性化资讯服务。在世博会期间，读者亦能获得有关世博会的最新资讯。

图表17：新华传媒推出新华 E 店数字阅读平台



来源：公司网站，国金证券研究所

最快方式切入电子阅读领域，终端保有量是战略初期关键因素

- 上海易狄欧公司成立于 2009 年 2 月 12 日，是一家专业提供手持电子阅读器(电子书)解决方案的高科技创业企业。该公司依托扬州尚扬电子的生产线和设备，采用元太科技制造的 E-ink(电子墨水)显示技术，集成自主研发的显示、低功耗等专利技术和先进的 3G 移动通讯、网络互联、输入识别和数字出版等一系列先进技术，生产具有国际先进水平的第三代电子阅读产品。易狄欧在电子书的手写技术、电源管理、无线通信、互联互通等方面已经申报了 21 项发明专利，公司生产的一款产品是目前世界最薄、翻页速度最快，交互作用最好的电子书，通过 Wi-Fi、蓝牙等交互技术，能够顺畅实现电子书之间的互联互通(例如，一同下棋打牌、互通资讯等)。
- 原有管理团队实力雄厚，互动体验优势明显：合资公司 CEO 丁辉文是原 SEMI 中国区总裁，SEMI (国际半导体设备材料产业协会) 是全球性的产业协会，致力于促进微电子、平面显示器及太阳能光电等产业供应链的整体发展。CTO 李晓辉原来是展讯(手机芯片上市公司)副总经理，有很丰富的研究开发经验，易狄欧在互动体验的通信功能开发方面具有很强的实力，优势明显。
- 硬件销售收入贡献先行。通过设立合资公司，原有的易狄欧公司被分成 2 部分，易狄欧公司的核心经营性业务全部放到合资公司，在合资公司以外仅保留研发、设计等部分业务。在硬件经营上，上海易狄欧是以电子阅读器 5 大核心零部件采购成本的 112%作为售价销售给合资公司，从而保证了硬件毛利的绝大部分留在了合资公司，使得合资公司在电子阅读运营初期能够先行获得硬件销售的营收贡献。

图表18：EDO、Kindle、Nook 综合指标比较

参数	易狄欧 E600T	亚马逊 Kindle	Barnes & Noble, Nook
价格	¥2680	189 美元	199 美元
显示屏	6 英寸 E-ink 电子墨水显示屏	6 英寸 E-ink 电子墨水显示屏	6 英寸 E-ink 电子墨水屏幕+3.5 英寸彩色液晶触摸屏
分辨率	800X600	800X600	主屏 800X600, 副屏 480X144
屏幕色彩	16 阶灰阶	16 阶灰阶	主屏 16 阶灰阶, 副屏彩色
支持存储卡	SD 卡可扩充到 32GB		SD 卡, 最大扩至 16G
支持存储卡容量	2G	4G	2G
支持文件类型	TXT、PDF、EDO、TTS、BMP、JPG、PNG、GIF	PDF, TXT, HTML, RTF, JPEG, GIF, PNG, BMP	PDF, EPUB, PDB, JPG, GIF, PNG, BMP, MP3
支持音频格式	MP3	MP3	MP3
上网功能	TD-SCDMA, GPRS, EDGE, WiFi	3G, WiFi	3G, WiFi
尺寸	18X13X1.2cm	19X13.5X1.8cm	19.62 × 12.6 × 1.28cm
重量	260g	290g	343g
人机接口	3.5mm 耳机插口, miniUSB 接口, MicroSD 卡接口	3.5mm 耳机插口, miniUSB 接口, MicroSD 卡接口	3.5mm 耳机插口, miniUSB 接口, MicroSD 卡接口
产品特性	支持三级字体变换, 可随时做批注, 支持 TTS; 手写输入; 横、竖屏模式随意切换, 手动翻页, 页面跳转; 1 对 1, 1 对多, 多对多阅读管理系统; 黑、白、红三种颜色	内置立体声扬声器, 可以从直向显示切换到横向显示;	
优势	史上最薄, 翻页速度最快, 互动	全键盘, 自动旋转功能	双屏, 彩色触摸屏
支持书城	新华 E 店	亚马逊	Barnes & Noble

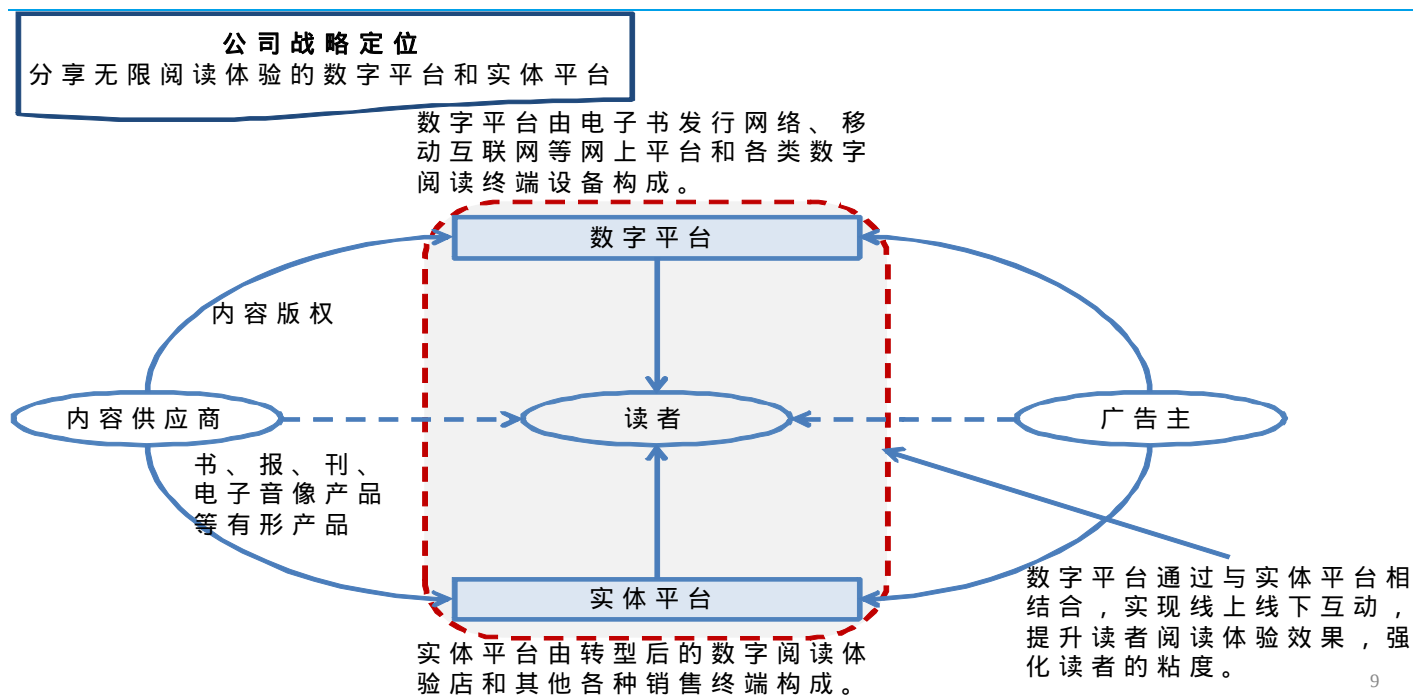
来源：国金证券研究所

- **电子阅读器销售全面启动**：目前，公司先期推出的世博版电子阅读器 - “亦墨”主要是通过世博会礼品市场(WIFI 版本)进行销售，8 月初，公司将发布带有 3G 模块(内置或外置)、互动功能更为强劲的电子阅读器版本，终端使用也将更为便利。公司全方位的营销工作已经展开：主要的销售渠道包括 EDO 淘宝旗舰店，原有 EDO 的销售渠道，上海书城等。6 月底，公司籍世博会接待全国新华书店体系的有利时机，将通过全国主要的新华书店渠道进行销售，未来还有望通过其他全国性连锁渠道终端(如苏宁、国美)进行电子阅读器的销售。我们认为，发展初期具有一定规模硬件用户保有量将有助于平台运营战略的贯彻实施。

核心资源优势明显，平台打造迅速推进

- **数字平台实现分销内容与分销广告的有效结合**。作为 A 股市场唯一拥有图书发行与报刊经营两大传统传媒产业链的上市公司，公司的核心优势在于其强大的内容分销(一次营销)和广告分销能力(二次营销)。然而，在传统经营业态下，图书缺少二次销，而报刊由于纸张和印刷成本居高不下难以仅仅依靠报刊发行赚钱，导致其一次营销功能薄弱，二次营销功能则较为强大。在移动阅读运营平台下，电子图书的广告分销功能将会得到开发，报刊的无纸化发行也将带来成本的大幅下降，从而能够实现图书与报刊的一、二次营销的完美结合；
- **移动互联网条件下的广告市场空间巨大**。在移动互联网条件下，能够实现对用户特征的精准定位，导致移动互联网广告价格是传统互联网广告价格的 5 倍。我们认为，从长远来看，基于移动手持终端阅读运营的广告市场拥有广阔的发展空间。纽约时报配合 iPad 做电子报纸，其在 iPad 不仅可以很好地展示报纸的版式，还能插入图片和视频广告，而经过精准定向的视频广告价格将会高于传统报纸广告。

图表19：公司基于自身的核心竞争力形成新的发展战略



来源：公司资料，国金证券研究所

图表20：纽约时报 iPad 电子版广告



来源：国金证券研究所

- **新华 e 店：线下发行转型线上发行，内容资源集聚优势明显。**在内容资源集聚方面，目前公司正处在大规模的“圈地运动”阶段，用最快的速度把平台内容规模做大，年底有望成为中国规模最大的数字阅读内容集成平台。新华 e 店数字平台推出后，仅用不到 2 个月的时间，已经同国内 100 多家出版社签订了包括数字版权协议(非独家)在内的完整的发行协议。另外，通过同新浪原创文学大赛合作，涉足网络原创文学领域，数字平台将集成新浪网络原创文学的精彩内容，同新浪的合作还有望进一步加强，包括但不限于给新浪做线下的出版发行，通过新浪进行营销推广等，未来不排除和国内网络原创文学最大提供商 - 盛大文学开展合作的可能。

- **未来牌照获得优势显著。**作为数字发行平台，成功的关键因素在于实现可交易、拥有正版版权、能够实现微支付、具有即时性、具备一定的规模等几个重要特征，同时，在中国现有的体制环境下，基于移动互联网应用的电子阅读平台将具有信息实时发布的功能，国家一定会进行管制，因此，从长期来看，运营牌照将显得尤为重要，而新华传媒作为原先宣传系统内的公司，在这个方面的优势无疑是十分显著的。
- **全面打造线上、线下一体化的发行体系，提供完整的解决方案：**公司致力于让阅读体验无处不在的经营模式转变：线上数字平台分销内容，线下实体书店销售图书，对于出版商来说，与发行商新华传媒签订完整的发行协议的吸引力在于线上、线下能够实现整合营销，线上、线下的图书销售相互促进，这一整合效应我们从 B&N 电子商务业务板块最近 4 个季度的快速增长就可见一斑。同时，在新书的营销方面，新华传媒在沪上的主流平面媒体(报刊书评版面)具有较强的一体化服务优势，配合新书在线上、线下的整体营销活动。8 月份的上海书展公司将选取部分新书进行试点营销，开展线上、线下的完整方案的新书营销活动。
 - **线上、线下图书销售的联动效应：**为出版商提供线上、线下整体解决方案，通过对线下图书销售在账款和码洋扣率方面的优惠加快数字内容资源的集聚，并获取更高的线上内容分账比例(公司与出版商签订的内容分账比例大多为 3:7)。
 - **报刊的集成：**目前，平台已经集成自有的四份报纸和一份期刊，未来随着用户分布的跨区域延伸，更多的报纸、期刊集成在这一平台上是值得期待的。而彩色阅读器的即将大规模商用将显著提升报刊杂志的阅读体验。政策层面对报刊媒体体制改革力度明显加大。近期，公司以旗下嘉美广告 100%股权增资新闻晚报传媒，试水上下游产业链一体化改革“深水区”。我们认为，在适当的条件下，新华传媒将有机会率先实现包括采编在内的报刊一体化经营，为公司实现报刊媒体整合经营创造有利条件。
- **打造对所有终端开放的平台：**新华 e 店数字平台是公司电子阅读运营战略最为重要的着力点，在公司规划中，这一平台未来将会对各种类型的终端开放，实现在各种形式的移动手持终端阅读，这对于活跃平台用户、扩大用户规模具有十分重要的意义。对此，我们可以将平台理解为附着在各种手持移动阅读终端上的“插件”，成为集成平台内容资源的重要形成。因此，平台的内容集聚规模和阅读体验功能的丰富性将成为市场推广的关键所在，而且，借助电子阅读平台可以低成本实现跨地域扩张，符合新闻出版产业对于出版、发行行业整合的政策倾向。
- **推进实体书店数字化改造：**新华书店在经历了柜台(新华书店 1.0 版)、开放式书架(新华书店 2.0 版)的业态模式后，未来将逐步演变成为数字化阅读体验店(新华书店 3.0 版)时代，公司率先在世博会园区开设新型数字化阅读体验店，下半年将会在陆家嘴地区建立首家实体的数字阅读体验店，以配合线上数字战略的实施。

图表21：新华传媒在世博园区开设数字体验店



来源：国金证券研究所

原有业务稳步推进，保障战略成功转型

- **新战略和原有业务关系：**目前，公司传统业务稳步发展，下半年有望在传统业务的资源拓展与报纸的跨地域扩张方面取得成效，从而保证其稳定的业绩增长；数字阅读平台对原有业务来说是一种有效的补充，更多的是增量的概念，我们不应该割裂的去理解公司发展的移动手持阅读平台战略。
 - 2010 年开始，公司旗下子公司开始代理解放集团旗下手机报 inews 广告业务，基于手机的移动互联网广告投播载体包括手机报、WAP 网站和手机客户端，在手机报中，广告有四种表现形态，包括冠名、硬广告、软广告和互动广告。
 - 同时，公司积极关注户外媒体形态和业务模式的变化，相机以低成本方式进入户外广告市场。
 - 鉴于国内一线城市平面媒体已经进入成熟期并出现一定程度的衰退迹象，公司新的管理层在上任之初便制定了旗下非时政类报刊跨区域扩张的发展思路，上半年《申江服务导报》和《江西商报》的内容合作只是一个开始。随着各项工作的进一步展开，下半年公司旗下报刊媒体的跨区域扩张有望进入股权层面的合作。

图表22：公司积极拓展基于移动互联网的广告分销业务



来源：国金证券研究所

图表23：公司相机以低成本方式进入户外广告市场



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
主营业务收入	1,678	2,905	2,278	2,693	3,209	3,643
增长率		73.1%	-21.6%	18.2%	19.2%	13.5%
主营业务成本	-1,275	-2,020	-1,443	-1,701	-2,064	-2,397
% 销售收入	76.0%	69.5%	63.4%	63.2%	64.3%	65.8%
毛利	403	885	834	992	1,145	1,247
% 销售收入	24.0%	30.5%	36.6%	36.8%	35.7%	34.2%
营业税金及附加	-5	-66	-65	-75	-90	-102
% 销售收入	0.3%	2.3%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
营业费用	-267	-366	-394	-436	-501	-525
% 销售收入	15.9%	12.6%	17.3%	16.2%	15.6%	14.4%
管理费用	-91	-164	-130	-135	-154	-168
% 销售收入	5.4%	5.6%	5.7%	5.0%	4.8%	4.6%
息税前利润（EBIT）	40	289	245	346	401	452
% 销售收入	2.4%	10.0%	10.8%	12.8%	12.5%	12.4%
财务费用	5	-29	19	9,5350	11,5990	13,3150
% 销售收入	-0.3%	1.0%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-6	-31	-14	-9,8177	-8,7879	-10,4647
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	18	19	20	20	20
% 税前利润	32.7%	6.0%	6.4%	5.1%	4.4%	3.9%
营业利润	62	247	270	365.4	423.6	475.1
营业利润率	3.7%	8.5%	11.8%	13.6%	13.2%	13.0%
营业外收支	9	53	27	31	34	42
税前利润	71	299	297	396	457	517
利润率	4.2%	10.3%	13.0%	14.7%	14.2%	14.2%
所得税	-1	-52	-57	-76	-87	-103
所得税率	1.9%	17.4%	19.1%	19.3%	19.0%	20.0%
净利润	69	247	240	319	370	414
少数股东损益	0	5	7	15	18	20
归属于母公司的净利润	69	242	233	304	352	394
净利率	4.1%	8.3%	10.2%	11.3%	11.0%	10.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	69	247	240	319	370	414
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	66	59	56	59	65
非经营收益	-22	3	-10	-34	-54	-62
营运资金变动	-45	-195	167	173	10	11
经营活动现金净流	31	122	456	514	386	427
资本开支	-120	-45	-42	640	-37	-28
投资	5	-78	-188	-11	-10	-10
其他	6	-390	406	20	20	20
投资活动现金净流	-109	-513	176	649	-27	-18
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-200	460	-372	-170	0	1
其他	-15	-99	-90	-7	-136	-136
筹资活动现金净流	-215	361	-462	-177	-136	-135
现金净流量	-293	-30	170	986	223	274

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	260	381	551	1,536	1,760	2,034
应收款项	346	782	532	663	790	897
存货	229	560	525	512	619	715
其他流动资产	18	96	54	53	64	74
流动资产	853	1,818	1,663	2,764	3,233	3,720
% 总资产	53.2%	49.8%	49.1%	72.2%	74.8%	77.0%
长期投资	180	579	447	458	467	477
固定资产	532	566	549	566	578	587
% 总资产	33.2%	15.5%	16.2%	14.8%	13.4%	12.1%
无形资产	38	673	718	40	43	45
非流动资产	750	1,833	1,726	1,066	1,090	1,111
% 总资产	46.8%	50.2%	50.9%	27.8%	25.2%	23.0%
资产总计	1,603	3,652	3,388	3,831	4,323	4,831
短期借款	0	557	170	0	0	0
应付款项	686	882	919	1,217	1,467	1,688
其他流动负债	19	85	49	180	189	196
流动负债	705	1,524	1,138	1,397	1,655	1,884
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	705	1,524	1,138	1,397	1,655	1,885
普通股股东权益	902	1,922	2,266	2,434	2,651	2,909
少数股东权益	0	210	163	178	196	216
负债股东权益合计	1,608	3,656	3,567	4,009	4,502	5,010

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.264	0.417	0.268	0.291	0.337	0.377
每股净资产	3.436	3.311	2.168	2.330	2.537	2.784
每股经营现金净流	0.118	0.210	0.436	0.492	0.369	0.409
每股股利	0.000	0.110	0.051	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.69%	12.59%	10.28%	12.51%	13.29%	13.53%
总资产收益率	4.32%	6.62%	6.53%	7.59%	7.82%	7.86%
投入资本收益率	4.30%	8.88%	7.64%	10.68%	11.40%	11.58%
增长率						
主营业务收入增长率	-28.45%	73.11%	-21.60%	18.22%	19.18%	13.54%
EBIT增长率	N/A	632.07%	-15.21%	40.86%	15.95%	12.85%
净利润增长率	344.13%	248.73%	-3.74%	30.67%	15.69%	11.77%
总资产增长率	-12.76%	127.43%	-2.44%	13.05%	12.87%	11.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.6	55.9	86.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	75.4	71.3	137.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	158.6	89.9	122.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	86.5	65.1	86.2	74.4	63.2	56.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.82%	8.26%	-15.67%	-58.81%	-61.82%	-65.06%
EBIT利息保障倍数	-8.4	9.9	-13.0	-36.2	-34.6	-34.0
资产负债率	43.87%	41.67%	31.91%	34.84%	36.77%	37.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	2	2	4	8
持有	0	0	1	2	8
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.17	2.25	2.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-25	强买	8.00	27.00 ~ 30.00
2 2008-10-31	买入	5.75	N/A
3 2009-03-29	买入	8.58	N/A
4 2009-04-16	买入	10.03	N/A
5 2009-04-29	买入	9.68	N/A
6 2010-04-28	买入	12.18	N/A
7 2010-05-21	买入	8.49	14.50 ~ 15.75
8 2010-08-02	买入	9.04	12.00 ~ 13.10

来源：国金证券研究所

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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室