

建议申购

估值区间: 10.3~11 元

2010 年 10 月 14 日

发行数据

发行前总股本(万)	139,800
本次发行股数(万)	39,800
发行后总股本(万)	179,600

发行后股东组成

	持股比例
湖南出版投资控股集团	61.46%
红马创业投资有限公司	3.62%
盛力投资有限责任公司	3.23%
华鸿财信创业投资公司	2.78%
湘投高科技创投投资公司	1.62%
达晨创业投资有限公司	1.67%
华菱钢铁集团	1.24%
全国社保基金理事会	2.23%
本次发行新增股东	22.16%

行业指数



资料来源: 招商证券

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

研究助理

杨仁文
yangrw@cmschina.com.cn

具综合性传媒集团雏形，上市图谋新突破

中南传媒（601098）IPO询价报告

- **中南传媒是全国第二大出版集团。**公司经营业务涵盖图书、报纸、期刊、音像、电子、网络、动漫、手机报、数字报、框架媒体等多种媒介，拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版产业链，是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒骨干企业集团。
- **行业概括。图书业进入低速增长时代：**教育出版的中等职业教育市场、大众出版的畅销书市场仍存在一定机会；大众出版领域，图书销售增长主要依靠图书品种数的增加，畅销书市场是拉动图书零售市场销量增长的主动力；专业出版：细分市场规模小，进入门槛高，并购是王道。**报业二三线市场需求仍很强劲，区域广告市场仍有较大潜力可挖。**
- **公司业务增长点：省外教材教辅市场、报业与新媒体业务以及印刷业务存在成长潜力。**1、公司在湖南省内教材教辅市场已经占据绝对主导地位，市场相对饱和，未来省外市场拓展是看点。2、报业与新媒体业务是公司未来业务主要增长点。3、印刷行业市场空间还很大，印刷业务将成为公司又一新的增长点。
- **募投项目：夯实基础业务，图谋新突破。**公司公开发行人 3.98 亿股，拟募集资金 18.5 亿元，主要用于扩展新图书品种，探索图书发行新渠道，构建立体化媒介平台，转变新华书店经营模式，对印刷技术进行技改以及进行企业信息化建设。
- **盈利预测与估值：**不考虑未来可能的收购，我们预测公司 10~12 年 EPS 分别为 0.34 元、0.39 元和 0.43 元。综合相对估值和绝对估值，我们认为建议投资给予公司合理询价区间为 10.3~11 元。
- **风险提示：**公司募投项目对业绩贡献低于预期；数字出版、新媒体快速发展对公司业务的冲击。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3550	4052	4598	5223	5942
同比增长	11%	14%	13%	14%	14%
营业利润(百万元)	338	461	591	675	761
同比增长	0%	36%	28%	14%	13%
净利润(百万元)	369	480	618	694	777
同比增长	-5%	30%	29%	12%	12%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.34	0.39	0.43
ROE	21%	18%	9%	9%	9%

资料来源: 招商证券

正文目录

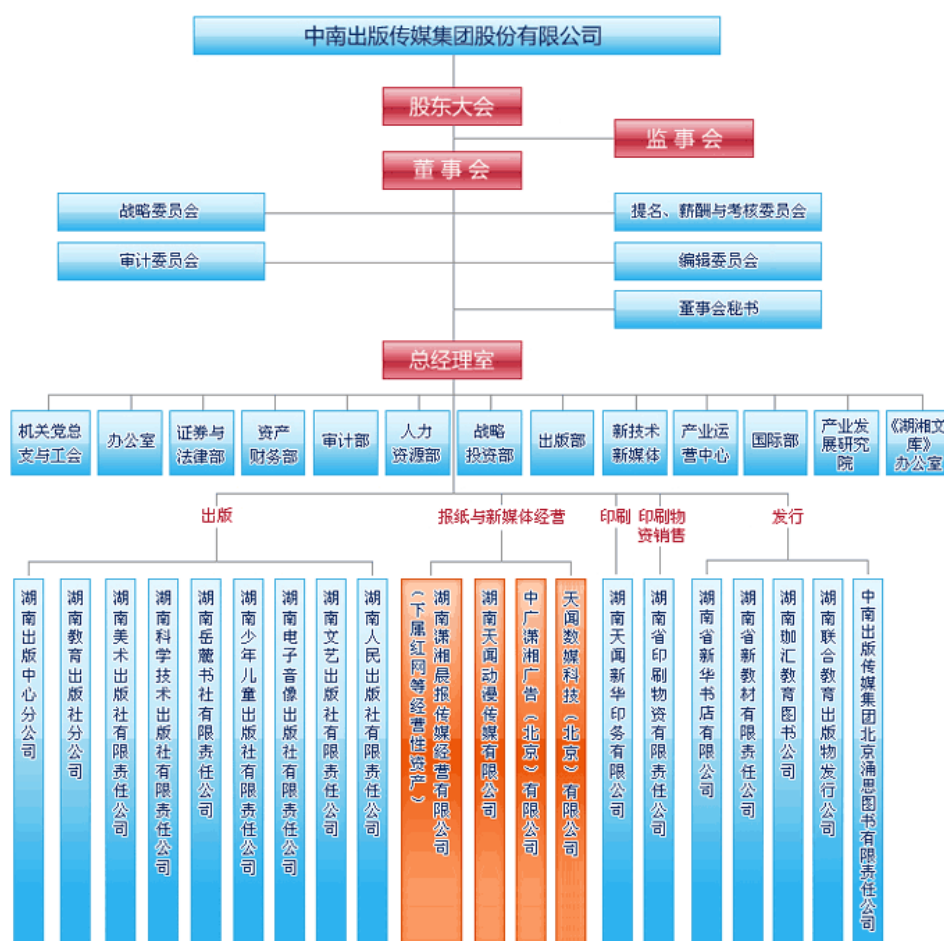
一、全国第二大出版集团，“多介质、全流程”业务结构	3
1、公司主要股权结构简介	3
2、公司主要业务简介	4
二、图书业：进入低增速时代，竞争格局是强者愈强	6
1、教育出版：普通中小学市场趋于饱和，职教等市场存在机会	6
2、大众出版：做大做强，一靠品种数，二靠畅销书	8
3、专业出版：细分市场规模小，进入门槛高，并购是王道	9
三、报业：新旧媒体融合发展，重焕生机	10
四、公司分析：立足省内市场，布局全国市场	11
1、出版业务：教育出版看省外市场，一般出版看新图书品种数	11
2、发行业务：创新省内渠道，拓展全国发行网络	13
3、报刊和新媒体业务：构建多介质传播平台，挖掘区域市场潜能	14
4、印刷业务：商印、书刊印刷、防伪标签印刷市场空间还很大	16
五、募投项目分析：夯实基础业务，图谋新突破	17
1、出版创意策划项目：布局产品线规划，提升图书“单品效益”	17
2、基础教育复合出版项目：依托教育出版优势，探索网校新模式	17
3、新华书店中心门店改造项目：复合经营，提升书店盈利能力	19
4、新华书店电子商务平台项目：依托现有渠道，服务省内三、四线城市	20
六、盈利预测与估值	21
1、盈利预测	21
2、估值	22

一、全国第二大出版集团，“多介质、全流程”业务结构

中南传媒经营业务涵盖图书、报纸、期刊、音像、电子、网络、动漫、手机报、数字报、框架媒体等多种媒介，拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版产业链，是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒骨干企业集团。

“全流程”是指拥有传统出版产业编、印、发、供完整产业链条，拥有出版社（8家）——印刷集团（1家）——新华书店（全省新华书店系统）——物资供应及物流公司（各1家）；“多介质”是指含图书、报刊（13家期刊社、3家报社）等纸质媒体，和网站（3家）、手机媒体（2张手机报）、室外框架媒体（1家）、电台（1家）等多介质媒体。

图 1、中南传媒业务结构图



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

1、公司主要股权结构简介

公司发行前总股本 13.98 亿股，本次发行 3.98 亿股，发行完后总股本将达 17.96 亿股。公司控股股东和实际控制人均为湖南出版集团，湖南出版集团直接持有公司发行后 61.46% 的股份，通过全资子公司盛力投资持有公司发行后 3.62% 的股份。

表 1、公司发行前后股权结构（单位：万股）

股东	发行前		发行后	
	股份数量	持股比例	股份数量	持股比例
湖南出版投资控股集团有限公司（SS）	1,140	81.55%	1,104	61.46%
湖南红马创业投资有限公司	65	4.65%	65	3.62%
湖南盛力投资有限责任公司（SS）	60	4.29%	58	3.23%
湖南华鸿财信创业投资有限公司	50	3.58%	50	2.78%
湖南湘投高科技创业投资有限公司（SS）	30	2.14%	29	1.62%
深圳市达晨创业投资有限公司	30	2.14%	30	1.67%
湖南华菱钢铁集团有限责任公司（SS）	23	1.65%	22	1.24%
全国社保基金理事会（SS）	-	-	40	2.22%
认购本次发行的股东	-	-	398	22.16%
合计	1,398	100%	1,796	100%

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心

备注：SS 代表 State-own Shareholder，指国有股股东

2、公司主要业务简介

公司主营业务可分为五大业务板块，分别是出版、发行、印刷物资供应、印刷、报纸和新媒体经营。

出版和发行业务在公司收入中占比最高，是公司经营的基石：上半年占主营业务收入（汇总数）的比例超过 72%，如考虑内部抵消、合并后，该两大业务在主营业务收入中比例将超过 75%。报纸和新媒体经营业务是公司未来业务的重要增长点：主要是《潇湘晨报》的发行及广告发布和红网网站的经营，此外还有户外框架媒体、手机报等业务；上半年占主营业务收入（汇总数）的 7.4%，由于该业务主要为对外销售，合并后占主营业务收入比例将超过 10%。

公司综合毛利率超过 40%，高于可比上市公司，产业链协同效应明显。2009 年，中南传媒综合毛利率 40.2%，高于时代出版、出版传媒、皖新传媒、江西出版。

表 2、中南传媒的综合毛利率明显高于其他可比上市公司

年度	时代出版	出版传媒	皖新传媒	江西出版	平均	中南传媒
2007	31.60%	23.20%	32.00%	-	28.90%	40.20%
2008	31.20%	22.40%	31.40%	35.70%	30.20%	41.30%
2009	27.80%	23.50%	32.40%	37.10%	30.20%	40.20%

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心

表 3、中南传媒的主营业务介绍及行业地位

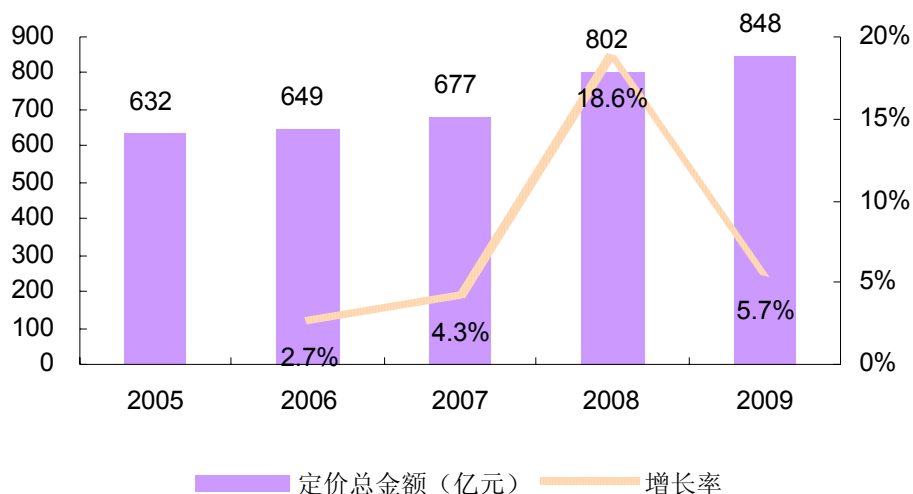
业务分类	业务介绍	行业地位
公司整体	五大业务板块：出版、发行、印刷物资供应、印刷、报纸和新媒体经营	全国第二大出版集团 1、2006 年，据新闻出版总署图书司课题组发布的《谁是 2006 中国书业领跑者》，图书发货码洋统计位居全国第三。 2、2008 年，在《光明日报》社和《经济日报》社联合举办的“首届全国文化企业 30 强”推荐活动中，出版发行类位居全国第三。 3、2009 年，全国首次经营性出版单位等级评估中，集团下属 5 家出版单位入选全国 100 家一级出版社，入选数量在全国地方出版集团中位居第 2 位。 4、2009 年，被中宣部、文化部等主管部门评为“全国文化体制改革先进企业”。 5、2010 年，被《2009 年新闻出版产业分析报告》（新闻出版总署出版产业发展司）评为全国出版、报业、发行集团总体经济规模第二。
		五大全国著名图书品牌 1、湖南教育出版社的“湘版”教材：自主开发 8 科 9 种 16 套“湘版”新课程标准实验教材，覆盖湖南全省，行销全国 28 个省（市、区），具有强大的市场影响力。 2、湖南文艺出版社的音乐图书：中国三大音乐出版机构之一，年出版音乐类新书 200 多种，市场占有率稳居全国前三，被誉为“南方音乐码头”。 3、岳麓书社的古典名著：全国三大古籍专业出版社之一，中国古典文学码洋占有率在全国古典名著类细分市场排名第一。 4、湖南科学技术出版社的医卫、科普图书：500 种图书获国家图书奖、“五个一工程”图书奖、中国图书奖等国家级和省部级奖项，科普图书码洋占有率在全国科普图书细分市场排名第一。 5、湖南少年儿童出版社以“开心作文”为代表的作文图书：湖南少儿出版社的码洋和发行能力名列全国少儿出版界“五强”。
发行业务	教材发行、图书批发、零售等	湖南省唯一覆盖全省的图书销售网络 1、湖南最大的图书发行商。 2、湖南省中小学免费教材“政府单一来源采购”供应商。
报业和新媒体经营	经营多达 20 家媒体，具体包括报刊发行、报纸广告、互联网广告以及户外广告发布等	湖南省第一大报系 1、《潇湘晨报》，湖南省第一大报。 2、红网，市场份额最大的地方新闻网站。
印刷业务	承接本公司的书刊印刷，在教材教辅印刷淡季对外承接票据、图书及防伪产品印刷业务	湖南最大的书刊印刷企业
印刷物质供应业务	销售纸张、印刷器械、油墨、木浆等产品	

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心

二、图书业：进入低增速时代，竞争格局是强者愈强

全国图书市场步入成熟期，增速偏低。图书出版分为教育出版、大众出版和专业出版。2009 年，全国共出版图书 30.2 万种，其中新版图书 16.8 万种，重版、重印图书 13.3 万种，总印数 70.4 亿册（张），总印张 565.5 亿印张，折合用纸量 132.9 万吨，定价总金额 848 亿元。与上年相比，图书品种增长 10.1%，新版图书品种增长 13%，重版、重印图书品种增长 6.6%，总印数下降 0.36%，总印张增长 0.78%，定价总金额增长 5.68%。

图 2、05~09 年全国图书出版规模统计



资料来源：新闻出版总署、招商证券研发中心

1、教育出版：普通中小学市场趋于饱和，职教等市场存在机会

教育出版是整个图书出版业的支柱，09 年定价总金额占全国的 34.8%。2009 年，我国课本出版总印数占全国图书总出版的 45.8%，定价总金额占全国的 34.8%。其中，中小学课本总印数占全国图书总出版的 39.8%，定价总金额占全国的 21.7%。

表 4、2009 年我国课本出版占出版总量的比例

内容	种数(种)	总印数(亿册)	总印张(亿印张)	定价总金额(亿元)
中小学课本	10,807	28.09	185.36	174.49
中专课本	4,173	0.61	7.90	11.36
大专及大专以上课本	37,151	2.71	48.17	73.52
业余教育课本	5,195	0.42	5.72	10.68
教学用书	4,696	0.52	5.61	9.34
课本总计	62,022	32.35	252.77	279.39
图书总出版	301,719	70.62	561.13	802.45
课本出版占图书总出版的比例	20.56%	45.81%	45.05%	34.82%
中小学课本占图书总出版的比例	3.58%	39.78%	33.03%	21.75%

资料来源：新闻出版总署、招商证券研发中心

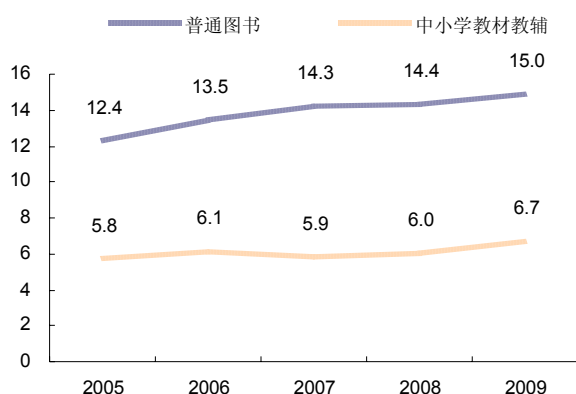
中小学教材市场相对垄断，人教社、大学出版社、出版集团、专业出版社具有优势。根据中国教育报刊发的《2008 年度全国教材出版分析报告》，全国所有出版社中，56%都涉足教材出版，全国出版行业 70%左右的利润来自教材。由于历史原因，人民教育出版社在全国中小学教材（包括义务教育阶段教材和高中教材）出版方面占优势地位，其研究、编写、出版的中小学教材占全国 50%市场。其余市场被三类市场主体占领：（1）北京师范大学出版社、华东师范大学出版社等依托学校资源的大学出版社；（2）江苏、湖南、广东、河北等竞争实力较强的地方综合出版集团；（3）语文出版社、人民美术出版社、人民音乐出版社等依靠自身专业特长而在所在学科领域广受认可的专业出版社。

大中专和职业教育教材市场竞争主体多，市场化程度高，但市场份额相对集中。除中小学教材外，大中专课本、职业教育课本、业余教育课本等教育类图书的出版较为市场化，市场竞争主体多。据新华书店总店信息中心发布的《2009 年全国大中专教材数据分析报告》，2009 年秋季大中专教材市场中，共有 165 家出版社参与征订，其中总品种数过千的出版社共有 14 家，品种总数排名前 40 的出版社品种集中度达到 81.27%。

中小学教材受制于“保本微利”的政府定价原则和在校生人数的趋降，成长空间有限。由于中小学教材以“保本微利”为原则，以各环节的行业平均成本和 5%成本利润率为基础，实行政府定价，其价格涨幅明显低于普通图书。影响在校生人数的因素主要是各学段的人口总量和毛入学率（毛入学率指某教育段在校生总数与该学段人口总数百分比）。由于小学、初中毛入学率早已达到甚至超过 100%，因此义务教育段在校生人数主要受人口因素影响。在该因素作用下，小学在校生人数在 1997 年达到峰值。随着时间推移，初、高中在校生人数分别在 6 年、9 年后达到或者接近峰值。

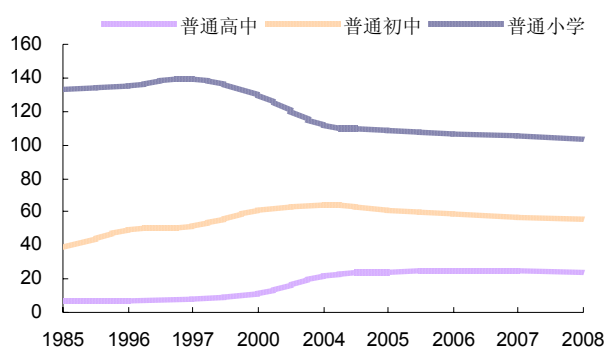
中等职业教育市场存在机会。根据统计，中等职业教育在校生人数仍持续增加，离峰值尚有距离，加上中等职业教育教材定价不受政府限制，未来还存在较大上升空间。

图 3、中小学教材教辅均价比普通图书增长缓慢



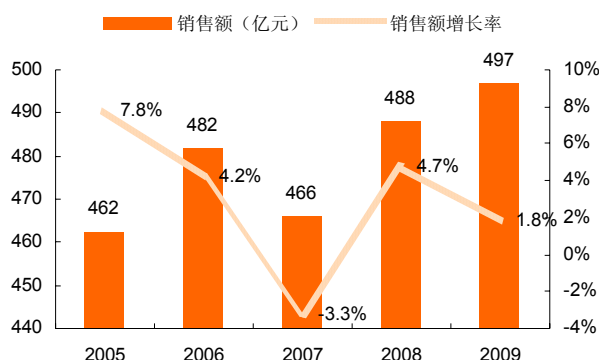
资料来源：新闻出版总署，招商证券研发中心

图 4、普通中小学各级在校生人数已陆续到达峰值



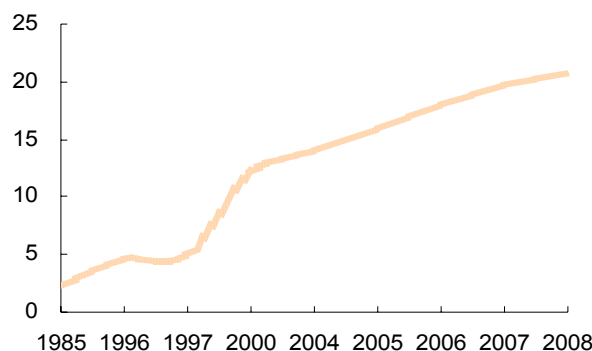
资料来源：教育部，招商证券研发中心

图 5、中小学教材教辅市场增长趋缓



资料来源：新闻出版总署，招商证券研发中心

图 6、中等职业教育在校人数尚未达到峰值



资料来源：教育部，招商证券研发中心

2、大众出版：做大做强，一靠品种数，二靠畅销书

大众出版领域，竞争主体多，市场相对分散，单个出版社市场份额比较小。根据开卷信息统计，09 年前 3 季度一般图书零售市场中，前 10 名出版集团在全国图书市场累计码洋占有率 27.1%。其中，中国出版集团排第一，前三季度码洋占有率为 6.4%；其次为吉林出版集团，码洋占有率为 3.9%；中南传媒码洋占有率为 1.9%。

增加图书品种数仍是出版社做大做强的有效手段。大众出版领域，图书销售增长主要依靠图书销售均价的提升和图书品种数的增加。近年来，大众图书销售均价上升不大；因此增加新书品种数，成为拉动销售额增长的主要动力。以今年市场份额增长较快的出版集团凤凰传媒出版有限公司和增长最快的出版社万卷出版公司为例，根据开卷信息统计，四年来这两家出版机构的单品种定价水平并未出现明显上升，而市场份额增加主要得益于来自于畅销品种数扩张，增加品种已成为出版社做大做强的有效手段。

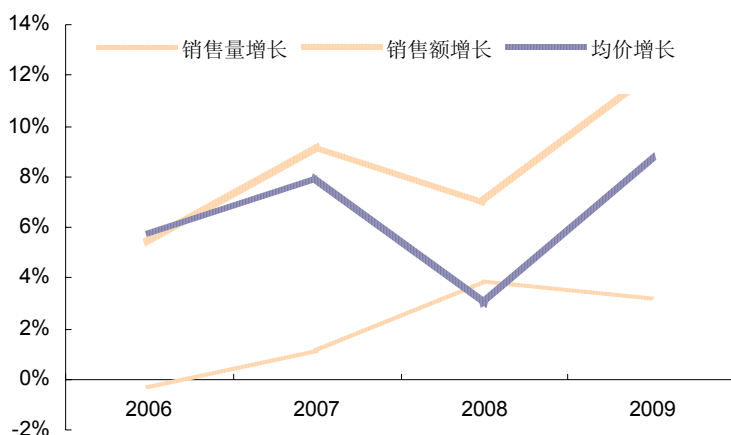
畅销书是拉升大众图书销量的主力。大众出版领域，畅销书是零售市场增长的重要推动力。根据开卷信息的统计发现，有畅销书投放市场的时候，图书零售市场十分火爆，而在缺乏畅销书的月份，市场就会表现得异常平淡。比如，07 年最畅销的《于丹<论语>心得》监控销量接近 100 万册，而 08 年和 09 年畅销书销售量级跟 07 年就存在明显差距，超级畅销书的缺乏是造成 08 和 09 两年市场增长乏力的重要原因。

表 5、2005~2009 年全国一般图书销售均价（元）

	2005	2006	2007	2008	2009
哲学、社科类	17.2	18.5	17.9	19.3	20.2
文化、教育类	7.2	7.4	8.0	8.2	8.8
文学、艺术类	14.0	15.2	15.4	16.9	18.8
自然科学、技术类	18.5	18.4	20.7	21.5	21.6
少年儿童读物	8.7	9.7	10.0	10.5	11.9
总计	9.2	9.7	10.5	10.8	11.7

资料来源：新闻出版总署，招商证券研发中心

图 7、2006~2009年全国一般图书销售量、销售额及均价增长对比



资料来源：新闻出版总署，招商证券研发中心

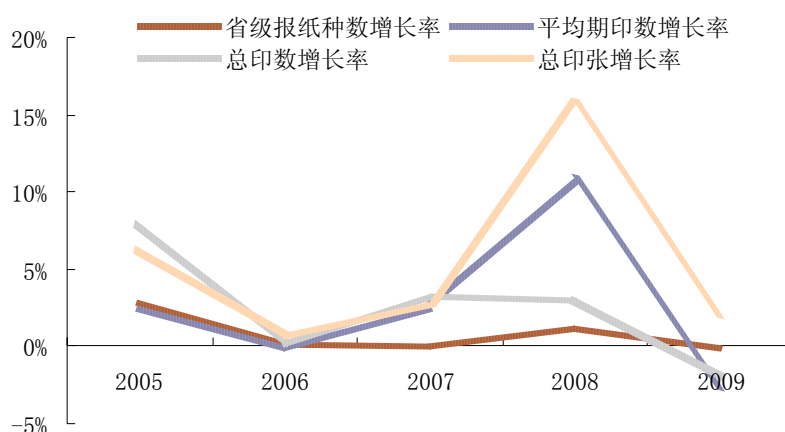
3、专业出版：细分市场规模小，进入门槛高，并购是王道

专业出版领域，形成了以中央部委所属出版社为主，地方科技出版社、专业大学出版社和一些综合性出版社等为辅的市场格局。如卫生部所属人民卫生出版社是医卫出版领域的龙头，中科院下属科学出版社是科技出版领域龙头。由于专业出版门类多，涉及面广，进入门槛高，因此专业出版领域同时也呈现出产业集中度低，出版机构规模小特征，未来或将通过行业并购，促使产业集中。

三、报业：新旧媒体融合发展，重焕生机

全国省级报纸发行总量趋稳定，报业联合以及新旧媒体融合成为趋势。根据对新闻出版总署 05~09 年省级报纸种数、平均期印数、总印数以及总印张统计分析发行，近五年，年均增长率分别为 0.83%、2.65%、2.48%、5.50%，总体增长率较低，市场发行容量趋于饱和，区域内各报纸对既有市场份额争夺、报业之间的联合以及报纸与新媒体的融合成为重点。

图 8、05~09 年我国省级报纸种数、印数、印张增长率



资料来源：新闻出版总署，招商证券研发中心

以纸质报业的内容资源、品牌力、公信力为依托，向多媒介平台转型。以湖南报业为例，湖南报业市场目前呈“三足鼎立”之势，主要市场被本公司控股股东湖南出版集团出版的《潇湘晨报》、长沙晚报报业集团出版的《长沙晚报》及湖南日报报业集团出版的《三湘都市报》所占领，而这三家报系都有一个共同的特征：从原来的单一纸质媒体发展成为现在的集纸质报、网站、电子报、手机报、期刊为一体的多媒介平台，从而实现传统报业内容价值最大化、品牌影响力立体化。

表 6、2007~2010 年长沙都市报市场份额

	07H2	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1
潇湘晨报	64.3%	66.5%	66.9%	70.2%	66.2%	64.3%
长沙晚报	21.7%	26.3%	19.0%	19.4%	18.4%	20.1%
三湘都市报	13.6%	6.9%	14.1%	10.3%	15.4%	15.5%
总计	99.6%	99.7%	100.0%	99.8%	100.0%	100.0%

资料来源：世纪华文、招商证券研发中心

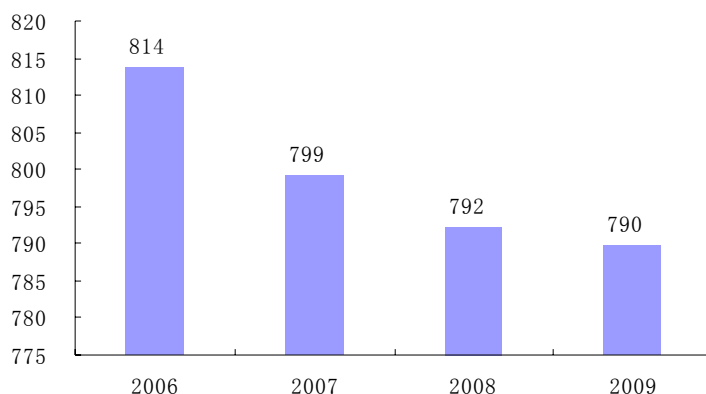
目前京沪穗等中心城市报纸市场已经饱和，并受到网络媒体的严重挤压，但二、三线城市的报业市场还有一定增量，特别是经济活跃的中小城市，还有相当大的市场潜力。未来随着湖南省经济的不断发展，广告商对报纸的广告需求将进一步上升。

四、公司分析：立足省内市场，布局全国市场

1、出版业务：教育出版看省外市场，一般出版看新图书品种数

中小学教材教辅，省内趋于饱和，省外拓展是关键。我们认为省内中小学教材教辅市场可挖掘空间有限：主要是省内普通中小学在学生人数持续下降，和受政府采取“保本微利”的定价机制和教材循环利用政策影响；省外市场则还有拓展空间：未来教辅类书籍的进入和教材在各省市覆盖面的扩大将成为拉动公司业绩增长的新引擎。

图 9、2006~2009年湖南普通中小学在校生人数（单位：万人）



资料来源：湖南省统计信息网，招商证券研发中心

“湘版教材”已显示出较强品牌影响力，未来跨区域拓展具有一定的潜力。公司在教育图书方面具有较强的自主创新能力，年出版中小学教材总品种 261 种，年出版教材教辅超过 2 千种。公司不仅作为湖南省义务教育教材政府采购的唯一供应商在湖南中小学教材市场上占主导地位，还在全国其他多个省份的教材市场中拥有较高的市场份额。在九年制义务教育类教材出版方面，本公司自主开发的 8 科 9 种 16 套“湘版”新课程标准实验教材通过教育部审定，除在湖南市场处于领先地位外，还成功打入全国 28 个省（市、区），体现了公司强有力的跨区域拓展能力。

一般出版：立足现有优势，增加新图书品种，构建图书产品线。除了教材教辅，公司已形成四大全国著名图书品牌，即音乐图书、古典名著、医卫和科普图书、以“开心作文”为代表的作文图书。根据公司发展规划，未来将构建畅销书、常销书、外向型图书三大类图书产品群。强化图书品牌经营，着力打造文学、科普、医学、少儿启蒙、艺术、动漫、经管、生活、学术文化、乐龄读物等 13 条产品线和 15~18 个图书品牌。

表 7、中南传媒具有自主知识产权的教材列表及省外拓展情况

科目	阶段	省（市、区）数量	使用学生人数	备注
语文	小学	湖南		
数学	初中	湖南、台湾		
	高中	湖南		
科学	小学	湖南		
英语	小学（少儿社和教育社各有一种）	湖南		
音乐	小学、初中、高中	26 个		新课程标准实验教材《音乐》已完成了从小学到高中各年级教材的开发，并且全部一次性通过了教育部专家组的审查，所有品种都被评为 A 级 A 类产品和免检产品
美术	小学、初中、高中	28 个		中小学《美术》教材已在全国 28 个省（区、市）投入使用
历史	初中	10 多个		
	高中	11 个		
地理	初中	22 个	2100 万/单册	
	高中	12 个	300 万/单册（必修部分）	浙江、湖南、黑龙江等 12 个省（区、市）

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心

表 8、2009 年中南传媒的一般出版业务在各细分市场码洋占有率

图书类别	排名	代表作
科普	1	《杂交水稻育种栽培学》、《科学的历程》、《并行算法》
作文	2	“新开心作文”系列
医学	3	《九亿农民健康教育读本》、《现代心脏内科学》、《湖南药物志》、《医学临床“三基”训练》丛书，《医学临床“三基”训练》丛书畅销 10 多年。
艺术	4	《湖南民间美术全集》（8 卷）、《齐白石全集》（10 卷）、《海外藏中国历代名画》（8 卷）、《中国现代版画经典文献》、《新中国艺术史》、《色彩的中国绘画》、《长沙窑》、《土地》、《杨度》、《中国农村大写意》、《苍山如海》、《波斯经典文库》
其中：音乐	2	中国最大的音乐图书出版基地之一，被誉为“南方的音乐码头”。
文学	9	《船山全书》、《海国图志》、《走向世界丛书》、《沈从文别集》、《敦煌愿文集》、《湘绮楼日记》、《曾国藩全集》、《左宗棠全集》、《唐浩明评点曾国藩家书》、《魏源全集》
其中：中国古典文学	1	
经济管理	5	

资料来源：开卷信息、招股说明书、招商证券研发中心

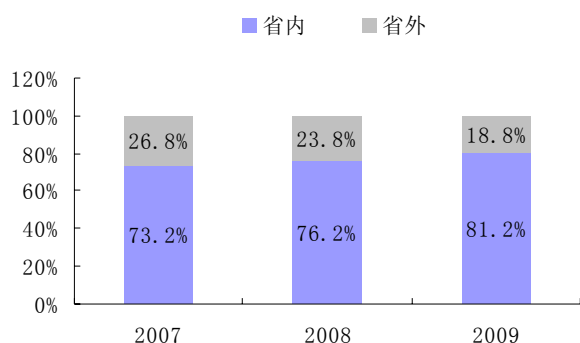
2、发行业务：创新省内渠道，拓展全国发行网络

公司旗下的湖南省新华书店在省内拥有绝对渠道优势的图书连锁零售网络，是湖南省唯一覆盖全省的图书销售网络。整个分销网络分为三级，遍布湖南省 14 个省辖市（州）及其县、镇（乡），包括 14 个市（州）分公司、86 个县（市）分公司，门店 224 处。

借鉴台湾诚品书店模式，开创省内书店复合经营新模式。不过传统书店优越的地理位置与其较低的毛利率不相称，如何借助其区位优势，实现商业模式再造，成为公司发展的新命题。公司通过借鉴台湾诚品书店经营模式，引入书吧茶座、读者俱乐部等元素，实现实体书店的复合经营，获得远高于原来的毛利润率。我们认为，这种模式对于改善公司业绩，具有一定促进作用。

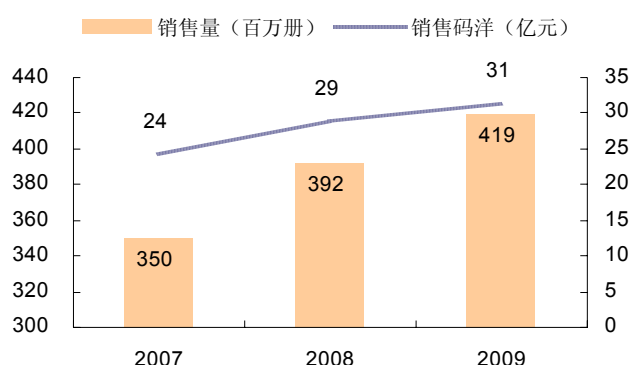
教材教辅发行收入提升，有待省外市场拓展。一方面，公司 09 年教材教辅销售码洋中有 81.2%来自省内，省外占比为 18.8%；另一方面，省内普通中小学在校生人数持续下降，虽然省内职教、高教市场还比较大，但抵消省内中小学教材教辅收入的下行影响后，销售额上升空间有限。因此，拓展省外教材教辅市场也成为了公司发展的新使命。

图 10、07~09 年中南传媒教材教辅销售码洋省内外比



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 11、07~09 年中南传媒教材教辅销售量及销售码洋



资料来源：湖南省统计信息网，招商证券研发中心

3、报刊和新媒体业务：构建多介质传播平台，挖掘区域市场潜能

中南传媒旗下的报刊和媒体经营业务板块以湖南第一大报《潇湘晨报》和第一大地方网站《红网》为典型代表，拥有 2 报纸、13 期刊、2 网站、1 框架、2 手机报和 1 数字报等，形成了立体化的公共传播平台，有助于中南传媒在湖南省内建立立体化品牌影响力。

表 9、中南传媒的旗下的媒介平台

类型	媒体名称
报纸	 
期刊	            
网站	 
框架	
手机报	 
数字报	

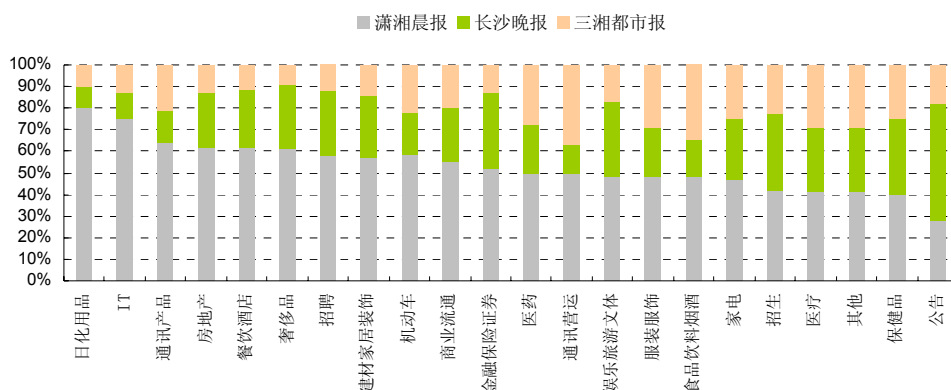
资料来源：网络整理，招商证券研发中心

报业：《潇湘晨报》为湖南省第一大报，各项指标遥遥领先

《潇湘晨报》广告收入从 03 年广告收入突破亿元，到 09 年实现广告收入 2.92 亿元，实现跨越式增长；发行量近几年继续保持增长态势，从 07 年 126 万份增加到 146 万份。其中 08 年《潇湘晨报》继续保持广告收入总量最高、总印数和总印张数最大的市场地位。其广告收入达 2.7 亿元，占三报广告收入总量 52% 左右；总印数达 1.85 亿份，占三报总印数 46% 左右，占全省总印数 17.8%；总印张数达 12.9 亿印张，占三报总印张数 50%，占全省总印张数 32.2%。

精耕细作区域广告市场，牢牢掌控所有支柱行业。广告客户从最初仅分布于数个细分行业，逐步扩展至目前全部 22 个细分行业，形成了以房地产、机动车、药品医疗保健品、商业流通和建材装饰家居行业为主干，其余行业为枝叶的良性、稳定的广告业务结构，盈利能力和抗风险能力进一步增强。

图 12、湖南三大报纸在各细分行业广告市场份额



资料来源：湖南省报刊中心、招商证券研发中心

广告刊例价持续上调，显示《潇湘晨报》强有力的品牌影响力。《潇湘晨报》广告价格逐年提高，07年广告刊例价较06年总体上调5%；08年，广告刊例价较07年总体上调8%；09年广告刊例价较08年总体上调2.5%。在传统媒体日渐式微的大环境下，广告刊例价的持续上调，显示了广告主对《潇湘晨报》品牌传播力的认可。

网站：湖南红网，市场份额位居地方新闻网站首位，连续七年盈利

湖南红网成立于01年，以“打造以湖南新闻门户网站为旗帜的综合网络服务平台”为目标，走出了一条符合重点新闻网站发展的新路子，成为在国内重点新闻网站中唯一一个率先并连续七年实现赢利的新闻网站。红网提供新闻资讯发布、视频直播、论坛博客、湖南手机报、框架传媒、英文频道、无线增值业务、舆情监控等多种服务，全省各市区部分县市区建有红网分站。

《2009年1月中国新闻网站市场份额统计报告》显示，中国新闻网站市场份额前10强分别是腾讯新闻、人民网、新华网、新浪新闻、搜狐网新闻中心、网易新闻、中国新闻网、红网、千龙网、百度新闻。红网排名第八，居地方新闻网站首位。

本土化基础上打造特色品牌，造就中国地方新闻网站第一品牌。红网专栏，如红辣椒评论，辣味十足、敢为人先。百姓呼声、消费投诉等栏目坚持地方特色，充满乡土气息的同时真正体现民情，并及时给予“解决”或“处理中”提示，有很强真实性。湖南传统媒体在国内的优势也给红网带来更多主题选择。通过邀请嘉宾，大大提升红网内容的思想品味和深度。红网原创内容充足，新闻稿件多取材于各设市区县分站。

图 13、“湖南红网”官方网站界面



资料来源：湖南红网，招商证券研发中心

4、印刷业务：商印、书刊印刷、防伪标签印刷市场空间还很大

公司印刷业务主要是承接公司内部出版发行的教材教辅和一般图书印刷，在教材教辅印刷淡季承接票据、图书及防伪产品印刷业务。09 年公司该业务对外销售比例约为 12%。

天闻印务是国内百强、湖南最大书刊印刷企业。公司旗下的天闻印务是全国国有新华印刷企业中的龙头企业。05~09 年，天闻印务及其前身湖南新华印刷集团连续 5 年被中国印刷行业专业媒体服务机构科印传媒评为“中国印刷企业 100 强”。

商业印刷、书刊印刷，尤其是防伪标签印刷还有很大市场空间。目前，我国年人均印刷品消费为 3~5 美元，仅相当于世界发达国家的 1% 左右，后续市场空间还很大。无论是全国市场还是湖南市场，报纸出版的种数和总印数都相对稳定，但各大报纸版面的扩张，导致总印张不断扩大，书刊印刷业务需求空间扩大。目前，中国已成为世界加工厂，国外防伪标签印刷订单逐渐转移至向中国等发展中国家。防伪标签印刷市场领域广泛，涉及到日化业、医药业、超市和物流业、电子业、服务业等行业。在国内，防伪标签印刷行业已形成了年产值 120~150 亿元的产业，且以每年 15%~20% 的速度增长。防伪标签印刷将成为近年来中国印刷业继书刊、报刊、画册等印刷业务之后又一新的市场亮点。

五、募投项目分析：夯实基础业务，图谋新突破

公司本次公开发行人 3.98 亿股，拟募集资金 18.5 亿元，主要用于扩展新图书品种，探索图书发行新渠道，构建立体化媒介平台，转变新华书店经营模式，对印刷技术进行技改以及进行企业信息化建设。

表 10、公司募投项目

类别	序号	募集资金项目	募集资金使用量（百万元）
出版板块	1	出版创意策划项目	297.0
	2	中南基础教育复合出版项目	200.1
	3	数字资源全屏服务平台项目	302.6
发行板块	4	湖南省新华书店区域中心门店改造升级项目	319.8
	5	湖南省新华书店电子商务平台项目	98.9
	6	全国出版物营销渠道建设项目	97.7
印刷板块	7	湖南天闻新华印务有限公司技改项目	199.9
信息系统建设板块	8	中南出版传媒集团出版发行信息平台	151.2
补充流动资金	9	补充流动资金	185.0
合计			1,852.2

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心

1、出版创意策划项目：布局产品线规划，提升图书“单品效益”

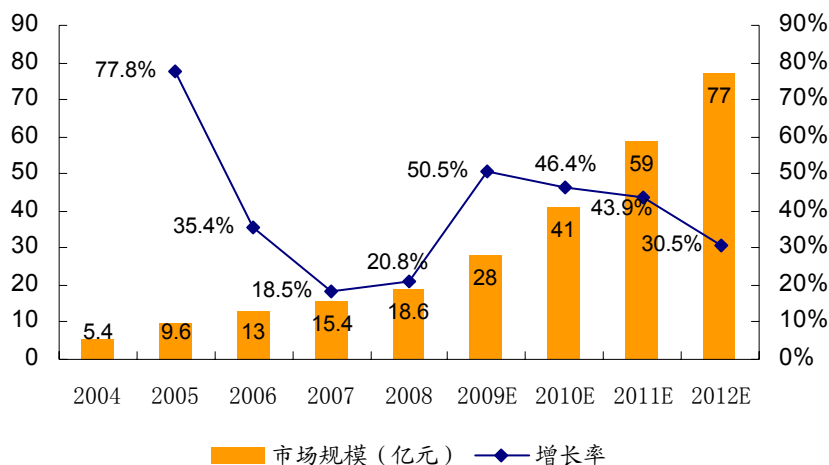
“单品效益”是衡量出版机构绩效的核心指标。由于出版机构单纯通过扩大图书品种数量来拉升销售额和市场份额，导致图书品种大量堆积，单本书销售水平日趋两极分化，大卖场当中有超过一半在架品种一个月不动销，这种粗放式的增长方式越来越行不通。出版机构只有重视自身图书的单品效益，争取产品尽可能多得进入到市场销售前列，才能够争取更多码洋、夺得总体码洋规模和市场份额成长。因此，产品线规划已经成为转变出版机构增长方式的关键。

构建“三个中心一平台”，转变中南出版增长方式。利用募集项目资金，打造集目标消费者信息、图书市场信息、出版资源信息为一体的信息资源中心；成长性好的华文图书研发中心；业内品牌力强的版权运营中心；华文市场影响力大的内容资源整合与传播平台，成为重要的华文出版内容集散高地。通过优化现有强势图书品牌；锁定目标市场，构建系列产品线；建立畅销书运作平台；重构传播通道，开拓图书出版市场，实现出版业务的增长方式转型。

2、基础教育复合出版项目：依托教育出版优势，探索网校新模式

网络教育市场规模快速增长，而其中对教学互动性要求不高又可大规模复制的基础教育市场最具发展潜力。根据艾瑞咨询统计，中国中小学网络教育市场规模 2004 年仅 2.4 亿元，到 2012 年，市场规模将达到 77 亿元，年均增长速度超过 40%。教育行业走垂直细分化路线已成定局，而在各细分领域中，由于课件等教育产品标准化容易、教材比较统一、市场准入门槛低以及名师资源的区域性不均衡，都使得这种网络基础教育辅导具有很大市场需求空间。

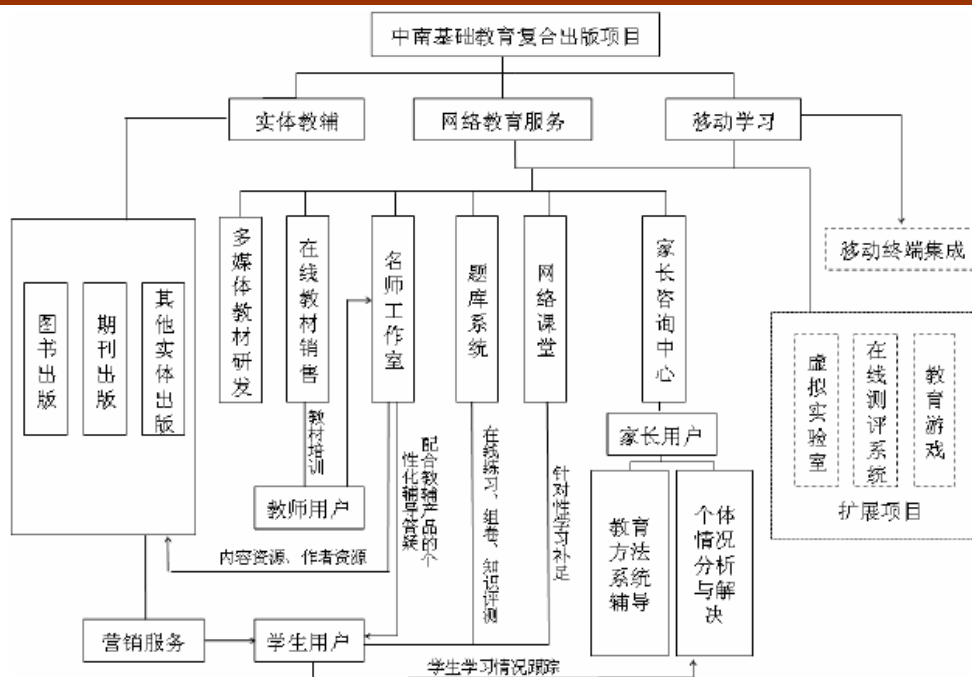
图 14、04~12E 中小学网络教育市场规模



资料来源：艾瑞咨询，招商证券研发中心

依托教育出版的名师资源和内容优势，切入网络教育行业，顺理成章。依托于教育出版的名师资源，公司已经跟全国 500 多名优秀教师签约，建立网上名师工作室平台。通过搭建网上学习互动社区，将实体教辅、网络教育服务、移动学习相融合，将公司的书刊资源、教材教辅内容资源、名师资源进行整合，借助 SNS 互动平台，将知识通过各种手段传播给学生，实现知识价值最大化。

图 15、“中南基础教育复合出版项目”业务总体示意图



资料来源：公司招股说明书，招商证券研发中心

图 16、“名师网——快乐互动社区”界面



资料来源：名师网，招商证券研发中心

3、新华书店中心门店改造项目：复合经营，提升书店盈利能力

目标城市文化产品需求空间还较大。本项目涉及改造升级门店所在城市均是湖南省区域中心城市，覆盖区域是湖南文化市场的主体区域。其中长沙是湖南省省会，经济最为发达。常德市、岳阳市、邵阳市、衡阳市、永州市、郴州市、怀化市、张家界市是湖南省区域性城市，不仅拥有为数众多的学生消费群体，还拥有文化素质相对较高、文化需求规模较大、需求层次较高的市民群体。

借鉴台湾诚品书店模式，实现书店实体复合经营，提升营收能力。通过完善卖场硬件设施，扩大卖场规模，强化时尚数码等新兴文化科技产品销售功能，提高卖场的综合竞争能力，提升卖场盈利水平。通过对本公司所辖各区域中心门店进行更新改造，门店对城市消费人群的吸引能力进一步增强，由出版物店面销售聚集的人气将带动时尚数码产品在新华书店门店的销售，从而增强公司盈利能力。

表 11、2004~2007 年湖南省文化用品市场销售情况（单位：万元）

	2004	2005	2006	2007
合计	2,712	3,237	4,467	5,485
文化用品	685	856	1,075	1,321
文化设备	1,866	2,206	3,203	3,940
相关文化产品	161	175	189	224
人均（元）	40.5	48.09	66	80.6

资料来源：湖南省统计局，招商证券研发中心

表 12、项目城市出版物市场总体容量估算

城市	常住人口（万人）	总人口（万人）	市场总体容量（百万元）
长沙	238.0	280.0	179.2
郴州	97.8	105.6	67.6
衡阳	97.1	104.8	67.1
邵阳	66.6	71.9	46.0
岳阳	81.3	87.8	56.2
常德	139.4	150.6	96.4
张家界	49.5	53.4	34.2
永州	109.0	117.7	75.3
怀化	34.3	37.0	23.7
合计	912.8	1,008.8	645.6

资料来源：招股说明书、湖南省统计局、招商证券研发中心

4、新华书店电子商务平台项目：依托现有渠道，服务省内三、四线城市

立足新华书店网点优势，以低成本构建电子商务网络平台。新华书店从事电子商务，可以充分利用现有的物流配送能力、现有的进货渠道资源和客户资源等，大幅度降低成本，实现利润。遍布全省的营销网络和营销人员，也为网上商品实物展示提供了很好的平台。

专注三、四线城市，差异化经营，实现品牌和收益双赢。相对于当当、卓越等网上书城在一二线城市的优势，本项目专注于服务湖南省内三四线城市用户，缩短湖南省新华书店有限责任公司与上游出版社、下游图书销售商和顾客在时间、地域和市场方面的距离，吸引更多的业务伙伴和顾客，使得公司图书发行零售业务获得更广阔空间。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预测公司 10~12 年主营业务收入增长率分别为 13.7%、13.8%和 13.9%，毛利率分别为 40.8%、40.8%和 40.7%，对应 EPS 分别为 0.34 元、0.39 元和 0.43 元。

表 13、盈利预测简表

收入(单位:百万)	07N	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E	15E
主营业务收入	3,104	3,484	3,983	4,527	5,149	5,866	6,682	7,610	8,661
一、出版	1,091	1,235	1,244	1,353	1,471	1,601	1,743	1,898	2,067
一般图书	205	186	214	235	259	285	313	344	379
教材教辅	820	981	951	1,027	1,109	1,198	1,294	1,397	1,509
期刊	6	6	8	9	10	12	14	16	18
音像制品	58	54	66	76	88	101	116	134	154
二、发行	2,285	2,555	2,957	3,343	3,786	4,293	4,875	5,542	6,309
一般图书	356	365	371	378	386	394	402	410	418
教材教辅	1,877	2,078	2,493	2,867	3,297	3,791	4,360	5,014	5,766
音像制品	18	18	8	8	9	9	10	10	10
文化用品	34	94	86	90	94	99	104	109	115
三、物资供应	478	522	520	530	541	552	563	574	585
四、印刷业务	550	540	657	756	869	1,000	1,151	1,325	1,524
五、报纸和新媒体	273	346	414	499	592	699	812	930	1,046
汇总数	4,677	5,197	5,792	6,481	7,260	8,146	9,144	10,269	11,532
减: 内部抵销数	(1,573)	(1,713)	(1,809)	(1,954)	(2,110)	(2,279)	(2,462)	(2,658)	(2,871)
增速	07N	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E	15E
主营业务收入		12.3%	14.3%	13.7%	13.8%	13.9%	13.9%	13.9%	13.8%
一、出版		13.1%	0.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
二、发行		11.8%	15.8%	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.7%	13.8%
三、物资供应		9.2%	-0.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
四、印刷业务		-1.9%	21.6%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
五、报纸和新媒体		26.8%	19.7%	20.3%	18.7%	18.0%	16.1%	14.5%	12.6%
毛利率	07N	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E	15E
主营业务毛利率	40.2%	41.3%	40.2%	40.8%	40.8%	40.7%	40.6%	40.3%	40.0%
一、出版	32.4%	34.7%	29.9%	129.9%	229.9%	329.9%	429.9%	529.9%	629.9%
二、发行	29.3%	29.6%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
三、物资供应	4.0%	4.8%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
四、印刷业务	22.3%	18.1%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
五、报业和新媒体	34.4%	34.3%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%
EPS	0.22	0.21	0.27	0.34	0.39	0.43	0.48	0.40	0.43

资料来源: 招股说明书、招商证券研发中心

以下为主要业务预测:

出版业务预测: 我们预测公司未来湖南省内教材教辅业务趋于稳定, 公司省外教材教辅出版预计发展良好; 募投项目中包括名师网在内的数字出版项目将有利于促进教辅类图书的销售。另外公司募投项目中的图书选题策划项目、和新教材公司全国营销网络建设将促进一般图书业务发展。

发行业务预测: 我们判断教材教辅和一般图书发行将保持稳定; 音像制品业务受新媒体和盗版冲击, 将有所下滑; 文化用品受益于新华书店改造升级, 预计未来销售势头良好。

报业和新媒体业务预测: 该业务是公司未来重要增长点, 《潇湘晨报》未来领先优势将继续保持, 红网网站还将进一步发展, 红网传媒网络在省内将实现快速扩张。

2、估值

综合相对估值和绝对估值, 我们认为建议投资给予公司合理询价区间为 **10.3~11 元**。

相对估值:

统计 A 股上市的平面媒体类上市公司, 10~12 年平均 PE 为 38 倍、34 倍、30 倍, 我们认为可给予公司 10 年 30~35 倍的 PE 估值, 得到公司股价区间为 10.3~12 元。

表 14、可比 A 股传媒公司估值表

公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	评级
博瑞传播	19.1	0.58	0.68	0.82	33	28	23	强烈推荐-A
时代出版	18.2	0.66	0.69	0.76	27	26	24	审慎推荐-A
出版传媒	12.6	0.25	0.28	0.34	51	44	37	审慎推荐-A
新华传媒	10.3	0.26	0.29	0.33	40	36	31	审慎推荐-A
皖新传媒	14.0	0.34	0.38	0.43	41	37	33	审慎推荐-A
行业平均 PE					38	34	30	
中南传媒		0.34	0.39	0.43				

资料来源: 招商证券研发中心

绝对估值:

我们通过 DCF 估值得到公司股价区间为 **8.4~11 元**。

表 15、股价敏感度分析

初始股价=	9.5	WACC				
		10.2%	10.7%	11.17%	11.7%	12.2%
	4.0%	10.1	9.3	8.6	8.1	7.6
	4.5%	10.6	9.8	9.0	8.4	7.9
Growth	5.0%	11.3	10.3	9.5	8.8	8.2
	5.5%	12.1	11.0	10.0	9.2	8.5
	6.0%	13.2	11.8	10.7	9.7	9.0

资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,854	3,487	7,773	8,021	8,787
现金	1,404	2,190	6,346	6,399	6,940
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	3	0	0	0
应收款项	229	289	275	313	356
其它应收款	478	224	368	418	475
存货	668	737	730	830	946
其他	75	44	54	61	70
非流动资产	2,172	2,120	2,211	2,676	2,717
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1,230	1,187	1,360	1,897	2,002
无形资产	803	788	709	638	574
其他	136	141	137	137	137
资产总计	5,026	5,607	9,984	10,698	11,504
流动负债	3,271	2,897	2,771	2,986	3,236
短期借款	17	430	100	100	100
应付账款	901	1,109	1,297	1,475	1,682
预收账款	136	144	170	194	221
其他	2,217	1,215	1,203	1,217	1,234
长期负债	1	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	10	10	10	10
负债合计	3,272	2,907	2,781	2,996	3,246
股本	1,200	1,398	1,796	1,796	1,796
资本公积金	555	812	4,474	4,474	4,474
留存收益	(16)	464	897	1,382	1,924
少数股东权益	15	25	36	49	63
母公司所有者权益	1,740	2,674	7,167	7,652	8,194
负债及权益合计	5,026	5,607	9,984	10,698	11,504

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	936	897	942	1053
净利润	0	480	618	694	775
折旧摊销	0	0	207	234	259
财务费用	0	0	(10)	(18)	(19)
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	0	0	82	3	4
其它	0	456	1	30	34
投资活动现金流	0	(210)	(297)	(700)	(300)
资本支出	0	0	(300)	(700)	(300)
其他投资	0	(210)	3	0	0
筹资活动现金流	0	50	3556	(189)	(213)
借款变动	0	0	(330)	0	0
普通股增加	0	0	398	0	0
资本公积增加	0	0	3662	0	0
股利分配	0	0	(185)	(208)	(232)
其他	0	50	11	19	20
现金净增加额	0	775	4156	53	540

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,550	4,052	4,598	5,223	5,942
营业成本	2,081	2,390	2,703	3,074	3,503
营业税金及附加	41	50	55	63	71
营业费用	382	462	524	595	677
管理费用	717	656	736	836	951
财务费用	(25)	(9)	(10)	(18)	(19)
资产减值损失	18	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	338	461	591	674	759
营业外收入	49	36	51	42	40
营业外支出	14	9	13	10	10
利润总额	373	488	629	706	789
所得税	1	0	0	0	0
净利润	372	487	629	706	789
少数股东损益	2	8	11	13	14
母公司所有者净利润	369	480	618	694	775
EPS (元)	0.21	0.27	0.34	0.39	0.43

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	11%	14%	13%	14%	14%
营业利润	0%	36%	28%	14%	13%
净利润	-5%	30%	29%	12%	12%
获利能力					
毛利率	41.4%	41.0%	41.2%	41.2%	41.0%
净利率	10.4%	11.8%	13.4%	13.3%	13.0%
ROE	21.2%	17.9%	8.6%	9.1%	9.5%
ROIC	17.6%	14.4%	8.0%	8.4%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	51.9%	27.9%	28.0%	28.2%
净负债比率	0.3%	7.7%	1.0%	0.9%	0.9%
流动比率	0.9	1.2	2.8	2.7	2.7
速动比率	0.7	0.9	2.5	2.4	2.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
存货周转率	6.2	3.4	3.7	3.9	3.9
应收帐款周转率	31.0	15.7	16.3	17.8	17.8
应付帐款周转率	4.6	2.4	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
每股收益	0.21	0.27	0.34	0.39	0.43
每股经营现金	0.00	0.52	0.50	0.52	0.59
每股净资产	0.97	1.49	3.99	4.26	4.56
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.12	0.13
估值比率					
PE	44.2	34.1	26.4	23.6	21.1
PB	9.4	6.1	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	54.6	37.8	21.7	19.2	17.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，招商证券研发中心研究副董事。获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。