

公司报告

赣州沃土藏天地，鄱阳湖上扬中文

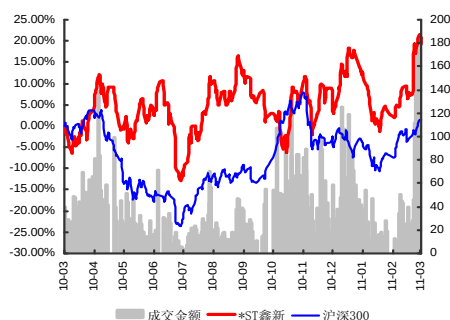
传媒行业

2011年3月10日

投资评级：推荐（维持）

——*ST鑫新（600373）深度研究报告

所在行业最近52周走势：



相关研究报告

《重组江西高校出版社，进军大中专教材市场》——2011.1.20

《价值尚未体现，少儿出版、物流、影视三箭齐发》——2011.3.08

报告作者：

国联证券传媒娱乐组

何冰冰

执业证书编号：S0590210040004

联系人：

顾佳

电话：0510-82833337

Email: gujia@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- 三位一体战略框架，价值尚未发现。根据我们对国外大型传媒集团，特别是贝塔斯曼、新闻集团等公司的研究，中文传媒三位一体的战略框架（传统业务稳定增长、影视动漫等新媒体业务步伐加快，第三方物流和投资业务等多元化经营紧锣密鼓）有助于其规避传统出版发行业务的风险，进一步拓宽盈利渠道，从而充分享受中国文化产业快速发展的胜利果实。
- 传统业务，活力依旧。公司的教材业务发行在江西省市场占有率为80%，教辅业务在省内市场占有率为60%~70%左右。公司的少儿图书出版业务国内排名第一，而且公司的跨区域重组并购步伐也在进一步加快。
- 影视业务和物流业务，双箭齐发。公司的影视业务近几年也在快速发展，未来有进军影院建设和动漫市场的计划，从而进一步扩充全媒体产业链的构想；而对于物流业务，公司已经承接了王老吉北京到新疆线路的配送工作，而江西物流信息港也在积极打造中，未来公司的第三方物流业务将迎来爆发性增长。
- 投资建议。我们预测公司2011、2012和2013年的EPS分别为0.76、0.86和0.95，对应公司3月8日股价（19.25）的PE分别为25倍、22倍和20倍，处于出版行业估值的最低值（出版行业2011年平均市盈率为34倍），我们判断随着公司重组已经宣告完成，未来公司在出版行业的实力（整体实力排名第三）和公司在影视业务、物流业务的快速增长势头也将逐步被市场所认可，我们维持对公司“推荐”评级，六个月目标价为24~26元。

引论:

提到出版，很多人总认为其已经是夕阳行业，每年增长缓慢，并且各省各成一家，倚仗省内教材教辅业务吃饭，市场化程度并不是很高，所以市场对其未来发展前景并不看好。

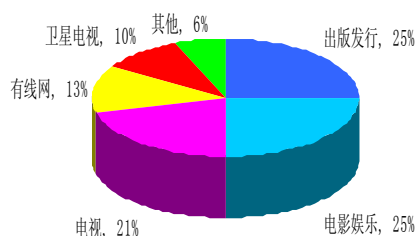
但另一方面，我们仍然坚持要用发展的眼光来看待出版行业，除了我们之前一直强调的数字出版对于出版行业来说是一个千载难逢的机遇，而放眼全球，时代华纳、贝塔斯曼、新闻集团等众多传媒巨头都有着自己的出版发行业务，并且这些业务对于这些传媒巨头来说也是极其重要的一环。

所以，从另一个角度来说，中国的出版企业能否首先把握住出版行业市场化带来的发展机遇，同时能否积极借助上市的良好契机进一步加大出版资源的并购和积极挺进新媒体业务，从而积极构建自己的全媒体产业链，也成为了未来中国的各家出版集团竞争的焦点。

而*ST 鑫新（中文传媒）不仅在传统媒体业务表现出色，公司实力排名全国第三，并且也在积极推动跨区域并购和挺进影视动漫和第三方物流市场，从这个角度来看中文传媒就是一个我们值得期待的出版公司。

图表 1: 2006 年新闻集团各项收入分布比例

2006年新闻集团各项收入分布比例图



数据来源：国联证券研究所 中国期刊网

图表 2: 2005 年贝塔斯曼集团收入分布图

贝塔斯曼2005年收入分布图



数据来源：国联证券研究所 中国期刊网

一、整体实力排名第三，中文传媒一直在努力

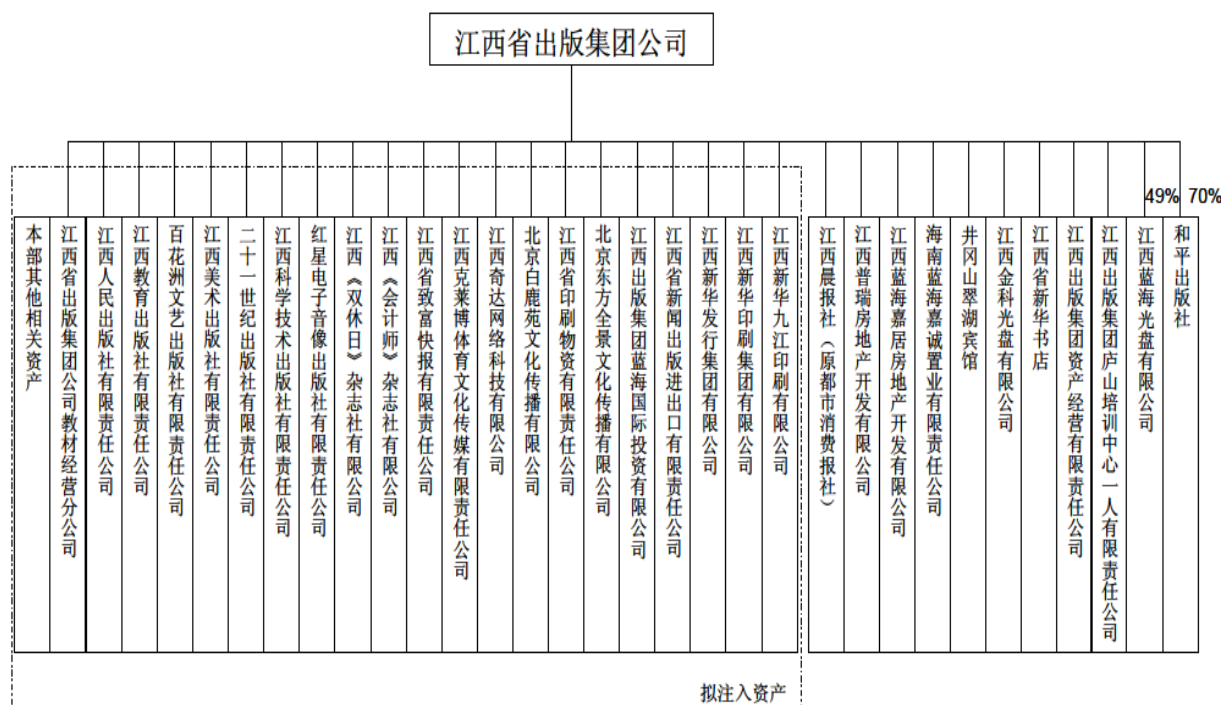
中文传媒的前身是1951年11月成立的江西人民出版社，并与1993年2月更名为江西省出版总社，公司的主营业务主要包括出版、印刷、发行、影视制作、贸易、物流、投资以及文化地产等出版文化传媒类，拥有完整的“编、印、发、供”产业链，在国内出版类上市公司中是为数不多的几家之一。

公司的出版业务主要由江西人民出版社、江西教育出版社、百花洲文艺出版社、江西美术出版社、二十一世纪出版社、江西科学技术出版社、江西电子技术出版社等经营；

公司的发行和印刷业务主要由江西新华发行集团和江西新华印刷集团以及江西新华就将印刷有限公司经营，而物资贸易业务则主要由江西南海国际贸易有限公司经营。

另外，公司的投资业务主要由江西蓝海国际投资有限公司经营，而在近几年，公司又进一步收购了中国和平出版社70%的股份和中视精彩文化有限公司的60%股份。

图表 3: 中文传媒概况 (根据最新公告显示, 其中视精彩 60%股份和和平出版社 70%股份已注入上市公司)



数据来源: 国联证券研究所 公司公告

公开资料显示, 中文传媒在全国图书零售市场的综合排名已经由 2005 年第 22 位, 上升到 2009 年的第 11 位, 同时在 2009 年新闻出版总署组织的首届出版社等级评估中, 集团所属 6 家图书出版社中, 有 3 家评为一级社, 进入“全国百佳图书出版单位”, 其余 3 家被评为二级出版单位。2009 年, 集团出版各类出版物突破 5000 种, 与上年同比增长 10%。《腰门》和《千古一梦》两本图书获得中宣部“五个一工程”优秀图书奖。2006 年以来, 共有 20 多种图书荣获中宣部“五个一工程”奖、中国出版政府奖和中华优秀出版物奖。

根据国家新闻出版总署的相关资料, 公司在全国 31 家地方出版集团中, 江西出版集团 2005 年排在第 22 位, 2006 年则排在第 16 位, 2007 年则已经排到了第 11 位, 而根据新闻出版总署最新出版的《2009 年新闻出版产业分析报告》中所示, 公司已经位居地方出版集团中的第三位, 发行集团排名则是第九位。

图表4: 出版集团综合实力排名

综合排名	出版集团	综合评价得分
1	江苏凤凰出版传媒集团	3.1993
2	湖南出版投资控股集团	1.4487
3	江西出版集团	1.1703
4	浙江出版联合集团	1.0940
5	山东出版集团	1.0862
6	中原出版传媒投资控股集团	0.8014
7	湖北长江出版集团	0.6842
8	安徽出版集团	0.4455
9	中国出版集团	0.3559
10	河北出版集团	0.1082

数据来源: 国联证券研究所 《2009年新闻出版产业分析报告》

公司与2009年8月11日通过了向信江实业购买其持有的鑫新股份4000万股, 及以持有的出版板块资产、发行板块资产、等相关资产作为支付对价认购鑫新股份非公开发行的股份的方案, 而中国证监会则在2010年7月29日核准了本次重大资产重组, 随着公司于去年底公告其资产交割已经完毕, 公司的重组也可以宣告正式完成。

图表5: 中文传媒上市进程

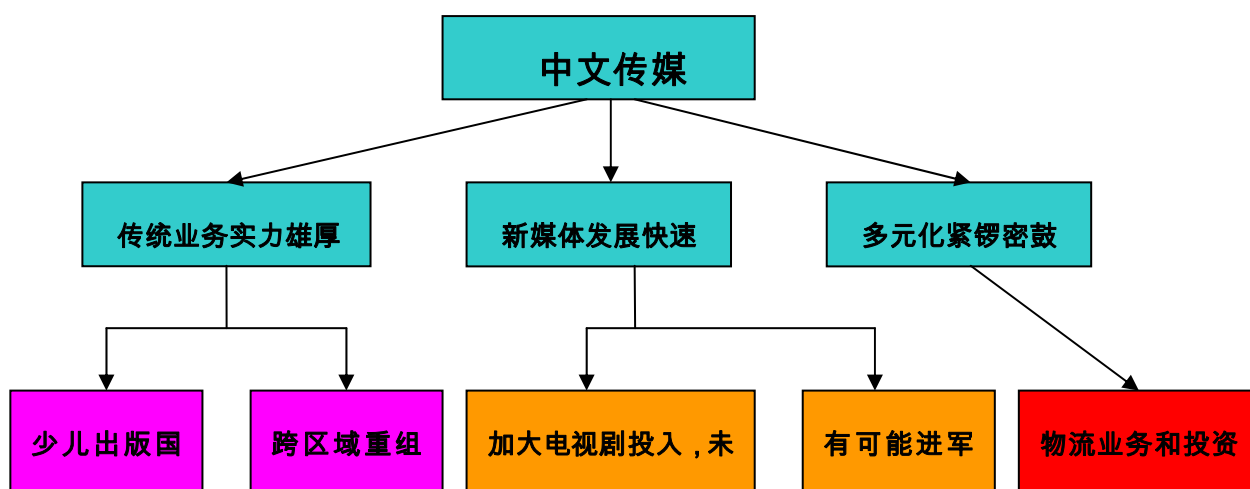
时间	进展
2009 年8月11日	江西出版集团通过了向信江实业购买其持有的鑫新股份4000 万股股份(占鑫新股份总股本的21.33%) 及以持有的出版板块资产、发行板块资产、等相关资产作为支付对价认购鑫新股份非公开发行的股份的方案;
2009 年8 月16 日	本次收购获得江西省人民政府批准, 同意出版集团在全面规范转制后, 以主营业务资产重组上市;
2009 年8 月8 日及2009 年12 月6 日	本次收购经信江实业审议批准, 同意将信江实业持有的鑫新股份4,000 万股股份(占鑫新股份总股本的21.33%) 转让给出版集团
2009 年11 月26 日	鑫新股份召开了职工代表大会, 审议通过了鑫新股份人员安置方案;
2010 年1 月7 日	本次收购获得中共中央宣传部批复, 中宣部对江西省出版集团公司重组江西鑫新实业股份有限公司无异议;
2010 年1 月25 日	本次收购获得新闻出版总署批准, 同意江西省出版集团公司重组江西鑫新实业股份有限公司;
2010 年4 月27 日	本次收购获得中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核有条件通过;
2010 年7 月29 日	中国证监会核准了本次重大资产重组, 并且核准了豁免江西省出版集团公司要约收购义务;
2010年12月16日	公司本次重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易方案所涉及的目标资产之资

产交割事宜已经办理完毕

数据来源：国联证券研究所 公司公告

根据我们之前出版行业的深度报告《传统方兴未艾，数字大势所趋》得出的结论：我们看好在传统图书出版领域实力雄厚并且积极进军全媒体出版，并且积极尝试多元化经营的出版类公司，而中文传媒就是我们现在认为的最好的出版类公司之一。

图表 6：中文传媒三位一体的发展路径符合我们对出版行业发展趋势的判断



数据来源：国联证券研究所

同时根据我们对国外大型传媒集团，例如贝塔斯曼、新闻集团等公司的研究，注重传统业务的稳定增长，加大传媒全产业链的构建，同时积极进行多元化经营，是众多国外传媒巨头迅速做大做强的最主要原因，也是规避单一传媒业务经营风险的有效手段，所以，我们判断，中文传媒三位一体的战略框架不仅有助于其规避传统出版发行业务的风险，同时也有利于公司进一步拓宽盈利渠道，从而充分享受中国文化产业快速发展的胜利果实。

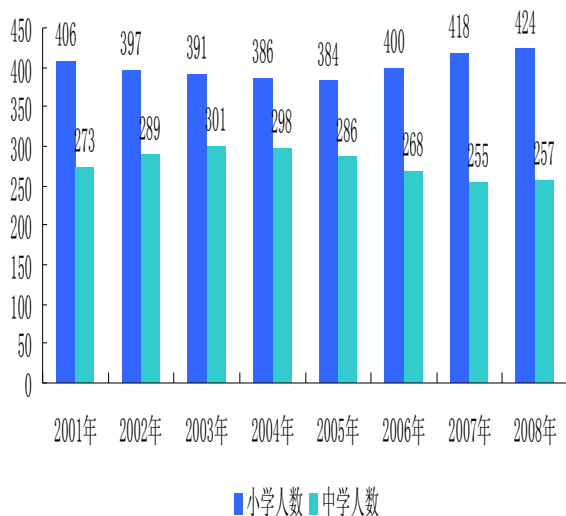
二、传统业务，活力依旧

1、发行业务稳定增长

公司的发行业务主要包括江西新华发行集团有限公司100%的股权，以及包括全省各市、县、区新华书店的主营业务和资产，分别有江西省新华书店连锁经营中心、江西新华数码实业有限公司、江西省兴华教育图书发行有限公司、江西省新华书店大中专教材发行公司的主营业务资产；全资或控股的江西新华文化艺术发展有限公司100%股权、江西省新华音像复制有限公司100%的股权、江西新华物流有限公司51%的股权、江西教育印务实业有限公司50%的股权、南昌市新华师大书店有限责任公司51%的股权；以及参股的上海东方出版交易中心有限公司10%的股权、广东新华发行集团股份有限公司0.1489%的股权、深圳特区图书贸易中心2.95%的股权等。

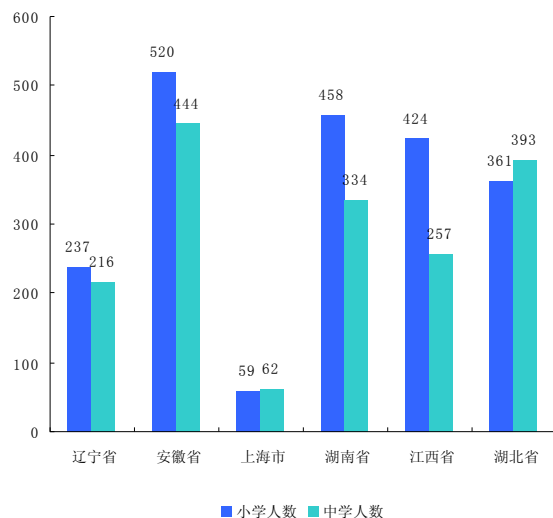
正如跟其他大多数出版集团一样，公司的发行业务收入来源仍然主要来源于江西省内教材教辅的发行，其中公司的教材业务发行在江西省市场占有率为80%，教辅业务在省内市场占有率为60%~70%左右。并且根据我们的判断，公司未来三年教材教辅的收入所占公司出版发行总收入的比例仍将维持在65%左右。

图表 7：江西中小学人数近几年统计（万人）



数据来源：国联证券研究所 统计年鉴

图表 8：2008 年各省中小学人数统计（万人）

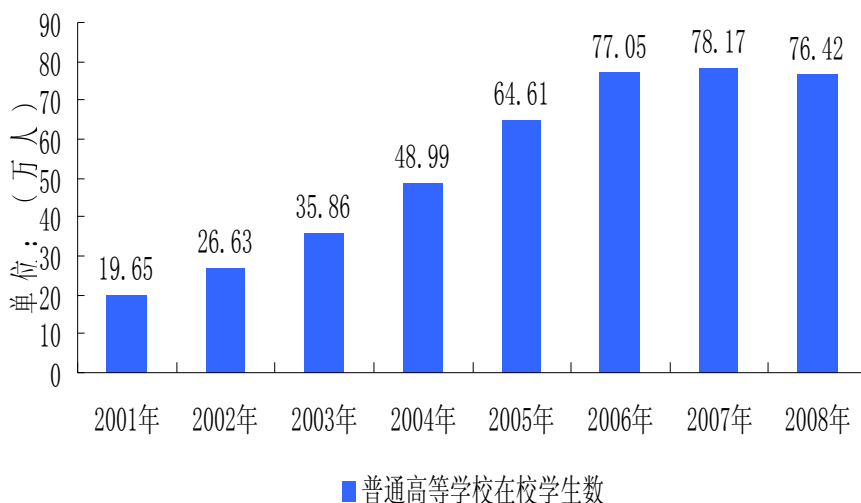


数据来源：国联证券研究所 统计年鉴

尽管公司未来会面临江西省中小学人数的下降和循环教材使用的不利影响，但根据我们的了解，首先江西省中小学人数下降并不明显，并且公司可以通过教材提价或者提高教材质量来弥补相应的损失。其次，对于循环教材的不利影响，我们认为首先循环教材的使用大多数是在一些非主课教材上，最后，由于卫生和做笔记等问题，更多的学生还是不习惯使用循环教材。

所以，综合考虑，中小学人数下降和循环教材对公司的发行业务确实有一定的影响，但影响程度不大，并且随着江西大中专人数和普通高等教育人数的不断增加，公司有望凭借刚刚重组的江西高校出版社（江西高校出版社成立于1989年，由江西省教育厅主管，是江西省唯一的一所大学出版社，主要以出版大中专教材为主。此次公司以3295万元购买了江西高校出版社49%的股权，并且在随后将按照49%股权以2205万参与江西高校出版社股份有限公司的增资项目）进军大中专教材市场，从而从高中生和大中专学生教材教辅的发行收入上得到弥补，并且也进一步拓宽了公司未来在大中专教材教辅业务的发展空间。

图表 9：江西省普通高等学校在校学生数（万人）



数据来源：国联证券研究所 统计年鉴

2、少儿出版独占鳌头

公司的出版业务包括江西人民出版社有限责任公司、江西教育出版社有限责任公司、江西科学技术出版社有限责任公司、二十一世纪出版社有限责

任公司、百花洲文艺出版社有限责任公司、江西美术出版社有限责任公司、红星电子音像出版社有限责任公司和江西奇达网络科技有限公司100%的股权，同时也包括上述公司投资的下属企业股权。

公司出版业务的亮点在于少儿类图书和美术类图书，特别值得一提的是21世纪出版社（少年儿童图书、期刊的出版发行，根据开卷图书的统计，其多年在少儿类图书中排名第一），其立足于少儿畅销书的打造，其今年十月重磅推出的《活宝三人组》在一经推出，立刻刮起了一股畅销旋风。根据开卷图书的统计，21世纪出版社出版的活宝三人组系列《侦探队》和《出场记》在10月少儿类图书中就排名第二和第七名，而根据开卷信息2010年11月的排名，上述两本书排名不变，而新出的《探险记》也已经进入到第八名，前十名中独占三席，江西出版集团的少儿类图书出版的实力可见一斑（而根据开卷信息的最新统计，二十一世纪出版社在一月的畅销书中又凭借《偷星九月天》成功挤进少儿类图书销售第5名）。

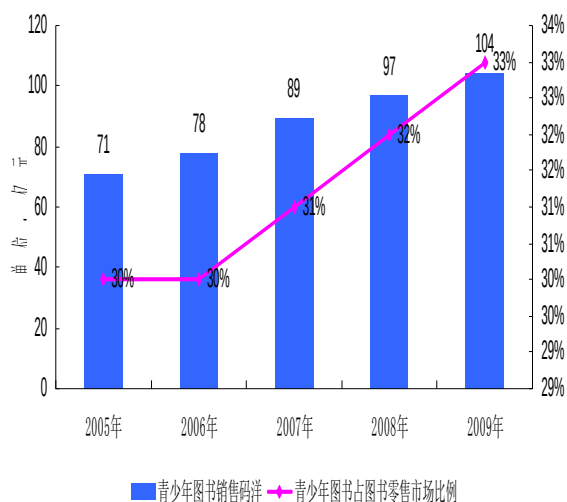
图表 10: 2010 年 11 月少儿畅销书排行

排名	书名	出版社
1	窗边的小豆豆	南海出版社
2	活宝三人组—侦探队	二十一世纪出版社
3	洛克王国宠物大图鉴	江苏文艺出版社
4	动物小说大王——狼王梦	浙江少年儿童出版社
5	笑猫日记—球球老老鼠	明天出版社
6	曹文轩纯美小说系列—草房子	江苏少年儿童出版社
7	活宝三人组—出场记	二十一世纪出版社
8	活宝三人组—探险记	二十一世纪出版社
9	赛尔号精灵集合大图鉴（3）	江苏美术出版社
10	笑猫日记—一头灵魂出窍的猪	明天出版社

数据来源：国联证券研究所 开卷信息

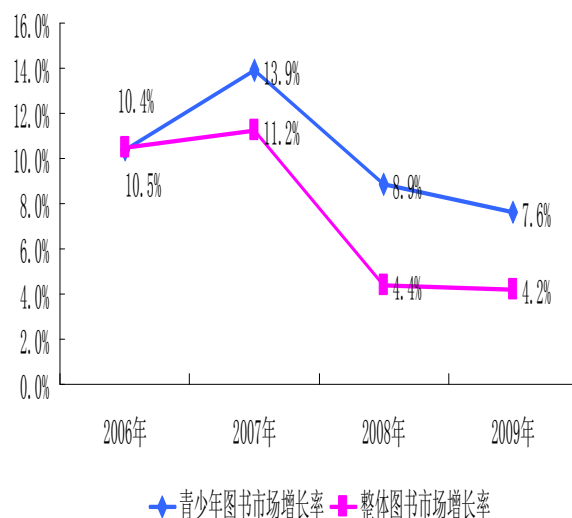
根据开卷信息显示，相对于国内出版行业整体增长的缓慢，少儿图书市场的增长还是比较明显的，而且相对于教材市场的封闭和地方保护，少儿图书市场更加的开放和市场化，少儿图书市场的领先地位有利于公司加快市场化改革和加大全国区域的营销布局。

图表 11: 青少年图书销售码洋和所占比重



数据来源: 国联证券研究所 开卷信息

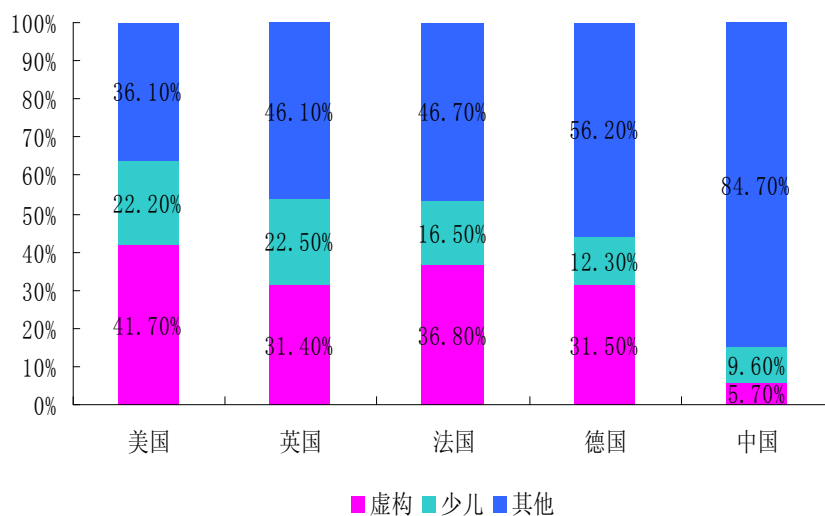
图表 12: 青少年图书市场与整体图书市场增速对比



数据来源: 国联证券研究所 开卷信息

另外我们根据中外图书零售市场结构的对比, 中国的少儿图书市场比起美国和英国来说, 少儿图书产值明显偏低, 未来还有很大的上升空间, 对于中文传媒来说, 未来如何进一步拓展少儿图书的发展空间, 将是未来公司发展的亮点。

图表 13: 中外图书零售市场结构比较 (销售额)



数据来源: 国联证券研究所 《2008~2009 年中国畅销书市场分析》

另外值得指出的是, 公司的少儿图书业务, 不仅在图书策划选稿上颇有

特色，并且在少儿图书的营销手段上也颇有新意，仍然以《活宝三人组》为例，公司为了配合《活宝三人组》的推出，不仅搭建了以新华书店渠道、民营书店渠道以及网络渠道的销售渠道，同时也通过比较热门的少儿网络 and 比较受儿童妈妈欢迎的网站上进行宣传，并且也充分利用了新媒体工具包括博客、微博和QQ群等进行宣传，充分展示了公司强大的市场营销能力。

3、跨区域重组并购步伐加快

中文传媒已经与中国宋庆龄基金会签订了相关的协议，将会联合重组中国和平出版社，重组后出版集团将控股中国和平出版社70%的股份，设立工作已经完成，江西出版集团在完成本次收购后，已经将中国和平出版社注入上市公司，并办理了相关工商变更手续，中文传媒将成为中国和平出版社的控股股东。

另外，公司在其借壳上市后，很快成立了广州出版中心。其广州出版中心由江西教育出版社和广东认真企业有限公司合作经营。广东认真企业系《疯狂英语》的出版人。此前，江西教育出版社与广东认真企业有限公司就已经有了比较良好的合作，其合作的《疯狂英语》市场占位于行业首位，广州出版中心的成立，也同时显示了公司在完成了“编、印、发、供”完整纵向产业链后，开始进行横向跨区域扩张性发展。

而根据新闻出版总署的《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》的政策中提出，未来将培育6~7家双百（总资产和销售收入双超百亿）的出版集团，未来公司有望凭借上市后便捷的融资平台，进一步加大跨区域的并购和重组，从而为公司早日跨入双百行列打下基础，未来这将是公司发展的一大亮点。

图表14: 近一两年国内各出版集团跨区域合作和重组一览表

时间	跨区域合作和重组事件
2008年3月	江西出版集团与中国和平出版社正式合作重组
2008年5月	江苏新华发行集团和海南新华发行集团联合组建了海南凤凰新华发行有限责任公司
2009年4月	吉林出版集团与中华工商联合出版社改制重组成立了中华工商联合出版社有限责任公司
2009年9月	安徽出版集团旗下控股子公司黄山书社与联合出版集团广东联合签署投资合作协议
2009年11月	全国人大常委会与中国出版集团联合重组, 中国民主法制出版社并入中国出版集团
2009年11月	辽宁出版集团旗下上市公司北方联合出版传媒与天津出版总社展开合作, 拟以收购部分股权形式收购天津出版总社的出版、发行业务及资产
2009年12月	中国出版集团联合重组了宁夏黄河出版集团, 以51%控股了黄河出版传媒
2009年12月	新华文轩联合重组了海南出版社, 双方各占50%股份
2010年6月	安徽出版集团与黑龙江出版集团共同出资成立新公司, 重组黑龙江省新华书店出版物连锁经营业务

数据来源: 国联证券研究所 《2009~2010中国图书发展报告》

三、影视业务发展步伐加快

中文传媒的影视投资业务在所有出版集团中毫无疑问排在前列, 并且也是公司未来着力发展的重点业务。

公司持有60%股份的中视精彩影视文化公司成立于1997年3月, 并且与2006年完成了重组, 公司主要经营业务为电视剧的投资制作以及艺人经济事务业务, 公司未来的期望是在3~5年的时间里, 冲进中国民营影视企业的前三甲。

图表15: 中视精彩影视有限公司的主要影视作品

	剧目名称
中心主要业绩（中心及中心职员参与制作，或中心投资独立制作的电视剧）：	《为了这片净土》、《银鼠》、《西部歌王》、《宰相刘罗锅》、《慈禧西行》、《幸福像花儿一样》、《历史的天空》、《太极英雄》、《名扬花鼓》、《中国女人》、《太阳花开》、《想好以后再恋爱》、《非常岁月》、《湘西往事》、《血浓于水》、《不负天职》、《凭什么爱你》、《天仙配》
目前筹拍的剧目：	《光绪皇帝》、《愚公移山》、《孔雀东南飞》、《隐痛》、《半世苍生半世爷》、《牛郎织女》、《东京国际大审判》、《钟馗打鬼》、《男管家》、《天下第一镇》

数据来源：国联证券研究所 中视精彩影视公司网站

图表 16: 天仙配（中视精彩热播剧目）



数据来源：国联证券研究所 中视精彩网站

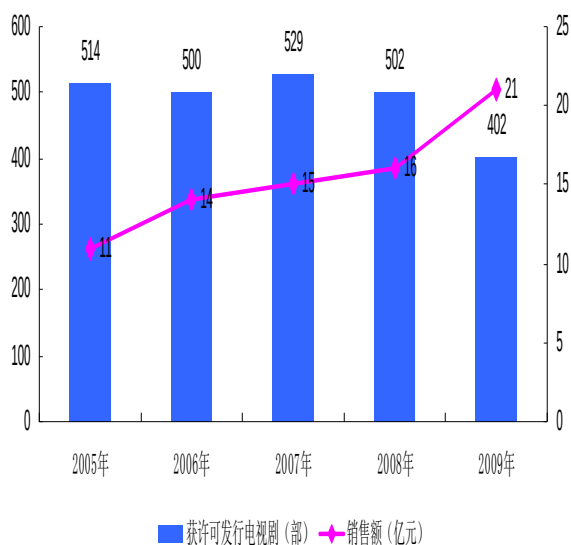
图表 17: 愚公移山（中视精彩热播剧目）



数据来源：国联证券研究所 中视精彩网站

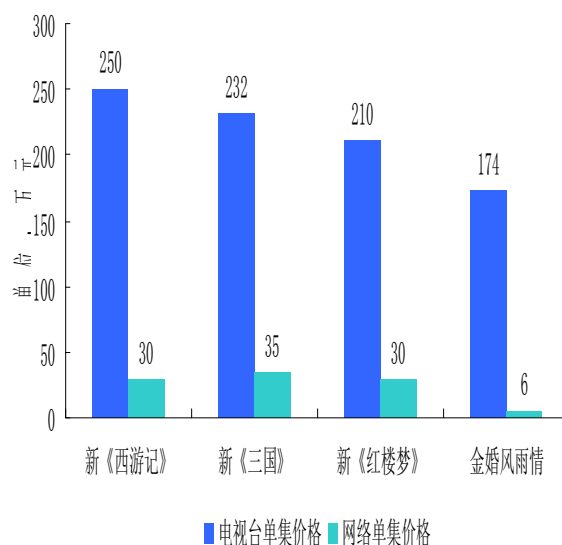
随着近几年来中国电视剧版权市场的持续火爆，以及近两年来网络视频版权价格的不断提升，公司有望凭借中视精彩影视公司这个平台，未来进一步加大其对影视业务的投资力度，从而力争做到整个影视产业链（包括电影，艺人经纪以及影院的建设）的全程参与，特别是关于影院的建设，虽然现在全国的影院数量急剧增加，但现在南昌市仍然只有两家电影院，而江西省下面的很多县到现在仍无电影院，所以未来电影院的建设将成为公司进军影视行业的一个急先锋，从而拓宽了公司的盈利渠道，充分享受国内影视业务快速发展所享受的高额收益。

图表 18: 近年来中国电视剧市场日益火爆



数据来源: 国联证券研究所 广电总局

图表 19: 近期热门电视剧版权价格



数据来源: 国联证券研究所 网易娱乐

另一方面,公司未来也有望凭借对于少儿图书市场的深切了解和中视精彩影视对于影视行业的熟悉,进一步进军少儿动漫市场,从而为公司进一步丰富传媒产业链打下良好的基础。

四、物流业务有望迎来爆发性增长

公司的物流业务现在主要是由其旗下江西新华发行集团下面的子公司蓝海物流科技有限公司的经营,根据公司未来的战略部署,公司未来要改变从原先的单一的图书的物流变为第三方物流为主要收入来源,而公司进行第三方物流的主要优势就在于三点: 1、新华发行公司做物流,信誉度较高,客户对此比较放心; 2、由于之前做了多年的教材的发行物流,对物流领域的经验比较多,有利于管理和降低成本; 3、公司多年的发行经验,以及在全国各省市发行集团良好的关系,其展开物流业务有各省的相关支持。所以公

司未来有望将物流业务从发行业务中独立出来成为旗下子公司进行重点经营。

众所周知，各省的发行集团旗下几乎都有相关的物流配送公司，主要也是为了方便发行集团能够及时把相关的教材送到省内的各个学校，但江西出版集团创造性提出了“从出版物流提供商向供应链管理公司挺进的第三方物流发展公司”。

虽然公司从事第三方物流业务时间并不长，但已经与江中药业、仁和药业、苏宁电器、麦德龙、沃尔玛以及东风药业产生合作，而最近公司也已经与王老吉签下第三方物流合作协议(主要负责经营其北京到新疆线路的物流配送)，随着未来江西出版集团对物流业务的进一步加大投入，以及公司率先提出的打造江西信息物流港的构想，公司的物流业务有望在 2~3 年中得到爆发性的增长,我们预计公司 2011 年物流业务就有望创造 2 亿的营业收入(2010 年物流业务收入估算为 6000 万元，净利润为 2000 万元)。

图表 20: 江西物流信息港所提供的服务

江西物流信息港(物流需求资源、物流载体资源和物流服务的全面整合)	发布政府有关物流资讯
	提供三方物流信息交易
	智能配货
	车辆及货物跟踪
	在途保险、在线运费结算
	物流业务招投标等
数据来源：国联证券研究所 公开资料	

五、盈利预测

假设条件:

- 1、我们假设江西中小学人数并没有快速下降
- 2、我们假设政府对于出版行业的优惠税率不变

图表 21: *ST 鑫新分业务营业收入 (百万)

	2010A	2011E	2012E
图书出版	287	305	326
图书发行	2142	2624	3095
印刷包装	111	123	134
物资贸易	468	709	911
其他	28	38	49

数据来源: 国联证券研究所 Wind

图表 22: *ST 鑫新分业务收入增长率

	2010A	2011E	2012E
图书出版	5.57%	6.3%	6.9%
图书发行	27.97%	22.5%	17.9%
印刷包装	11.57%	10.5%	9.2%
物资贸易	73.61%	51.4%	28.5%
其他	43.40%	35.7%	30.1%

数据来源: 国联证券研究所 Wind

图表 23: ST 鑫新分业务收入毛利率

	2010A	2011E	2012E
图书出版	20.77%	21.5%	22.0%
图书发行	44.69%	45.3%	45.6%
印刷包装	12.30%	14.4%	15.6%
物资贸易	5.80%	6.2%	6.5%
其他	-13.63%	3.5%	7.4%

数据来源: 国联证券研究所 Wind

六、投资建议和潜在风险

投资建议：

经过我们的初步估算，我们预测公司2011、2012和2013年的EPS分别为0.76、0.86和0.95，对应公司现在股价（3月8日股价为19.25）的PE分别为25倍、22倍和20倍，处于出版行业估值的最低值，我们给以公司“推荐”的评级，目标价为24~26元，推荐理由如下：

1、公司的价值存在被低估，公司“编、印、发、供”产业链齐全，根据新闻出版总署相关数据，江西出版集团综合实力排名全国第三位，并且值得指出的是，公司现有业务三位一体，其中传统出版业务中，教材出版发行收入比较稳定，江西中小学人数下降和循环教材的使用对公司对其影响有限，而现有的少儿出版和跨区域并购业务有助于其扩大传统出版发行业务；而在新媒体业务，公司加大投入影视剧制作，并且未来有可能新建影院和进军动漫市场，有助于公司全媒体框架的搭建，提高公司的估值；最后，公司的第三方物流业务和投资业务也有便于公司充分利用其充足的现金流拓宽盈利渠道，增加新的创收点，而这种发展路径与国外大型出版传媒集团贝塔斯曼、新闻集团几乎一致，所以公司有充足的理由享受行业的平均估值。

我们预计2011年业绩（EPS）为0.76，我们按照出版行业2011平均市盈率34倍左右的市盈率（时代出版的市盈率之所以维持在23倍左右，我们判断主要是因为其缺乏发行业务，产业链相对于中文传媒和中南传媒等不完整），其合理价位可以达到25元，存在较大的上涨空间。

图表 24：各出版类公司估值表（3月8日收盘价）

公司名称	总市值 (亿)	总股本 (亿)	收盘价 3月8日	每股收益			市盈率		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
新华传媒	84	10.45	8.00	0.20	0.27	0.31	40	30	26
时代出版	68	4.22	16.00	0.64	0.70	0.76	25	23	21
中南传媒	209	17.96	11.62	0.31	0.35	0.40	37	33	29
皖新传媒	128	9.10	14.06	0.32	0.36	0.42	44	39	33
出版传媒	57	5.51	10.28	0.24	0.27	0.30	43	38	34
天舟文化	19	0.75	25.55	0.43	0.60	0.75	59	43	34

数据来源：国联证券研究所 WIND

3、正如上文所说，公司的整体实力排名全国第三，但按照3月8日的收盘价（19.25元）计算，公司的总市值约为109亿元，远低于只拥有发行业务的

皖新传媒（128亿）和整体实力排名全国排名第二的中南传媒（209亿），从总市值对比上，我们认为公司仍然有上涨的空间。

4、公司之前由于处于重组过程中，所以对外宣传甚少，市场对于公司的相关业务优势和价值判断也比较模糊，现如今公司重组已经完成，年报也已经公布，我们预计未来公司将会进行一系列的公司形象推广活动，从而有利于投资者对于公司的理解并且提升公司的品牌形象，从而帮助更多的投资者发现公司的投资价值。

5、江西有着悠久的文化传统，江西省政府近几年对于文化产业非常重视，我们预计未来江西省政府仍然会重点扶持江西出版这家江西唯一的文化类上市公司（江西出版集团约占江西文化产业产值三分之一），从而带动整个江西文化产业的发展，我们判断未来仍然有将江西省相关文化资源注入江西出版集团的可能性。

风险提示：

- 1、教材发行的改革使其失去区域资源优势
- 2、出版的图书由于不符合相关政策所带来的法律风险
- 3、跨区域并购后整合不力的风险

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1965.13	3306.28	4092.44	4963.09	营业收入	3,131.38	3,820.32	4,584.38	5,363.33
现金	629.80	1684.55	2127.11	2654.18	营业成本	2003.38	2380.12	2859.41	3354.21
应收账款	330.39	406.86	490.53	573.88	营业税金及附加	23.45	30.08	35.43	42.12
其它应收款	315.07	385.85	467.61	544.38	营业费用	202.79	267.34	320.91	375.43
预付账款	131.47	158.54	190.25	225.26	管理费用	553.87	726.21	870.03	1019.78
存货	526.67	630.35	765.59	901.04	财务费用	5.68	30.12	50.42	60.73
其他	31.73	40.11	51.35	64.36	资产减值损失	65.05	70.67	90.21	103.45
非流动资产	3125.52	2473.88	2508.77	2532.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	99.81	99.81	99.81	99.81	投资净收益	29.24	80.00	80.00	80.00
固定资产	860.42	870.12	878.45	885.31	营业利润	306.39	395.78	437.98	487.61
无形资产	950.56	970.81	990.11	999.32	营业外收入	67.87	73.00	88.00	98.00
其他	1214.73	533.14	540.40	547.71	营业外支出	11.13	15.00	20.00	30.00
资产总计	5090.65	5780.16	6601.21	7495.24	利润总额	363.13	453.78	505.98	555.61
流动负债	1535.82	1804.00	2141.14	2504.20	所得税	1.95	3.10	3.05	3.08
短期借款	310.00	300.00	320.00	340.00	净利润	361.18	450.68	502.93	552.53
应付账款	517.46	626.53	748.17	869.40	少数股东损益	8.61	19.98	15.30	13.87
其他	708.36	877.47	1072.97	1294.80	归属母公司净利润	352.57	430.70	487.63	538.66
非流动负债	28.00	28.00	28.00	28.00	EBITDA	502.88	618.22	670.66	721.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.62	0.76	0.86	0.95
其他	28.00	28.00	28.00	28.00	主要财务比率				
负债合计	1563.82	1832.00	2169.14	2532.20	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	118.85	138.83	154.13	168.00	成长能力				
股本	567.25	567.25	567.25	567.25	营业收入	30.22%	22.00%	20.00%	16.99%
资本公积	2505.21	2505.21	2505.21	2505.21	营业利润	17.72%	29.18%	10.66%	11.33%
留存收益	335.52	736.86	1205.47	1722.58	归属于母公司净利润	32.67%	22.16%	13.22%	10.46%
归属母公司股东权益	3407.98	3809.33	4277.94	4795.04	获利能力				
负债和股东权益	5090.65	5780.16	6601.21	7495.24	毛利率	36.02%	37.70%	37.63%	37.46%
现金流量表					净利率	11.53%	11.80%	10.97%	10.30%
单位：百万元					ROE	10.35%	11.31%	11.40%	11.23%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	774.62	651.71	716.74	813.61	资产负债率	30.72%	31.69%	32.86%	33.78%
净利润	361.18	450.68	502.93	552.53	净负债比率	-9.07%	-35.07%	-40.77%	-46.63%
折旧摊销	134.07	149.62	149.62	149.62	流动比率	1.28	1.83	1.91	1.98
财务费用	24.82	30.12	50.42	60.73	速动比率	0.94	1.48	1.55	1.62
投资损失	-29.24	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	217.04	-57.74	-76.48	-54.24	总资产周转率	1.23	0.70	0.74	0.76
其它	66.75	79.03	90.25	104.97	应收账款周转率	18.96	10.36	10.22	10.08
投资活动现金流	-1327.18	680.81	0.00	0.00	应付账款周转率	12.10	6.68	6.67	6.63
资本支出	-200.98	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
长期投资	-1398.82	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.76	0.86	0.95
其他	272.62	680.81	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.37	1.15	1.26	1.43
筹资活动现金流	294.67	-47.40	-11.43	-15.06	每股净资产 (最新摊薄)	6.01	6.72	7.54	8.45
短期借款	-10.00	-10.00	20.00	20.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	30.97	25.35	22.39	20.27
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.20	2.87	2.55	2.28
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	7.92	5.76	4.55	8.33
其他	304.67	-37.40	-31.43	-35.06					
现金净增加额	-257.31	1285.12	705.30	798.55					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。