

评级：强烈推荐

传媒行业

公司研究报告

第一创业证券研究所

任文杰 S1080510120006

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

中文传媒（600373.sh）

——优势业务纵深布局 高增长可期

交易数据

52周内股价区间(元): 13.31-20.67

总市值(百万元): 8,832.00

流通股本(百万股): 187.50

流通股比率(%): 33.1%

资产负债表摘要

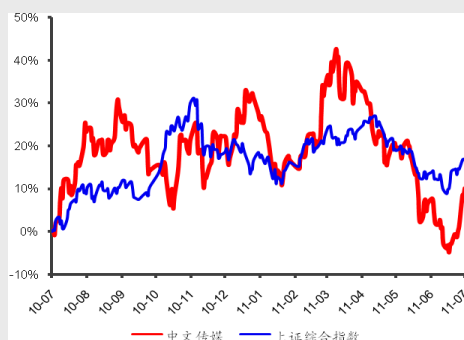
股东权益(百万元): 3,621.04

每股净资产: 6.38

市净率: 2.44

资产负债率: 35.4%

股价与沪深300指数比较



相关报告

要点:

- **增长动力来源优势业务纵深拓展** 中文传媒在强化传统的图书出版发行业务之外，加大了对物流、印刷、卖场等业务的投资。在印刷、物流和新华书店三方面，公司分别有相应投资项目进行产业改造与升级，利用在传统出版传媒积累的优势、经验和资源，积极进行扩张转型。转型成功后，公司的业务与市场空间将有极大提升，由传统出版传媒公司转型为多元化经营企业集团。
- **公司教材教辅业务有望持续扩张** 公司教材教辅业务实现收入 17.88 亿元、毛利润 8.92 亿元，分别贡献全年收入的 59%、毛利润 85%，是公司最主要的收入和利润来源。江西省在校中小學生人数持续增长，人均教材教辅投入随个人收入增长有望提升，做为江西省教材教辅市场的主要厂商，公司的教材教辅业务有望持续增长。
- **二十一世纪出版社——中国青少年出版的领导品牌** 青少年图书增长率远高于同期图书市场整体增长率。二十一世纪出版社位居青少年图书市场第三位，2005 年至 2010 年，销售码洋 CAGR 高达 30%。运营推广能力强，版权保护得力，并且拥有郑渊洁等优秀作家资源，将有助于公司在未来竞争以质取胜，支撑公司持续高增长。
- **迈向包装印刷大市场** 相较于出版印刷的缓慢增长，包装印刷市场快速增长。公司书刊印刷业务处于领先地位，包装印刷业务也有良好的积累，在公司现代出版印刷基地建设完毕，公司在书刊印刷积累的资源与能力有望支撑公司包装印刷业务的高速增长，同时考虑到公司在江西省印刷包装行业的龙头地位，江西省有望成为公司印刷包装业务的重要基地与市场，支撑公司向省外乃至海外市场拓展。
- **大力发展第三方物流** 现代物流业被认为是继劳动力和自然资源之后的“第三利润源”，并被誉为促进经济发展的“助推器”。公司以出版物流起步，发展第三方物流，向供应链管理公司迈进。凭借新华书店的强势平台，集商流、物流、信息流和资金流“四流合一”的优势，涉足物流产业的信息、采购、仓储三个环节。
- **新华书店优势网点资源支撑向综合卖场拓展** 江西新华发行集团旗下新华连锁经营分公司，共有直营连锁门店 101 家，加盟连锁店 1 家，经营面积达 6.5 万平方米。江西新华连锁经营分公司门店基本对江西省县级单位实现全覆盖，并且书店所处地理位置在所属县市属于中心位置。新



华书店省内渗透至县级的营业门店和门店优异的地理位置，将为公司向综合类卖场拓展提供了优秀的网点和经营环境。

- **电视剧业务发展提速** 公司曾于 2009 年 12 月签订协议，出资 3000 万元持有北京中视精彩 60%的股权，在江西出版集团有注资计划后，中视精彩电视剧业务明显提速。中视精彩在获得中文传媒资金、经营方面的支持，同时考虑到中视精彩自身的行业积累，后续有望获得高增长。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 2011 年到 2013 年的每股净利润将分别是 0.72 元、0.83 元、1.03 元，对应当前股价的市盈率分别为 21.X 倍、18.X 倍、14.X 倍。该盈利预测没有考虑集合资金信托投资收益的兑现，预计共可额外增厚当年 EPS 0.24 元/股。我们看好公司以出版传媒业为主，向优势业务纵深拓展的战略，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 公司出版业务存在受盗版影响的风险，并且面临数字化的挑战。公司向包装印刷、第三方物流、综合卖场拓展，存在经验不足的风险。



目 录

1、 优势业务纵深布局 打造出版传媒“航母”	4
1.1、 位居行业前列 有望成长为“航母”	4
1.2、 增长动力来源优势业务纵深拓展.....	4
2、 新闻出版业稳定发展 成为公司“现金牛”	5
2.1、 新闻出版业增长提速 图书出版以质取胜.....	5
2.2、 中文传媒图书出版涵盖全产业链 业务“专”且“全”	6
2.3、 公司教材教辅业务有望持续扩张.....	8
2.4、 二十一世纪出版社——中国青少年出版的领导品牌	9
3、 迈向包装印刷大市场	12
3.1、 包装印刷连续 5 年保持两位数增长率	12
3.2、 印刷包装位居江西龙头	13
4、 大力发展第三方物流.....	13
4.1、 物流业连续 5 年高增长 江西“十二五”规划大力发展物流业	13
4.2、 以出版物流起步 发展第三方物流 向供应链管理公司迈进.....	14
5、 新华书店优势网点资源支撑向综合卖场拓展	16
6、 电视剧业务发展提速	17
6.1、 电视剧成交额稳步增长	17
6.2、 中视精彩增长提速	19
7、 非主营业务	19
7.1、 集合资金信托投资收益兑现在即.....	19
7.2、 “退城近郊” 将带来 2.08 亿元现金	20
8、 估值处于行业低端 安全边际高.....	20
9、 盈利预测和投资评级.....	21
10、 风险提示	22



1、优势业务纵深布局 打造出版传媒“航母”

1.1、位居行业前列 有望成长为“航母”

《新闻出版业“十二五”时期发展规划》提出，“以区域整合为重点，创新出版物传播手段和渠道，积极发展新闻出版流通和物流产业。打造一批大型出版传媒“航空母舰”、重组一批大型印刷复制企业、组建一批大型发行物流集团。”中文传媒母公司江西省出版集团是江西省人民政府全资控股的国有企业，并且集团在新闻出版总署发布的《2009 年中国新闻出版产业分析报告》中，集团总体经济规模综合评价位居全国出版集团第三位，有望获得国家支持，成长为《规划》所说的传媒“航空母舰”。以“航母”最低标准，收入过百亿测算，江西出版集团收入需较 2010 年 73.71 亿元增长 36%，而作为集团的核心子公司中文传媒有望成为增长的主要动力，中文传媒有望保持高增长。

表 1、出版集团整体经济规模综合评价

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

资料来源：新闻出版总署、第一创业证券研究所

1.2、增长动力来源优势业务纵深拓展

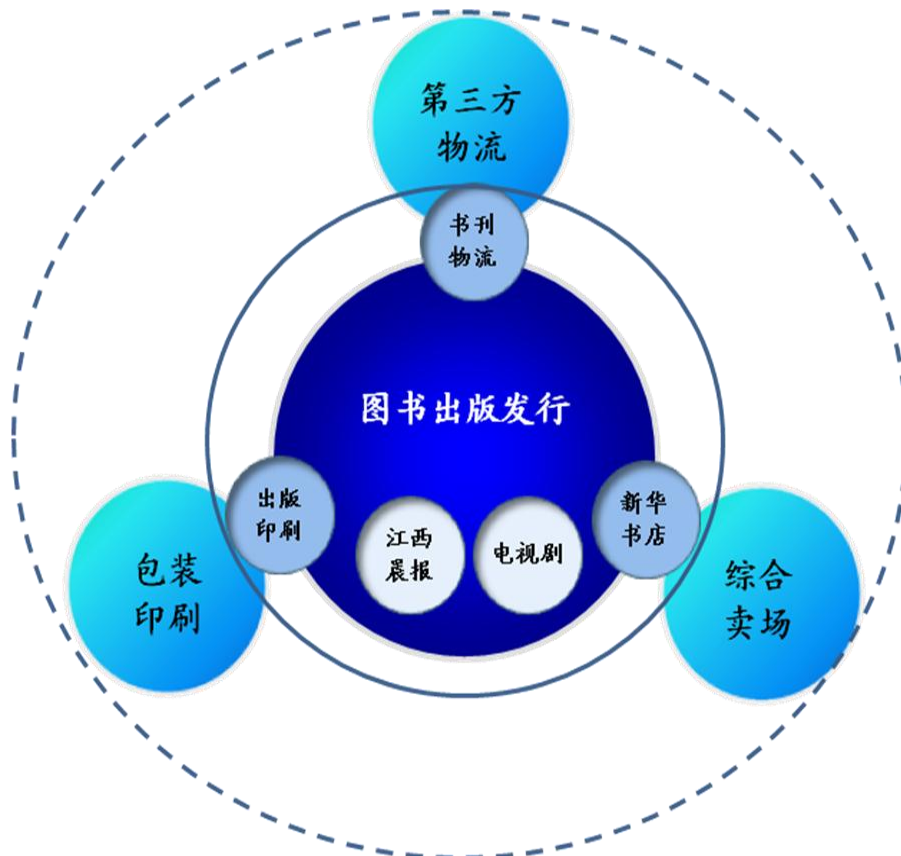
中文传媒在年报中披露了 2010 年与 2011 年投资项目，从投资项目分布与公司运营实际可以看出，公司在强化传统的图书出版发行业务之外，加大了对物流、印刷、综合卖场等业务的投资。

传统出版发行业务是公司主要利润来源，受益于在江西省教材教辅市场的绝对市场份额，和二十一世纪出版社等优秀业绩，公司图书出版发行业务有望稳步增长。公司计划投资 1.8 亿元，建立图书出版创意产业基地，至 2010 年底已完工 51%，预计该项目的完工，将带动公司图书出版业务上一新台阶。同时公司收购中视精彩、对《江西晨报》大力投入，有望在电视剧、报刊业务方面取得一定增长。

在印刷、物流和新华书店三方面，公司分别有相应投资项目进行产业改造与升级，利用在传统出版传媒行业积累的优势、经验和资源，积极进行扩张转型。转型成功后，公司的业务与市场空间将有极大提升，由传统出版传媒公司（图 1 实线圈内）转型为多元化经营企业集团（图 1 虚线圈内），大幅提升公司成长性和抗风险能力。



图 1、中文传媒经营业务示意图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

2、新闻出版业稳定发展 成为公司“现金牛”

2.1、新闻出版业增长提速 图书出版以质取胜

新闻出版总署 4 月 20 日公布的《新闻出版业“十二五”时期发展规划》，提出了“十二五”时期新闻出版业主要发展指标，新闻出版业“十二五”规划对行业增加值和总产出都给予更高的期望，其中行业增加值年均增长率设定目标为 19%，较“十一五”实际要高出 6PCT，新闻出版业有望迎来新一轮高速增长。

表 2、新闻出版业“十二五”时期发展规划

指标	单位	“十一五”规划实现情况			“十二五”主要指标	
		2005 年	2010 年	年均增长率 (%)	2015 年	年均增长率 (%)
增加值	万亿元	0.19	0.35	13	0.84	19.2
总产出	万亿元		1.22		2.94	19.2
图书出版总印数	亿册	64.7	71.7	2.1	79.2	2
报纸出版总印数	亿份	412.6	500.2	3.9	552.3	2

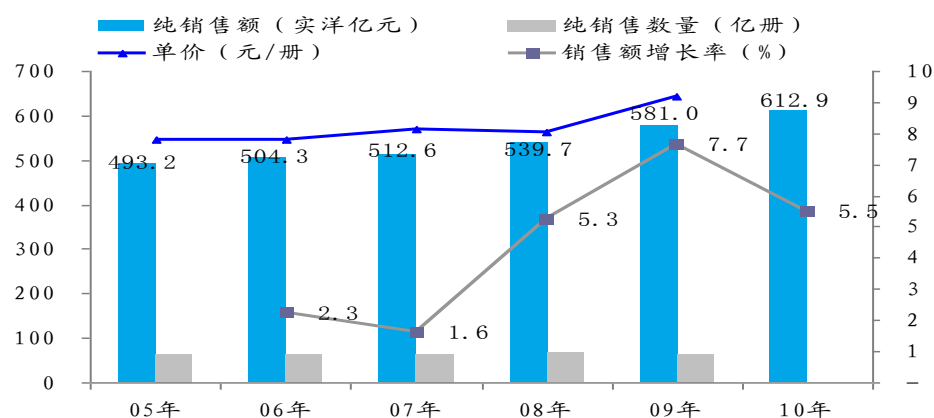


人均年拥有图书数量	册/人	4.9	5.4	1.6	5.8	1.5
每千人拥有日报份数	份/千人		91.7		100.6	1.9

资料来源：新闻出版业“十二五”时期发展规划、第一创业证券研究所

其中就图书出版子行业分析，图书销售额保持稳定增长，5年CAGR为4.4%，但图书销售数量基本零增长，09销售数量与05年持平，销售额的增长主要由单价提升拉动。预计未来短期内图书销售情况还将保持相同态势，即后续图书出版的竞争不主要依靠量来取胜，而要依靠质的提升，所以我们认为具有卓越出版运营能力，能发掘运作优秀作品的企业将胜出。

图2、图书年销售额

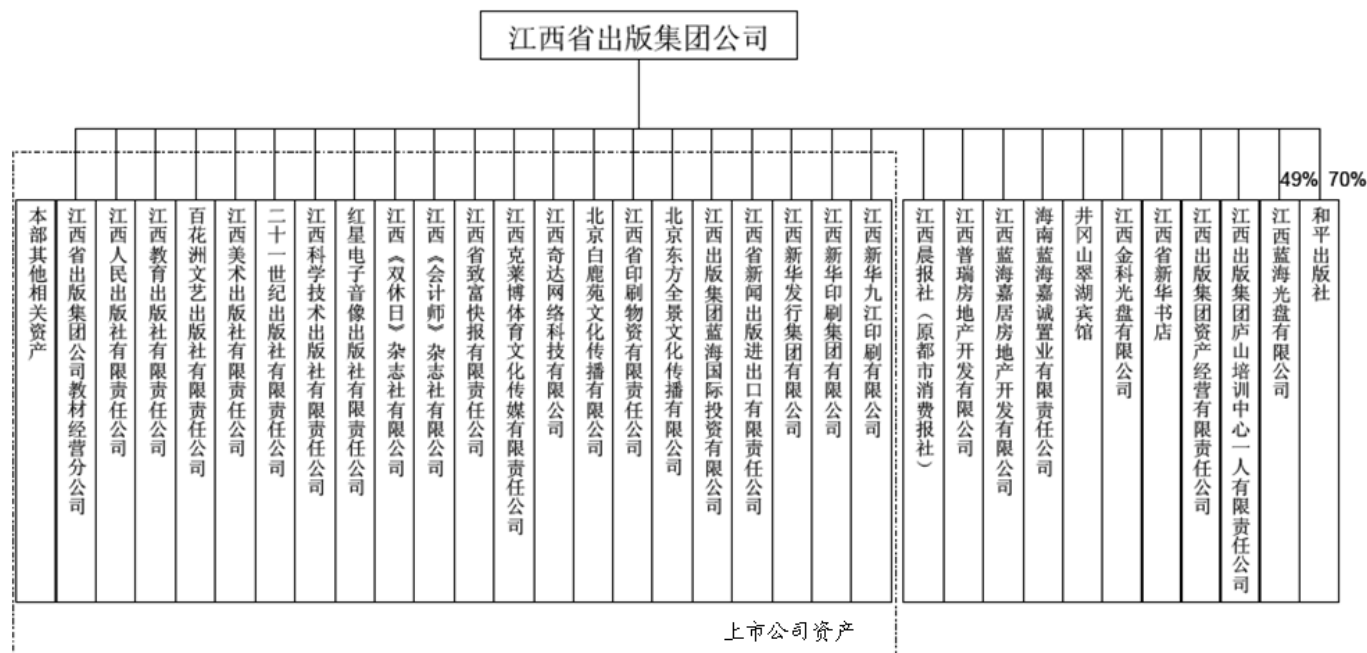


资料来源：中国出版年鉴、第一创业证券研究所

2.2、中文传媒图书出版涵盖全产业链 业务“专”且“全”

中文传媒覆盖了江西省出版集团全部图书出版发行相关业务，涵盖图书出版、印刷、发行全产业链。出版、印刷、发行业务以子公司方式运作，即享有产业链上下游公司的协同效应，同时各公司间独立运营，迎接市场竞争，保证各环节的运营效率。

图 3、中文传媒子公司



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司核心业务图书出版业务具有深厚的历史积累,其中江西人民出版社有近60年的历史,其它主要出版社也均成立于20世纪80年代,有20年以上的行业经验。公司多次获得各项图书、期刊类大奖,表明了公司优秀的出版策划能力,而公司《疯狂英语》期刊、“芝麻开花”系列教辅图书等产品的市场地位则证明了公司能有效把握市场需求,实现收入稳定增长。

公司下属主要出版社分别针对不同图书细分市场，如：江西教育出版社聚焦于教材教辅产品，二十一世纪出版社则针对 0-18 岁孩子不同年龄段的阅读需求等。各出版社目标市场明确，有利于经营聚焦，提升专业竞争力，正如前文所述，后续图书出版竞争将是质的竞争，公司在图书出版细分子行业的竞争优势将逐步转化为业绩增长；同时公司下属多个出版社基本覆盖图书出版主流市场，有利于集团整体分散风险，分享图书出版市场的稳定增长。

表 3、中文传媒下属主要出版社经营情况

出版社名称	注册资本（2010 年 12 月 单位：万元）	经营情况	主要目标 市场
江西教育出版社 有限责任公司	24,839	2010 年,在全国 580 多家出版社中保持了第 17 位的成长性; 荣获国家级、省部级奖约 500 项(次),实现了国家级三大图书奖“满堂红”; “芝麻开花”系列教辅图书,稳居江西教辅市场领先地位; 《疯狂英语》期刊成为“全国英语期刊领跑者”。	教材教辅
江西美术出版社 有限责任公司	13,056	历经十多年的耕耘,一批填补空白、具有极高学术价值和艺术价值的图书得到了社会的广泛好评; 《经营谋略》(图画)、《中华正气歌》荣获“五个一工程”一本好书奖,《八大山人全集》获国家图书奖,《百年丰碑	美术出版



		— 20世纪中国城市雕塑》获中国图书奖等； 美术高考与美术基础教育类、动漫类作品； 依托区域优势，进军陶瓷艺术品市场，放眼“大美术”。	
二十一世纪出版社有限责任公司	11,000	2009年被新闻出版总署授予“全国百佳出版单位”荣誉称号； 年出书一千五百余种，销售码洋超过6个亿； 拥有郑渊洁、毕淑敏等优秀作家资源。	0-18岁孩子
江西科学技术出版社有限责任公司	4,117	年出书300多种，荣获省部级以上奖励400多种（次）。如： 《吴有训文集》获得首届中国出版政府奖（图书奖）提名奖、 《阻击死亡——江西省抗击“非典”纪实》获得第六届国家 图书奖特别奖、《农村百事通》获得2010年第二届中国出 版政府奖先进出版单位奖等。	科学技术类， 特别农业类、 医学保健休闲 类、建筑类图 书
江西人民出版社有限责任公司	4,923	所出版图书先后6次获中国图书奖，200多种图书获省部级、 华东地区级图书奖； 《中国文化史》、《世界文化史》被教育部确定为高中试验 教材。	哲学社会科学 图书，主要集 中在政治经 济、文史、实 用、教育

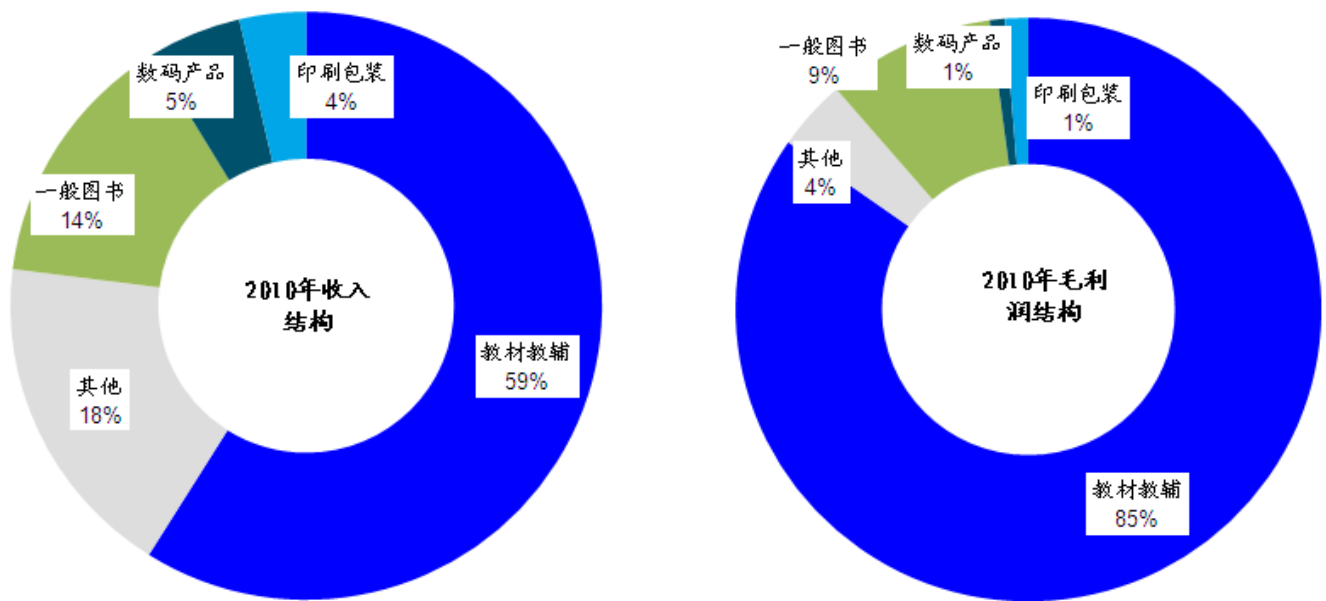
资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

2.3、公司教材教辅业务有望持续扩张

2010年，公司教材教辅业务实现收入17.88亿元、毛利润8.92亿元，分别贡献全年收入的59%、毛利润85%，是公司最主要的收入和利润来源。公司教材教辅业务主要目标市场为江西省中小学在校学生，来自中国统计年鉴数据分析可知，江西省中小学在校人数在2006年达到低点以来，后续年份持续上升，于2010年达到700万在校生的高峰，根据《江西省教育事业发展规划（公开征求意见稿）》制定“十二五”期间目标，到2015年江西省中小学在校生人数将达到710万，保持小幅增长。与此同时，随着居民人均收入提升，在教育方面投入将增加，学生在教材教辅方面的投入有望增长。稳步上涨的在校生人数和个人消费额的增长将推动教材教辅市场扩容，做为江西省教材教辅市场的主要厂商，公司的教材教辅业务有望持续扩张。

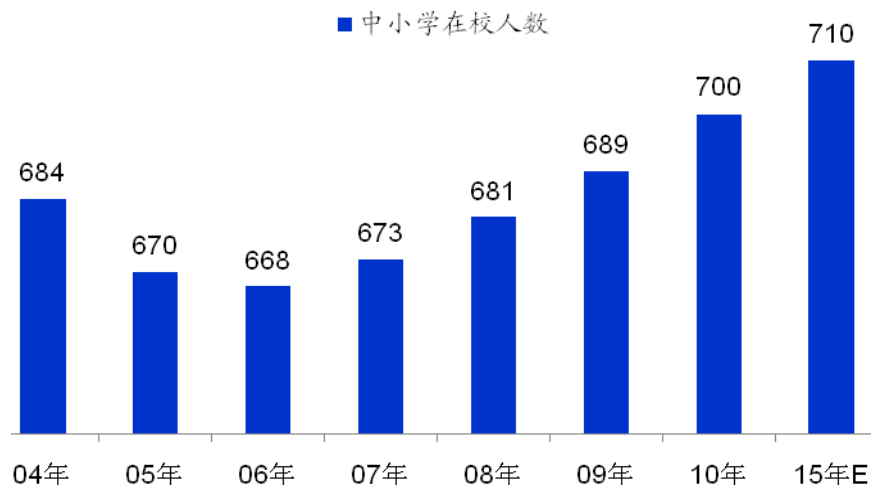


图 4、公司 2010 年收入结构与毛利润结构



资料来源：2010 年年报、第一创业证券研究所

图 5、江西省中小学在校学生人数（单位：万人）



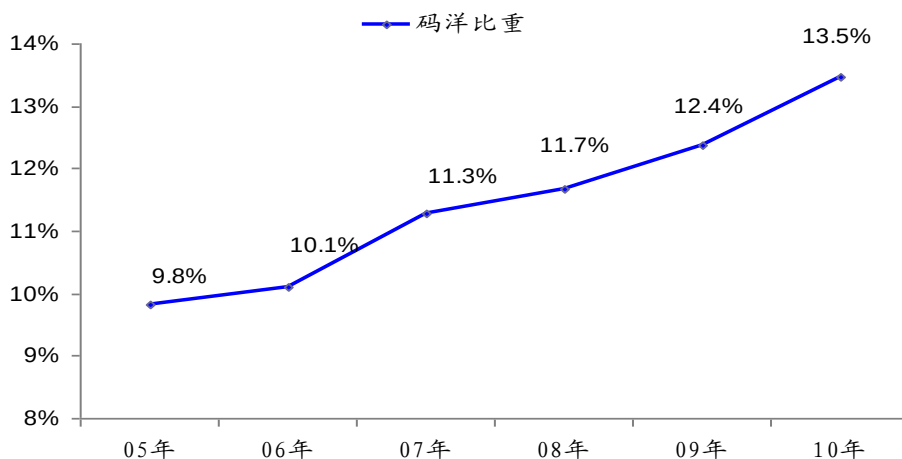
资料来源：中国统计年鉴、江西省人民政府、第一创业证券研究所

2.4、二十一世纪出版社——中国青少年出版的领导品牌

近年来，青少年图书增长率远高于其它细分市场，2010 年青少年图书零售市场码洋增速达 11.06%，远高于同期图书整体增长率，青少年类作品码洋占图书零售市场总码洋比重由 2005 年 9.8%稳步提升至 13.5%。青少年图书市场成为图书市场的“青少年”。



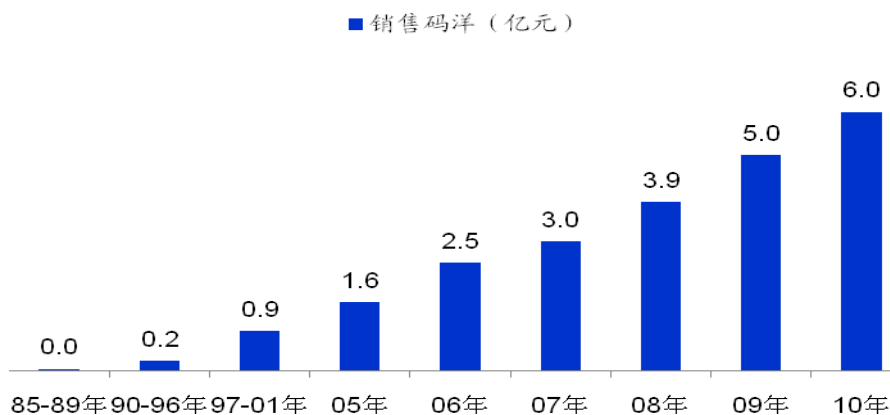
图 6、青少年类作品码洋占图书零售市场总码洋比重



资料来源：北京开卷信息技术有限公司、第一创业证券研究所

二十一世纪出版社是中国青少年出版社的领导品牌，根据 2010 年北京开卷信息技术有限公司数据可知，二十一世纪出版社位居青少年图书市场第三位，销售码洋占有率为 4.4%。公司近几年处于高速扩张期，2005 年至 2010 年，销售码洋 CAGR 高达 30%，远超同期图书出版行业约 6% 的增速。2010 年，公司年出书 1500 余种，销售码洋超过 6 亿元，其中一般市场图书 3.6 亿元，公司市场占有率居全国同类出版社之首，公司提出“十二五”期末，年销售码洋达 12 亿元，较 2010 年翻倍，以此推算，后续 5 年 CAGR 将达到 15%。

图 7、二十一世纪出版社历年销售码洋（单位：亿元）



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

表 4、2010 年青少年图书零售市场码洋占有率

排名	出版社	青少年图书市场码洋占有率
1	浙江少年儿童社	6.2%



2	童趣出版有限公司	4.9%
3	二十一世纪出版社	4.4%
4	明天出版社	3.5%
5	吉林美术出版社	3.4%

资料来源：北京开卷信息技术有限公司、第一创业证券研究所

公司资源丰富，与包括郑渊洁、那须正干等多国著名作家有合作关系，出版了《皮皮鲁总动员》、《我的儿子皮卡》等一系列畅销作品，其中《皮皮鲁总动员》自 2006 年至今，累计销售已突破 2000 万册。公司正在实践从单一媒体经营向跨媒体经营转变，目前已经有《小星星》、《大灰狼》等电子书刊，两者都被中国新闻出版总署评为向全国少年儿童推荐的优秀少儿刊物，并且公司版权保护得力，2011 年初，曾派遣卧底至印刷厂搜集盗版信息，成功破获盗印《皮皮鲁总动员》案，以至于盗版界有这样的说法：“二十一世纪出版社的书千万别盗”。公司优秀的推广运营能力和有力的版权保护措施，将吸引更多优秀作家，为公司积累丰富的作家资源。前文已经说明，以后图书出版的竞争将会以质取胜，而丰富的作家资源是高质量图书出版的基础，将支撑公司后续持续高增长。

表 5、与公司有合作关系的著名作家

合作作者	国籍	代表作品
郑渊洁	中国	《皮皮鲁总动员》、《童话大王》等
曹文轩	中国	《曹文轩文学论集》、《草房子》、《青铜葵花》等
晓玲叮当	中国	《写给小读者》、《超级笑笑鼠》等
毕淑敏	中国	《红处方》、《血玲珑》、《拯救乳房》等
杨鹏	中国	《杨鹏科幻系列》、《装在口袋里的爸爸》、《校园三剑客》等
那须正干	日本	《活宝三人组》系列
角野荣子	日本	《想吃意大利面》、《裤子船长的故事》、《我的妈妈阿静》等
佐佐木洋子	日本	《淘气宝宝》系列等
米切尔·恩德	德国	《小图丁杰姆和司机鲁卡斯》、《毛毛》、《讲不完的故事》等
奥得弗雷德·普鲁士勒	德国	《大盗霍琛布鲁茨》、《少年克拉巴德》等
罗伯特·麦克洛斯基	美国	《让路给小鸭子》、《美妙的时光》等

资料来源：公司网站、第一创业证券研究所



3、迈向包装印刷大市场

3.1、包装印刷连续 5 年保持两位数增长率

国家《新闻出版业“十二五”时期发展规划》将大力发展包括“印刷复制”在内的“五大产业”，提出“以技术升级和绿色环保为重点，加快数字化技术推广，坚持发展印刷复制产业，到“十二五”期末，争取成为全球第二印刷大国”。而印刷不仅是传统书籍、报刊印刷，还包括食品药品等包装印刷。

由于受到电子书、盗版、恶性竞争等影响，近年来，图书、报刊类印刷增长放缓，“十一五”期间，图书出版总印数年均增长率为 2.1%，报纸出版总印数年均增长率为 3.9%，根据新闻出版总局“十二五”规划，预计未来五年，图书报刊总印数平均增长率下降为 2%，虽然能够保持增长，但增速缓慢。

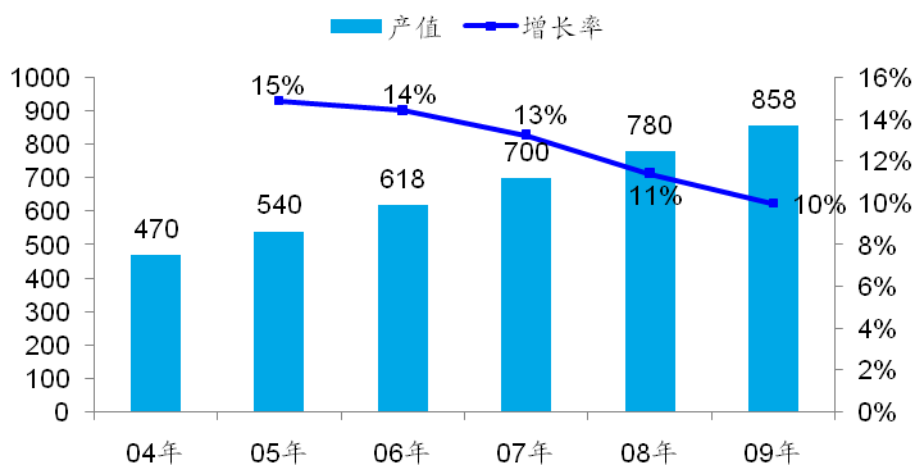
表 6、新闻出版业印刷类相关指标规划

指标	“十一五” 实际			“十二五” 规划	
	2005 年	2010 年	平均增长率	2015 年	平均增长率
图书出版总印数（亿册）	64.7	71.7	2.1%	79.2	2%
报纸出版总印数（亿份）	412.6	500.2	3.9%	552.3	2%

资料来源：新闻出版总署、第一创业证券研究所

相较于出版印刷的缓慢增长，包装印刷市场快速增长，以纸包装印刷为例，连续 5 年保持两位数的增长率，5 年复合增长率为 12.8%，2011 年市场规模有望突破 1000 亿大关，远超图书、报刊印刷。

图 8、2004—2009 年纸包装印刷产值（单位：亿元）



资料来源：中国印刷机械行业协会、第一创业证券研究所



3.2、印刷包装位居江西龙头

2010 年集团印刷包装业务收入 1.1 亿元，同比增长 11.6%，营业利润率 12.3%，同比增长 1.8PCT。上市公司全资控股江西新华印刷集团有限公司、江西新华九江印刷有限公司两家印刷公司，其中：江西新华印刷集团拥有代表世界印刷领先技术的海德堡四色、CP2000 四色胶印机、三菱四色印刷机等设备。2009 年，在全国 150 余家大型书刊印刷企业中，资产总额位居第 10 位，主营业务总额位居第 19 位。公司印刷包装产值、规模位居江西省龙头地位，2011 年获得“2009-2010 年度江西省优秀包装企业名单”。

公司计划投资 4000 万建设现代出版印刷基地，截至 2010 年底累计投资 2751 万元，工程进度已达到 90%，2011 年将继续在该项目上进行投入。公司未来着力打造在全省占据绝对市场份额的印刷企业。而公司与亚洲印刷行业巨头——香港利奥集团合资成立的江西华奥印务有限责任公司则为公司进军国际印刷市场建立了桥头堡。

我们认为，公司书刊印刷业务处于领先地位，包装印刷业务也有良好的积累，在公司现代出版印刷基地建设完毕，公司在书刊印刷积累的资源与能力有望支撑公司包装印刷业务的高速增长，同时考虑到公司在江西省印刷包装行业的龙头地位，江西省有望成为公司印刷包装业务的重要基地与市场，支撑公司向省外乃至海外市场拓展。

4、大力发展第三方物流

4.1、物流业连续 5 年高速增长 江西“十二五”规划大力发展物流业

现代物流业被认为是继劳动力和自然资源之后的“第三利润源”，并被誉为促进经济发展的“助推器”。据中国物流与采购联合会发布《2010 年全国物流运行情况通报》数据显示，2010 年我国社会物流总额 125.4 万亿元，同比增长 15%，全国物流业增加值 2.7 万亿元，同比增长 13.1%，连续 5 年保持高速增长，较 2006 年规模几乎翻倍。

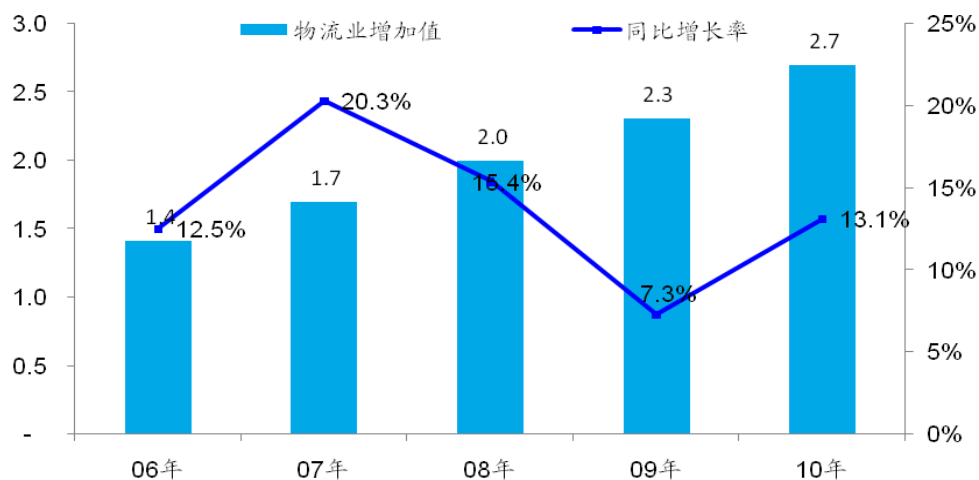
江西省在《江西省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中提出：发展现代物流业，加快物流园区和物流基地建设，依托南昌打造全国性物流枢纽，依托其他中心城市打造区域性物流中心。积极发展综合性物流、专业性物流和特色物流，推进制造业企业物流业务外包。推动城市公共配送中心和社区物流网点建设。提高流通领域现代物流运行质量和效益，大力发展第三方物流、农村现代物流、冷链物流和绿色物流。

与此相对应，江西省规划到 2015 年，公路总里程突破 18 万公里，高速公路超过 5000 公里，铁路营运里程超过 5000 公里，高速铁路超过 2000 公里，基本县县通高速，县县通铁路。发达的交通运输网为物流业高速发展提供了交通



运输基础。

图 9、2006—2010 年中国物流业增加值（单位：万亿元）



资料来源：中国印刷机械行业协会、第一创业证券研究所

注：增长率为可比价增长率

4.2、以出版物流起步 发展第三方物流 向供应链管理公司迈进

集团运营物流业务的子公司为江西省新华物流有限公司。江西新华物流有限公司成立于 2007 年，占地 54 亩，现有仓库建筑面积约 4 万平方米，货物年吞吐量为 10 万吨，储存量为 30 万吨。目前，江西新华物流已经与麦德龙、江中制药、苏宁电器、王老吉等大中型企业建立了物流配送业务关系，为其提供第三方物流服务。

公司实施三步走的发展思路：第一步，做稳做强出版物物流，打造成专业的出版物物流提供商；第二步，发挥全省新华书店网络优势，拓展非图书商品的物流服务，打造成提供第三方物流服务的专业物流公司；第三步，渗透到生产企业的供应链管理中，为生产企业提供原材料采购和配送服务，打造成供应链管理公司。目前公司正处于第二步，积极向供应链管理公司迈进。

物流行业包括信息、采购等 7 个关键环节，公司凭借新华书店的强势平台，集商流、物流、信息流和资金流“四流合一”的优势，涉及其中信息、采购、仓储三个环节。



图 10、物流行业主要经营环节



资料来源：第一创业证券研究所整理

信息：集团下属子公司江西省蓝海物流科技有限公司承建并运营江西省物流公共信息平台。江西省物流公共信息平台是由江西省发改委批准成立的省级物流信息基本平台，交易大厅将于 2011 年 11 月 1 日营业。江西物流公共信息平台发布车源信息、货源信息，用户可以通过交易平台进行配对交易，有望成为江西物流信息集散地。物流信息是物流行业的神经系统，公司承建并运营江西物流公共信息平台，占据了江西省物流业务的制高点。

图 11、江西物流公共信息平台主要栏目



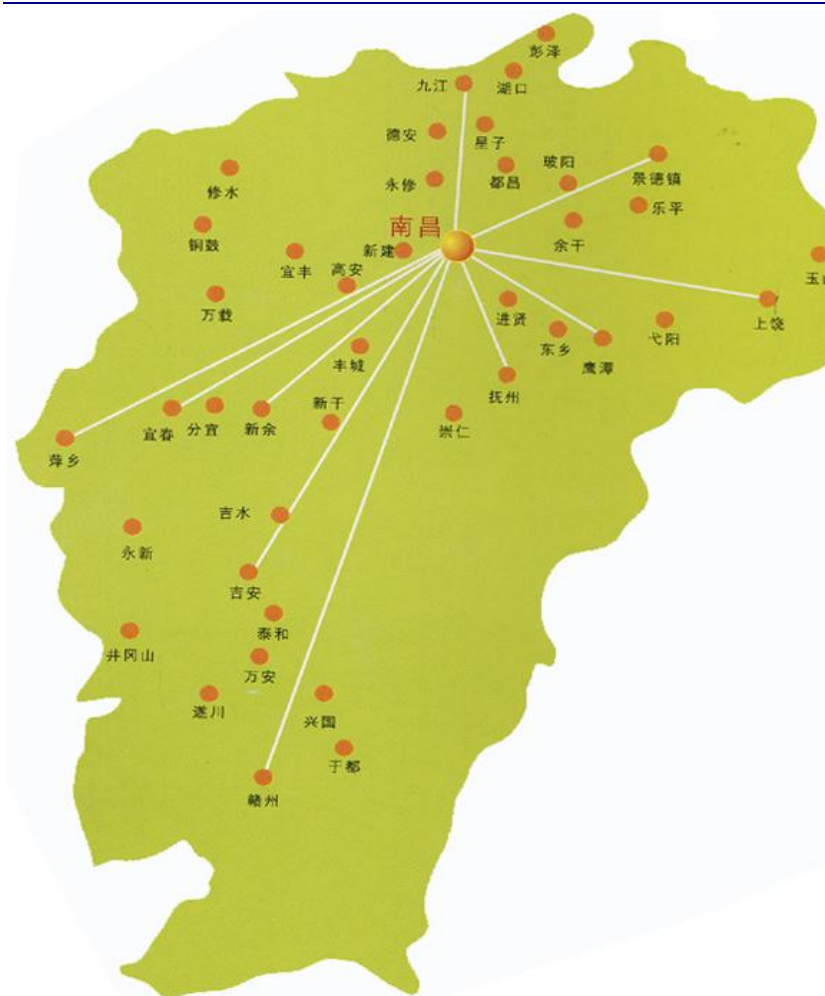
资料来源：公司网站、第一创业证券研究所整理

采购：物流公司背靠中文传媒，可以依靠集团的资金优势，实施代客采购业务。

仓储：江西新华物流公司占地 54 亩，仓库建筑面积约 4 万平方米，可以借助新华书店的强势平台，利用新华书店遍布全省的网络优势和服务优势。



图 12、江西省新华物流有限公司运营网络



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所整理

5、新华书店优势网点资源支撑向综合卖场拓展

江西新华发行集团旗下新华连锁经营分公司，共有直营连锁门店 101 家，加盟连锁店 1 家，经营面积达 6.5 万平方米。江西新华连锁经营分公司门店基本对江西省县级单位实现全覆盖，并且书店所处地理位置在所属县市属于中心位置。以南昌广场购书中心为例，该书店位于南昌市最繁华的八一大道，于 2006 年装修改造后，总营业面积达到 8700 平方米；九江书城位于九江老市区浔阳路，于 2006 年改扩建成功后，整栋新华大楼建筑面积达 15360 平方米，其中九江书城拥有 5000 平方米的大卖场。

表 7、南昌、九江新华书店

分店名称	地址	经营面积
南昌市分公司		总经营面积 2.8 万 m ²
其中：广场购书中心	南昌市八一大道 272 号	营业面积 8700 m ²
九江市新华书店		总营业面积 1.5 万 m ²



其中：九江书城	浔阳路 218 号	拥有 5000 m ² 的大卖场
---------	-----------	-----------------------------

资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

图 13、南昌新华书店和九江书城



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所整理

新华书店省内渗透至县级的营业门店和门店优异的地理位置,将为公司向综合类卖场拓展提供了优秀的网点和经营环境。以南昌广场购书中心为例,该中心共 5 层楼,营业面积高达 8700 平方米,拥有中央空调、双向自动扶梯、观光电梯、自动存包柜等服务设施,其中一楼卖场已经全部作为数码类电子产品经营场地,为书店向综合性卖场转型积累了经验。2011 年公司计划投资进行商业网店改建/扩建/新建项目,将进一步优化门店的经营环境。

由于综合卖场的单位面积销售额要高于书店,公司新华书店向综合卖场转型,将支持收入的高增长。

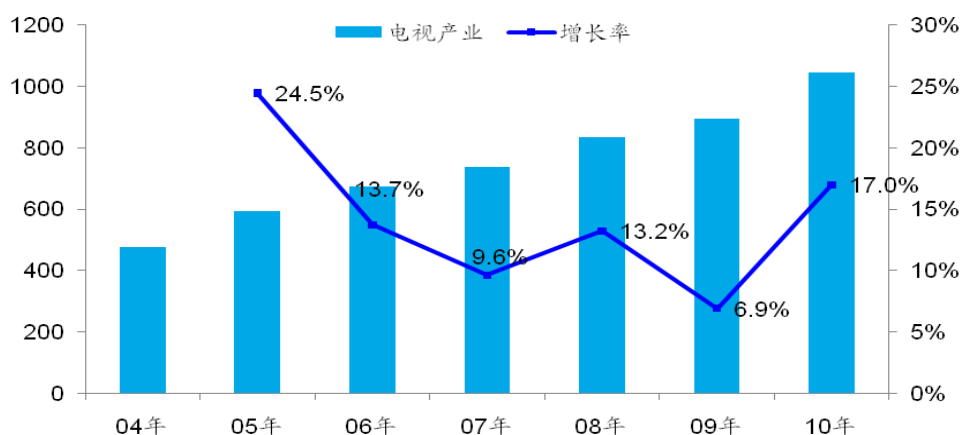
6、电视剧业务发展提速

6.1、电视剧成交额稳步增长

电视产业产值 5 年 CAGR 达 12%,并且在 2010 年突破 1000 亿元大关。而电视剧历来是电视台收视率及广告收入竞争最主要的筹码。根据艺恩咨询预计,2010 年国产电视剧交易总额约为 59 亿元,约占电视台广告收入 10%,占电视产业总收入 6%左右,但据央视 CSM 统计,2010 年,在省级上星频道中,电视剧占播出和收视的比重达到 37%和 42%,电视剧对电视台广告收入贡献可达 30%-40%,对比分析可知,电视台对电视剧投入产出是超值的。预计后续随各卫视竞争的深化,电视剧市场及电视剧价格,特别是精品剧价格存在持续增长的空间。



图 14、电视产业历年收入（单位：亿元）

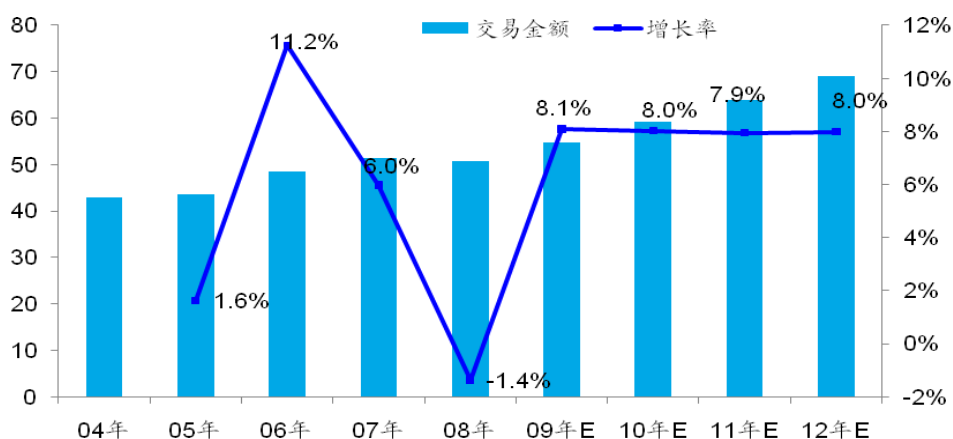


资料来源：中国传媒产业发展报告、第一创业证券研究所

网络视频的高速发展增加了电视剧的分销渠道和版权价值。据 CNNIC 数据显示，截止 2010 年 12 月，中国网络视频用户规模 2.84 亿人，网民渗透率达 62%，电影、电视剧是网络视频用户最为喜爱的内容，用户观看比例分别是 92.6% 和 87.2%，位居用户收看网络视频节目的前两位，网络视频已成为网民获取电视剧、电影等数字内容的重要渠道。作为电视剧数字版权采购方的视频网站，由于激烈竞争和 IPO 与募资带来充足的资源，视频网站影视剧采购价格持续高涨，从国内个案来看，影视剧网络版权三年翻了 4-10 倍，2011 年四月，乐视网斥资 2000 万元获得《后宫·甄嬛传》的独家网络版权。虽然网络版权销售对影视剧带来额外收入并不多，但制作方一方面可以借助视频网站对影视剧进行宣传，另一方面增加网络播出这一新型传播渠道，延长影视剧的生命周期与影响力，并有效遏制盗版，并且所获得的网络版权收益，属于额外新增收益。

预计在传统电视台和新型视频网站驱动下，电视剧交易额将保持稳步增长，在 2012 年达到约 70 亿的市场空间。

图 15、国产电视剧交易总额（单位：亿元）



资料来源：艺恩咨询、第一创业证券研究所



6.2、中视精彩增长提速

公司曾于 2009 年 12 月签订协议，出资 3000 万元持有北京中视精彩 60% 的股权。中视精彩是有较大市场影响力的民营影视公司，曾参与制作投资、独立拍摄了《宰相刘罗锅》、《幸福像花儿一样》、《天仙配》、《愚公移山》等多部热播电视剧，其中《天仙配》、《愚公移山》等剧登陆央视。江西出版集团有注资计划后，中视精彩电视剧业务明显提速，根据国家广电总局公示，2011 年以来，公司共有 3 部、85 集电视剧备案投拍，一季度备案公示电视剧集数就已经达到 2010 年全年 77%。

表 8、中视精彩于广电总局备案公示电视剧（2009 年—2011 年 6 月）

公示时间	剧名	题材	拍摄时间	拍摄时间	制作周期（月）	集数
2011 年 2 月	麻姑仙子	古代神话	2011 年 4 月	2011	12	25
2011 年 1 月	黄埔女生	近代革命	2011 年 2 月	2011	12	30
2010 年 12 月	钟馗传奇	古代神话	2011 年 3 月	2011	12	30
2010 年 9 月	莞香树	近代传奇	2010 年 10 月	2010	6	30
2010 年 8 月	天仙配后传	古代神话	2010 年 10 月	2010	6	30
2010 年 4 月	别样人生	当代都市	2010 年 6 月	2010	6	30
2010 年 4 月	黄梅戏宗师传奇	古代传奇	2010 年 5 月	2010	5	20

资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所

中视精彩是公司进军影视行业的“桥头堡”，公司传统新闻出版业务与影视业务存在良好的协同效应，主要表现在财务协同、经营协同等方面。中视精彩在获得中文传媒资金、经营方面的支持，同时考虑到中视精彩自身的行业积累，后续有望获得高增长。

7、非主营业务

7.1、集合资金信托投资收益兑现在即

2010 年末，公司可供出售金融资产共计 6.46 亿元，其中通过集合资金信托投资两个上市公司定向增发项目 2010 年底公允价值为 4.32 亿元，考虑到洪都航空、六国化工最新股价变动，在 7 月 4 日，公司所持金融资产市场价值为 5.31 亿元，较初始认购金额有 1.4 亿投资收益。其中投资洪都航空定发的集合资金信托在今年到期，投资于六国化工的集合资金信托在 2012 年 2 月到期。由于持有该部分金融资产的子公司享有所得税免税政策，以现在账面投资收益计算，可以增厚 EPS 0.24 元/股。



表 9、公司可供出售金融资产市场价值

项目	认购金额	资金投向	投资期间	2010 年底公允价值	2011 年 7 月 6 日 市场价值
集合资金 信托投资	2.41	洪都航空定发	自信托计划成立之日 2010 年 5 月起至信托计 划存续期满 12-18 个月 信托计划终止之日止	2.61	3.18
集合资金 信托投资	1.51	六国化工定发	自信托计划成立之日 2010 年 8 月起 18 个月	1.71	2.11
总计	3.91			4.32	5.30

资料来源：公司公告、Wind、第一创业证券研究所

7.2、“退城近郊”将带来 2.08 亿元现金

江西新华印刷公司名下位于“西湖区丁公路 120 号”的土地 47.77 亩，已被列入“退城近郊”计划，且与南昌市土地储备中心签订《储备合同》。上述土地在被政府收回后将支付补偿款，印刷公司应收到的补偿款估值为 2.35 亿元，扣除搬迁费用与拆迁损失 2700 万元，预计将为公司带来 2.08 亿现金。虽然由于会计准则规定，政府搬迁补偿款应计入“资本公积”科目，但是该搬迁补偿款是 2011 年一季度公司货币资金规模的 43%，能极大增加公司现金储备，支持公司发展。

8、估值处于行业低端 安全边际高

预计公司 2011、2012 年 P/E 分别为 21.X、18.X 倍，估值远低于传媒行业平均值 26.X、21.X 倍，处于传媒行业低端，股价下跌空间有限。考虑到公司进军包装印刷、第三方物流、综合卖场等市场空间巨大的行业，以及发展电视剧等高增长行业，公司未来有望实现高速增长。

表 10、中文传媒与其它传媒上市公司价值分析比较

股票名称	股票代码	股价(元)	EPS (元/股)			P/E		
			TTM	11 年 E	12 年 E	TTM	11 年 E	12 年 E
中文传媒	600373.SH	15.57	0.89	0.72	0.83	17.45	21.69	18.74
中南传媒	601098.SH	9.65	0.35	0.44	0.58	27.97	21.93	16.64
皖新传媒	601801.SH	14.58	0.36	0.40	0.45	40.32	36.40	32.52
新华传媒	600825.SH	6.97	0.20	0.23	0.27	34.39	29.85	26.09
时代出版	600551.SH	12.04	0.52	0.56	0.66	23.04	21.57	18.19
出版传媒	601999.SH	9.15	0.24	0.25	0.27	38.53	37.26	34.36



天舟文化	300148.SZ	13.65	0.32	0.46	0.66	42.05	29.67	20.68
传媒行业平均						28.27	26.09	21.55

资料来源：Wind、第一创业证券研究所

其中：11 年、12 年 EPS 预测数据，第一创业研究所有覆盖的，采用第一创业研究所数据，否则采用 Wind 数据；

传媒行业总计，统计股票为表中所列示的以新闻图书出版发行为主的股票。

9、盈利预测和投资评级

我们预计公司 2011 年到 2013 年的每股净利润将分别是 0.72 元、0.83 元、1.06 元，对应当前股价的市盈率分别为 21.X 倍、18.X 倍、14.X 倍。该盈利预测没有考虑集合资金信托投资收益的兑现，预计共可额外增厚当年 EPS 0.24 元/股。

我们看好公司以出版传媒业为主，向优势业务纵深拓展的战略，给予“强烈推荐”评级。

表 11、盈利预测（单位：万元）

项 目	2010	2011	2012	2013
一、营业收入	313,138	359,954	419,516	501,003
增长率	30.2%	15.0%	16.5%	19.4%
减：营业成本	200,338	232,936	272,577	329,330
营业税金及附加	2,345	2,540	2,939	3,433
销售费用	20,279	21,597	24,332	28,056
管理费用	55,387	59,752	67,123	75,150
财务费用	568	4,455	7,141	5,746
资产减值损失	6,505	4,202	4,589	5,541
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2,924	2,000	2,000	2,000
二、营业利润	30,639	36,471	42,815	55,746
增长率	9.3%	19.0%	17.4%	30.2%
加：营业外收入	6,787	6,448	6,770	7,109
减：营业外支出	1,113	779	818	859
三、利润总额	36,313	42,140	48,768	61,995
减：所得税费用	195	421	488	620
四、净利润	36,118	41,718	48,280	61,376
归属母公司净利润	35,257	40,717	47,121	59,903
增长率	24.4%	15.5%	15.7%	27.1%
少数股东损益	861	1,001	1,159	1,473
五、总股本(万股)	56,724.5	56,724.5	56,724.5	56,724.5
六、摊薄每股收益(元/股)	0.62	0.72	0.83	1.06
P/E(倍)	25.05	21.69	18.74	14.74

资料来源：第一创业证券研究所



10、风险提示

公司出版业务存在受盗版影响的风险，并且面临数字化的挑战。公司向包装印刷、第三方物流、综合卖场拓展，存在经验不足的风险。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120