

增持 维持

中南传媒 (601098)

2011 年 7 月 18 日

资源整合步伐有望悄然加快

计算机与通信行业首席分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672chenmf@htsec.com
021-23219409联系人: 白洋
baiyang@htsec.com
021-23219646

● 事件:

中南传媒 7 月 15 日召开股东大会, 会议审议通过了三项预案, 均与资金使用相关, 包括: 提高了股东大会和董事长审批对外投资额度, 运用募集资金置换预先投入的 3623 万元自筹资金, 利用公司不超过 5 亿元自有闲置资金进行委托理财。

● 点评:

公司整合的步伐有望悄然加快。根据原先的规定, 若单笔对外投资超过 1000 万元, 则需通过董事会, 若超过 5000 万元, 则需通过股东大会, 各种会议虽然是制度健全的必须, 但过于频繁和琐碎的程序, 对于一些规模不大、又有资源优势的对外投资项目, 无疑会降低公司市场决策的效率。我们认为本次提高股东大会和董事长审批对外投资额度, 最大程度上降低了制度上的阻力, 提高了市场化决策的能力, 某种意义上, 也给市场释放了今后资源或将整合提速的积极信号。

虽然无法预测并购的具体项目和落地时间, 但未来资源整合贯穿三条主线: (1) 省外国有资源的并购, 目前来看各省行政力量干预仍是阻力; (2) 民营的优质资源, 公司前期与北京博集天卷签订战略合作协议, 共同出资成立中南博集天卷, 公司占 5% 股份, 民营并购阻力小, 预计未来仍会不断有新项目落地。民营资源的并购将是今年的主要发力点, 届时公司在图书零售市场的影响力将得到极大增强; (3) 新媒体方面资源, 公司拟与华为共同增资天闻数媒 3 亿元, 与中广传媒就精彩中南空中教学项目开展合作, 内容接入三大电信运营商, 未来也会和下游渠道能凝聚用户的互联网公司合作, 当然也不排除适当的并购项目。

利用自有资金季节性理财体现公司精细化管理。教材教辅占公司主业的大部分, 其季节性也相当明显, 因此公司往往会出现季节性的资金富裕, 通过将季节性闲置资金运用于委托理财能最大化的利用资源, 本次理财并不涉及募集资金。目前一年期定存利率 3.5%, 考虑到公司去年募集 40 亿, 再加上自有资金的收益, 我们预计今年的利息收入有望达 1.5 亿。

● 盈利预测和投资建议:

不考虑收购的情况下, 我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.41 元, 0.48 元和 0.57 元, 对应年增速分别为 24%、18% 和 19%。若剔除利息收入影响, 则公司 2011-2013 年业绩增速分别为 5%、19% 和 24%。公司在行业中质地优异得到了市场的普遍认可, 但新媒体对传统出版行业冲击也增加了市场对公司的担忧。我们认为, 恰如凤凰新媒体脱胎于凤凰卫视, 而成为公司未来的发展方向, 公司传统业务运转正常, 在数字出版上真正有意识、有行动, 天闻数媒业务前期准备良好, 目前已经是国内影响最大, 受关注度最高的数字出版机构, 未来发展值得关注。随着对外整合的速度进一步加快, 将进一步强化公司现有的优势, 增强协同效应。公司当前股价对应 2011-2013 年 PE 为 24 倍、20 倍和 17 倍, 较市场、行业均有良好的安全边际。维持“增持”评级, 目标价 12 元, 对应 2012 年 25 倍 PE, 建议长期投资者积极关注。

● 主要风险:

天闻数媒业务推进过程中的不确定性; 教材出版与发行制度的政策风险。

财务报表分析和预测

收益率	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率（%）	40.5	40.1	40.3	40.5
销售费用率（%）	11.3	11.5	11.5	11.0
管理费用率（%）	15.7	16.2	16.0	16.0
净利率（%）	12.6	13.8	13.9	14.1
EBIT/销售收入（%）	12.3	11.4	11.6	12.3
EBITDA/销售收入（%）	15.4	14.0	14.7	15.3

资产获利率	2010	2011E	2012E	2013E
ROE（%）	8.4	9.6	10.4	11.2
ROA（%）	6.1	6.9	7.4	7.9

增长率	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率（%）	17.5	13.6	16.9	17.0
EBIT 增长率（%）	22.4	5.0	19.3	24.3
EBITDA 增长率（%）	53.1	3.1	22.8	21.5
净利润增长率（%）	23.3	24.0	17.9	18.5
股东权益增长率（%）	23.8	24.0	17.9	18.5

资本结构	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率（%）	27.2	28.0	28.4	28.6
流动比率（倍）	2.9	2.8	2.7	2.8
速动比率（倍）	2.5	2.4	2.3	2.3

资产管理效率	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率（次）	0.62	0.53	0.56	0.60
固定资产周转率（次）	4.06	4.04	3.88	4.28
应收账款周转率（次）	15.45	15.45	15.51	15.40
存货周转率（次）	3.41	3.30	3.15	2.99

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	476258	540899	632139	739603
营业成本	283463	323744	377377	440063
销售费用	53862	62203	72696	81356
管理费用	74732	87626	101142	118336
财务费用	-1543	-13224	-14702	-13102
投资收益	48	300	900	1100
资产减值损失	5668	4046	5653	4690
营业利润	54656	70593	83613	100864
EBIT	58582	61526	73427	91289
折旧摊销	14699	14036	19386	21511
EBITDA	73280	75561	92813	112800
利润总额	60125	74723	88100	104364
所得税	0	149	176	209
少数股东损益	752	933	1100	1303
归属母公司的净利润	59372	73640	86823	102852
每股收益（元）	0.33	0.41	0.48	0.57

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	632443	652232	684315	771417
应收款项	45706	75943	89352	104541
存货	92455	103598	135856	158423
流动资产	765072	826132	901151	1024620
固定资产	115752	152138	173772	171760
总资产	972973	1072192	1177345	1297303
应付账款	109699	148922	173593	198029
长期借款	1210	1510	1810	2110
总负债	264539	299715	334309	370683
股东权益	703072	766182	835640	917922
每股净资产（元）	5.42	5.97	6.56	7.22

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	80388	78691	83066	111171
投资性现金净流量	-11981	-51895	-48620	-16900
筹资性现金净流量	344986	-7007	-2363	-7169
现金净流量	413393	19789	32083	87103

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 17.96 亿股计算。

相关报告：

中南传媒（601098）2010 年报点评：各项业务增长良好，新媒体布局进一步完善（增持，首次）2011-4-18

中南传媒（601098）新股投资价值分析报告：多介质全流程的文化产业领军企业 2010-10-15

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出		个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准	类别	评级	说明	
		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
			中性	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。				

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。