

乘“风”起航的文化传媒龙头企业

新股上市深度

◆全国规模最大图书企业，出版集团实力榜上“常胜将军”

公司是国内最具实力的出版企业、规模最大的图书发行企业、中国第 2 大中小学教材出版基地。2010 年收入 54.07 亿元，净利润 6.62 亿元。公司经营“规模”与“效率”并举，通过产业链经营获得优于同行的盈利能力，拥有的业内规模最大的渠道和实体网络延伸品牌的影响力；依托经济和文化大省江苏，经营具有地缘优势；2009 年通过增资方式并购海南新华，成为首家实现整体跨省重组的省级出版发行企业，跨区域并购有先发布局优势。

◆行业面临广阔的整合空间，公司作为“领头羊”将更受眷顾

中国图书行业是传统行业，但不是衰退行业。政策管控及版权环境等因素正得到改观，文化消费支出提升，国民阅读消费基础渐夯实，“量”与“价”共升，数字化突飞猛进带来增量市场，图书行业未来将延续增势并获得“质”的提升的良机。此外，行业进入规模发展的产业整合期，行业资源将流向以公司为代表的资本平台优越、创意人才集聚的龙头公司。

◆募投项目提升公司综合竞争能力

募集资金投资项目顺应国际图书行业趋势，集中在文化 MALL 建设、教育类图书复合出版项目、信息化及电子商务建设等方面，将推动公司主营业务规模持续扩张，培养新的盈利增长点，创新业态，从而提升综合竞争力。

◆盈利预测与投资建议：

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.34 元、0.39 元。我们认为，公司具有强大的品牌优势、渠道网络优势，业务壁垒高且可拓展空间较广阔，整体业务推进、市场拓展能力突出。行业龙头地位、丰富的内容资源和资金实力，给公司发展系上了多道“保险绳”；文化政策细则后续落地，给公司发展送上好风，后续有望在跨区域拓展等方面收获实质性机遇。目前与凤凰传媒业务相近的 A 股可比公司 2010 年 PE 平均值为 46 倍，市场一致预期对应的 2011 年 PE 均值为 35 倍。与公司业务规模和结构最为相近的中南传媒股价对应 2011 年 EPS 为 27 倍。我们结合业绩增速等因素，给予公司 25-28 倍估值水平。综合绝对估值和相对估值，合理价值区间为 8.50-9.52 元，对应 2012 年 25-28 倍 PE，建议申购价格 7.00-7.84 元，对应 2011 年 25-28 倍 PE。

◆风险提示：

行业竞争加剧；新媒体冲击；募投项目成效具有不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,037	5,407	6,069	7,053	8,397
营业收入增长率	10.14%	7.34%	12.24%	16.22%	19.06%
净利润（百万元）	642	662	725	865	996
净利润增长率	41.84%	3.06%	9.53%	19.25%	15.18%
EPS（元）	0.25	0.26	0.28	0.34	0.39
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.85%	17.25%	8.40%	9.25%	9.87%

（新股）

合理申购价格：7.00-7.84 元

预计上市价格：8.50-9.52 元

分析师

张良卫（执业证书编号：S0930511080002）

021-22169049

zhangliangwei@ebsecn.com

联系人

孙金霞

021-22169042

sunx@ebsecn.com

发行数据

发行价格：-(元)

发行规模：509(百万股)

发行后总股本：2,545(百万股)

发行方式：网下询价,上网定价

发行日期：2011-11-22

主承销商：中国国际金融有限公司

主要股东：江苏凤凰出版传媒集团有限公司

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
文化 Mall 建设	97,712
连锁经营网点改造	7,903
文化数码用品连锁经营	7,494
新港物流中心二期建设	34,990
教育类出版省外营销渠道建设	17,308
基础教育出版数字化建设	35,350
职业教育教材复合出版	25,231
ERP 建设	20,059
电子商务平台建设	5,110
补充流动资金	25,000
总金额	276,157

一、全国规模最大和最具影响力的图书企业

公司控股股东为江苏凤凰出版传媒集团，持有发行前 92.63% 的股份。凤凰出版集团多年位居全国出版集团实力榜前茅，2008 年位列中国最大 500 家企业集团第 398 位，在全国新闻出版行业排名第一，2008-2010 年连续入围“中国文化企业 30 强”并名列前茅。

公司承继了出版集团全部出版和发行主业资产，包括江苏人民出版社、江苏凤凰教育出版社、江苏凤凰少年儿童出版社、江苏译林出版社等 9 家出版社和 66 家区域性新华书店，还有多家职业教育图书、物流、信息技术方面的专业子公司、控股及参股公司，构成了完整的出版和发行产业链。此外，公司 2009 年通过增资方式完成了对海南新华的重组，拥有 51% 控股权。

图表 1：公司控股股东是全国最具实力出版集团

2010 年全国第三届文化企业 30 强（新闻出版类）

排名	企业
1	江苏凤凰出版传媒集团公司
2	中国教育出版传媒集团有限公司
3	中南出版传媒集团股份有限公司
4	江西省出版集团公司
5	浙江出版联合集团有限公司
6	广州传媒控股有限公司
7	安徽出版集团有限责任公司
8	四川新华发行集团有限公司
9	山东出版集团有限公司
10	中国出版集团公司

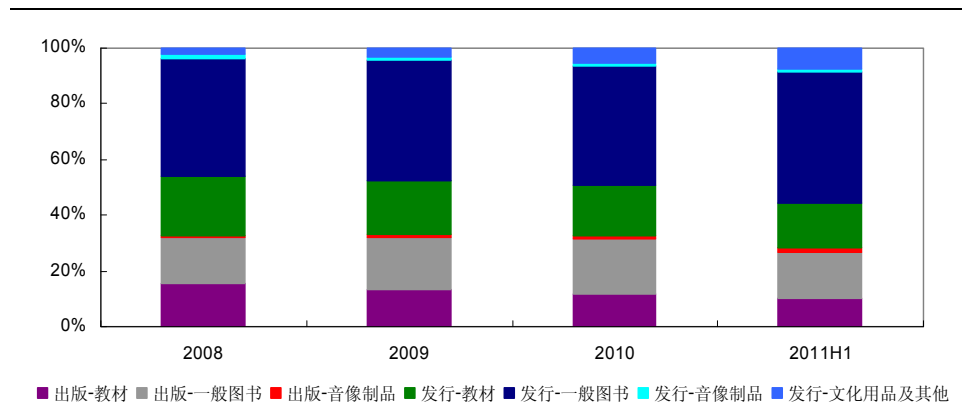
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

公司是全国最大的图书发行企业，截至 2010 年连续 19 年保持全国图书发行规模第一。公司出版的“凤凰”版教材和“凤凰”品牌大众读物在全国享有较高声誉，其教材被 29 个省市逾 4000 万名学生使用，使公司成为全国第二大中小学教材出版基地。

公司收入主要来自于出版和发行，出版包括教材、一般图书以及音像制品的出版，发行包括教材、一般图书（含教辅）、音像制品以及文化用品的发行。

图表 2：图书出版和发行构成公司主业

2008-2011H1 公司主营业务构成

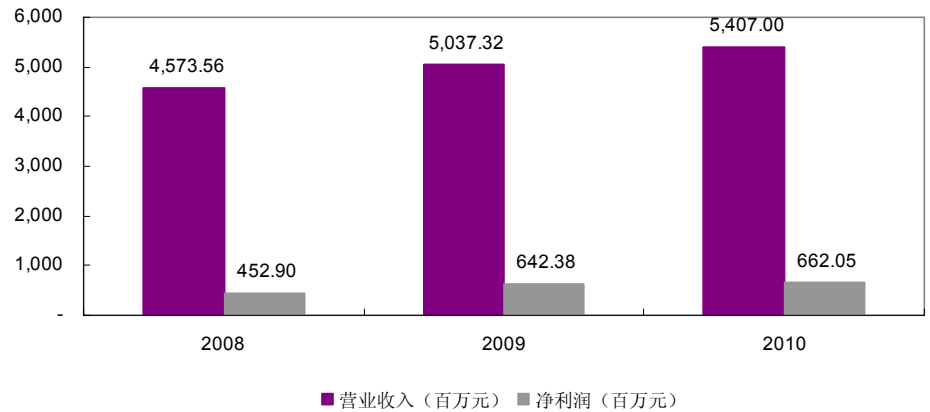


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

2008-2010 年，公司营收和净利润呈现增长态势，2010 年公司实现营业收入 54.1 亿元，主要来自于出版和发行两大板块，其中出版和发行分别贡献 22.2 亿元和 45.6 亿元，内部抵消数位 15.4 亿元，实现净利润 6.62 亿元。

图表 3：公司营收和净利润稳步增长

2008-2010 年公司营业收入和净利润



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

需要说明的是，公司采取的会计政策相对稳健，遵循财政部和国家税务总局关于宣传文化增值税和营业税优惠政策的规定，将涉及发行业务相关收入的退还及减免的增值税税款计入“专项应付款”（用于发行网点建设和信息系统建设），而非计入利润表科目。若与同行可比公司一样将增值税优惠计入利润表科目，则公司的净利润将有较大提升。

二、行业分析：政策东风与阅读需求激发行业活力，出版是传统行业，但不是衰退行业

中国出版传媒业面临难得的“质”的提升的良机。一方面，曾对行业形成压制的政策管控及版权环境等因素正得到改观；另一方面，国民阅读消费基础渐夯实，“量”与“价”共升，以及数字化突飞猛进带来增量市场。两者相遇，中国出版传媒产业规模有望释放。此外，行业集中化趋势使重组整合在未来 3-5 年风起云涌。

2.1、政策红利空前，出版传媒企业直接受益

国家“十二五”规划提升文化产业地位，明确定位为“支柱性产业”，文化产业增加值占 GDP 比重需从当前 2.5% 上升至 5% 左右。中共中央政治局今年 9 月专题研究深化文化体制改革、推动文化大发展大繁荣，10 月落幕的中共十七届六中全会专题讨论文化命题。文化成为党的全会的主题，属于高层近年来罕见之举。

根据深化文化体制改革的精神，财税部门将重点支持文化企业的发展，文化企业的并购重组也得到中央层面的明确支持和鼓励。中央意在培育龙头文化企业，未来通过兼并重组等外延手段合纵连横将成为文化产业做大做强的一大推手，文化传媒跨行业、跨区域重组有望迎来“窗口期”。

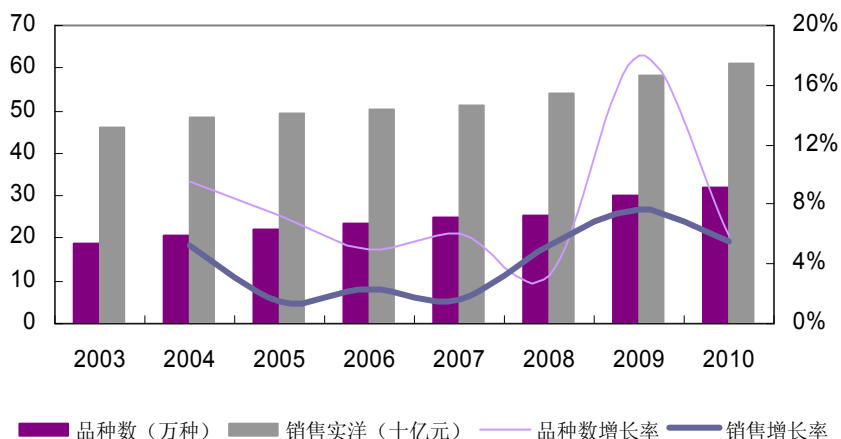
最直接受益于文化政策红利的将是传统媒体公司，它们既是文化体制改革的先军，同时又几乎都是地方有实力的传媒企业，带有相对明显的国有背景色彩，将更易得到行政推动和支持。

2.2、出版产业发展环境向好，纸介质图书消费市场稳步发展

尽管有关实体书将消亡、纸介质图书消费将被其他媒介阅读所取代的声音一直不绝于耳，尽管图书出版产业有没有未来的质疑一直存在，但数据表明，我国纸介质出版的品种增长率和销售收入自 2003 年起一直在稳定增长。

图表 4：图书产业持续增长势头

2003-2010 全国图书出版品种与销售收入统计



资料来源：新闻出版总署，光大证券研究所

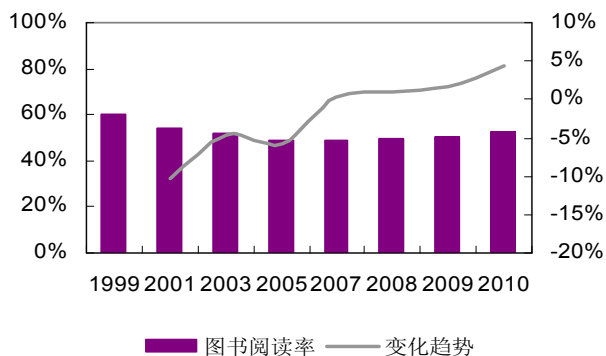
2.3、阅读“回暖”，教育支出稳步提升，夯实出版“基础设施”

近几年来国家教育支出逐年递增，2007 年到 2009 年分别为 12148 亿元、14508 亿元和 16503 亿元，年均增长 16.55%。同时，2006 年以来国家推动“全民阅读”，刺激了图书需求和出版发行行业的发展动力。

我国国民的综合阅读率 2008 年以来逐年提高，在期刊杂志阅读率下降背景下，综合阅读率提升来自于图书阅读率和数字阅读率上升的贡献。图书阅读自 2005 年起连续“回暖”，从历年国民阅读调查核心指标数据来看，1999-2005 年间受图书价格虚高、市场中低劣产品为数不少等困扰，图书阅读率连年下降。2005 年后，因国家有关部门推动全民阅读，社会总体经济水平提高带动受众的图书价格承受能力提高，图书产品质量的提升、题材的扩大激发出阅读愿望等因素，国民阅读率呈上升态势，2010 年图书阅读率达到 52.3%。

图表 5：国民图书阅读率 2005 年后止跌回升

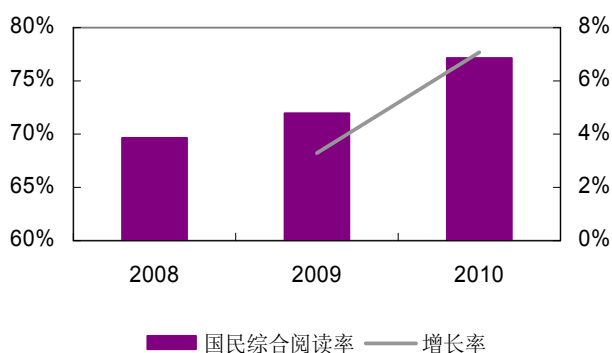
1999-2010 年全国国民图书阅读率调查



资料来源：国家新闻出版总署，光大证券研究所

图表 6：国民综合阅读率连年提高

2008-2010 年全国国民综合阅读率调查

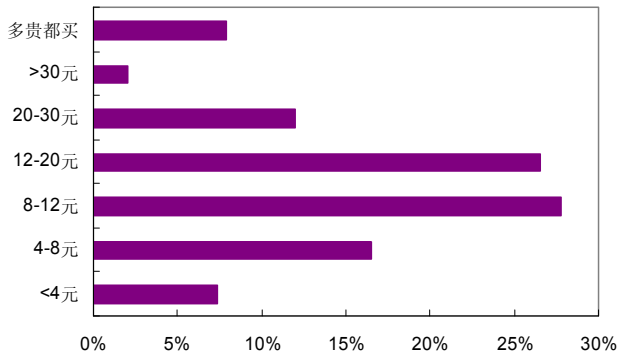


资料来源：国家新闻出版总署，光大证券研究所

2010 年我国国民能够接受一本 200 页左右的文学类简装书的平均价格为 12.75 元，比 2009 年的 11.17 元增加了 1.58 元。版权环境的持续向好，也在逐渐扫除困扰产业发展的障碍因素。从阅读产品的国际比较来看，美国、日本和英国的年人均阅读量分别为 25 本、40 本和 20 本，远在我国年人均阅读 4.5 本之上，提示了我国阅读消费市场的潜力空间。

图表 7：国民图书价格承受能力提高

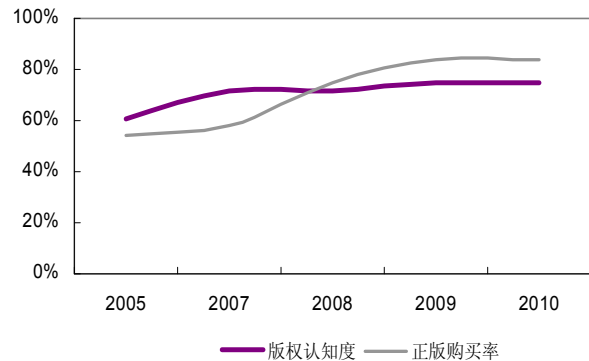
2010 年国民对图书价格承受能力统计



资料来源：全国第 8 次国民阅读调查，光大证券研究所

图表 8：国民版权意识逐年增强

2005-2010 年国民正版购买率与版权认知度统计



资料来源：历次全国国民阅读调查，光大证券研究所

2.4、数字出版突飞猛进，带来阅读“增量”市场

数字技术和网络技术并非出版业的“杀手”，电子书出版、互联网出版、手机出版、动漫网游出版等数字出版产品形态不断丰富，极大增强了新闻出版的创新力和传播力。

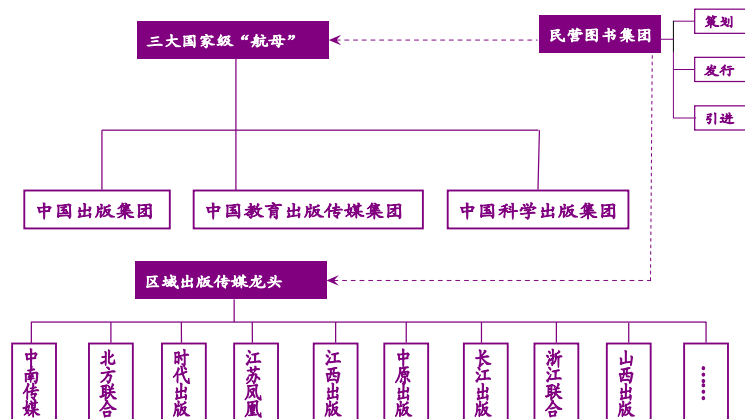
2010 年国民数字化阅读方式的接触率为 32.8%，比 2009 年增加 8.2 个百分点，增幅为 33%；数字出版总产值逾 1000 亿元，对照 2006 年约 200 亿元、2007 年 360 亿元、2009 年 799 亿元，连续 5 年来增速在 50% 左右。网络阅读、手机阅读、手持式阅读器阅读等数字媒介阅读普及，使很多原来不看书的人有时间有条件 and 有兴趣看书了，提高了阅读总时长，延伸了内容的价值空间，带来的是增量市场。

2.5、产业进入规模整合期，资源和政策利好向优质公司流动

考量全球出版行业，大型出版集团占据出版市场主要份额。欧美大型出版传媒集团因传统市场空间增长趋于平稳，需不断整合才能焕发活力，近年来更是将并购作为发展的一个重要手段。在我国，随着出版行业逐步取得政策突破、进入规模发展的产业整合期，出版资源将流向媒介形态先进、资本平台优越、创意人才集聚的龙头公司。新闻出版总署提出，通过 3-5 年产业整合，培育出六七家“双过百”（即资产与收入均超过一百亿人民币）的大型出版传媒企业。

图表 9：未来资源将向龙头公司集中

我国未来出版行业生态格局



资料来源：光大证券研究所

基于以上分析，我们认为，2011 年图书出版产业的总体增长势头仍将延续，未来 3-5 年数字出版将继续迅猛发展，但“物理浏览”仍将是我国出版行业消费者的主要消费方式，纸质图书不会被取代，具体原因还包括：（1）已有两代人养成阅读纸质书的习惯，电子阅读即使再便捷，纸质图书仍是他们不可或缺的。当从小就熟稔 iPad 的一代成为阅读的主流人群时，中国受众的阅读习惯才将发生天翻地覆的改变。（2）目前在中国，数字阅读要成为主流，还须克服关键性难题：终端价格，有一批从事内容加工整理的机构，搭建数字内容销售的平台及渠道。美国在这些方面发展较早，因此其数字出版市场比其他国家发达，即便如此，电子书目前仅占 10% 市场份额。（3）今年 4 月公布的第 8 次全国国民阅读调查显示，网民中更倾向于“拿一本纸质图书阅读”的比例仍高达 63.8%；34.4% 网民倾向于数字化方式的阅读。

出版行业 2010 年达 12000 亿元，增加值 3500 亿元。按照《新闻出版业“十二五”时期发展规划》，新闻出版产业至“十二五”期末取得总产出 29400 亿元，实现增加值 8440 亿元。据此测算，新闻出版产业增速达到 19.2%。像凤凰传媒这样的领军企业，将在政策推动下成为跨地区战略重组的领头羊。

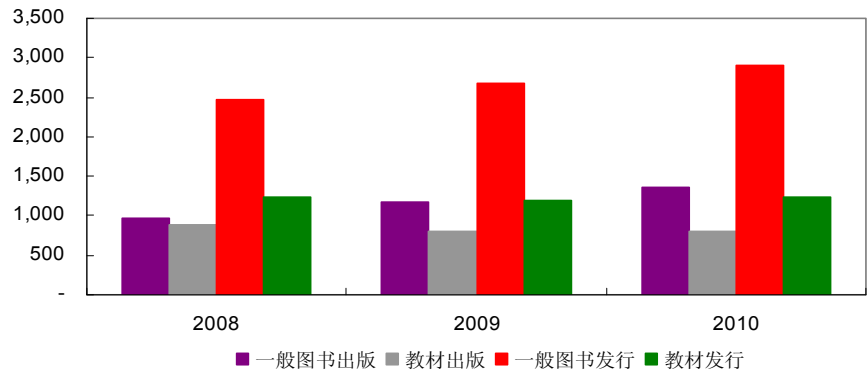
三、公司分析：规模与效率并举，文化航母顺风起航

3.1、主营业务“护城河”宽阔，可拓展空间大

公司的营业收入主要来自于教材和一般图书的出版和发行。

图表 10：教材和一般图书构成公司主体业务

2008-2010 公司教材和一般图书出版和发行分项收入



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图书行业壁垒很高，尤其是教育图书，受到严格的政策限制，准入门槛极高。教育出版在全球图书市场都处于较重要的位置，每年教育类图书的销售占全球图书销售总收入 40%-50%。可以说，这是一块市场各方觊觎却难以吃到的“肥肉”。

公司在江苏省的中小学教材发行业务中占主导地位，“凤凰”版中小学教材在全国新课标教材市场具有强大的竞争力和品牌影响力。公司出版了 23 种中小学课标教材，成为人民教育出版社之外中小学课标教材出版品种和数量最大的供应商。与同行公司的教材业务相比，“凤凰”版教材的主科优势突出。

图表 11：公司拥有自主知识产权的中小学课标教材

学科	阶段
语文	小学、初中、高中
数学	小学、初中、高中
科学	小学
英语	小学
物理	初中
化学	高中
生物	初中、高中
音乐	小学、初中
美术	小学、初中
思想品德	小学、初中
通用技术	高中

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

公司的一般图书业务受优质出版资源等优势驱动，2009 年和 2010 年，一般图书出版业务分别增长 20.47% 和 14.98%，一般图书发行业务持续增长 8%。公司旗下 9 家出版社经多年的耕耘，实力与声誉均位于中国出版行业第一方阵，苏教社、苏人社、译林社等 6 家为国家一级出版社，并进入中国百家出版社行列。公司拥有的中国百佳出版社数量位列全国第 2，仅次于中国出版集团。

在人文社科、科学技术、教育理论、世界文学、少儿文学、古籍整理等板块，公司逐步形成了内容创新力和文化影响力。一批畅销书的涌现也印证了公司的需求发现能力。

图表 12: 公司拥有自主知识产权的中小学课标教材

类别	代表产品
古籍整理	《册府元龟》、《全元文》
科学技术	《中国现代农业理论与实践》
中外文学	《古希腊悲剧喜剧全集》、《山楂树之恋》、《青铜葵花》、 《兄弟连》、《草房子》、《麦田里的守望者（插图本）》、 《乌丢丢的奇遇》
教育理论	《母语教材研究》
人文社科	《中国近代通史》、《中国佛教通史》、《资本主义理解史》、 《20 世纪外国文学史》

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

未来随着市场需求的进一步挖掘以及营销网络的拓展，公司图书出版和发行业务在实施地域扩张的同时，在教育图书、专业图书和大众图书的产品种类上也持续拓展。例如职业教育教材，公司的职业教育出版中心已独立开发出职业教育教材 500 多种，旗下江苏现代职教图书发行有限公司统一负责职业教育教材的发行工作，在此基础上，公司有望成为门类齐全、影响范围覆盖全国的职业教育教材出版基地。

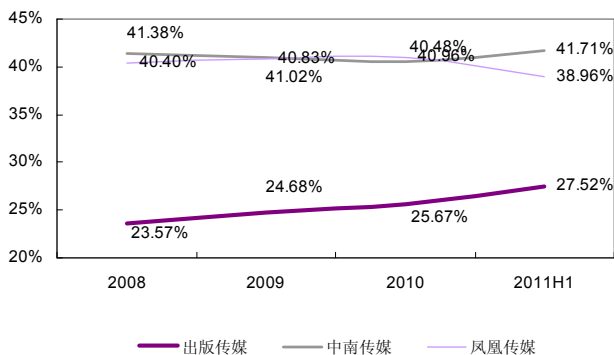
3.2、产业链经营，毛利率高于同行

公司 2008-2010 年毛利率水平分别为 40.4%、40.8%和 41.0%，高于出版传媒、时代出版等同行业公司，与中南传媒相当。

相对于皖新传媒等仅有出版或发行业务的企业，公司业务同时涵盖出版和发行环节，产业链运营催生协同效应，一方面，发行网络掌握的读者消费需求信息反馈给各出版社，有利于出版社根据最新市场动向确定图书选题，满足市场需求，保持创新能力和市场竞争力，另一方面，有利于公司减少图书中转环节，提高运营效率，减少中转过程中的损耗，从而降低交易成本。

图表 13: 公司盈利能力高于同行

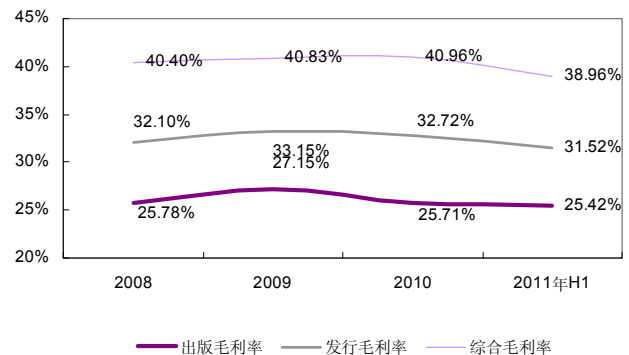
出版上市企业毛利率比较



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图表 14: 公司产业链运营取得业务协同效应

公司综合毛利率与单项毛利率比较



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

3.3、销售网络和物流优势，影响力延伸到图书网络“神经末梢”

完善的发行网络体系和高效的物流保障能力为公司品牌影响力延伸提供了保证。

(1) 省内销售网络覆盖广泛，省外网点初具规模

公司及 66 家区域新华书店子公司、3 家控股子公司（现代职教、海南新华和义乌万卷）从事出版物的发行业务，拥有各类销售网点 856 个，总建筑面积 80.74 万平方米，销售网络以江苏省内市场为基础，同时辐射全国。

公司省内销售网络覆盖广泛，共有 825 个销售网点，已初步形成大中型书城（文化 MALL 及城市中心门店）、城市非中心门店、专业书店、校园书店、超市书店、乡镇网点及书报亭等多层次的实体销售网络；省外销售网点已初具规模，为省外业务拓展提供了载体。目前，公司在浙江义乌、贵州贵阳、六盘水等地拥有 4 个连锁网点，控股子公司海南新华在海南省拥有 27 个网点。

销售网点中自有比例高达 90% 以上，避免了租赁物业租金上涨带来的经营压力，持有成本高；由于开设时间较早，这些网点大多占据各城市商业区的黄金位置，城市中心门店建筑面积占比达到 50% 以上，商业价值高。

特别值得一提的是，公司在国内率先探索“文化 MALL”业态，相继建成 7 个建筑面积 1 万平方米以上的大型书城，其中徐州书城的建筑面积超过 36000 平方米。借助大型书城的运营，公司探索出一条以经营图书业务为核心，引进多元文化产品及服务，形成书城、文化体育用品销售、电影院线、青少年活动中心、文化休闲娱乐中心等多种文化相关业态协同发展的业务模式，创造了新的盈利增长点，巩固了差异化竞争优势。

(2) 强大的物流体系

公司的物流服务体系以南京新港物流配送中心、淮安物流分中心以及各子公司仓库为主体，以 25 家签约直发、代发印刷厂为补充。其中，南京新港物流配送中心是目前我国出版物流通领域规模最大、科技含量最高、运营能力最强、功能齐全、辐射全国的现代图书物流配送中心之一。一期工程于 2006 年 6 月竣工并投入运营，被誉为“中国出版业标志性工程”。

强大的仓储和物流体系不仅可以使公司在传统销售渠道实现更快捷、成本更低廉的商品周转，还可以为网上书店等新渠道的开拓及跨区域发展提供支撑。

3.4、依托文化和经济大省，具有“地缘优势”

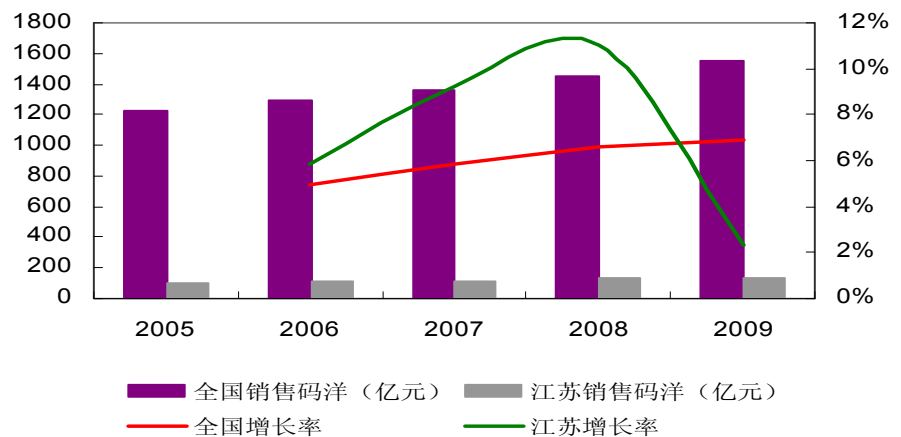
公司经营发展以江苏这片“肥田沃土”为大本营，这个省的经济实力、丰富的教育资源、重视文化教育的优良传统以及教育经费支出的持续增加为全省图书市场规模的持续扩大提供了动力。

江苏省 2000-2010 年 GDP 年均复合增长率达 16.94%，城乡居民收入水平都位于全国前列。全省近年来教育经费支出列全国第 2，接受中高等教育的人口占比较高，2010 年全省每 10 万人有高中阶段在校生 3677 人、普通高校在校生 2786 人，比全国平均水平分别高 5.21% 和 30.92%，居各省市前列。截至 2009 年底，全省共有 148 所高校，109 个公共图书馆，都领先全国。

2005-2009 年，江苏省出版物销售总码洋年均复合增长率为 7.06%，高于同期全国 6.07% 的复合增速水平。据此测算，预计 2015 年江苏省出版物销售码洋将达到 200 亿元，公司未来几年发展能享受到的本土市场空间就比较大。

图表 15: 江苏图书市场年均复合增长率高于全国水平

2005-2009 全国与江苏省图书销售码洋



资料来源: 招股说明书, 新闻出版总署, 光大证券研究所

3.5、跨区域先发布局优势, 率先实现整体跨省重组

2009 年 9 月, 公司通过增资方式并购海南新华, 成为国内首家实现整体跨省重组的省级出版发行企业, 被誉为中国书业发展史上标志性事件。

通过并购实现外延式扩张对于像公司这样的大型出版集团, 是增强竞争能力的一条有效路径。近年来, 行业竞争环境的变化, 使传统出版和发行环节利润水平面临较大压力: (1) 中小学教材招投标政策和出版业整体竞争加剧, 对出版环节利润水平形成较大压力; (2) 民营书店涉足批发领域并广泛进入零售环节, 外资发行商也以网上书店等形式参与零售竞争, 这些都会一定程度压低发行环节利润水平。但大型综合出版发行集团基于规模效应、出版资源、品牌和渠道终端优势, 兼并收购带来进一步规模扩张, 通过市场化运营所激发的管理能力的提升, 从而增强盈利能力。

目前证监会等已开展对文化传媒企业并购重组支持相关方案的探讨, 后续文化传媒的专项规划与政策陆续出台, 跨区域整合等政策细则的推进对公司有提气、带动作用。

四、募投项目分析

4.1、募集资金项目旨在提升综合竞争力

募集资金投资项目集中在实体网建设、教育类图书复合出版项目、信息化及电子商务建设等方面。将为公司实现主营业务规模持续扩张、打造新的盈利增长点、提升综合竞争力奠定坚实的基础。

图表 16：募投项目提升综合竞争力

募集资金项目列表

序号	项目名称	总投资额（万元）	使用 A 股募集资金金额（万元）
第一类	实体网建设项目		
1	大型书城（文化 Mall）建设项目	142,513	97,712
2	连锁经营网点改造项目	7,903	7,903
3	文化数码用品连锁经营项目	7,494	7,494
4	新港物流中心二期建设项目	34,990	34,990
5	教育类出版物省外营销渠道建设项目	17,308	17,308
小计		210,208	165,407
第二类	教育类图书复合出版项目		
1	基础教育出版数字化建设项目	35,350	35,350
2	职业教育教材复合出版项目	25,231	25,231
小计		60,581	60,581
第三类	信息化及电子商务建设项目		
1	ERP 建设项目	20,059	20,059
2	电子商务平台建设项目	5,110	5,110
小计		25,169	25,169
第四类	补充流动资金	25,000	25,000
合计		320,958	276,157

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

（一）实体网建设项目

- **大型书城（文化 Mall）建设项目：**公司拟在苏州、镇江、扬州、南通以及泰州下辖的姜堰，投资新建 5 个大型书城项目，以经营图书为核心，引进多元文化产品及服务，形成书城、文化体育用品销售、电影院线、青少年活动中心、文化休闲娱乐中心等多种文化相关业态协同发展的大型“文化 Mall”。这 5 个城市经济发达，文化需求旺盛，且预计未来将维持较高增长。此项目有利于满足消费者“一站式”文化消费的需求，创新书城盈利模式，提高公司销售网络的整体竞争实力，同时也符合国际图书发行业发展趋势，实施业态创新并打造新的盈利增长点。
- **连锁经营网点改造项目：**本项目将对内部环境陈旧，服务功能不能满足需求，营业效率较低上述网点内部进行布局调整，对服务设施进行改善，通过提高单位面积的经营效率，使部分网点富余面积用于文化用品和数码产品及其他项目经营，提高各网点的整体经济效益。
- **文化数码用品连锁经营项目：**项目拟在下属 51 家新华书店内以“店中店”的模式新增设文化数码用品连锁店，由文化发展公司租赁本公司连锁经营网点或其他商业地产的部分区域，进行统一装修，设立“凤凰新华数码”、“凤凰传媒文具”和“凤凰传媒文化生活馆”品牌连锁店，对连锁店进行统一管理经营。经营模式包括终端零售、团供及网络销售。旨在为公司发挥公司平台和品牌效应，寻找新的利润增长点，实现经营业态多元化。
- **新港物流中心二期建设项目：**为满足公司业务发展对物流的需要，本公司拟在新港物流中心预留地块内建设二期物流工程，总建筑面积 8.4 万平方米。项目建成后，公司物流能力将大幅提升，将主要用于满足内部图书连锁经营、文化数码用品销售、出版社物流、馆配业务和电子商务业务需求。
- **教育类出版物省外营销渠道建设项目：**建设一个以南京为营销总部的省外教育类出版物营销渠道，在 20 个重点省市设立分支机构，提升省外营销效率及质量，形成可持续发展的教育类出版物发行产业链，有助于进一步做

大做强教育出版，抵御市场竞争。

（二）教育类图书复合出版项目

- **基础教育出版数字化建设项目：**建设包括基础内容、网络平台和电子书包在内的基础教育数字化项目，建成江苏省内最具影响力、覆盖面最广的教育数字化平台，在形成公司新的利润增长点的同时，进一步提升“凤凰”版教材的影响力和覆盖面，推动公司出版主业的升级与转型。
- **职业教育教材复合出版项目：**由凤凰职教公司实施，进一步拓展凤凰职教公司的职业教育教材编写能力，在 3 年内完成公共文化课和专业课教材的编写及虚拟实训教学软件的开发。我国当前职业教育课程体系教材亟待更新，当前职业教育实践教学方式亟需改进，这一项目将为公司在教育出版领域保持行业领先地位提供后续保障，有利于充分挖掘公司教育出版资源的潜在价值。

（三）信息化及电子商务平台建设项目

- **凤凰传媒 ERP 建设项目：**该项目的投资目标是把 ERP 系统建成为公司核心业务系统，提升管理与经营效率，加强预算控制，降低运营成本，优化供应链管理，减低物资库存，及时把握市场情况，满足客户多样化需求。
- **电子商务平台建设项目：**主要包括书目数据及马克数据建设、应用系统建设、数据库系统建设、网络系统建设、安全系统建设、数据备份系统建设。其中，应用系统建设包括 B2B 电子商务平台、B2C 电子商务平台、B2G 电子商务平台以及 E-BOOK 在线电子阅读平台。通过建立电子商务平台而大力发展网上书店业务，有利于公司应对大型网上书店的激烈竞争，维护公司在图书发行领域的竞争优势。

五、关键假设及盈利预测

5.1、营业收入假设

出版业务收入：

1. 按江苏省统计部门预测的全省在校学生人数触底回升估算，加上募集资金后在 20 个重点省市布局营销网络，实施职业教育教材复合出版项目，中小学教材和职业教材省外拓展加快，未来 3 年公司教材出版业务收入小幅增长。
2. 一般图书业务受大众阅读需求增长，以及公司策划选题能力、优质出版资源的市场需求发掘能力的驱动，收入稳步增长。
3. 音像制品出版近年来难改下滑趋势。

发行业务收入：

1. 教材发行业务收入由于发行网络拓展、公司的免费教材发行费用折扣让利幅度趋向全国各省区平均水平、学生人数有所回升而增长。
2. 教辅和大众文化消费上升，带来一般图书发行业务增长。
3. 音像制品和文化用品发行受益于实体连锁店改造而稳步增长。

其他营业收入：随着文化 MALL 的建成运营，租金收入将持续提高。

图表 17: 营业收入预测详表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,573.6	5,037.3	5,407.0	6,068.7	7,053.2	8,397.3
主营业务收入	4,478.1	4,905.8	5,248.8	5,870.9	6,800.0	8,068.1
出版业务	1,904.0	2,062.0	2,222.0	2,490.1	2,841.7	3,222.8
一般图书	976.2	1,176.1	1,352.3	1,595.7	1,914.8	2,259.5
教材	893.2	812.8	797.2	813.2	837.6	866.9
音像制品	34.6	73.1	72.5	81.2	89.3	96.5
发行业务	3,916.9	4,137.8	4,564.8	5,149.6	6,045.4	7,412.5
一般图书	2,476.3	2,675.4	2,897.3	3,158.1	3,505.5	3,926.1
教材	1,229.4	1,202.7	1,232.8	1,269.7	1,320.5	1,386.6
音像制品	91.7	57.3	86.4	129.6	200.9	317.5
文化用品及其他	119.6	202.5	348.3	592.1	1,018.5	1,782.3
内部抵消数	-1,342.9	-1,294.0	-1,538.1	-1,768.8	-2,087.2	-2,567.2
其他营业收入(租金)	95.5	131.6	158.3	197.8	253.2	329.2

资料来源: 光大证券研究所

5.2、营业成本假设

外购图书、纸张材料费、印装费和稿费这 4 项是公司成本的大头, 2008 年至 2011 年上半年, 这 4 项合计占主营业务成本 78% 以上。

图表 18: 营业成本预测详表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业成本	2711.30	2949.90	3162.21	3626.92	4167.48	4815.29
外购图书	1297.67	1306.19	1268.73	1497.10	1736.64	1997.13
YoY		0.66%	21%	18%	16%	15%
纸张材料费	593.21	642.73	708.68	779.55	865.30	977.79
YoY		8.35%	10.26%	10%	11%	13%
印装费	394.43	428.1	451.7	496.87	571.40	657.11
YoY		8.54%	5.51%	10%	15%	15%
制版费	27.94	40.47	35.56	37.34	39.58	42.74
YoY		44.85%	-12.13%	5%	6%	8%
稿费	115.13	150.93	192.37	246.23	315.18	406.58
YoY		31.10%	27.46%	28%	28%	29%
租型费	37.92	29.55	30.36	31.88	34.11	36.84
YoY		-22.07%	2.74%	5%	7%	8%
编辑经费	87.25	128.01	124.15	126.63	128.53	138.82
YoY		46.72%	-3.02%	2%	2%	8%
直接人工	54.09	64.3	63.13	66.29	69.60	73.78
YoY		18.88%	-1.82%	5%	5%	6%
其他	103.66	159.62	287.53	345.04	407.14	484.50
YoY		53.98%	35%	20%	18%	19%

资料来源: 光大证券研究所

六、估值与股价催化剂

6.1、前提假设

(1) 主营业务持续增势, 募投项目顺利推进;

(2) 期间费用率随项目拓展和业务规模扩张稳步小幅上升，募投资金到位对利息收入影响大；

(3) 所得税优惠可持续，平均所得税率保持原有水平。

6.2、绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	1.46
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	16.94%
税率	0.80%
Kd	0.00%
Ve	5,607.3
Vd	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	16.94%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	684.61	7.09%
第二阶段	3,951.75	40.90%
第三阶段(终值)	5,024.81	52.01%
企业价值 AEV	9,661.17	100.00%
加：非经营性净资产	1,711.99	17.72%
价值		
减：少数股东权益(市	660.39	-6.84%
值)		
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	10,712.77	110.88%
股本(百万股)	2,544.90	-
每股价值(元)	4.21	-
PE(隐含)	14.77	-
PE(动态)	24.57	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
15.94%	4.54	4.63	4.73	4.83	4.95
16.44%	4.29	4.37	4.46	4.55	4.65
16.94%	4.06	4.13	4.21	4.29	4.38
17.44%	3.85	3.91	3.98	4.06	4.14
17.94%	3.66	3.72	3.78	3.84	3.91

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值	敏感度分析区间
FCFF	4	4	- 5	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	2	1	- 2	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	5	4	- 6	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	4	4	- 5	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	0	0	- 0	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	4	3	- 4	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

6.3、相对估值

目前与凤凰传媒业务相近的 A 股上市公司主要有如下公司。可比公司 2010 年的 PE 平均值为 46 倍（剔除浙报传媒和粤传媒两个异常值），市场一致预期对应的 2011 年 PE 均值为 35 倍。更进一步比较，与公司业务规模和结构最为相近的中南传媒股价对应 2011 年 EPS 为 27 倍。

我们结合公司与中南传媒等上市公司的业绩增速等因素，给予公司 25-28 倍估值水平。

图表 19：可比公司 PE

证券代码	公司名称	当前股价	EPS(元)			P/E(x)		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
600551.SH	时代出版	13.96	0.49	0.58	0.65	29	25	22
601098.SH	中南传媒	11.25	0.33	0.43	0.53	35	27	22
601999.SH	出版传媒	10.92	0.24	0.28	0.31	46	40	36
600825.SH	新华传媒	8.46	0.19	0.31	0.35	45	28	25
600373.SH	中文传媒	23.35	0.62	0.78	0.91	38	30	26
300148.SZ	天舟文化	28.12	0.32	0.42	0.64	88	62	44
600633.SH	浙报传媒	19.67	-	0.58	0.70	-	34	29
002181.SZ	粤传媒	13.53	-	0.47	0.50	-	29	27
601801.SH	皖新传媒	14.21	0.35	0.40	0.45	40	35	31
平均值		-	-	-	-	46	35	30
(PE)		-	-	-	-	-	-	-

注：统计日期为 2011 年 11 月 14 日

资料来源：朝阳永旭，光大证券研究所

6.4、股价驱动因素

短期催化剂：深化文化体制改革有望带来具体的政策利好，将支撑股价上涨，包括相关所得税、增值税优惠政策的明确延续，以及后续关于大型出版企业跨区域并购政策细则出台。

长期催化剂：出版集团印刷和物资业务目前尚未像中南传媒等同业公司整合进上市公司，未来公司有望注入印刷和物资资产，进一步整合出版发行产业链，实现全产业链经营，取得更大的业务协同。同时，公司作为行业龙头受益于行业集中化，长期来看有望在合适的时机实施并购整合。

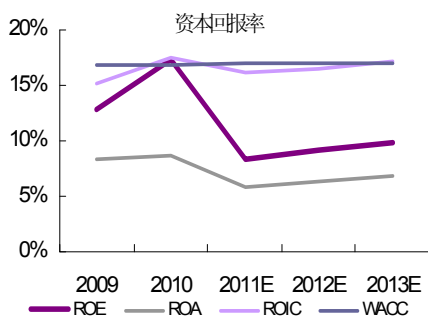
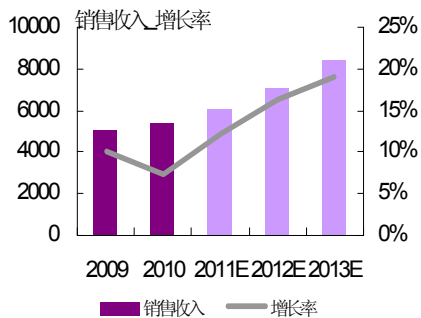
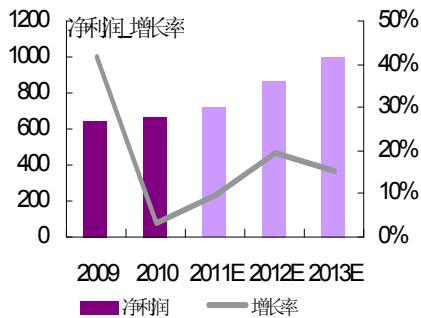
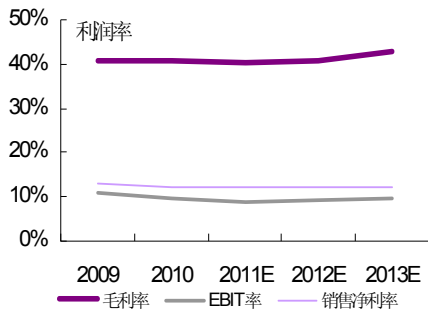
七、投资评级

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.33 元、0.38 元。我们认为，凤凰传媒具有强大的品牌优势，业务壁垒高且具有政策支持的可拓展空间，在市场竞争中将获得更多资源，与上游亦有更强的议价能力，并能广泛将其品牌影响力辐射到各网点，整体业务推进、市场拓展、跨地域整合能力突出。行业龙头地位、丰富的内容资源和资金实力，给公司发展系上了多道“保险绳”；文化政策细则后续落地，给公司发展送上助力的好风。

综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理价值区间为 8.50-9.52 元，对应 2012 年 25-28 倍 PE，建议申购价格 7.00-7.84 元，对应 2011 年 25-28 倍 PE。

八、风险分析

- 1. 行业竞争加剧：**随着国家对出版发行政策的放宽，民营、外资纷纷进入，出版发行市场竞争越来越激烈。
- 2. 新媒体冲击：**新媒体的出现对传媒图书出版发行带来的挑战是巨大的，公司能否把握数字出版机遇，在保持传统业务龙头的同时拓展新业务。
- 3. 项目推进的成效不确定。**募投项目中超过 16 亿元用于实体网络的建设，这些建设工期相对较长，并需要经过一段时间的市场培育，短期内其成效具有不确定性。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,037	5,407	6,069	7,053	8,397
营业成本	2,980	3,192	3,627	4,167	4,815
折旧和摊销	141	165	293	319	345
营业税费	38	37	42	48	58
销售费用	715	792	929	1,093	1,360
管理费用	677	763	910	1,100	1,352
财务费用	-38	-37	-99	-172	-173
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	20	19	21	23	26
营业利润	610	577	646	834	1,001
利润总额	666	669	738	881	1,014
少数股东损益	7	1	7	9	10
归属母公司净利润	642.38	662.05	725.16	864.74	996.04

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,826	7,614	12,632	13,668	14,784
流动资产	5,075	5,146	10,013	10,768	11,599
货币资金	3,331	3,147	8,014	8,524	9,018
交易型金融资产	2	0	0	0	0
应收账款	227	312	287	333	413
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	115	111	121	137	165
存货	1,037	1,135	1,147	1,280	1,430
可供出售投资	2	0	0	0	0
持有到期金融资产	30	20	0	0	0
长期投资	142	41	41	41	41
固定资产	1,662	1,477	2,002	2,356	2,700
无形资产	229	433	346	277	222
总负债	2,582	3,564	3,777	4,086	4,457
无息负债	2,544	3,525	3,777	4,086	4,457
有息负债	38	39	0	0	0
股东权益	5,244	4,051	8,855	9,582	10,326
股本	1,500	2,036	2,545	2,545	2,545
公积金	1,897	392	4,028	4,079	4,079
未分配利润	1,470	1,327	1,980	2,647	3,381
少数股东权益	245	213	220	229	239

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	756	848	1,158	1,060	1,187
净利润	642	662	725	865	996
折旧摊销	141	165	293	319	345
净营运资金增加	301	-319	14	330	503
其他	-328	340	126	-453	-657
投资活动产生现金流	-554	-1,396	-423	-576	-604
净资本支出	451	420	546	600	630
长期投资变化	142	41	0	0	0
其他资产变化	-1,147	-1,858	-969	-1,176	-1,234
融资活动现金流	34	364	4,132	26	-89
股本变化	1,333	536	509	0	0
债务净变化	27	1	-39	0	0
无息负债变化	89	981	252	309	372
净现金流	236	-184	4,867	510	494

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.14%	7.34%	12.24%	16.22%	19.06%
净利润增长率	41.84%	3.06%	9.53%	19.25%	15.18%
EBITDA 增长率	29.45%	-0.70%	19.36%	16.90%	19.87%
EBIT 增长率	34.70%	-5.33%	0.97%	21.40%	25.70%
盈利能力 (%)					
毛利率	40.83%	40.96%	40.24%	40.91%	42.66%
EBITDA 率	13.71%	12.69%	13.49%	13.57%	13.66%
EBIT 率	10.92%	9.63%	8.66%	9.05%	9.55%
税前净利润率	13.23%	12.38%	12.17%	12.48%	12.08%
税后净利润率 (归属母公	12.75%	12.24%	11.95%	12.26%	11.86%
ROA	8.30%	8.71%	5.80%	6.39%	6.81%
ROE (归属母公司) (摊	12.85%	17.25%	8.40%	9.25%	9.87%
经营性 ROIC	15.12%	17.42%	16.16%	16.49%	17.20%
偿债能力					
流动比率	2.42	1.82	3.30	3.22	3.12
速动比率	1.92	1.42	2.92	2.84	2.74
归属母公司权益/有息债务	131.55	98.41	-	-	-
有形资产/有息债务	198.42	182.97	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.25	0.26	0.28	0.34	0.39
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.10	0.18
每股经营现金流	0.30	0.33	0.45	0.42	0.47
每股自由现金流(FCFF)	0.00	0.27	0.11	0.01	0.01
每股净资产	1.96	1.51	3.39	3.68	3.96
每股销售收入	1.98	2.12	2.38	2.77	3.30

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

张良卫，南京大学信息管理与信息系统专业学士、上海交通大学管理学硕士，曾先后就职于湘财证券、国金证券，从事传媒行业研究，对行业和公司研究形成自身的特色和深刻理解，研究力求客观、预测前瞻性强，目前重点研究传媒与互联网行业。个人特点：基本面研究深入，重点公司跟踪紧密；优势研究领域：传媒行业；重点公司：蓝色光标、华谊兄弟、省广股份、华策影视、电广传媒、数码视讯、光线传媒、广电信息等。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com