

出版龙头扬帆出海 合理询价区间 9 元—10.5 元

——凤凰传媒 IPO 投资价值分析报告

首次

估值区间： 9.00-10.50 元

投资要点：

□ 图书出版发行龙头,实现跨省扩张

凤凰传媒是我国图书出版发行行业的龙头企业,也是我国唯一一家实现跨省整体重组的出版发行企业;公司旗下拥有 9 家出版社,其中苏教社、苏人社、译林社等分别评为国家一级出版社和全国先进出版单位;公司持有江苏新华书店集团 100% 股权,同时通过增资方式控股海南新华发行集团 51% 股权,成为国内首家跨省重组省级发行企业的行业龙头,公司旗下拥有 70 家区域新华书店子公司从事出版物发行业务;2010 年公司出版的图书和音像出版物超过 1 万余种,实现图书发行品种超过 40 万种,出版发行总码洋合计超过 90 亿元。

□ 教育图书优势明显,享受发行垄断优势

公司是仅次于人教社的全国第二大中小学教材出版基地,目前拥有 23 种凤凰版中小学国标教材,课程范围涵盖小学到高中的语数外等核心科目,使用范围覆盖全国 29 个省超过 4000 万学生,年发行总册数超过 2 亿册,总码洋超过 13 亿元;作为区域发行龙头,公司连续六年赢得江苏中小学招投标教材全部品种的总发行权,并且拥有江苏省高中教材的独家发行权,公司控股子公司海南新华长期担任海南省中小学教材的独家发行商;2010 年公司教育图书业务实现收入 20.3 亿元,占主营比重为 37.5%,其中,教材出版和发行业务分别实现收入 7.97 和 12.33 亿元,同比分别减少 1.8% 和增加 2.5%;未来公司将通过投资募投项目重点拓展学前教育、职业教育等教材出版发行市场,同时扩建 20 个外省市的营销网络来加大省外市场教材业务的拓展力度。

□ 一般图书业务保持稳定增长

公司一般图书业务涵盖教辅、哲学、社会科学、少儿读物等多个大类,2010 年出版品种高达 9861 种,其中单本销量 10 万册以上的图书达到 60 余种,并有 19 种图书入选年度行业优秀畅销品种;2010 年公司一般图书业务实现收入 42.5 亿元,出版和发行分别实现收入 13.5 亿元和 29 亿元,分别同比增加 14.8% 和 8.3%;与教育出版增速放缓不同的是,我们认为随着城镇化率、人均文化消费水平提高以及公司对原有店面业态的升级,一般图书市场仍有提升空间,公司这块业务将保持稳定增长。

□ 转型主攻文化 MALL 可快速复制大规模扩张

在保持出版发行业务稳定增长的基础上,公司将转型主攻大中型文化 MALL,公司计划在省内外建设一批包括图书、影院、文化娱乐、休闲聚会等多业态并存的大型文化地产,形成以图书为核心,文化消费为主体的“终端消费网络”;公司目前已经相继建成了 7 个建筑面积超过 1 万平米的文化 MALL,募投项目建成后,公司将新增 18.79 万平米的文化 MALL 经营面积;我们看好公司在文化 MALL 方面的战略,公司文化 MALL 项目的建设采取与兄弟公司凤凰股份 (600716.SH) 统一规划,统一设计建造的模式,建成后公司可获得文化 MALL 的所有权益,其他配套由凤凰股份从事商业地产开发,该种模式一方面可使公司充分受益于文化消费的大繁荣,另一方面

发行数据

发行规模(万股)	50900
计划融资额度(万元)	276157
发行前股本(万股)	203600
发行后股本(万股)	254500
发行方式	网上和网下
发行日期	
主承销商	中金公司
发行后第一大股东	凤凰出版集团
第一大股东持股比例	72.1%

募集资金运用

项目名称	金额 (万元)
实体网建设项目	165407
教育类图书复合出版项目	60581
信息化及电子商务建设项目	25169
补充流动资金	25000
合计	276157

分析师：朱程辉

执业证书编号：

S0500511040001

联系人：余李平

(8621) 68634510-8251

Email: ylp3380@xcsc.com

借助兄弟公司凤凰股份 (600716.SH) 的商业地产开发能力, 在政策鼓励、文化消费大发展的背景下, 可快速复制扩张到省内外其他项目; 公司目前已经投资包括成都、海南的等文化 MALL 项目。

□ 文化体制改革利好行业龙头

文化体制改革春风将为行业龙头带来空前利好, 十七届六中全会就文化体制改革和文化事业大繁荣做出的最高指示, 将会带动各级政府部门思想的高度统一, 尤其是在培育文化骨干企业, 扶持中小企业, 鼓励文化企业跨区域、跨行业、跨所有制经营和重组方面取得突破; 公司作为国有背景的出版行业龙头企业, 借体制改革的政策东风, 未来将会在区域扩张, 跨省并购, 文化地产, 税收优惠等诸多领域获得实质利好。

□ 稳健会计政策提供安全边际

公司将所获得的增值税款退还和减免金额 (根据《财政部、国家税务总局关于继续实行宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》) 计入“专项应付款”, 而没有计入利润表科目影响当期利润水平, 与其他拥有发行业务上市公司对比, 公司稳健的会计政策隐含了部分未体现在当期报表的利润, 这将会抵消未来公司发行网点建设和信息系统建设的成本支出和摊销折旧, 将会为公司未来业绩提供较高安全边际; 2011 年中期公司的专项应付款合计 7.29 亿元。

□ 募投项目介绍

公司募投项目包括实体网建设项目 (大型文化 MALL、连锁经营网点改造、物流项目、教育出版图书省外营销渠道项目)、教育类图书复合出版项目以及信息化及电子商务项目和补充流动资金, 合计募集 27.6 亿元; 募投项目的建设一方面将有助于公司巩固图书出版和发行的优势, 帮助公司实现组建线下线上文化消费的营销渠道和与之配套的物流配送体系, 实现向数字出版、电子商务的衍生, 同时也将有利于公司业态向文化地产转型, 充分受益于体制改革带来的文化大消费市场。

□ 估值和投资建议

我们测算出公司 2011—2013 年的营收规模分别为 60.38 亿、68.55 亿和 76.13 亿, 对应的每股收益分别为 0.30 元、0.36 元和 0.40 元; 当前 A 股市场出版发行类上市公司的平均市盈率水平为 41 倍, 与公司业务最为接近的中南传媒的估值水平为 30.17 倍, 我们给予公司 30-35 倍估值, 合理价格区间为 9 元—10.5 元。

□ 重点关注事项

股价催化剂: 省外教材市场开拓得力; 文化 MALL 投入运营; 跨区域扩张。

风险提示: 教材竞争激烈; 区域扩张受阻; 电子商务冲击传统书业; 文化 MALL 拓展不及预期。

图表 1、公司主要财务指标

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	5407	6038	6855	7613
增长率	7.3%	11.7%	13.5%	11.1%
净利润 (百万元)	662	752	928	1023
增长率	3.1%	13.6%	23.4%	10.2%
ROE	17.3%	8.4%	9.3%	9.3%
EPS (元)	0.33	0.30	0.36	0.40

数据来源: 湘财证券研究所

图表 2 利润表预测 (亿元)

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	5407.00	6038.31	6854.56	7612.51	
营业成本	3192.39	3529.89	4040.97	4504.27	
营业税金及附加	37.13	43.36	48.14	54.07	
营业费用	792.26	875.35	997.24	1106.19	
管理费用	762.60	838.37	956.72	1060.65	
财务费用	(36.67)	(55.77)	(88.69)	(101.44)	
资产减值损失	101.87	150.00	100.00	100.00	
公允价值变动收益	0.40	10.00	40.00	50.00	
投资净收益	19.35	19.68	19.57	19.60	
营业利润	577.18	686.79	859.73	958.38	
营业外收入	137.28	123.86	128.34	126.84	
营业外支出	44.97	43.45	43.95	43.79	
利润总额	669.49	767.20	944.11	1041.44	
所得税	6.05	11.02	11.89	13.73	
净利润	663.44	756.18	932.22	1027.71	
少数股东损益	1.39	3.86	3.82	4.56	
归属母公司净利润	662.05	752.32	928.40	1023.15	
EBITDA	705.70	774.62	927.37	1019.62	
EPS (元)	0.33	0.30	0.36	0.40	

资料来源: WIND, 湘财证券研究所

图表 1 出版发行类上市公司估值水平

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	流通股占 比 (%)	市盈率	市净率
000793.SZ	华闻传媒	7.42	100.92	99.944	42.07	4.08
300148.SZ	天舟文化	28.3	27.59	25.3333	81.90	5.49
600373.SH	中文传媒	23.51	133.36	33.0545	17.14	3.68
600551.SH	时代出版	14.8	74.86	42.9196	27.23	2.74
600825.SH	新华传媒	8.46	88.40	100	52.66	3.86
601098.SH	中南传媒	11.59	208.16	22.1604	30.17	2.90
601801.SH	皖新传媒	14.3	130.13	16.6593	35.23	3.66
601999.SH	出版传媒	11.04	60.82	100	49.47	3.75
平均	--	--	--	--	41.98	--

资料来源: WIND, 湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。