

2011 年 11 月 17 日

A

 建议询价区间:人民币
8.22-8.73

目标价格:人民币 10.27

冯雪

(8610) 6622 9013

Tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210060003

重要数据

发行股数(百万)	50.9
发行后总股数(百万)	2544.9
流通股(%)	20
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
江苏凤凰出版传媒集团公司	72.11

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

凤凰传媒

强势文化产业运营商

凤凰传媒是江苏凤凰出版传媒集团的上市主体, 集团为中国新闻出版业第一, 并控股海南教材发行 51%, 为国内唯一落地的跨省区并购。未来将继续加速推进大型文化 Mall 等实体网建设, 以教育类出版加速拓展省内外市场, 强势切入数字出版、职教等细分市场, 同时持续推进“三跨”项目落地。预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.29 元、0.34 元和 0.38 元。给予 2012 年 30 倍市盈率, 上市后目标价 10.27 元, 建议发行询价区间 8.22-8.73 元。

投资要点

- **加速推进文化 Mall 业态创新:** 目前拥有 81 万方的 856 个销售网点和强大物流配送体系。未来基于若干试验性文化 Mall 项目, 仍将加速推进江苏及海南省文化 Mall 布局, 并将触角伸至成都, 传统书店向文化 Mall 的全新升级一方面嫁接新闻出版企业土地物业、文娱服务供应等资源调配优势, 另一方面根本上盘活新华书店优质物业、改写图书零售模式。
- **教育类出版多线强势布局:** 公司已自主研发凤凰版中小学国标教材 23 种, 是除人教社外的唯一实现核心科目全覆盖的原创出版力量, 未来在中小学教材教辅省外市场渗透、省内基础教育数字化、职教教材教辅出版实力提升等方面均有看点。
- **三跨项目持续推进:** 公司控股 51% 的海南新华拥有海南省中小学教材总发行权, 未来或可能继续获得中小学教材出版业务, 广告、动漫、民营书业等多元文化产业战略投资持续。
- **六中全会精神等政策注解:** 党中央十七届六中全会为文化事业产业持续发展给下定心丸, 公司实体网建设战略找到政策注解, 教育出版受益教材教辅新政, 三跨整合获鼓励, 政府采购项目可期等。

风险

- 传统书店零售渠道受电商冲击, 募投项目未达预期。

估值

- 我们预测公司 2012 年的每股收益为 0.34 元, 给予公司 2012 年 30 倍市盈率, 对应上市后目标价 10.27 元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	5,037	5,407	6,057	6,904	7,880
变动(%)	10.1	7.3	12.0	14.0	14.1
净利润(人民币百万)	642	662	740	871	978
全面摊薄每股收益(人民币)	0.25	0.26	0.29	0.34	0.38
变动(%)	41.8	3.1	11.7	17.8	12.3
每股经营现金流量(人民币)	0.30	0.33	0.34	0.42	0.49
每股股息(人民币)	0.04	0.26	0.06	0.07	0.08

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
发行渠道加速转型升级	7
教育出版多元强势布局	11
未来发展政策注解与路径.....	15
募投项目助力转型	17
财务分析.....	19
盈利预测及估值.....	22
主要风险.....	24
研究报告中所提及的有关上市公司	26

投资摘要

凤凰传媒是江苏凤凰出版传媒集团的上市主体,主业覆盖图书出版发行,涉及江苏、海南等地。公司未来将继续加速推进大型文化 Mall 等实体网建设,以教育类出版加速拓展省内外市场,强势切入数字出版、职教等细分市场,同时陆续推进“三跨”项目落地,做实文化产业运营龙头。

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.29 元、0.34 元和 0.38 元。给予 2012 年 30 倍市盈率,上市后目标价 10.27 元,建议发行询价区间 8.22-8.73 元。

新闻出版业领先地位:江苏凤凰出版传媒集团多年来以良好经济效益和影响力位列中国新闻出版业第一,公司控股海南新华,为国内唯一落地的核心教材业务跨省区并购。2010 年,下属出版社出版图书和电子音像出版物 10,000 余种,图书发行品种总数超过 40 万种,出版和发行总码洋分别超过 40 亿元和 50 亿元。

加速推进文化 Mall 业态创新:公司目前拥有 81 万方的 856 个销售网点和强大物流配送体系。未来基于若干试验性文化 Mall 项目,仍将加速推进江苏及海南省文化 Mall 布局,并将触角伸至成都,传统书店向文化 Mall 的全新升级一方面嫁接新闻出版企业土地物业、文娱服务供应等资源调配优势,另一方面根本上盘活新华书店优质物业、旗下改写图书零售模式。

教育类出版多线强势布局:公司自主研发凤凰版中小学国标教材 23 种,是除人教社外的唯一实现核心科目全覆盖的原创出版力量,未来在中小学教材教辅省外市场渗透、省内基础教育数字化、职教教材教辅出版实力提升等方面均有看点。

三跨项目持续推进:公司控股 51% 的海南新华拥有海南省中小学教材总发行权,未来或可能继续获得中小学教材出版业务,广告、动漫、民营书业等多元文化产业战略投资持续。

六中全会精神等政策注解:党中央十七届六中全会为文化事业产业持续发展给下定心丸,公司实体网建设战略找到政策注解,教育出版受益教材教辅新政,“三跨”整合获鼓励、获支持,大力加强文化事业体系建设的背景下,政府采购项目可期等。

公司概况

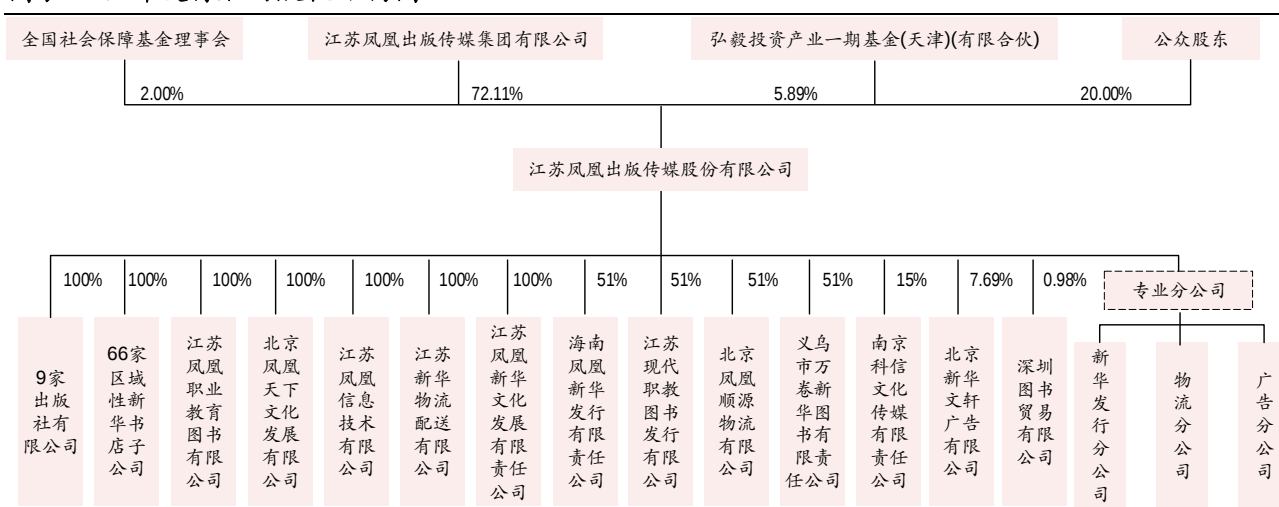
江苏凤凰出版传媒股份有限公司（简称凤凰传媒）是江苏省凤凰出版传媒集团（简称出版集团）的上市主体，主要包括图书出版及发行业务。2010年江苏出版集团和江苏新华发行集团分别位列全国地方出版、发行集团的第一位和第二位，经营规模、专业化水平遥遥领先。

历史沿革

1999年公司前身江苏省新华书店集团公司（简称发行集团）由江苏省新华书店改制而立；2008年引入战略投资者弘毅投资，出版集团与后者各持有发行集团90%和10%的股权；2009年整体变更为江苏凤凰新华书业股份公司（简称凤凰书业），2010年出版集团以12家出版社股权及资产对凤凰书业增资，公司更名为凤凰传媒，至此完成图书出版发行一体化架构，集团公司与弘毅投资各持有发行前总股本203,590万股的92.63%和7.37%。

公司拟公开发行不超过50,900万股，预计出版集团（锁定3年）、弘毅投资（锁定1年）、社保基金理事会（锁定3年）、社会公众股东将各持有发行后总股本254,490万股的72.11%、5.89%、2.00%和20.00%。公司实际控制人为江苏省人民政府。

图表 2. 公开发行后的股权结构图



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司战略

公司以四统筹、两创新、两优势，聚焦书业、聚焦传媒、聚焦文化产业，探索跨区域、跨媒体、跨所有制发展路径，构筑资本运营、数字化出版和高端人才的竞争优势，构建结构调整型、投入拉动型、数字技术提升型的增长方式，打造国内领先、国际知名的大型综合传媒企业。

图表 3. 2010 年集团业内排名情况

综合排名	出版集团	综合评价得分	发行集团	综合评价得分	图书出版单位名称	综合评价得分	2009 年排名	排名变化
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	3.1941	四川新华发行集团有限公司	2.5753	重庆出版社	8.4116	1	0
2	湖南出版投资控股集团有限公司	2.4555	江苏凤凰新华书业股份有限公司	2.0094	江苏教育出版社	3.6125	2	0
3	浙江出版联合集团有限公司	1.2560	安徽新华发行（集团）控股有限公司	1.8916	浙江教育出版社	2.4760	3	0
4	安徽出版集团有限责任公司	1.2366	上海新华发行集团有限公司	1.2556	内蒙古教育出版社	2.0577	6	2
5	江西省出版集团公司	0.9520	浙江省新华书店集团有限公司	1.0715	青岛出版社	2.0447	5	0
6	山东出版集团有限公司	0.6833	湖南新华书店有限责任公司	0.8627	北京出版社	0.8998	4	-2
7	中国出版集团公司	0.5629	河北省新华书店有限责任公司	0.6568	上海书画出版社	1.8777	12	5
8	中原出版传媒投资控股集团有限公司	0.5184	山东新华书店集团有限公司	0.6063	上海文艺出版社	1.6886	8	0
9	广东省出版集团有限责任公司	0.4854	江西新华发行集团有限公司	0.4863	安徽教育出版社	1.3785	7	-2
10	河北出版传媒集团有限责任公司	0.4487	云南新华书店集团有限公司	-0.1196	山东教育出版社	1.2161	9	-1

资料来源：新闻出版总署

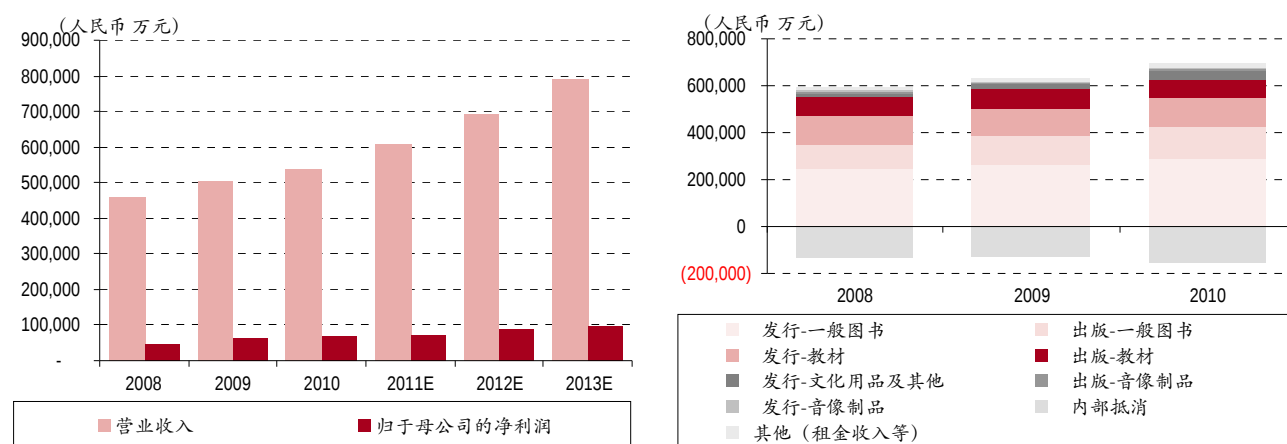
业务结构

公司主业为教材、教辅、一般图书（含教辅）、音像制品、文教用品等出版发行业务。

2010 年实现 54.07 亿元营业收入，22.15 亿元毛利，6.62 亿元净利润，三项 2008-10 年均符合增速分别为 8.7%、9.5%和 20.9%。2011 上半年实现 30.35 亿元营业收入，11.83 亿元毛利，3.32 亿元净利润。出版、发行各占汇总总收入的三、七成。

逐年综合毛利率稳定在 39-41%，处于行业上游水平。

图表 4. 收益增长及构成



资料来源：公司数据

集团资产注入预期

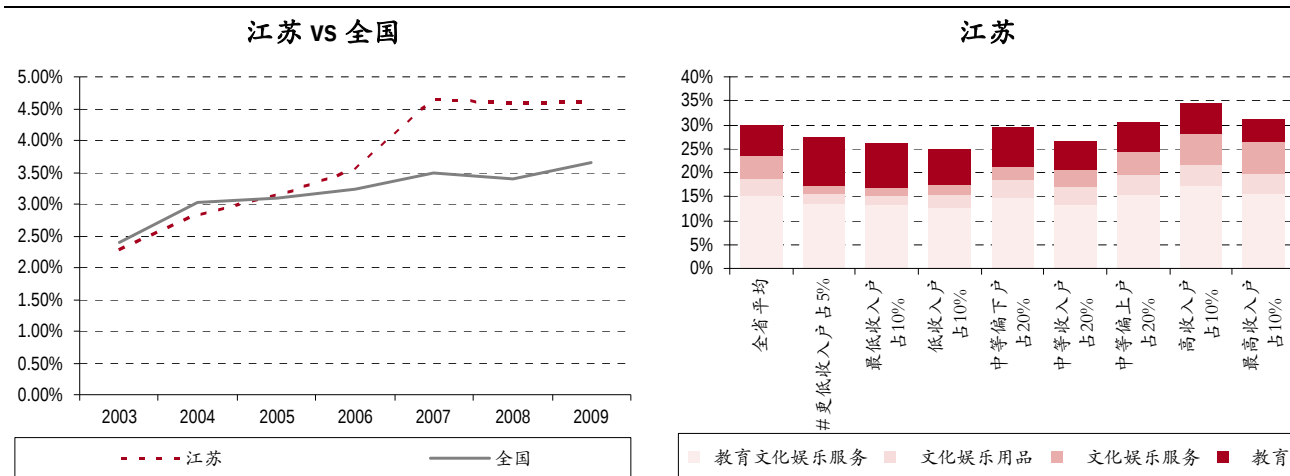
除凤凰传媒上市主体外，出版集团旗下尚持有 14 家公司权益，主要是印刷及物资供应、商业地产及资产管理、影业等业务。其中，集团承诺在上市后两年内将其所持有与印刷、物资采购业务相关的股权及资产以定向增发或其他合法且适当的方式注入公司。集团持股 100% 的江苏省新图进出口公司、江苏凤凰印务公司、江苏新华印刷厂、江苏省出版印刷物资公司于 2010 年和 2011 上半年合计实现 963 万元、-386 万元净利润。预计整体印务及物资供应约 3,000 万元利润体量，约增厚 5%。

发行渠道加速转型升级

江苏省文化消费市场

受益于发达经济水平,江苏城镇居民教育文化娱乐服务消费占消费性总支出的比重高于全国平均水平。以 2009 年为例,伴随收入等级提升,江苏省城镇居民教育文化娱乐服务消费占消费性总支出的比重持续上升,其中支出占比持续且较大幅度提高的唯有文化娱乐服务子领域,体现居民体验性、非标性精神需求增长。而这恰印证文化 Mall 业态下“一站式”文化消费市场需求的存在与合理性。

图表 5. 2009 年江苏省城镇居民教育文化娱乐服务消费占比



资料来源: 江苏统计局

省内发行优势显著, 渠道梯队显现

2010 年原江苏凤凰书业位列全国新华发行集团综合实力第二位。

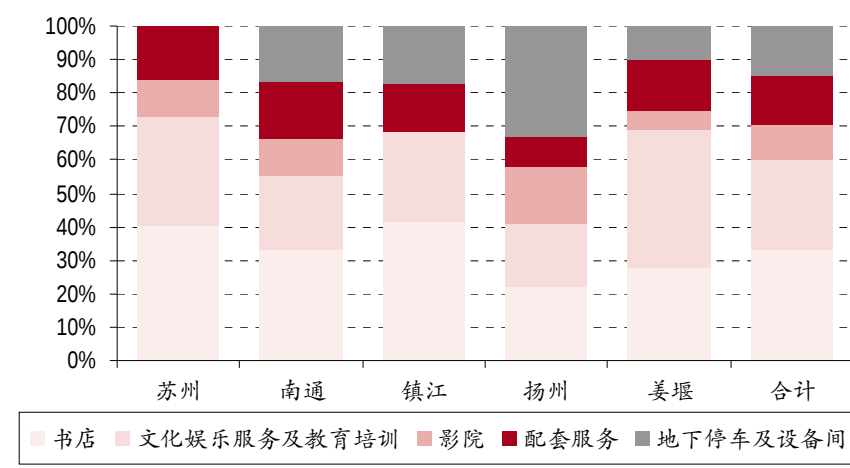
独家中小學生教材发行权: 尽管 2005 年至今, 江苏省实现中小学教材出版发行招投标, 但如其他省份的新华同业, 公司凭借省内强大的发行渠道优势和多年“课前到书、人手一册”的良好口碑, 始终夺得省内义务教育阶段中小学教材的独家发行权。而高中教材发行权尚未启动招投标, 目前仍为公司独家所有。预计这一状况仍将持续。

2008 年 12 月，公司在中国图书商报社“30 年中国书业分销之最”中被评为连锁网点最多的发行集团和年发货配送额最高的物流中心。

销售网点密集、成梯队：目前共有公司本部及 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）从事出版物发行业务，各类网点 856 个，总建筑面积 80.74 万平方米；其中省内 825 个/73.70 万平方米，包括大型文化 Mall、中型书城（城市中心门店）、城市非中心门店、专业书店、校园店、商超店、乡镇网点和书报亭等渠道层级，省外主要是公司控股 51% 的海南凤凰新华发行公司旗下的 27 个网点/6.37 万平方米，以及浙江义乌、贵州贵阳、六盘水等地的 4 个网点/0.67 万平方米。

早已介入“文化 Mall”现代书城业态：公司目前已建成 7 个建筑面积 1 万平方米以上的大型书城，其中徐州书城超过 36,000 平方米。公司是国内最早、最彻底地实践“书店自营+多元文化业态租赁”的文化 Mall 模式的新华发行集团之一。我们认为，各地新华发行集团在自有物业率（按建筑面积算，公司自有物业占比达 90% 以上）、物业地段（城市中心门店占 50% 以上）、土地转性、政府招商引资等方面有先天优势。而“书店聚集人气、延展文化消费提高平效”的“一站式”文化运营理念经台湾诚品书店、深圳中心书城等验证，是适合新华发行的转型方向。募投之大型文化 Mall 建设项目将为公司新增 5 大文化 Mall、近 19 万平方米的建筑面积，占公司当前所有零售网点建筑面积总和的 20% 以上。

图表 6. 公司募投之文化 Mall 的业态构成



注：按建筑面积算
资料来源：招股书

图表 7.与中文传媒新华文化城的投资对比

	凤凰-苏州	凤凰-南通	凤凰-镇江	凤凰-扬州	凤凰-姜堰	中文-南昌红谷滩区
建筑面积（平方米）	49,800	49,670	28,900	40,000	19,549	54,819
总投资（万元）			142,513			18,127
1.土地出让金			38,836			17,127
2.工程建设			99,699			
3.铺底流动资金			3,978			1,000
单位投资（元/平方米）			7,584			3,307
投资回报率（税后）	13.5%	11.2%	12.6%	12.5%	12.3%	16.9%

资料来源：招股书

连锁经营体系建立：公司自 2002 年起构建连锁经营体系，到 2004 年底建立起了“统一管理、统一采购、统一配送、统一形象、统一营销、统一标准、统一结算”的连锁经营机制，完成了江苏全省 13 个地区连锁经营的整体覆盖。

强大物流配送能力：2006 年随南京新港物流基地一期竣工并投入运营，公司构建起了以新港物流配送中心、淮安物流分中心以及各分子公司仓库为主体，以 25 家签约直发、代发印刷厂为补充的物流服务体系。

新港物流基地一期建筑面积 10 万平方米，拥有多层托盘式储位 6,000 个，多层单品种储位 50 万个，可储备品种 30 万种，储存量可达 100 万件，图书码洋 10 亿元以上，为“中国出版业标志性工程”。2010 年发货码洋 41 亿元，退货码洋 4 亿元，接近满负荷运转。募投之新港物流基地二期建筑面积 8.4 万平方米，大幅扩大物流配送能力。

全国唯一跨省整体重组的发行企业

新闻出版总署已明确提出未来支持 7-8 家双百亿出版企业发展，但目前新闻出版业“条块分割、地区封锁”的市场格局未发生大变化，跨省区战略重组面临地方保护壁垒等。在此背景下，2008-09 年，公司前身江苏新华发行集团对海南新华发行集团的战略重组，示范意义突出。2009 年 1 月，海南凤凰新华公司本部被中央文明委评为“全国文明单位”。

海南凤凰新华发行有限公司成立于2008年3月，目前是中国首家也是唯一的跨省区核心业务（教材）、实现控股（51%股权）的战略重组的发行企业（另有出版传媒整合天津出版和内蒙古发行，四川新华文轩参股贵州发行49%）。2009年8月，江苏新华以现金出资3.2亿元，其中注册资本1.9776亿元，海南新华以剥离不良资产和非经营性资产、核减改制人力成本后的所有主营资产业务出资，各持有51%和49%的股权。目前注册资本38,776万元。截至2011上半年末，总资产和净资产分别为57,094万元和41,554万元。下辖海南省内18个地市一级全资子公司，27个网点/建筑面积合计6.37万平方米。2010年和2011上半年分别亏损206万元和576万元。

尽管海南省算不上学生人口大省，但此番跨省重组仍为江苏新华带来立竿见影的市场增量。根据公司营业收入地区细分数据，公司在海南省的发行收入2009年达12,094万元，2010年海南省发行收入同比增长117%，公司海南省出版收入分别同比增长210%和12%至797万元和970万元。

我们认为，中国新闻出版业现阶段并未走到大范围的横向整合阶段，海南发行的战略重组具有标杆意义、也有特殊性。但跨省区整合始终是未来的行业发展方向，也获得中央监管鼓励。公司在整合海南新华教材发行核心业务过程中所具有的管理输出、异地市场合作经验，将随其较高的行业地位、实力共同为下一轮行业整合加分。我们认为，不排除进一步合作海南中小学教材出版的可能性。

教育出版多元强势布局

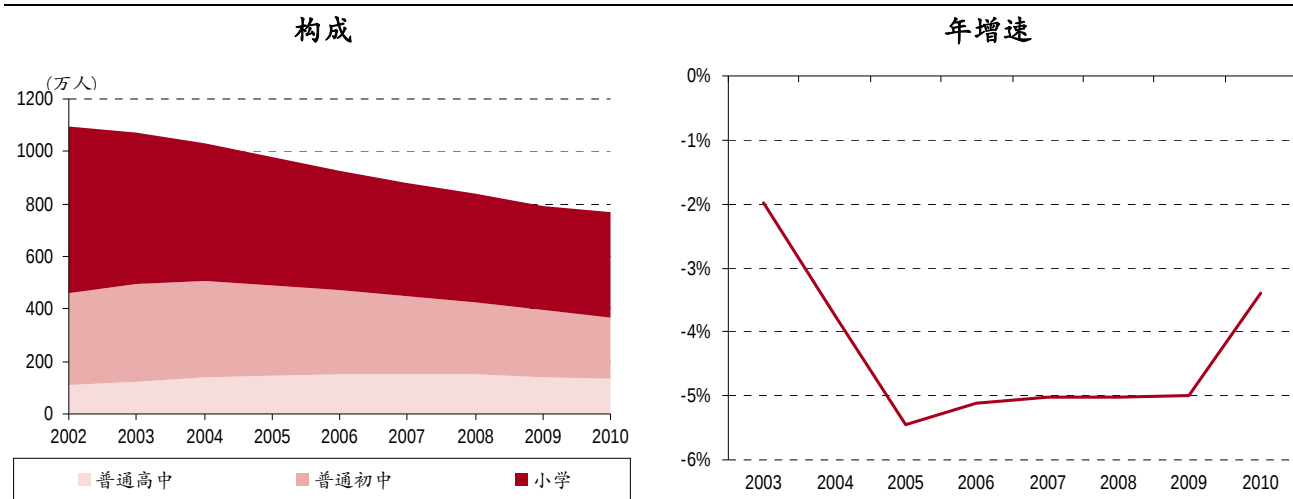
类似于他省地方出版集团，目前公司江苏省内出版发行业务占业务总额的 80% 以上。江苏省文化消费市场为公司业务根基，其中中小学教育市场是其最稳定的收益来源。

江苏省中小学教育市场

学生人数降幅趋缓：江苏省 2010 年第六次人口普查结果显示，全省共有 7,865.99 万常住人口，过去十年年均增长 0.56%，微低于全国 0.57%。2005 年至今，全省人口出生率维持 0.93-0.95%，自然增长率维持 0.2-0.5%。

截至 2010 年末，江苏省普通中小学学生共有 767.5 万人，比上年同期减少 3%，自 2006 年起降幅逐年收窄——经济发达地区人口自然增长缓慢，外来务工人员增加、子女入学需求增加及出国读书低龄化等产生叠加效应。

图表 8. 江苏省普通中小学生人数下降放缓



资料来源：江苏统计局

循环教材政策：江苏省自 2008-09 年开始执行循环教材政策。在 2008 年足额备书的基础上，每年按学生数的 1/5 配发新书（此比例低于外省的 1/3）。按规定涉及全省城乡义务教育公办学校（含特殊教育，进城务工农民子弟学校）和县以上人民政府批准的民办学校（含民办民工子弟学校）义务教育，小学《科学》、《音乐》、《美术》（或《艺术》）、《信息技术》和初中《音乐》、《美术》（或《艺术》）、《体育与健康》、《信息技术》。2009 年公司由于循环教材政策而减少的约 3 亿元教材发行码洋，教材发行收入同比下降 2%。由于在执行过程中出现卫生、存储、分配公平等摩擦，循环教材政策的延续性仍有不确定性，若取消则可能在取消当年带来 2-3% 的销售额增厚。

中小学教材招投标改革：如下文所述，基于对教育市场化改革的推进（目前已存在一定的回顾与反思），江苏省自 2005 年起成为中小学教材出版发行招投标改革试点省份之一，2008 年得以全面推行。基于长达数十年累计的渠道优势、口碑、经验，包括公司在内的各大新华发行集团仍是当地中小学教材的唯一发行商。未来这一格局改变的可能性极小。

免费教材政策：江苏省自 2005 年开始对九年义务教育贫困学生实施教材免费供应，自 2008 年开始全省九年义务教育教材全部免费供应。免费教材政府单一来源采购模式下，尽管各地发行折扣有所不同（凤凰传媒 2008-2011 上半年，免费教材发行费用折扣 1.3-1.385%，中南传媒 2009 年秋季 4.1%，皖新传媒 2009 年春季 0.6%），但我们认为发行折扣大幅调整的可能性不大。各地作为义务教育中小学教材的独家发行商的新华发行集团获取超额收益的可能性极小，但基本收益权维稳。

教材教辅新政：如后文所述，2011 年中期，版署严格规定教辅出版应获原创教材出版单位许可，从而直接抬高如人教社、凤凰、中南、广东等国标教材出版力量在教辅市场的竞争地位。而对单省区单一版本教材的市场份额的限定，有利于凤凰版教材省外输出。

全国第二大中小学教材出版基地

全国中小学教材出版主要有三类参与主体，一是隶属于中国教育出版集团的人教社等中央军，二是北师大、华师大等大学社，三是江苏（凤凰传媒）、湖南（中南传媒）、广东等地方出版力量。

公司中小学教材出版研发实力强、市场认可度高、核心科目覆盖全，是我国第二大中小学教材出版基地。除人教社以外，为全国唯一一家覆盖小学、初中、高中等中小学教育全部阶段，语、数、外等核心科目教材齐全的出版企业，已独立研发出版23种中小学国家标准课程教材（即入目录）。

目前，包含江苏在内的全国29个省、自治区、直辖市2,000个以上县（区）超过4,000万学生在使用本公司下属出版社出版的教材，教材全年发行总册数超过2亿册，总码洋超过13亿元。其中，2010年苏版教材教辅在江苏省以外的28个省份总发行量达到6.46亿元码洋（其中，直供3.73亿码洋，租型2.73亿码洋）。

图表9. 苏版与湘版中小学课标教材比较

苏版 2011 年		湘版 2010 年	
科目	阶段	科目	阶段
语文	小学、初中、高中	语文	小学
数学	小学、初中、高中	数学	初中、高中
科学	小学	科学	小学
英语	小学、初中、高中	英语	小学（少儿社和教育社各有一种）
音乐	小学、初中	音乐	小学、初中、高中
美术	小学、初中	美术	小学、初中、高中
物理	初中	历史	初中、高中
化学	高中	地理	初中、高中
生物	初中、高中		
思想品德	小学、初中		
通用技术	高中		

资料来源：招股书

职教、学前等细分市场布局：公司已成立职业教育出版中心，专注于国家标准系列职业教育教材研发，目前已经独立开发出职业教育教材500余种；随募投项目进展瞄准进入全国职教教材出版的第一梯队。2010年9月，公司与镇江职教图书服务部成立江苏现代职教图书发行有限公司，各持51%和49%股份，统一负责省内职业教育教材发行。职教出版中心及发行公司的成立是公司在书业细分化、专业化发展的又一布局。

全国第二大一级出版社集群

2010 年中国首届新闻出版产业调查结果显示，公司下属苏教社、苏人社、苏科社、苏少社、苏美社和译林社等 6 家出版社被评为中国百佳出版社之一级社。公司百佳社数量位列全国第二，仅次于中国出版集团。同时，译林社在第二届中国出版政府奖评选中入选全国先进出版单位。2010 年据开卷信息统计，公司在全国图书零售市场的码洋占有率约 3.12%，位居第三。2010 年本公司单本销售 10 万册以上的图书达到 60 余种，并有 19 种图书入选“2010 年度全行业优秀畅销品种”。

除彰显出版实力外，“一级社”名号下往往是强大的资源号召力。由公司三级子公司列表可知，苏科社、苏文社、译林社等已成为吸纳优秀民营工作室、民营书商力量的子平台。

图表 10. 依托下属出版社成立的合资公司

公司名称	成立时间	注册资本	控股股东	持股比例	合作方	业务	总资产 2011 上 半年末	净资产 2011 上 半年末	净利润 2011 上 半年末
北京凤凰雪漫文化有限公司	2011 年 4 月	320	译林社	51%	上海青马图书发行公司、北京雪漫文化发展有限公司	著名作家饶雪漫等品牌青春文学、娱乐时尚、生活类图书	608	510	-337
南京凤凰新联文化发展有限公司	2011 年 1 月	200	苏科社	51%	北京新联图书公司		261	266	-2
凤凰汉竹图书（北京）有限公司	2011 年 2 月	200	苏科社	51%	汉竹喜阅（北京）科技发展有限公司	生活类图书高端品牌	542	542	-
江苏凤凰天舟新媒体发展有限公司	2011 年 3 月	1,000	苏文社	51%	湖南天舟科教文化股份有限公司	网游、动漫	1,277	1,004	4
北京凤凰壹力文化有限公司	2011 年 1 月	2,000	译林社	51%	北京鹏飞一力图书有限公司	中外文学、人文社科学术，“字里行间”百家连锁书吧品牌	6,762	998	-222
南京马小跳文化传媒有限公司	2010 年 9 月	200	苏人社	51%	著名作家杨红樱	《马小跳》杂志	205	54	-89
山东苏教中和图书有限公司	2009 年 1 月	200	苏教社	51%	山东中和科教文化有限公司	苏版中小学教材教辅、职教教材等推广	212	-44	-56

注：2011 年 10 月 19 日，出版集团将所持凤凰联动 51% 股权中的 7% 无偿划转给江苏新华日报报业集团，划转完成后，出版集团持有凤凰联动的股权比例为 44%，为其第二大股东；凤凰联动原由苏人社、北京共和联动战略重组而立

资料来源：公司数据及中银国际研究

未来发展政策注解与路径

我们认为，公司未来发展面临良好产业环境：

- 1) **六中全会为文化改革发展的坚定推行下定心丸：**“鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，培育文化产业领域战略投资者”，“推动文化产业与旅游、体育、信息、物流、建筑等产业融合发展，增加相关产业文化含量，延伸文化产业链，提高附加值”，“形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局”，“大力发展公益性文化事业”，“采取政府采购、项目补贴、定向资助、贷款贴息、税收减免等政策措施鼓励各类文化企业参与公共文化服务”等表述为公司文化 Mall 实体网、文化产业投资等战略找到政策注解，同时税费优惠、政府采购项目利好仍将持续。
- 2) **公司凭强大教材出版实力最受益教材教辅新政：**2011 年 8 月根据版署通知，严格强调“根据他人享有著作权的教材编写出版中小学教辅材料，必须依法取得著作权人的授权”。同时对单个省区单一版本教材市场份额有所限定。尽管政策在各地的切实执行仍需时日，但公司在中小学国标教材出版方面始终处于领先地位，将更大程度地受益于此：原创教材出版单位配套教辅出版权、苏版教材省外拓展。

我们认为，公司未来成长路径包括：

- 1) **图书零售及文化消费市场：**伴随募投之实体网建设，省内零售门店彻底升级，大型文化 Mall 混业经营带来更高平效和利润率——零售书店的“开大关小、连锁经营、混业经营”模式充分利用新华发行系统自身优势，也符合市场发展规律。
- 2) **中小学教材省内市场：**江苏省中小學生人数下降趋缓，本省教材教辅市场降幅收窄——最稳定的业务来源。
- 3) **中小学教材教辅省外市场：**伴随募投之省外营销渠道建设，苏版中小学国标教材教辅的省外市场份额提高，省外直供比例提高——由于均是从地方发行集团手中争抢市场，省外销售真正体现营销实力和产品认可度。

- 4) **职教教材等细分市场**：伴随募投之职教教材复合出版项目推进，苏版职教教材的出版发行有望重演苏版中小学教材发展轨迹——编辑力量增强、入选国标、打开省内市场、进入省外市场等。
- 5) **教育类数字出版**：凭借公司最有优势的教育类出版切入数字出版领域，早有准备，小有斩获，抢占行业发展先机——数字出版行业标准的制定、省内外“电子书包”试点等。
- 6) **团供细分市场**：伴随募投之新港物流基地二期、实体网、电商平台建设，图书团供能力将大幅增强——扩大销售额、减少库存的双重益处。
- 7) **跨省区整合**：以资本为纽带的跨省区整合始终是行业的重要伏笔之一——并购当地出版发行商，实则是购买省外市场，辅之以先进生产及管理理念的输出，达到“双赢”。
- 8) **文化产业战略投资**。

募投项目助力转型

公司此次首次上市拟募集 27.6 亿元资金，按照项目轻重缓急用在 5 类实体网建设、2 类教育图书复合出版、信息化及电商等方面。建设期 1-3 年。

通常,较高的投资成功率源于对自身既有竞争优势的把握以及新投资方向与之前的嫁接与进一步延伸。凤凰传媒三大募投项目符合上述判断。渠道方面,深度挖掘图书发行省内密集渠道优势——以大中小 5 类实体网构建“中国书业第一网”,升级至“文化消费终端网”——丰富文化商品运营,提高零售平效。内容方面,凭借苏版基础教材、职教教材的编写优势切入数字出版,抢占市场发展先机。而教育类图书省外营销渠道建设和电子商务项目促进公司市场份额提升。EPR 系统的实施将促进书业现代化建设。

图表 11. 公司募投项目详情及效果预判

项目名称	总投资额 (人民币万元)	使用募集资金 金额	募集投资回收期 (年)	内部收益率 (税后)	既有优势	内容	预计效果
一、实体网建设项目：							
大型书城 (文化 Mall)	142,513	97,712	8.4 年	12.4%	已建成 7 个建面 1 万平方米以上的大型书城，有成功运营经验	苏州、南通、镇江、扬州 1) 和姜堰 5 大文化 Mall，“书店自营+各类文化消费业态租赁”模式，书店仅占总面积的 10-20%	增加 18.79 万方建筑面积，占公司目前总建筑面积的 20%以上 “书店自营+影院、体验馆、教育培训等文化业态租赁”显著提升平效
连锁经营 网点改造	7,903	7,903	4.68 年	15.5%	改造物业均处于城市核心商圈中心，客流充沛	改造全省 60 个市县、92 1) 个网点共 9.6 万方	1) 促进购书体验，提高销售 2) 增加物业出租面积，提升平效 3) 水电改造有效节省运营成本
文化数码 用品连锁 经营	7,494	7,494	7.23 年	16.8%	已开设“凤凰传媒文化用品连锁店”28 家共计 4026 方建面，“凤凰传媒数码连锁店”29 家共计 1783 方建面，有成功运营经验	下属 51 家书店内的“店 1) 中店”：新设数码用品连锁店 40 家，新设文化用品连锁店 45 家；南京、无锡、苏州等地大型购物中心内 20 家文化数码用品“独体店”；高校及社区周围 20 家文化数码用品助学“便利店”	1) 以客户资源换市场，新增终端文化数码用品零售业态 2) 渠道下沉，配合团供、网络销售配送
新港物流 中心二期	34,990	34,990	9.12 年	10.6%	新港物流中心一期工程于 2006 年建成，被誉为中国出版发行行业的“标志性工程”	在新港物流中心预留地 1) 在一期的基础上增加 80%以上的建筑面 积，配合渠道建设、销售码洋增长的物流要求	
教育类出 版物省外 营销渠道	17,308	17,308	8.09 年	16.3%	我国第二大教材出版基地，苏版教材教辅省外覆盖 28 个省份、近 300 个地级市，市场范围广，2010 年码洋 6.46 亿元	在全国 20 个重点省(市、 1) 自治区)设立分支机构，其中直辖市、省会城市设立 20 个分公司，地级市设立 31 个办事处	1) 提高中小学教材教辅在 20 个目标市场的市场占有率(2010 年苏版中小学教材、教辅分别为 5.11%和 0.31%) 2) 提高直供比例(2010 年直供仅占 57.7%)，扩大利润空间 3) 扩大营销队伍，提高售前、售后服务质量和客户粘性 4) 促进苏版职教教材省外推广 5) 了解市场，指导上游出版选题
合计	210,208	165,407					
二、教育类图书复合出版项目：							
基础教育 出版数字 化	35,350	35,350	5.14 年	17.9%	苏版国标教材出版实力强，省内中小学基础教育教材教辅出版为公司核心业务基础	基础内容建设(涉及 23 1) 为基础教育数字化做准备，抢占行业准 种苏版国标教材，共 205 入、行业发展的先机 册课本、226 万题、168 个学期)、网站建设 (教师服务、学生学习、 网络社区)和电子书包 (网络平台、终端)	
职业教育 教材复合 出版	25,231	25,231	5.97 年	16.8%	已独立开发出 500 余种职业教育教材，并成立了职业教育出版中心，职教发行公司	扩大编辑队伍，办公场 1) 扩大职教编辑队伍、合作范围，增 所，策划并组织编写 70 强职教教材出版实力，进入全国职 种公共文化课教材，10 教教材第一梯队 大行业 2100 种专业课教 2) 提高省内外职教教材的市场占有率 材，开发 6 大行业 100 个 (预计 5 年后占江苏省职教教材市场 专业虚拟实训教学软件 的 30%以上，占其他省市的 3%以上)	
合计	60,581	60,581					
三、信息化及电子商务建设项目：							
ERP	20,059	20,059	n.a.	n.a.		将 ERP 系统建成为本公司 1) 集团集约化、一体化发展 的核心业务系统，包括 采购、库存、销售、 财务系统模块	
电子商务 平台	5,110	5,110	4.77 年	15.2%		包含 B2B、B2C、B2G 和 1) 做电子图书大中盘商 电子图书营销服务的电 2) 应对其他电商渠道对传统渠道的冲 子图书贸易商区 击	
合计	25,169	25,169					
补充流动 资金	25,000	25,000					
合计	320,958	276,157					

资料来源：公司招股书

财务分析

从规模看，凤凰传媒在整体收益规模、出版发行主业规模上排名第一。由中小學生人数对比可知，经济发达、重教育的江苏省人均贡献相对更高。

图表 12. 2010 年出版发行主业规模对比

	营业收入 (人民币 百万)	同比增长 (%)	归属于母公 司的净利润 (人民币百 万)	同比增长 (%)	综合毛收入-出 版率 (%)	收入-发 行 (人民币 百万)	毛利率-出 版 (%)	毛利率-发 行 (%)	截至时 间	员工人 数 (人)	普通中小 学生人数 (万人)	省份	
凤凰传媒	5,407	7	662	3	41.0	2,222	4,565	25.7	32.7	2011.8	7041	768	江苏
											136		海南
中南传媒	4,763	18	594	24	40.5	1,395	3,384	30.3	31.6	2010.12	10374	796	湖南
新华文轩	3,724	16	437	22	37.7	937	5,117	3,135	30.6	2010.12	7835	1,082	四川
中文传媒	3,131	30	353	33	36.0	287	2,142	20.8	44.7	2010.12	5045	700	江西
皖新传媒	2,760	8	321	16	33.3		2,722		32.7	2010.12	4796	867	安徽
新华传媒	2,307	1	200	-14	37.1		1,031		31.3	2010.12	2616	130	上海
ST 源发 (长江出版)	2,301	7	233	22	39.0	508	1,435	32.3	43.6	n.a.	n.a.	707	湖北
时代出版	1,833	5	248	10	27.5	1,123		35.2		2010.12	2451	867	安徽
出版传媒	1,328	3	130	0	25.67	443.77	720.95	32.96	19.01	2010.12	1090	417	辽宁

注：新华文轩发行业务收入和毛利率为估算数，出版自 2010 年 9 月起并表，营业收入为剔除营业税费的净收入

资料来源：公司数据、各地统计局及中银国际研究

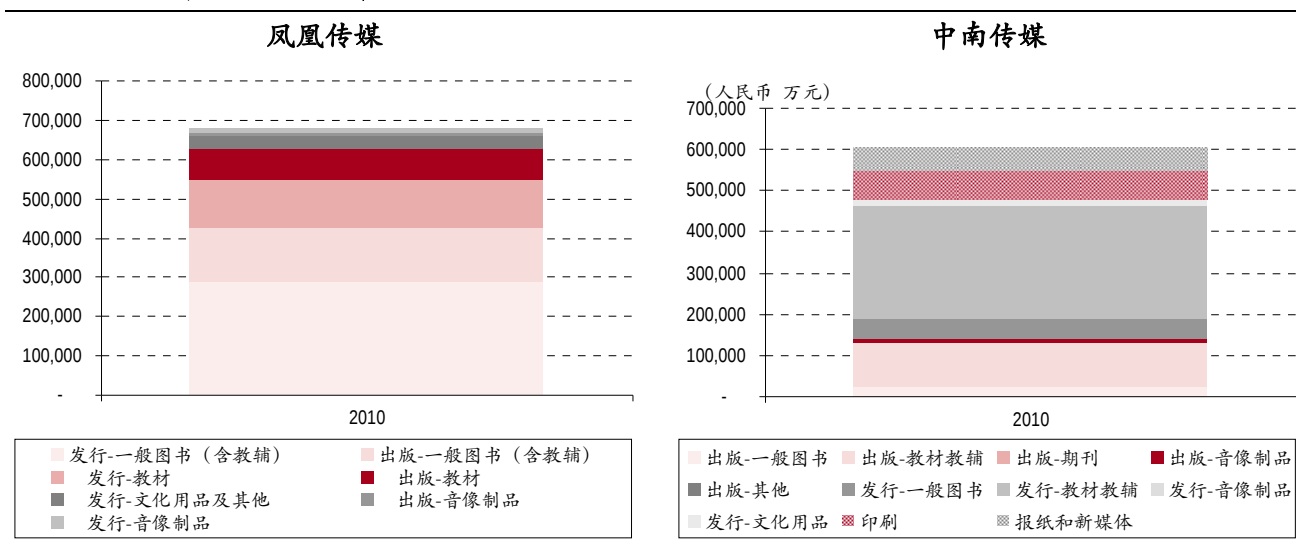
从收入结构看，公司现阶段的出版发行两环节产业链尚不如其他可比公司，尤其是图书出版发行、报业、互联网网站、户外媒体等多媒介的中南传媒。尽管因统计口径的不同而难以直观比较业务构成，我们仍大致判断凤凰传媒在省内教辅、一般图书领域的竞争力更强，而中南传媒教材教辅业务比重更甚于一般图书，湘版教材省外营销能力突出。

从主营业务成本构成看，外购图书、纸张材料和印装费是主要成本来源，均占成本总额的 80-85%。由细分成本占主营业务收入的比重可知，凤凰传媒编辑经费、稿费投入相对较高，图书选题策划环节更重。而由于中南传媒比凤凰传媒多出印务等环节，其纸张材料费占比更高。

从利润率看，凤凰传媒、中南传媒、新华文轩（2010 年 8 月并购四川出版）的毛利率水平略优于其余同业，体现管理优势下的较好产业链协同。但公司的经营费用率水平略高于行业平均。

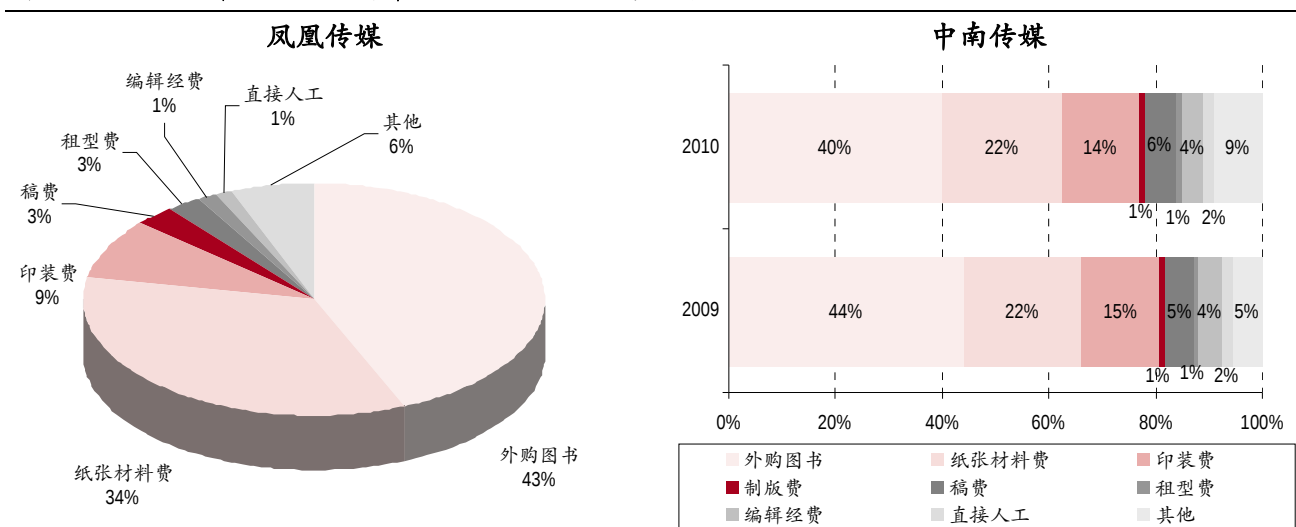
此外，凤凰传媒在增值税返还、应收款坏账计提和存货跌价准备计提会计政策及估计方面，更为谨慎。

图表 13. 2010 年凤凰传媒与中南传媒的汇总收入结构对比



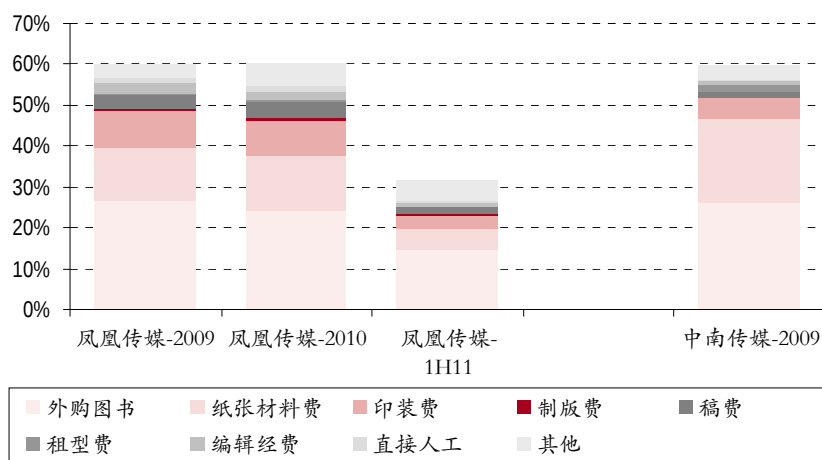
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 14. 2009-10 年凤凰传媒与中南传媒的主营业务成本构成对比



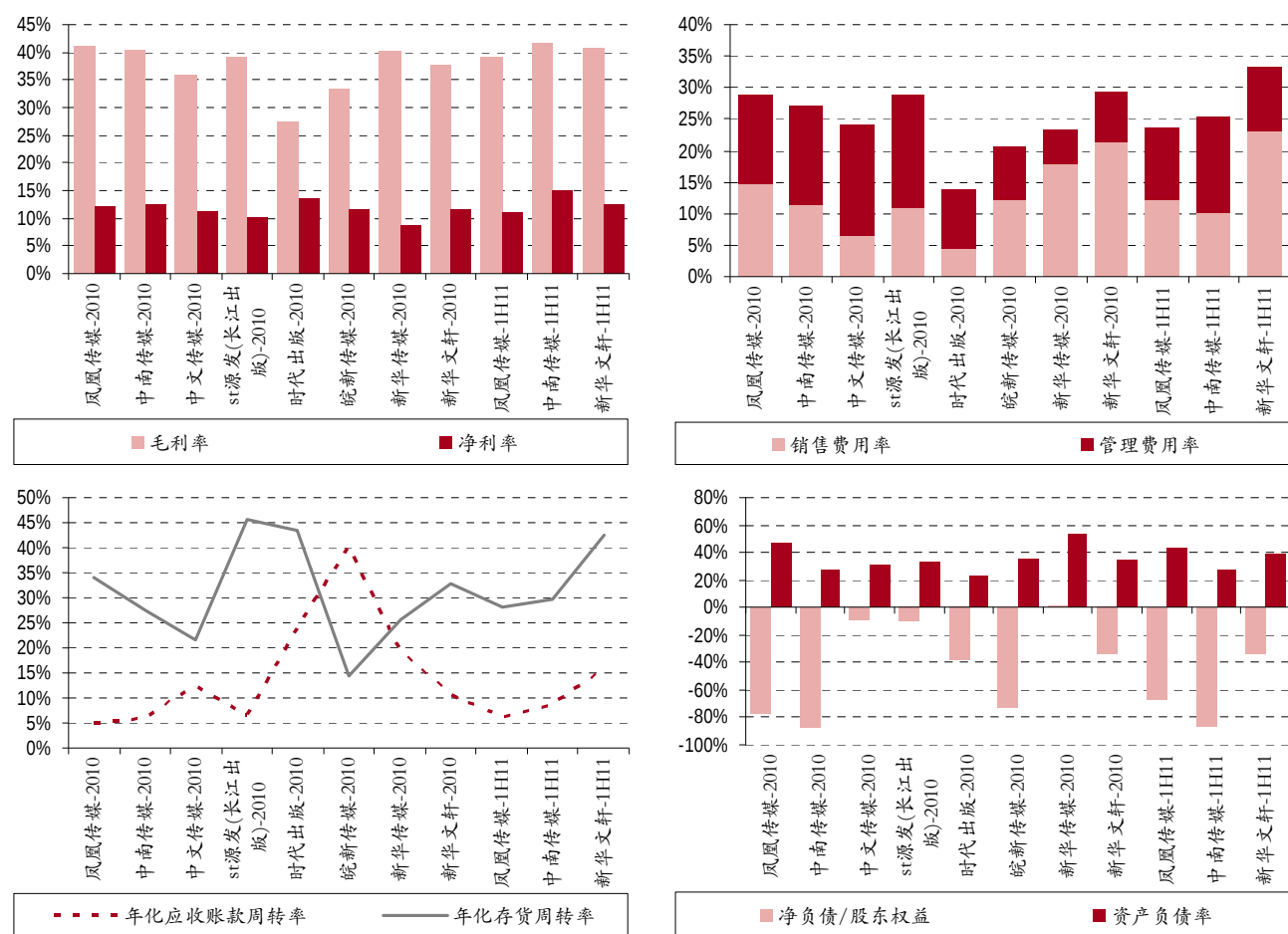
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 15.2009-2011 上半年凤凰传媒与中南传媒成本占主业收入的比重对比



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 16. 2010-2011 上半年盈利能力、资产周转、负债情况对比



盈利预测及估值

盈利预测及假设

我们预计公司 2010-13 年收入和净利润的年均复合增速分别为 13.6% 和 13.9%。

图表 17. 盈利预测假设综合结果

(人民币, 百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入:					
发行-一般图书	2,675	2,897	3,296	3,850	4,427
出版-一般图书	1,176	1,352	1,306	1,372	1,413
发行-教材	1,203	1,233	1,146	1,088	1,045
出版-教材	813	797	747	740	734
发行-文化用品及其他	203	348	557	839	1,205
出版-音像制品	73	72	91	105	120
发行-音像制品	57	86	91	101	110
内部抵消	(1,294)	(1,538)	(1,367)	(1,412)	(1,435)
主营小计	4,906	5,249	5,869	6,682	7,618
其他 (租金收入等)	132	158	188	222	262
合计	5,037	5,407	6,057	6,904	7,880
同比增长(%)	10.1	7.3	12.0	14.0	14.1
毛利率(%):					
发行-一般图书	36.2	35.7	36.0	36.3	36.9
出版-一般图书	28.2	25.0	23.8	24.3	24.9
发行-教材	28.2	28.8	30.9	31.4	31.8
出版-教材	26.3	27.3	27.5	28.0	29.0
发行-文化用品及其他	24.4	23.1	20.1	22.6	25.1
出版-音像制品	20.1	21.3	22.8	23.0	23.2
发行-音像制品	26.5	25.7	28.2	28.4	28.6
内部抵消	(1.9)	(1.4)	(1.5)	(1.6)	(1.7)
主营小计	39.9	39.8	38.1	38.1	38.3
其他	76.8	80.9	90.0	90.5	91.0
合计	40.8	41.0	39.7	39.8	40.0
销售费用率	14.2	14.7	14.2	13.9	13.9
管理费用率	13.4	14.1	14.8	12.6	12.9
财务费用率	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.9)	(0.7)
实际所得税率	2.5	0.9	1.8	1.7	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值及定价结论

基于发行后的总股本 254,490 万股, 我们预测公司 2011-13 年的全面摊薄每股收益分别为 0.29 元、0.34 元和 0.38 元, 同比增长 12%、18% 和 12%, 剔除财务费用后的增速分别为 12%、15% 和 14%。

尽管新华文轩与公司具有可比性,但由于二者分属不同资本市场环境,故不纳入可比公司范畴。而天舟文化在流通股本、体制和业绩弹性方面与国有公司有较大差异,故也不纳入可比范畴。

目前 A 股出版类国有上市公司 2012 年总市值加权平均市盈率 28 倍(其中中文传媒、中南传媒等的金融资产、银行理财等收益可观,拉低整体市盈率),与公司利润及流通盘体量相当的中南传媒约 23 倍。鉴于公司业内领先的出版实力、行业地位以及依托于江苏省独特经济环境下的文化 Mall 连锁模式,我们给予公司 2012 年 30 倍市盈率,上市后对应目标价 10.27 元。给予一定的一级市场发行折价,建议询价区间为 8.22-8.73 元。

图表 18.可比上市公司估值表 (2011 年 11 月 16 日收盘价)

公司名称	代码	总市值 (人民币(亿股)(人民币 亿元)	总股本 (人民币)	收盘价 (人民币)	全面摊薄每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				净利润年 均复合增 长率(%)	期末摊薄净 资产收益率 (%)	
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E
新华传媒	600825.SS	85.3	10.45	8.16	0.19	0.17	0.19	0.23	42.6	48.3	43.9	36.0	5.8	8.9	7.4
出版传媒	601999.SS	58.2	5.51	10.57	0.24	0.24	0.26	0.29	44.8	44.6	41.0	36.3	7.3	8.2	7.7
时代出版	600551.SS	72.1	5.06	14.26	0.49	0.57	0.66	0.69	29.1	25.0	21.8	20.6	12.3	9.3	9.6
皖新传媒	601801.SS	131.7	9.10	14.47	0.35	0.43	0.46	0.51	41.0	33.5	31.7	28.4	13.1	9.3	10.4
中文传媒	600373.SS	134.1	5.67	23.64	0.62	0.82	0.94	1.10	38.0	28.9	25.2	21.5	21.0	10.3	12.0
st 源发*	600757.SS	112.4	10.40	10.81	0.22	0.26	0.29	0.33	48.3	42.0	36.7	32.4	14.3	9.8	10.0
中南传媒	601098.SS	202.6	17.96	11.28	0.33	0.42	0.50	0.58	34.1	26.8	22.5	19.4	20.7	8.4	9.8
总市值加权平均				0.36	0.44	0.50	0.95	40.9	33.9	30.1	27.6	15.2	9.2	9.9	
凤凰传媒	601928.SS				0.26	0.29	0.34	0.38					13.9	17.3	10.2

资料来源: 万得资讯、中银国际研究预测

主要風險

我們認為公司或面臨以下風險：

- 1) 大型文化 Mall 項目推進、運營未達預期；
- 2) 傳統書店零售渠道面臨愈演愈烈的電商渠道衝擊；
- 3) 在國內市場占有率穩固後，省外市場拓展競爭激烈將影響傳統圖書業務的整體增速；
- 4) 受制於體制壁壘、觀念摩擦，對外合作、合資進展及效果未達預期。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,037	5,407	6,057	6,904	7,880
销售成本	(2,980)	(3,192)	(3,651)	(4,158)	(4,725)
经营费用	(1,249)	(1,379)	(1,530)	(1,739)	(1,984)
息税折旧前利润	808	835	876	1,007	1,172
折旧及摊销	(180)	(213)	(116)	(151)	(194)
经营利润(息税前利润)	627	623	760	856	977
净利息收入/(费用)	38	37	37	64	54
其他收益/(损失)	1	10	(49)	(37)	(40)
税前利润	666	669	748	882	991
所得税	(17)	(6)	(13)	(15)	(15)
少数股东权益	(7)	(1)	6	4	3
净利润	642	662	740	871	978
核心净利润	644	663	741	873	980
每股收益(人民币)	0.252	0.260	0.291	0.342	0.384
核心每股收益(人民币)	0.253	0.260	0.291	0.343	0.385
每股股息(港币)	0.073	0.327	0.058	0.068	0.077
收入增长(%)	10	7	12	14	14
息税前利润增长(%)	21	(1)	22	13	14
息税折旧前利润增长(%)	26	3	5	15	16
每股收益增长(%)	42	3	12	18	12
核心每股收益增长(%)	40	3	12	18	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	666	669	748	882	991
折旧及摊销	180	213	116	151	194
净利息费用	(38)	(37)	(37)	(64)	(54)
运营资本变动	(129)	(236)	(1,108)	(216)	(243)
税金	(17)	(6)	(13)	(15)	(15)
其他经营现金流	93	245	1,172	332	369
经营活动产生的现金流	756	848	877	1,070	1,242
购买固定资产净值	(218)	(121)	(1,537)	(710)	(760)
投资减少/增加	(65)	(840)	57	0	0
其他投资现金流	(270)	(436)	1,094	(1,505)	(741)
投资活动产生的现金流	(554)	(1,396)	(386)	(2,216)	(1,501)
净增权益	97	87	4,110	0	0
净增债务	27	643	(39)	0	0
支付股息	(100)	(110)	(665)	(148)	(174)
其他融资现金流	10	(255)	(1,389)	342	(152)
融资活动产生的现金流	34	364	2,018	194	(326)
现金变动	236	(184)	2,509	(951)	(585)
期初现金	3,095	3,331	3,147	5,656	4,705
公司自由现金流	241	(511)	528	(1,082)	(205)
权益自由现金流	265	128	489	(1,082)	(205)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,331	3,147	5,656	4,705	4,120
应收帐款	227	312	337	371	407
库存	1,037	1,135	1,570	1,776	2,011
其他流动资产	481	551	604	651	701
流动资产总计	5,075	5,146	8,167	7,503	7,240
固定资产	2,291	1,929	1,833	2,792	3,350
无形资产	270	457	465	479	493
其他长期资产	190	82	78	78	79
长期资产总计	2,750	2,469	2,376	3,350	3,922
总资产	7,826	7,614	10,543	10,853	11,163
应付帐款	1,178	1,249	1,397	1,511	1,631
短期债务	38	39	0	0	0
其他流动负债	884	1,537	923	999	1,081
流动负债总计	2,100	2,824	2,320	2,511	2,712
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	481	739	744	723	702
股本	1,500	2,036	2,545	2,545	2,545
储备	3,499	1,802	4,727	4,871	5,003
股东权益	4,999	3,838	7,272	7,416	7,548
少数股东权益	245	213	207	203	200
总负债及权益	7,826	7,614	10,543	10,853	11,163
每股帐面价值(人民币)	3.33	1.89	2.86	2.91	2.97
每股有形资产(人民币)	3.15	1.66	2.67	2.73	2.77
每股净负债(现金)	(2.20)	(1.53)	(2.22)	(1.85)	(1.62)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要指标

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	16	15.5	14.5	14.6	14.9
息税前利润率	12.5	11.5	12.5	12.4	12.4
税前利润率	13.2	12.4	12.3	12.8	12.6
净利率	12.8	12.2	12.2	12.6	12.4
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.8	3.5	3	2.7
利息覆盖率(倍)	1,305.4	846.3	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	1.4	2.8	2.3	1.9
估值(倍)					
目标价对应核心业务	40.70	39.49	35.35	30.00	26.72
市盈率					
市净率	5.23	6.81	3.60	3.53	3.46
价格/现金流	34.58	30.82	29.81	24.42	21.06
企业价值/息税折旧前利润	28.30	27.57	23.40	21.29	18.80
周转率					
存货周转天数	133.9	124.1	135.2	146.9	146.3
应收帐款周转天数	15.5	18.2	19.6	18.7	18
应付帐款周转天数	86.2	81.9	79.7	76.9	72.8
回报率(%)					
股息支付率	17.1	100.4	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	13.7	15	13.3	11.9	13.1
资产收益率	8.3	8	8.2	7.9	8.7
已运用资本收益率	13.8	14.1	13.8	12.2	13.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

新华文轩 (0811.HK/港币 3.50, 买入)

中南传媒 (601098.SS/人民币 11.28, 买入)

新华传媒 (600825.SS/人民币 8.16, 持有)

出版传媒 (601999.SS/人民币 10.57, 未有评级)

时代出版 (600551.SS/人民币 14.26, 未有评级)

皖新传媒 (601801.SS/人民币 14.47, 未有评级)

中文传媒 (600373.SS/人民币 23.64, 未有评级)

St 源发 (600757.SH/人民币 10.81, 未有评级)

以2011年11月16日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。持有则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数
在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371