

传媒

署名人: 冷星星

S0960511030017

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

参与人: 万玉琳

S0960111080511

0755-82026907

wanyulin@cjis.cn

合理估值区间: 10.54-11.47 元

基本资料

上证综合指数	2466.96
新发行股本(百万股)	509
发行后总股本(百万股)	2544.90
发行前一年 EPS	0.33
发行后摊薄 EPS	0.26
发行前每股净资产(元)	1.94
计划募集资金总额	27.62

凤凰传媒

601928

无

立志综合传媒巨头, 出版航母起锚扬帆

事件: 11 月 14 日, 凤凰传媒启动发行程序, 即将登陆上海证券交易所, 股票代码为“601928”。本报告旨在对公司投资价值进行分析, 后续将出具深度报告。

投资要点:

- 公司是国内最大图书出版发行集团。2008 年以来, 出版和发行收入比例为 1:2; 营收 CAGR 达 9%, 净利润 CAGR 达 21%; 平均整体毛利率 41%。
- 发行后股本及股权情况。发行前公司总股本为 20.359 亿股, 本次拟发行 5.09 亿股, 占发行后总股本 (25.45 亿股) 的 20%。
- 国内出版发行行业稳步向上。2008-2010 年, 出版图书定价总金额年 CAGR 达 8.75%, 出版物纯销售总金额 CAGR 达 5.43%。未来发展趋势是: 跨省经营、兼并收购逐步推进, 市场竞争主体不断增长, 图书结构进一步市场化调整, 数字出版加速渗入行业各环节。
- 公司长居出版发行行业龙头地位。公司是国内第二大中小学教材出版基地, 且一般图书出版占比 (3%) 居全国前列; 同时是全国最大图书发行企业; 且是目前唯一实现跨省重组的图书出版发行企业。
- 公司立志打造成国内领先、国际知名的大型综合传媒集团。本次 IPO 拟募集资金 27.62 亿元, 主要覆盖实体网建设、教育类图书复合出版项目、信息化及电子商务建设等方面。
- 上市后合理估值区间 10.54-11.47 元。我们预测公司 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.31、0.35、0.42 元。在良好产业发展环境下, 作为拥有创新精神和多年优势积累的出版龙头企业, 我们看好公司将在外延扩张和内生增长双轮驱动下呈现的成长性。目前可比公司 2011 年动态 PE 约 31 倍, 而公司内生增速超行业平均且有较强外延扩张预期, 我们认为给予其 10%-20% 溢价是合理的。因此公司 PE 应在 34-37 倍之间, 对应价值区间为 10.54-11.47 元。

风险提示:

- 中小学教材出版和发行体制改革带来的风险; 国家税收政策变化的风险; 文化体制改革深度和速度低于预期的风险; 新媒体对公司业务的冲击; 文化 mall 拓展低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5407	6041	6803	7795
收入同比(%)	7%	12%	13%	15%
归属母公司净利润	662	790	878	1060
净利润同比(%)	3%	19%	11%	21%
毛利率(%)	41.0%	40.6%	40.3%	40.9%
ROE(%)	17.3%	10.7%	10.6%	11.4%
每股收益(元)	0.26	0.31	0.35	0.42
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

目录

1、凤凰传媒：中国图书出版发行龙头	3
2、发行后股本及股权变化情况	4
3、行业稳步向上，公司长居龙头地位	5
4、公司发展战略及规划	6
5、募投项目情况	7
6、盈利预测	8
7、投资价值分析	11
8、风险提示	12

1、凤凰传媒：中国图书出版发行龙头

谁是凤凰传媒

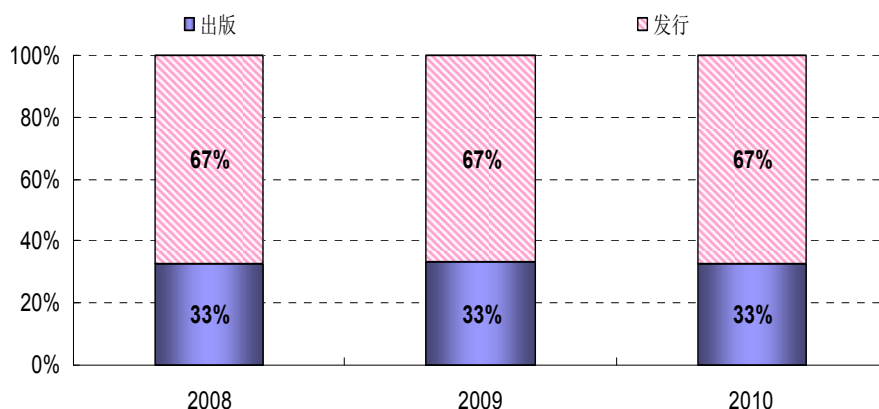
- 2008-2010 年连续三年入围“中国文化企业三十强”并名列前茅；
- 截至 2010 年，公司连续 19 年保持全国图书发行规模第一；
- 仅次于人教社的第二大中小学教材出版基地；
- 唯一实现跨省整体重组的图书出版发行企业；

江苏凤凰出版传媒股份有限公司是国内出版发行行业的龙头企业。公司前身是江苏省新华书店集团有限公司，于 2010 年大股东出版集团将出版资产注入凤凰传媒，因此公司承继集团全部出版和发行主业资产，主要业务为图书出版物及音像制品的出版、发行及文化用品销售。其中图书出版物主要包括教材和一般图书（含教辅）。目前公司在国内出版和发行领域处于行业领先地位。

公司快照

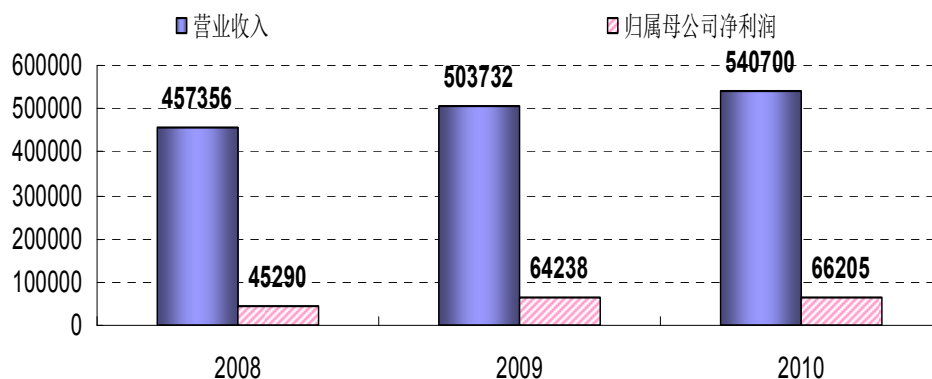
- 公司主营业务可以分为出版和发行两个部分。其中，出版业务和发行业务的收入比例在 2008-2010 年保持为 1:2，即发行业务保持 67% 的收入占比。

图 1：出版和发行业务是公司主要收入来源，收入占比保持为 1:2（2008-2011H）



资料来源：招股意向书，中投证券研究所

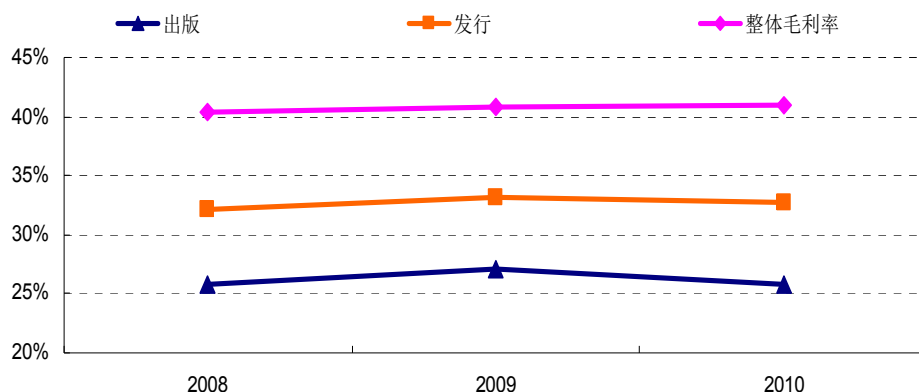
图 2：公司营业收入 CAGR9%，净利润 CAGR 达 21%（2008-2010）



资料来源：招股意向书，中投证券研究

- 2008 年以来，公司业绩稳中有升，营业收入 CAGR 达 9%，归属母公司净利润 CAGR 达 21%。
- 公司整体的毛利率平均为 41%。2008 年以来，公司整体毛利率持续提升，2010 年达到 41%。其中，出版行业毛利率在（25.70%，27.15%）区间内小幅波动，而发行业务毛利率在（32.00%，33.15%）区间内小幅波动。由于主营业务成本的内部抵消项高于主营业务收入的抵消项，整体毛利率高于出版和发行单个业务的毛利率。

图 3：公司整体毛利率保持增长趋势（2008-2010）



资料来源：招股意向书，中投证券研究所

2、发行后股本及股权变化情况

发行前公司总股本为 20.359 亿股，本次拟发行 5.09 亿股，占发行后总股本（25.45 亿股）的 20%。发行前后公司的股本结构如表 1。

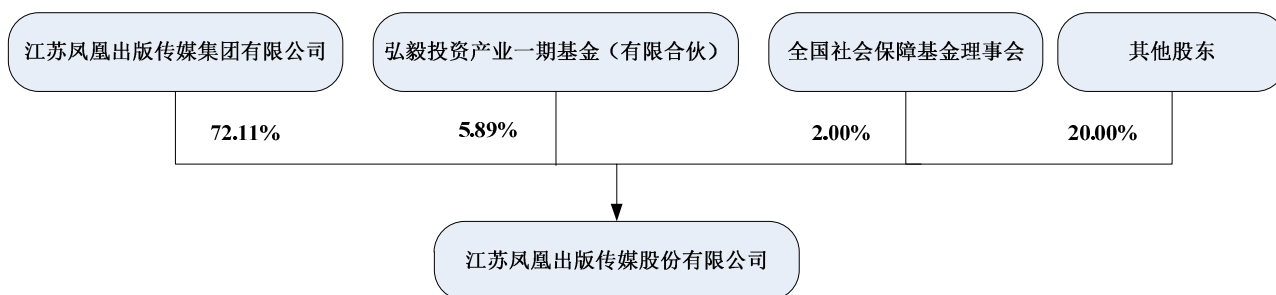
表 1：发行前后公司股本结构

	发行前		发行后	
	股数（股）	持股比例	股数（股）	持股比例
出版集团	1,885,900,000	92.63%	1,835,000,000	72.11%
弘毅投资	150,000,000	7.37%	150,000,000	5.89%
社会公众股	-	-	509,000,000	20.00%
全国社会保障基金理事会	-	-	50,900,000	2.00%
合计	2,035,900,000	100.00%	2,544,900,000	100.00%

资料来源：招股意向书

注：根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，公司拟将出版集团持有的 5090 万股股份划转给全国社会保障基金理事会持有

图 4：发行后公司股权结构图



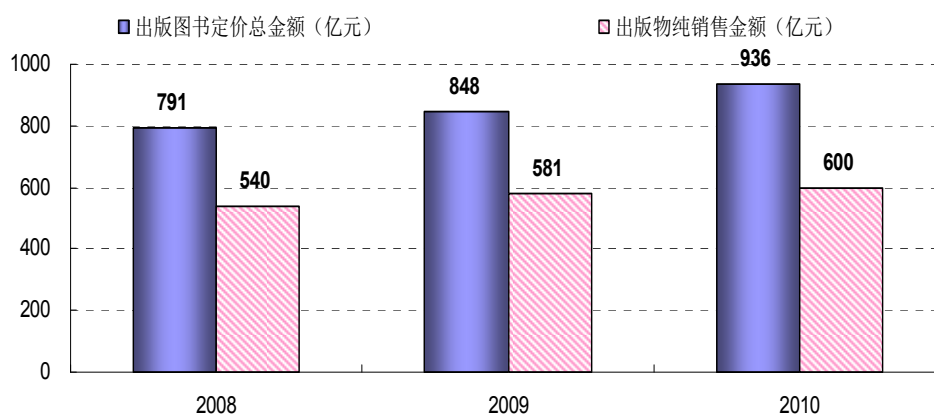
资料来源：招股意向书，中投证券研究所

3、行业稳步向上，公司长居龙头地位

国内出版发行市场供需稳步增长

国内出版发行行业市场供需稳中有增。2008-2010年，出版图书定价总金额年复合增长率达到8.75%，而出版物纯销售总金额年复合增长率达到5.43%。主要原因是：国民经济保持较快平稳发展，人均教育文化娱乐服务类支出逐年上升，对图书的需求越来越大；文化体制改革吸引各类资本进入，促进行业整体发展；现代网络等高科技新兴产业发展促进数字化出版和发行渠道构成的多样化以及业务模式的升级换代，利于市场细化、激发市场需求。

图 5：国内出版发行供需平稳增长（2008-2010）



资料来源：招股意向书，中投证券研究所

国内出版业未来发展趋势

跨省经营、兼并收购逐步推进。目前国内图书出版发行行业集中度很低，势必导致市场主体规模小、竞争力差、低水平恶性竞争等现象普遍，不利于行业的发展。因此在深化文化体制改革中，新闻出版总署提出通过3-5年的产业整合，培育出六七家“双过百”的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。如今，出版发行行业的跨省并购、跨省合作的案例正逐步涌现，行业战略重组的大幕已经拉开，企业将更多地通过资本运作手段，实现快速的市场扩张。

市场竞争主体不断增长。随着图书出版发行市场逐步开放，民营书店通过建立销售网点控制终端市场以建立灵活的业务模式，逐步增强其图书发行竞争

实力，并开始向出版环节渗透，并逐渐形成竞争优势，进而对国有出版发行集团构成一定的竞争威胁。

图书结构进一步市场化调整。自 2006 年政府对中小学教材实行招投标试点以来，教材市场由过去专营变成开放性市场。各大出版发行企业的盈利能力有所下降，需要从专业图书和大众图书领域寻求突破。未来图书结构调整速度将会加快。

数字出版加速渗入行业各环节。与发达国家相比，国内互联网普及率(23%)仍较低。但是按照国内目前的信息化速度以及相关终端设备的不断完善，参考美国互联网普及率从 20%到 70%仅用 10 年时间，互联网渗入出版发行行业的各环节渠道，并加速发展，符合国际行业的发展趋势。

公司处于国内出版发行行业龙头地位

公司是国内第二大中小学教材出版基地，且一般图书市场占比居全国前列。出版领域中，在教育出版中公司是除人教社外唯一中小学教育全阶段、核心科目教材齐全的出版企业，是国内第二大中小学教材出版基地；在一般图书出版方面市场地位逐年提高，下属出版社的图书在全国零售市场占有率不断提升，2010 年码洋占有率达 3.12%，居全国前列。

公司是全国最大的图书发行企业。截至 2010 年，公司已经连续 19 年保持全国图书发行规模第一。自 2009 年并购海南新华后，公司成为江苏和海南唯一一家有全省图书发行网络的企业。同时凭借经验、资金和渠道等优势，公司长期担任江苏和海南的中小学教材独家发行商；而凭借两省的销售网络，公司一般图书市场份额也远高于竞争对手。

唯一实现跨省重组的图书出版发行企业

2009 年 9 月，公司通过增资方式完成对海南新华的并购，成为国内首家实现整体跨省重组的省级出版发行企业，对国内出版发行行业的跨省重组具有重要意义。

4、公司发展战略及规划

公司的发展战略：三聚焦，三跨越，两构建

公司的发展战略是：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，将公司打造成国内领先、国际知名的大型综合传媒企业。

公司的基本思路：四统筹，两创新，两新优势

公司实现战略目标的基本思路为：通过四个“统筹”，实现两个“创新”，打造两个“新优势”。一是统筹传统出版与现代出版，加大对出版资源和数字出版的投入，努力实现内容生产业态的创新；二是统筹传统发行与现代传媒，加大对以中国“现代书业第一网”为依托的“文化消费终端网”、内容投送平台和新兴媒体、新兴阅读终端的投入，努力实现内容传播业态的创新；三是统筹图书出版发行主业和相关文化产业，加大对文化服务、文化贸易、影视广告、动漫网游等文化产业的投入，打造多元化产业竞争的新优势；四是统筹国内发展和海外拓展，逐步加大跨省及海外业务并购、市场开发的投入，努力形成全国乃至国际影响力的新优势。

为贯彻上述发展思路并实现战略目标，公司制定了数字化、内容创新、跨省发展、国际拓展、人才强企、渠道拓展和企业文化创新等七个具体发展措施。

5、募投项目情况

为建设中国一流出版基地，打造“中国现代书业第一网”，将公司建设成为国内领先、国际一流的大型传媒企业，本次公开发行的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。该等募集资金投资项目的建设顺应出版发行行业发展趋势，是实现公司战略目标的重要举措，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基础。公司募投项目拟使用 A 股募集资金 27.62 亿元。

表 2：募集资金投资项目表

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		
	ERP 建设项目	20,059	20,059
	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，中投证券研究所

6、盈利预测

基于以下假设，我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.31、0.35 和 0.42 元。

表 3: 凤凰传媒盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5407	6041	6803	7795
收入增长率	7.3%	11.7%	12.6%	14.6%
营业成本（百万元）	3192	3589	4061	4603
毛利润（百万元）	2215	2452	2741	3191
毛利率	41.0%	40.6%	40.3%	40.9%
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	662	790	878	1060
归属于母公司所有者的净利润增长率	3.1%	19.3%	11.1%	20.7%
基本每股收益（最新摊薄）（元）	0.26	0.31	0.35	0.42

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

主要假设如下：

- 2011-2013 年营业收入同比增长率分别为 11.7%、12.6%和 14.6%；
- 2011-2013 年毛利率分别为 40.6%、40.3%和 40.9%；
- 2011-2013 年营业税金及附加占营收比重保持为 0.70%；
- 2011-2013 年营业费用率保持为 13.50%；
- 2011-2013 年管理费用率保持为 13.00%；
- 2011-2013 年所得税率为 0.90%；
- 募投项目相关假设如表 4

表 4: 凤凰传媒盈利预测

前三年统计情况	第 1 年（2011）	第 2 年（2012）	第 3 年（2013）
固定资产新增	21171	11600	7508
在建工程	71140	57079	3978
结转固定资产比例	37.53%	62.06%	100.00%
无形资产	38266	22103	
收入		1376	12796
成本费用		5965	10607
合计使用 A 股募集	130577	95864	18802
资金			
计划募集金额合计			276157

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

明细如表 5 和表 6:

表 5: 凤凰传媒营业收入和毛利率的关键假设

营业收入 (万元)	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
出版	190403	206198	222200	102813	238634	258436	282368
其中: 教材	89322	81282	79724	37352	81318	83107	85185
增长率		-9.00%	-1.92%		2.00%	2.20%	2.50%
一般图书	97623	117608	135228	59379	150103	168115	189970
增长率		20.47%	14.98%		11.00%	12.00%	13.00%
音像制品	3457	7308	7249	6082	7213	7213	7213
增长率		111.40%	-0.81%		-0.50%	0.00%	0.00%
发行	391692	413781	456481	257983	512734	577618	653496
其中: 教材	122936	120270	123276	57304	126481	129896	133533
增长率		-2.17%	2.50%		2.60%	2.70%	2.80%
一般图书	247628	267535	289731	169043	324499	366684	418019
增长率		8.04%	8.30%		12.00%	13.00%	14.00%
音像制品	9165	5726	8643	4463	9507	10506	11661
增长率		-37.52%	50.94%		10.00%	10.50%	11.00%
文化用品及其他	11963	20250	34831	27173	52247	70533	90282
增长率		69.27%	72.00%		50.00%	35.00%	28.00%
汇总数	582095	619979	678681	360796	751368	836054	935864
减: 内部抵消数	134286	129403	153807	66659	167044	180905	197658
主营业务收入	447809	490576	524874	294137	584324	655149	738206
增长率		9.55%	6.99%		11.33%	12.12%	12.68%
其他收入	9547	13156	15827	9390	19784	23741	28489
增长率		37.80%	20.30%		25.00%	20.00%	20.00%
营业收入合计	457356	503732	540700	303527	604108	678889	766695
募投项目收入						1376	12796
含募投项目总营收					604108	680265	779491
毛利率	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
出版	25.78%	27.15%	25.71%	25.42%	25.30%	25.88%	26.50%
其中: 教材	26.89%	26.28%	27.28%	28.38%	28.00%	28.00%	28.00%
一般图书	25.23%	28.19%	25.02%	23.83%	24.00%	25.00%	26.00%
音像制品	12.35%	20.10%	21.31%	22.77%	22.00%	22.00%	22.00%
发行	32.10%	33.15%	32.72%	31.52%	32.11%	32.55%	32.74%
其中: 教材	28.13%	28.19%	28.81%	30.95%	30.00%	30.00%	30.00%
一般图书	35.09%	36.19%	35.75%	34.41%	35.00%	36.00%	36.50%
音像制品	20.07%	26.53%	25.70%	28.16%	28.00%	28.00%	28.00%
文化用品及其他	20.30%	24.43%	23.07%	15.31%	20.00%	20.00%	20.00%
汇总数	30.03%	31.15%	30.42%	29.78%	29.95%	30.49%	30.86%
减: 内部抵消数	-1.38%	-1.88%	-1.42%	-3.36%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
主营业务毛利率	39.45%	39.87%	39.75%	37.29%	39.08%	39.46%	39.66%
其他业务毛利率	84.63%	76.83%	80.94%	91.29%	85.00%	85.00%	85.00%
总毛利率	40.40%	40.83%	40.96%	38.96%	40.58%	41.05%	41.34%
加上募投项目后毛利率					40.58%	40.30%	40.94%

资料来源: 招股说明书, 中投证券研究所

表 6: 募投项目具体情况及相关假设

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	使用 A 股募集资金
第一类 实体网建设项目								
大型书城（文化 Mall）建设项目								
苏州凤 建设期	12966	12736	880					26582
鳳国际 运营期收入						22320		
书城								
南通凤 建设期	15534	12443	1411					29387
鳳国际 运营期收入						17680		
书城								
扬州凤 建设期	8838	6638	766					16242
鳳书城 运营期收入						10179		
镇江凤 建设期	7772	6374	501					14646
鳳书城 运营期收入						11280		
姜堰凤 建设期	7064	3370	421					10855
鳳书城 运营期收入						5770		
合计 建设期	52173	41561	3978					97712
运营期收入						67229		
连锁经营网点改造项目								
建设期	7414							
流动资金		489						
年增长销售		1376	2993	4883	6714	8020		
年新增运营成本		3172	3172	3172	3172	3172		7903
本								
文化数码用品连锁经营项目								
建设期		2793						
流动资金			4701					
收入					24679	24679	24679	
年新增运营成本					23482	23482	23482	7494
本								
新港物流中心二期建设项目								
建设期	18967	15518						
流动资金			453	35	17			
收入			9803	10956	11533	11533	11533	
成本			5848	6151	6302	6302	6302	34990
教育类出版物省外营销渠道建设项目								
建设投资	6470	4313						
流动资金			1337	1310	1691	2188		
收入							50368	
成本							45063	17308
第二类 教育类图书复合出版项目								

基础教育出版数字化建设项目

建设期	21120	14080						
流动资金			150					
收入				31300	31300	31300	31300	
成本费用				16660	16660	16660	16660	35350

职业教育教材复合出版项目

建设期	7287	7287	7508					
流动资金		1800	675	646	28			
收入					22190	22190	22190	
成本					15231	15231	15231	25231

第三类 信息化及电子商务建设项目

ERP 建设项目

建设期	12036	8023						
运行费用			1587	1587	1587	1587	1587	20059

电子商务平台建设项目

建设期	5110							
收入				3864	3864	3864	3864	
费用				2719	2719	2719	2719	5110

第四类 补充流动资金

25000

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

7、投资价值分析

我们认为，随着文化传媒上升为国家战略性产业，政府对产业发展的支持力度将不断加大，文化体制改革的步伐将加速向纵深发展。作为文化传媒中规模最大的传统子行业-出版，将在良好的政策环境中，加速市场化和集团化的进程。为实现新闻出版总署的目标：三年内在全国打造两到三家资产和收入达到双百亿元的综合性传媒集团，跨区域、跨媒体和跨所有制的整合重组将加速展开。

凤凰传媒作为全国最大的图书出版发行集团，将最有望达到双百亿目标。上市之后，公司在良好的政策环境和资本市场的资金支持下，将有可能在打破区域垄断实施并购方面等方面实现突破。此外，集团下包括印刷等尚未注入的部分资产也有望进一步注入上市公司。可以预期，外延扩张将为公司带来较高的规模成长性。

基于公司主业发展，我们预测凤凰传媒 2011-2013 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.31、0.35、0.42 元，年复合增长近 16%。并且，随着公司募投项目的建成实施，公司的数字出版和文化 Mall 等新业态将有望加大在主业中的占比并为公司带来更快的增长。

综上，在良好的产业发展环境下，作为拥有创新精神和多年优势积累的出版龙头企业，我们看好凤凰传媒将在外延扩张和内生增长双轮驱动下呈现的成长性。我们选取目前 A 股中业务和发展模式与凤凰传媒相似的出版发行公司作为估值参考（包括中南传媒、中文传媒、出版传媒、皖新传媒和时代出版），该 5 家公司 2011 年动态市盈率为 31 倍左右。由于凤凰传媒内生增速超行业平

均具有较强的外延扩张预期，我们认为给予公司 10%-20%的溢价是合理的，因此公司的市盈率应在 34-37 倍之间，对应价值区间为 10.54-11.47 元。

表 7：同行业可比公司 PE 对比

证券代码	证券简称	静态 PE	2010	2011E	2012E	2013E
601098	中南传媒	29	34	27	23	19
601999	出版传媒	47	45	44	41	36
600551	时代出版	26	29	25	22	21
601801	皖新传媒	36	41	33	32	28
600373	中文传媒	17	38	28	25	21
	算术平均	31	37	31	28	25

资料来源：Wind，中投证券研究所

注：采用 2011 年 11 月 16 日收盘价

8、风险提示

中小学教材出版和发行体制改革带来的风险

首先，在 2005 年以前，公司拥有江苏省中小学教材的独家发行权，2005 年至 2008 年江苏省推行中小学教材部分招投标，并从 2008 年开始全面推行中小学教材招投标。自 2005 年以来，公司凭借明显优势连续六年赢得江苏全省的总发行权。一旦公司在未来招标中落标，将失去重要收入和利润来源，使公司面临较大的经营风险。第二，九年义务教育的免费教材政策变化及发行费用折扣可能上升带来的风险。第三，若循环教材相关政策发生变化导致循环使用教材年度采购量下降，可能对公司业绩造成不利影响。

国家税收政策变化的风险

公司及部分下属单位自 2009 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日免征所得税；增值税减免及返还等政策优惠有效期至 2010 年 12 月 31 日。若税收优惠政策到期后公司不能继续享受有关优惠政策或国家出台有关新政策，可能对业绩造成不利影响。

文化体制改革深度和速度低于预期的风险

深化文化体制改革中提出要“跨地区、跨行业、跨所有制经营”，这也是公司外延增长的重要手段。若改革深度和速度低于预期，国内出版和发行市场仍存在较强的地域壁垒和地方保护，公司在进行并购或资源整合时将遇到一定阻力，并存在整体经济、行业、人员等方面的不确定因素。这些可能导致公司并购速度低于预期，并对公司经营造成不利影响。

新媒体对公司业务的冲击

新型数字媒体形式的逐步兴起可能对公司出版经营带来不利影响。一方面，电子商务的飞速发展对实体零售店的业务带来一定的冲击；另一方面，数字出版对纸质出版有一定的替代作用。

文化 mall 拓展低于预期

文化 mall 是公司未来发展的重要盈利增长点，若拓展速度及业绩实现低于预期，可能导致公司整体业绩低于预期。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5146	7310	7765	9299
现金	3147	5117	5294	6499
应收账款	312	362	408	468
其他应收款	111	121	136	156
预付账款	333	359	406	460
存货	1135	1292	1462	1657
其他流动资产	108	59	58	58
非流动资产	2469	3599	4235	4049
长期投资	41	38	38	38
固定资产	1477	1931	2589	2877
无形资产	433	794	988	988
其他非流动资产	518	836	621	147
资产总计	7614	10909	12000	13347
流动负债	2824	2559	2770	3055
短期借款	39	0	0	0
应付账款	1249	1400	1584	1795
其他流动负债	1537	1159	1186	1260
非流动负债	739	746	746	746
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	739	746	746	746
负债合计	3564	3305	3516	3801
少数股东权益	213	215	216	218
股本	2036	2545	2545	2545
资本公积	-756	1496	1496	1496
留存收益	2476	3266	4144	5204
归属母公司股东权益	3838	7390	8268	9328
负债和股东权益	7614	10909	12000	13347

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	848	952	1060	1292
净利润	663	792	880	1062
折旧摊销	165	188	262	303
财务费用	-37	-19	-26	-29
投资损失	-19	-1	-1	-1
营运资金变动	-236	8	-64	-41
其他经营现金流	312	-16	9	-2
投资活动现金流	-1396	-1306	-909	-117
资本支出	501	923	687	115
长期投资	-935	-5	0	0
其他投资现金流	-1830	-388	-222	-2
筹资活动现金流	364	2324	26	29
短期借款	1	-39	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	536	509	0	0
资本公积增加	-1558	2253	0	0
其他筹资现金流	1385	-399	26	29
现金净增加额	-184	1969	178	1205

利润表				
会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	5407	6041	6803	7795
营业成本	3192	3589	4061	4603
营业税金及附加	37	42	48	55
营业费用	792	816	918	1052
管理费用	763	785	884	1013
财务费用	-37	-19	-26	-29
资产减值损失	102	130	130	130
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	1	1	1
营业利润	577	699	788	972
营业外收入	137	140	140	140
营业外支出	45	40	40	40
利润总额	669	799	888	1072
所得税	6	7	8	10
净利润	663	792	880	1062
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	662	790	878	1060
EBITDA	706	868	1024	1245
EPS (元)	0.33	0.31	0.35	0.42

主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	7.3%	11.7%	12.6	14.6
营业利润	-5.3%	21.1	12.7	23.3
归属于母公司净利润	3.1%	19.3	11.1%	20.7
获利能力				
毛利率	41.0	40.6	40.3	40.9
净利率	12.2	13.1	12.9	13.6
ROE	17.3	10.7	10.6	11.4%
ROIC	36.4	26.1	22.9	29.7
偿债能力				
资产负债率	46.8	30.3	29.3	28.5
净负债比率	1.09	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.82	2.86	2.80	3.04
速动比率	1.42	2.35	2.28	2.50
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.65	0.59	0.62
应收账款周转率	20	18	18	18
应付账款周转率	2.63	2.71	2.72	2.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.31	0.35	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.37	0.42	0.51
每股净资产(最新摊薄)	1.51	2.90	3.25	3.67
估值比率				
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星, 中投证券研究所传媒行业高级分析师, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2010 年水晶球入围奖。

万玉琳, 现任中投证券研究所传媒行业研究助理, 南开大学经济学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434