

凤凰传媒(601928)新股定价报告

中国书业龙头

传媒

定价区间
7.25—8.70 元

发布时间：2011 年 11 月 29 日

投资要点：

- 凤凰传媒(江苏凤凰出版传媒股份有限公司)控股股东为江苏凤凰出版传媒集团。凤凰出版传媒集团是全国规模最大的图书出版发行集团之一。根据新闻出版总署的统计,凤凰出版传媒集团总体经济规模 2009、2010 年连续两年位列全国出版行业首位。截至 2010 年,凤凰传媒出版集团已经连续 19 年保持全国图书发行规模第一。
- 近十年来我国出版行业保持稳定增长。其中,教育出版是主要组成部分。公司是全国第二大中小学教材出版基地,共出版了 23 种中小学国家标准课程教材,是除了人民教育出版社以外全国唯一一家覆盖小学、初中、高中等中小学教育全部阶段,语文、数学、外语等核心科目教材齐全的出版企业。
- 公司的增长驱动因素主要包括:文化 mall 建设、集团资产注入预期,以及跨地区收购预期。一方面,公司将陆续兴建或改造部分文化商业 mall,将单纯的书城改造为综合性的文化消费场所,图书业态的面积占比将下降到 30%或者更低。另一方面,在成功收购海南新华发行集团的基础上,公司将继续执行跨地域收购策略。此外,集团仍有部分资产未注入上市公司,有望后续注入。
- 按照发行后总股本 254,500 万股计算,我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.29、0.34、0.36 元,合理的定价估值区间为 7.25-8.70 元,对应 2011 年动态市盈率 25-30 倍。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	540,700	7.34	66,205	3.06	0.26			
2011E	593,919	9.84	72,750	9.89	0.29			
2012E	657,507	10.71	86,473	18.86	0.34			
2013E	729,609	10.97	91,385	5.68	0.36			

发行数据	2010 年
发行前股本(万股)	203,600
发行数量(万股)	50,900
发行价格(元)	8.80
发行前 EPS(元)	0.33
发行后 EPS(元)	0.26
发行前每股净资产(元)	1.94
发行日期	2011-11-22
上市日期	2011-11-30
主承销商	中金公司

分析师: 耿云
执业证书编号: S0550511080003
TEL: (8621)6337 7000-296
FAX: (8621)6337 3209
Email: gengy@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

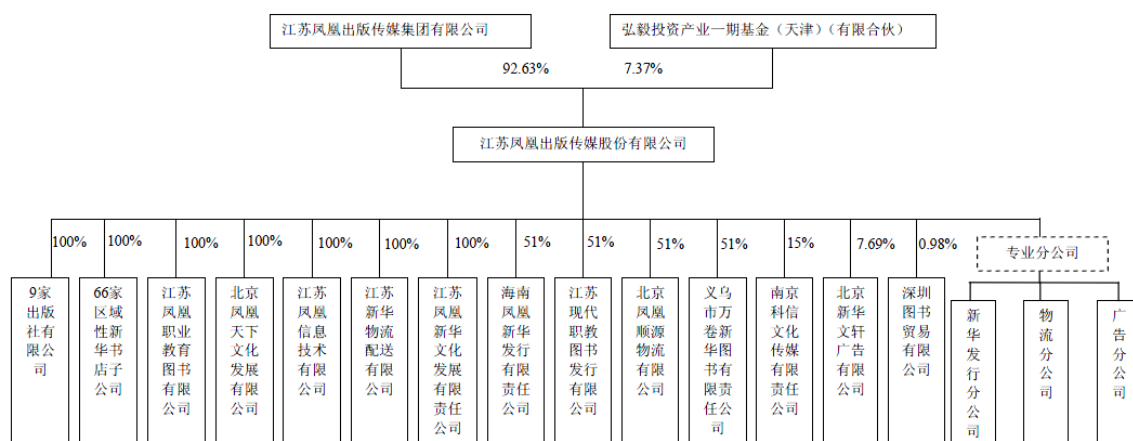
一、公司概况及股票发行计划

凤凰传媒（江苏凤凰出版传媒股份有限公司）控股股东为江苏凤凰出版传媒集团。凤凰出版传媒集团是全国规模最大的图书出版发行集团之一。根据新闻出版总署的统计，凤凰出版传媒集团总体经济规模 2009、2010 年连续两年位列全国出版行业首位。截至 2010 年，凤凰传媒出版集团已经连续 19 年保持全国图书发行规模第一。凤凰传媒继承了出版集团全部的出版和发行主业资产，并于 2009 年重组了海南新华发行集团，拥有其 51% 的控股权。

2010 年，公司下属出版社出版图书和电子音像出版物超过 1 万种，总码洋超过 40 亿元，出版品种和码洋均处于行业领先地位；公司图书发行品种总数超过 40 万种，码洋超过 50 亿元，全国图书发行规模第一。

公司本次拟发行 50900 万股，占发行后总股本的 20%。

表 1 此次股票发行前凤凰传媒股权结构



资料来源：公司公告、东北证券

表 2 2010 年全国文化企业 30 强出版发行类企业排名

	企业名称
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：光明日报社和经济日报社联合举办的“第三届文化企业 30 强”评选、公司公告

二、我国图书出版行业稳定增长

1、稳定增长

近十年来，我国图书出版行业保持稳定增长的趋势。

图 1 2000-2010 年全国图书出版定价金额与种类概述



资料来源：新闻出版总署、公司公告

2、教育出版是主要组成部分

根据新闻出版总署的统计数据，2010 年我国课本出版总印数占全国图书总印数的 46.79%，印张数占全国总印张数的 46.79%，定价总金额占全国总定价金额的 33.85%。其中中小学课本总印数占全国图书总印数的 38.79%，总印张占全国总额的 30.54%。

表 3 2010 年我国课本出版占出版总量的比例

内容	种数 (种)	总印数 (亿册)	总印张 (亿印张)	定价总金额 (亿元)
中小学课本	8,701	27.81	185.15	178.88
中专课本	5,037	0.67	8.73	13.14
大专及以上课本	43,029	3.52	61.17	97.07
业余教育课本	3,782	0.32	4.50	8.75
扫盲课本	5	0.00	0.00	0.00
教学用书	7,591	1.21	10.83	19.01
课本总计	68,145	33.55	270.38	316.86
图书总出版	328,387	71.71	606.33	936.01
课本出版占图书总出版的比例	20.75%	46.79%	44.59%	33.85%
中小学课本占图书总出版的比例	2.65%	38.79%	30.54%	19.11%

资料来源：新闻出版总署、公司公告

三、中国出版发行龙头企业

1、教育出版实力领先

中小学教材实力雄厚，进一步推进省外扩张。

公司是全国第二大中小学教材出版基地，共出版了 23 种中小学国家标准课程教材，是除了人民教育出版社以外全国唯一一家覆盖小学、初中、高中等中小学教育全部阶段，语文、数学、外语等核心科目教材齐全的出版企业，是除人民教育出版社以外中小学课标教材出版品种和数量最多的出版企业。目前全国中小学教材市场除人教社由于历史原因占据绝对领先的市场份额之外，凤凰传媒的教材品种齐全度和使用学生人数都是领先于其他竞争对手的。与中南传媒的湘版教材相比，凤凰传媒的教材种数更多（两者分别为 23 种和 16 种），科目也更全（湘版教材主要集中在音乐、美术等副科，凤凰传媒的教材多为语、数、外等主科）。

公司计划投入约 1.7 亿元进行教育类出版物省外营销渠道建设，进一步加强教育产品的省外市场推广。

职业教育领域已经开始布局。

随着职业教育在我国的逐渐普及，职业教育教材出版也处在快速发展阶段。公司目前已经开发出 508 种职业教育教材。公司募集资金项目之一就是投入约 2.5 亿元执行职业教育教材符合出版项目。

2、借渠道优势积极谋求转型

目前，公司基本形成了以江苏省内市场为基础、辐射全国的销售网络。公司拥有省内销售网络 825 个，建筑面积 73.70 万平方米；省外销售网络包括控股子公司海南新华在海南省的 27 个网点，建筑面积 6.37 万平方米，以及公司在浙江义乌、贵州贵阳、六盘水等地拥有的 4 个连锁网点，经营面积 0.67 万平方米。公司的销售网点大多数都于 2000 年前建成，初始建设成本和年折旧额都较低，同时大多占据各城市商业区的黄金位置。公司计划陆续兴建或改造部分文化商业 mall，将单纯的书城改造为综合性的文化消费场所，包含图书、影院、娱乐、商业零售、文化教育等内容，图书业态的面积占比将下降到 30% 或者更低。文化商业 mall 的模式一方面将提升公司现有渠道的经营效率，另一方面更有利于公司进行跨省扩张，有利于公司的战略布局。

3、外延式扩张：集团资产注入预期+跨地域整合预期

集团公司已注入凤凰传媒的资产包括出版和发行主业资产，仍未注入的资产包括印刷、物资供应、凤凰传奇影业等，未来有望逐步注入上市公司。

2009 年底，公司收购了海南新华 51% 的股权，是国内第一个跨省级收购成功的案例，在异地收购方面具备先行优势。

四、募集资金项目

公司募集资金将主要用于：实体网、教育类图书复合出版、信息化及电子商务项目建设。

表 4 凤凰传媒募集资金项目

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：公司公告

五、盈利预测及申购建议

按照发行后总股本 254,500 万股计算，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.29、0.34、0.36 元，合理的定价估值区间为 7.25-8.70 元，对应 2011 年动态市盈率 25-30 倍。

表 5 盈利预测

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	503,731.50	540,700.43	593,919.09	657,506.82	729,609.08
增速	10.14%	7.34%	9.84%	10.71%	10.97%
营业成本	298,039.36	319,238.78	353,381.86	391,216.56	434,117.40
毛利率	40.83%	40.96%	40.50%	40.50%	40.50%
营业税金及附加	3,774.80	3,712.52	4,157.43	4,602.55	5,107.26
比率	0.75%	0.69%	0.70%	0.70%	0.70%
销售费用	71,454.09	79,226.15	89,087.86	98,626.02	109,441.36
销售费用率	14.18%	14.65%	15.00%	15.00%	15.00%
管理费用	67,724.89	76,260.34	83,148.67	92,050.95	102,145.27
管理费用率	13.44%	14.10%	14.00%	14.00%	14.00%
财务费用	-3,840.53	-3,667.28	-4,157.43	-9,862.60	-5,836.87
财务费用率	-0.76%	-0.68%	-0.70%	-1.50%	-0.80%
期间费用	135,338.46	151,819.20	168,079.10	180,814.37	205,749.76
期间费用率	26.87%	28.08%	28.30%	27.50%	28.20%
资产减值损失	7,727.69	10,186.59	900.00	1,200.00	1,500.00
其他经营收益					
投资净收益	2,032.95	1,935.16	2,000.00	2,000.00	2,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-210.03	74.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	60,971.57	57,718.46	69,400.69	81,673.34	85,134.65
营业利润增长率	36.02%	-5.34%	20.24%	17.68%	4.24%
加：营业外收入	9,703.41	13,727.65	3,500.00	5,000.00	6,500.00
减：营业外支出	4,039.85	4,496.79	150.00	200.00	250.00
利润总额	66,635.13	66,949.32	72,750.69	86,473.34	91,384.65
利润总额增长率	29.34%	0.47%	8.67%	18.86%	5.68%
减：所得税	1,667.71	605.32	0.00	0.00	0.00
所得税率	2.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	64,967.42	66,344.00	72,750.69	86,473.34	91,384.65
净利润增长率	43.86%	2.12%	9.66%	18.86%	5.68%
减：少数股东损益	729.55	139.27	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	64,237.87	66,204.73	72,750.69	86,473.34	91,384.65
增速	41.84%	3.06%	9.89%	18.86%	5.68%
股本（万股）	254,500.00	254,500.00	254,500.00	254,500.00	254,500.00
EPS（元）	0.252	0.260	0.286	0.340	0.359

资料来源：公司公告、Wind、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。