



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

冯雪

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocigroup.com

大地传媒借壳上市价值分析

一、公司概况

大地传媒(000719.SZ/人民币 9.27, 未有评级)由中原出版传媒投资控股集团(原河南出版集团)的图书出版及印务二项主业借壳 S*ST 鑫安。两年内还将注入图书发行业务。

中原出版传媒集团 2010 年全国出版集团总体经济规模综合评价排名第 8, 2009 年排名第 6。河南省新华书店发行集团 2010 年排名第 21 (非完整新华发行系统)。河南新华印刷集团 2010 年排名第 10。河南出版集团主要是受益于河南人口大省地位。

图表 1. 中原出版控股集团盈利情况

(人民币, 万元)	2008	2009	2010
股东权益总额	334,093	359,752	386,968
归属于母公司的股东权益			384,255
营业收入	359,346	382,010	434,036
净利润总额	17,933	18,476	25,701
归属于母公司净利润			26,340
收入同比增长		6.3%	13.6%
净利润同比增长		3.0%	39.1%
毛利率	36.9%	36.4%	35.2%
净利率	5.0%	4.8%	5.9%
净资产收益率	5.9%	6.8%	6.9%

资料来源: 公司公告

二、交易方案

股权结构: 2009 年, 中原出版传媒集团通过司法拍卖、实施重整计划等, 持有焦作鑫安 1.29 亿总股本的 28.70%。重组后, 中原出版传媒集团持有 43,972 万总股本的 75.78%。流通股约为 7,424 万股, 仅占 16.88%。河南省国资委为实际控制人。

拟注入资产: 中小學生教材出版业务及 9 家出版社、4 家印刷及物资公司股权。

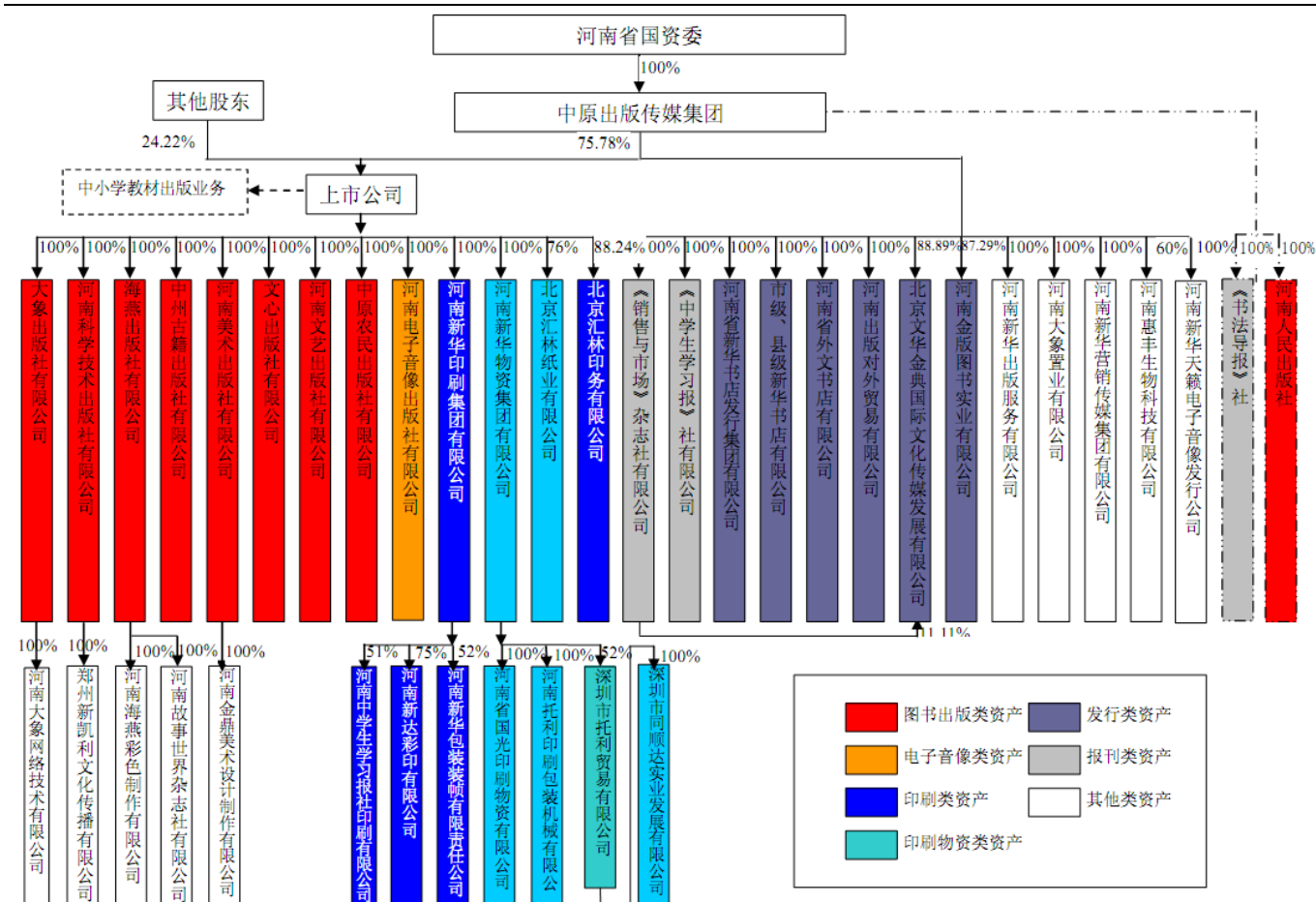
价格公允性: 拟注入资产评估值 (基础法) 136,925.93 万元, 发行价 4.80 元/股, 定向增发 28,526 万股。拟注入资产 2010 年经调整后实际盈利为 12,835 万元, 10.67 倍市盈率, 显著低于目前二级市场出版类公司估值。

业绩承诺: 根据第二次承诺, 拟注入资产 2010-12 年净利润 12,685.34 元, 12,717.97 元、12,132.31 元。若累计不达则以现金回购补偿。

资产注入承诺: 大股东承诺两年内启动发行业务注入, 否则送股 (10 送 1) 补偿。预计 2013 年上半年公布草案。

集团剩余资产: 排除已注入和拟注入的出版、发行、印务主业外, 集团尚有报刊业务和中国河南出版产业园区 373 亩地, 30.1 万平米建面全部建成后, 年租金收入为 1.6 亿元。

图表 2.股权结构



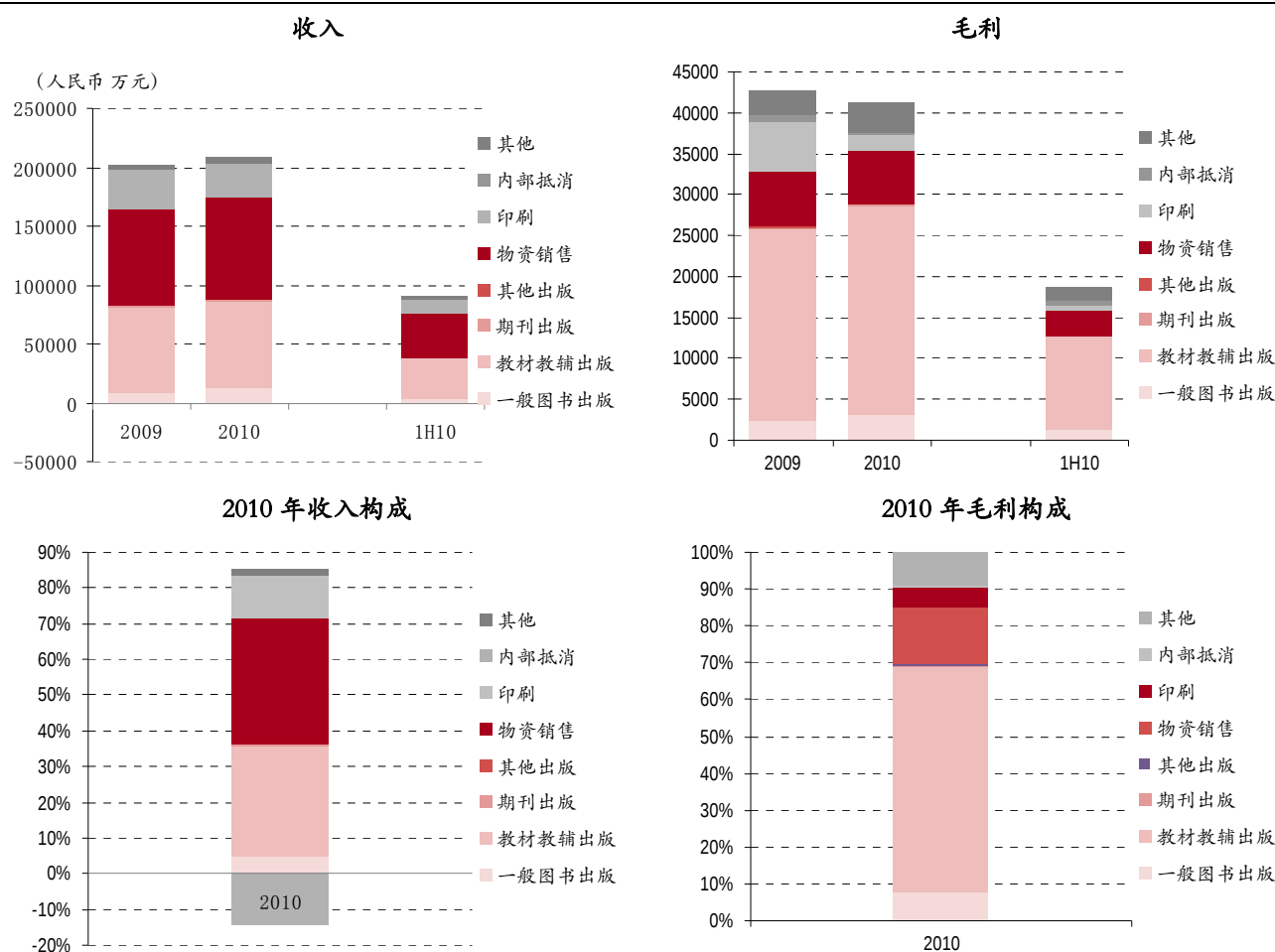
资料来源：公司公告

三、主业情况

主业包括教材教辅出版、一般图书出版、期刊等出版、物资销售和印刷。

2010 年备考营业收入 17.29 亿元，同比增长 4%，归于母公司净利润 1.32 亿元，同比下降 3%，但已超过承诺业绩。按 4.40 亿总股本，2010 年每股收益 0.30 元。

图表 3.重组后公司收入和毛利构成



资料来源：公司公告

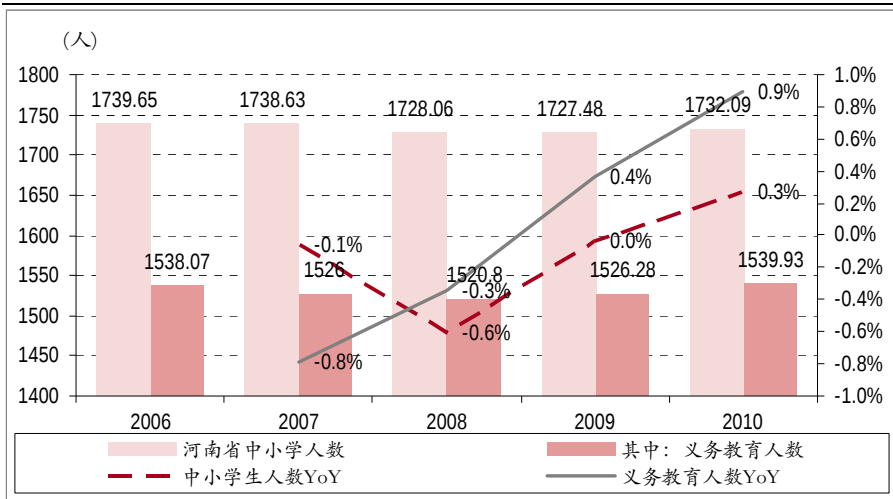
1) 河南中小学教材市场：

目前占有河南省 50% 以上的义务教育（小学和初中）教材市场和 70% 以上的高中教材市场，但主要是租型代理，非采编能力而是市场是其核心竞争力。

租型来源包括人民音乐出版社、人民美术出版社、教育科学出版社、中国地图出版社、星球地图出版社、上海科技出版社、语文出版社等江苏教育出版社等。

与中小学教材相比，职教教材和教辅的市场化程度更高。公司与高等教育出版社、人民教育出版社等签订大中专教材、中职高职等职业教育教材、双语学校教材的代理协议，开发了相关 200 多种各类职教教材。同时拥有《通用技术》、《信息技术》、《音乐》、《书法艺术》、《基础训练》、《学习指导》等非主科的本版中小学教材教辅图书。

与其他省份类似，中小學生人数下滑明显趋缓。

图表 4.历年河南中小學生人数


資料來源: 統計公報

2) 出版實力:

由於缺少原創大教材(語數英等主科), 下屬9家出版社中僅大象社為全國優秀出版社, 大象社、海燕社和科技社業內實力居前。整體出版實力弱於鳳凰傳媒、中南傳媒、時代出版。

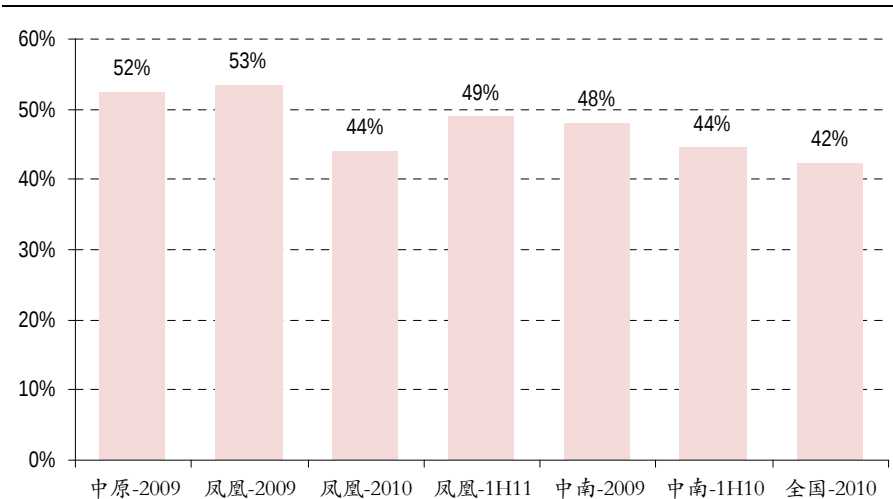
图表 5.下屬主要出版社總體經濟規模排名

	2010	2009	排名變化
大象出版社	33	32	(1)
海燕出版社	51	54	3
河南科學技術出版社	66	76	10
河南文藝出版社	128	114	(14)
河南美術出版社	150	185	35
河南人民出版社	151	148	(3)
文心出版社	179	160	(19)
中原農民出版社	186	201	15
中州古籍出版社	241	197	(44)

注: 253家地方圖書出版社總體經濟規模排名

資料來源: 中銀國際研究整理

圖書再版率體現作品的長期生命力, 中原出版的再版率高於同行。

图表 6.鳳凰、中南、中原、全國的圖書再版率比較


資料來源: 公司公告、中銀國際研究整理

3) 印刷及物资业务:

公司共有河南、北京 2 个印刷基地, 河南省新华印刷集团年产能: 制版 10 万四开单色块, 胶印印刷 170 对开色令, 书刊印刷 125 万令, 书刊装订 3 亿册, 商业印刷 10 万令, 主要是书刊印刷。而北京汇林印务公司与全国 50% 的百强社建立业务关系。此外在河南、深圳、北京 3 个物资贸易中心。

4) 与可比公司的比较:

图表 7. 可比公司经营情况比较

(人民币, 百万)	营业收入	同比增长(%)	归母公司的净利润	同比增长(%)	综合毛利率(%)	收入-出版	收入-发行	毛利率-出版(%)	毛利率-发行(%)	截止时间	员工人数 (人)	普通小学生人数 (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	62,537	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	10,374	796	湖南
新华文轩	3,724	16	437	22	37.7	937	3,135	15.5	30.6	2010.12	7,835	1,082	四川
中文传媒	3,131	30	353	33	36.0	287	2,142	20.8	44.7	2010.12	5,045	700	江西
皖新传媒	2,760	8	321	16	33.3		2,722		32.7	2010.12	4,796	867	安徽
新华传媒	2,307	1	200	(14)	37.1		1,031		31.3	2010.12	2,616	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.	707	湖北
时代出版	1,833	5	248	10	27.5	1,123		35.2		2010.12	2,451	867	安徽
出版传媒	1,328	3	130	0	25.7	444	721	33.0	19.01	2010.12	1,090	417	辽宁
大地传媒	1,729	4	132	(3)	23.9	878		32.7		2009.12	3,253	1,071	河南

资料来源: 公司公告、中银国际研究整理

图表 8. 与时代出版的比较

2010	毛利率	销售费用率	管理费用率	经营费用率	净利率	应收账款周转率	存货周转率	净负债/股东权益	资产负债率
时代出版	27.5%	4.4%	9.6%	14.0%	13.5%	24.2%	43.5%	(38.3%)	23.0%
大地传媒	23.9%	3.4%	10.5%	13.9%	7.7%	20.1%	37.0%	(31.4%)	39.7%

*净利率的差异主要源于财务费用率

资料来源: 公司公告、中银国际研究整理

图表 9. 可比公司应收款坏账计提比例对比

(%)	新华传媒	皖新传媒	出版传媒	时代出版	中南传媒	凤凰传媒	ST 源发(长江出版)	中文传媒	大地传媒
<1 年	5	5	1-5	5	8	10	5	5	5
1-2 年	10	10	20	10	15	20	10	10	10
2-3 年	20	20	35	15	45	50	30	20	20
3-4 年	40	40	50	30	60	80	50	50	50
4-5 年	40	40	50	50	80	80	80	80	80
>5 年	100	100	100	100	100	80	100	100	100

资料来源: 公司公告、中银国际研究整理

图表 10. 可比公司存货跌价准备计提比例对比

存货类别	凤凰出版	ST 源发(长江出版)	中文传媒	时代出版	中南传媒	出版传媒	新华传媒	皖新传媒	大地传媒
纸质图书:	码洋为基数								
当年出版	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
前一年出版	20%	10%	10%	10-20%	10%	10-20%	10%	10%	10-20%
前二年出版	30%	20%	20%	20-30%	20%	20-30%	20%	30%	20-30%
前三年以上出版	40%	30%	40%	30-40%	30-40%	30-40%	40%	50%	30-40%
退后无法再销售	实际成本								
纸质期刊(包括年	当年出版的按年末	同左	同左	同左	同左	同左	同上		当年出版的按年末
鉴)和挂历、年画	库存实际成本提取								库存实际成本提取
音像制品、电子出	年末库存实际成本								
版和投影片									
	30%	30%	10%	20%					
	10%	10-30%	不计提	5%	10-30%				
	如遇升级, 升级后	同左	同左	同左	同左	同左		个别认定	如遇升级, 升级后原
	原出版物仍有市场							法	出版物仍有市场的,
	的, 保留库存实际								保留库存实际成本
	成本 10%, 无市场								10%, 无市场的, 全
	的, 全部报废								部报废
文化用品及其他	个别认定法							个别认定	
商品								法	

资料来源: 公司公告、中银国际研究整理

四、拟注入资产

拟注入资产包括河南人民出版社和新华发行系统。

图表 11. 拟注入资产盈利情况

(人民币, 万元)		收入*		净利润*		收入**		净利润**		
单位名称	合计持股比例	2009	2010	2009	2010	注入时结构	2009	2010	2009	2010
河南人民出版社	事业单位	2,220	2,332	(333)	(39)	河南人民出版社				
河南省新华书店发行集团有限公司	100%	171,980	182,001	5,063	(3,694)					
河南省外文书店有限公司	100%	804	710	(645)	(489)					
130 家河南省各市、县(区)级新华书店有限公司	100%	253,357	302,689	1,469	13,556	新华发行系统				
河南出版对外贸易有限公司	100%	7,586	10,619	6	(28)	(河南省新华书店发行集团的	277,665	313,754	7,470	20,017
北京文华金典国际文化传媒发展有限公司	100%	852	1,776	0	(695)	发行业务)				
河南新华天籁电子音像发行有限公司	100%	4,590	2,796	276	(620)					

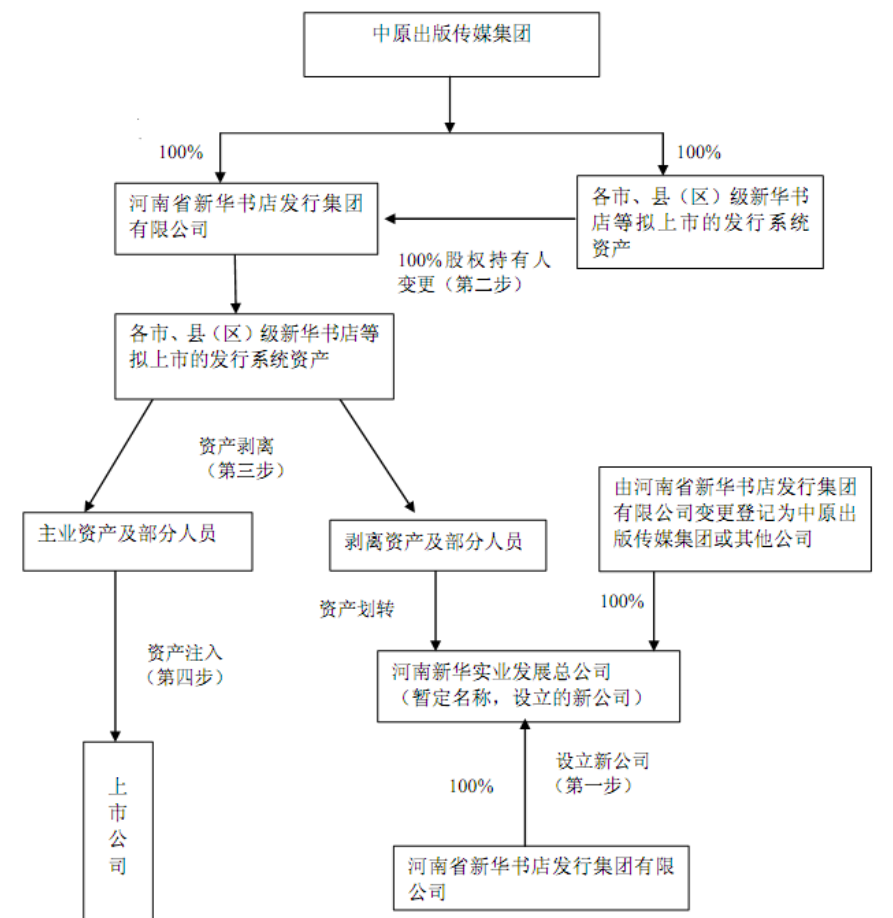
*为实际披露数据, **为业务改制后的备考审计数据

资料来源: 公司公告、中银国际研究整理

注入时间及流程:

11 年下半年完成资产剥离和人员分流方案, 12 年上半年实施完毕, 12 年下半年更名、审计、评估。13 年上半年公布二次重组草案。

图表 12. 拟上市的河南省新华书店发行集团有限公司资产重组整合注入上市公司
方案流程示意图



资料来源：公司公告

五、未来增长方向

中长期发展目标：“导向正确、主业突出、具有强大市场竞争力和重要文化影响力”的国内先进的双百亿大型出版传媒企业。

3 年具体目标：人力资源管理平台、内容出版体系、文化创意产业体系、印刷基地和印刷物资流通基地、对外合作、资金运营平台、信息化、资本运营平台。

图表 13. 各业务发展路径

教材教辅:	扩大租型代理的人教版市场份额，寻求本版教材教辅的突破口。
传统出版:	《中原出版传媒集团 2008-2012 年大书目》（1,100 种）； 打造 20 多个精品图书品牌。
数字出版:	1) 依托《中原文化大典》建设“中原文献数据库”；大象教育资源网、中国教育出版网、戏曲出版网等专业网站；电子音像社、大象社、科技社为实施主体。 2) 适时并购集团公司所属的天乐动画影视发展公司，形成完整动漫产业链和动漫产业基地，“到 2012 年，天乐公司的年生产能力达到 3,000 分钟，年产销 5,000 万元，力争达到 1 个亿”。
印务:	技术改造，拓展商印，考虑整合省内外地方印刷资源。 1) 2010-11 年实现全系统连锁经营，2012 年之前，注册成立河南新华天润连锁有限公司，“到 2012 年，全省新华书店连锁门店达到 150 个，卖场总面积达到 30 万平方米”； 2) 提高一般图书和音像制品销售，“到 2012 年，全省新华书店一般图书和电子音像出版物业务保持年均 20% 的增长速度，力争到 2012 年，全省新华书店一般图书和电子音像出版物业务在全系统经营总量中的比重上升到 40%”；
发行:	3) 渠道创新：做大已有的“新华天缘读者俱乐部（到 2012 年，全省新华书店读者俱乐部会员总数突破 200 万人）”、“新农村书屋”，建立电子商务平台（“到 2012 年，力争网上图书销售额超过 4,000 万元”），考虑建设部分大型网点；河南新华天图传媒营销策划有限责任公司打造手机通道； 4) 围绕河南新华天畅物流配送中心发展第三方物流（到 2012 年，第三方物流的经营总量占物流总量的 20%）。
政策扶持:	1) 公益性、古籍类项目资助； 2) 数字出版项目支持； 3) 河南“农家书屋”中标获倾斜； 4) “走出去”项目资助。
并购:	1) 省内（河南省建设文化强省契机）及中央文化企业转企改制的资源整合机会； 2) 北京、上海、深圳、河南等地收购 2-3 家具有一定规模实力的国营出版经营实体和民营出版公司。

资料来源：中银国际研究

公司大部分业务与其他地产出版集团大同小异，相对独特的亮点包括：

- 1) 动漫娱乐：未来拟收购河南新华控股（合作方是深圳紫金城公司）的天乐动画（[http:// www.tlanimation.com](http://www.tlanimation.com)）。是国家首批认定百家动漫企业，已出品三维 CG《独角乐园》（2007 年）、《家有酒神》（2008 年）、《天下少林》（2008 年）、《太昊伏羲》（2011 年）、《魔力骰子》（2011 年），部分在央视少儿播出。
- 2) 文献数据库。

六、估值及投资建议

不考虑二次资产注入，简单预计公司未来每年净利润增速 15% 左右，则 2010-13 年净利润约 1.32 亿元、1.54 亿元、1.76 亿元和 1.99 亿元（2011-12 年业绩承诺为 1.27 亿元和 1.21 亿元），每股收益预计分别为 0.30 元、0.35 元、0.40 元和 0.45 元。

若考虑二次资产注入，以集团 2010 年净利润 2.63 亿元为基数，预计未来净利润增速 16% 左右，则 2012-13 年净利润约 3.57 亿元和 4.08 亿元，每股收益约 0.52 元、0.60 元，二次资产注入增厚业绩约 100%。2010 末扣除一次注入资产的股东权益后，集团剩余净资产约 24.56 亿元，假设按 10.03 元定增价，则摊薄总股本 56% 至 6.85 亿股。

股票将于 2011 年 12 月 2 日复牌。

图表 14. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比增长(%)
营业收入	1,657	1,729	4.3
营业成本	(1,231)	(1,316)	6.9
毛利	427	413	(3.2)
营业税金及附加	(8)	(10)	30.5
销售费用	(58)	(59)	1.7
管理费用	(163)	(181)	10.6
财务费用	(40)	(30)	(23.2)
资产减值损失	(19)	(21)	6.5
投资收益	0	3	1592.8
营业利润 小计	139	115	(16.9)
营业外收支金额	22	26	18.4
利润总额	161	141	(12.1)
所得税费用	(18)	(9)	(52.7)
少数股东损益	(6)	(0)	(92.8)
净利润	137	132	(3.4)
总股本 (百万股)	440	440	
每股收益(元)	0.31	0.30	
毛利率	25.8%	23.9%	
营业利润率	8.4%	6.7%	
有效所得税率	11.4%	6.1%	
净利率	8.3%	7.7%	

资料来源：公司数据

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士，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 2 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