

审慎推荐-A (首次)

大地传媒 000719.SZ

目标估值: NA
当前股价: 9.27 元
2011 年 12 月 01 日

重组方案偏中性, 现有股价安全边际不高

基础数据

上证综指	2,387
总股本(万股)	43,972
已上市流通股(万股)	7,425
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	7
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	0.1
资产负债率	27.8%
主要股东	中原出版传媒集团
主要股东持股比例	75.8%

相关报告

- 1、《凤凰传媒IPO询价报告—全国出版发行企业龙头, 上市图谋新突破》
11/17/11
- 2、《中南传媒发行业务贡献最大, 报媒业务潜力不错》
8/22/11
- 3、《天舟文化3大项目布局未来3年发展, 4层划分把握公司业务特点》
8/21/11

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090511040019

研究助理

杨仁文

yangrw@cmschina.com.cn

事件

公司公告拟向中原出版传媒集团发行股份购买其拥有的出版、印刷、物资贸易等业务的相关资产, 包括旗下大象社、科技社、海燕社、古籍社、美术社、文心社、文艺社、农民社、音像社 100%股权, 新华印刷和新华物资 100%股权, 汇林纸业 76%股权, 汇林印务 88.24%股权, 以及中小学教材出版业务相关资产。标的资产 2010 年净利润经第三方审计机构审计调整后为 1.28 亿(调整前为 1.32 亿)。

点评

1、中原出版传媒集团借壳上市分为两步: 先通过司法拍卖取得股份成为上市公司第 1 大股东, 再通过定向增发向上市公司注入相关业务资产实现借壳上市。

第一步: 中原出版传媒集团通过公开竞拍, 以每股 0.45 元, 合计总成交价 0.17 亿元获得原第 1 大股东河南花园集团持有的上市公司 0.37 亿股, 交易完成后, 中原出版传媒集团持有上市公司股权占比为 28.7%。

第二步: 中原出版传媒集团拟注入资产作价 13.7 亿元, 上市公司以非公开发行的方式向中原出版传媒集团发行 2.85 亿股, 发行价 4.8 元/股; 本次交易完成后, 中原出版传媒集团持有公司 75.8% 的股权。

2、我们认为此次重组方案对投资者而言, 整体偏中性。公司完成重组后, 对投资者而言, 此次重组拟注入资产历史上成长性一般, 现有股价安全边际不高。

公司拟注入资产历史上成长性一般。2010 年和 2011 年上半年归属母公司净利润分别为 1.32 亿(模拟备考数据)和 0.45 亿(经审计数据), 分别同比下降 3.4% 和 1.8%。

本次交易公司拟向中原出版传媒集团定向增发 2.85 亿股; 公司股改和本次交易完成后, 总股本增加到 4.40 亿股。经第三方审计机构和评估机构对标的资产 2011 年净利润预测分别为 1.30 亿和 1.27 亿, 按预测最高的 1.30 亿测算, 对应 11 年重组完成后备考 EPS 为 0.30 元, 当前 9.27 元的股价对应 11 年 PE 为 31 倍。

完成重组后, 我们认为公司 31 倍 PE 估值与同类型上市公司比基本合理。目前 A 股平面媒体上市公司 2011 年 PE 平均值和中值分别为 32 倍和 30 倍, 其中中南传媒 24 倍、浙报传媒 30 倍、凤凰传媒 40 倍(新上市)。

3、公司后续有资产注入预期。此次资产重组中原出版传媒集团所属图书发行业务资产暂不符合进入上市公司条件, 而暂不进入上市公司; 不过特别承诺争取在本次资产重组完成后股票恢复交易之日起 2 年内, 将其注入上市公司, 实现中原出版传媒集团出版、印刷、发行、物资供应整个产业链主营业务资产的整体上市。

投资建议

考虑到完成重组后, 按备考业绩算, 公司 11 年 31 倍 PE, 股价安全边际不高, 提示投资者谨慎投资。

风险提示: 重组方案没有获得中小投资者一致认可, 有被否风险。

重组方案概要

本次非公开发行购买的标的资产：中原出版传媒集团拥有的中小学教材出版业务相关资产、大象出版社 100%股权、海燕出版社 100%股权、农民出版社 100%股权、科技出版社 100%股权、古籍出版社 100%股权、美术出版社 100%股权、文心出版社 100%股权、文艺出版社 100%股权、音像出版社 100%股权、新华物资 100%股权、新华印刷 100%股权、汇林纸业 76%股权、汇林印务 88.24%股权。

本次非公开发行股份发行价为 4.8 元/股：本次发行股份购买资产的价格采用协商定价，基本原则是在该发行价格下，股份发行完成后，应满足以下 2 个条件：**1、**公司股票复牌后的预期价格不低于股票暂停上市前 20 个交易日的平均收盘价的复权价格，以保证原投资者所持股票在复牌后的市值不低于按股票暂停上市前 20 个交易日均价计算的持股市值（股票复牌后的价格应在 6.71 元以上）。**2、**公司未来 2 年的年均每股收益不低于同行业上市公司的平均水平（每股收益应不低于 0.24 元）。在满足以上 2 个条件前提下，经测算，本次股份发行价格应为 4.8 元。

标的资产评估值为 13.7 亿元：对标的资产的评估整体上采用了资产基础法和收益法两种方法。采用资产基础法评估的本公司拟购买净资产账面价值 11.5 亿元，评估值 13.7 亿元，评估增值 2.2 亿元；采用收益法对拟购买资产进行评估的结果为 13.7 亿元，评估增值 2.2 亿元。由于采用收益法以现有的经营模式预测的未来收益并不能真实反映未来的盈利情况，而资产基础法评估结果能够完整体现本次评估目的和购买资产价值，故最终选取资产基础法得出的评估值作为最终评估结果。

标的资产 10 年经调整后实际净利润为 1.28 亿，11 年和 12 年预测净利润分别为 1.27 亿/1.30 亿和 1.21 亿。根据中联评估出具的以 09 年 12 月 31 日为评估基准日的资产评估报告，本次交易标的资产 10 年、11 年、12 年的盈利预测净利润分别为 1.27 亿、1.27 亿、1.21 亿；根据中勤万信出具的《盈利预测审核报告》，预测 2011 年净利润为 1.30 亿。同时根据中勤万信 11 年出具实际盈利数与利润预测数差异情况的鉴证报告，标的资产在 10 年度经调整后实际净利润为 1.28 亿元，比 10 年预测净利润多 150 万元。

拟购买之标的资产每年度实现的累计净利润数低于《资产评估报告》中累计预测净利润数的补偿方法。集团公司承诺本次交易拟进入上市公司资产的 10 年度、11 年度、12 年度的盈利预测净利润分别为 1.27 亿元、1.27 亿元、1.21 亿元。如果在补偿测算期间（2010 年、2011 年、2012 年），上市公司拟购买之标的资产每年度实现的累计净利润数低于《资产评估报告》中累计预测净利润数，集团公司将以本次交易得到的股份向上市公司进行补偿，由上市公司以总价 1 元回购集团公司应补偿的全部股份并予以注销。

表 1、拟注入资产历史财务数据

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
资产总额	2,281	2,300	2,305
负债总额	1,303	1,038	914
所有者权益合计	978	1,262	1,391
归属于母公司所有者权益合计	948	1,223	1,355
营业收入	1,647	1,657	1,729
净利润	125	142	132
归属于母公司所有者的净利润	123	137	132

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

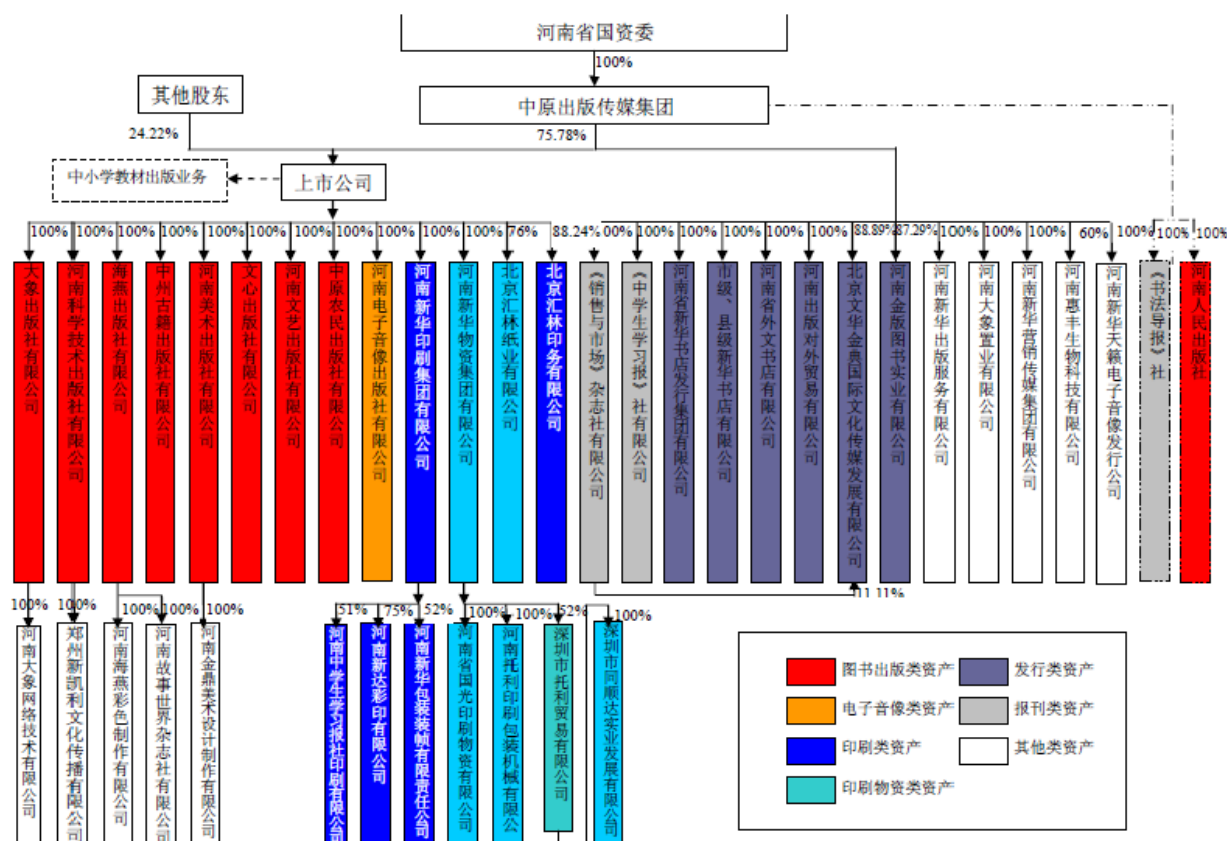
重组方案中拟注入资产介绍

中原出版传媒集团是以出版、印刷、发行、版权贸易为主业，以内容出版为核心、以出版物发行为支撑、以印制物资为保障的编印发一条龙、产供销一体化、多种传媒出版经营的大型出版传媒集团，是国家新闻出版总署和河南省确定的第一批文化体制改革试点单位。目前控股 1 家上市公司、拥有 10 家出版社、136 家发行企业、3 家报刊社、2 家印刷企业、2 家物资贸易企业等共计 158 家成员单位企业，共有从业人员 18,690 人，是河南省最大的文化产业集团。

出版单位中大象社为全国优秀出版社，科技社等 4 家出版社为全国良好出版社，印刷业务形成了河南、北京两个大型图书印刷基地，物资贸易以河南、北京、深圳三地为中心，业务辐射区域不断扩大，拥有新华、外文等 136 家发行企业构成了河南省内完整并辐射全国的发行业务网络，成为中西部地区重要的出版物流中心。年均图书出版 4,200 余种，教材、图书、报刊年发行量达 5.3 亿份（册）。经营报刊 22 种，《销售与市场》继续保持全国营销类第一品牌期刊的地位，与《寻根》、《名人传记》同时列入全国百家重点期刊，《中学生学习报》期发量突破 1,000 万份，是全国最受读者欢迎的教育类报纸；新华印刷集团、新华物资集团是河南省最大的印刷物资企业。

2010年5月，被光明日报社和经济日报社联合举办的“第二届中国文化企业三十强”评选活动评选为2008年-2009年度中国文化企业三十强之一，排名第6位。在新闻出版总署出版产业发展司于2010年7月发布的《2009年新闻出版产业分析报告》中，中原出版传媒集团总体经济规模评估排名第6。

图 1、本次资产重组完成后股权结构及控制关系图



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

本次非公开发行购买的标的资产为中原出版传媒集团持有的所有图书出版、印刷、物资贸易等业务相关资产：中小学教材出版业务相关资产、大象社 100%股权、科技社 100%股权、海燕社 100%股权、古籍社 100%股权、美术社 100%股权、文心社 100%股权、文艺社 100%股权、农民社 100%股权、音像社 100%股权、新华印刷 100%股权、新华物资 100%股权、汇林纸业 76%股权、汇林印务 88.24%股权。

中原出版传媒集团所属的图书发行业务资产暂不符合进入上市公司的条件而暂不进入上市公司。经过行业主管部门和国有资产主管部门批准，中原出版传媒集团特别承诺争取在本次交易完成后股票恢复交易之日起两年内，将其控股的上市公司外的与上市公司产业链相关的业务资产符合上市条件，一起注入上市公司，实现中原出版传媒集团的出版、印刷、发行、物资供应整个产业链的主营业务资产的整体上市。

通过分析各业务板块经营情况，我们认为，中小学教材业务资产、大象出版社、海燕出版社、新华物质、新华印刷、汇林纸业等是拟注入标的资产中相对较优质的资产。

中小学教材出版业务

中原出版传媒集团内设教材出版部，负责中小学教材业务的具体经营。中小学教材的出版业务模式分为原创出版和代理出版印制两种。中原出版传媒集团教材出版部不从事教材研究开发，而是采用代理或代印代发的形式取得教材原创出版社的代理权。中原出版传媒集团拥有主要包括河南省内 131 家新华书店和 1 家外文书店组成的图书发行系统，拥有河南省内最大的印刷企业，为河南省各地中小学校提供了优质的教材产品和售后服务。

表 2、中小学教材业务板块收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	488	420	409
营业利润	76	62	71
利润总额	89	72	79
净利润	89	72	79

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

大象出版社有限公司

大象社拥有图书、互联网、期刊出版经营资质，拥有三报两刊。自成立以来，共出版图书 8,000 多种，印数超过 20 亿册，有 400 多种图书获得省、部级以上优秀图书奖。其中《著名中年语言学家自选集》、《中国科学技术典籍通汇》、《中国音乐文物大系》、《走向海洋丛书》等获国家图书奖，《中国音乐文物大系》等获中国图书奖，《河南人口环境资源丛书》、《邓亚萍》、《当今博物馆丛书》等获国家“五个一工程”奖，《中国传统工艺全集》获中华优秀出版物奖，《天边的彩虹》获中国最美图书奖。

推出的《基础训练》、《学习指导》等教辅类图书已经成为畅销全国的知名品牌，除教材、教辅外，逐步在大众读物和学术专著方面形成了以现代文化名人系列、国际汉学研究系列、科技史系列、博物考古系列和收藏系列等为代表的出版品牌。

积极参与国际出版市场，与多家海外出版机构建立了良好的合作关系。截至 09 年底，

共引进海外图书 50 余种；向海外出版机构输出图书 40 余种。

07~09 年，大象社分别出版图书 794 种、834 种、927 种，其中新版图书分别为 302 种、425 种、381 种，重印图书分别为 492 种、409 种、546 种；出版图书重印率分别为 62%、49%、58%。06 年，大象社在全国 572 家出版社竞争力排名中列第 40 位。

表 3、大象出版社收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	121	133	136
营业利润	10	3	16
利润总额	12	5	16
净利润	8	5	16

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

河南科学技术出版社有限公司

科技社拥有图书出版经营资质。业务以医疗卫生、农业科技、工业技术、各类科普读物、中小学教材、高职高专教材等出版物为主，主要产品包括科技类图书、教材、大众读物等。自成立以来，共出版图书近 4,000 种，印数达 5.6 亿册，有 400 多种图书获得省、部级以上优秀图书奖。其中《中国蝶类志》获第五届国家图书奖提名奖，《中国鸟类图鉴》、《中国蝴蝶分类与鉴定》、《中国珊瑚昆虫图志》、《中国大型真菌》、《中国蝶类志（修订版）》等获中国图书奖。

参与组编的普通高中新课标教材《通用技术》（一套 14 册）已由教育部全国中小学教材审定委员会审查通过，并由广东、江苏、辽宁、湖南、湖北、河南、陕西、北京等地教育部门选用；已经出版了护理、医学、畜牧、机电、艺术、旅游等十几套 200 余种高职高专教材，形成了具有特色的职业教育教材体系。另外，科技社还在医学、情趣手工等方面形成了出版品牌特色。

积极开展对外版权贸易，与英国、日本、美国等 30 家海外出版机构建立了稳固的业务联系，引进了医学类、时尚生活类、情趣手工类共计上千种图书。

07~09 年，分别出版图书 379 种、443 种、458 种，其中新版图书分别为 202 种、219 种、289 种，重印图书分别为 177 种、224 种、169 种；出版图书重印率分别为 47%、51%、37%。

表 4、科技出版社收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	74	90	83
营业利润	7	10	6
利润总额	10	11	8
净利润	7	11	8

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

海燕出版社有限公司

海燕社的主营业务为中小学教材、教辅、幼儿读物、面向青少年的科普类知识读物、科幻及少儿文艺类图书的出版，主要产品有教育类读物、各类未成年人读物、国内外儿童文学名著、电子类图书等，多次被评为国家良好出版社。

成立以来，共出版图书、电子出版物 1.1 万余种，出版物发行数量达 16.8 亿册（张、盒），有 500 多种图书获得省部级以上奖励，其中《中国婴幼儿百科》等获国家图书奖，《彩图版中国通史》等获中国图书奖，《神奇的雅鲁藏布江大峡谷》等获国家“五个一工程”入选作品奖，《灾后青少年心理援助指南》获中华优秀出版物抗震救灾特别奖，《小巴掌童话》获全国优秀少儿图书奖，《和你在一起》、《德国当代儿童文学经典作品集》、《笨笨熊的童话故事》等获得冰心儿童图书奖。

推出的《中国通史（少年版）》、《中国科学家探险手记》、《棒棒仔品格养成图画书》、《笨笨熊学成语故事》、《小学生校园派》、《家有儿女》、“漫画国学系列”、“小女生系列”、“文学大师经典绘本”、“小学生工具书系列”等图书和丛书已经成为畅销全国的知名品牌，并逐渐形成了以低幼读物和适应青少年需求的科普、科幻、文艺作品类图书为主的产品特色。

在国际图书版权贸易市场日渐活跃，与瑞典、俄罗斯、德国、日本、韩国等国家及香港、台湾地区的数十家出版社建立了业务合作关系；输出图书版权五十余种，引进图书版权一百余种。其中，《非常名人》、《小兔汤姆》等获得引进版优秀社科类图书奖。

07-09 年，海燕社分别出版图书 591 种、688 种、758 种，其中新版图书分别为 294 种、256 种、238 种，重印图书分别为 297 种、432 种、520 种；出版图书重印率分别为 50.3%、62.8%、68.6%。

表 5、海燕出版社收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	48	50	96
营业利润	5	6	12
利润总额	6	5	13
净利润	3	5	13

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

河南新华印刷集团有限公司

新华印刷是河南省目前规模最大的书刊印刷企业，拥有年生产能力：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。新华印刷承担着河南省中小学教材的印制任务，目前已形成教材教辅、一般图书、期刊、报纸、DM 单等产品的客户群体，客户遍布河南和周边省市。

表 6、新华印刷收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	168	175	171
营业利润	13	14	4
利润总额	13	15	5
净利润	9	11	3

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

河南新华物质集团有限公司

新华物资是河南省规模最大的专业性印刷物资经销企业，是河南省中小学教材教辅类用书及豫版图书用纸的主要供应商，主要经营各类纸张、印刷机械、印刷耗材等印刷物资，与金光纸业、紫兴纸业、华泰纸业、晨鸣纸业、漯河银鸽纸业、太阳纸业、北人集团、天津东洋油墨、南阳第二胶片厂等上游国内外知名厂商有着紧密商业合作关系。07~09 年，新华物资分别销售印刷用纸 8.1 万吨、9 万吨、8.5 万吨，年销售纸浆约 1.5 万吨。

表 7、新华物质收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	669	646	743
营业利润	11	31	19
利润总额	12	31	21
净利润	8	24	16

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

北京汇林纸业有限公司

汇林纸业是国内多家大型造纸厂在北京地区的一级代理商，主要代理金光集团 APP 旗下的金东纸业、金华盛纸业和宁波中华纸业生产的铜版纸、胶片纸和白卡纸；岳阳纸业股份公司生产的胶版纸、轻涂纸；石岘纸业生产的胶版纸；晨鸣纸业生产的轻涂纸和铜版纸。

汇林纸业的主要客户为中原出版传媒投资控股集团有限公司及北京地区的大中型出版社、报社、印刷厂、纸张经销商。销售区域包括北京市、河南省及河北省周边地区。07~09 年，汇林纸业销售纸张分别为 3.62 万吨、3.69 万吨、3.71 万吨。

表 8、汇林纸业收入利润情况（合并）

（单位：百万元）	08 年	09 年	10 年
营业收入	224	176	132
营业利润	5	16	7
利润总额	5	16	7
净利润	3	14	5

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

拟注入资产盈利提升计划

教材

与人民教育出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社、江苏教育出版社等主要教材供型单位签订了中长期代理合同，从而保证了注入资产单位稳定的收入来源。与高等教育出版社、人民教育出版社等国内几个主要的教材出版社签订大中专教材、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，保证了职教市场的占有率和收入。

教辅

各出版社在保持原有份额的基础上，通过提升教辅质量、打造品牌教辅、开发课外辅助读物和继续教育教材教辅、推出考试用书、增加教辅品种、做好售后服务、强化教辅互动、广辟销售渠道等措施，确保教辅销售保持平稳上升趋势。

一般图书

通过策划学龄前低幼读物、动漫图书、大众读物、学术著作，实施大型长效出版工程，强化策划、选题、版权合作，加大图书馆配用图书，实现数字语音图书、移动图书、新媒体的内容提供和运营，保持图书品种和销售的较快增长势头，逐步提高图书的销售收入和盈利能力。

印装业务

明确“巩固扩大书刊印刷，发展提升商业印刷，开拓创新包装印刷”的发展定位，重点做好教材教辅、精品图书、期刊画册、彩盒包装、商业印刷和印刷工程技术研发、印刷产品创新、配送服务等业务，积极开拓国际印务市场，引进高档平张胶印机、八色商业轮转机，提高印刷产能，提升设备档次，向产品精细化、高档化、高速化迈进；引进数码印刷机、小幅面印刷机，培育个性化即时快印市场。在现有已开拓的大批业务上，加速吸引和扩大价格高、数量大的国际业务，增加高品质的期刊画报印刷、包装印刷，丰富产品线。

重组方案完成后，公司股权变化情况

公司股改和本次交易完成前：公司前 5 大股东分别为中原出版传媒集团、焦作通良资产、河南富国实业、焦作鑫安科技、周口城市信用社，持股数分别为 0.37 亿股、0.13 亿股、0.11 亿股、0.10 亿股、0.05 亿股，持股比例分别为 28.7%、10%、9.24%、8.36%、4.16%。其中，中原出版传媒集团持有本公司 28.7% 股份，为本公司控股股东；同时，经焦作中院裁定，公司管理人账户中的非流通股 0.11 亿股由中原出版传媒集团受让。

公司股改和本次交易完成后：中原出版传媒集团将直接持有本公司 75.8% 的股权，成为本公司的控股股东，河南省国资委为本公司实际控制人。

表 9、本次交易前后公司股权结构变化

股东名称	交易前		交易后	
	股数（百万股）	占比	股数（百万股）	占比
一、有限售条件	80	62.0%	365	83.1%
中原出版传媒集团	37	28.7%	333	75.8%
焦作通良资产经营有限公司	13	10.0%	13	2.9%
河南富国实业有限公司	12	9.2%	12	2.7%
焦作通良资产经营有限公司管理人	11	8.4%	-	-
周口市城市信用社股份有限公司	5	4.2%	5	1.2%
二、本次发行	-	-	285	64.9%
合计	129	100.0%	440	100.0%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心 注：假设本公司股改和本次定向发行股份购买资产方案都能够实施完毕

表 10、公司各期业绩回顾

（百万元）	09 年	10 年	10H1	11H1
营业收入	1,657	1,729	771	761
营业成本	1,231	1,316	584	593
营业费用	58	59	25	32
管理费用	163	181	75	82
财务费用	40	30	17	9
投资收益	0	3	1	(0)
营业利润	139	115	49	25
归属母公司净利润	137	132	46	45
EPS（元）	0.311	0.301	0.104	0.102
主要比率	09 年	10 年	10H1	11H1
毛利率	25.8%	23.9%	24.3%	22.1%
营业费用率	3.5%	3.4%	3.3%	4.2%
管理费用率	9.9%	10.5%	9.7%	10.8%
营业利润率	8.4%	6.7%	6.3%	3.3%
有效税率	11.4%	6.1%	8.3%	0.7%
净利率	8.6%	7.7%	6.0%	5.8%
YoY	09 年	10 年	10H1	11H1
收入		4.3%		-1.2%
归属母公司净利润		-3.4%		-1.8%

资料来源：公司公告（模拟备考财务报表审计报告、财务报表审计报告）、招商证券研发中心

表 11、公司分业务历史数据回顾

主营业务收入(百万元)	09 年	10 年	10H1	11H1
一、出版业务	825	878	383	366
一般图书	80	119	38	46
教材教辅	733	750	340	316
期刊	7	7	3	3
其他	6	2	2	1
二、物资销售业务	814	868	375	363
三、印刷业务	335	290	117	135
四、抵销数	357	356	127	123
合计	1,617	1,680	748	741
收入增速	09 年	10 年	10H1	11H1
一、出版业务		6.4%		-4.4%
一般图书		49.8%		21.7%
教材教辅		2.2%		-7.0%
期刊		5.7%		-3.5%
其他		-70.3%		-61.6%
二、物资销售业务		6.5%		-3.3%
三、印刷业务		-13.3%		15.1%
四、抵销数		-0.4%		-3.4%
合计		3.9%		-1.0%
毛利率	09 年	10 年	10H1	11H1
一、出版业务	31.6%	32.7%	33.4%	31.1%
一般图书	30.9%	27.2%	33.9%	26.5%
教材教辅	31.8%	33.7%	33.3%	31.7%
期刊	26.8%	20.9%	31.4%	30.5%
其他	20.5%	18.7%	37.1%	55.9%
二、物资销售业务	8.4%	7.5%	8.4%	7.2%
三、印刷业务	17.8%	7.5%	4.9%	9.3%
四、抵销数	-2.3%	-0.4%	-3.1%	-0.2%
合计	24.5%	22.3%	22.6%	20.6%
EPS	0.311	0.301	0.104	0.102

资料来源：公司公告（模拟备考财务报表审计报告、财务报表审计报告）、招商证券研发中心

表 12、平面媒体类上市公司估值一览

证券简称	收盘价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	评级
中南传媒	10.1	0.42	0.48	0.54	24	21	19	审慎推荐-A
浙报传媒	16.2	0.54	0.62	0.68	30	26	24	审慎推荐-A
凤凰传媒	11.7	0.29	0.34	0.38	40	34	31	无
天舟文化	23.3	0.45	0.61	0.79	51	38	29	审慎推荐-A
中文传媒	20.2	0.82	0.94	1.10	25	22	18	审慎推荐-A
时代出版	12.8	0.60	0.66	0.69	21	19	19	审慎推荐-A
出版传媒	8.9	0.25	0.27	0.28	36	33	32	审慎推荐-A
新华传媒	7.2	0.20	0.22	0.24	36	33	30	审慎推荐-A
华闻传媒	6.2	0.19	0.23	0.29	33	27	21	审慎推荐-A
皖新传媒	12.0	0.43	0.46	0.51	28	26	24	审慎推荐-A
粤传媒	12.0	0.49	0.56	0.63	24	22	19	审慎推荐-A
PE 平均值					32	27	24	
PE 中值					30	26	24	

资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，招商证券研发中心研究副董事。2009~ 2011 年连续三年获得《新财富》传播与文化行业最佳分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。