



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注

证券研究报告

2012年2月6日

传媒

研究部

金宇 1

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030013
jinyu@cicc.com.cn

王禹媚

分析员, SAC 执业证书编号:
S1450511080004
yumei.wang@cicc.com.cn

推荐

凤凰传媒 (601928.SH)

书业龙头到文化商业航母

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,573.6	5,037.3	5,407.0	6,012.4	6,855	7,620
(+/-)		10.1%	7.3%	11.2%	14.0%	11.2%
主营业务利润	1,823.5	2,019.2	2,177.5	2,487.1	2,776	3,098
(+/-)		10.7%	7.8%	14.2%	11.6%	11.6%
营业利润	448.3	609.7	577.2	732.3	797.3	916.7
(+/-)		36.0%	-5.3%	26.9%	8.9%	15.0%
净利润	452.9	642.4	662.1	748.4	991.0	1,049.9
(+/-)		41.8%	3.1%	13.0%	32.4%	5.9%
全面摊薄每股盈利(元)	0.18	0.25	0.26	0.29	0.39	0.41
(+/-)		42%	3%	13%	32%	6%
市盈率	47.8	33.7	32.7	28.9	21.8	20.6
市净率	4.93	4.33	5.64	2.71	2.45	2.23
EV/EBITDA	15.3	13.0	24.3	13.7	12.3	10.2
净资产收益率	10.3%	12.8%	17.3%	9.4%	11.2%	10.8%
现金分红收益率	n.a.	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%
每股经营现金流(元)	n.a.	0.30	0.33	0.51	0.54	0.58
股价/经营现金	n.a.	28.6	25.5	16.6	15.7	14.7

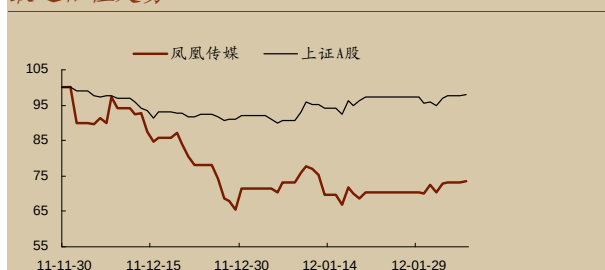
股票信息

	A股
当前股价	人民币8.5
股票代码	601928.CH
日成交量(百万股)	7.2
52周最高价/最低价	人民币12.97/7.65
总市值(百万元)	17,305
发行股数(百万股)	2,545
主要股东(持股比例)	江苏凤凰(72.11%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
601928.CH	+4.27	-0.12	N.A.	+2.27
上证A股指数	+2.18	+7.92	-6.75	+6.16
深证A股指数	+1.89	+9.44	-10.35	+5.95

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

1. 报告贡献人: 赵宏鹏 (zhaohp@cicc.com.cn)

投资亮点:

- **中国最大的图书出版/发行集团。**凤凰传媒拥有江苏省图书出版和发行资产以及海南新华发行集团 51% 的股权，是国内最大的出版发行企业。2010 年，公司图书出版品种总数超过 1 万种，发行品种总数超过 40 万种。
- **立足教育出版优势。**公司拥有凤凰版中小学教材 23 种，是全国仅次于人教社的第二大中小学教材出版基地，竞争优势明显。同时，受益于人口结构变化，其省内相关教材教辅出版拥有稳定增长空间；另一方面，公司凤凰版中小学教材已经覆盖江苏以外的 28 个省市，公司将继续在 20 个省市重点布局营销网络，为扩大省外教材直供比例和潜在的新一轮课改放开做准备。
- **向文化商业航母转型，实现多元化增长。**在稳固教育出版优势的基础上，公司战略将从传统书业龙头向多业态的文化商业航母转变。公司将兴建大型文化商业 mall，变单纯图书销售为多业态的商业零售；同时，积极布局电子商务平台和数字出版，前者定位于网上“大中盘”，后者希望借助政府的力量，从教育数字出版领域突破，实现跨越式发展。
- **外延发展优势明显。**除了当前出版和发行上市资产外，集团公司还有印刷/物资供应/进口业务/凤凰传奇影业等资产可能注入上市公司，其中凤凰传奇影业的影视剧业务可能成为一个亮点；随着文化体制改革的深入，在收购海南新华发行控股权之后，不排除在合适时候再次实施跨地域收购的可能性。

财务预测:

受出版发行业务稳步增长和文化 mall 等新业务推动，预计 2011-2013 年公司净利润复合增长率 17.6%，净利润分别为 7.5、9.9、10.5 亿元，对应 EPS 0.29、0.39、0.41 元，同比增长 13%、32%、6%。其中，政府财政补贴以及公司会计估计变更，预计将贡献净利润 2.5 亿元。

估值与建议:

首次关注并给予“推荐”评级。当前股价对应 2011-2013 年市盈率分别为：28.9x、21.8x、20.6x。处于传媒互联网板块估值中低端，出版板块中端

风险:

成长/主题/中小市值股票估值回调的系统性风险；跨地域扩张进程受阻；公司文化商业 mall 的拓展不及预期；数字化出版对纸媒的冲击；税收和补贴等相关优惠政策减少；收到税收优惠的会计处理。

目录

中国图书出版业龙头.....	4
凤凰传媒简介.....	4
成功登陆上交所主板.....	9
中国纸质出版稳定增长，数字出版快速增长.....	10
中国纸质出版稳定增长，数字出版快速增长.....	10
美国纸质出版呈下滑趋势，数字出版较快增长.....	14
向拥有内容和渠道优势的文化商业航母迈进.....	17
内容：强化教育出版，加大省外扩张.....	17
渠道：实体书店转型为文化商业 mall，搭建电子商务平台.....	21
外延增长可期：集团资产注入，多业态发展.....	24
数字出版：从教育领域突围.....	25
盈利预测.....	27
驱动因素：出版、发行、零售租金、数字出版/发行、会计估计变更.....	27
2011 年 EPS 为 0.29 元.....	27
2012-2013 年 EPS 分别为 0.39 元和 0.41 元.....	27
估值与建议.....	28
风险.....	29

图表

主要财务信息.....	1
股票信息.....	1
最近估值走势.....	1
最近估值走势.....	1
图表 1：2010 年全国文化企业 30 强出版发行类企业排名.....	4
图表 2：凤凰传媒基本业务情况（2010）.....	4
图表 3：凤凰传媒收入和净利润稳步增长（2008-2010）.....	5
图表 4：行业相关上市公司收入结构对比（2010）.....	6
图表 5：凤凰传媒分业务收入对比（2008-2010）.....	6
图表 6：凤凰传媒分业务和综合毛利率趋势（综合毛利率为扣除内部抵销数后）.....	6
图表 7：凤凰传媒分业务毛利率情况（2008-2010）.....	7
图表 8：主营业务成本结构（2008-2010）.....	7
图表 9：纸质图书（教材和一般图书）的价值分配比例.....	7
图表 10：主要相关上市公司财务数据对比（2010）.....	8
图表 11：发行前后股权结构变化.....	9
图表 12：计划募集资金投向.....	9
图表 13：中国图书市场规模.....	10
图表 14：中国学生人口结构趋势（2000-2020）.....	11
图表 15：中国图书消费结构 vs 美国图书消费结构（2010）.....	11
图表 16：城镇化率和文化消费水平.....	11
图表 17：中国人均图书消费水平低.....	12
图表 18：中国农家书屋政策.....	12
图表 19：电子商务对图书购买量的提升.....	12
图表 20：网上零售图书渗透率.....	13
图表 21：数字出版产业链变革.....	13
图表 22：数字出版的相关政策.....	14
图表 23：中国电子书政策 VS 互联网出版 VS 电子出版.....	14
图表 24：教育/专业/大众数字出版的不同.....	14
图表 25：美国图书市场.....	15
图表 26：AMAZON 和 BORDERS 的收入和股价表现.....	15
图表 27：AMAZON 的电子书情况.....	15

图表 28: 专业数字出版商 Reed Elsevier 的情况.....	16
图表 29: 教育数字出版商 Pearson Education 的情况.....	16
图表 30: 凤凰版教材情况介绍.....	17
图表 31: 中国中小学教材出版市场格局(四类出版社)	18
图表 32: 凤凰版教材与湘版教材的对比	18
图表 33: 凤凰传媒职业教育教材编写情况(2008)	18
图表 34: 凤凰传媒的教辅情况.....	19
图表 35: 江苏省学生人数变化趋势	19
图表 36: 江苏省职业教育学生人数变化趋势	20
图表 37: 凤凰版中小学教材省外销售情况(2010)	20
图表 38: 基础教育课程改革的不同阶段情况	20
图表 39: 募投项目规划的未来 20 个省市的布局情况	21
图表 40: 募投项目关于文化 mall 的建设规划	22
图表 41: 江苏南通凤凰文化 mall 项目案例	22
图表 42: 中国电子商务的渗透率提升	22
图表 43: 凤凰出版的电子商务平台规划	23
图表 44: 图书价值链分析	23
图表 45: 凤凰传媒物流中心规模最大	23
图表 46: 集团公司组织结构情况	24
图表 47: 影视剧情况	24
图表 48: 2010 年集团畅销书情况	25
图表 49: 中国出版业格局	25
图表 50: 凤凰传媒教育数字出版规划	26
图表 51: 江苏扬州电子书包试点情况	26
图表 52: 预测利润表(2008A - 2013E)	30
图表 53: 预测资产负债表和现金流量表(2008A - 2013E)	31
图表 54: 传媒与互联网行业可比公司估值	32
图表 55: 公司历史 P/E、P/B Band	33

中国图书出版业龙头

凤凰传媒简介

凤凰传媒(江苏凤凰出版传媒股份有限公司)是江苏省图书出版发行企业,控股股东江苏凤凰出版传媒集团是我国规模最大的图书出版发行集团,在2010年中国文化企业30强出版发行类排名中位列第一。凤凰传媒继承了出版集团全部出版和发行主业资产(其中,出版业务资产由出版集团于2010年12月以增资方式注入,但印刷和物资供应等相关业务还没有注入),此外,2009年公司通过增资方式完成了对海南新华发行的重组,拥有51%的控股权,成为国内首家实现跨省扩张的出版发行企业。

目前,凤凰传媒的收入来源包括出版、发行两大板块。出版业务主要是教材、一般图书(含教辅)和音像制品的出版,发行业务是对本版和外购教材、一般图书(含教辅)和音像制品的批发与零售。2010年,公司图书出版品种总数超过1万种,发行品种总数超过40万种。公司2010年实现营业收入54.1亿元,其中出版收入22.2亿元,发行收入45.6亿元,内部抵消收入为15.4亿元(约占出版收入的70%);其他收入(租金等)为1.6亿元。

图表1: 2010年全国文化企业30强出版发行类企业排名

综合排名	集团公司	旗下上市公司	上市资产	2010年上市公司收入(亿元)	所在地	所在省市人口(万)	中小學生人数(万)
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	凤凰传媒	图书(出版+发行)	54	江苏省	7,866	794
2	中国教育出版传媒集团有限公司				全国	n.a.	n.a.
3	中南出版传媒集团股份有限公司	中南传媒(601098)	图书(出版+发行)+报业	48	湖南省	6,568	790
4	江西省出版集团公司	中文传媒(600373)	图书(出版+发行)+报业	31	江西省	4,457	689
5	浙江出版联合集团有限公司				浙江省	5,443	587
6	广州传媒控股有限公司	粤传媒(002181)	报业	19	广州市	n.m.	n.m.
7	安徽出版集团有限责任公司	时代出版(600551)	图书(出版)	18	安徽省	5,950	915
8	四川新华发行集团有限公司	新华文轩(0811.HK)	图书(发行+出版)	37	四川省	8,042	1,116
9	山东出版集团有限公司				山东省	9,579	1,130
10	中国出版集团公司				全国	n.a.	n.a.

资料来源: 光明日报、上市公司网站、中金公司研究部

图表2: 凤凰传媒基本业务情况(2010)

业务板块	主要内容	2010	
		营业收入(百万)	毛利润(百万)
出版	图书出版物和音像制品的出版,图书出版物包括教材和一般图书(含教辅)。	2222	571
其中: 教材	我国第二大中小学教材出版基地,“凤凰”版教材被全国29个省市超过4,000万名学生使用。	797	217
一般图书	2010年全国图书零售市场码洋占有率3.12%。	1352	338
音像制品	音像制品出版(不包括音像教材教辅制品)。	72	15
发行	江苏省和海南省唯一具有全省图书发行网络的企业。长期担任两省中小学教材独家发行商。连续19年保持全国图书发行规模第一。	4565	1493
内部抵消	主要是出版业务采用公司自身发行渠道部分的抵消,大致在70%左右。	(1538)	22
其他业务	主要包括网点租金收入	158	128

资料来源: 招股说明书、中金公司研究部

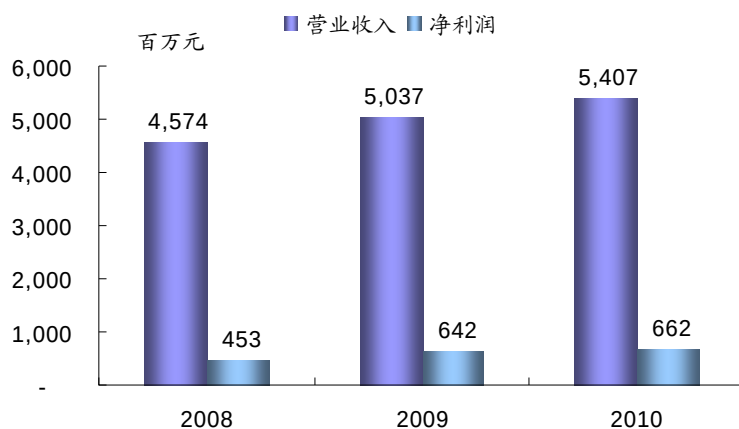
过去 3 年 (2008-2010), 公司营业收入从 2008 年的 45.7 亿元增至 2010 年的 54.1 亿元, 年复合增长为 8.7%。收入结构方面, 公司出版和发行业务占收入比重合计超过 97%。(1) 出版业务 2010 年实现收入 22.2 亿元, 出版品种总数超过 1 万种。其中教材出版收入 7.97 亿元, 占出版收入的 36%。教材收入近年来因中小学生人数减少及循环教材推广等因素出现小幅下滑。一般图书(含教辅)收入 13.5 亿元, 占 61%, 同比年均两位数增长。(2) 发行业务 2010 年实现收入 45.6 亿元, 发行品种总数超过 40 万种。其中, 因合并海南新华和新增职业教材发行, 教材发行收入达到 12.3 亿元, 同比上升。一般图书受新开书城增加的影响, 收入实现 29 亿元, 逐年上升。

毛利率方面, 2008-2010 年均稳定在 40%-41%, 与中南传媒相当, 高于同行业其他公司, 主要归因于公司业务同时涵盖图书出版和发行环节, 相关业务收入的内部协同效应较大。分业务来看, 出版业务的毛利率在 25%-27%, 发行业务的毛利率在 32%-34%。其中, 教材的定价受政府指导, 出版和发行环节的毛利率均在 30%左右(免费教材采用一定的码洋折扣率); 一般图书的定价完全市场化, 受侃价能力的影响, 发行环节的毛利率一般要高于出版环节。

净利润率方面, 2008-2010 年分别为 9.9%、12.8%和 12.2%, 2009 年提升较大的原因在于费用支出节约、资产减值损失下降和下属所得税免征单位数量增加, 2010 年略有下降的原因在于员工薪酬支出增加和合并海南新华。最终, 2009-2010 年净利润分别实现 6.4 亿元和 6.6 亿元, 同比增长 42%和 3%。

资产结构方面, (1) 应收账款、存货余额和应付账款较大。2010 年底, 公司应收账款余额为 3.1 亿元, 存货余额为 11.4 亿元, 应付账款余额为 12.5 亿元。公司对应收账款回收管理较严, 政府采购的教材款基本都能在年底前到账, 应收账款余额较小; 存货主要为图书存货, 占存货账面价值 65%以上, 余额较大符合行业的一般特征。风险为, 这两项科目余额较大, 对资产减值损失的计提压力较大。应付账款为公司应付给出版社的款项, 凭借较强的渠道议价能力, 付款时间一般较长。(2) 固定资产和无形资产较多, 固定资产主要是营业网点房屋和建筑物, 无形资产为土地使用权。此外, 公司近年来加速大中型书城建设, 在建工程占比较大。(3) 专项应付款余额较大。2010 年末公司专项应付款余额为 7.2 亿元, 其中增值税减免金额为 5.8 亿元。2011 年以前, 与同行业其他可比公司会计处理不同, 公司按规定将县及县以下新华书店减免的增值税税款作为专款专用入账处理, 不记入利润表, 自 2011 年末起, 公司实施会计估计变更, 采取与同行业可比公司类似的会计处理方法, 将上述增值税减免计入利润表。

图表 3: 凤凰传媒收入和净利润稳步增长 (2008-2010)



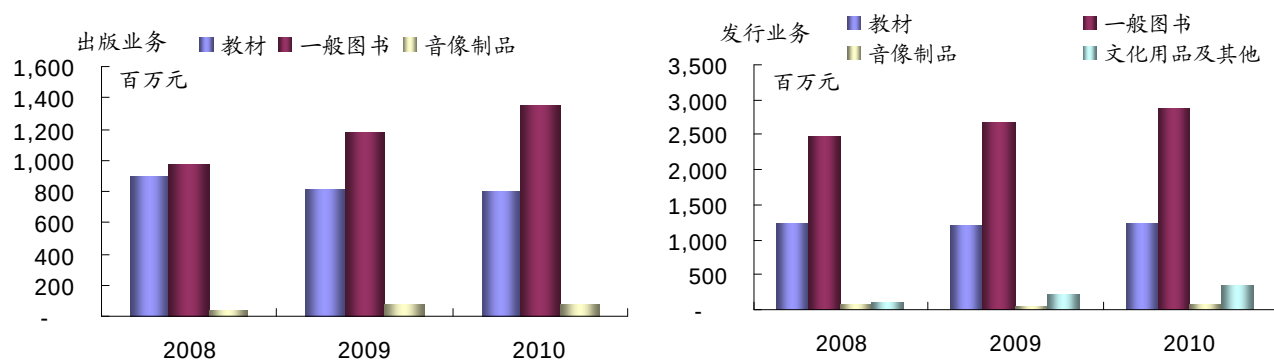
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表4：行业相关上市公司收入结构对比（2010）

人民币（百万）	出版	发行	所在省市	所在省市人口（万）	中小學生人数(万)
凤凰传媒	2,222	4,565	江苏	7,866	794
中南传媒	1,395	3,384	湖南	6,568	790
新华文轩	937	3,135	四川	8,042	1,116
中文传媒	287	2,142	江西	4,457	689
st源发	1,142	1,389	湖北	5,724	731
时代出版	1,123	-	安徽	5,950	915
皖新传媒	-	2,722	安徽	5,950	915
出版传媒	444	721	辽宁	4,375	433
新华传媒	-	1,031	上海	2,302	130

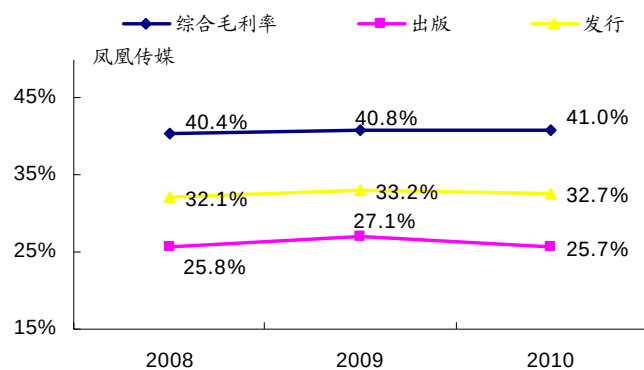
资料来源：公司数据、中金公司研究部，注：中文传媒的会计处理不同于其他家，出版业务为扣除内部发行抵消后的数据。

图表5：凤凰传媒分业务收入对比（2008-2010）



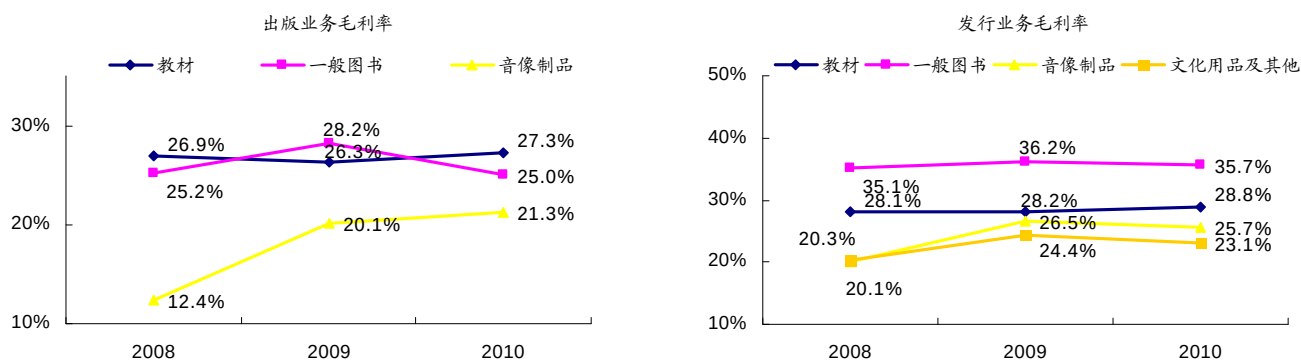
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表6：凤凰传媒分业务和综合毛利率趋势（综合毛利率为扣除内部抵销数后）



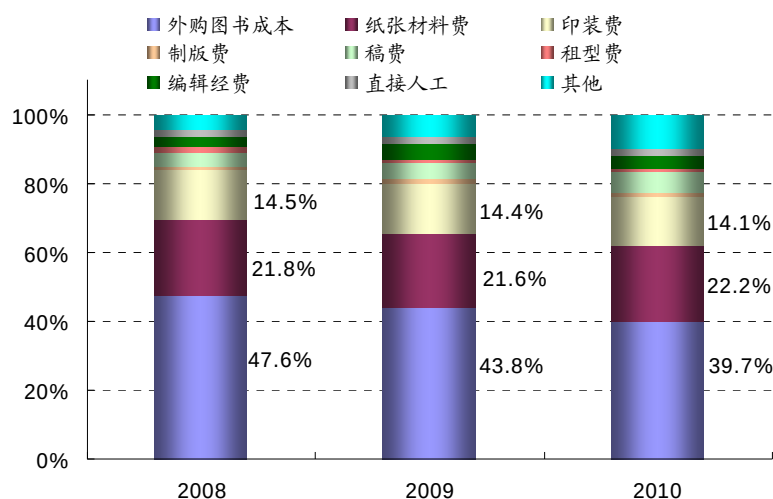
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表7：凤凰传媒分业务毛利率情况（2008-2010）



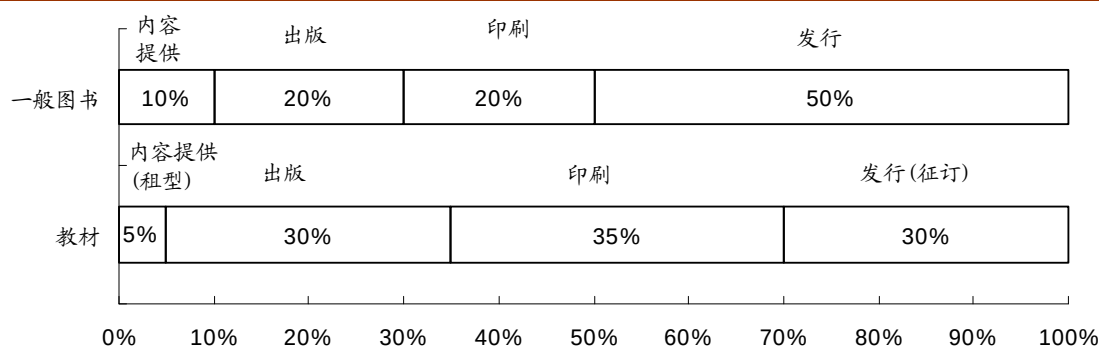
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表8：主营业务成本结构（2008-2010）



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表9：纸质图书（教材和一般图书）的价值分配比例



资料来源：招股说明书、开卷信息、中金公司研究部，注：以上比例为价值分账比例，不考虑图书折扣的影响。

图表 10：主要相关上市公司财务数据对比（2010）

项目	凤凰传媒	中南传媒	ST源发	中文传媒	ST鑫安	皖新传媒	时代出版	出版传媒	天舟文化
营业收入	5,407.0	4,762.6	2,301.3	3,131.4	1,728.8	2,760.4	1,833.4	1,328.4	213.8
营业成本	3,192.4	2,834.6	1,404.6	2,003.4	1,315.6	1,842.4	1,329.4	987.4	143.8
销售费用	792.3	538.6	248.9	202.8	58.9	339.4	81.0	97.4	14.2
管理费用	762.6	747.3	414.6	553.9	180.9	227.7	175.2	167.6	14.7
财务费用	-36.7	-15.4	-2.1	5.7	30.4	-25.9	-5.8	-12.6	-0.4
资产减值损失	101.9	56.7	24.3	65.1	20.7	17.3	35.2	7.4	1.1
投资收益	19.4	0.5	15.4	29.2	3.2	2.3	8.2	-0.0	-
营业外收入	137.3	67.9	64.4	67.9	27.4	6.7	45.0	59.0	1.1
营业外支出	45.0	13.2	19.6	11.1	1.3	31.0	3.4	2.1	0.7
所得税	6.1	-	13.3	1.9	8.7	0.6	4.1	1.1	7.4
净利润	662.1	593.7	232.6	352.6	132.3	321.0	247.6	129.9	30.8
货币资金	3,147.2	6,324.4	384.1	629.8	676.3	2,973.3	1,061.8	745.2	450.9
应收账款	312.0	268.9	170.7	330.4	296.6	383.6	453.5	267.1	28.7
存货	1,135.0	814.5	668.9	526.7	475.5	225.5	627.7	636.3	19.7
固定资产	1,476.6	1,157.5	877.8	860.4	535.1	536.0	627.4	253.5	18.1
无形资产	432.9	765.7	372.5	950.6	197.3	306.7	108.2	110.9	0.5
应付账款	1,248.5	1,097.0	537.3	517.5	252.9	873.1	296.7	592.2	21.1
专项/长期应付款	723.0	-	-	-	60.1	-	-	-	0.5
净资产	3,837.9	7,030.7	2,366.4	3,408.0	1,355.4	3,443.8	2,662.4	1,585.0	500.0
经营性现金流	848.3	804.8		774.6		356.8	246.3	72.3	36.7
投资性现金流	-1,396.3	-119.8		-1,327.2		-3.0	-191.2	21.0	-5.7
融资性现金流	364.2	3,449.9		294.7		1,211.9	445.8	-5.2	376.5
毛利率	41.0%	40.5%	39.0%	36.0%	23.9%	33.3%	27.5%	25.7%	32.8%
销售费用率	14.7%	11.3%	10.8%	6.5%	3.4%	12.3%	4.4%	7.3%	6.6%
管理费用率	14.1%	15.7%	18.0%	17.7%	10.5%	8.2%	9.6%	12.6%	6.9%
净利润率	12.2%	12.6%	10.1%	11.3%	7.7%	11.6%	13.5%	9.8%	14.7%
ROE	17.3%(发行前)	8.4%	9.8%	10.3%	9.8%	11.9%	8.9%	8.5%	6.2%

资料来源：公司数据、中金公司研究部，注：ST源发（湖北长江出版）和ST鑫安（河南中原出版）由于重组尚未最终完成，现金流量表资料尚未正式披露。

成功登陆上交所主板

公司于2011年11月30日，成功登陆上交所主板。公司发行50,900万股，发行后总股本为254,500万股，占发行后总股本规模的20%。发行后，公司的股权结构为：江苏凤凰出版传媒集团占72.1%，弘毅投资占5.9%，全国社保基金理事会占2%，本次发行认购股东占20%。

募集资金主要用于三大类项目：（1）实体网建设。包括大型书城(文化MALL)建设、连锁经营网点改造、教育类图书省外渠道建设、物流中心。将进一步提升发行实力，发挥资源优势、扩大品牌影响，提高公司综合竞争力。（2）教育类图书复合出版项目。包括教育数字化平台建设和开发编写职教教材。将进一步提升“凤凰”版教材的影响力和覆盖面，形成新的利润增长点。（3）信息化及电子商务建设项目，包括搭建ERP业务系统以及电子商务平台和数据库系统建设。后者不仅有利于促进整个出版行业的信息共享和资源有效利用，同时也是公司向电子商务发展，培育新的增长点的需要。

图表 11：发行前后股权结构变化

	发行前		发行后	
	股数(百万股)	持股比例	股数(百万股)	持股比例
出版集团（SS）	1,886	92.6%	1,835	72.1%
弘毅投资	150	7.4%	150	5.9%
社会公众股	0	0.0%	509	20.0%
全国社会保障基金理事会	0	0.0%	51	2.0%
合计	2,036	100.0%	2,545	100.0%

资料来源：招股说明书、中金公司研究部，

图表 12：计划募集资金投向

类别	序号	项目名称	总投资 (百万元)	募集资金投资 (百万元)
实体网建设项目	1	大型书城（文化Mall）建设项目	1,425	977
	2	连锁经营网点改造项目	79	79
	3	文化数码用品连锁经营项目	75	75
	4	新港物流中心二期建设项目	350	350
	5	教育类出版物省外营销渠道建设项目	173	173
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	354	354
	2	职业教育教材复合出版项目	252	252
信息化及电子商务建设项目	1	ERP建设项目	201	201
	2	电子商务平台建设项目	51	51
补充流动资金	1	补充流动资金	250	250
	2	超募资金	n.a.	n.a.

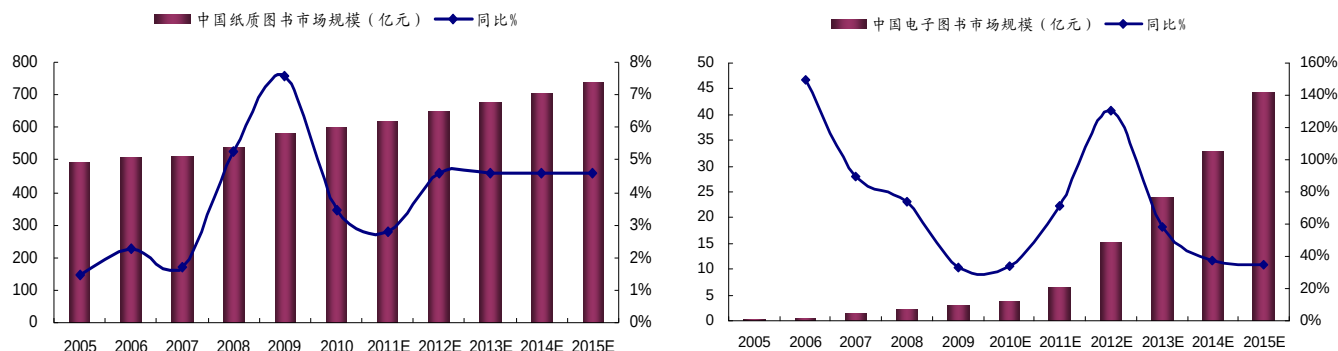
资料来源：招股说明书、中金公司研究部，

中国纸质出版稳定增长, 数字出版快速增长

中国纸质出版稳定增长, 数字出版快速增长

受 3G 普及加快、产业链各环节投入加大和政府支持等因素的共同推动, 中国数字出版产业规模有望获得持续快速增长; 与美国传统出版不同, 因城镇化率水平提高、人均文化消费水平提高 (尤其对大众图书的消费提升) 和文化体制改革等因素的影响, 中国传统出版仍有稳定增长的空间。总体来看, 未来 3-5 年, 由于数字出版的占比较小, 传统出版仍然占比较大, 整体出版规模将稳定增长。

图表 13: 中国图书市场规模

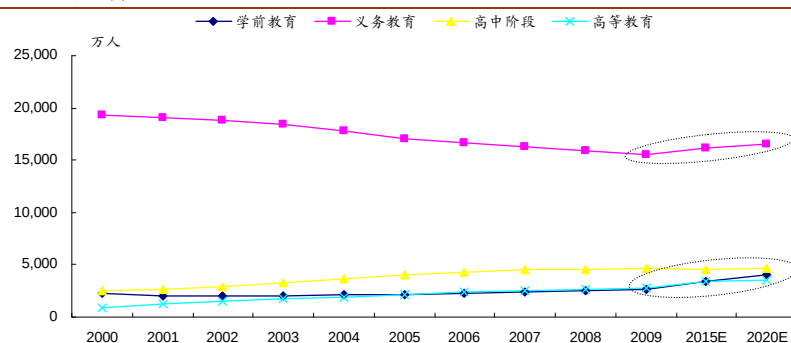


资料来源: 新闻出版总署, PWC, 中金公司研究部

中国纸质出版稳定增长

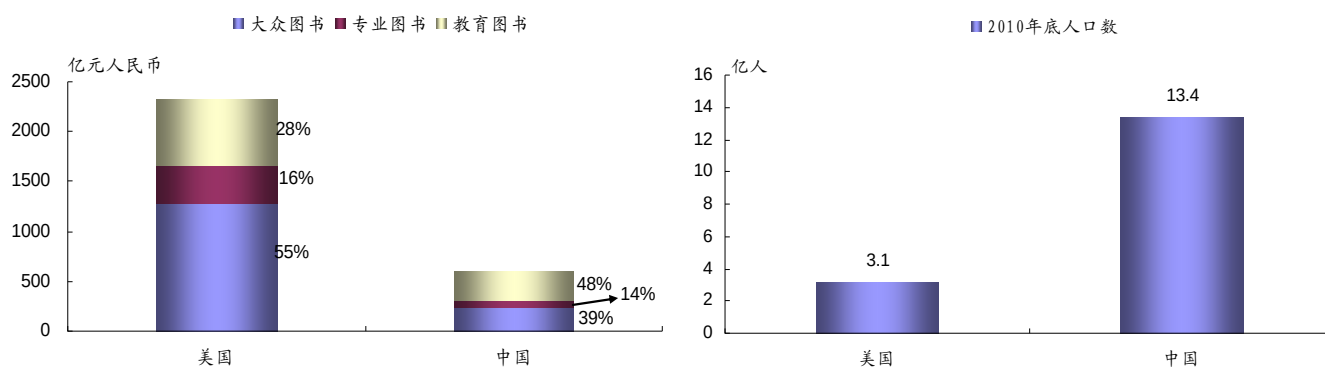
- **中小学教材出版触底回升, 其他教材需求上升。** (1)近年来, 中国义务教育在校学生人数一直处于下降状态, 拖累了中小学教材的出版和发行收入。但随着人口结构的变化, 在未来 5-10 年中, 中国在校学生人数有望呈增长态势。据中国《国家教育规划纲要 2010-2020》的目标, 2015 年中小学义务教育在校学生人数要达到 1.61 亿人, 2020 年要达到 1.65 亿人, 分别相比 2009 年要增加 3.8% 和 6.4%。届时, 中小学教材出版的需求也将相应回升。 (2)除义务教育在校学生人数外, 学前教育/高中阶段/高等教育的在校学生人数也均将处于上升趋势, 对于各类教育的教材需求也会上升。
- **大众图书和专业图书出版仍有提升空间。** 与美国相比, 中国不仅图书消费总量偏低, 图书消费的结构也不合理: 教育图书消费占比过高, 大众图书和专业图书消费占比过低。因此, 我们认为, 中国的大众图书和专业图书消费仍有提升空间: (1)随着中国城镇化率的提升和收入水平的提高, 居民用于教育文化消费的支出比例会相应增加, 有利于图书购买量的增加。 (2)中国政府在通过各种政策努力来提高国民的阅读量, 如更多地兴建图书馆, 更多地建设农家书屋, 以及更多地开展社会阅读活动等。 (3)中国电子商务渗透率不断提升, 网上书店迅速增加, 也将有利于大众图书和专业图书购买量的增加。据调查, 在实体书店时代, 一般人每年购书花费不到 50 元, 每年去 2 次书店, 平均每年买书不到 4 本, 平均每年读书 3 本左右; 而成为网上书店用户后, 一般人每年在网上书店购书费超过 120 元, 平均每年购书 4 次以上, 每年购书量增加到 15 本, 每年读书超过 9 本。

图表 14：中国学生人口结构趋势（2000-2020）



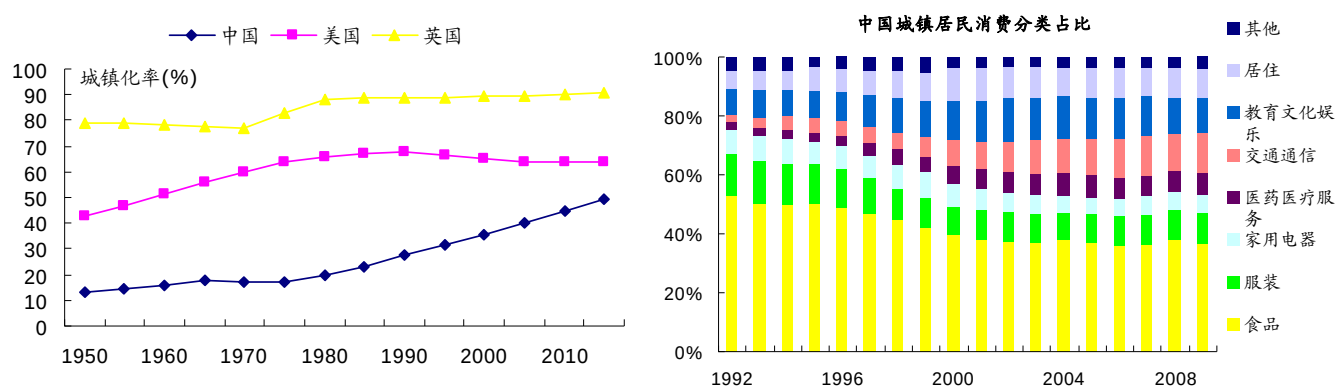
资料来源：国家统计局，中国教育部，中金公司研究部，注：高中阶段包括中等职业教育，高等教育包括高等职业教育。

图表 15：中国图书消费结构 vs 美国图书消费结构（2010）



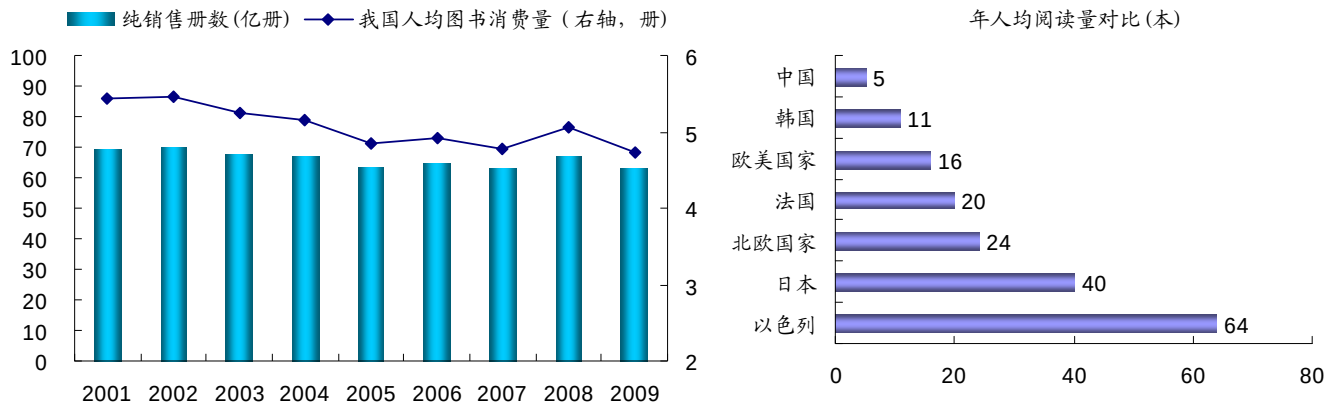
资料来源：PWC，中金公司研究部

图表 16：城镇化率和文化消费水平



资料来源：统计局网站，中金公司研究部

图表 17：中国人均图书消费水平低



资料来源：新闻出版总署，统计局网站，中金公司研究部

图表 18：中国农家书屋政策

政策

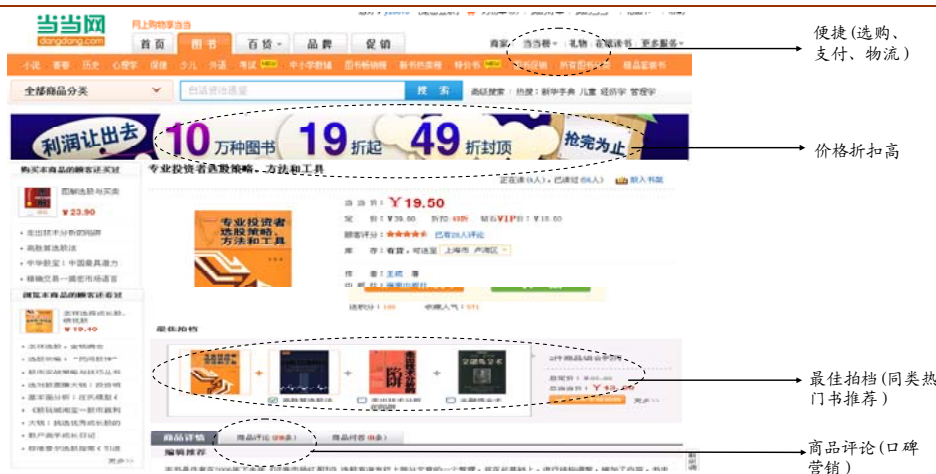
1. 政府组织建设。“农家书屋”工程由政府规划实施类似项目和农民教育培训等各项惠农措施有机结合。
2. 鼓励社会捐助。鼓励国内外各界采用多种形式、多种渠道进行捐助。
3. 农民自主管理。在个人自愿的基础上，由村民民主推荐书屋管理人员。党支部、村委会等各级基层组织承担筹建和监督的职责。
4. 创新机制发展。政府鼓励支持具备条件的书屋管理人员开展出版物经营活动，积极探索“农家书屋”运行、发展的长效机制和农村出版物发行网络建设的新途径。

实施方式

1. 各类送书下乡项目，纳入“农家书屋”工程总体规划，名称不变，渠道不变，由现有承担单位继续分头组织实施。
2. 引导鼓励国内外各界人士、企事业单位和各类社会组织捐建“农家书屋”，支持农民自己筹建“农家书屋”。
3. “农家书屋”所需出版物，由相关部门参照“农家书屋”工程协调小组办公室公布的推荐目录，结合本地实际情况，组织采购和配送。每一“农家书屋”原则上可供借阅的实用图书不少于1000册，报刊不少于30种，电子音像制品不少于100种（张）。
4. 形成良好的竞争、激励、约束机制，通过培训、定期检查和评比，不断提高书屋管理人员的责任意识和服 务管理能力。
5. 新闻出版行政部门授予出版物经营许可证。书屋管理人在保证书屋正常运行的基础上，可开展出版物经营业务，获得的经营收入，按规定比例用于购买新的出版物，不断扩大书屋规模。
6. 实施“三农”读物出版工程。组织图书、报刊、音像、电子等出版单位，大力开发适合农村、农民和农业需要的各类出版物。

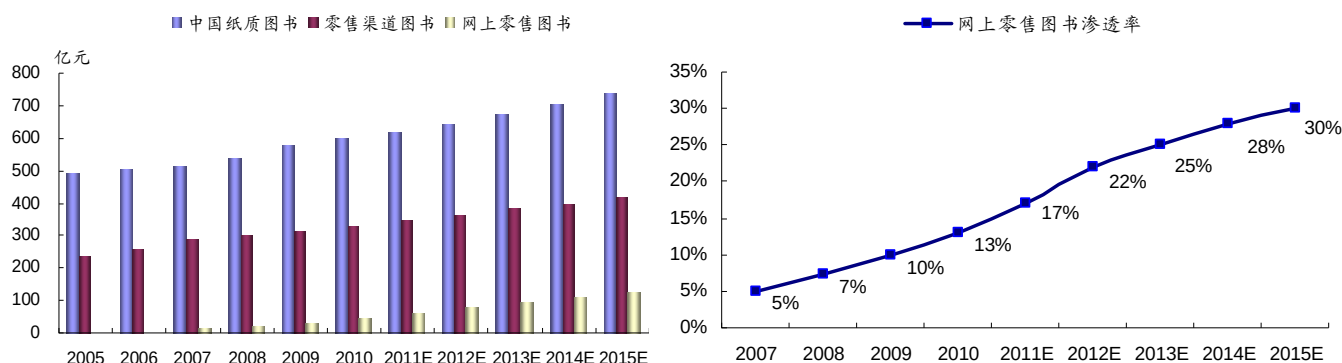
资料来源：公开资料，中金公司研究部

图表 19：电子商务对图书购买量的提升



资料来源：当当网，中金公司研究部

图表 20：网上零售图书渗透率

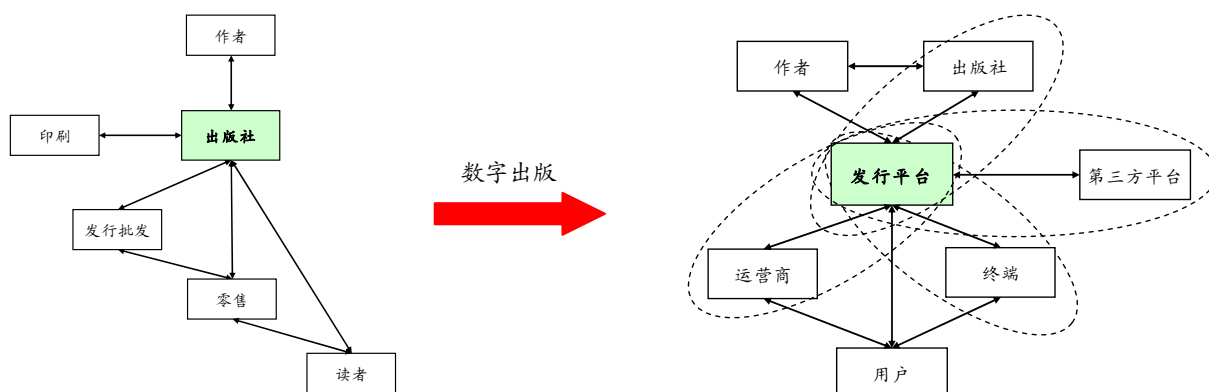


资料来源：新闻出版总署，公司资料，中金公司研究部，注：网上零售图书渗透率=网上零售图书/零售渠道图书。

中国数字出版快速增长

- **产业链各环节介入。**纸质出版的产业链为“作者-出版社-印刷-批发-零售-读者”，数字出版的产业链为“作者-出版社-数字发行平台-运营商-终端商-读者”，因此，数字出版不仅仅是纸质出版内容和渠道的数字化，而是在很大程度上颠覆纸质出版产业链，有望深刻改变现有出版业的格局：从以出版社为核心向以数字发行平台为核心转变。目前，在中国，数字出版产业链各环节的厂商都已经介入，包括传统出版发行商（新华传媒/中南传媒等）、第三方平台（当当网/番薯网等）、电信运营商（中国移动/中国电信）、终端厂商（汉王科技等）和互联网企业（盛大/百度等）。
- **政策扶持。**中国的监管部门也一直在关注数字出版的发展，并不断地出台相关规范性和标准性的政策，来鼓励和扶持数字出版的发展。
- **盈利模式有所不同。**从盈利模式来看，专业出版的模型最为清晰，应用也最为广泛，如科技数据库/金融数据库等；教育出版的模型也可以封闭，但需要政府的直接推动，目前还处于起步阶段；大众出版由于需求的或然性和版权保护的问题，应用较为广泛但盈利模式并不清晰。我们认为，由于专业出版的资源基本被国外垄断，大众出版的盈利模式还不清晰，中国的数字出版有可能在教育领域实现突破。

图表 21：数字出版产业链变革



资料来源：中金公司研究部

图表 22：数字出版的相关政策

时间	政策	主要内容
2006年	《国家“十一五”时期文化发展纲要》	要求加快传统出版发行业向现代出版发行业的转换，积极发展电子书、手机报刊、网络出版物等新兴业态。发展手机网站、手机报刊、IP电视、移动数字电视、网络广播、网络电视等新兴的传播载体。
2008年	国务院下发对新闻出版总署的新“三定”方案	对出版总署机构设置进行了较大幅度的调整和整合，设立了科技与数字出版司，以加强对新媒体、新业态的研究、开发、利用，以更加积极的姿态和更加专业化的水准推动数字产业又好又快发展。
2009年	《文化产业振兴规划》	把发展数字出版、电子阅读提上重要日程。要“加大对文化创意……数字内容和动漫等重点文化产业的扶持力度……积极发展纸质有声读物、电子书、手机报和网络出版物等新兴出版发行业态。加强数字技术、数字内容、网络技术等核心技术的研发，加快关键技术设备改造更新”。
2010-01	《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》	更加明确地对电子书、阅读器的发展表示支持。
2010-10	新闻出版总署关于发展电子书产业的意见	在准入制度、内容数字化及版权保护、渠道建设、标准制定几个方面给出了明确的指导性意见。
2011-05	数字出版“十二五”时期发展规划	明确了十二五”时期发展数字出版业的指导思想、基本原则及发展规划

资料来源：各政府新闻网站，中金公司研究部

图表 23：中国电子书政策 VS 互联网出版 VS 电子出版

	电子书	互联网出版	数字出版/电子出版
主要政策法规	《关于发展电子书产业的意见》	《出版管理条例》、《互联网出版管理暂行规定》等	《电子出版物出版管理规定》
规范对象	电子书行业从业企业	互联网信息服务提供商	电子出版物制作经营业务的企业
规范行为	从事电子书内容原创、编辑加工、数字转换、芯片植入、平台投送、设备生产、市场销售和进出口贸易等环节的企业	将自己创作或他人创作的作品经过选择和编辑加工，登载在互联网上或者通过互联网发送到用户端，供公众浏览、阅读、使用或者下载的在线传播行为	以数字代码方式将图文声像等信息编辑加工后存储在磁、光、电介质上，通过计算机或者具有类似功能的设备读取使用及发行传播的行为
准入资质	电子书出版资质、电子书复制资质、电子书总发行资质、电子书进口资质	《互联网出版许可证》	电子出版物出版、复制、进口、发行实行许可证制度
主管部门	新闻出版总署	新闻出版总署	新闻出版总署

资料来源：中金公司研究部

图表 24：教育/专业/大众数字出版的不同

名称	需求模式	盈利模式	实践程度	原因
专业出版	必然需求	成本-价格-收益（通过规模化定制，降低成本，提高收益）	较高	盈利模式较成熟清晰，便于发展
教育出版	必然需求	需求-服务（线上增值服务等）	较低	受政府推动的意愿影响较为明显
大众出版	或然需求	与内容相应市场互动（如内容收费/增值收入/衍生品收入等）	一般	供求双方的意愿均较大，但版权问题和标准化问题仍未较好解决

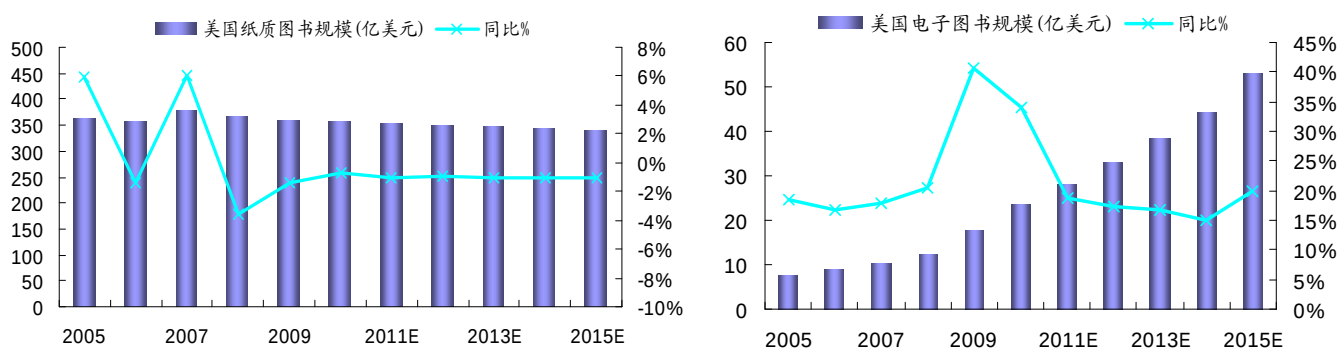
资料来源：中金公司研究部

美国纸质出版呈下滑趋势，数字出版较快增长

由于纸质图书已经步入成熟阶段，美国传统出版市场呈现下降趋势；但在技术进步和诸多厂商的大力推动下，美国数字出版将获得较快增长。短期内，由于传统出版下降幅度较大，数字出版规模尚小，整体出版规模会下降；但长期来看，随着数字出版规模的扩大和传统出版的相对稳定，美国整体出版规模会出现回升。

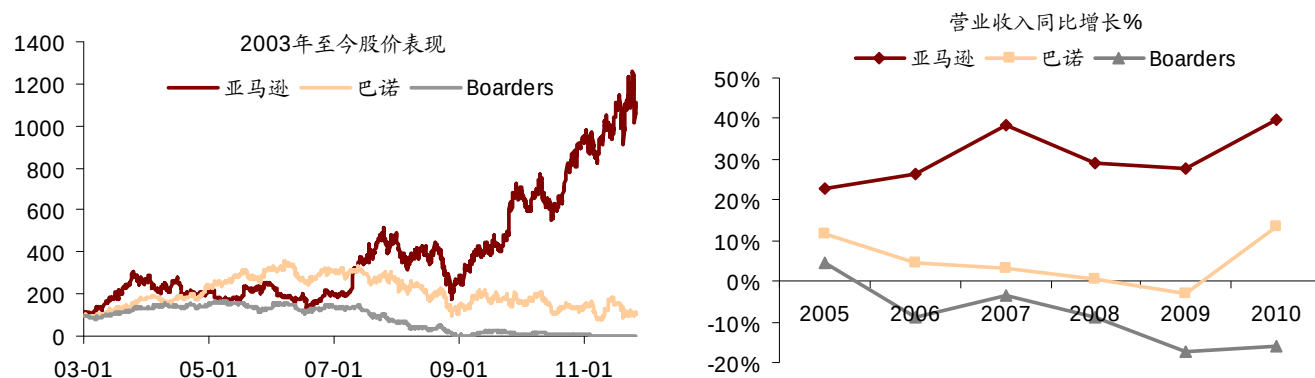
- **美国纸质出版呈下滑趋势。**美国纸质图书业已经步入成熟阶段，在人口增长速度有限和新媒体阅读分流严重的压力下，美国传统出版的市场规模呈现下降趋势。2005-2010年间，美国纸质图书市场规模年均下降约0.5%，2010年为357亿美元；据预计，2010-2015年，美国纸质图书市场年均降幅在1%，2014年为340亿美元。
- **美国数字出版较快增长。**在技术进步和相关厂商的大力推动下，美国数字出版产业获得较快增长。2005-2010年间，美国数字图书市场规模年均增长25.6%，2010年为23.6亿美元；据预测，2010-2015年，美国数字图书市场将继续以年均20%左右的速度增长，2015年可达到53亿美元。在三大图书领域，美国数字出版的典型代表有：专业出版（Reed Elsevier等）、教育出版（Pearson Education等）、大众出版（Penguin Group/Amazon/Apple等），尤其是2009年以来，在kindle和ipad的推动下，Amazon和Apple的股价都获得了大幅上涨。

图表 25：美国图书市场



资料来源：PWC，中金公司研究部

图表 26：AMAZON 和 BORDERS 的收入和股价表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 27：AMAZON 的电子书情况

时间	标志性事件
1995-07	亚马逊从开始销售精装和简装图书。
2007-11	亚马逊推出了Kindle阅读器，并开始销售Kindle电子书。
2010-07	Kindle电子书的销量超过了精装图书。
2011-01	Kindle电子书的销量又超过了简装图书。
2011年4月至今	Kindle电子书的销量已经超过了精装和简装图书的总和，平均每售出100本印刷版图书，就会售出105本Kindle电子书。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 28：专业数字出版商 Reed Elsevier 的情况

产品名称	领域	主营产品和特点
ScienceDirect	科学、技术、医学（STM）全文数据库	涵盖STM领域期刊全文、电子书、参考工具书、手册以及图书系列等，涉及24个学科2200多种期刊，1.5万多种图书，超过1000万篇全文文献。
Scopus	文摘和引文数据库	涵盖由5000多家出版商出版发行的科技、医学和社会科学方面的1.8万多种期刊。
Engineering Village	工程、应用科学文献资源库	平台涵盖了工程、应用科学相关领域，内容来源包括学术文献、商业出版物、发明专利、会议论文和技术报告等。旗下分为Inspec、GeoBase、NTIS Database、Referex、Ei Patents等10余个分类子资源库。
SciVal Spotlight	科技决策资源库	以图像化视角衡量一个机构在科学领域的研究表现，帮助学术决策者优化资金分配与合作决策。SciValSpotlight模型基于庞大的科学文献数据库，包括最近5年的560万篇科研论文以及常引文献，几乎覆盖了当今全球所有的科学学科。
Reaxys	化学领域数值与事实数据库	整合了Beilstein、Patent和Gmelin的资源，包含2800多万反应、1800多万物质、400多万条文献。
Embase	生物医药和药理学文摘数据库	收录自1974年以来的1100多万条生物医学记录和1950年以来900多万条独特的MEDLINE记录，囊括了70多个国家/地区出版的7000多种刊物。

资料来源：公开资料，中金公司研究部

图表 29：教育数字出版商 Pearson Education 的情况

网站或数据库名称	定位	用户群	主营业务和特点
Ecollege	教育解决方案、学习管理	从幼儿到小学、初中、高中的学生；高等教育和职业教育学生；高教教师和教务管理人员	2007年培生集团耗资5.38亿美元收购Ecollege。其主要业务是和教育机构合作，设计、建立和支持网上学位教育、证书教育、文凭教育和职业发展项目。
EnvisionMATH	网络学习平台	K-12 的学生	注重问题解决、交互学习和概念理解。该平台通过丰富的视觉体验，激发和培养学生的动手、动脑能力。这一平台对知识的传授相对较少，而是以有趣的问题和多样化的练习贯穿始终。
SuccessENT	在线学习、教学管理	K-12 的学生、教师	注重即时在线体验，教师可以在平台上直接发布试题，用户可进行在线练习。教师还可以对学生进行管理，及时地掌握学习进度和了解学习效果。
Poptropica	虚拟游戏社区	6~15 岁儿童、青少年	虚拟的多人线上游戏和虚拟社区。用户可以旅行、玩游戏，跟其他玩家沟通、完成任务等。培养孩子探索 and 发现的能力。

资料来源：公开资料，中金公司研究部

向拥有内容和渠道优势的文化商业航母迈进

内容：强化教育出版，加大省外扩张

教育出版实力领先全国

- **凤凰版中小学教材。**（1）目前，凤凰传媒拥有本版中小学教材 23 种，分别为小学阶段的 8 种（语文/数学/英语/科学/音乐/美术/思想品德/思想与社会），初中阶段的 9 种（语文/数学/英语/音乐/美术/物理/政治/生物（苏教版和苏科版）），高中阶段的 6 种（语文/数学/英语/化学/生物/通用技术）。（2）目前，国内拥有中小学教材出版权有 4 类：人教社/某些地方出版集团/某些大学出版社/某些专业出版社。从全国市场份额来看，人教社因为历史原因一直处于“一股独大”的地位，其次就是凤凰传媒，处于全国第二位。（3）与中南传媒相比，公司的竞争优势也较为明显：中南传媒的湘版教材有 16 种，少于公司的 23 种；而且，湘版教材主要集中在副科，而苏版教材则主要集中在更为重要的主科（语/数/外）。
- **职业教育教材。**（1）除了中小学教材外，中国教育体系中教材价值较大的还有职业教育教材。在中国，职业教育分为三年中职（相当于普通高中），三年高职和五年高职（相当于高等教育）。目前，公司已经出版各类职业教育教材 508 种。（2）本次募集资金后，公司计划出版职业教育公共文化课教材 70 种，专业文化课教材 2800 种，相比当前数量将大幅提升。
- **教辅。**教辅主要有同步教辅、专题教辅和中高考教辅等，目前，公司在全国凤凰版教材同步教辅市场上拥有绝对优势，未来将进一步开发分别针对三个阶段（小学/初中/高中）的专题教辅和中高考教辅。

图表 30：凤凰版教材情况介绍



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 31：中国中小学教材出版市场格局（四类出版社）

	出版社	相关情况
1	人民教育出版社	市场份额最大
2	江苏、湖南、广东、河北等地方综合出版集团	竞争实力较强
3	北京师范大学出版社、华东师范大学出版社等大学出版社	依托学校资源
4	语文出版社、人民美术出版社、人民音乐出版社等	依靠自身专业特长而在所在的学科领域里得到认可

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 32：凤凰版教材与湘版教材的对比

阶段	凤凰版教材科目	种类	阶段	湘版教材科目	种类
小学	语文，数学，英语，科学，音乐，美术，思想品德，品德与社会	8	小学	语文，英语（少儿社和教育社），音乐，美术，科学	6
初中	语文，数学，英语，音乐，美术，物理，生物（苏教版和苏科版），政治	9	初中	数学，音乐，地理，美术，历史	5
高中	语文，数学，英语，化学，生物，通用技术	6	高中	数学，音乐，地理，美术，历史	5
合计		23	合计		16

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 33：凤凰传媒职业教育教材编写情况(2008)

鳳凰传媒高等职业教育教材出版情况					鳳凰传媒中等职业教育教材出版情况				
序号	专业类别	种类	销售码洋	出版社	序号	已出版教材专业	种类	销售码洋	出版社
1	五年制高职				1	通用类	28	268	苏教职教事业部
1.1	通用类	36	489	苏教职教事业部	2	财经类	31		
1.2	财经类	11			3	加工制造类	18		
1.3	加工制造	11			4	公共文化课	32	3224	
1.4	艺术类	64	541	美术	5	会计专业	7		
	小计	122	1030		6	消防专业	9		
					7	计算机专业	4		
2	三年制高职				8	教育理论及其他	21	15	
2.1	农业类	18	316	苏教职教事业部	合计		150	3507	
2.2	护理类	41							
2.3	汽车运用与维修	14	111						
2.4	数字影视动画游戏类	32	426						
2.5	乡村医生培训教材	56	267						
2.6	其他培训教材	14	30						
2.7	艺术类	28	260	美术					
2.8	英语	33	1037	译林					
	小计	236	2447						
	合计	358	3477						

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 34：凤凰传媒的教辅情况

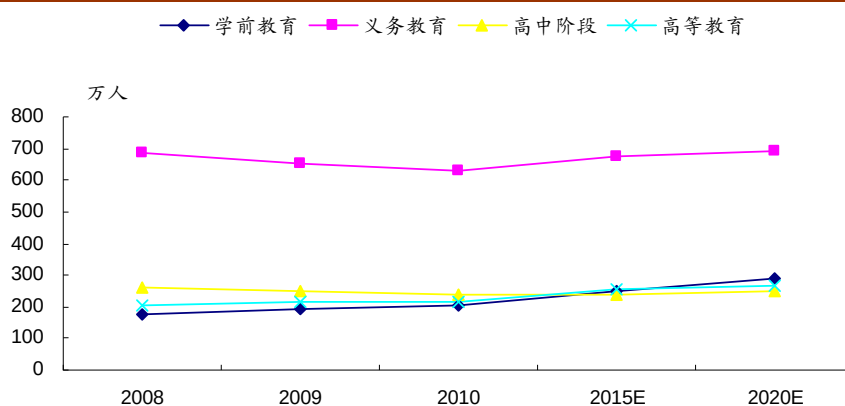
凤凰版小学教辅	凤凰版初中教辅	凤凰版高中教辅
小学语文、数学练习与测试	初中语文读本	高中语文读本
小学语文、数学标准大考卷	学习与评价·初中语文课课练	高中语文学习与评价
名师原创（修订升级版）（语文、数学、英语）	标准大考卷·初中语文	高中语文教学设计
快速课课通（升级版）（语文、数学、英语）	初中文言文全解与精练	高中古诗文学习指导
小学语文新补充读本	学习指导用书·创新课时训练·初中语文	高中写作学习指导
习字册	初中写作学习指导	学习与评价·高中数学课课练
小学语文口语交际	学习与评价·初中生物实验册	学习与评价·高中生物课课练
小学语文自读课本	学习与评价·初中生物课课练	学习与评价·高中生物实验册
小学语文字词句段篇手册	球球的乐活周末	学习指导用书·创新课时训练·高中生物
新阅读、新习作		学习与评价·高中化学实验册
“趣”系列读读写写		学习与评价·高中化学课课练
小学科学体验册		学习与评价·通用技术学习指导手册
小学新生学具宝盒		物理其实很简单
口算练习册		创新课时训练·高效教学案课堂导入
小学奥数读本		大学自主招生考试·专题讲习（数学、语文、英语）
小学新生入学家教手册		知识表解
小学生家教手册		
小学毕业总复习系列		

资料来源：公司资料，中金公司研究部

加大省外扩张

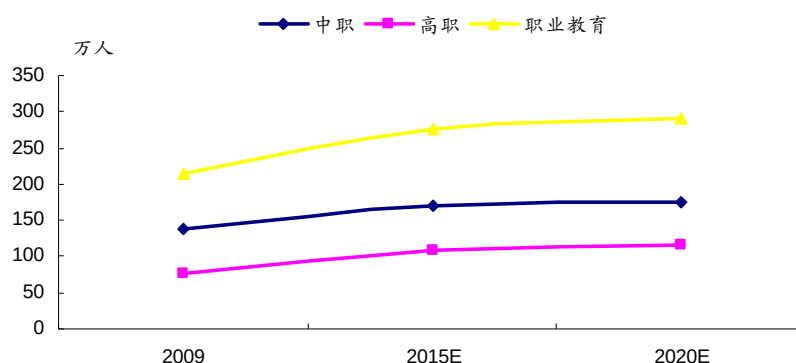
- ▶ **省内教育出版稳定增长。**教材教辅出版与在校学生人数相关性很高，据预测，未来 5-10 年中，江苏省各个教育阶段的在校学生人数均将有所增加。2015 年江苏省九年义务教育在校学生人数可达 677 万人，2020 年可达 694 万人，分别相比 2010 年增加 7.2% 和 9.8%；2015 年江苏省职业教育在校学生人数可达 277 万人，2020 年可达 291 万人，分别相比 2009 年增加 29% 和 36%。
- ▶ **省外扩张大有空间。**（1）目前，公司凤凰版中小学教材在江苏以外的销售已经覆盖了 28 个省市。2010 年的销售量为 8736 万册，销售码洋为 5.7 亿元。（2）虽然覆盖面较广，但公司凤凰版中小学教材在省外的市场份额仍然较低，教辅和职业教材更加低，主要原因是公司在省外的销售力量不够，直供比例不高。本次募集资金后，公司将重点在 20 个省市布局营销网络，一方面扩大直供比例，另一方面也为未来潜在的课改放开做准备。

图表 35：江苏省学生人数变化趋势



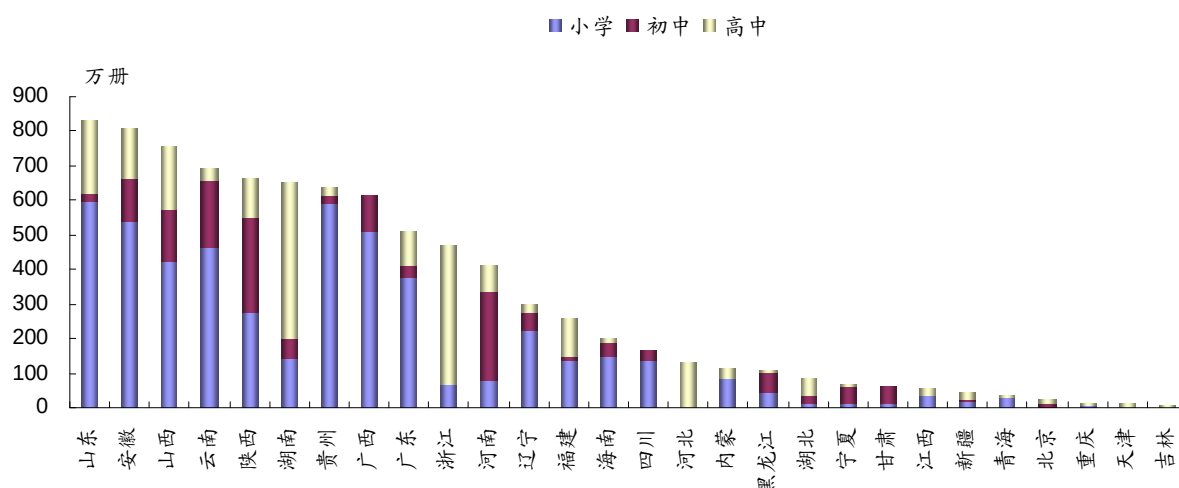
资料来源：江苏省统计局，中金公司研究部

图表 36：江苏省职业教育学生人数变化趋势



资料来源：江苏省统计局，中金公司研究部

图表 37：凤凰版中小学教材省外销售情况（2010）



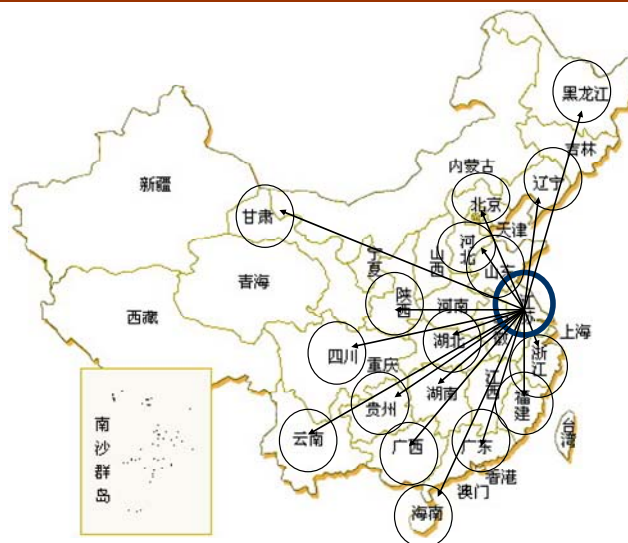
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 38：基础教育课程改革的不同阶段情况

阶段	时间	改革内容
第一阶段	1949 - 80年代中期	国家实行“一纲一本”、编审合一的格局
第二阶段	1986 - 2001	初步教材多样化，成立中小学教材审查委员会，规划小学9套教材，初中8套教材，实现编审分开
第三阶段	2001至今	第8次课程改革初步建立编写、审查和培训分开制度，提出国家、省级和地区三级课程，有条件的地区可以制订教育大纲和课程标准，编写和使用教材

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 39：募投项目规划的未来 20 个省市的布局情况



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

渠道：实体书店转型为文化商业 mall，搭建电子商务平台

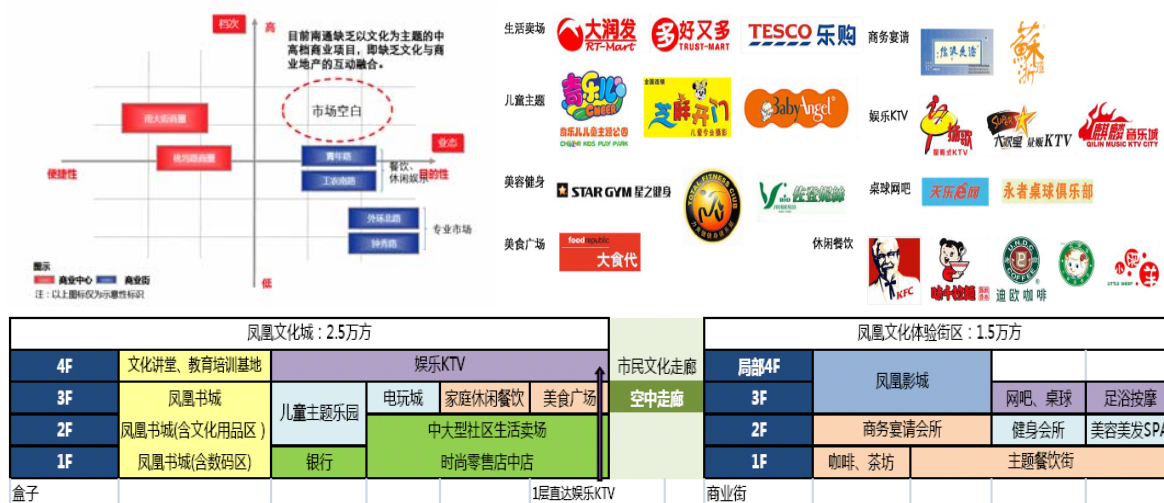
- ▶ **实体新华书店转型为文化商业 mall。**（1）目前，公司公司在江苏省内拥有销售网点 836 个，其中，自有销售网点 617 个，租赁网点 219 个。控股子公司海南新华在海南省拥有销售网点 28 个。公司在浙江义乌、湖州和贵州贵阳、六盘水等地拥有 5 个连锁网点。（2）未来，公司将陆续兴建或者改造部分文化商业 mall，即从单一的书城转变成功能更为丰富的文化商业零售 mall，包括图书/影院/文化娱乐/商业零售/休闲聚会等，其中图书业态的面积占比将下降到 30% 甚至更低。这种转型对于公司的价值主要体现在三方面：一是提高书城的单位效益，且拿地成本一般较低；二是引入先进经营理念，带动公司管理和文化的提升，如公司文化商业 mall 的设计由戴德梁行承担，未来的商户将引进世界著名品牌；三是以文化商业地产的模式进行跨省扩张更为容易，对公司的长期战略布局有利。
- ▶ **搭建电子商务平台，建立网上“大中盘”。**随着网上购物习惯的养成，电子商务是大势所趋。未来的图书零售格局可能会演变成为：线下零售终端转型为文化商业 mall，其中的图书销售占比不大，主要是以阅读体验为主；线上门店才是图书销售的主体。因此，凤凰传媒也将搭建一个电子商务平台，定位于图书业的网络“大中盘”，为图书的买方和卖方提供中介服务（B2B/B2G/B2C）获取收益。
- ▶ **物流配送。**目前，公司下属江苏新华新港物流中心一期，已经是国内图书新华发行体系内规模最大的物流配送基地，目前建筑面积 10 万平米，仓储面积 7 万平米，可存储品种 30 万种，年流转品种 120 万种。未来，公司将兴建新港物流中心二期，总建筑面积 8.4 万平米，定位于内部图书和文化用品配送、馆配业务、电子商务和逆向物流等。

图表 40：募投项目关于文化 mall 的建设规划

单位：平米	苏州	南通	镇江	扬州	姜堰	合计	总占比
总建筑面积	49,800	49,670	28,900	40,000	19,549	187,919	100%
其中：书店	20,000	16,500	12,000	8,800	5,397	62,697	33%
文化娱乐服务及教育培训	16,300	11,000	7,800	7,500	8,066	50,666	27%
影院	5,500	5,500	-	7,000	1,087	19,087	10%
配套服务	8,000	8,400	4,100	3,440	3,073	27,013	14%
地下停车及设备间	-	8,270	5,000	13,260	1,926	28,456	15%

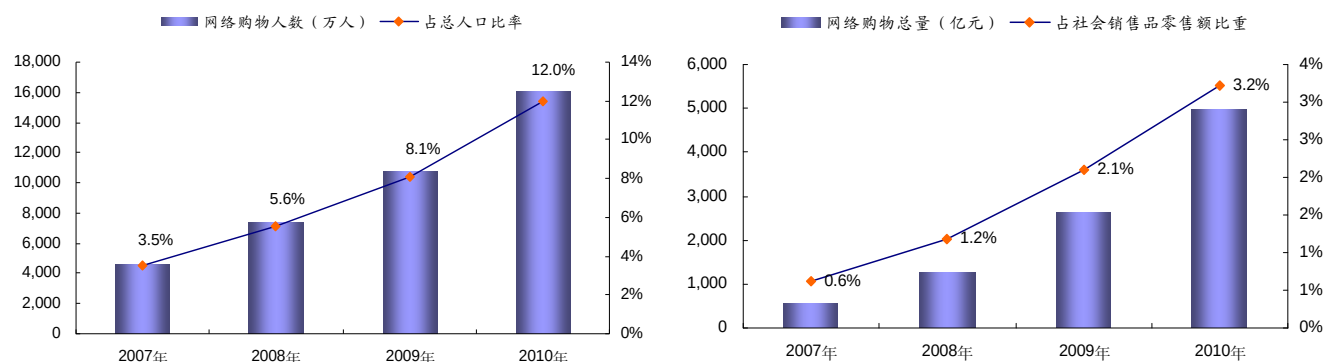
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 41：江苏南通凤凰文化 mall 项目案例



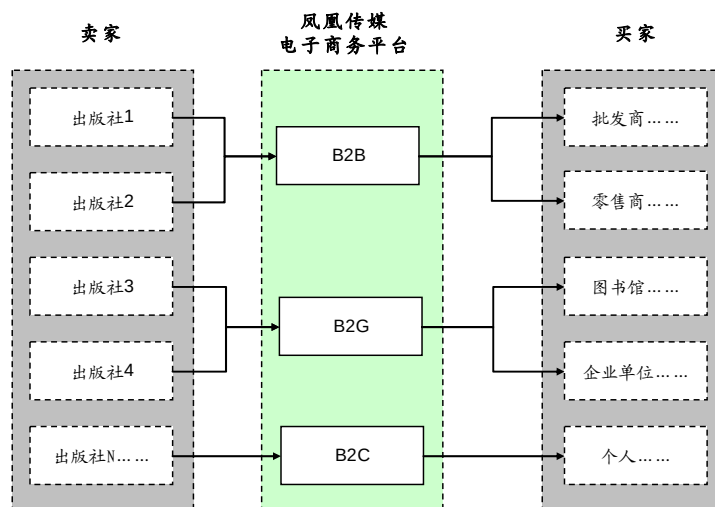
资料来源：公司资料，戴德梁行，中金公司研究部

图表 42：中国电子商务的渗透率提升



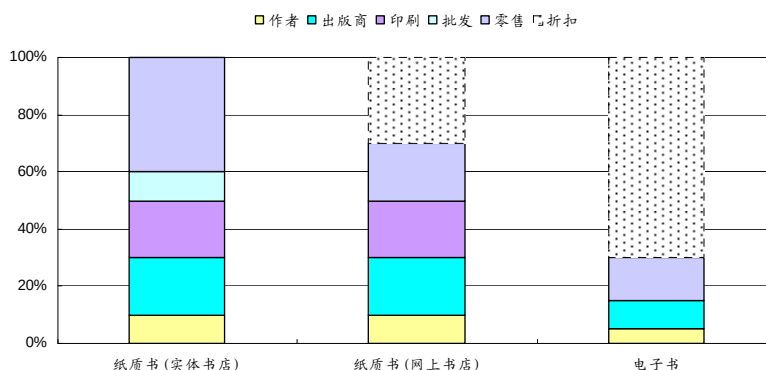
资料来源：CNNIC，艾瑞咨询，CEIC，中金公司研究部

图表 43：凤凰出版的电子商务平台规划



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 44：图书价值链分析



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 45：凤凰传媒物流中心规模最大

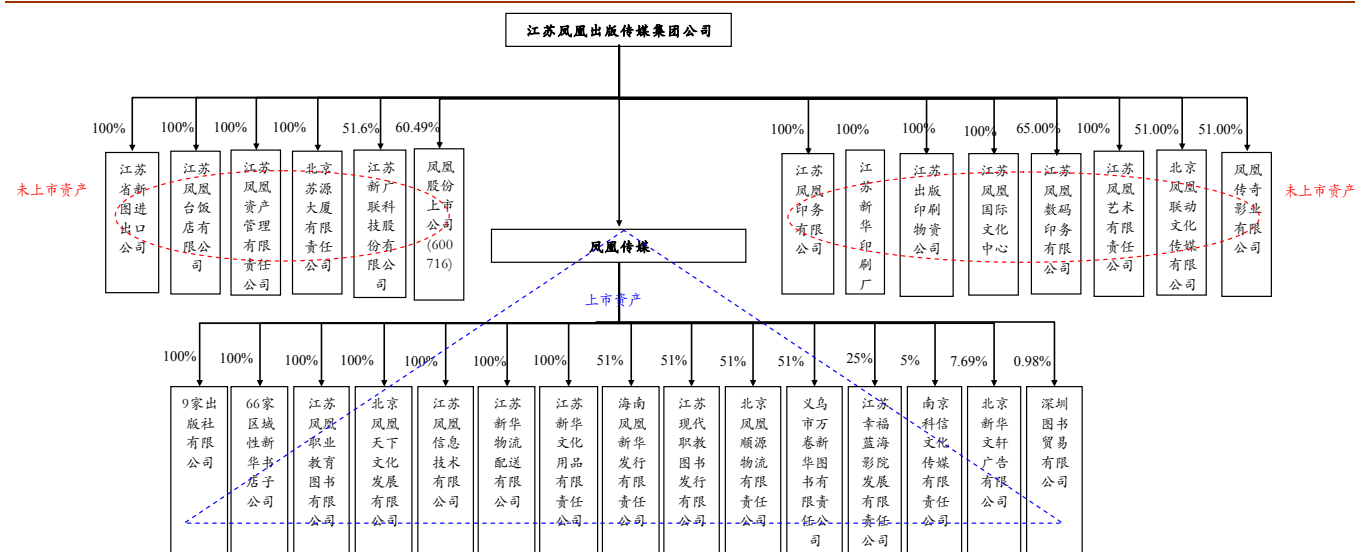
上市公司	物流企业	投入时间	具体情况
凤凰传媒	江苏新华新港物流中心一期	2006	该中心占地总面积214亩，总投资3.5亿元，一期建筑面积近10万平方米，仓储面积约8万平方米。
出版传媒	辽宁北方出版物配送公司	2001	仓储面积3万平方米，年吞吐量3万吨，经营全国各类出版物现货20余万种，北方图书网可供出版物信息达60余万种。
新华文轩	四川新华文轩连锁公司	2006	仓储面积8.5万平方米，年吞吐量320万件
皖新传媒	安徽新华发行集团物流园	2005	物流园建筑面积近5.5万平方米，仓储面积4.5万平方米，总投资1.2亿元。物流园主体建筑配送大楼为两栋基本对称的三层建筑A座、B座，分别处理一般图书和教材的收发。自动化流水线按日处理能力4000件图书设计，峰值处理能力可达5000件，可以满足相当长一段时期业务发展的需要。逆向物流可同时向80个货源单位进行退货分拣，退书日处理量可达1000件。
中文传媒	江西新华物流有限公司	2007	仓储面积近4万平方米，具备20万个流转品种、近20亿册、30亿码洋的年处理能力
	浙江省新华书店	2003	拥有8.15万平方米库房，年流转图书品种近50万种，长年在架库存图书品种30多万种（含音像），日配发一般图书4000余件。
	深圳发行集团物流公司	1996	目前拥有近1.8万平方米的库容面积，常备架存出版物流通品10万余种

资料来源：公开资料，中金公司研究部

外延增长可期：集团资产注入，多业态发展

- ▶ **集团资产注入的可见度较高。**目前，除了凤凰传媒现有上市资产（出版和发行）外，集团公司还有诸多相关资产，未来注入上市公司的可能性较大：印刷/物资供应/进出口/凤凰传奇影业等。
- ▶ **影视剧是一个潜在亮点。**图书是影视剧剧本的源泉，公司出版过的诸多作品已经被改编成影视剧，如《山楂树之恋》和《让子弹飞》等。目前，公司已经投资拍摄并开播的电视剧有《裸婚时代》和《新萍踪侠影》。未来，公司还将结合自身的内容优势，参与投资和制作诸多影视剧。
- ▶ **跨地域收购，等待时机。**2009年底，公司收购了海南新华发行51%的股权，成为国内第一家实现跨省级的控股收购。在国内当前的环境下，短期内海南新华的收购模式可能较难快速复制，但未来不排除有合适的机会出现。

图表 46：集团公司组织结构情况



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 47：影视剧情况

影视剧阶段	影视剧作品
已经和即将开播	《裸婚时代》、《新萍踪侠影》
目前正在筹拍	周梅森的《遥远的枪声》、赵本夫的《浦口1911》
投资制作	《郎本无情》、《裸婚时代》、《一个鬼子都不留》、《无法伤悲》、《肉中刺》等18部电视剧
已经签约的影视改编权	《琵琶行》、《劳改农场》(原名《狱城之恋》)等40多部文艺作品
出版过的作品改编影视剧	《孽债》、《来来往往》、《山楂树之恋》、《让子弹飞》

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 48：2010 年集团畅销书情况

分类	书名	出版社	作者	定价
少儿	赛尔号精灵集合大图鉴(2010年官方第1版)	江苏美术出版社	上海淘米网络科技有限公司	20
少儿	赛尔号精灵集合大图鉴(2)	江苏美术出版社	上海淘米网络科技有限公司	20
少儿	喜羊羊与灰太狼-虎虎生威(电影连环画)	江苏少年儿童出版社	山石卡通	18
少儿	曹文轩纯美小说系列-草房子	江苏少年儿童出版社	曹文轩	18
少儿	赛尔号攻关秘籍(赠时空密码卡)	江苏美术出版社	上海淘米网络科技有限公司	12.8
少儿	赛尔号精灵集合大图鉴(3)	江苏美术出版社	上海淘米网络科技有限公司	20
少儿	英雄赛尔号(2)-神秘的凶手	江苏美术出版社	周艺文	13
虚构	山楂树之恋	江苏人民出版社	艾米	28
虚构	杜拉拉3: 我在这战斗的一年里	江苏文艺出版社	李可	29.8
虚构	译林名著精选-麦田里的守望者(插图本)	译林出版社	J.D. 塞林格	13
非虚构	国医健康绝学系列(十六)-手到病自除: 圣手医师杨奕的不生病真法	江苏人民出版社	杨奕	29
非虚构	国医健康绝学系列(二十二)-手到病自除(2): 圣手医师杨奕的家庭保健处方	江苏人民出版社	杨奕	29
非虚构	国医健康绝学系列(五)-不生病的智慧	江苏文艺出版社	马悦凌	29
非虚构	舍得: 星云大师的人生经营课	江苏文艺出版社	星云大师	28

资料来源：开卷资料，中金公司研究部

图表 49：中国出版业格局

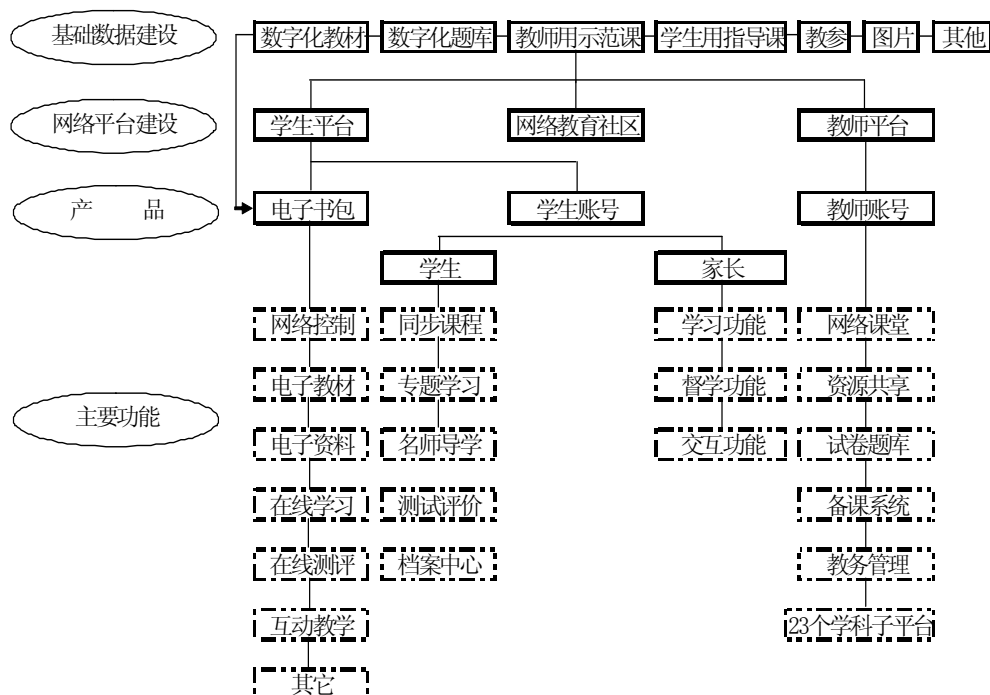


资料来源：公司资料，中金公司研究部

数字出版：从教育领域突围

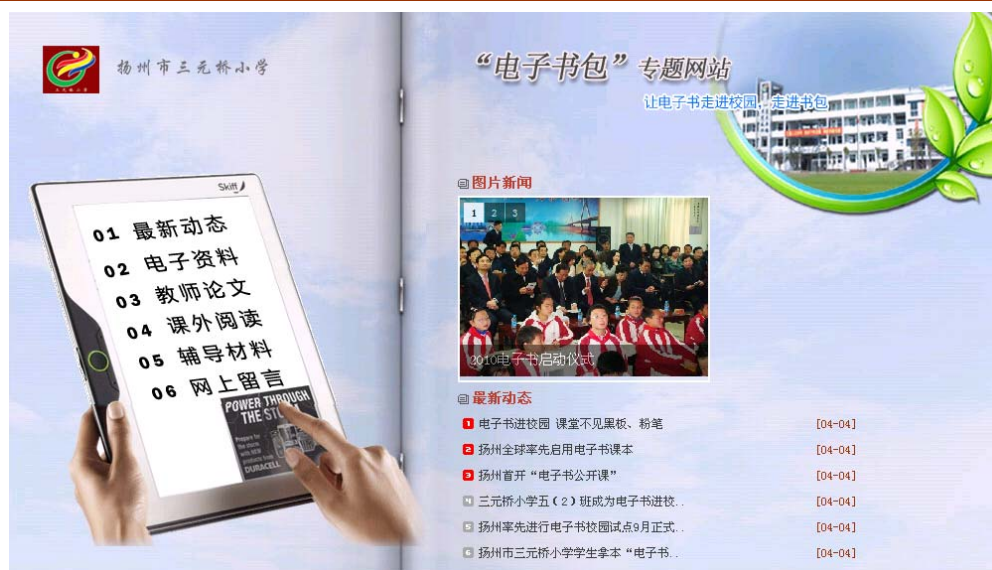
- ▶ **教育数字出版，可能在政府的推动下跨越式发展。**在当前数字出版产业环境下，结合公司在教育出版领域的传统优势，公司选择在教育领域进行数字出版的探索，希望在政府支持下，获得跨越式发展。从募投项目来看，公司将建设基础数据、网络平台和电子书包等不同项目环节。
- ▶ **江苏扬州电子书包试点。**2010年2月，在江苏扬州市政府和凤凰传媒的共同合作下，选择江苏扬州市三元桥小学为试点单位进行电子书包进课堂的探索。

图表 50：凤凰传媒教育数字出版规划



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 51：江苏扬州电子书包试点情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

盈利预测

驱动因素: 出版、发行、零售租金、数字出版/发行、会计估计变更

- **出版。**出版业务取决于教材、一般图书和音像制品。其中,教材的增长来自江苏省中小学生在人数触底回升和相关教材(凤凰版中小学教材和职业教育教材)省外市场的拓展;一般图书来自教辅的相应增长和公司大众图书的提升(包括自行策划和外部并购民营书商);音像制品体量不大,近年处于下滑趋势。
- **发行。**发行业务取决于教材、一般图书、音像制品和文化用品等。其中,教材发行受在校学生人数回升和免费教材发行折扣率稳中有降的正面影响,处于小幅增长趋势;一般图书发行由于教辅和大众图书消费的上升而增长;音像制品和文化用品因实体连锁店改造而稳定增长。
- **零售租金。**随着公司文化商业 mall 的投入运营,零售租金收入将持续增加,年均增长有望保持在 20%以上。
- **数字出版/发行。**公司投建的电子商务平台,主要定位于第三方运营平台,可同时为 B2B、B2G 和 B2C 服务,收入来源有会员收入/佣金收入和广告收入等。随着平台规模的扩大,业务收入有望稳定增加。此外,公司已经在江苏扬州进行电子书包试点,依托政府支持有望在江苏省内有序铺开,2013 年开始有望贡献收入。
- **会计估计变更。**按照公司原会计政策规定,县及县以下新华书店退还及减免的增值税税款应专项用于发行网点建设和信息系统建设,这部分与发行业务相关的增值税优惠金额(退还及减免)计入“专项应付款”,而非计入利润表科目影响利润水平。公司于 2011 年末对此会计政策进行了变更,将该部分增值税优惠金额直接计入损益。该项会计估计变更将较大提高公司的净利润水平。

2011 年 EPS 为 0.29 元

2011 年上半年,公司每股收益为 0.13 元。由于公司会计估计变更(原计入“专项应付款”的税收返还计入损益)以及 5000 万政府财政补贴款到位的影响,下半年业绩有望好于上半年,全年有望实现 EPS 为 0.29 元,同比增长 11.1%。全年来看,2011 年公司收入实现 60.0 亿元,同比增长 11.2%,毛利率同比相对稳定,公司净利润实现 7.48 亿元,同比增长 13%。

2012-2013 年 EPS 分别为 0.39 元和 0.41 元

公司将推进募投项目的建设,凤凰版教材(中小学和职业教育)的省外扩张加大,教辅和大众图书的销售持续增长,预计出版业务收入 2012-2013 年将分别同比增长 14%和 11%,达到 26.9 亿元和 29.3 亿元。

教材发行小幅增长,教辅和大众图书稳定增长,文化用品等销售贡献上升,预计整体发行业务收入 2012-2013 年将分别实现 58 亿元和 63.8 亿元,分别同比增长 14.0%和 10.0%。假设内部抵消金额占出版业务收入的比例在 70%左右,2012-2013 年的内部抵消数将分别为 18.8 亿元和 20.5 亿元。

2012-2013 年,文化商业 mall 的零售租金收入稳步上升,分别实现 2.5 亿元和 3.1 亿元,同比增长 30%和 25%。数字出版发行业务有望在 2013 年开始贡献收入。

2012 年,由于公司将收到 2011、2012 年大部分增值税优惠款项(会计估计变更,预计将产生营业外收入 2 亿元),和继续享受政府财政补贴,因此 2012 年净利润有望取得较快增速。

2012-2013 年公司分别实现收入 68.6 亿元和 76.2 亿元,分别同比增长 14%和 11%。受益于毛利率更高的发行业务和零售租金业务规模的扩大,公司毛利率小幅提升,营业和管理费用率基本平稳。同时,成功上市将导致公司账面现金大幅增长,财务利息收入将明显提升,综合分析,预计 2012-2013 年分别实现净利润 9.91 亿元和 10.5 亿元,对应每股收益 0.39 元和 0.41 元,同比增长 32%和 6%。

估值与建议

公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29 元、0.39 元和 0.41 元,当前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 28.9x、21.8x 和 20.6x,处于 A 股互联网和传媒板块估值的中低端,出版板块低端。考虑到公司出版发行领域的规模优势、丰富的运营经验,以及外延成长预期,我们首次给予“推荐”投资评级。

风险

- ▶ **中小学教材市场竞争激烈。**中国教育出版集团成立后，可能加大对于各省市中小学教材的竞争，如果公司竞争实力没能跟上，可能在省外扩张过程中落后。
- ▶ **文化商业 mall 的拓展不如预期。**公司从图书销商向商业零售的转型，需要理念和管理等各方面的配合，如果力度不够，可能导致转型不达预期。
- ▶ **电子商务渗透率加快，冲击实体零售店。**网上销售渗透率日益加快，可能加速对实体商业零售店的冲击。
- ▶ **数字出版对纸质出版的替代超出预期。**如果数字出版发展迅猛，可能加快对于纸质书的替代。
- ▶ **纸张价格波动，对公司短期业绩有一定负面影响。**由于教材采用成本定价，一般图书采用市场定价，中长期纸张成本的波动其实对图书毛利率的影响不大。但短期，可能还是会造成图书毛利率的一定波动。
- ▶ **优惠政策的减少。**公司得到增值税、所得税和政府补贴等诸多政府优惠政策，如果这些政策减少或者销售，对公司业绩将造成较大负面影响。

图表 52：预测利润表（2008A - 2013E）

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,574	5,037	5,407	6,012	6,855	7,620
出版	1,904	2,062	2,222	2,366	2,686	2,928
发行	2,574	2,844	3,027	3,456	3,923	4,334
其中：内部抵消	-1,343	-1,294	-1,538	-1,657	-1,880	-2,049
其他收入	95	132	158	190	247	359
数字出版/发行						50
减：营业成本	2,726	2,980	3,192	3,484	4,032	4,466
营业税金及附加	24	38	37	41	47	57
营业费用	668	715	792	854	994	1,090
管理费用	637	677	763	806	919	1,021
财务费用	-41	-38	-37	-34	-70	-78
加：投资收益	0	20	19	10	10	10
营业利润	448	610	577	732	797	917
加：营业外净收入	67	57	92	25	205	145
税前利润	515	666	669	757	1,002	1,062
减：所得税	64	17	6	8	10	11
少数股东权益	-1	7	1	1	1	1
净利润	453	642	662	748	991	1,050
发行后总股本（百万股）	2,545	2,545	2,545	2,545	2,545	2,545
全面摊薄每股收益（元）	0.18	0.25	0.26	0.29	0.39	0.41
增长率%						
营业收入	N.A.	10.1%	7.3%	11.2%	14.0%	11.2%
出版	N.A.	8.3%	7.8%	6.5%	13.5%	9.0%
发行	N.A.	10.5%	6.4%	14.2%	13.5%	10.5%
内部抵消	N.A.	-3.6%	18.9%	7.7%	13.5%	9.0%
其他收入	N.A.	37.8%	20.3%	20.0%	30.0%	45.3%
数字出版、发行						30.0%
营业利润	N.A.	36.0%	-5.3%	26.9%	8.9%	15.0%
净利润	N.A.	41.8%	3.1%	13.0%	32.4%	5.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 53：预测资产负债表和现金流量表（2008A - 2013E）

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3,095	3,331	3,147	7,385	8,185	9,031
应收帐款	201	227	312	329	376	418
其他应收款	114	115	111	99	113	125
预付帐款	147	241	333	286	331	367
存货	1,150	1,037	1,135	1,145	1,215	1,223
流动资产	4,716	5,075	5,146	9,245	10,220	11,164
固定资产	1,109	1,662	1,477	1,396	1,382	1,408
无形资产	229	229	433	427	417	408
总资产	6,852	7,826	7,614	11,961	13,164	14,310
应付帐款	1,201	1,178	1,249	1,365	1,580	1,750
预收帐款	333	340	394	438	499	555
其他应付款	369	400	361	382	442	489
流动负债	2,067	2,100	2,824	3,021	3,382	3,675
总负债	2,466	2,582	3,564	3,760	4,121	4,414
少数股东权益	0	245	213	214	216	217
股东权益	4,386	4,999	3,838	7,986	8,828	9,679
负债和权益	6,852	7,826	7,614	11,961	13,164	14,310
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	453	642	662	748	991	1,050
(-) 投资收益	-0	-20	-19	-10	-10	-10
(-) 财务费用	-41	-38	-37	-34	-70	-78
折旧和摊销	125	141	165	259	282	311
营运资本的增加	-	-116	-173	335	186	194
其它	65	140	249	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	601	756	848	1,300	1,380	1,468
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-357	-531	-501	-516	-512	-512
长期投资和其它	27	-23	-895	19	10	10
投资活动产生的现金流量净额	-330	-554	-1,396	-496	-502	-502
股权融资	546	97	81	3,400	-	-
少数股东投资	-	-	6	-	-	-
借款增加	-166	-102	241	-	-	-
净利息支出	41	38	37	34	70	78
股利支出	-	-	-	-	-150	-198
筹资活动产生的现金流量净额	421	34	364	3,434	-79	-120
现金及现金等价物净增加额	692	236	-184	4,238	800	846

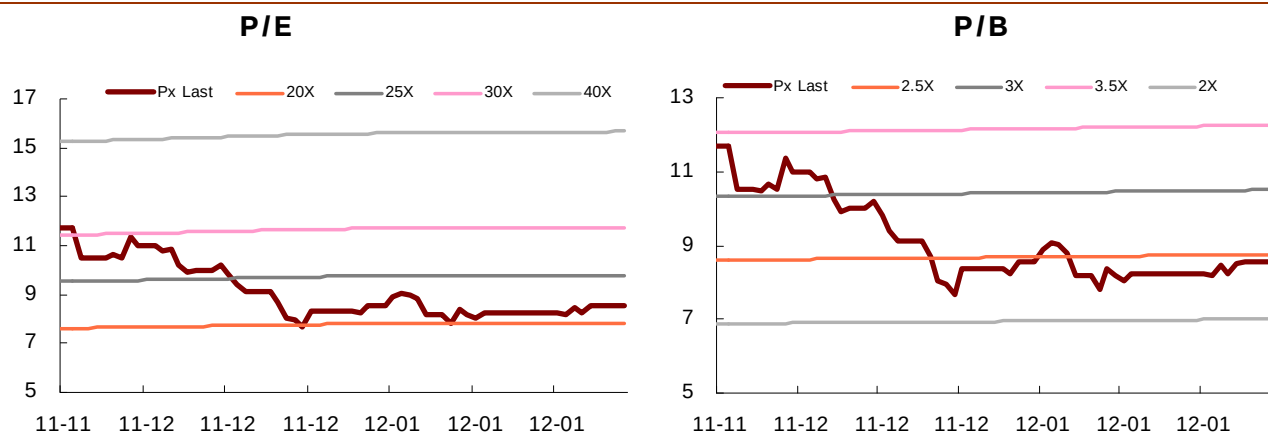
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 54：传媒与互联网行业可比公司估值

公司	股票代码	股价 (2012-02-06)	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	中金评级	PE			PB			EV/EBITDA		
						10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
传媒-A股														
图书出版														
时代出版	600551.SH	11.15	5,640	2,421	推荐	22.8	19.7	17.6	2.1	1.9	1.8	19.1	n.a.	n.a.
出版传媒	601999.SH	8.22	4,529	4,529	中性	34.9	34.7	31.9	2.9	2.7	2.5	31.4	48.5	41.0
皖新传媒	601801.SH	11.17	10,165	1,693	中性	31.7	25.9	24.4	3.0	2.7	2.5	28.3	n.a.	n.a.
凤凰传媒	601928.SH	8.50	21,632	2,380	推荐	32.7	28.9	21.8	5.6	2.7	2.5	24.3	13.7	12.3
中文传媒	600373.SH	16.99	9,637	3,186		27.3	20.3	17.9	2.8	2.5	2.2	21.4	19.1	16.6
中南传媒	601098.SH	9.33	16,757	3,713		28.2	22.2	18.5	2.4	2.2	2.0	16.6	14.0	11.7
天舟文化	300148.SZ	22.75	2,218	739		54.5	50.7	35.6	4.4	4.1	3.8	62.3	45.7	35.4
中值						31.7	25.9	21.8	2.9	2.7	2.5	24.3	19.1	16.6
报业出版														
博瑞传播	600880.SH	11.15	7,002	4,617	推荐	22.0	17.5	14.8	4.3	3.3	2.8	13.6	12.0	10.6
新华传媒	600825.SH	5.93	6,196	6,196	中性	30.9	30.1	27.9	2.8	2.7	2.6	22.5	n.a.	n.a.
华闻传媒	000793.SZ	5.81	7,902	7,898	中性	34.1	30.6	24.8	3.2	3.1	2.9	12.5	n.a.	n.a.
粤传媒	002181.SZ	10.6	3,712	2,311		22.8	21.5	19.1	3.1	2.7	2.4	80.6	n.a.	n.a.
中值						26.9	25.8	21.9	3.2	2.9	2.7	18.0	12.0	10.6
影视动漫														
华谊兄弟	300027.SZ	14.19	8,582	4,950	审慎推荐	57.5	42.5	24.2	5.5	5.0	4.3	45.2	36.7	21.1
华策影视	300133.SZ	28.93	5,555	1,507		34.0	37.7	28.4	4.7	4.3	3.8	44.2	31.6	22.7
奥飞动漫	002292.SZ	24.33	9,966	2,491	中性	76.1	57.7	42.9	7.5	6.8	6.1	64.6	52.6	35.8
光线传媒	300251.SZ	50.9	5,579	1,395		211.6	32.5	23.4	24.1	3.2	2.9	38.4	28.8	20.5
中视传媒	600088.SH	13.48	4,468	4,468		56.0	44.8	28.9	4.5	4.2	3.7	36.1	n.a.	n.a.
中值						57.5	42.5	28.4	5.5	4.3	3.8	44.2	34.2	21.9
营销服务														
蓝色光标	300058.SZ	25.79	4,642	2,250		46.8	34.2	21.8	5.3	4.8	4.3	52.0	25.5	14.1
省广股份	002400.SZ	20.71	3,071	1,690	中性	25.2	29.8	23.1	3.0	2.8	2.5	34.4	22.7	15.2
华谊嘉信	300071.SZ	12.15	1,258	316		45.6	28.5	18.9	3.0	2.7	2.4	33.9	n.a.	n.a.
北巴传媒	600386.SH	7.88	3,177	3,177	推荐	23.5	20.4	18.2	2.7	2.4	2.1	10.6	11.8	9.2
中值						35.4	29.2	20.4	3.0	2.8	2.4	34.2	22.7	14.1
有线网络-运营商														
歌华有线	600037.SH	8.27	8,769	8,769	审慎推荐	25.3	28.8	24.2	1.7	1.6	1.5	10.7	10.2	9.1
天威视讯	002238.SZ	14.64	4,691	4,691	审慎推荐	54.7	32.3	30.3	3.6	3.3	3.1	14.0	19.0	17.0
广电网络	600831.SH	9.68	5,454	5,454	中性	48.2	39.0	32.1	4.2	3.8	3.4	13.7	n.a.	n.a.
电广传媒	000917.SZ	27.07	11,001	8,629	中性	26.3	16.2	14.7	3.8	3.1	2.5	13.1	12.1	11.7
东方明珠	600832.SH	5.52	17,589	17,589	中性	33.6	35.0	30.1	2.3	2.2	2.1	17.7	n.a.	n.a.
中信国安	000839.SZ	7.04	11,038	11,035	中性	42.4	36.9	26.5	1.9	1.8	1.7	24.0	31.8	24.1
中值						38.0	33.6	28.3	2.9	2.7	2.3	13.9	15.6	14.3
整体中值						35.4	29.2	21.9	3.0	2.8	2.5	24.3	19.1	14.3
互联网-A股														
财经门户														
东方财富	300059.SZ	18.46	3,877	2,283	推荐	58.1	37.5	27.0	2.4	2.2	2.1	75.7	40.3	27.6
同花顺	300033.SZ	15.5	2,083	743		22.8	23.6	18.0	1.9	1.8	1.6	23.4	n.a.	n.a.
中值						40.5	30.5	22.5	2.2	2.0	1.9	49.5	40.3	27.6
电子商务														
焦点科技	002315.SZ	39.6	4,653	1,204	中性	30.9	23.4	18.7	3.0	2.7	2.5	30.3	25.9	18.4
生意宝	002095.SZ	12	1,944	1,927		37.9	31.8	24.7	4.5	3.9	3.4	31.1	n.a.	n.a.
腾邦国际	300178.SZ	16.12	1,925	484		23.6	23.8	19.9	5.9	1.9	1.7	16.0	13.9	9.9
中值						30.9	23.8	19.9	4.5	2.7	2.5	30.3	19.9	14.2
网络游戏														
顺网科技	300113.SZ	18.85	2,488	935	中性	54.8	38.6	23.4	3.6	3.2	3.0	46.1	36.9	22.0
中青宝	300052.SZ	11.8	1,534	852		43.2	29.4	21.2	1.7	1.5	1.5	47.5	n.a.	n.a.
中值						49.0	34.0	22.3	2.6	2.4	2.2	46.8	36.9	22.0
网络视频														
乐视网	300104.SZ	26.38	5,804	2,255	中性	82.8	46.0	29.3	6.2	5.3	4.6	46.6	25.7	16.5
百视通	600637.SH	13.9	15,481	9,853		145.8	33.8	27.6	12.0	7.2	5.6	79.8	28.4	18.1
中值						114.3	39.9	28.5	9.1	6.2	5.1	63.2	27.0	17.3
移动互联网/SP														
拓维信息	002261.SZ	18.83	4,106	2,614	审慎推荐	37.1	42.9	25.8	5.7	4.9	4.2	30.0	34.4	21.1
北纬通信	002148.SZ	19.66	2,229	1,637	中性	46.8	107.3	32.5	5.2	5.0	4.3	40.7	n.a.	n.a.
神州泰岳	300002.SZ	19.47	7,383	2,011		22.5	18.1	14.3	2.9	2.6	2.2	21.6	18.9	14.9
中值						37.1	42.9	25.8	5.2	4.9	4.2	30.0	26.7	18.0
互联网支撑商														
二六三	002467.SZ	21.62	2,594	1,604	中性	37.5	31.7	29.1	2.5	2.4	2.3	30.7	n.a.	n.a.
三五互联	300051.SZ	10.56	1,695	687		48.2	22.2	13.3	3.3	2.9	2.6	35.7	n.a.	n.a.
网宿科技	002095.SZ	12	1,944	1,927		37.9	31.8	24.7	4.5	3.9	3.4	31.1	n.a.	n.a.
中值						37.9	31.7	24.7	3.3	2.9	2.6	31.1	N.A.	N.A.
整体中值						39.2	32.8	23.6	3.9	2.8	2.5	38.9	27.0	18.0

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 55：公司历史 P/E、P/B Band



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

