

中南传媒 (601098)

传媒/信息服务

发布时间: 2012-05-23

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 无

中南传媒深度报告:

价值低估的出版行业龙头

报告摘要:

我国新闻出版行业是成熟行业,整体规模增长稳定,我们重点关注行业长期发展趋势改变带来的投资机会。出版行业主要有三个方面的长期趋势:集中度更高、对民营资本更加开放和全面数字化。我国新闻出版行业政策的核心思想在于扶植、打造大型出版传媒集团,国有大型出版集团更受政策青睐。

推荐中南传媒:从股东背景、整体规模、盈利能力、传统业务增长前景、新业务拓展力度等角度综合来看,中南传媒和凤凰传媒在新闻出版行业表现最优,从估值与基本面匹配程度的角度来说,我们推荐中南传媒。

未来业绩增长有保障:教材教辅业务方面,中小學生人数 2009 年起止跌回升,湘版教材全部通过新课标审查,教辅新政等都是驱动因素;一般图书业务方面,公司 2011 年启动图书出版事业部制改革,有望带动销售增长;新媒体业务年内将全部商用,电子书包将于年内在深圳龙岗试运行,大众阅读平台 READ365 即将启动,公司与腾讯合作的社区网站“大湘网”将于年内上线。

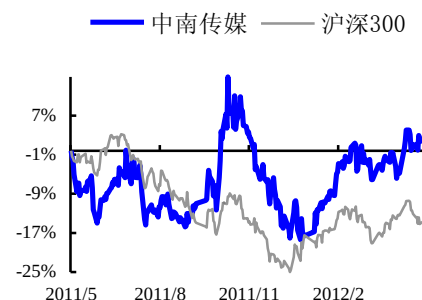
预计 2012-2014 年每股收益分别为 0.54 元、0.62 元、0.72 元,相对于目前股价市盈率分别为 20 倍、17 倍和 15 倍,估值处于行业低端,首次给予推荐评级。

股票数据

2012/5/21

收盘价(元)	10.63
12个月股价区间(元)	8.43 ~ 12.08
总市值(百万元)	19,091
总股本(百万股)	1,796
A股(百万股)	1,796
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	9%	-2%
相对收益	4%	8%	15%

相关报告

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,763	5,857	7,165	8,756	10,691
(+/-)%	18%	23%	22%	22%	22%
净利润	601	806	966	1,117	1,328
(+/-)%	24%	35%	20%	16%	19%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.54	0.62	0.74
市盈率	32.2	23.8	19.9	17.2	14.5
市净率	2.72	2.47	2.29	2.10	1.90
净资产收益率(%)	8.4%	39.6%	39.3%	38.6%	38.1%
股息收益率(%)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
总股本(百万股)	1796	1796	1796	1796	1796

证券分析师: 耿云

执业证书编号: S0550511080003
(021)20361136 gengy@nesc.cn

目 录

1. 行业分析：中国出版行业的昨天、今天和明天	3
1.1. 昨天：成熟行业，增长稳定而缓慢	3
1.2. 今天（催化剂）：改革进行时	4
1.2.1. 文化产业体制改革	4
1.2.1.1. 文化体制改革整体思路	4
1.2.1.2. 新闻出版行业改革要点	6
1.2.1.3. 教材教辅出版发行领域的改革	7
1.2.1.4. 竞争格局	8
1.3. 明天：行业整体发展前景分析	9
1.3.1. 政策引导集中度进一步加强，但是区域垄断的割据局面短时间内难以打破	9
1.3.2. 对民营资本的进一步开放	9
1.3.3. 数字化转型是必然趋势	9
2. 公司分析：积极谋求数字化转型的行业龙头	10
2.1. 护城河分析	10
2.2. 主营业务及关键驱动因素分析	10
2.2.1. 教材教辅的出版和发行	10
2.2.1.1. 教材教辅业务现状：稳健增长，毛利率稳定	10
2.2.1.2. 影响因素分析	11
湖南省中小学生人数止跌回升	11
“湘版教材”的省外扩张	11
“教辅新政”将带来行业变局，变局意味着机会。	12
2.2.2. 一般图书的出版发行业务	12
2.2.3. 报纸与新媒体业务	13
2.2.4. 印刷业务	14
2.2.5. 物资业务	15
2.3. 同行业类比，为什么是中南传媒	16
2.3.1. 股东背景	16
2.3.2. 总体规模	17
2.3.3. 盈利能力：毛利率、净利率、ROE、ROA	17
2.3.4. 业务结构	17
2.3.5. 自主知识产权教材	18
2.3.6. 转型方向	18
3. 盈利预测及投资建议	19
4. 公司概况	19
4.1. 简介	19
4.2. 股权结构	19
4.3. 主要财务指标	20
4.4. 主营业务结构	20

1. 行业分析：中国出版行业的昨天、今天和明天

出版行业已经是非常成熟的产业，增长速度缓慢，近五年年复合增长率约为8%，低于GDP增长速度。

2009年以来开始加速的文化体制改革愈演愈烈，文化产业已经上升为支柱产业，文化产业爆发在即。出版业是文化产业中最早改制完成的，也是最先受益于产业扶植政策的。

传统出版业面临变局，长期来看三大趋势：集中度进一步加强；开放力度进一步加大；数字化转型不可避免。

1.1. 昨天：成熟行业，增长稳定而缓慢

时至今日，传统出版行业已经非常成熟，英国、德国等传统出版强国纷纷陷入衰退，传统出版市场不断萎缩。我国出版行业由于行业垄断和审批制度的存在，基本保持稳定增长的趋势，并将在未来一段时间继续保持目前的发展趋势。

根据新闻出版总署的统计数据，2005-2010年，我国图书定价总额年复合增长率达8.16%，新华书店系统及出版社自办发行单位的出版物销售总额年复合增长率约为7.36%，其中中小学教材及教参销售的年复合增长率约为4.50%，大中专教材、业余教育及教参的年复合增长率约为-12.96%，出版社数量从573家增加到581家。

表 1 2005-2010 年我国出版行业概况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
图书定价总金额 (亿元)	632.28	649.13	676.72	791.43	848.04	936.01	-
YoY	6.60%	2.67%	4.25%	16.95%	5.68%	10.37%	8.16%
出版社数量(家)	573	573	578	579	580	581	
YoY	-	0.00%	0.87%	0.17%	0.17%	0.17%	0.28%
新华书店系统及出版社自办发行单位 出版物总销售额 (亿元)	1229.81	1290.94	1366.67	1456.39	1556.95	1754.16	-
YoY	8.70%	4.97%	5.87%	6.56%	6.91%	12.67%	7.36%
中小学教材及教参 销售额(亿元)	462.26	481.91	466.19	488.12	497.03	576.07	-
YoY	7.75%	4.21%	-3.26%	4.70%	1.80%	15.91%	4.50%
大中专教材、业余 教育及教参	101.81	102.72	119.21	125.80	129.81	50.87	-
YoY	20.14%	0.90%	16.05%	5.53%	2.90%	-60.81%	-12.96%
其他出版物销售额 (亿元)	665.74	706.31	781.27	842.47	930.11	1127.22	-
YoY	-	6.09%	10.61%	7.83%	10.40%	21.19%	11.11%
出版总量(万种)	22.2	23.4	24.8	27.4	30.2	32.8	-

YoY	-	5.41%	5.98%	10.48%	10.22%	8.84%	8.12%
-----	---	-------	-------	--------	--------	-------	-------

资料来源：新闻出版总署、东北证券

教材是最重要的品种之一。根据新闻出版总署的数据，2010 年，我国课本出版种数占图书总出版种数的 20.75%，课本印数占图书总印数的 46.79%，课本印张占图书总印张的 44.59%，课本总定价金额占图书总定价金额的 33.85%。

表 2 2010 年我国课本出版占图书出版总量的比例

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	8701	27.81	185.15	178.88
中专课本	5037	0.67	8.73	13.14
大专及以上课本	43029	3.52	61.17	97.07
业余教育课本	3782	0.32	4.50	8.75
扫盲课本	5	0.00	0.00	0.00
教学用书	7591	1.21	10.83	19.01
课本总计	68145	33.55	270.38	316.86
图书总出版	328387	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、东北证券

1.2. 今天（催化剂）：改革进行时

我国文化体制改革始自 2002 年，2009 年开始加速，2011 年、2012 年迎来政策高峰期，整体来说是个复杂的过程。我们在此以层层递进的方式来说明我国文化体制改革历程，将整个过程由宏观而微观分为三个层次：文化产业体制改革、出版行业体制改革、中小学教材出版发行制度改革。

1.2.1. 文化产业体制改革

1.2.1.1. 文化体制改革整体思路

我国文化产业体制改革的过程也是文化产业不断受到重视、地位不断提高的过程。我国文化体制改革的思路大体上经历了以下几个阶段：

- 区分文化事业和文化产业（明确定义）
- 强调文化产业要面向市场
- 提出要形成大型文化产业集团
- 承认非公有制资本进入文化产业的合法性
- 提出重塑文化市场主体
- 强调文化建设的重要战略地位
- 明确文化产业为战略性产业
- 确立文化产业为国民经济支柱性产业

表 3 中国文化体制改革进程和各阶段要点

时间	核心思想	政策内容
----	------	------

2002 年 11 月	区分文化事业和文化产业	中共“十六大”明确提出了“积极发展文化事业和文化产业”的战略决策，一方面明确区分了文化事业和文化产业，强调“发展文化产业是市场经济条件下繁荣社会主义文化、满足人民群众精神文化需求的重要途径”，并就文化事业和文化产业的发展路径分别作了阐述；另一方面，强调要“抓紧制定文化体制改革的总体方案”，并就文化的管理体制、文化生产经营机制、文化法制建设、文化市场培育等问题做了全面部署。
2003 年 6 月	文化产业特别是经营性文化产业必须面向市场	全国文化体制改革试点工作会议召开。会议就文化体制改革的重要性与紧迫性、基本原则、着力点、基本出发点、基本思路、工作方针等多个侧面阐述了搞好文化体制改革试点工作的基本要求，特别强调要树立与社会主义市场经济体制相适应的新的文化发展观，要深刻认识到在市场经济条件下，文化特别是经营性文化产业必须面向市场。
2003 年 10 月	区分公益性文化事业单位和经营性文化产业单位，形成大型文化企业集团	十六届三中全会明确把文化体制改革纳入完善社会主义市场经济体制的重要任务，进一步确定了深化文化体制改革的总体思路和目标，要求“按照社会主义精神文明建设的特点和规律，适应社会主义市场经济发展的要求，逐步建立党委领导、政府管理、行业自律、企事业单位依法运营的文化管理体制”，对于公益性文化事业单位强调“要深化劳动人事、收入分配和社会保障制度改革，加大国家投入，增强活力，改善服务”，对于经营性文化产业单位则“要创新体制，转换机制，面向市场，壮大实力”。同时，提出要“健全文化市场体系，建立富有活力的文化产品生产经营体制。完善文化产业政策，鼓励多渠道资金投入，促进各类文化产业共同发展，形成一批大型文化企业集团，增强文化产业的整体实力和国际竞争力。依法规范文化市场秩序”。
2004 年 9 月	首次在中央文件里提出“深化文化体制改革”的命题	十六届四中全会把提高建设社会主义先进文化的能力作为加强党的执政能力建设的一项重要任务，在中央文件中第一次明确提出了“深化文化体制改革，解放和发展文化生产力”的命题。同时，伴随着构建社会主义和谐社会重大任务的明确提出，胡锦涛还特别强调要“通过文化建设来不断构筑社会和谐的精神支撑”。
2005 年 8 月	承认非公有制资本进入文化产业的合法性	国务院出台《国务院关于非公有制资本进入文化产业的若干决定》，对于非公有制资本进入文化产业有很强的导向性，有利于非公有制文化企业的持续快速健康发展。
2005 年 10 月	公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局	十六届五中全会在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》中，从推进社会主义和谐社会建设的角度，明确提出了要形成“两个格局”即“以公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局和民族文化为主体、吸收外来有益文化的文化市场格局”等目标，为我国“十一五”的文化体制改革指明了方向。
2005 年底	文化体制改革思想有了比较完备的理论形态	中央出台了《中共中央、国务院关于深化文化体制改革的若干意见》，成为深化文化体制改革的一个重要纲领性文件。《意见》分别就文化体制改革的指导思想、原则要求、目标任务作了全面的阐述，细致规划了文化事业单位改革、文化企业改革、文化领域结构调整、现代文化市场体系培育和健全宏观管理体制、加强文化体制改革工作领导的具体思路。中央的文化体制改革思想有了比较完备的理论形态。
2006 年 3 月	重塑文化市场主体	中央召开全国文化体制改革工作会议。会议要求要努力在“重塑文化市场主体”、“完善市场体系”、“改善宏观管理”、“加快转变政府职能”四个关键环节上实现新突破。
2006 年 9 月	明确影视制作、出版等九大重点发展的文化产业门类	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》明确了影视制作业、出版业等九大重点发展的文化产业门类，提出了优化文化产业布局 and 结构、转变文化产业增长方式、培育文化市场主体等目标要求，并就推进经营性文化事业单位转制、推进产权制度改革加快国有文化企业公司制改造、培育文化产业战略投资者、鼓励非公有制资本进入文化产业、健全各类文化市场、完善人才培养选拔机制等问题进行了专门论述，进一步明确了加强文化建设、深化文化体制改革的方向。
2007 年 10 月	强调文化建设的重要战略地位	十七大从中国特色社会主义事业四位一体的总体布局的高度，强调了文化建设的重要战略地位，提出了“推动社会主义文化大发展大繁荣”的目标要求。

位

2009 年 7 月	文化产业已经上升为战略性新兴产业	2009 年 7 月 22 日国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》，明确提出要“通过深化文化体制改革，进一步解放和发展文化生产力，激发全社会的文化创造活力”，“充分发挥文化产业在调整结构、扩大内需、增加就业、推动发展中的重要作用”。这标志着文化产业已经上升为国家的战略性新兴产业。
2010 年 4 月	金融支持文化产业发展	中央宣传部、中国人民银行、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署、银监会、证监会、保监会等就部位联合发出《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，鼓励扩大文化企业的直接融资规模
2010 年 10 月	深化文化体制改革	十七届五中全会在“十二五”规划建议中提出“深化文化体制改革，创新文化生产和传播方式，解放和发展生产力，增强文化发展活力”，“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。“十二五”规划纲要要进一步从加快推进公益性文化事业单位改革、深入推进经营性文化单位转企改制、完善现代文化市场体系、加快推进文化管理体制、建立健全全国有文化资产管理体制和运行机制、加快完善版权法律政策体系等几个方面对下一阶段文化体制改革作了全面部署。
2011 年 11 月至今	推动文化产业成为国民经济支柱性产业	十七届六中会议，审议通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，提出中国将培养和打造一批有实力有竞争力的大型文化企业。 2012 年 2 月，《国家“十二五”时期文化体制改革和发展规划纲要》，对转企改制国有文化单位复制政策执行期限再延长 5 年；数字出版将成为文化产业发展重点；推进核心企业上市 文化部 2 月 28 日发布《“十二五”时期文化产业倍增计划》，拟实现“十二五”时期(2010-2015 年)文化部门管理的文化产业增加值年均增速高于 20%，5 年至少翻一番的目标。将演艺、娱乐、动漫、游戏等 11 个重点行业列为文化部重点扶持对象，并从培育市场化主体、提升质量效益、9 大重点项目、6 大保障措施等方面提出详细计划，努力推动文化产业成为国民经济支柱性产业。 2012 年 3 月，《关于 2011 年中央和地方预算执行情况与 2012 年中央和地方预算草案的报告》中指出 2012 年中央财政在文化体育与传媒指出为 493.84 亿元，同比增长 18.7%。 2012 年 3 月，温家宝在政府工作报告中指出“促进文化大发展大繁荣”是 2012 年主要任务之一，并将“积极发展新闻出版、广播影视、文学艺术和档案事业详细写进报告。

资料来源：东北证券整理

1.2.1.2. 新闻出版行业改革要点

我国最近一次新闻出版行业体制改革从 2003 年 6 月开始，以中央文化体制改革试点工作领导小组的成立以及中国出版集团等 7 个全国出版体制改革试点单位的确立为标志。到目前为止，全国 1051 非数字报刊单位转制为企业，成为市场主体。全国 581 家出版当中，除目前已保留少数公益性出版单位和部队性出版单位之外，其他的包括中央各部门各单位出版社、地方出版社、大学出版社通通都转制为企业，成为了市场主体。目前各类新闻出版企业已经有 45 家新闻出版企业在境内外成功上市。

我国新闻出版行业改革的核心思想一直围绕着鼓励重组、兼并，打造跨地区、跨所有制、跨行业的大型出版传媒集团，各种扶植政策也向此方向倾斜。

表 4 近十年中国新闻出版行业体制改革进程

时间	核心思想	政策内容
2003 年	新闻出版系统 21 家企业成为试点单位	国务院印发《国务院办公厅关于印发文化体制改革试点中支持文化产业发展和经营性文化事业单位转制为企业的两个规定的通知》
2009 年	改革全面铺开	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》，明确了新闻出版改革的路线图和时间表，要点包括：推动经营型新闻出版单位转制，重塑市场主体；推进联合重组，加快培育出版传媒骨干企业和战略投资者；引导非公有出版工作室健康发展，发展新兴出版生产力；扩大对外交流，积极实施“走出去”战略
2010 年	对于优势企业给与政策倾斜；对非公有制资本如何参与新闻出版产业进行了详细表述	《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》：力争到“十二五”末，实现新闻出版产业增加值比 2006 年翻两番。在 10 年的时间实现翻两番的目标，每年的增长率要达到 14.9%，按照最近今年的国内生产总值的增长平均速度为 10% 的话，新闻出版业的增长速度要达到国内生产总值的 1.5 倍；鼓励和支持新闻出版骨干企业跨媒体、跨行业、跨地区、跨国界和跨所有制重组，在 3 年—5 年内，重点培育六七家资产超过百亿元、销售超过百亿元的国内一流、国际知名的大型新闻出版企业，努力打造具有国际竞争力的跨国出版传媒集团；必须坚持打破条块分割、地区封锁、城乡分离的封闭格局，努力建设统一开放、竞争有序、健康繁荣的大市场；允许投资人以知识产权等无形资产评估作价出资组建新闻出版企业，为产业发展争取良好的融资环境；对跨地区发展的新闻出版企业，对优势新闻出版产业，对改革力度大、发展速度快的地区，在出版资源上给予优先配置和政策倾斜；首次对于非公有资本如何参与新闻出版产业进行了详细表述，即引导和规范个体、私营资本投资组建的非公有制文化企业以内容提供、项目合作、作为国有出版企业一个部门等方式，有序参与科技、财经、教辅、音乐艺术、少儿读物等专业图书出版活动。
2011 年	打造大型出版传媒公司	《新闻出版十二五规划》出台：打造十家左右跨地区、跨行业、跨媒体经营的大型国有报刊传媒集团；形成二十家左右数字出版骨干企业；发行产业跨地区发展取得重大突破；建设三四个中央国有大型出版传媒公司。
2012 年	鼓励战略重组	2012 年 2 月 27 日，新闻出版总署发布了《关于加快出版传媒集团改革发展的指导意见》，鼓励出版传媒集团深化体制改革、加强管理、应用新技术，鼓励进行战略重组，鼓励“走出去”，并提出一些具体保障措施。

资料来源：东北证券整理

1.2.1.3. 教材教辅出版发行领域的改革

教材出版发行制度改革的整体思路是打破竞争，引入竞争体制。

表格 5 中国中小学教材出版发行制度改革

2000 年	国务院体改办牵头，国家计委、新闻出版署、教育部参加，四部委联合对中小学教材的审定、出版、发行、价格等问题进行了调研。调研组认为，教材价格畸高的主因是中小学教材管理体制僵化，行政垄断和区域分割导致出版发行利润过高；而调研的结论是必须改革中小学教材管理体制，从而从根本上降低教材价格，提高教材质量；具体对策，就是在教材出版和发行上打破行政垄断，引入竞争机制。
2001 年	国务院办公厅转发了体改办等部门《关于降低中小学教材价格深化教材管理体制改革的意见的通知》（下称《通知》）。这一文件除了要求在经济欠发达地区推广黑白版教材，禁止把教辅材料编入省级中小学教学用书目录，更重点强调教材出版发行要实行“招投标”，即在保证“课前到书，人手一册”的前提下，教材的出版发行由符合教材出版资质的出版发行机构通过竞标进行，引入新华书店以外的发行机构参与教材的发行。同时，《通知》明确规定了中小学教材的基准价，中小学教材价格应根据基准价及其浮动幅度，由出版发行机构

	竞标产生。
2002 年	安徽、重庆、福建三省市率先开展中小学教材发行招标投标改革试点。
2003 年	新一轮国务院机构改革后，国务院经济体制改革办公室撤销，有关职能司局并入发改委。教材招标投标试点工作国务院明确由国家发改委牵头，具体工作由发改委体改司负责，新闻出版总署和教育部参加。
2005 年	国务院批复同意三部委扩大教材招标投标试点，并明确了“试点工作最迟从 2006 年春季开始”的要求；从 2008 年秋季开始“面向全国进行”。
2006 年	试点地区扩大到 11 个省。招标人是试点地区的政府，招标项目是教材的印制权和供货权，投标人是有资质的出版单位和招标教材的原创单位。
2008 年	中小学教材出版发行招标投标在全国范围推行。

资料来源：东北证券整理

教材市场格局：梯队层次明显，市场集中度价高。

就目前而言，按照各家社的产品类型、教材学科种类以及市场占有率情况，我国中小学教材出版的主体力量基本上可以分为三大阵营：人民教育出版社、江苏教育出版社、北京师范大学出版社、湖南教育出版社、教育科学出版社等社教材学科齐全、市场占有率较高，属于中小学教材出版的一大方阵。西南师范大学出版社、华东师范大学出版社、开明出版社等出版社的学科种类基本为“主科”教材，市场占有率亦相当可观，属于该领域的又一方阵。而像语文出版社、星球地图出版社、人民美术出版社、人民音乐出版社、中国地图出版社等出版社基本上以单科品牌教材入市，但市场占有率可观，可划入另一方阵。

在基础教育教材领域，人教版新课标实验教材以超过 50% 的稳定市场选用率，成为众多教材版本中最具竞争力和可持续发展的主流教材之一。

1.2.1.4. 竞争格局

根据新闻出版总署的统计，江苏凤凰出版传媒集团总体经济规模评价最高，其次是湖南出版投资控股集团，分别对应上市公司凤凰传媒和中南传媒。

表 6 2010 年中国出版集团总体经济规模评价

1	江苏凤凰出版传媒集团
2	湖南出版投资控股集团
3	江西出版集团
4	浙江出版联合集团
5	山东出版集团
6	中原出版传媒投资控股集团
7	湖北长江出版传媒集团
8	安徽出版集团
9	中国出版集团
10	河北出版集团

资料来源：新闻出版总署、东北证券

表 7 2010 年中国发行集团纯销售排行

1	江苏新华发行集团
2	浙江新华发行集团

3	山东省新华书店集团
4	四川新华书店发行集团
5	河南省新华发行集团
6	湖南省新华书店集团
7	安徽新华发行集团
8	广东新华发行集团
9	江西新华发行集团
10	湖北省新华书店

资料来源：新闻出版总署、东北证券

1.3. 明天：行业整体发展前景分析

1.3.1. 政策引导集中度进一步加强，但是区域垄断的割据局面短时间内难以打破

经过上一轮的行业整合，我国出版发行行业已经基本形成了稳定格局，在政策方向和力度不变的情况下，我们认为目前这种区域垄断的地方割据局面还将维持一个较长时期，已有出版集团间的收购兼并很困难。民营出版目前整体规模都还很小，因此出版集团的整合主要考虑国有经营单位。整合的对象可能有两种：独立存在的出版社、其他地区的出版发行集团。剩余未整合的出版社基本都是大学出版社或者是国有机关附属出版社，背景过硬，盈利状况较好。跨地区收购别的出版发行集团，已经成功收购的案例中，只有凤凰收购海南是股权收购，其余基本都是战略合作，实质意义不大。本质上是由于各区域出版集团各自为政，传统业务基本以中小学教材教辅为核心利益，业务差异化不大，除了个别由于所在地区人口基数小、经济发展水平落后所以经营规模较小的出版发行集团之外，剩下的出版发行集团基本都在谋求上市，很难被收购。另外仍然存在非常市场化因素，需要审批、监管等政策方面制约，各地方出版发行集团本身就是地方政府的产业，与各地教育部门等有千丝万缕的联系，很多政策保护方面的因素。

1.3.2. 对民营资本的进一步开放

早在 2005 年，国务院出台的《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》中，就提到了引导非公有制资本进入文化产业；2010 年，《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》首次对于非公有资本如何参与新闻出版产业进行了详细表述，即引导和规范个体、私营资本投资组建的非公有制文化企业以内容提供、项目合作、作为国有出版企业一个部门等方式，有序参与科技、财经、教辅、音乐艺术、少儿读物等专业图书出版活动。

目前我国民营出版企业的限制主要在于不能申请书号资源，只能采取与国有出版企业合作经营或者直接购买的方式获取书号资源，但在图书发行方面，受到的法律规定方面的限制较少，未来随着文化体制改革进一步深入，民营资本有望获得更多的“松绑”。

1.3.3. 数字化转型是必然趋势

一方面，新媒体的蓬勃发展给传统的出版行业带来巨大冲击，移动互联网的发展和各种阅读终端的出现，更是已经使阅读与纸的关系不大；另一方面，传统的以教材教辅为核心的出版发行业务增长缓慢甚至有衰退的危险：这使得数字化转型成

为出版企业必须面对的压力。

但是,就目前的情况来看,我国出版企业的数字化转型可能是个漫长过程,主要原因有二:其一,还没有完善的盈利模式,到目前为止,国内大部分出版社还没有找到适合自己出版资源的数字出版形态,还没有开发出适合互联网需求的数字出版产品,还没有建立起自己的数字出版产品的销售渠道,没有实现赢利但是到目前为止,国内大部分出版社还没有找到适合自己出版资源的数字出版形态,还没有开发出适合互联网需求的数字出版产品,还没有建立起自己的数字出版产品的销售渠道,没有实现赢利;其二,对教材教辅业务的垄断经营没有打破,传统出版企业仍能维持目前盈利水平。

2. 公司分析: 积极谋求数字化转型的行业龙头

2.1. 护城河分析

中南传媒的护城河是中小学教材出版发行资质。

由于课前到书的要求,再加上地方保护,导致中小学租型的方式从计划经济时代延续下来,版权出版社仅能得到 3% 的收入,许多情况下,不同意租型的教材甚至不准进入本省市场。

中南传媒是湖南省义务教育教材政府采购的唯一供应商,在湖南省中小学教材市场上占据主导地位,是湖南省唯一负责全省中小学教材出版印制管理工作的单位,是省内外教材出版社中小学教材业务在湖南的总代理,同时也负责管理湘版教材向外省直供业务。

2.2. 主营业务及关键驱动因素分析

中南传媒主营业务按照行业分可以分为:出版、发行、报纸和新媒体、印刷、物资销售等 5 项,我们考虑到出版、发行业务是公司最核心的业务,用经营产品差异可以更好得描述和体现公司出版发行业务的业务结构和发展趋势,因此我们把出版发行业务拆分为教材教辅的出版发行业务和一般图书的出版发行业务。

由此,我们把中南传媒主营业务分为:教材教辅的出版和发行、一般图书的出版和发行、报纸和新媒体、印刷、物资销售四部分,并以此来分析公司业务增长前景。

2.2.1. 教材教辅的出版和发行

2.2.1.1. 教材教辅业务现状: 稳健增长, 毛利率稳定

中南传媒的教材教辅出版发行业务主要集中在湖南省内中小学教材教辅市场,业务经营范围包括自主开发教材(湘版教材)、教辅的出版发行、人教社等省外出版社教材的租型和发行。

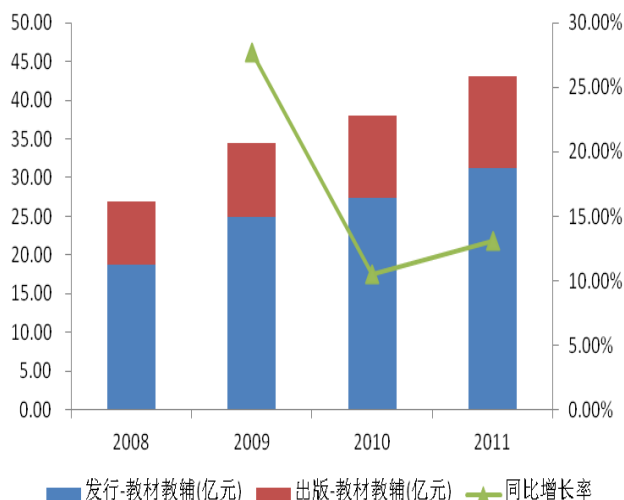
表 8 中南传媒教材教辅出版发行业务概况

	2008	2009	2010	2011
教材教辅发行业务营业收入(亿元)	18.77	24.93	27.43	31.26
教材教辅出版业务营业收入(亿元)	8.20	9.51	10.63	11.79
同比增长率		27.70%	10.51%	13.11%
教材教辅出版发行业务合计营业收入(亿元)	26.97	34.44	38.06	43.05

教材教辅发行业务毛利率	29.08%	32.96 %	32.92 %	34.88 %
教材教辅出版业务毛利率	29.04 %	26.73 %	27.58 %	25.85 %

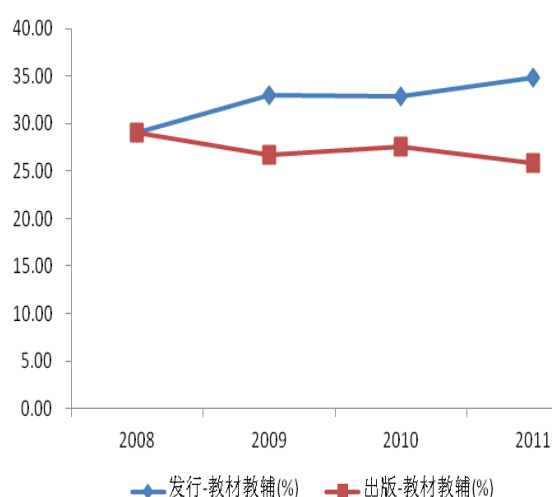
资料来源：公司公告、东北证券

图 1：中南传媒教材教辅出版发行业务收入情况



资料来源：公司公告、东北证券

图 2：中南传媒教材教辅出版发行业务毛利率



资料来源：公司公告、东北证券

在九年制义务教育类教材出版方面,中南传媒自主开发的 8 科 9 种 16 套“湘版”新课程标准实验教材通过教育部审定,除在湖南市场处于领先地位外,还成功打入全国 28 个省(市、区),尤其中小学历史、地理、美术、音乐等科目具有较强的竞争力。

2.2.1.2. 影响因素分析

湖南省中小学生人数止跌回升

中小学生人数是影响公司教材教辅业务最重要的因素之一,2007 年湖南省中小学生人数大幅下降 1.81%,此后开始逐渐好转,2010 年开始止跌回升,2011 年湖南省中小学生人数比 2010 年增加了 12.04 万人,同比增长 1.51%。中小学生人数重新回到上升的趋势为公司业绩持续增长提供了可靠保障。

表 9 2006-2011 年湖南省中小学生人数变化

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
人数(万人)	813.91	799.15	792.35	789.93	795.98	808.02
变动数	-	-14.76	-6.8	-2.42	6.05	12.04
变动率	-	-1.81%	-0.85%	-0.31%	0.77%	1.51%

资料来源：湖南省统计信息网、东北证券

“湘版教材”的省外扩张

子公司新教材公司专门负责中湘版图书在全国范围内的规模化推广和服务:2011 年实现净利润 2392 万元。目前新教材公司已经逐步建立了全国性的新课标教材推广服务网络,荣获“湖南省首批青年文化示范单位”,并被列入中宣部文化体制改革试点单位。中央电视台、人民日报、光明日报、经济日报、新华网、人民网、光明网、中国经济网、央视国际网等中央各大媒体相继对公司的典型经验做了重点

介绍。

“教辅新政”将带来行业变局，变局意味着机会。

2012 年初教育部等四部委发布《关于加强中小学教辅材料使用管理工作的通知》：核心思想是把同步教辅纳入教材的管理、发行体系。《通知》明确规定各地市教材选用委员会根据当地教育实际和教科书使用情况，按照教科书选用的程序，从本省教辅材料评议公告中，一个学科每个版本选择 1 套教辅材料推荐给本地区学校供学生选用。这对于有独立知识产权教材的出版公司来说，有利于将配套教辅随教材一起进入政府采购的发行体系，加强了自主教辅产品的排他性。

2.2.2. 一般图书的出版发行业务

2008-2011 年，公司一般图书的出版发行业务保持快速增长，2011 年，公司一般图书发行业务实现营业收入 7.08 亿元，出版业务实现营业收入 3.69 亿元，合计实现营业收入 10.77 亿元，同比增长 45.54%。

公司一般图书业务的增长主要来自销售渠道的扩展：一是农家书屋政府采购项目参与力度增加，公司 2011 年农家书屋项目增加营业收入 1.2 亿元，同比增长 286.42%；二是扩大对当当、京东、亚马逊等网络书店的图书销售，比上年增加营业收入 2231 万元，同比增长 109.54%。

一般图书业务未来几年的增长驱动因素主要有以下几点：农家书屋项目 2012 年将是湖南省招标规模最大的一次；网络书店销售规模基数小，仍然有很大增长空间；中小学馆配图书增长；自建渠道新教材公司也开始进行一般图书的推广和销售业务。

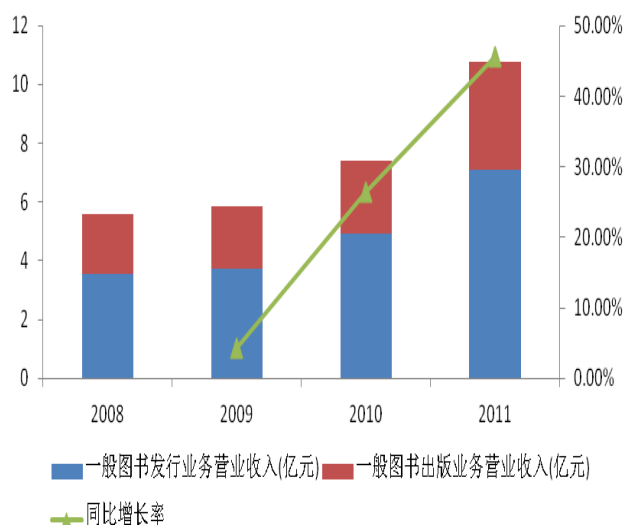
2011 年公司图书出版启动事业部制改革，出版潜能得以激发，我们预计中南传媒一般图书出版发行业务仍将保持较快的增长趋势，毛利率主要取决于纸张成本变化，2011 年已经是相对低点，2012 年有望逐步回升。

表格 10 中南传媒一般图书出版发行业务概况

	2008	2009	2010	2011
一般图书发行业务营业收入(亿元)	3.56	3.71	4.91	7.08
一般图书出版业务营业收入(亿元)	2.05	2.14	2.49	3.69
一般图书出版发行营业收入合计(亿元)	5.61	5.85	7.40	10.77
同比增长率	-	4.28%	26.50%	45.54%
一般图书发行业务毛利率	28.16 %	29.21 %	27.53 %	25.77 %
一般图书出版业务毛利率	43.07 %	41.59 %	42.28 %	34.79 %

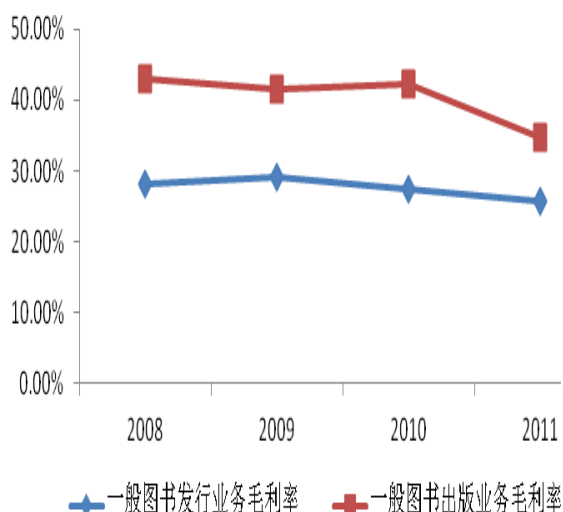
资料来源：公司公告、东北证券

图 3: 中南传媒一般图书出版发行业务收入情况



资料来源：公司公告、东北证券

图 4: 中南传媒一般图书出版发行业务毛利率



资料来源：公司公告、东北证券

2.2.3. 报纸与新媒体业务

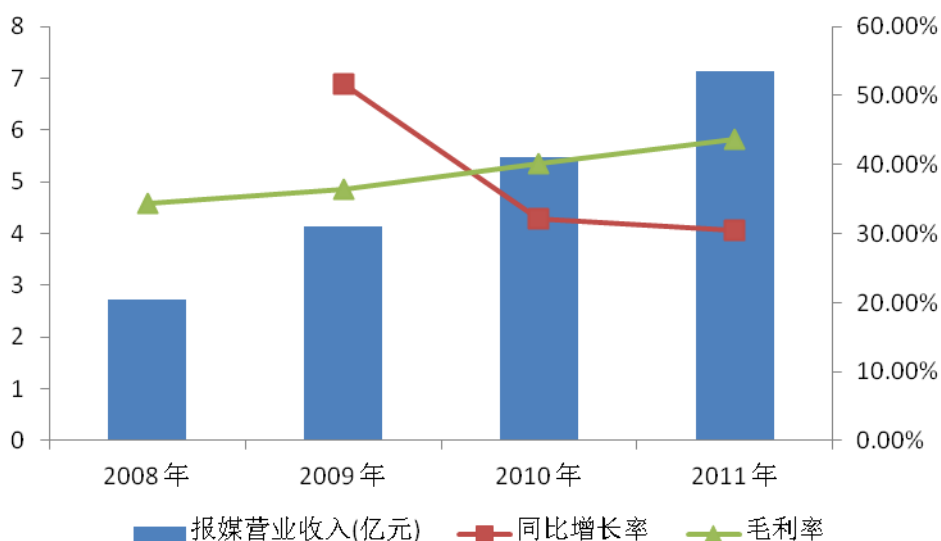
2011年，中南传媒报纸和新媒体业务实现营业收入7.14亿元，同比增长30.53%，毛利率从40.15%增长到43.61%。

表 11 中南传媒报纸与新媒体业务概况

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
报媒营业收入(亿元)	2.73	4.14	5.47	7.14
同比增长率	-	51.65%	32.13%	30.53%
毛利率	34.36%	36.35%	40.15%	43.61%

资料来源：公司公告、东北证券

图 5: 中南传媒报纸与新媒体业务营业收入增长与毛利率变化



资料来源：公司公告、东北证券

中南传媒报纸和新媒体业务主要包括以下几块业务：《潇湘晨报》、《快乐老人报》、《长株潭报》的发行和广告销售，湖南省重点新闻门户网站-红网的广告、增值业务，以电子新闻屏为依托的户外框架媒体业务，与华为合资成立的天闻数媒所经营的数字出版业务。

公司报纸新媒体业务最主要的收入来源是较为成熟的《潇湘晨报》的广告及发行业务，其余几项业务都是公司新拓展的收入来源，目前仍处于业务养成阶段：《快乐老人报》成立于 2009 年，《长株潭报》于 2011 年重组出刊，天闻数媒成立于 2008 年。

报纸广告整体受宏观经济形势影响很大，2011 年，公司报纸广告发布收入比上年同期增长 33.71%，2012 年随着对 GDP 增长速度预期的降低，预计广告行业收入增速也将放缓，但中南传媒地处中部地区，业务增长空间仍然较大，我们预计增速放缓的程度将低于东部沿海发达地区的同行。

表 12 中南传媒旗下报纸简介

	潇湘晨报	快乐老人报	长株潭报
创刊时间	2001 年 3 月	2009 年 9 月	原《湖南经济报》，2011 年 6 月重新发行
发行量	约为 60 万份	约为 74 万份	目标 10 万份
定位	综合类都市报	精准定位“快乐老人生活”的都市报	本土深度影响力
广告收入	2009 年 2.92 亿元	不详	不详
发行地区	覆盖湖南全省城镇	全国发行	株洲、湘潭和长沙
行业地位	发行量、广告量湖南第一	中国《AARP》	全国首家城市群平面媒体

资料来源：公司公告、公司网站、东北证券

天闻数媒依托中南传媒深厚的内容积淀及内容策划生产实力和华为雄厚的技术力量及遍布全球的运营商通道，以数字出版及数字内容全屏服务的开发与运营为主营业务，致力于打造一个技术领先、营销导向、产品有竞争力的数字资源出版与运营平台，成为面向全球华语市场的首屈一指的数字资源全屏营销传播运营服务商。

天闻数媒将成为中南传媒数字化转型的窗口，目前天闻数媒的数字出版业务已经全方位展开。

目前天闻数媒开发的电子书包签约进入首个实验区，将于年内在深圳龙岗试运行；大众阅读内容在全国出版集团中跃居中国移动阅读基地销售排名第二位，公司后续将深度接入联通、电信的阅读基地，积极开拓新的内容销售渠道；大众阅读平台 READ365 即将启动，面向大众阅读和行业阅读提供“云管端+内容”的全产业链解决方案；公司与腾讯合作的“大湘网”将于年内上线，“大湘网”是定位于地方生活的社区类网站，将于“红网”形成差异化经营，覆盖更广泛的人群。

天闻数媒目前仍未盈利，公司预计 2012 年底，正在运作的数字出版项目将全部实现商用，数字化转型是传统出版行业的必然方向，目前仍处于布局阶段，我们看好中南传媒的广泛布局，但短期内对公司业绩贡献不大。

2.2.4. 印刷业务

中南传媒的印刷业务主要是为公司各个出版社、潇湘晨报等单位提供印刷服务，对外销售的比例在 10%左右，主要是为进入湖南市场的图书出版发行商，《电脑报》、《国防时报》、《中国剪报》等报纸媒体，《特别关注》、《半月谈》等期刊杂

志，提供印刷服务。还有一部分业务是商印业务，为连锁超市印刷广告宣传单等。

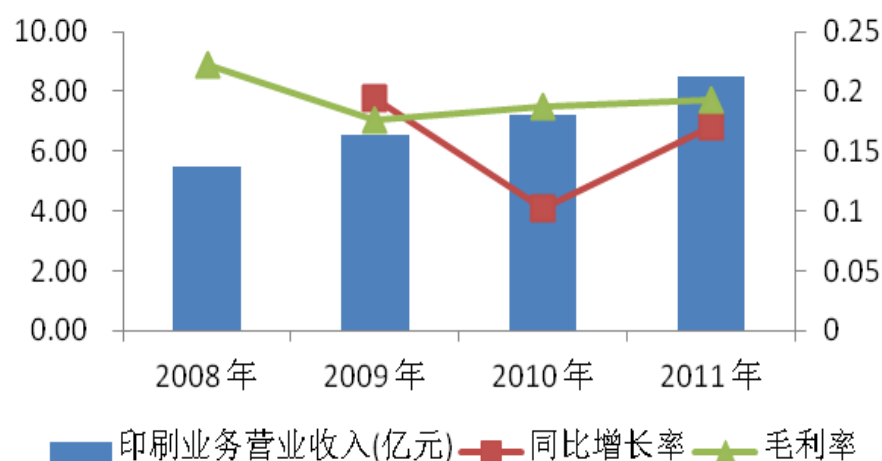
公司下属天闻印务是全国国有新华印刷企业中的龙头企业。2007 年，天闻印务前身湖南新华印刷集团有限责任公司被新闻出版总署评为出版物印制“署优产品”印刷企业银牌，被慧聪网评为“慧聪杯 2007 年中国印刷业 Top10”；2005~2009 年，天闻印务及其前身湖南新华印刷集团有限责任公司连续 5 年被中国印刷行业专业媒体服务机构科印传媒评为“中国印刷企业 100 强”。

表 13 中南传媒印刷业务概况

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
印刷业务营业收入(亿元)	5.50	6.57	7.24	8.48
同比增长率	-	19.45%	10.20%	17.13%
毛利率	22.29%	17.67%	18.74%	19.27%

资料来源：公司公告、东北证券

图 6: 中南传媒印刷业务营业收入增长与毛利率变化



资料来源：公司公告、东北证券

公司印刷业务 2011 年实现营业收入 8.48 亿元，同比增长 17.13%，毛利率小幅增加。我们预计印刷业务基本与公司出版发行业务增速保持一致，毛利率将基本保持稳定。

2.2.5. 物资业务

中南传媒印刷物资销售业务主要是销售纸张、印刷机械、器材、油墨、木浆、光电原材料(PC 料)等产品。除重点保障本公司系统内教材教辅、一般图书、报纸的纸张供应外，还积极向省内外市场拓展。湖南省印刷物资有限公司每年 3 月份在长沙定期举办召开“全国印刷包装机械及印刷材料展销会”，在湖南及周边地区具有较强影响力。

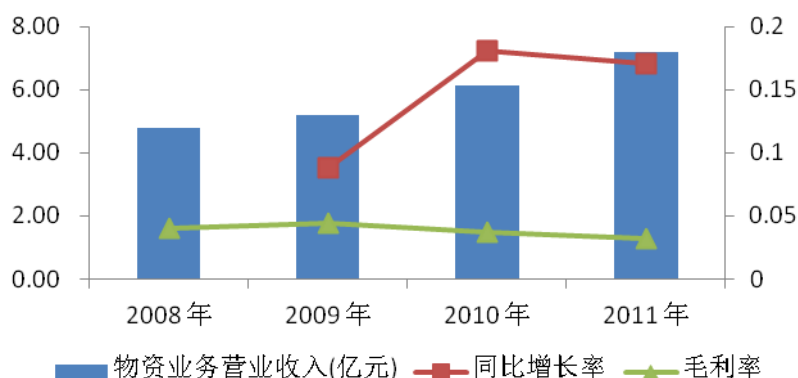
我们假设公司物资业务保持此前两年的平均增速，毛利率基本稳定。

表格 14 中南传媒物资销售业务概况

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
物资业务营业收入(亿元)	4.78	5.20	6.14	7.19
同比增长率		8.79%	18.08%	17.10%
毛利率	4.00%	4.41%	3.76%	3.18%

资料来源：公司公告、东北证券

图 7: 中南传媒物资销售业务营业收入增长与毛利率变化



资料来源：公司公告、东北证券

2.3. 同行业类比，为什么是中南传媒

从业务一致性的角度,我们选取凤凰传媒、出版传媒、中文传媒三家主营业务为“出版+发行”的上市公司与中南传媒进行综合分析。中南传媒有如下竞争优势:

- 中小學生人数最多、趋势最好
- 教材教辅业务占比高，稳定性强，改革利好
- 数字出版转型走在最前面
- 整体规模在前列，受政策青睐的企业，外延式发展有望

2.3.1. 股东背景

从股东背景来看，凤凰传媒所在的江苏省 GDP 规模最大，公共预算中教育支出最多，中南传媒所在的湖南省和出版传媒所属的辽宁省次之，中文传媒所在的江西省经济实力排在最后。但从所在省份的中小學生人数和增长前景来看，湖南省在校中小學生人数最多且增长趋势最好，其次是江苏省和江西省，辽宁省的在校中小學生人数最少且下滑趋势显著，这也与各公司近两年业绩表现基本匹配。

表 15 出版行业上市公司股东背景对比

	中南传媒	凤凰传媒	出版传媒	中文传媒
实际控制人	湖南省人民政府	江苏省人民政府	辽宁省人民政府	江西省人民政府
所在省份 2011 年 GDP 规模 (亿元)	19635.19	48604.3	22025.9	11583.8
所在省份 GDP 增速	12.80%	11.00%	12.10%	12.50%
所在省份 2011 年公共预算教育支出 (亿元)	521.6 亿元	1025.4 亿元, 同比增长 19.7%	534.4 亿元, 增长 29.4%	474.4 亿元, 同比增长 59.8%
所在省份中小學生人数	808.02 万人, 2009	749.4 万人, 高中和初	407.7 万人, 仍在下降	713.2 万人, 已经实现

年开始止跌回升 中在校生人数仍在下降趋势 正增长
滑,小学生人数开始回升

资料来源: 江苏统计网、湖南统计信息网、辽宁统计信息网、辽宁教育网、江西统计网, 东北证券

2.3.2. 总体规模

从总资产规模来看, 凤凰传媒和中南传媒均超过百亿元人民币, 其次是中文传媒; 营业收入规模最大的是中文传媒, 其次是凤凰传媒和中南传媒; 利润总额最高的是中南传媒, 其次是凤凰传媒和中文传媒; 出版传媒各项指标均与其他三家可比公司差距较大。

表 16 出版行业上市公司总体规模对比

	中南传媒	凤凰传媒	出版传媒	中文传媒
总股本(万股)	179600.00	254490.00	55091.47	56724.50
流通 A 股(万股)	39800.00	27995.00	55091.47	18750.00
营业总收入(亿元)	58.57	60.25	13.93	69.81
(+/-)	22.97%	11.44%	4.86%	122.95%
利润总额(亿元)	8.06	7.45	0.68	4.85
(+/-)	34.09%	11.34%	-48.01%	33.58%
资产总计(亿元)	108.93	123.54	24.11	75.86
(+/-)	11.96%	62.24%	4.09%	49.02%

资料来源: 公司公告、东北证券

2.3.3. 盈利能力: 毛利率、净利率、ROE、ROA

从盈利能力指标来看, 中南传媒和凤凰传媒较为优秀。中南传媒的销售毛利率和销售净利率最高, ROE 和 ROA 排名靠后但与同行业公司差距不大。

表 17 出版行业上市公司盈利能力对比

	中南传媒	凤凰传媒	出版传媒	中文传媒
净资产收益率(年化)(%)	10.87	11.85	4.20	13.39
总资产报酬率(年化)(%)	6.32	7.02	2.39	7.97
销售净利率(%)	13.77	12.32	4.89	6.92
销售毛利率(%)	39.57	39.14	22.97	18.37
销售期间费用率(%)	24.37	27.13	19.66	13.00

资料来源: 公司公告、东北证券

2.3.4. 业务结构

我们主要考察各上市公司出版发行业务中教材教辅和一般图书的收入利润结构。从收入来结构来看, 中南传媒教材教辅营业收入占比最高, 中文传媒最低; 从利润结构来看, 中文传媒教材教辅业务利润占比高达 77.74%, 其次是中南传媒 62.12%, 凤凰传媒和出版传媒最低。教材教辅业务占比较高的优点在于业务经营的稳定性和连续性较强, 缺点在于对单一业务依赖性强。

表 18 出版行业上市公司业务结构对比

	中南传媒	凤凰传媒	出版传媒	中文传媒
教材教辅业务营业收入占比	73.49%	34.72%	38.48%	28.15%
一般图书业务营业收入占比	18.40%	74.50%	41.46%	6.37%
教材教辅业务利润占比	62.12%	25.45%	36.85%	77.74%
一般图书业务利润占比	13.85%	65.12%	45.67%	10.12%

资料来源：公司公告、东北证券

2.3.5. 自主知识产权教材

四家公司中，仅中南传媒和凤凰传媒拥有自主知识产权教材。

表 19 出版行业上市公司自主知识产权教材对比

中南传媒	共拥有 8 科 9 种 16 套 “湘版” 新课程标准实验教材，全部通过教育部审定，除在湖南市场处于领先地位外，还成功打入全国 28 个省（市、区），尤其中小学历史、地理、美术、音乐等科目具有较强的竞争力。
凤凰传媒	我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（简称“课标教材”），是除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、数、外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 29 个省、自治区、直辖市（含江苏省）2,000 个以上县（区）超过 4,000 万学生在使用凤凰传媒下属出版社出版的教材，教材全年发行总册数超过 2 亿册，总码洋超过 13 亿元。
出版传媒	无自主知识产权教材
中文传媒	无自主知识产权教材

资料来源：公司公告、东北证券

2.3.6. 转型方向

从业务转型的角度来说，中南传媒和凤凰传媒是相对领先的。其中中南传媒的转型集中在数字出版方向，中文传媒和出版传媒的业务转型则暂未涉及这一领域。数字化转型是出版行业的大势所趋，虽然短期内仍处于投入期不会产生非常大的利润贡献，但传统出版企业布局数字化越早，将来受新媒体冲击也会越小，从这个角度来说我们看好中南传媒“吃螃蟹”的精神。

表 20 出版行业上市公司转型方向对比

中南传媒	数字出版业务全面进入商用：天闻数媒的电子书包业务；Read365 客户端将植入华为手机终端；潇湘晨报将于腾讯合作运营大湘网。
凤凰传媒	数字化转型，已公告并购项目 2 个：厦门创壹软件项目、杭州凤凰游侠网项目；成功开发凤凰版高中数字化教材，光盘销售超 500 万张，并初步建立凤凰教育网、学习网和学科网三大教育出版网站，同时还有“凤凰教育视讯”、无线应用程序、《董事会》杂志电子版、《凤凰动漫》和《少年文艺》等新媒体以及网游产业（控股游侠网）等项目。 文化 Mall 项目全部铺开，主要目的是满足“一站式”需求。
中文传媒	现代出版物流和文化商业经营将成两翼，增发项目包括：新华文化城、现代出版物流、环保包装印刷、印刷技术改造、《江西晨报》立体传播系统等项目。
出版传媒	跨区域收购整合（内蒙古新华发行集团和天津出版总社）。

资料来源：公司公告、东北证券

3. 盈利预测及投资建议

根据上文对公司各项业务增长前景的分析,我们预计中南传媒 2012-2014 年每股收益分别为 0.54 元、0.62 元、0.74 元,首次给予推荐评级。

表 21 出版行业上市公司估值对比

公司简称	证券代码	收盘价	EPS		PE	
		2012/5/21	2011A	2012E	2011A	2012E
中南传媒	601098.SH	10.63	0.45	0.54	23.8	19.8
凤凰传媒	601928.SH	8.86	0.29	0.39	30.4	23.0
中文传媒	600373.SH	16.08	0.85	0.96	18.9	16.7
出版传媒	601999.SH	7.94	0.12	0.21	64.7	37.1
时代出版	600551.SH	11.18	0.54	0.59	20.7	18.9
大地传媒	000719.SZ	11.81	0.33	0.32	36.2	36.4
皖新传媒	601801.SH	12.37	0.44	0.47	28.4	26.1
长江传媒	600757.SH	8.32	0.27	0.30	30.9	27.7

资料来源:同花顺、东北证券

4. 公司概况

4.1. 简介

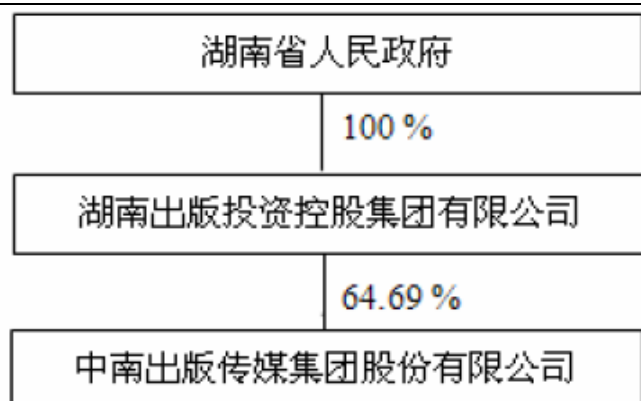
中南传媒由湖南出版集团整体改制重组而来,是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型综合性出版传媒产业集团,拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版业务产业链,业务经营范围涵盖图书、报纸、期刊、音像、电子、网络、动漫、手机报、数字报、框架媒体等多种介质。

中南传媒下属子(分)公司主要有 20 家:中南出版传媒集团股份有限公司湖南出版中心分公司、中南出版传媒集团股份有限公司湖南教育出版社分公司、湖南人民出版社有限责任公司、湖南文艺出版社有限责任公司、湖南岳麓书社有限责任公司、湖南科学技术出版社有限责任公司、湖南少年儿童出版社有限责任公司、湖南美术出版社有限责任公司、湖南电子音像出版社有限责任公司、湖南省印刷物资有限责任公司、湖南天闻新华印务有限公司、湖南潇湘晨报传媒经营有限公司、湖南省新华书店有限责任公司、湖南省新教材有限责任公司、湖南珈汇教育图书发行有限公司、湖南联合教育出版物发行有限公司、中广潇湘广告(北京)有限公司、湖南天闻动漫传媒有限公司、中南出版传媒集团北京涌思图书有限责任公司、天闻数媒科技(北京)有限公司。

4.2. 股权结构

公司的控股股东和实际控制人为湖南出版投资控股集团有限公司,湖南出版投资控股集团有限公司全部股权归湖南省人民政府持有。

图 8: 中南传媒股权结构



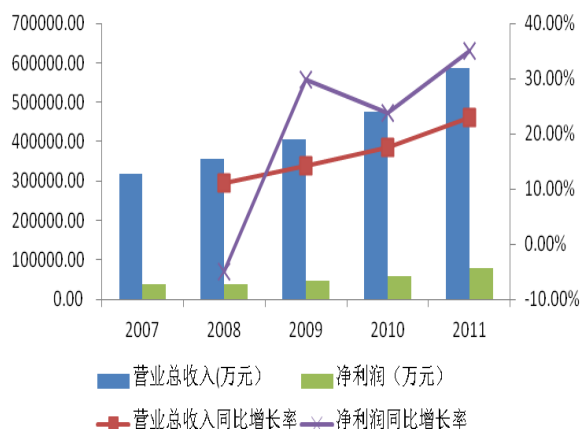
数据来源：公司公告、东北证券

4.3. 主要财务指标

2011 年，中南传媒实现营业总收入 58.57 亿元，同比增长 22.97%，实现净利润 8.02 亿元，同比增长 35.12%。2012 年 Q1 中南传媒实现营业总收入 14.18 亿元，同比增长 44.00%，实现净利润 1.86 亿元，同比增长 26.24%。

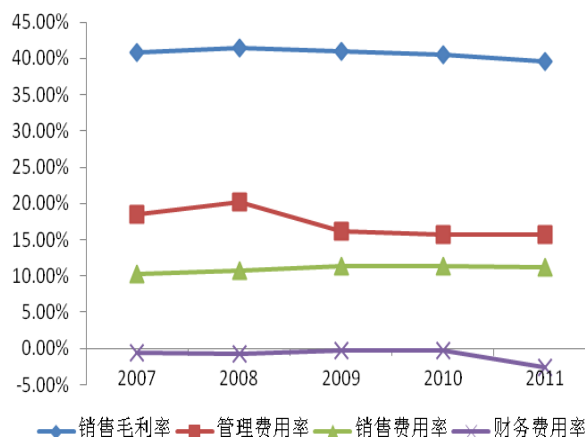
2008-2011 年，中南传媒营业收入和净利润年复合增长率分别为 16.35%、19.89%，毛利率从 40.90% 小幅下降至 39.57%，销售费用率从 10.21% 小幅上升至 11.27%，管理费用率随管理效率改善从 18.57% 下降至 15.69%，财务费用率由于 2010 年公司成功上市募集资金利息收入大幅增加从 -0.51% 大幅降低至 -2.60%。整体来说，公司毛利率和期间费用率指标基本稳定，反映了公司持续稳健的经营状态。

图 9: 2007-2011 年中南传媒营业收入及利润变化



数据来源：公司公告、东北证券

图 10: 2007-2011 年中南传媒毛利率和期间费率

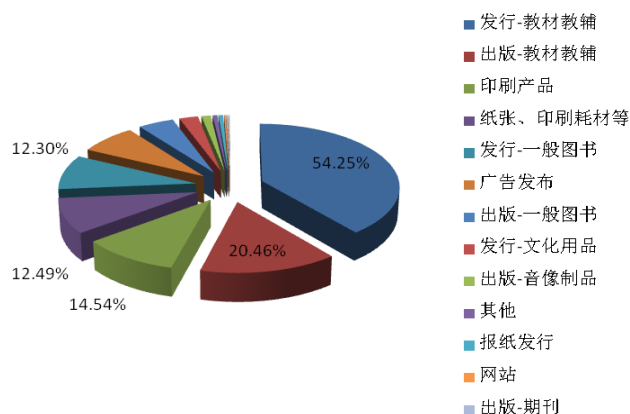


数据来源：公司公告、东北证券

4.4. 主营业务结构

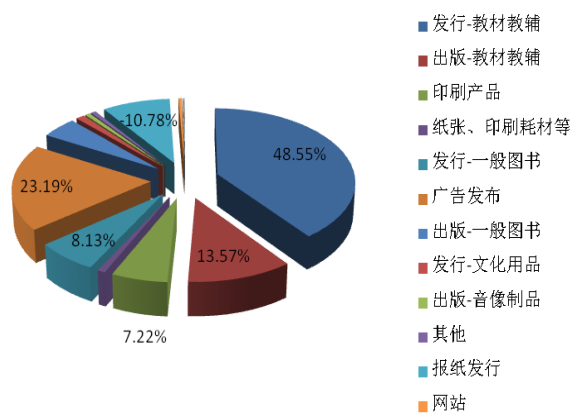
教材教辅的出版和发行业务是中南传媒主要收入来源，合计收入占比超过 70%。根据公司 2011 年年报，教材教辅出版业务收入和发行业务收入占总营业收入的比例分别为 20.46%、54.25%；教材教辅出版业务毛利和发行业务毛利占总毛利的比例分别为 48.55%、13.57%。

图 10: 中南传媒主营业务收入结构



数据来源: 公司公告、东北证券

图 11: 中南传媒主营业务利润结构



数据来源: 公司公告、东北证券

表 22 中南传媒 2011 年主营业务收入各产品细节

	营业收入(万元)	收入比例	营业成本(万元)	成本比例	利润比例	毛利率
发行-教材教辅	312552.70	54.25%	203534.50	57.89%	48.55%	34.88%
出版-教材教辅	117860.00	20.46%	87387.52	24.85%	13.57%	25.85%
印刷产品	83762.26	14.54%	67557.09	19.21%	7.22%	19.35%
纸张、印刷耗材等	71940.68	12.49%	69655.01	19.81%	1.02%	3.18%
发行-一般图书	70842.50	12.30%	52583.97	14.96%	8.13%	25.77%
广告发布	59720.75	10.37%	7643.46	2.17%	23.19%	87.20%
出版-一般图书	36894.58	6.40%	24058.76	6.84%	5.72%	34.79%
发行-文化用品	19319.79	3.35%	16209.89	4.61%	1.38%	16.10%
出版-音像制品	9544.48	1.66%	7662.15	2.18%	0.84%	19.72%
其他	4923.29	0.85%	3026.85	0.86%	0.84%	38.52%
报纸发行	4791.24	0.83%	29004.88	8.25%	-10.78%	-505.37%
网站	1715.88	0.30%	451.44	0.13%	0.56%	73.69%
出版-期刊	1069.69	0.19%	817.09	0.23%	0.11%	23.61%
防伪产品	1001.74	0.17%	875.59	0.25%	0.06%	12.59%
发行-音像制品	671.13	0.12%	530.66	0.15%	0.06%	20.93%
电子出版物	220.74	0.04%	120.00	0.03%	0.04%	45.64%
出版-其他	163.69	0.03%	48.93	0.01%	0.05%	70.11%
内部抵销	-220831	-38.33%	-219557	-62.44%	-0.57%	-

数据来源: 公司公告、东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	6,902	8,201	9,587	10,255	净利润	806	966	1,117	1,328
交易性金融资产	0	8,201	958,748	10,255	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	342	491	494	693	折旧及摊销	156	228	267	307
存货	976	1,403	1,463	2,037	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	301	0	0	0	财务费用	-15,204	-155	-170	-195
流动资产合计	8,776	10,769	11,814	13,869	投资损失	-11	-10	-10	-10
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	80	521	826	-100
长期投资净额	127	127	127	127	其他	0	30,073	50,073	0
固定资产	2,097	2,550	3,085	3,660	经营活动净现金流量	1,112	1,720	2,220	1,542
无形资产	747	728	707	688	投资活动净现金流量	-461	-374	-476	-518
商誉	5	2	2	3	融资活动净现金流量	-75	-48	-357	-356
非流动资产合计	2,117	2,323	2,592	2,863	企业自由现金流	787	880	1,564	818
资产总计	10,893	13,092	14,406	16,732					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	1,400	1,970	2,075	2,853		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	267	290	370	457	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.45	0.54	0.62	0.74
流动负债合计	2,911	4,483	4,968	6,255	每股净资产 (元)	4.30	4.64	5.06	5.59
长期借款	0	0	2	5	每股经营性现金流量 (元)	0.62	0.96	1.24	0.86
其他长期负债	45	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	90	0	0	0	营业收入增长率	23.0%	22.3%	22.2%	22.1%
负债合计	2,956	4,483	4,970	6,260	净利润增长率	35.1%	19.8%	15.6%	18.9%
归属于母公司股东权益合计	7,731	8,333	9,085	10,047	盈利能力指标				
少数股东权益	206	211	216	223	毛利率	39.6%	39.3%	38.6%	38.1%
负债和股东权益总计	10,893	13,027	14,271	16,530	净利率	13.7%	13.4%	12.7%	12.4%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	19	21	21	20
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	92	100	97	97
营业收入	5,857	7,165	8,756	10,691	偿债能力指标				
营业成本	3,539	4,349	5,373	6,619	资产负债率	27.1%	34.2%	34.5%	37.4%
营业税金及附加	67	82	101	123	流动比率	3.01	2.40	2.38	2.22
资产减值损失	73.98	65.33	69.66	67.49	速动比率	2.68	2.09	2.08	1.89
销售费用	660	808	987	1,205	费用率指标				
管理费用	919	1,111	1,340	1,604	销售费用率	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
财务费用	-152	-155	-170	-195	管理费用率	15.7%	15.5%	15.3%	15.0%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-2.6%	-2.2%	-1.9%	-1.8%
投资净收益	11	10	10	10	分红指标				
营业利润	760	916	1,067	1,278	分红比例				
营业外收支净额	46.36	50.00	50.00	50.00	股息收益率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
利润总额	806	966	1,117	1,328	估值指标				
所得税	0	0	0	0	P/E (倍)	23.80	19.86	17.18	14.45
净利润	806	966	1,117	1,328	P/B (倍)	2.47	2.29	2.10	1.90
归属于母公司净利润	802	961	1,111	1,321	P/S (倍)	3.26	2.66	2.18	1.79
少数股东损益	4	5	5	7	净资产收益率	10.4%	11.5%	12.2%	13.1%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760