

中南传媒（601098）

2010 年 10 月 15 日

合理价值区间 10.89-12.54 元

股本结构（预计发行后）

总股本（万股） 179600

流通 A 股（万股） 39800

B 股/H 股（万股） 0/0

主要估值指标

	2009	2010E	2011E
EPS（元）	0.27	0.33	0.45
增长率（%）	31.2	23.3	36.5

注：每股收益按全部摊薄后股本算。

多介质全流程的文化产业领军企业

中南传媒以独特的“多介质、全流程”为特点，业务涵盖除了广播和电视之外的几乎所有媒体形式，形成了“编、印、发、供、媒”的全流程产业链。公司品牌领先，业绩优异，是我国文化体制改革中率先崛起的代表，未来在数字出版和资源整合方面都不乏看点。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	14.2	14.2	15.8	16.3
净利润增长率（%）	31.2	23.3	36.5	18.9
综合毛利率（%）	41.0	40.2	39.9	39.7
每股收益（元）	0.27	0.33	0.45	0.53

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 17.96 亿股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **合理价值区间 10.89-12.54。**我们预测公司 2010~2012 年的 EPS 为 0.33 元、0.45 元和 0.53 元。目前 A 股可比出版发行业上市公司 2010、2011 年平均市盈率约为 40、35 倍。综合绝对估值与相对估值水平，我们认为公司合理价值区间在 10.89-12.54 元，对应 2010 年 PE 33-38 倍，2011 年 PE 为 24-28 倍。
- **文化产业领军企业。**中南传媒是全国第二大出版集团，公司以独特的“多介质、全流程”为特点，业务涵盖除了广播和电视之外的几乎所有媒体形式，并且形成了“编、印、发、供、媒”的全流程产业链。
- **业绩优异，增长稳定。**占公司总收入的 60%教材教辅业务受宏观经济波动影响小，保证业绩稳定的基础。一般图书业务历经多年积淀，实力强大。报业与网站均为地方龙头。出版、报媒、网络构筑多层次、影响力深远的华语传媒平台。
- **新媒体战略明确未来发展方向。**从早期的并购红网、创办名师网、启动手机报等业务开始，公司已经积极筹划向数字出版转型，公司目前获得国家新闻总署批准，启动了国家级数字出版基地计划，并计划与国际领先的技术企业合作，搭建国际化的数字出版平台。
- **文化传媒资源的整合平台。**公司募投项目所需资金共 18.5 亿元，实际募集金额预计在 40 亿元以上，为公司进行并购整合奠定了坚实基础。良禽择木而栖，以公司的影响力、规模优势和资本市场高 PE 的优势，未来有望通过积极的并购，打造跨地区、跨行业的巨型传媒集团。
- **主要不确定因素。**数字出版对传统纸媒冲击；电子商务对传统发行渠道冲击；教材出版与发行制度的政策风险。

互联网与传媒行业分析师

王茹远

SAC 执业证书编号：

S0850210040002

电话：010-58067935

Email: wangry@htsec.com

联系人

白洋

电话：021-23219646

Email: baiyang@htsec.com

目 录

1. “多介质，全流程”的大型出版传媒产业集团	4
1.1 股本结构	4
1.2 公司概况	4
2. 文化传媒行业稳健发展	5
2.1 文化传媒行业增长稳健，空间巨大	5
2.2 政策引领文化传媒行业发展	6
2.3 出版产业数字化转型带来出版业新增长	7
3. 主营业务分析	7
3.1 出版业务	8
3.2 发行业务	10
3.3 报纸与新媒体业务	10
3.4 印刷业务	13
3.5 印刷物质销售业务	13
4. 公司主要竞争优势	13
4.1 公司在行业内的竞争地位	13
4.2 “多介质+全流程”	14
4.3 拥有品牌优势、自主创新能力以及跨地域拓展能力	14
4.4 地处文化产业发达的湖南省	14
5. 财务分析	15
6. 募集资金投向分析	16
7. 盈利预测与估值分析	20
8. 主要不确定因素	22
财务报表分析和预测	23

图目录

图 1 中南传媒业务模式.....	5
图 2 2004-2010 年中国传媒产业规模及增长率	5
图 3 中外文化产业增加值占 GDP 比重对比	5
图 4 2007 年中国传统和数字出版产业收入规模增长比较	7
图 5 中国 2007-2009 数字出版产业整体收入规模及增长率	7
图 6 公司近三年主营业务收入（亿元）	7
图 7 公司主营业务收入构成	7
图 8 出版业务收入及其增长率	8
图 9 出版业务收入构成	8
图 10 截止 2009 年使用公司出版教材的省份数量	8
图 11 公司出版一般图书在各细分市场码洋占有率排名名次	9
图 12 发行业务收入及其增长率	10
图 13 发行业务收入构成	10
图 14 长沙主要报纸平均每期阅读率及读者规模	11
图 15 公司近三年营业收入和利润情况	15
图 16 公司近三年各项业务毛利率情况（%）	15
图 17 近三年公司毛利率与可比上市公司对比（%）	15
图 18 公司近三年销售费用率和管理费用率情况	15
图 19 “中南基础教育复合出版项目”业务总体示意图	17
图 20 “中南基础教育复合出版项目”成熟期盈利模式示意图	17
图 21 数字资源全屏服务平台示意图	18
图 22 2009 年 B2C 购物网站品牌认知率和转化率（%）	19
图 23 2010Q2 中国网购市场份额（自主销售式 B2C）	19

表目录

表 1 中南传媒 IPO 前后股权结构	4
表 2 文化领域 03 年至今主要政策一览.....	6
表 3 公司最近三年出版的一般图书主要获奖情况.....	9
表 4 从广告语的变化看《潇湘晨报》的发展.....	11
表 5 中国新闻网站 Top15 市场份额统计	12
表 6 红网传媒终端产品特点及其优势.....	13
表 7 公司在各领域内的竞争地位	14
表 8 中南传媒募集资金投向	16
表 9 时代出版定向增发募集资金投向	20
表 10 分业务收入和毛利预测	21
表 11 三阶段 DCF 模型敏感性分析（元）	22
表 12 A 股可比传媒公司相对估值	22

1. “多介质，全流程”的大型出版传媒产业集团

公司是由湖南出版集团进行整体改制重组，并联合旗下全资子公司盛力投资于2008年12月25日共同发起设立的股份有限公司。在改制重组中湖南出版集团的出资范围包括其出版、发行、印刷、印刷物资供应、报纸网络新媒体等相关主营业务资产。

中南传媒是全国第二大出版集团，在我国文化传媒企业中，公司是一家以“多介质、全流程”为特点的大型出版传媒骨干企业集团，业务涵盖除了广播和电视之外的几乎所有媒体形式，并且形成了“编、印、发、供、媒”的全流程产业链。

1.1 股本结构

公司本次发行股数3.98亿股，发行后总股本17.96亿股。本次发行股票占发行后股本总额的比例不超过22.16%。公司的控股股东为湖南出版投资控股集团有限公司，属于省管国有大型一类企业，其法定代表人为龚曙光先生。第三大股东湖南盛力投资有限责任公司是第一大股东湖南出版集团的全资子公司。另外，红马创业投资有限公司、华鸿财信创业投资有限公司、湘投高科技创业投资有限公司、深圳市达晨创业投资有限公司为改制过程中引进的四家战略投资者。

表 1 中南传媒 IPO 前后股权结构

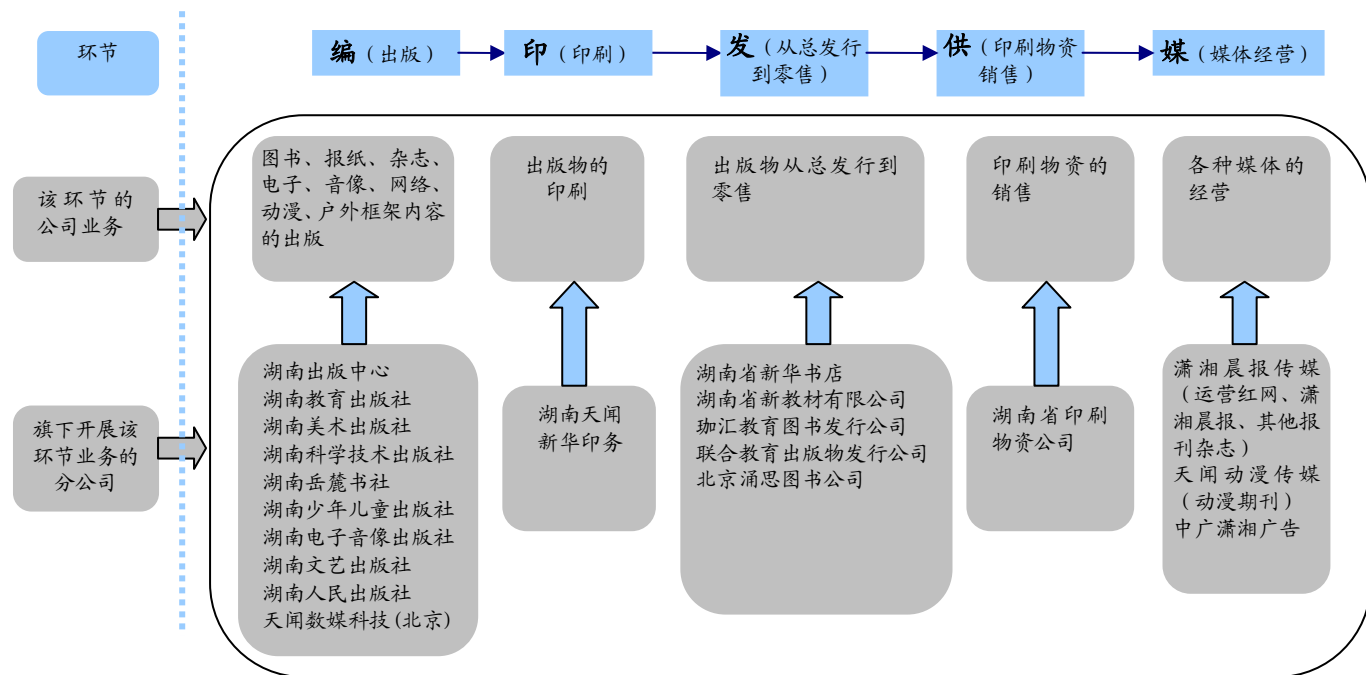
股东名称	发行前		发行后	
	股份数(万股)	持股比例(%)	股份数(万股)	持股比例(%)
湖南出版投资控股集团有限公司	114000	81.55	110379	61.46
湖南红马创业投资有限公司	6500	4.65	6500	3.62
湖南盛力投资有限责任公司	6000	4.29	5809	3.23
湖南华鸿财信创业投资有限公司	5000	3.58	5000	2.78
湖南湘投高科技创业投资公司	3000	2.14	2905	1.62
深圳市达晨创业投资有限公司	3000	2.14	3000	1.67
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	2300	1.65	2227	1.24
全国社保基金理事会	-	-	3980	2.22
本次发行	-	-	3980	22.16
合计	139800	100.00	179600	100.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

1.2 公司概况

公司以其拥有的8家出版社、1家报社、1个网站、11个杂志社以及新华书店集团、印务集团为依托，主要经营图书、报刊、音像制品、电子出版物、网络读物、框架媒体和其他媒体产品的编辑、出版、租型。在实现“编（出版）——印（印刷）——发（从总发行到零售）——供（印刷物资销售）——媒（媒体经营）”一体化完整产业链的同时，亦实现图书、报刊、电子音像和新媒体等多种介质的融合，打造传统媒体业务和新媒体业务为一体的综合传媒业务架构。

图 1 中南传媒业务模式



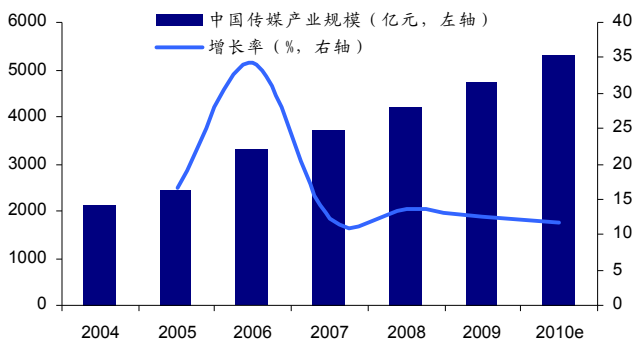
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

2. 文化传媒行业稳健发展

2.1 文化传媒行业增长稳健，空间巨大

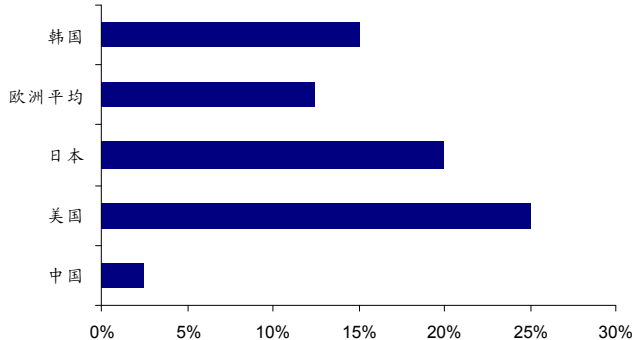
近年来，我国文化传媒行业发展稳健，约以每年 12% 的速率增长。但是与发达国家相比，2009 年我国文化产业增加值占 GDP 的比重只有 2.5%，远远低于发达国家水平（09 年美国该项比例为 25% 左右，日本为 20% 左右），可以看出我国文化传媒行业未来仍有很大的增长空间。

图 2 2004-2010 年中国传媒产业规模及增长率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

图 3 中外文化产业增加值占 GDP 比重对比



资料来源：Wind，海通证券研究所整理

2.2 政策引领文化传媒行业发展

从 2003 年 6 月我国进行文化体制改革以来，始终把“提高国家文化软实力，以文化产业发展加快推进经济增长方式转变”放在一个战略的高度，在这个战略的指引下，一方面发布一系列的规划政策来驱动文化体制改革，另一方面又出台较多的优惠政策予以支持。2009 年国务院出台《文化产业振兴规划》，将文化产业上升到国家战略支柱产业地位。文化体制的改革对于我国经济转型、内需促进都有重要意义，有望长期受到国家政策的支持。

表 2 文化领域 03 年至今主要政策一览

时间	政策文件名	文件主要内容
03 年 9 月	关于支持和促进文化产业发展的若干意见	推动国有经营性文化单位改革、逐步放宽市场准入政策、积极整合文化资源、扶持发展具有示范性、导向性的重点文化产业项目。
03 年 12 月	文化体制改革试点中支持文化产业发展的规定（试行）	设立文化产业发展专项资金、采取贴息、补助等方式，支持文化产业发展；对政府鼓励的新办的报业、出版、发行、广电、电影、放映、演艺等文化企业，免征 3 年的企业所得税；对报业、出版、发行、广播电视等文化集团，符合规定的可合并缴纳企业所得税。
05 年 3 月	关于文化体制改革试点中支持文化产业发展若干税收政策问题的通知	试点文化集团的核心企业对其成员企业 100% 投资控股的，经国家税务总局批准后可合并缴纳企业所得税、文化产品出口按照国家现行税法规定享受出口退（免）税政策、对在境外提供文化劳务取得的境外收入不征营业税，免征企业所得税。
05 年 4 月	关于非公有资本进入文化产业的若干决定	鼓励和支持非公有资本从事文化产品和服务出口业务、非公有资本可以投资参股下列领域国有文化企业：出版物印刷、发行，新闻出版单位的广告、发行，广播电台和电视台的音乐、科技、体育、娱乐方面的节目制作，电影制作发行放映，上述文化企业国有资本必须控股 51% 以上。
05 年 12 月	关于深化文化体制改革的若干意见	新闻媒体中的广告、印刷、发行、传输网络部分，可从事业体制中剥离出来，转制为企业，进行市场运作，为主业服务。
06 年 6 月	关于进一步支持文化事业发展的若干经济政策	继续实行税收优惠政策、继续实施促进电影事业发展的有关经济政策、继续增加对宣传文化事业的财政投入。
06 年 9 月	国家“十一五”时期文化发展规划纲要	分别对出版业、发行业、印刷复制业、数字内容和动漫产业提出了发展规划。朝培育大型的出版发行集团方向引导。
07 年 2 月	关于宣传文化所得税优惠政策的通知	过中国境内非营利性的社会团体、国家机关向科普单位的捐赠，符合规定的，在年度应纳税所得额的 10% 以内的部分，准予扣除。
08 年 10 月	关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和支持文化企业发展两个规定的通知	从资产管理、资产和土地处置、收入分配、社会保障、人员分流安置、财政税收、法人登记、工商管理等方面对文化体制改革和文化发展提供了强有力政策支持。
09 年 3 月	关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知	免征企业所得税的优惠政策延长 5 年，至 2013 年 12 月 31 日。
09 年 3 月	关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知	一是在文化产业支撑技术等领域内，依据相关规定认定的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。二是文化企业开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用，允许按国家税法规定，在计算应纳税所得额时加计扣除。
09 年 4 月	关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见	鼓励和支持拥有多家新闻出版单位的地方、中央部门和单位整合出版资源，组建出版传媒集团公司；积极支持条件成熟的出版传媒企业，特别是跨地区的出版传媒企业上市融资；在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。
09 年 9 月	文化产业振兴规划	出版业要推动产业结构调整和升级，加快从主要依赖传统纸质出版物向多种介质形态出版物的数字出版产业转型。出版物发行业要积极开展跨地区、跨行业、跨所有制经营，形成若干大型发行集团，提高整体实力和竞争力。
10 年 1 月	关于进一步推动新闻出版业发展的指导意见	提出新闻出版产业发展五大目标，新闻出版产业发展的四项主要措施：一是继续深化新闻出版体制改革，打造合格市场主体和骨干企业；二是运用高新技术促进产业升级，推进新闻出版产业发展方式转变和结构调整；三是完善现代市场体系，发挥市场在资源配置中的基础性作用；四是扩大投融资渠道，引导和规范各种非公有资本有序进入新闻出版产业。

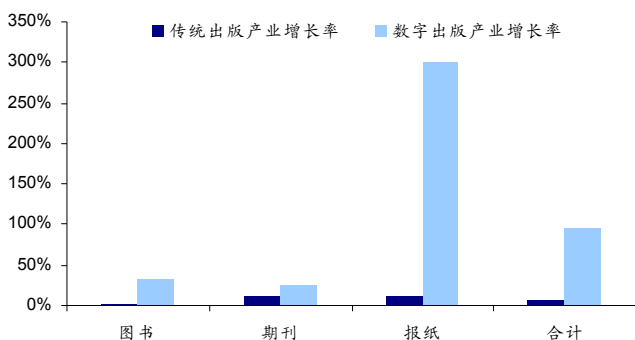
资料来源：海通证券研究所整理

2.3 出版产业数字化转型带来出版业新增长

截至 2009 年底，我国大部分出版集团已组建专门的数字出版运营机构，其数字出版战略及规划纷纷开始实施，中国出版业的数字化转型进入真正的快速上升阶段。可以预见，在高新技术的推动下，未来出版产业将会有更广阔的市场前景，并能催生出更多的市场机会。

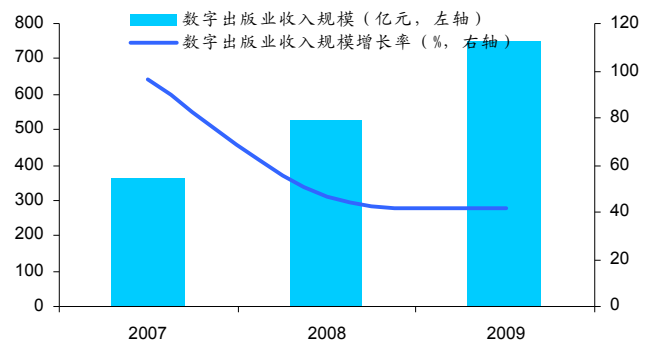
数字化信息技术在传统出版产业中的应用与发展，不仅带来了出版业运营模式、管理方式等革命性的变化，加速了传统出版业的升级；同时数字化信息技术使得文化产品的创造、传播和流通变得更加便利、快捷，文化内容更加丰富多彩、引人入胜。数字化转型为现今出版业的发展拓展了前所未有的新空间，成为出版产业中新的增长点。

图 4 2007 年中国传统和数字出版产业收入增长率比较（%）



资料来源：2007-2008 中国数字出版产业年度报告，海通证券研究所整理

图 5 中国 2007-2009 数字出版产业整体收入规模及增长率

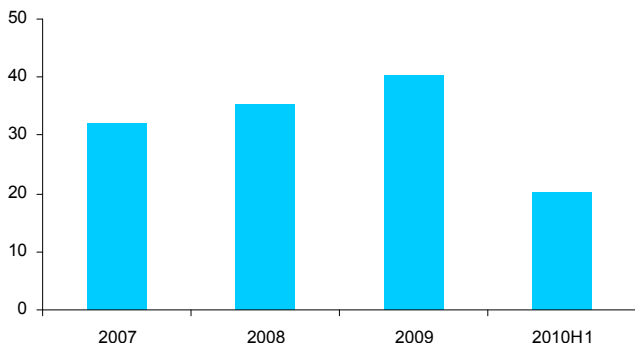


资料来源：新闻出版总署，海通证券研究所整理

3. 主营业务分析

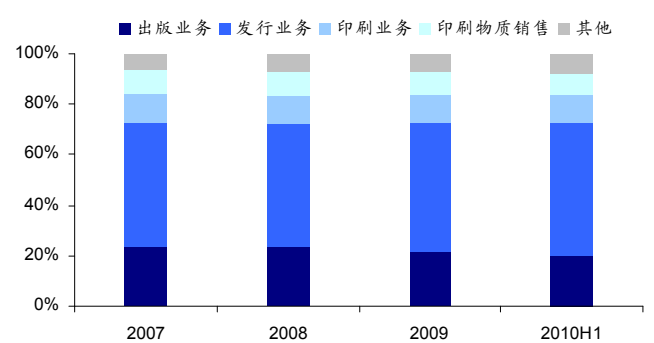
作为全国第二大出版集团，公司 2009 年营业收入 40.5 亿元，净利润 4.9 亿元。公司的营业收入增长比较稳定，2007 至 2009 年营业收入年均复合增长率为 12.6%。公司主营业务包括出版业务、发行业务、报纸与新媒体业务、印刷业务和印刷物质销售业务。

图 6 公司近三年主营业务收入（亿元）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

图 7 公司主营业务收入构成



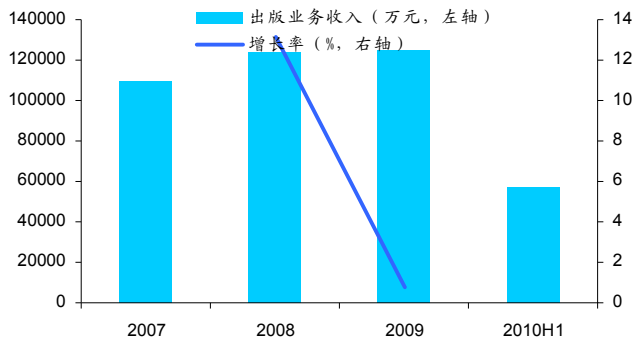
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

在公司所有五项业务中，出版和发行业务比重较高，2009 年出版和发行两项业务总和占主营业务收入的比例达到 72.5%。

3.1 出版业务

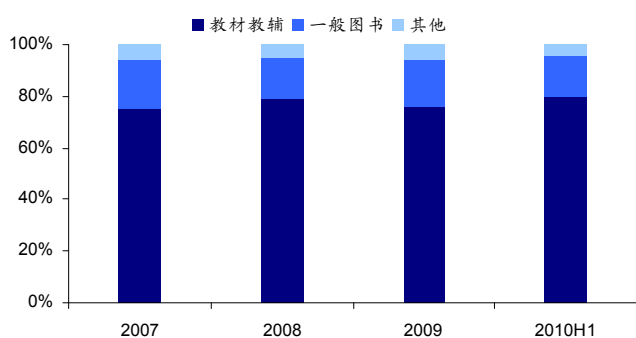
公司的出版业务内容包括教材教辅、一般图书、电子出版物、期刊和音像制品的出版。其中教材教辅的出版占出版业务收入的绝大部分。

图 8 出版业务收入及其增长率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

图 9 出版业务收入构成



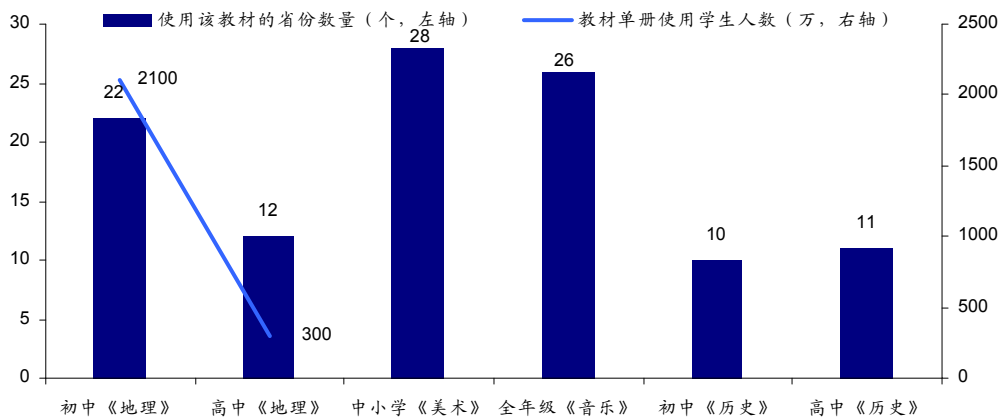
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

教材教辅出版

教材出版方面，公司不仅作为湖南省义务教育教材政府采购的唯一供应商在湖南中小学教材市场上居主导地位，还在全国其他多个省份的教材市场中拥有较高的市场份额。

公司自主开发的 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、音乐等科目具有比较强的竞争力。其中有 28 个省使用公司出版的中小学《美术》教材，26 个省使用公司出版的《音乐》教材。不仅如此，公司还积极开拓了台湾市场，2009 年公司与台湾九章出版社就湘教版义务教育课程标准实验教科书《数学》（七~九年级）的全部中文繁体字版权输出达成协议，将这套数学教材输出到台湾，成为首家将大陆正在使用的义务教育数学教科书输出到台湾的出版集团。

图 10 截止 2009 年使用公司出版教材的省份数量



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

公司出版的教辅为针对湘版新课标教材相配套的教辅，比较有影响的教辅品种包括：《新课标基础训练（小学至高中）》、《单元测试卷（小学、初中）》、《新课标实验探究指导（初中）》等。目前公司尚未在外省大规模销售教辅材料。

公司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。公司下属出版中心分公司不仅与人民教育出版社、教育科学出版社等系统外出版单位签订了湖南省独家租型代理协议,负责其教材在湖南省的印制和发行;同时还负责公司下属出版社的省外直供教材的出版印制业务。2009 年秋课,出版中心分公司共出版印制供应本省的人教版教材 128 种 2776 万册,外版教材 76 种 1869 万册;印制供应外省的教材 60 种 1269 万册。

一般图书出版

公司出版的一般图书包括文学类、艺术类、医卫和科普类以及少儿读物类图书。在各个门类的图书出版方面都开创了不错的成绩,且在各个类别都涌现出了比较有影响的畅销书籍。公司凭借地方特色,出版了极富地方特色的古籍文学类图书,畅销十多年的医学类图书,还因出版众多畅销艺术音乐类图书成为中国最大的音乐图书出版基地之一,且形成了以“新开心作文”、“儿童绘本”、“儿童文学”、“青春文学”为代表的儿童读物品牌,并开创了少儿读物三大优势板块:未成年人思想品德读物、古典启蒙读物、少儿动漫读物。

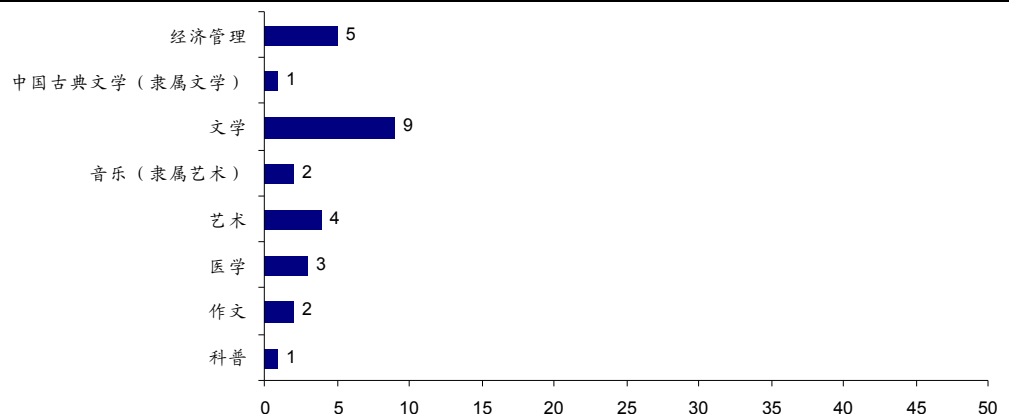
表 3 公司最近三年出版的一般图书主要获奖情况

年份	获奖情况
2007 年	1、《机器》、《哈军工传》等荣获中宣部第十届“五个一工程”文艺图书奖 2、《红辣椒评论》荣获“第十七届中国新闻奖”一等奖 3、《中国地学思想史》等 4 种图书入选全国首届“三个一百”原创图书 4、《官运》荣获 2007 年全国书刊行业优秀畅销书奖
2008 年	1、首届中国出版政府奖 《湖南药物志》、《机器》、《张庚文录》获首届中国出版政府奖-图书奖,《中国抗日战争图鉴》、《中国文学编年史》、《中医学思想史》、《魏源全集》、《禾下乘凉梦——袁隆平传》获首届中国出版政府奖-提名奖,《猿山》获首届中国出版政府奖-印制复制奖提名奖,《格林童话全集》获首届中国出版政府奖装帧设计奖提名奖 2、第二届中华优秀出版物奖 《地学思想史》、《中国民间美术观念》、《中国航空史(第二版)》、《里耶发掘报告》、《和谐中国》获优秀图书奖,《聆听经典》系列获音像奖
2009 年	中宣部第十一届“五个一工程奖”:《命运》、《神七纪实》

资料来源:上市公司披露信息、海通证券研究所整理

公司出版的一般图书在各细分市场码洋占有率排名如下:

图 11 公司出版一般图书在各细分市场码洋占有率排名名次

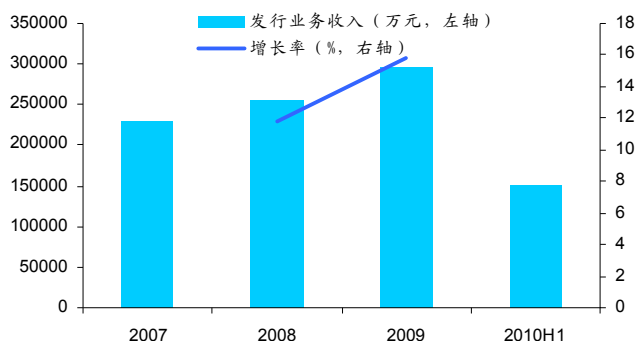


资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

3.2 发行业务

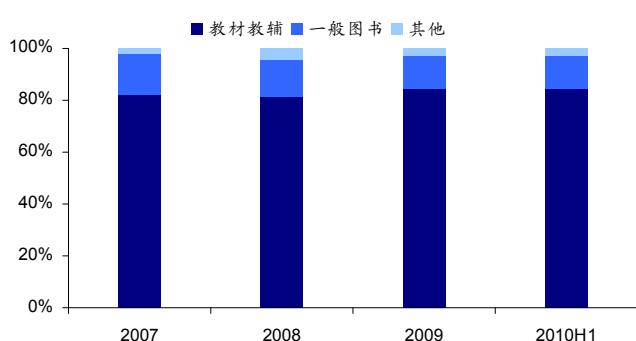
公司具有出版物的总发行、批发、零售、连锁经营的业务资质。主要从事中小教材、一般图书、电子出版物音像制品等出版物的批发、零售，是湖南省最重要的中小学教材和一般图书发行单位。在发行业务收入构成中，教材教辅的发行收入占发行业务总收入的绝大部分。

图 12 发行业务收入及其增长率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

图 13 发行业务收入构成



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

凭借经验、资金和渠道等方面的优势，公司长期在湖南省中小学教材发行业务中占据绝对主导地位。2009 和 2010 年度取得湖南省义务教育免费教材的“单一来源采购”供应商资格，成为 2009 和 2010 年度湖南省义务教育免费教材的独家发行商。

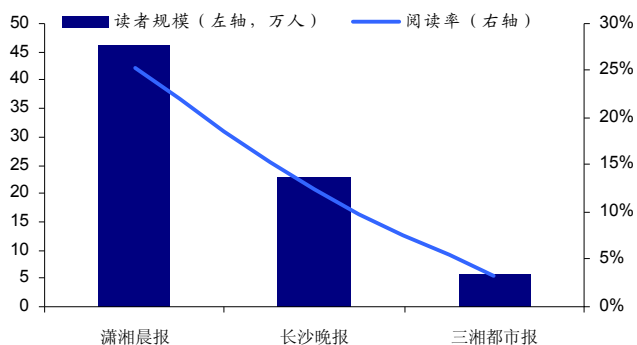
在图书连锁零售渠道网络方面，公司的湖南省新华书店在省内拥有绝对区位优势，有遍布湖南省 14 个省辖市（州）及其县、镇（乡）三级分销网络，包括 14 个市（州）分公司、86 个县（市）分公司，门店 224 处，是湖南省唯一覆盖全省的图书销售网络。

3.3 报纸与新媒体业务

报纸业务

公司经营的报纸业务为《潇湘晨报》。《潇湘晨报》成立于 2001 年 3 月，当时湖南报业一直是处在《湖南日报》、《三湘都市报》、《长沙晚报》三足鼎立的状态，而《潇湘晨报》的加入立即引发了湖南报业惨烈的战争。很快，拥有优秀的采编经营队、强势推广策略的《潇湘晨报》就成为湖南省第一大报，并确立不可撼动的优势，2009 年发行覆盖湖南全省 14 个州市，发行份数达到 1.4 亿份。根据 2009 年央视市场研究全国都市类报纸读者调查报告，《潇湘晨报》在长沙的读者规模 46 万人，平均每期阅读率达到 25.4%，是《长沙晚报》的 2.03 倍，是《三湘都市报》的 7.94 倍，而在株洲、湘潭、常德、岳阳、衡阳等地，《潇湘晨报》也遥遥领先于当地媒体。目前，潇湘晨报系拥有包括 2 报、12 刊、1 网、1 框架、1 手机报、1 数字报在内的传媒序列，已经初步形成一个多介质的现代品牌报系和综合传播平台。

图 14 长沙主要报纸平均每期阅读率及读者规模



资料来源：CNRS 2009.10

表 4 从广告语的变化看《潇湘晨报》的发展

年份	广告语
2001	早餐吃了吗，晨报读了吗？
2002	潇湘晨报 更早更好
2003	影响无处不在 权威只在人心
2004	影响有影响力的人群
2005 至今	影响湖南

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

从行业整体来看，纸质媒体受数字化的冲击，长期的衰退是一个趋势，但我国的报业环境与西方仍有很大不同。西方报业中，信息类广告占比接近 50%，受互联网影响很大，因为报纸上信息类的广告远不如互联网方便，且无法搜索。而中国报业收入主要来自工商类广告（品牌展示类），相对受影响较小。此外，中国的报纸一直属于政策保护行业，外资、民营不能进入，事实上给体制内的个体创造了更多的调整空间。

《潇湘晨报》就是在这样的机会下，从长沙向整个湖南延伸，从单一的报纸向期刊、网络延伸，由于影响力的扩大，其广告刊例价也逐年提高，2009 年共实现广告收入 2.92 亿元，超过第二名《长沙晚报》一倍以上。未来，虽然京沪穗等中心城市报纸市场已显饱和，但二、三线城市的报纸市场还有一定空间，特别是经济活跃的中小城市，还有相当大的市场潜力。

公司的潇湘晨报系影响力不断扩大，除了带来报系本身广告收入的增加外，对公司的出版发行业务也有较大的协同效应。一方面，公司在出版发行的宣传方面，可以方便的借助潇湘晨报系的天然资源，另一方面，公司优秀的新闻作品也会通过电子资源、杂志甚至编撰成书籍出售，实现产品的多次盈利。

互联网业务

公司经营的互联网业务是“红网”网站（<http://www.rednet.cn>）。湖南红网成立于 2001 年，在地方新闻网站中堪称第一品牌，是继湖南日报、湖南电台、湖南电视台之后的湖南省级一类重点新闻单位，湖南省的第四媒体。作为一个官方媒体，红网是国内重点新闻网站中唯一一个率先并连续七年实现赢利的新闻网站。

除新闻采编发布外，红网还可以从事第一类增值电信业务中的因特网数据中心业务、第二类增值电信业务中的信息服务业务（不含固定网电话信息服务）、计算机软硬件开发等业务。其一直致力于发展基于 3G 的无线增值业务、网络电视、网络技术服务、电子商务、网络游戏等业务，形成完整赢利模式，成为一个以湖南新闻门户网为旗帜的综合性网络服务平台。

表 5 中国新闻网站 Top15 市场份额统计

排名	网站名称	人气值	市场份额	上一期份额	涨跌
1	腾讯新闻	259.44	23.18%	18.56%	↑4.62%
2	新浪新闻	117.92	10.53%	10.39%	↑0.14%
3	新华网	113.09	10.10%	12.23%	↓2.13%
4	搜狐新闻	100.76	9%	9.57%	↓0.58%
5	人民网	84.43	7.54%	7.97%	↓0.43%
6	中新网	54.04	4.82%	5.41%	↓0.59%
7	网易新闻	52.19	4.66%	4.46%	↑0.19%
8	中国网	36.93	3.30%	4.03%	↓0.74%
9	百度新闻	26.01	2.32%	1.98%	↑0.33%
10	国际在线	21.65	1.93%	1.92%	↑0.01%
11	东方网	20.58	1.83%	2.08%	↓0.25%
12	红网	20.13	1.79%	1.35%	↑0.44%
13	千龙新闻网	18.19	1.62%	2.08%	↓0.47%
14	青岛新闻网	15.2	1.35%	1.56%	↓0.21%
15	深圳新闻网	14.41	1.28%	1.38%	↓0.1%

资料来源：中国互联网指数（CIIIS）2010.4，海通证券研究所整理

红网的成功是互联网与传统媒体结合双赢的最好写照。在 2005 年 10 月前，红网并没有传统媒体作为后盾，《潇湘晨报》也没有自己的网站，对报社而言，缺乏网站无疑会丢失许多新锐读者，报纸也会只有传播而没有互动；对红网而言，许多新闻资源、广告资源得不到有效利用，资金投入也得不到保证。整合可以使两者资源互通、优势互补、各自得到最快的发展。而从目前的效果来看，整合的意义还远不止这些，红网不是简单的《潇湘晨报》的电子版，其“红辣椒评论”论坛的流量占到 30% 以上，而红网新闻页面所占的流量只有 14%，《潇湘晨报》大概有 15% 左右的新闻来自于红网和湖南其他网络。另外，红网与《潇湘晨报》联合推出“网上冲印”、“快乐购”等项目，充分利用网络与物流配送的优势。

2006 年 3 月，《潇湘晨报》、红网与湖南移动公司共同主办的《湖南手机报》正式开通，是湖南第一家省级手机报。2006 年 5 月，《潇湘晨报》、红网和湖南联通公司共同打造的《潇湘手机报》正式开通。《潇湘手机报》被称为“形态最丰富、访问速度最快、功能最强大”的手机报。

2010 年 7 月，红网与拓维信息全资子公司北京创时信和共同出资设立北京掌上红网。注册资本 3000 万，其中红网以现金方式出资 1530 万元，占 51%。合资公司的设立有利于利用湖南红网在媒体资讯方面的优势和拓维在无线增值服务方面的运营经验，以红网现有无线业务为起点，以无线互联网增值业务为核心业务，共同打造“掌上红网”品牌。发展数字出版等新技术新媒体项目，开发例如地方彩信手机报、地方手机门户等产品（有关情况见 7 月 12 日报告《拓维信息（002261）公告点评：关于出资设立北京掌上红网信息传播股份有限公司》）。

户外框架媒体业务

公司经营的户外框架业务具体为红网传媒终端。目前，红网传媒终端在长沙市拥有约 1000 块电子显示屏，在长沙、株洲、益阳、宁乡四市共拥有 1500 余台显示终端机。主要的业务功能是以电子新闻屏为依托，提供一个方便、快捷的政务公开与信息查询的工具。主要的产品有两款：一是政府公共咨询互动框架网，二是政府公共资讯框架网。

表 6 红网传媒终端产品特点及其优势

终端机的功能	方便、快捷的政务公开与各种信息查询的工具
技术优势	1、 享有专利技术，能记录客户广告投放点击次数，便于客户调研分析 2、 能将网络联动与触摸查询功能有机结合，通过网络远程遥控，进行内容实时更新及重大新闻随时插播等
两款产品及其特点	1、 互动框架网：分上下两屏，上屏为带有触摸功能的液晶电脑，可触摸查询政府政务信息、公共信息、行业信息、城市黄页以及与衣食住行、消费娱乐有关的各类生活资讯；下屏为高清液晶平面媒体，主要用于发布广告 2、 框架网：即互动框架网下屏的独立形态，是红网传媒为满足市场需求而推出的独立产品形态
较其他框架媒体竞争优势	独特的咨询内容，包括有权威的新闻、政府政务讯息、公共信息、行业信息、城市黄页以及与衣食住行、消费娱乐有关的各类生活资讯
覆盖区域	长沙市各商务场所，又进驻了部分政府机关和公共服务机构大厅以及银行、医院、学校等企事业单位
拥有终端显示屏数量	长沙 1000 块，株洲、益阳、宁乡共 500 块。

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

3.4 印刷业务

公司的印刷业务主要是为公司各出版社、潇湘晨报社等单位提供印刷服务。2009 年印刷业务对外销售比例为 12.38%，客户包括进入湖南市场的图书发行商和一些报纸期刊媒体以及一些大中型连锁超市企业的直邮广告单印制和票据印刷业务等。

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“慧聪网 2007 年中国印刷业 Top10”。

3.5 印刷物资销售业务

公司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。

4. 公司主要竞争优势

政府 09 年 4 月出台文件指示：“在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。”并引导我国出版传媒业朝专业化、规模化方向房展，鼓励跨省跨区域整合，同时给予相应的优惠政策支持，以期打破我国出版发行业格局分散、条块分割明显的现状。2008 年全国共有出版社 579 家，其中中央级出版社 220 家，地方出版社 359 家。经过整合，目前全国形成了以 29 家综合出版集团公司为主体和分散单一出版社并存的竞争格局。公司作为地方综合出版集团的成员，在政策上受优待的同时还具备着自身的一些竞争优势。

4.1 公司在行业内的竞争地位

公司通过多年的积淀，已成为湖南省内绝对领先的出版传媒集团，在全国范围来看，公司在出版、发行、媒体经营等方面也都处在领先的位置。

表 7 公司在各领域内的竞争地位

整体实力	行业地位	1. 2006 年，据新闻出版总署图书司课题组发布的《谁是 2006 中国书业领跑者》，按照图书发货码洋统计，本公司主发起人湖南出版集团位居 第 3 位 2. 2008 年 2 月，在《光明日报》社和《经济日报》社联合举办的“首届全国文化企业 30 强”推荐活动中，本公司主发起人湖南出版集团位居出版发行类 第 3 位 3. 在 2009 年全国首次经营性出版单位等级评估中，发行人下属的 5 家出版单位入选全国 100 家一级出版社，入选数量在全国地方出版集团中位居 第 2 位 4. 2009 年 8 月，主发起人湖南出版集团被中宣部、文化部等主管部门评为“全国文化体制改革先进企业”
出版	教材教辅、一般图书、电子出版物音像制品	1. 除湖南本省外，湖南教育出版社自主开发的“湘版教材”行销全国 28 个省（市、区）市场 2. 担任人民教育出版社等省外出版社中小学教材在湖南省的 独家代理 3. 中国古典文学码洋占有率在全国古典名著类细分市场排名 第一 4. 科普图书码洋占有率在全国科普图书细分市场排名 第一
发行	教材发行，图书批发、零售	1. 湖南 最大 的图书发行商 2. 湖南省中小学免费教材“政府 单一 来源采购”供应商
媒体经营	报刊发行、报纸广告、互联网广告、户外广告发布	1. 湖南 第一大 报《潇湘晨报》 2. 网站“红网”
印刷	印刷	湖南 最大 的书刊印刷企业

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

4.2 “多介质+全流程”

公司业务包括图书、报纸、期刊、电子音像、手机媒体、户外框架媒体等多种介质形式。围绕传媒产业实现多介质经营，可以较好的分散风险，同时也可以充分利用内容资源，比如同一选题既可以纸质报纸出版又可以数字化出版，还可以积累众多的多方资源，获得整合优势，进行更深和更广的开发。

公司业务贯穿图书出版到销售的各个环节，涉及到编印发供媒整个产业链条，不仅可以实现出版产业上下游间的无缝连接，减少中间环节，降低交易成本，减少内耗，还可以帮助提高管理效率，提高产业链的反应效率，进而增强整个链条的竞争力，最终使得链条的各个环节的盈利能力提高成为可能。

4.3 拥有品牌优势、自主创新能力以及跨地域拓展能力

公司经过数年的辛勤经营，创立并保持了六大全国知名品牌：公司下属相关出版社的“湘版教材”等教育类图书；湖南文艺出版社的音乐图书；岳麓书社的古典名著；湖南科学技术出版社的医卫图书、科普图书；湖南少年儿童出版社以“开心作文”为代表的作文图书。同时公司还成功将自主开发的湘版新课标教材打入全国 28 个省，甚至将《数学》教材输出到台湾地区。

4.4 地处文化产业发达的湖南省

湖南省历来是文化强省，湖南文化产业对全省经济增长的贡献率为 6.5%，拉动 GDP 增长 0.9 个百分点，且连续 5 年保持 20% 以上的增速。不仅如此，根据湖南省统计局统计数据，湖南文化产业占 GDP 的比重由 2000 年的 2.4%，提高到 2008 年的 5.1%，是全国五个文化产业占 GDP 比重超过 5% 的省份之一，在中部地区排名第一。

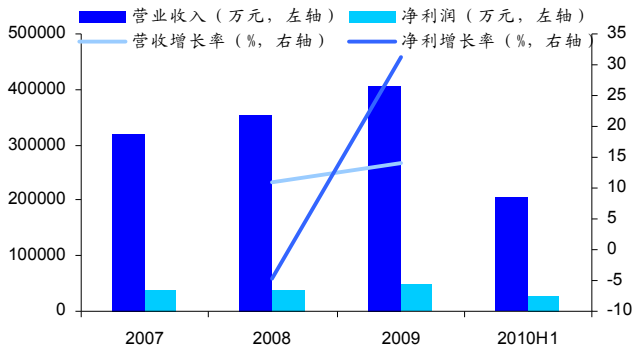
这得益于湖南省政府一直以来对文化产业发展的的高度重视，省委省政府前期已出台了诸多振兴文化产业的文件，且于 2009 年 11 月又相继出台《湖南文化强省战略实施

纲要》、《湖南省文化产业振兴实施规划》、《关于加快推进试点地区文化体制改革工作的若干意见》等重要文件，旨在推动湖南省文化产业的发展，政府的支持为公司的发展提供了良好的环境。

5. 财务分析

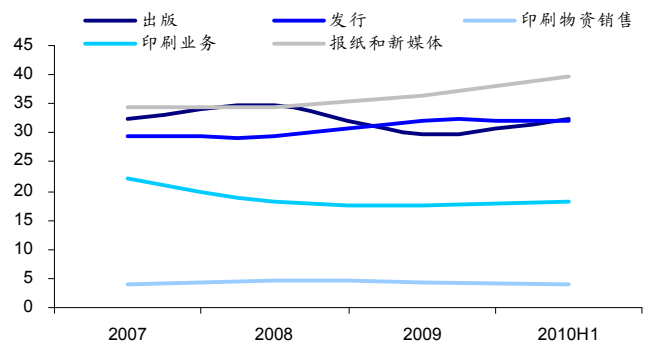
公司 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年上半年营业收入分别为 32.0 亿元、35.5 亿元、40.5 亿元和 20.3 亿元，实现净利润 3.9 亿元、3.7 亿元、4.8 亿元和 2.8 亿元。公司利润主要来自于出版、发行、报纸和新媒体业务。其中，公司出版和发行业务收入比例占主营业务收入的 70% 以上，是最主要的利润来源；报纸和新媒体业务收入增长速度较快，且毛利率较高，成为公司利润增长的重要来源之一。

图 15 公司近三年营业收入和利润情况



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

图 16 公司近三年各项业务毛利率情况（%）

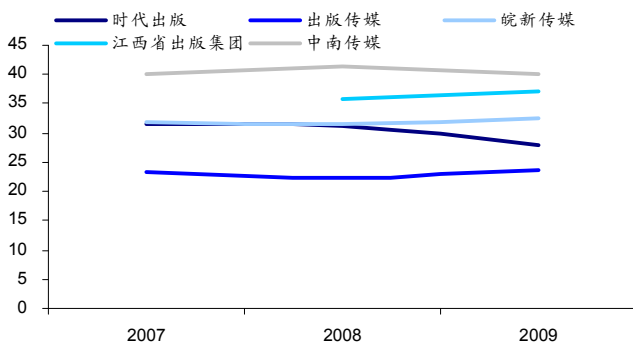


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

由于公司实行“多介质+全流程”经营，经营稳定性较强，毛利率水平较稳定且高于同行业可比上市公司。

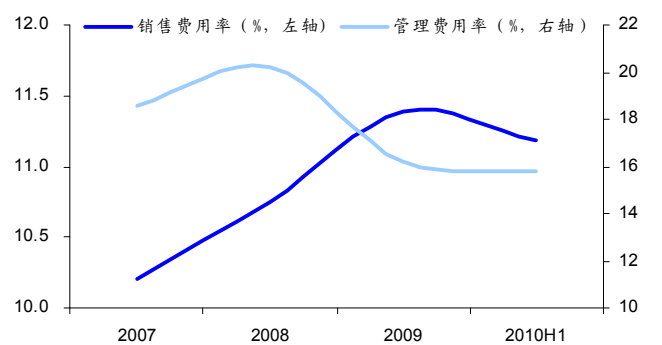
公司的销售费用率近三年呈上升趋势，主要是因为公司为了应对新的市场环境，加大了市场营销网络的拓展和投入，从而增加了相关费用；近三年管理费用率出现先增后减的情况，主要原因是 2008 年底改制设立股份公司，产生了费用支出，而 09 年改制完成后，公司管理效率提升，且不用再负担三类人员费用。

图 17 近三年公司毛利率与可比上市公司对比（%）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

图 18 公司近三年销售费用率和管理费用率情况



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

6. 募集资金投向分析

本次募集资金到位后，按轻重缓急顺序投入以下 9 个项目。项目预计总投资 185221.56 万元，计划全部使用募集资金如下：

表 8 中南传媒募集资金投向

类别	序号	募集资金项目	募集资金使用量 (万元)
出版板块	1	出版创意策划项目	29695.00
	2	中南基础教育复合出版项目	20013.00
	3	数字资源全屏服务平台项目	30262.00
发行板块	4	湖南省新华书店区域中心门店改造升级项目	31982.13
	5	湖南省新华书店电子商务平台项目	9888.00
	6	全国出版物营销渠道建设项目	9772.43
印刷板块	7	湖南天闻新华印务有限公司技改项目	19991.00
信息系统建设 板块	8	中南出版传媒集团出版发行信息平台建设项目	15118.00
补充流动资金	9	补充流动资金	18500.00
合计			185221.56

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所整理

出版创意策划项目

公司拟通过设立中南天闻出版策划分公司，进一步提升公司对海内外优势出版资源的整合能力，扩张公司在大众出版、专业出版领域的品牌集群，形成畅销书、畅销书产品体系，提高公司大众图书品牌、专业图书品牌的市场竞争力。策划分公司计划通过 3~5 年的努力，打造“三个中心一平台”，即：传媒行业专业性强，集目标消费者信息、图书市场信息、出版资源信息为一体的信息资源中心；成长性好的华文图书研发中心；业内品牌力强的版权运营中心；华文市场影响力大的内容资源整合与传播平台，成为重要的华文出版内容集散高地。

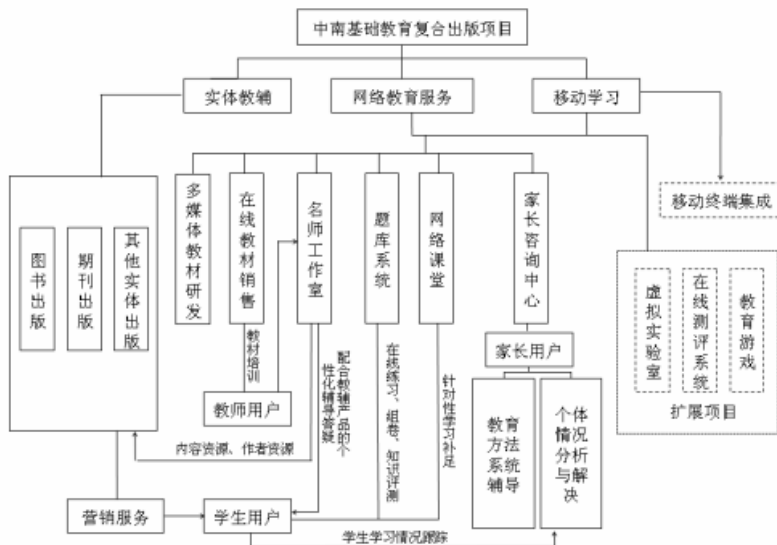
对平面媒体而言，内容资源永远是其发展的内生动力，在丰富内容资源的基础上，才有可能形成资源整合与传播平台，实现内容价值最大化，并衍生出多种盈利形式。

基础教育复合出版项目

中南传媒开展此项目的目的是改革传统单一教辅服务格局，实现纸质教辅与数字网络教辅相结合，推动教育与学习模式创新。该项目的核心业务是基础教育辅导服务，面向的对象是全国中小学生、教师以及家长，提供业务的方式是线下的教辅产品和线上服务相结合。其目标是依托中南传媒的教育出版资源和服务优势，通过“网络教育平台”——名师网，来融合互联网应用，利用线上线下互动方式汇集各种教育资源，实现出版业务和教育服务的大融合。

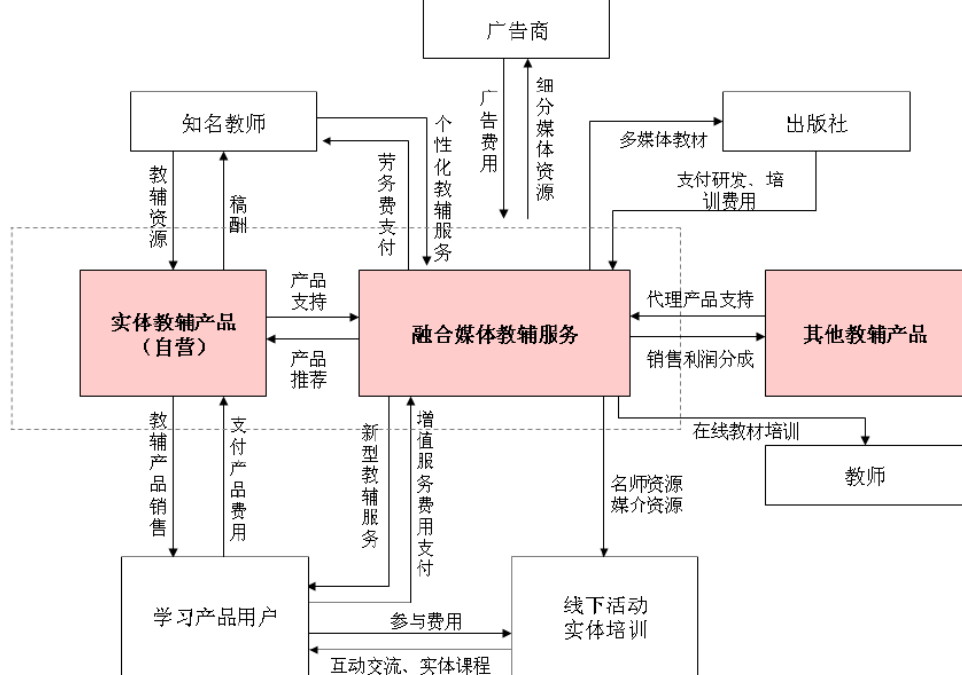
此项目有四大特色：一是由传统的“卖书”转化为“卖书+卖服务”，通过产业链的延伸，提升价值空间；二是通过网络平台满足教育资源均衡化和用户学习个性化需求；三是实现线上线下互动，提供全媒体、多介质、多渠道的教育辅导产品和服务；四是创新工作流程，把传统的教辅图书作者转换为项目合作者，把用户变成各个专业领域的编外工作人员，让作者和专业用户全程参与到教辅图书和网络教育服务的策划、编辑、销售、线上辅导咨询和答疑中来。

图 19 “中南基础教育复合出版项目”业务总体示意图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 20 “中南基础教育复合出版项目”成熟期盈利模式示意图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

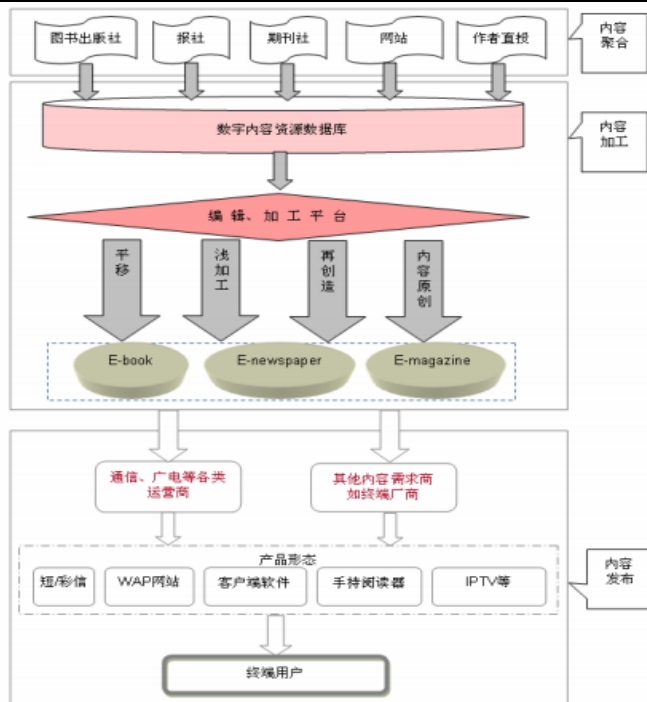
数字资源全屏服务平台项目

该项目的目的是打造综合性数字内容资源的全方位服务平台（全屏指的是针对电脑、手机、手持阅读器和数字电视等所有终端）。项目希望通过构建一条开放的全媒体数字内容产业链，吸纳产业链上各环节企业（如出版机构、内容集成商、技术服务商、通信运营商、各类终端设备商等），打造一个集书、报、刊、音像、视频、游戏等于一

体的优质内容资源聚合和分享平台。

项目计划分三个阶段完成：第一阶段是建设主要面向青少年用户、以互联网为介质的内容服务平台——“成长无忧”网站，聚合面向青少年用户的内容资源；第二阶段是多维拓展“成长无忧”项目，将内容和服务的发布终端由单一的电脑扩展到手机，实现移动教育平台和线下互动的多维度拓展；第三阶段是依托“三网合一”扩展业务并相应升级技术平台，建设面向所有有阅读需求用户的、针对所有终端（即全屏）的传媒内容基地。

图 21 数字资源全屏服务平台示意图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

新华书店区域中心门店改造升级项目

公司拟对旗下 300 多家新华书店门市中的 10 家区域中心新华书店门市进行改造升级，总投资近 3.2 亿元。湖南省新华书店不仅是公司发行业务渠道建设的重要部分，未来也将向文化百货复合经营模式的转型，同时在部分有条件的大店构筑一站式购物形式。

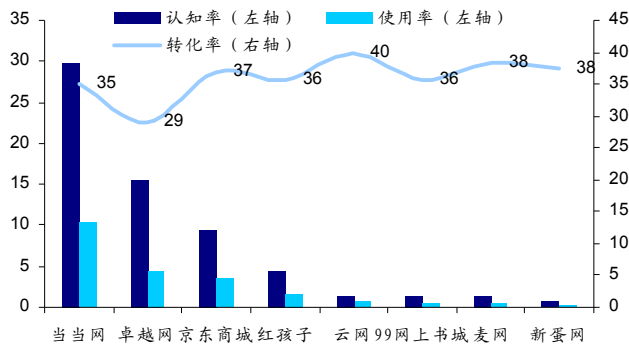
电子商务网站项目

公司拟投入 1 亿元进行湖南省新华书店电子商务平台项目建设。该项目意在以公司现有的供货商资源、物流资源、网点资源、信息系统资源和人力资源为依托，构建中南地区最大的网上销售平台，主要销售出版物、文化用品和时尚数码产品。平台采用 B2B 和 B2C 两种模式，B2B 模式主要面向图书馆、大中专院校、企事业单位等传统的大客户，B2C 模式面向广大普通读者。

B2C 市场集体快速成长，其中，京东商城的市场份额提升最为明显，截至 2010 年 Q2，市场占有率已由 09 年的 29% 提升至 35%，这与京东物流体系的完善和强势推广不无关系。自 05 年上线以来，京东销售额几乎都保持 300% 以上的增长，2006-2009 年分别达到 8000 万元、3.6 亿元、13.6 亿元和 40 亿元。今年前 8 个月已超过 60 亿元，

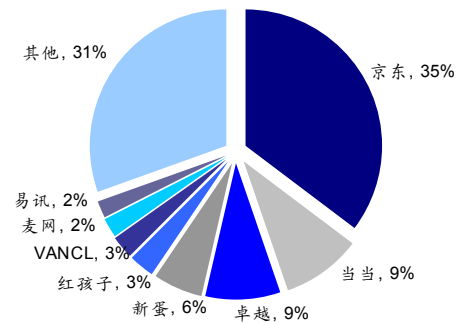
预计 2010 年将超过 100 亿元，2011 年则有望超过 200 亿元。随后是当当、卓越亚马逊、新蛋等，当当、卓越亚马逊虽然在网购用户中认知度较高，但转化率并不及京东等以 3C 产品为主的平台，产品单价也比较低，导致销售额较京东落后较多。

图 22 2009 年 B2C 购物网站品牌认知率和转化率（%）



资料来源：CNNIC，海通证券研究所

图 23 2010Q2 中国网购市场份额（自主销售式 B2C）



资料来源：iResearch，海通证券研究所

对于传统的新华书店而言，强大的品牌效应和渠道优势，使其能坐享图书销售市场的大部分收益，然而，卓越和当当等 B2C 电子商务平台的发展，不仅每年保持高速增长，抢占原有市场，更使新华书店焦虑的是，大量读者在新华书店挑选图书，之后回到卓越或者当当下单，新华书店沦为竞争对手的免费体验店。

和卓越、当当等竞争对手相比，新华书店在图书营销经验、实体店网络渠道、物流基础和供应链资源上都具有明显优势，但是我们并不认为新华书店就一定会获得后发优势。首先，新华书店有太多的“既得利益”，对于电子商务而言，反而是通过一种破坏性的创新来颠覆原有的行业的，先前的利益越多，之后的行动就越不自由，新华书店究竟是把网上书店作为一个新渠道，还是作为一个新市场，会直接影响其战略地位，而由于其在传统市场上的优势和收益，我们认为前一种认识的可能性更高。其次，新华书店建设电子商务项目，看到的更多是成本而不是机会，诸如物流资源共享、利用实体店配送等等，而事实上，网上书店之所以盛行，除了成本的优势之外，还在于提供了丰富的用户体验（诸如顾客评论、浏览痕迹、价格组合策略、读者社区等），如果不能为客户带来不同的体验，很难说服客户从已经形成先发优势的卓越、当当等渠道转化。最后，新华书店的不少传统优势并不适合电子商务，例如其物流体系在大规模的仓储配送下会显得很有优势，但其零担分拣发货能力仍然欠缺，再比如其品牌优势，但却难以对网上零售形成实质上的有效支持。

事实上，我们认为，新华书店作为局内主要参与者，应该比其他人能更清楚的意识到自己商务渠道的萎缩，因此虽然我们对公司从事电子商务的动力、战略以及该市场的竞争环境持一定的保留态度，公司向电子商务方向进军也是无法回避的一个问题。至少短期内在湖南区域市场中，公司仍然可以利用自己的优势取得一定成绩，但更长远的发展则在于公司的战略定位。

全国出版物营销渠道建设项目

该项目拟通过湖南省新教材公司打造一个覆盖范围广、服务能力强、成长性好、跨区域、扁平化的图书产品营销平台。具体而言，项目拟建立一个覆盖全国 25 个主要省（直辖市、自治区）、230 个地市的以教育图书产品（包括义务教育和高中阶段教育教材教辅、高校高职教材、数字化教育产品等）为主、一般图书团购（包括集团采购、农家书屋等）为辅的图书产品营销体系。

目前，公司的湘版教材已经进入到包括湖南在内的 29 个省市自治区，通过开展全国出

版物营销渠道建设项目，可以从而进一步扩大湘版教材教辅的影响和市场份额。同时，借助公司营销网络，可以在比较市场化的一般图书销售市场实现扩张。

天闻新华印务技改项目

该项目预计投入 2 亿元，拟推动湖南省商业、报纸、书刊、防伪印刷产业发展为背景所实施的具有产业集群化特性的设备升级改造，扩大产能，提升高端生产能力，实现业务升级。

出版发行信息平台建设项目

该项目拟通过引进和建设企业资源管理系统（ERP 系统），实现公司“商流、物流、信息流”合一，实现出版业务流程的规范和优化，实现内部数据的集成与共享，实现编辑、印刷、发行、仓储、财务等各个环节通过一体化综合管理系统进行管理。

与时代出版定向增发项目的比较

2010 年 6 月 29 日，时代出版发布公告，定向增发募资已完成，按 16.76 元/股的发行价向包括上海大正投资有限公司在内的 7 名投资者发行 3091.50 万股，最终募得资金净额 5.01 亿元。时代出版此次定向增发募集资金全部投资于其图书出版主业。

表 9 时代出版定向增发募集资金投向

序号	项目名称	投资总额（万元）
1	出版策划项目	11502.55
2	数字出版项目	14700.00
3	印刷技术改造项目	11493.58
4	出版物物流项目	14117.51
合计		51813.64

资料来源：时代出版公司公告，海通证券研究所整理

由于时代出版只有出版业务，相对而言募集资金投向比较集中，但二者在出版策划、数字出版、印刷技术等项目有着相当一致的认识。同时，中南出版在类似项目上更多的募集资金也反映出自身更为雄厚的实力。

7. 盈利预测与估值分析

7.1 盈利预测

基于对分业务收入和成本的以下假设，我们预测公司 2010~2012 年的 EPS 为 0.33 元、0.45 元和 0.53 元。

表 10 分业务收入和毛利预测

(收入, 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
发行	2,555	2,957	3,393	3,927	4,547
出版	1,235	1,244	1,310	1,386	1,473
印刷	540	657	787	946	1,136
物资	522	520	546	573	602
报媒	346	414	505	630	797
内部抵销数	-1,713	-1,809	-1,995	-2,197	-2,435
合 计	3484	3983	4548	5265	6120
(收入增速, %)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
发行	12%	16%	15%	16%	16%
出版	13%	1%	5%	6%	6%
印刷	-2%	22%	20%	20%	20%
物资	9%	0%	5%	5%	5%
报媒	27%	20%	22%	25%	26%
内部抵销数	9%	6%	10%	10%	11%
合 计	12%	14%	14%	16%	16%
(毛利率, %)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
发行	30%	32%	32%	32%	32%
出版	35%	30%	32%	32%	32%
印刷	18%	18%	18%	18%	18%
物资	5%	4%	4%	4%	4%
报媒	34%	36%	39%	39%	39%
合 计	41.3%	40.2%	40.2%	39.9%	39.7%

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

4.2 绝对估值

采用三阶段 DCF 模型对公司进行估值, 将公司未来成长过程划分为近期 (2010-2013 年)、中期 (2014-2019 年) 以及永续增长期 (2020 年以后) 三个阶段。

模型的主要假设条件为: 无风险利率为 2.0%, 市场风险溢价为 9.0%, 目标资产负债率为 40.0%, 公司的 beta 值为 0.9, 债务成本为 6%, WACC 为 8.07%。同时, 我们假定公司的永续增长率为 1.5%, 股利分红水平为 30%。

根据上述假设条件, 运用 DCF 模型, 得到公司的内在合理价值为 11.04 元。

如果公司的永续增长率在 1%至 2%之间变化, 股权成本在 7.1%至 9.1%之间变化, 则公司对应的核心价值区间为 10.45-11.67 元, 如下表所示。

表 11 三阶段 DCF 模型敏感性分析（元）

投资价值		永续增长率（%）						
		6.6%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%
股权成本（%）	0.0%	12.00	11.18	10.47	9.84	9.29	8.81	8.37
	0.5%	12.59	11.67	10.88	10.19	9.59	9.06	8.59
	1.0%	13.29	12.24	11.35	10.58	9.92	9.34	8.83
	1.5%	14.12	12.91	11.90	11.04	10.30	9.66	9.11
	2.0%	15.13	13.71	12.54	11.57	10.74	10.03	9.42
	2.5%	16.39	14.68	13.31	12.19	11.25	10.45	9.77
	3.0%	17.99	15.89	14.25	12.93	11.85	10.94	10.18

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

4.3 相对估值

我们预测公司 2010~2012 年的 EPS 为 0.33 元、0.45 元和 0.53 元，目前 A 股可比出版发行行业上市公司 2010、2011 年平均市盈率约为 40、35 倍。我们认为，文化产业的建设是我国的战略方向，公司作为我国文化产业龙头，业绩优异稳定，可以达到行业平均 PE 水平，给予 2010 年 PE 33-38 倍，对应价格区间 10.89-12.54 元，该价格对应 2011 年 PE 为 24-28 倍。

表 12 A 股可比传媒公司相对估值

股票代码	股票简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000793.SZ	华闻传媒	0.15	0.17	0.19	42	37	33
002181.SZ	粤传媒	0.33	0.40	0.46	46	37	33
600373.SH	*ST 鑫新	0.50	0.60	0.68	33	28	25
600551.SH	时代出版	0.63	0.69	0.75	29	26	24
600825.SH	新华传媒	0.24	0.26	0.28	43	39	37
600880.SH	博瑞传播	0.56	0.66	0.80	34	29	24
601801.SH	皖新传媒	0.34	0.38	0.42	42	37	33
601999.SH	出版传媒	0.25	0.27	0.29	50	46	43
平均					40	35	31
中值					42	37	33

资料来源：朝阳永续一致预期，海通证券研究所

综合绝对估值与相对估值方法，我们认为公司合理价值区间在 10.89-12.54 元，对应 2010 年 PE 33-38 倍，2011 年 PE 为 24-28 倍。

8. 主要不确定因素

数字出版对传统纸媒冲击；电子商务对传统发行渠道冲击；教材出版与发行制度的政策风险；所得税免税金额占净利润比例较大。

财务报表分析和预测

收益率	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率（%）	41.0	40.2	39.9	39.7
销售费用率（%）	11.4	11.0	11.5	11.0
管理费用率（%）	16.2	16.0	16.5	16.0
净利率（%）	12.0	13.0	15.4	15.7
EBIT/销售收入（%）	11.8	12.8	11.4	12.0
EBITDA/销售收入（%）	15.5	14.7	14.3	15.3

资产获利率	2009	2010E	2011E	2012E
ROE（%）	17.9	7.4	9.1	9.8
ROA（%）	8.6	5.5	6.8	7.3

增长率	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率（%）	14.2	14.2	15.8	16.3
EBIT 增长率（%）	37.8	23.4	3.1	23.1
EBITDA 增长率（%）	81.3	8.0	12.5	24.4
净利润增长率（%）	31.2	23.3	36.5	18.9
股东权益增长率（%）	29.8	23.3	36.5	18.9

资本结构	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债率（%）	51.9	25.2	25.4	25.2
流动比率（倍）	1.2	3.2	3.1	3.2
速动比率（倍）	0.9	2.9	2.7	2.7

资产管理效率	2009	2010E	2011E	2012E
总资产周转率（次）	0.76	0.56	0.47	0.50
固定资产周转率（次）	3.35	3.93	3.99	3.83
应收账款周转率（次）	15.67	14.97	14.65	14.34
存货周转率（次）	3.40	3.41	3.15	2.99

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	405232	462705	535652	622743
营业成本	239006	276811	321895	375621
销售费用	46169	50898	61600	68502
管理费用	65588	74033	88383	99639
财务费用	-896	-1157	-21375	-22855
投资收益	52	50	50	50
营业利润	46094	56515	78654	94276
EBIT	47879	59091	60921	74967
折旧摊销	15104	8943	15584	20234
EBITDA	62982	68034	76505	95201
利润总额	48774	60245	82254	97776
所得税	27	120	165	196
少数股东损益	788	972	1327	1578
归属母公司的净利润	47959	59153	80762	96003
每股收益（元）	0.27	0.33	0.45	0.53

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	219032	699757	725262	798400
应收款项	51258	74589	88383	102753
存货	73701	88580	115882	135224
流动资产	348673	868806	936362	1044352
固定资产	118733	116590	152129	172915
总资产	560679	1080443	1192037	1319312
应付账款	110908	127333	148072	169030
长期借款	900	1200	1500	1800
总负债	290745	272783	302288	331983
股东权益	267438	804190	884952	980955
每股净资产（元）	3.12	6.02	6.64	7.35

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	93576	53142	63401	89454
投资性现金净流量	-21035	-8523	-59572	-39470
筹资性现金净流量	4995	436107	21675	23155
现金净流量	77536	480725	25504	73139

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 17.96 亿股计算。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

王茹远：互联网行业分析师

重点研究上市公司：

生意宝（002095.SZ）、北纬通信（002148.SZ）、拓维信息（002261.SZ）、焦点科技（002315.SZ）、神州泰岳（300002.SZ）、东方财富（300059.SZ）、顺网科技（300113.SZ）、腾讯控股（00700.HK）、阿里巴巴（01688.HK）

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

联系人

陈鑫 (021) 23219370

chenx5118@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407

ouzh@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389

panhw@htsec.com

谢盐 (021) 23219436

xiey@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935

wangry@htsec.com

联系人

白洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420

ymniu@htsec.com

钱列飞 (021) 23219104

qianlf@htsec.com

联系人

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

虞楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (021) 23219460

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610

jiangwn@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406

yanghj@htsec.com

联系人

刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267

caoxf@htsec.com

刘宇 (021) 23219608

liuy4986@htsec.com

刘杰 (021) 23219269

liuj5068@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pysl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383

zhangh@htsec.com

公用事业		银行业		社会服务业
陆凤鸣(021) 23219415	lufm@htsec.com	联系人		联系人
白瑜(021) 23219430	baiy@htsec.com	冯梓钦(021) 23219402	fengzq@htsec.com	孔维娜(021) 23219223
				kongwn@htsec.com

房地产业
涂力磊(021) 23219747 tll5535@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队
贺振华(021) 23219381	hzh@htsec.com	高 溱(021) 23219386	gaoq@htsec.com	孙 俊(021) 23219454
胡雪梅(021) 23219385	huxm@htsec.com	季唯佳(021) 23219384	jiwj@htsec.com	殷怡琦(010) 58067944
毛艺龙(021) 23219373	maoyl@htsec.com	黄 毓(021) 23219410	huangyu@htsec.com	sunj@htsec.com
辜丽娟(021) 23219397	gulj@htsec.com	朱 健(021) 23219592	zhuj@htsec.com	yinyq@htsec.com
		肖文宇(021) 23219442	xiaowu@htsec.com	

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com