

传媒

署名人: 冷星星

S0960511030017

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

参与人: 万玉琳

S0960111080511

0755-82026907

wanyulin@cjis.cn

基本资料

上证综合指数	2386.86
总股本(百万)	439.72
流通股本(百万)	74.25
流通市值(亿)	6.88
EPS	0.30
每股净资产(元)	3.08
资产负债率	39.7%

大地传媒

000719

中性

大地传媒投资价值分析

事件: 大地传媒借壳*ST 鑫安, 将于 2011 年 12 月 2 日起在深交所上市交易。股票简称变为“大地传媒”, 股票代码为“000719”。本报告旨在分析公司投资价值。

投资要点:

- **上市资产及评估情况。** 上市资产是集团旗下出版、印刷和物资销售等主营业务资产, 发行业务资产本次未注入。以 2009 年 12 月 31 日为评估基准日, 上市资产净资产账面价值 115,339.85 万元, 评估值 136,925.93 万元, 增值率 18.72%。
- **资产重组后股本及股权情况。** 重组完成后, 公司的总股本将变更为 439,717,878 股。中原出版传媒集团直接持有本公司 75.78% 的股权, 成为公司的控股股东, 河南省国资委为公司实际控制人。
- **行业情况。** 十二五期间, 图书、期刊等出版规模将缓慢增长, CAGR 分别为 2% 和 3.6%。教材市场也正向市场经济的寡头垄断型和政府采购型市场转化。原本依赖教材业务的出版发行机构亟需培育新业务予以转型。
- **公司快照。** 公司位列 2009 年全国出版集团的总体经济规模综合实力第六位。主营业务中出版和物资销售业务是公司主要收入来源, 占比和逾 80%。
- **公司发展战略及三年经营计划。** 公司中长期发展战略是尽快成为资产收入双百亿的大型出版传媒企业。未来三年将从教材教辅、传统出版、数字出版及新媒体出版等领域实现“多层次、跨媒体、跨地区”发展。
- **给予“中性”评级。** 基于上市公司公告的备考盈利预测, 暂不考虑 13 年公司可能已经将集团发行等相关业务资产整体注入的情况, 10 年 EPS 为 0.30 元, 预测 11-13 年 EPS 为 0.29、0.27、0.27 元。大地传媒(000719)复牌价格约为 9.27 元, 对应 10 年 PE 为 31 倍, 对应 11-12 年 PE 为 32、34 倍, 可比公司 11 年市盈率为 29 倍。由于预计公司业绩将呈下滑趋势, 且我们认为公司本次发行市盈率(高于可比公司的 29 倍)已包含对未来发行业务等资产注入预期, 因此给予“中性”评级。

风险提示:

- 中小学教材出版政策变化带来的风险; 税收政策变化风险; 中小学教材代理出版业务的风险; 数字出版等新媒体发展对传统出版业务的冲击; 未来整体上市的执行及审批风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1729	1699	1621	1621
收入同比(%)	4%	-2%	-5%	0%
归属母公司净利润	132	127	121	121
净利润同比(%)	-3%	-4%	-5%	0%
毛利率(%)	23.9%	23.5%	23.5%	23.5%
ROE(%)	9.8%	8.4%	7.4%	6.9%
每股收益(元)	0.30	0.29	0.27	0.27
P/E	30.82	32.04	33.81	33.81
P/B	3.01	2.68	2.49	2.32
EV/EBITDA	25	22	23	23

资料来源: 中投证券研究所

目录

1、上市资产及评估情况	3
2、资产重组后股本及股权情况	3
3、行业情况及公司快照	4
4、公司发展战略及三年经营计划	6
4.1 公司中长期发展战略：资产收入双百亿的大型出版传媒企业	6
4.2 公司三年业务发展目标：推进观念、模式、业态等的战略转型	6
4.3 公司三年经营计划：实现“多层次、跨媒体、跨地区”发展	6
5、盈利预测	7
6、投资价值分析	7
7、风险提示	8

1、上市资产及评估情况

这次上市资产是中原出版传媒集团旗下出版、印刷和物资销售等主营业务资产。上市资产包括：中小学教材出版业务相关资产，大象出版社有限公司 100% 股权，河南科学技术出版社有限公司 100% 股权，海燕出版社有限公司 100% 股权，中州古籍出版社有限公司 100% 股权，河南美术出版社有限公司 100% 股权，文心出版社有限公司 100% 股权，河南文艺出版社有限公司 100% 股权，中原农民出版社有限公司 100% 股权，河南电子音像出版社有限公司 100% 股权，河南新华印刷集团有限公司 100% 股权，河南新华物资集团有限公司 100% 股权，北京汇林纸业股份有限公司 76% 股权和中原出版传媒投资控股集团北京汇林印务有限公司 88.24% 股权。

对已注入的上市资产，中联评估分别采用资产基础法和收益法进行评估并出具了中联评报字[2010]第 369 号《资产评估报告》，经分析后采用了资产基础法的评估结果作为评估结论。以 2009 年 12 月 31 日为评估基准日，上市资产的净资产账面价值 115,339.85 万元，评估值 136,925.93 万元，评估增值 21,586.08 万元，增值率 18.72%。中联评估以 2010 年 6 月 30 日为基准日对标的资产进行了补充评估。根据中联评估出具的中联评报字[2011]第 32 号《资产评估报告》，在评估基准日 2010 年 6 月 30 日，标的资产的评估价值为 142,226.45 万元，比标的资产在 2009 年 12 月 31 日的评估价值高出 5,300.52 万元，标的资产未出现评估减值的情况。河南省国资委同意延长原资产评估结果的有效期限，依据其确定交易标的资产最终定价 136,925.93 万元。

2、资产重组后股本及股权情况

股改和资产重组前，中原出版传媒集团持有公司 28.70% 股份，为公司控股股东；另外，经焦作中院裁定，公司管理人账户中的非流通股 10,818,741 股由中原出版传媒集团受让，因涉及要约豁免事项，该股份尚未办理过户手续。资产重组前，河南省国资委为本公司实际控制人。资产重组后，中原出版传媒集团直接持有本公司 75.78% 的股权，成为公司的控股股东，河南省国资委为公司实际控制人。资产重组后，公司的股权结构如下：

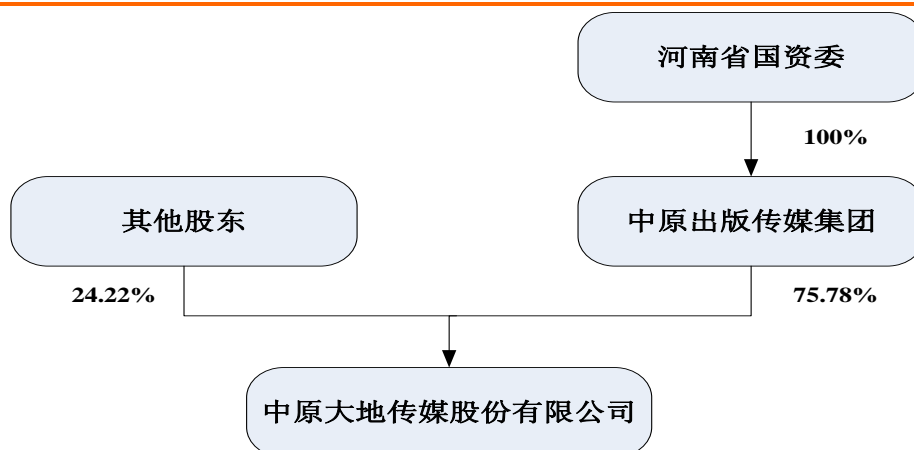
表 1：资产重组前后公司股本结构

股东名称	资产重组前		股东名称	资产重组后	
	股份数量 (股)	占总股本 比例 (%)		股份数量 (股)	占总股本 比例 (%)
一、未上市流通股合计	80,204,488	61.99	一、有限售条件股份合计	365,466,831	83.12
中原出版传媒集团	37,130,822	28.70	中原出版传媒集团	333,211,906	75.78
公司管理人	10,818,741	8.36	其他法人	32,254,925	7.34
其他法人	32,254,925	24.93	二、高管股份	11,224	0.00
二、流通股合计	49,171,199	38.01	三、无限售条件股份合计	74,239,823	16.88
合计	129,375,687	100.00	合计	439,717,878	100.00

资料来源：焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书，

中投证券研究所

图 1: 资产重组后公司股权结构及控制关系图



资料来源：焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书，
中投证券研究所

3、行业情况及公司快照

行业情况

2011 年，新闻出版总署公布《新闻出版业“十二五”时期发展规划》，对 2010 年新闻出版业的情况予以回顾并提出了十二五的目标。其中，与公司出版业务相关的图书、期刊等出版规模将缓慢增长，CAGR 分别为 2%和 3.6%。

表 2: 新闻出版业“十二五”时期发展目标

	2010	2015E	CAGR
增加值（万亿元）	0.35	0.84	19.2%
总产出（万亿元）	1.22	2.94	19.2%
图书出版总印数（亿册）	71.7	79.2	2.0%
报纸出版总印数（亿份）	500.2	552.3	2.0%
期刊出版总印数（亿册）	35.4	42.2	3.6%
人均年拥有图书数量（册/人）	5.3	5.8	1.5%

资料来源：新闻出版业“十二五”时期发展规划

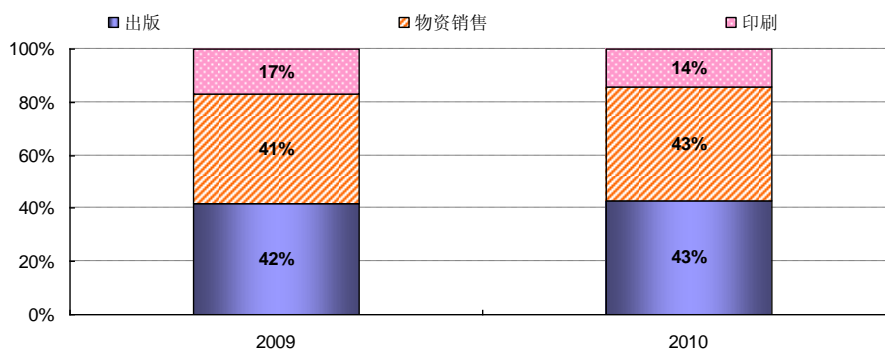
其中，公司依赖度较高的中小学教材市场也随着各项政策的出台而逐步转变。近年，国家有关教育和出版改革的各项政策和措施相继出台和实施，其中影响教材出版发行经营的主要有：“义教和高中课改”、“一费制”、“两免一补（免费教科书政府采购）”、新“义务教育法”、“教材循环使用”、“出版发行招投标”、“教材限价”等。受行政和市场因素的影响，省域出版集团教材市场份额被分割、经济总量减少、经营成本上升、利润率和利润下降，教材的公益性特征更加突出，教材市场也正由计划经济的完全垄断型和渠道型市场向市场经济的寡头垄断型和政府采购型市场转化。在教材免费及循环使用后，教材比重续降，原本依赖教材业务的出版发行机构亟需培育新业务予以转型。

公司快照

新闻出版总署出版产业发展司于 2010 年 7 月 26 日发布《2009 年新闻出版产业分析报告》，选取资产总额、所有者权益、主营业务收入和利润总额四项经济规模指标，采用主成分分析方法，对 2009 年全国出版集团的总体经济规模进行综合评价，中原出版传媒集团位居第六位。

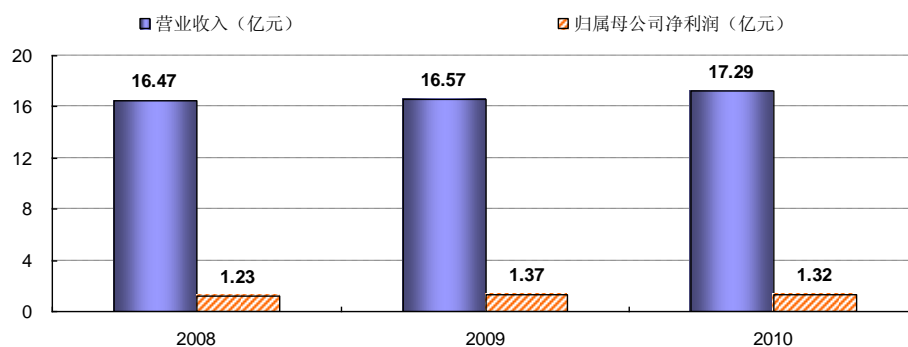
- 公司主营业务可以分为出版、物资销售和印刷三个部分。其中，出版业务和物资销售业务是公司主要收入来源，占比之和逾 80%。

图 2：出版和物资销售业务是公司主要收入来源（2009-2010）



资料来源：焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书，
中投证券研究所

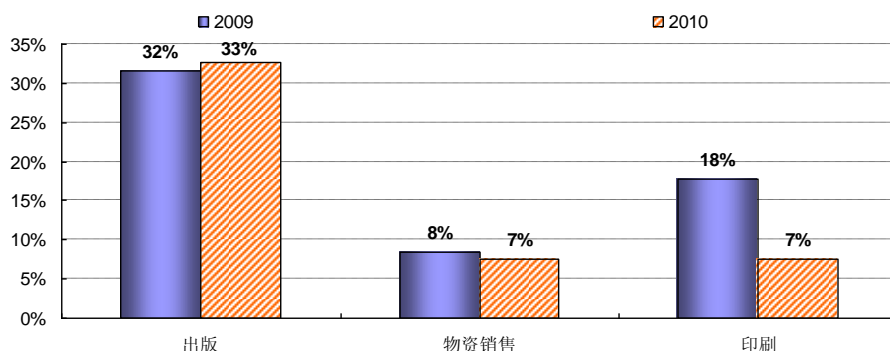
图 3：公司营业收入 CAGR2%，净利润 CAGR 达 4%（2008-2010）



资料来源：焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书，
中投证券研究所

- 2008 年以来，公司业绩保持平稳，营业收入 CAGR 达 2%，归属母公司净利润 CAGR 达 4%。
- 2008 年以来，公司整体毛利率从 25.67%降至 23.90%。公司整体的毛利率平均为 25%。
- 2009-2010 年，公司出版业务毛利率从 32%上升至 33%，物资销售业务毛利率从 8%下降至 7%，印刷业务毛利率从 18%下降至 7%。

图 4：公司细分业务毛利率变化情况（2009-2010）



资料来源：焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书，
中投证券研究所

4、公司发展战略及三年经营计划

4.1 公司中长期发展战略：资产收入双百亿的大型出版传媒企业

在实现集团公司主营业务及资产上市目标以后，公司将通过创新体制、整合资源、提升管理和资本运作，塑造若干领先的出版品牌，构建大文化流通网络，打造内容出版、数字出版、印刷复制、物资贸易、发行物流和新媒体业务开发的完整产业链。在出版方面，成为图书出版领域、报刊出版领域、新媒体领域的有力竞争者；在发行方面，积极推动文化流通事业的发展，发挥区位优势，力争有突破性进展；在物资印刷方面，打造成中西部地区具有全国市场影响力的印刷与物资流通产业基地；尽快实现公司资产、收入双双超百亿，成为“导向正确、主业突出、具有强大市场竞争力和重要文化影响力”的国内先进的大型出版传媒企业。

4.2 公司三年业务发展目标：推进观念、模式、业态等的战略转型

2010 至 2012 年，公司在巩固、提高现有业务能力水平的基础上，根据文化产业的规模经济、范围经济特性，有效利用资本市场带来的发展机遇，加大资本运作力度，发挥公司内容资源优势，结合公司的业务、市场实际，加快向多层次、跨媒体、跨地区方向发展，形成创新发展与多品种、多渠道、多方式盈利能力。其核心是推进战略转型：实现发展观念由封闭僵化向开放创新转型、管理模式由体系管理向功能管理转型、出版业态由传统出版向数字出版转型、发展模式由规模扩张向核心能力转型、人力资源由程式管理向战略管理转型。

4.3 公司三年经营计划：实现“多层次、跨媒体、跨地区”发展

未来 3 年，公司将重点在以下方面做出努力：

教材教辅类：公司将以市场资源为依托，提高业务服务质量，在稳定现有市场份额的基础上，继续加大教材教辅市场开拓力度，使主营业务稳步提高；

同时加大基础教育教材、在职教育教材等其他教材的开发和投入力度。而在提升本省市场占有率的同时,积极拓展外省市场空间,力争在教材教辅品牌建设、市场推广和延伸开发上形成规模效应,使教材教辅成为公司重要的盈利点及经济增长点。公司将与集团公司对教材代理业务和教材教辅研发出版、发行推广、培训服务等方面的资源进行有效整合,形成链条完整、体系完善、全线贯通的教材教辅业务经营系统,推动公司教材教辅经营业务的稳步、持续增长。

传统出版类: 公司传统出版业务经营方针是,打造具有区域特色和比较优势的内容出版产业体系。计划做到: 1、加强图书品牌建设; 2、优化图书出版结构; 3、统一出版与营销策划; 4、积极推进跨地区经营; 5、积极推行出版资源整合; 6、积极构建电子商务平台。

数字出版与新媒体出版类: 公司致力打造以数字化出版和新媒体业务为主导的文化创意产业体系。经营计划是: 1、探索数字出版的产品、商业和盈利模式; 2、重点培育影视动漫新媒体出版业务; 3、数字出版重点产品的开发出版计划,包括数据库、网络出版工程、数字产品三个系列。

另外,印刷类和物资贸易及物流配送类业务有相应的经营计划。

5、盈利预测

基于《焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》中对上市公司所做的备考盈利预测,且暂不考虑 2013 年公司可能已经将集团发行等相关业务资产整体注入的情况,10 年 EPS 为 0.30 元,预测公司 11-13 年 EPS 为 0.29、0.27、0.27 元。

表 3: 大地传媒盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1729	1699	1621	1621
收入增长率	4.3%	-1.7%	-4.6%	0.0%
营业成本(百万元)	1316	1300	1240	1240
毛利润(百万元)	413	399	381	381
毛利率	23.9%	23.5%	23.5%	23.5%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	132	127	121	121
归属于母公司所有者的净利润增长率	-3.4%	-3.8%	-5.2%	0.0%
基本每股收益(元)	0.30	0.29	0.27	0.27

资料来源: 焦作鑫安科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书,

中投证券研究所

6、投资价值分析

12 月 2 日,大地传媒(000719)复牌价格约为 9.27 元,对应 2010 年 PE 为 31 倍,对应 2011-2012 年 PE 分别为 32、34 倍,可比公司 2011 年市盈率为 29 倍。由于预计公司业绩将呈下滑趋势,且我们认为公司本次发行市盈率(高于可比公司的 29 倍)已包含了对未来发行业务等资产注入的预期,因此给予“中性”评级。

表 4: 同行业可比公司 PE 对比

股票代码	股票简称	静态 PE	2010	2011E	2012E	2013E
600551	时代出版	23.57	26.17	22.49	19.54	18.50
601801	皖新传媒	29.59	34.04	27.81	26.27	23.55
600373	中文传媒	14.76	32.56	24.13	21.07	17.91
600825	新华传媒	44.57	37.34	36.37	33.67	29.15
601999	出版传媒	39.79	37.67	37.44	34.45	30.51
601098	中南传媒	26.29	30.55	24.01	20.09	17.27
算术平均		29.76	33.06	28.71	25.85	22.81

资料来源: Wind, 中投证券研究所

注: 采用 2011 年 12 月 1 日收盘价

7、风险提示

中小学教材出版政策变化带来的风险。教材是集团公司图书出版和发行领域的重要利润来源之一, 国家推行中小学教材招标投标机制对依赖教材产品的出版发行机构的利润水平有一定影响。教材循环使用在部分城市实行后将逐步推广至全国。这些政策的推行意味着教材出版发行模式将发生根本性变化, 教辅读物出版发行将失去政策依托, 被推向市场。出版机构将面临一定风险。

税收政策变化风险。集团及进入上市公司的出版社自 2009 年 1 月 1 日起至 2013 年 12 月 31 日期免征企业所得税。而科技图书、科技报纸、科技期刊、科技音像制品和技术标准出版物, 专为少年儿童出版发行的报纸和刊物, 中小学学生课本, 少数民族文字出版物等业务享受增值税先征后退政策。若公司在上述税收优惠政策到期后不能继续获得税收优惠, 将对公司业绩产生一定影响。

中小学教材代理出版业务的风险。公司所从事的中小学教材出版业务依赖于向以人民教育出版社为主的原创出版机构代理版权。代理出版业务是原创出版机构出版权的一种区域市场代理, 原创出版机构对代理单位有选择权。这种代理关系的稳固性对公司中小学教材出版业务存在经营风险。

数字出版等新媒体发展对传统出版业务的冲击。数字媒体形式的逐步兴起可能对公司的传统出版业务产生一定的替代影响。

未来整体上市的执行及审批风险。在这次资产重组中, 集团的图书发行业务资产因理顺管理体制工作复杂、资产问题庞杂等问题尚未进入上市公司, 导致经常性关联交易仍存在。集团特别承诺在股票恢复交易之日起的两年内, 将发行系统业务资产等注入公司并实现整体上市, 从而彻底解决关联交易。若届时发行业务资产仍不满足上市要求或二次资产重组不能得到相关部门的批准, 长期来看, 则会影响公司业务独立性和完整性, 不利于上市公司长期稳定发展。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1523	1674	1785	1937
现金	676	729	884	1035
应收账款	297	340	324	324
其他应收款	20	25	24	24
预付账款	35	39	37	37
存货	476	520	496	496
其他流动资产	20	21	20	20
非流动资产	782	768	732	706
长期投资	0	1	1	1
固定资产	535	510	484	458
无形资产	197	197	197	197
其他非流动资产	50	59	49	50
资产总计	2306	2442	2517	2643
流动负债	854	862	815	819
短期借款	240	200	200	200
应付账款	253	260	248	248
其他流动负债	362	402	367	371
非流动负债	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	60	60	60	60
负债合计	914	922	875	879
少数股东权益	36	37	39	40
股本	440	440	440	440
资本公积	770	770	770	770
留存收益	181	309	429	550
归属母公司股东权益	1355	1519	1639	1760
负债和股东权益	2306	2478	2553	2679

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	N/A	121	182	180
净利润	N/A	129	122	122
折旧摊销	N/A	27	27	27
财务费用	N/A	31	29	29
投资损失	N/A	-1	-1	-1
营运资金变动	N/A	-50	-4	4
其他经营现金流	N/A	-14	10	-2
投资活动现金流	N/A	2	1	1
资本支出	N/A	-0	0	0
长期投资	N/A	-1	0	0
其他投资现金流	N/A	1	1	1
筹资活动现金流	N/A	-70	-29	-29
短期借款	N/A	-40	0	0
长期借款	N/A	0	0	0
普通股增加	N/A	0	0	0
资本公积增加	N/A	0	0	0
其他筹资现金流	N/A	-31	-29	-29
现金净增加额	N/A	53	154	152

利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	1729	1699	1621	1621
营业成本	1316	1300	1240	1240
营业税金及附加	10	7	8	8
营业费用	59	63	60	60
管理费用	181	170	162	162
财务费用	30	31	29	29
资产减值损失	21	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	1	1	1
营业利润	115	110	103	103
营业外收入	27	28	28	28
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	141	137	130	130
所得税	9	8	8	8
净利润	133	129	122	122
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	132	127	121	121
EBITDA	146	168	159	159
EPS (元)	0.30	0.29	0.27	0.27

主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	4.3%	-1.7%	-4.6%	0.0%
营业利润	-16.9	-4.7%	-6.5%	0.0%
归属于母公司净利润	-3.4%	-3.8%	-5.2%	0.0%
获利能力				
毛利率	23.9	23.5	23.5	23.5
净利率	7.7%	7.5%	7.4%	7.4%
ROE	9.8%	8.4%	7.4%	6.9%
ROIC	15.0	14.2	13.6	14.1
偿债能力				
资产负债率	39.7	37.2	34.3	32.8
净负债比率	26.19	21.69	22.86	22.75
流动比率	1.78	1.94	2.19	2.36
速动比率	1.23	1.34	1.58	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.72	0.65	0.63
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	4.96	5.07	4.88	5.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.29	0.27	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.28	0.41	0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.45	3.73	4.00
估值比率				
P/E	30.82	32.04	33.81	33.81
P/B	3.01	2.68	2.49	2.32
EV/EBITDA	25	22	23	23

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星, 中投证券研究所传媒行业高级分析师, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2010 年水晶球入围奖。

万玉琳, 现任中投证券研究所传媒行业研究助理, 南开大学经济学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

北京市	上海市	深圳市
北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711