

评级：强烈推荐

传媒行业

公司研究报告

第一创业证券研究所

任文杰 S1080207050038

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

中南传媒（601098.sh）

——拥教材和数字阅读等攻击机群的航母启航

交易数据

52周内股价区间(元): 9.41-15.18

总市值(百万元): 17,187.72

流通股本(百万股): 398.00

流通股比率(%): 22.2%

资产负债表摘要

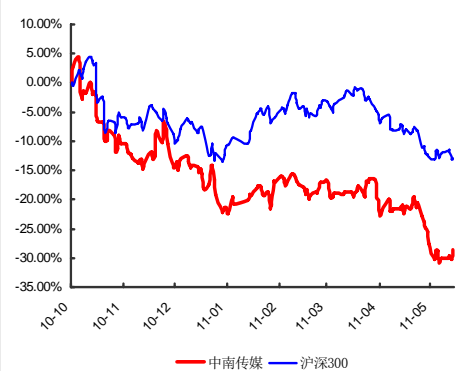
股东权益(百万元): 7,177.90

每股净资产: 4.00

市净率: 2.39

资产负债率: 27.1%

股价与沪深300指数比较



相关报告

《中南传媒（601098）2010 年年报点评--湖南全媒体巨头迈向全国》
2011/4/18

要点:

- **借政策东风成行业航母** 公司拥有出版、发行、印刷、报纸、网站、户外框架媒体等多介质、全流程媒体业务，内容资源可以多渠道利用。湖南出版集团在全国出版集团总体经济规模综合评价排名中位列第二。按照新闻出版业“十二五”时期发展规划，新闻出版业的增加值将从 2010 年的 3500 亿元增长到 2015 年的 8400 亿元，年均增长 19.2%。公司作为行业内的优势企业，将成为行业规划中的“航空母舰”之一。我们预计公司未来将会加大跨省并购和战略联合的步伐，从而实现在区域和产品两个维度上的相关业务较快扩展。2011 年一季度末公司有现金 59 亿元，并获得工商银行 100 亿的意向融资额度，充足的现金和融资额度为公司对外并购提供了强大的财务支持。
- **教材教辅业务进攻全国市场** 公司在湖南省中小学教材出版发行业务中占据绝对主导地位。未来相当长一段时间内湖南的中小学就学人数将会是稳定略有上升的趋势。具有类似公用事业性质的本省中小学教材业务将继续是公司的现金牛业务，每年为公司贡献大量的现金流和利润。公司自主开发的湘版教材在人教版以外的全国中小学教材市场中属于第一梯队，成功进入全国 28 个省。公司来自湖南省外的营业收入已占 2010 年总营业收入的 18.5%。公司自主开发的教材教辅在全国各地已经建立了销售和服务渠道，逐步进入收获期，我们预计未来公司自有版权的教材在全国的市场占有率将持续提升。
- **图书业务在多个细分市场领先** 公司下属人民社、科技社、岳麓社、美术社、文艺社等 5 家出版单位入选全国 100 家一级出版社。古典名著、科普图书、作文图书、艺术收藏图书位居全国细分市场第一。公司与日本角川组建合资公司，引进加原创发展漫画和轻小说。中国的图书人均消费比发达国家尚有很大的差距，而随着经济发展和人们收入水平的提高，通过图书获取知识和享受休闲的需求将会持续提高。公司下属新华书店的网点资源将逐步转型为内容更丰富的零售和娱乐商业模式。
- **报纸、互联网、框架媒体等多渠道已具雏形** 公司拥有湖南省第一大报《潇湘晨报》的广告经营和发行业务。随着省内读者收入和消费水平的提高，作为区域报媒领先者的广告收入在未来几年还将保持较快增长。红网的访问量居湖南地区首位。户外框架媒体业务覆盖长沙市。我们预计公司未来将把握机会进入更多的媒体领域，例如移动互联网，电视、广播等，进一步完善公司的全媒体产品线，从而发挥优势内容在多种媒



体的多样化传播的协同效应。

- **与华为强强联手开拓数字教育和数字阅读大市场** 公司与华为合资天闻数媒。公司丰富的教材和图书内容资源、多种媒体出版的资质和地位，与华为强大的技术能力和全球网络，形成了完美的互补型合作。布局四大产品线：海外数字出版平台、三网融合创新教学平台、电子书包项目、手机阅读。未来中国数字教育市场将达到几百亿元到上千亿元的规模。公司在中小学教材的内容优势，以及和各省教育部门建立的渠道优势，结合华为的软硬件优势，将在这一市场占得先机。我们预计 2012 年天闻数媒将开始贡献收入和利润，并且在未来 5 年中快速增长，成为公司的重要增长来源。
- **盈利预测和评级** 我们预计公司 2011 年到 2013 年的 EPS 将分别是 0.44 元、0.55 元、0.70 元，对应当前股价的市盈率分别为 22 倍、17 倍、14 倍。如果在以当前股价计算的总市值中减去公司在 2011 年 1 季度末持有的净现金，按照 2011 年不计利息收入的预测净利润计算的市盈率仅为 15 倍。如果给予 2011 年不计利息收入的预测净利润（每股 0.407 元）以 25 倍到 30 倍市盈率，加上公司持有的现金（每股 3.29 元），折合每股合理价值在 13.45 到 15.48 元之间。上调评级至“强烈推荐”。



目 录

1、乘政策东风航母启航	4
1.1、多介质的出版发行领先者	4
1.2、借政策支持东风，内生和外延发展并进.....	6
2、教材业务进攻全国市场	7
2.1、省内中小学教材市场绝对领先.....	7
2.2、湘版教材拓展全国市场.....	8
3、图书业务在多个细分市场领先	10
3.1、一般图书在多个细分市场领先.....	10
3.2、动漫图书引进加原创	11
3.3、图书发行发挥卖场和物流优势.....	12
4、报纸、互联网、框架媒体等多渠道已具雏形	13
4.1、潇湘晨报在湖南报业市场优势明显.....	13
4.2、互联网和框架媒体利用内容优势	14
5、强强联手开拓数字阅读和数字教育大市场	15
5.1、与华为合作强强互补.....	15
5.2、凭教材和渠道优势占先数字教育市场	16
5.3、进军数字阅读.....	17
6、盈利预测和投资评级	18
7、风险提示	20



1、乘政策东风航母启航

1.1、多介质的出版发行领先者

中南传媒是一家拥有“多介质、全流程”业态的大型出版传媒企业。公司拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版业务产业链，还拥有报纸、网站、户外框架媒体等其他业务。公司业务囊括从图书出版到图书销售的整个产业链，集编印发供各环节于一体，实现了出版产业上下游之间的无缝链接。公司业务涵盖图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品、网络、手机媒体、户外框架媒体等多种媒介形式，内容资源可以得到多渠道多次利用，同一个选题既可实现纸质出版，也可实现数字出版。

2010年7月，在新闻出版总署发布的《2009年新闻出版产业分析报告》中，湖南出版集团在出版集团总体经济规模综合评价排名中位列第二。中南传媒作为湖南出版集团的上市公司平台，包括了湖南出版集团除了报纸编辑业务以外的基本全部传媒类主营业务和资产。

表 1、国内新闻出版集团总体经济规模综合评价

综合排名	出版集团	综合评价得分
1	江苏凤凰出版传媒集团	3.1993
2	湖南出版投资控股集团	1.4487
3	江西出版集团	1.1703
4	浙江出版联合集团	1.094
5	山东出版集团	1.0862
6	中原出版传媒投资控股集团	0.8014
7	湖北长江出版集团	0.6842
8	安徽出版集团	0.4455
9	中国出版集团	0.3559
10	河北出版集团	0.1082

资料来源：新闻出版总署、第一创业证券研究所

图 1、中南传媒主要子公司

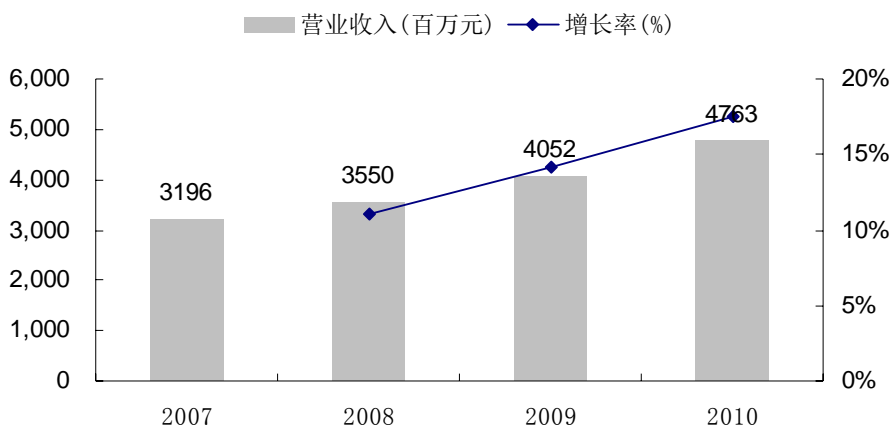


资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



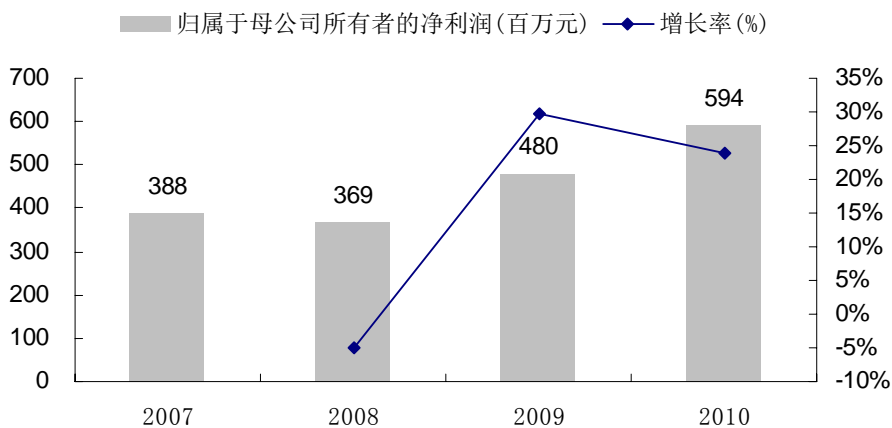
公司的营业收入从 2007 年的 31.96 亿元增长到 2010 年的 47.63 亿元，年均复合增长率为 14.2%。归属于母公司股东的净利润从 2007 年的 3.88 亿元增长到 2010 年的 5.94 亿元，年均复合增长率为 15.2%。

图 2、历年营业收入（百万元）



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

图 3、历年净利润（百万元）

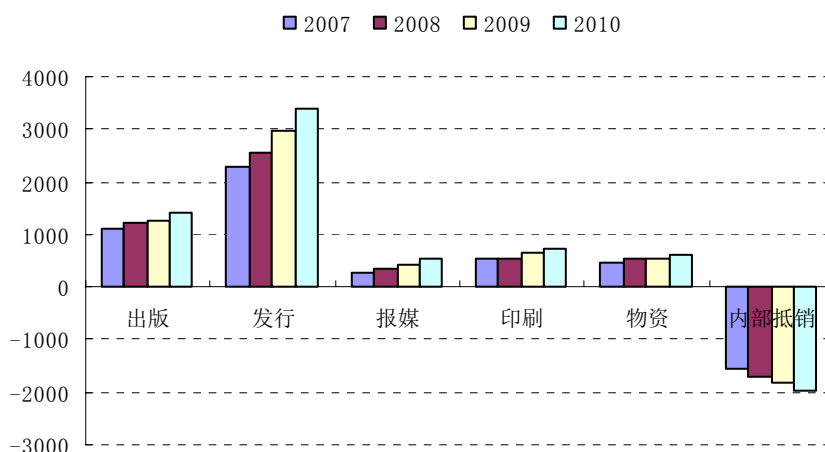


资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

出版、发行、报媒、印刷是公司的主要收入和利润来源。其中近 3 年增长最快的是报媒收入（包括报纸发行、广告、网站收入），从 2007 年的 2.73 亿元增长到 2010 年的 5.47 亿元，收入基本翻倍。



图 4、历年分产品营业收入（百万元）



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

1.2、借政策支持东风，内生和外延发展并进

新闻出版总署在 2011 年 4 月发布《新闻出版业“十二五”时期发展规划》。按照规划，新闻出版业的增加值将从 2010 年的 3500 亿元增长到 2015 年的 8400 亿元，年均增长 19.2%。总产出将从 2010 年的 1.22 万亿元增长到 2015 年的 2.94 万亿元，年均增长 19.2%。

规划中提出大力发展“五大产业”：以内容创新和数字化转型为重点，加快资源整合，继续发展图书、报纸、期刊等纸介质传统出版产业；以业态创新和服务创新为重点，加快新技术应用，大力发展数字出版等战略性新兴产业；以原创创意为重点，快速提高国产动漫出版产品的数量和质量，加速发展动漫游戏出版产业；以技术升级和绿色环保为重点，加快数字化技术推广，坚持发展印刷复制产业；以区域整合为重点，创新出版物传播手段和渠道，积极发展新闻出版流通和物流产业。打造一批大型出版传媒“航空母舰”、重组一批大型印刷复制企业、组建一批大型发行物流集团。鼓励新闻出版产业与其他产业的融合与对接。形成 4—5 家科技含量高、具有自主知识产权、销售额超亿元的数字发行和互联网发行企业。

进一步加快推进传统新闻出版业数字化转型，加快发展数字出版等战略性新兴产业。进一步培育新闻出版骨干企业，鼓励有条件的新闻出版企业跨区域跨行业跨所有制经营和重组，推动新闻出版资源适度向优势企业集中。

加大政府投入，争取国家财政加大对国家出版基金、农家书屋工程可持续发展资金、民族文字出版专项资金、“走出去”专项资金等的支持力度。争取延续并扩大国家对新闻出版业的税收优惠、贸易促进等政策，抓好政策落实。积极争取中央和地方政府对新闻出版领域重大项目的资金支持，加大新闻出版重点项目的实施力度，加快新闻出版改革发展项目库建设步伐，引导和带动新闻出版业发展。制定和公布产业发展和投资指导目录，完善、落实投融资政策。制定和实施出版资源向重点出版传媒企业和基地倾斜的政策，对大型跨地区骨干出版传媒企



业和国家级出版产业基地，在出版资源配置上予以倾斜，鼓励其做大做强。完善版权相关法律、法规和政策制度，扶持版权代理、评估、质押、投资、融资等活动，支持建设版权服务平台。研究改制后新闻出版企业资产管理、劳动分配等新问题，激发企业发展活力。

中南传媒作为出版传媒行业的领军企业之一，将受到国家政策的大力支持做大做强，强者恒强将成为未来出版业的趋势，公司作为行业内的优势企业，将成为行业规划中的“航空母舰”之一。因此未来 5 年公司的增长速度很有可能高于 19.2%的全行业规划年均增长速度。

我们预计公司未来的增长将主要来自三个方面，第一方面是公司现有业务的进一步发展，尤其是湘版教材在全国市场占有率的提升，以及报纸和网络媒体业务在省内领先地位的扩大。第二方面是建立数字阅读平台的战略带来的数字阅读的广阔新市场，和华为强强联合是相比数字阅读市场的其他参与者具有明显的竞争优势。第三方面是通过收购和合作实现快速的外延增长，公司在行业内的地位和充足的财务资源，将使得公司在鼓励跨区域跨行业跨所有制经营和重组的政策下获得实质的收购合作机遇。

我们预计公司未来将会加大跨省并购和战略联合的步伐，可能的并购的目标一方面是公司现有优势主业的出版发行企业，另一方面将是相关的新媒体公司，从而实现在区域和产品两个维度上的相关业务较快扩展。

2011 年一季度末公司持有现金 59 亿元。此外，2011 年 2 月公司与工商银行湖南省分行签订了战略合作协议，工商银行给予中南传媒 100 亿元人民币意向融资额度，有效期为两年。充足的现金和融资额度为公司大规模并购提供了强大的财务支持。

2、教材教辅业务进攻全国市场

2.1、省内中小学教材市场绝对领先

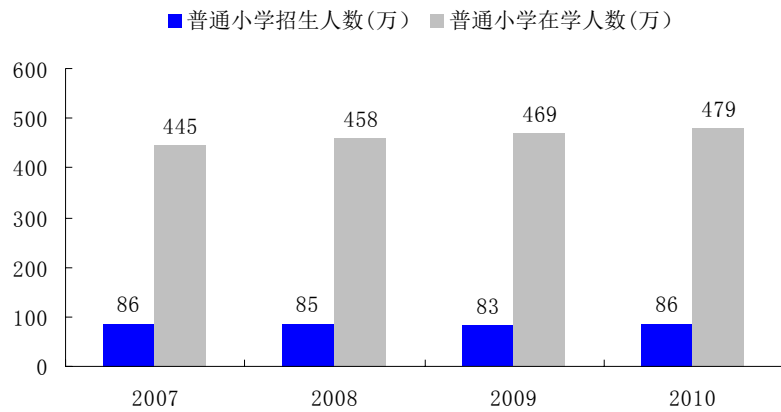
2010 年公司的出版业务中教材教辅出版收入为 10.63 亿元，同比增长 11.8%。教材教辅收入占出版业务收入的 76.2%。2010 年教材教辅的发行收入为 30.18 亿元，同比增长 10.06%，教材教辅占发行业务收入的 81.07%。其中湖南新华书店全年实现教材教辅销售突破 26 亿元。

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出版发行业务中占据绝对主导地位。公司是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。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。最近几年湖南省的小学招生人数基本稳定，而在学人数略有上升，预示未来相当长一段时间内湖南的中小学就学人数将会是稳定略有上升的趋势。同时随着教育投入的增加和民众对教育的日益重视，我们预计湖南省内的中小学



教材市场将保持稳定的增长,而公司将持续受益于其在省内中小学教材市场的主导地位,具有类似公用事业性质的本省中小学教材业务将继续是公司的现金牛业务,每年为公司贡献大量的现金流和利润。

图 5、湖南省小学招生人数和在学人数



资料来源:湖南省统计局、第一创业证券研究所

2.2、湘版教材拓展全国市场

在全国教材市场方面,公司自主开发的“湘版教材”在人教版以外的全国中小学教材市场中属于第一梯队。公司拥有自主开发的美术、音乐、历史、地理等 8 科 9 种 16 套中小学新课程标准试验教材,除湖南本省外,还成功进入全国 28 个省(市、区),在全国地方出版集团中具有较强的竞争力。

图 6、公司部分自有版权教材

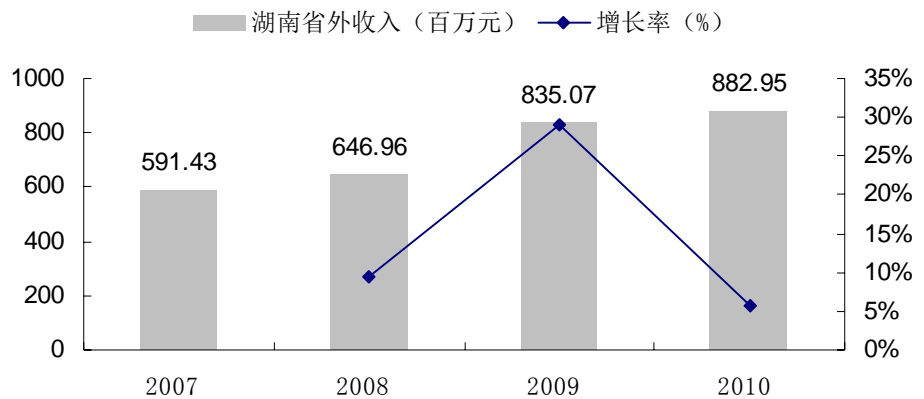


资料来源:公司网站、第一创业证券研究所



湘版教材进入全国各省的市场带动了公司省外收入的稳步增长。公司来自湖南省外的营业收入从 2007 年的 5.91 亿元增长到 2010 年的 8.83 亿元，占公司 2010 年总营业收入的 18.5%。

图 7、省外收入逐步提升



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

湘版教材建立了“教师培训、教学回访、教材评估、课题研究、基地交流、网络互动”全方位、立体化的教材服务体系。湖南省新教材有限责任公司主要承担公司所属出版社开发的国家课程标准实验教材的宣传、推广、培训服务等工作。教材中心已建立了一支由国家课程标准组核心成员、教材编写专家、学科教学专家组成的 260 人的培训专家队伍；在全国范围内强化实验示范基地建设，有效推进了出版资源与教育资源的整合，赢得了实验区的一致认同。通过实施营销推广与培训服务互动，湘版新教材开始跃升为全国新教材市场中有较大影响力的品牌。

湘版教材高中《地理》、《数学》，初中《地理》、《数学》、《化学》、《英语》，小学《语文》、《英语》等已经通过了全国中小学教材审定委员会的审查，其中初、高中《地理》教材市场占有率稳居全国第二。初中《地理》教材在全国 22 个省使用，单册使用学生人数为 2100 万左右；高中《地理》教材在浙江、湖南、黑龙江等 12 个省使用，必修部分单册使用学生人数超过 300 万；中小学《美术》教材已在全国 28 个省投入使用；新课程标准实验教材《音乐》已完成了从小学到高中各年级教材的开发，并且全部一次性通过了教育部专家组的审查，所有品种都被评为 A 级 A 类产品和免检产品，目前正在全国 26 个省中小学使用；初中版《历史》教材进入全国 10 多个省，高中版《历史》教材覆盖课改实验区中的 11 个省、自治区、直辖市。

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，开创了台湾正式从大陆引进正在使用的义务教育数学教科书之先河。

教辅方面，比较有影响的教辅品种包括：《新课标基础训练(小学至高中)》、



《学法大视野》、《单元测试卷(小学、初中)》、《新课标实验探究指导(初中)》、《新课标实验指导和实验报告(高中)》等。

我国的中小学教材市场由原来的人教版一统天下正逐渐走向多样化,具有巨大的市场空间。公司自主开发的教材教辅在全国各地已经建立了销售和服务渠道,并享有一定声誉,未来公司自有版权的教材在全国的市场占有率还有很大的提升空间,我们预计未来教材教辅将带动公司来自省外市场的收入比例继续提高。

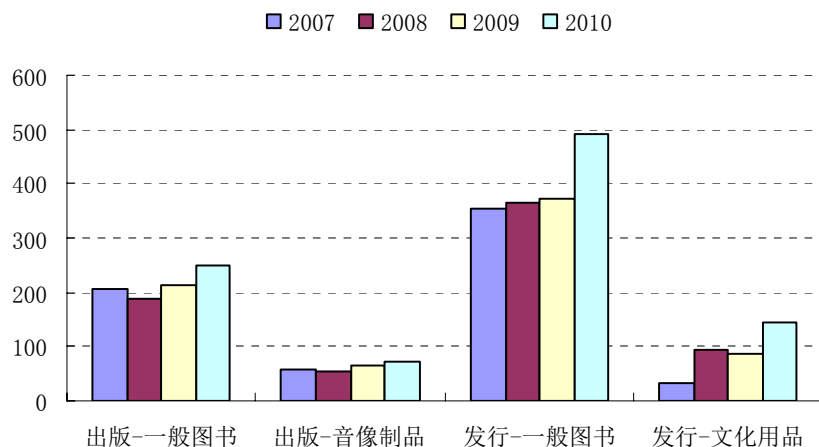
3、图书业务在多个细分市场领先

3.1、一般图书在多个细分市场领先

在一般图书的出版发行领域,公司下属各出版社具有丰富的产品种类,古典名著、科普图书、作文图书、艺术收藏图书位居全国细分市场第一,音乐、医学类图书排名第三。在2009年全国首次经营性出版单位等级评估中,公司下属人民社、科技社、岳麓社、美术社、文艺社等5家出版单位入选全国100家一级出版社,获“全国百佳图书出版单位”荣誉称号,入选数量在全国地方出版集团中位居第二。

2010年一般图书出版收入为2.49亿元,同比增长16.59%。2010年一般图书发行收入为4.91亿元,比上期增长32.34%,湘版一般图书成功进入10多个省份的政府采购项目。自主研发的天闻点读笔投入市场,5个月销量超过12万支,销售额近5000万元,使2010年文化用品销售比上期增长67.05%。

图8、一般图书出版和发行收入(单位:百万元)



资料来源:公司定期报告、第一创业证券研究所

湖南人民出版社以出版人文社科和辞书工具书为主,年出版图书1000多种,



出版的图书既有如《走向世界》丛书、《诗苑译林》、《大中华文库》、《湖湘文库》等社科类巨著，也有如《风云人物阿桑奇首部传记：维基解密》等当下热点图书。

岳麓书社目前已形成中国古典名著品牌图书和湖湘文化图书两个较有影响力的出版板块。中国古典名著品牌包括图文经典系列、四大名著八大系列、古典名著标准读本、古典诗词、古典名著插图本、《古典通俗小说文库》等系列图书，及“五经四书”、《史记》、《汉书》、《三国志》等古籍精品，共计 130 余种，年销售码洋 2000 万元。湖湘文化图书板块，20 多年来全力投入，相继整理出版了《船山全书》、《曾国藩全集》、《左宗棠全集》等一大批湖湘名人著作集，形成了特色鲜明的古籍整理出版风格和湖湘文化品牌特征。

湖南科学技术出版社出版图书涵盖医学、科学普及、经济管理、生活、基础自然科学、工业技术、农业、教材等领域，年出版新书近 500 种，重印书 350 种左右，出版有《今日地产》杂志。2009 年被评为科技类出版社一级出版社，成为百佳出版单位。科普图书方面，《第一推动丛书》等科普图书选择霍金等世界一流科学家的一流科普作品，历经 18 年而长销不衰。《时间简史》、《果壳中的宇宙》等引领了我国科普图书的阅读风潮。经济管理图书方面，出版了美国著名作家弗里德曼所著《世界是平的》、《世界又热又平又挤》，多次登上各类畅销书的排行榜。

湖南文艺出版社年均出版新书 300 多种，年销售码洋达 3 亿元，综合出版能力在全国文艺类出版社中排名第三。湖南文艺出版社是中国三大音乐出版机构之一，年出版音乐类新书 200 多种，在销图书 1000 多种，涉及音乐图书的各个门类，市场占有率稳居全国前三。同时，湖南文艺出版社还是中国两大中小学音乐教材出版基地之一，出版的新课标音乐教材使用范围遍及全国 26 个省市，市场占有率达 30%。在原创文学方面，出版了《青瓷》、《红袖》、《命运》等一大批畅销书。旗下的大型文学期刊《芙蓉》杂志是全国最有影响力的文学期刊之一。

湖南美术出版社出版的图书包括美术教育、艺术生活、收藏类、摄影类等四大板块。

中国的图书人均消费比发达国家尚有很大的差距，而随着经济发展和人们收入水平的提高，通过图书获取知识和享受休闲的需求将会持续提高。我们预计公司的一般图书出版发行收入未来长期将会有较大的发展空间。

3.2、动漫图书引进加原创

除了利用自身强大的出版选题能力，公司正在加强和其他拥有优秀内容的国内外公司和作者的合作。

全资子公司天闻动漫公司在 2010 年 3 月与角川集团中国有限公司组建合资公司，致力于发展在中国大陆的漫画、轻小说书刊、影视动画、数字媒体等出版策划业务。天闻动漫公司出资约 1,530 万元，占合资公司 51% 出资。角川集团是日本东京证交所上市的大型传媒集团，业务跨越出版、影视及数字媒体等多个领域，是日本三大动漫出版机构之一。目前，公司已经从角川集团正式取得授



权，陆续引进一系列动漫轻小说。此外，公司还专门从角川本部和台湾角川聘请资深动漫人士来到广州，牵头动漫产品的开发工作。“天闻角川”一方面将充分利用中南传媒的多渠道优势，另一方面，将借鉴角川集团的跨媒体整合营销手法，将优良的内容应用于平面、影视、网络、手机等各种媒介，学习并实践其“一种资源，多种用途”的理念。

图 9、天闻角川动漫部分图书



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

公司除了和角川的合作，子公司天闻动漫具有主打产品《虹猫蓝兔》半月刊，上半月出版《虹猫蓝兔》杂志，以 7-12 岁读者为核心读者，下半月出版低幼版《虹猫蓝兔·开心智趣园》杂志，以 3-6 岁儿童为核心读者。同时天闻动漫与湖南金鹰卡通频道签订战略合作协议，将全新打造《天漫·金鹰卡通》杂志。

2011 年 1 月，公司与北京博集天卷图书发行有限公司管理团队在北京签署了战略合作协议，各方拟共同出资成立中南博集天卷文化传媒有限公司（筹），注册资本 6000 万元，其中，中南传媒出资人民币 300 万元，持有中南博集天卷 5% 的股份，中南博集天卷将主要从事图书、期刊、报纸、电子出版物批发和零售业务。博集天卷则为国内大型民营图书发行企业，旗下拥有《杜拉拉升职记》系列、《浮沉》系列、《宽心》系列等图书版权。

3.3、图书发行发挥卖场和物流优势

湖南省新华书店有限责任公司是国家一级出版物批发企业、出版物总发行单位，下辖 14 个市州分公司、86 个县市分公司和湖南省图书进出口公司、湖南华翰文化有限责任公司、湖南华瑞物流有限责任公司 3 家全资子公司。公司全面实施连锁经营战略，建立了覆盖全省新华书店的连锁经营平台，目前拥有直营连锁门店 300 多处，形成了专业发行网络，构建了涵括出版物发行、文化用品、数码产品销售的产业体系，综合实力在全国新华书店系统位列前五强。

虽然传统书店的图书销售模式日益受到网上书店的低价冲击，但我们预计新



华书店的网点资源可以转化为内容更丰富的零售和娱乐商业模式，尤其是处于较好地理位置的门店。未来湖南省新华书店的发展第一方面是来自于传统门店的改造与建设，例如中南图书大厦、麓山文化广场、衡阳书城、邵阳数码产品旗舰店、张家界图书城等，从单纯卖书到经营多种文化相关产品。第二是向电子商务转型。第三是加强和发挥其在省内的物流优势。

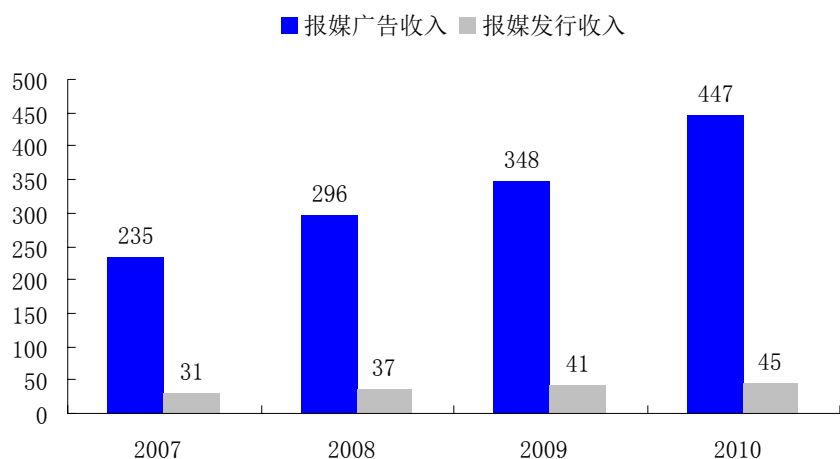
在公司的 IPO 募投项目中包括了湖南省新华书店区域中心门店改造升级项目，对公司所辖全省新华书店网络的区域中心门店进行改造升级，以构筑优质的经营网络为目标，全面加强硬软件建设。项目拟对包括湖南省图书城、长沙市袁家岭新华书店、常德新华书店、衡阳图书城及衡阳常胜书店、怀化市分公司中心门市部、邵阳市湘中图书城、永州市湘南图书城、岳阳新华书城、张家界图书城、郴州图书城等区域中心门店进行改造升级，合计改造面积 42,445 平方米。通过完善卖场硬件设施，扩大卖场规模，强化时尚数码等新兴文化科技产品销售功能，提高卖场的综合竞争能力，提升卖场盈利水平。

4、报纸、互联网、框架媒体等多渠道已具雏形

4.1、潇湘晨报在湖南报业市场优势明显

公司的报媒业务的广告收入从 2007 年的 2.35 亿元增长到 2010 年的 4.47 亿元，年均复合增长率为 24%，发行收入从 2007 年的 0.31 亿元增长到 2010 年的 0.45 亿元，年均复合增长率为 13.3%

图 10、历年报媒广告和发行收入（百万元）



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

公司报媒业务的主要收入来自潇湘晨报的经营收入。公司拥有湖南省第一大报《潇湘晨报》的独家广告经营权和发行权。潇湘晨报是一份大型综合类都市日



报，以长、株、潭为中心，面向湖南全省城镇发行。《潇湘晨报》作为湖南第一纸媒，《潇湘晨报》常规版对开 32 版，彩色印刷，期发量超过 52 万份，受众逾 200 万人，是湖南省发行量和广告收入第一的报纸。《潇湘晨报》发行覆盖湖南全省 14 个州（市）。潇湘晨报经营公司拥有 1600 多人的发行队伍，采取以省会长沙为核心，以长沙、株洲、湘潭三地为中心，按经济总量和消费能力划定的三环结构向全省中心城市梯级辐射的发行策略，

湖南报业市场的主要竞争市场参与者分别为：《潇湘晨报》，长沙晚报报业集团出版的《长沙晚报》及湖南日报报业集团出版的《三湘都市报》。根据湖南省新闻出版局统计，2008 年，湖南报业市场三家主要报纸《潇湘晨报》、《长沙晚报》及《三湘都市报》的广告收入总量达 5.2 亿元。而《潇湘晨报》保持了广告收入总量最高、总印数和总印张数最大的市场地位。2008 年的广告收入达到 2.7 亿元，占三报广告收入总量的 52% 左右；总印数达到 18,462 万份，占三报总印数的 46% 左右。我们预计《潇湘晨报》在湖南的领先地位将会继续巩固，随着省内读者收入和消费水平的提高，作为区域报媒领先者的广告收入在未来几年还将保持较快增长。

此外，公司还经营《潇湘晨报手机报》、由潇湘晨报社授权经营《快乐老人报》。潇湘晨报社与潇湘晨报经营公司于 2010 年 3 月 18 日签署了《关于〈快乐老人报〉经营业务的授权经营协议》，潇湘晨报经营公司每年向潇湘晨报社支付人民币 230 万元，作为取得经营性业务授权之对价。2009 年底，晨报抓住“银发经济”市场，创办了一周两刊的《快乐老人报》，受到市场欢迎，2010 年发行量已达 20 万份，目标发行量是做到一百万份。随着国内退休人群的增加，在全国范围内《快乐老人报》将有希望成为这一细分市场的前两名。

4.2、互联网和框架媒体利用内容优势

公司互联网业务 2010 年的收入为 2030 万元，互联网业务主要为无线增值、广告业务，主要网站是红网（网址 <http://www.rednet.cn>），红网自 2001 年成立以来，以“打造以湖南新闻门户网站为旗帜的综合网络服务平台”为目标，是湖南省重点新闻门户网站。红网拥有省直部门网群和市州及县市区分站。根据 Alexa 在 2011 年 5 月统计，红网的访问量在中国网站中排名第 183 位，湖南地区首位，远高于湖南其他的地方门户网站。红网每天 110 万独立 ip，1100 万 pv（页面浏览量），点击率（hits）过亿，浏览网友 250-300 万。

公司与拓维信息合资成立了北京掌上红网文化传播股份有限公司。2010 年名师网实现改版上线。公司未来将推出基于社区业务的青少年娱乐服务平台，引入在线游戏和 SNS 青少年社区。

公司户外框架媒体业务以电子新闻屏为依托，致力于打造一个方便、快捷的政务公开与信息查询的工具。红网传媒的竞争优势在于独特的资讯内容。区别于以往单纯广告的楼宇框架媒体，红网传媒为广大受众提供权威的新闻、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。目前，红网传媒的互动框架网、资讯框架网两大网络既全面覆盖了长沙市各商务场所，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。目前本公司在长沙市已拥有约 1000 块电子显示屏。



由于公司的出版和报业具有丰富的内容资源,因此当公司扩展到多种媒体渠道的时候,其内容优势是区别于竞争对手的最大优势。我们预计公司未来将把握机会进入更多的媒体领域,例如移动互联网,电视、广播等,进一步完善公司的全媒体产品线,从而发挥优势内容在多种媒体的多样化传播的协同效应。

5、强强联手开拓数字阅读和数字教育大市场

5.1、与华为合作强强互补

2011年1月,公司与全球第二大通信设备服务商华为签约,达成股权合作协议共拓全球数字阅读市场。根据双方签署的协议,双方将对中南传媒旗下的新媒体公司天闻数媒科技(北京)有限公司进行增资重组。增资重组后的天闻数媒注册资本金将达到3.2亿元,其中,中南传媒占股比例为51%,华为占股比例为49%。

公司与华为的合资是强强联合,公司丰富的教材和图书内容资源、多种媒体出版的资质和地位,与华为强大的技术能力和全球网络,形成了完美的互补型合作。手机、平板电脑、电子书终端正在成为图书阅读的新的的重要途径,数字阅读是行业发展的长期趋势。中南传媒是“电子书内容标准项目组”的6家副组长单位之一,将参与到电子书格式、质量、平台、版权等方面的行业及国家标准的研究制定中。

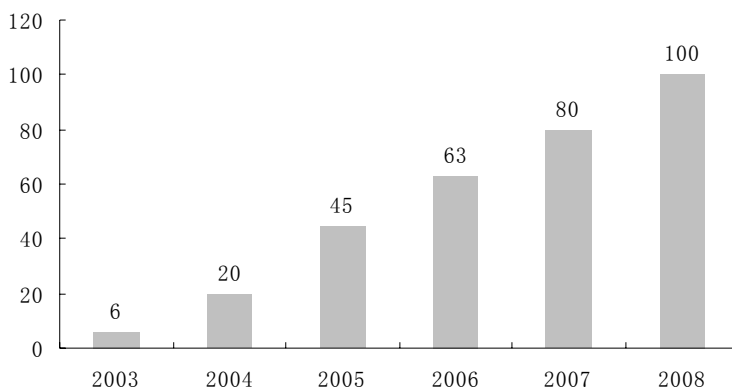
华为是全球最大的通讯设备供应商之一,和全球160多家运营商是合作伙伴,并且已经在海外多个国家运营手机报等服务。与华为合作是实现国家“文化走出去”战略切实可行的路径,华为的技术服务于中国移动阅读基地的技术平台和大部分客户端,以及国外几十家运营商数字阅读平台,是国内乃至全球最成熟的数字出版技术提供商之一。天闻数媒的客户端嵌入华为各种终端成为可能,让天闻数字内容产品的销售通道得到极大拓展,同时也为电子书包等新业务试点提供了丰富的硬件终端和强有力环境支持。

以往华为的合资公司在成立后都有相当好的增长。例如华为和3COM在2003年合资成立的华为3Com(后改名为H3C),其销售额在2008年已经增长到接近100亿元。中南传媒和华为合资的天闻数媒的未来前景同样值得期待。

目前天闻数媒在数字资源全屏营销传播运营服务平台的基础上,布局了四大产品线:海外数字出版平台、三网融合创新教学平台、电子书包技术试验及示范工程项目、运营商手机阅读业务线。与国内外电信运营商,各类终端厂商、芯片商、移动终端软硬件解决方案提供商、互联网平台以及终端线下营销渠道等九大渠道建立了深度合作关系,形成了庞大的数字资源全屏营销分发体系。天闻数媒主要是为各类上网终端适配和策划合适的内容,公司业务定位为面向全球华语市场的数字资源全屏营销、传播、运营服务商。数字资源整合平台打通各类数字资源营销通道,面向手机、阅读器、PC、TV等各类终端用户,开放运营电子书、手机报、数字教育、数据库等数字内容产品与服务。



图 11、H3C 成立后营业收入快速增长（单位：亿元）



资料来源：IT 经理世界、第一创业证券研究所

天闻数媒把握先机，未来很有希望成为重要的在数字教育和数字阅读平台型企业。我们预计 2012 年开始天闻数媒将开始贡献具有一定规模的收入和利润，并且在未来 5 年中保持快速增长，成为公司的重要增长来源。很有可能会成为数字阅读市场举足轻重的领先者之一。

5.2、凭教材和渠道优势占先数字教育市场

中国具有全球最大的学生市场。根据教育部的统计数据，2009 年全国小学在学人数为 1.01 亿人，中学和中专在学人数为 1.01 亿人，包括全日制和在职的高等教育在学人数为 3283 万人。各类学校的在学人数合计为 2.35 亿人。庞大的学生规模决定了中国教育市场的规模。而中国的教育相关产业的发展正处于在刚开始起步的阶段，由于原来的产业化基础较低，因此教育市场的高速增长未来将持续相当长的时间。

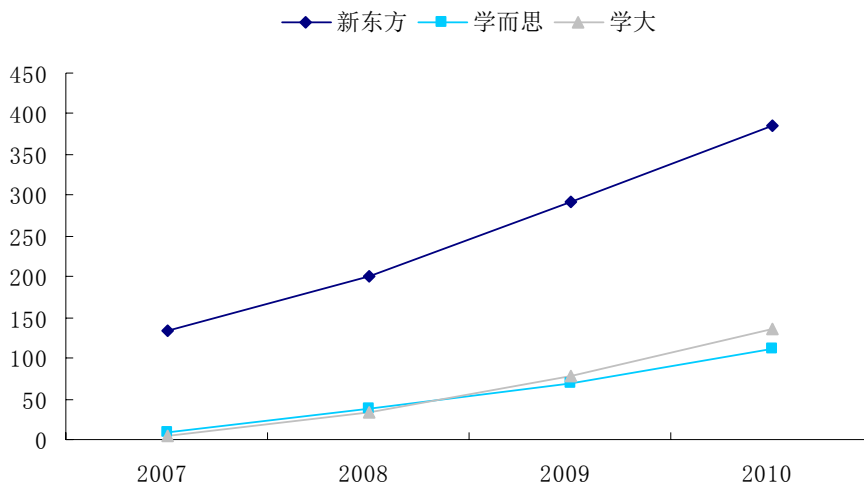
以在海外上市的三家中国教育类公司新东方、学而思、学大为例，其营业收入从 2007 年到 2010 年的年复合增长率从 43% 到 214% 不等。其中新东方 09-10 财年（财年截止日 5 月 31 日）的营业收入为 3.86 亿美元，而 10-11 财年的营业收入已经达到 4.21 亿美元。尽管这三家公司主要业务是在教育中的不同细分市场，但都获得了高速的成长。而天闻数媒进入的数字教育包括电子书包市场，主要面向中小学学生，是教育市场中的主力市场，其市场潜在规模更大得多。电子书包和联网教育是未来教育数字化的大趋势，我们预计未来中国数字教育市场将是几百亿元到上千亿元的规模。

根据《新闻出版业“十二五”时期发展规划》的电子书包研发工程，将研究开发以网络环境为依托，由移动终端设备、电子教学服务平台、资源加工出版支撑体系以及教育教学数字内容共同构建，参与者通过使用终端设备来进行教学活动的电子书包工程。工程一期启动电子书包研发工作并展开小范围试点；二期进行优化调整并在部分地区推广；三期进行全国范围推广工作。教育电子化数字化将是未来规模上千亿的市场，公司在中小学教材的内容优势，以及和各省教育部



门的渠道优势，结合华为的软硬件优势，将在这一市场占得先机。在数字教育市场上公司未来的产品将通过移动终端、互联网、电视等多种渠道分发。充分利用公司的多介质的渠道优势。

图 11、中国教育类上市公司营业收入高增长（单位：百万美元）



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

“名师网”将整合进天闻数媒中并大力发展。“名师网”于2008年底创办，目前已有数百位特高级名师与网站签约合作，组成了国内数量最多、级别最高的名师辅导服务群。2010年5月，名师网完成第二次改版，“名师网”以“技术驱动教育，名师辅导，个性化、标准化学习”为主要特色，以学习者为中心，融合学力测评、社会化学习等先进教育理念，综合运用先进的网络教育技术手段，构建真正满足学习者个性需求的学习模式与学习流程，并汇聚全国名师及优质教育资源，面向学生提供最优质的学习辅导和资源服务，面向教师提供最便捷的知识增值平台服务，并以在线即时视频互动为主，构建多层次教与学互动体系，致力于打造中国第一基础教育互动学习社区。

公司与中广传播集团有限公司于2011年5月13日在中国深圳市共同签署了《三网融合创新教学平台及电子书包应用系统业务战略合作协议》，双方就三网融合创新教学平台及电子书包应用系统业务合作之项目——睛彩中南空中教学项目开展战略合作。睛彩中南空中教学项目是在中国移动多媒体广播网络中运营的一项数据推送增值业务，中南传媒子公司天闻数媒科技全权负责睛彩中南空中教学业务全国统一的前端平台业务信息源集成，其中包括各类数字教育资源的引入、教育栏目设计及总集成。双方将推动中国移动多媒体广播CMMB成为三网融合数字新媒体教学领域的行业技术标准之一。

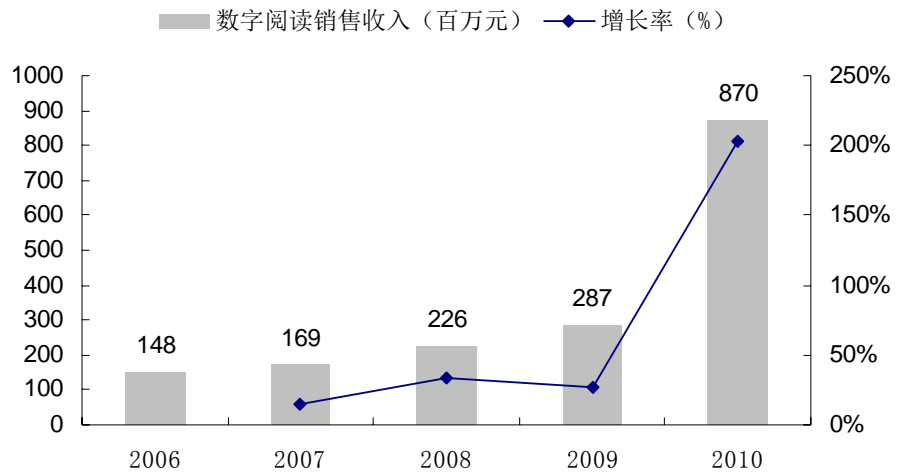
5.3、进军数字阅读

中国的图书数字阅读市场从2009年的2.9亿元增长到2010年的8.7亿元，



增长率为 203%。主要是手机阅读在 2010 年开始启动。我们认为数字阅读在 2010 年的高增长仅是一个开始，随着智能手机、平板电脑，电子书终端等移动阅读设备的快速普及，便捷随时随地可以阅读的随身终端将会使人们充分利用各种空闲时间进行阅读，从而在纸面阅读以外带来更多的数字阅读消费。中国的手机用户数很快将超过 9 亿，假设通过手机、平板电脑，电脑等终端进行阅读的用户数量有 2 亿，月均消费为 5 元，则数字阅读市场一年的收入规模将为 120 亿元。

图 12、中国数字阅读市场收入（单位：百万元）



资料来源：中国图书商报、第一创业证券研究所

公司开发并运营了电子书、手机短彩信、数据库、原创内容网站等多种数字内容产品。短期产品方面，开发了手机故事报、花季学英语等 6 份手机报，并开展了移动阅读业务和数字动漫、漫画运营等业务。中期产品的主要形态包括现在正在优化的数字阅读交易平台 PC 端软件。此外还有“天闻悦读”通用手机客户端软件，用以覆盖除 PC 端外的其他各类移动终端。同时，搭建了“天闻故事吧”网站，打造中国故事阅读与互动写作数字出版第一平台。在手机阅读与湖南联通阅读基地进行合作。

6、盈利预测和投资评级

公司 2010 年的 EPS 是 0.33 元，对应静态市盈率为 29 倍。我们预计公司 2011 年到 2013 年的 EPS 将分别是 0.44 元、0.55 元、0.70 元，对应当前股价的市盈率分别为 22 倍、17 倍、14 倍。公司不考虑持有现金的市盈率事实会更低。如果在当前总市值中减去公司在 2011 年 1 季度末持有的 59 亿元净现金，按照 2011 年不计利息收入的预测净利润计算的市盈率仅为 15 倍。

公司作为出版传媒行业的第一集团军，在未来 5 年行业的提速发展中，其在教材和一般图书的优势将进一步增强。而大规模进入数字阅读领域和对外收购合作将可能会带来超出预期的增长。如果给予 2011 年不计利息收入的预测净利润



(每股 0.407 元)以 25 倍到 30 倍市盈率,加上公司持有的现金(每股 3.29 元),折合每股合理价值在 13.45 到 15.48 元之间。上调评级至“强烈推荐”。

表 2、盈利预测(单位:万元)

项 目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	405,232	476,258	548,537	638,443	743,986
减: 营业成本	239,006	283,463	320,254	366,996	420,684
营业税金及附加	4,952	5,469	6,620	7,872	9,376
销售费用	46,169	53,862	61,985	70,867	81,094
管理费用	65,588	74,732	86,120	97,682	110,854
财务费用	-896	-1,543	-5,624	-6,118	-6,952
资产减值损失	4,371	5,668	5,211	6,003	6,992
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	52	48	46	46	46
二、营业利润	46,094	54,656	74,017	95,187	121,984
加: 营业外收入	3,577	6,792	7,132	7,488	7,863
减: 营业外支出	896	1,323	1,389	1,458	1,531
三、利润总额	48,774	60,125	79,760	101,217	128,315
减: 所得税费用	27	0	80	202	385
四、净利润	48,748	60,125	79,680	101,015	127,930
归属母公司净利润	47,959	59,372	78,644	99,500	125,755
少数股东损益	788	752	1,036	1,515	2,175
五、总股本(万股)	179,600	179,600	179,600	179,600	179,600
六、摊薄每股收益(元/股)	0.27	0.33	0.44	0.55	0.70

资料来源: 第一创业证券研究所

表 3、分业务营业收入预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入合计(百万元)	3549.85	4052.32	4762.58	5485.37	6384.43	7439.86
增长率(%)	11.1%	14.2%	17.5%	15.2%	16.4%	16.5%
出版(百万元)	1234.58	1243.57	1,395.28	1601.36	1832.31	2096.68
增长率(%)	13.1%	0.7%	12.2%	14.8%	14.4%	14.4%
出版-教材教辅(百万元)	980.81	950.82	1,063.17	1212.01	1381.70	1575.13
增长率(%)	19.6%	-3.1%	11.8%	14.0%	14.0%	14.0%
出版-期刊(百万元)	6.07	7.74	8.73	10.04	11.55	13.28
增长率(%)	5.4%	27.5%	12.8%	15%	15%	15%
出版-其他(百万元)	6.97	4.75	0.49	0.49	0.49	0.49
增长率(%)	186.8%	-31.9%	-89.7%	0%	0%	0%
出版-一般图书(百万元)	186.36	213.85	249.33	294.21	341.28	395.89
增长率(%)	-9.1%	14.8%	16.6%	18%	16%	16%
出版-音像制品(百万元)	54.37	66.41	73.57	84.61	97.30	111.89
增长率(%)	-6.7%	22.1%	10.8%	15%	15%	15%
发行(百万元)	2,554.61	2,957.47	3,383.74	3,936.37	4,530.61	5,217.39



增长率 (%)	11.8%	15.8%	14.4%	16.3%	15.1%	15.2%
发行-教材教辅(百万元)	2,077.64	2,492.63	2,743.27	3154.76	3596.43	4099.93
增长率 (%)	10.7%	20.0%	10.1%	15%	14%	14%
发行-文化用品(百万元)	93.73	85.65	143.09	186.02	232.52	290.65
增长率 (%)	174.0%	-8.6%	67.1%	30%	25%	25%
发行-一般图书(百万元)	365.42	371.03	491.03	589.24	695.30	820.45
增长率 (%)	2.7%	1.5%	32.3%	20%	18%	18%
发行-音像制品(百万元)	17.82	8.16	6.36	6.36	6.36	6.36
增长率 (%)	0.4%	-54.2%	-22.1%	0%	0%	0%
报媒及数字阅读(百万元)	346.14	414.33	546.85	758.78	985.83	1275.18
增长率 (%)		19.7%	32.0%	38.8%	29.9%	29.4%
报媒-报纸发行(百万元)	36.87	40.81	44.85	50.23	56.26	63.01
增长率 (%)	19.7%	10.7%	9.9%	12%	12%	12%
报媒-电子出版物(百万元)			0.17	3.57	7.14	11.42
增长率 (%)				2000%	100%	60%
报媒-广告发布(百万元)	296.27	347.89	446.65	558.31	669.98	770.47
增长率 (%)	26.3%	17.4%	28.4%	25%	20%	15%
报媒-其他(百万元)	3.85	5.28	34.87	52.31	73.23	95.20
增长率 (%)	531.1%	37.1%	560.4%	50%	40%	30%
报媒-网站(百万元)	9.15	20.35	20.3	24.36	29.23	35.08
增长率 (%)	30.9%	122.4%	-0.2%	20%	20%	20%
数字阅读(百万元)				70	150	300
增长率 (%)					114.3%	100.0%
物资-纸张、印刷耗材等(百万元)	521.78	519.9	613.63	705.67	811.53	933.25
增长率 (%)	9.2%	-0.4%	18.0%	15%	15%	15%
印刷业务(百万元)	540.11	656.73	724.44	834.051	960.3399	1105.8674
增长率 (%)	-1.9%	21.6%	10.3%	15.1%	15.1%	15.2%
印刷业务-防伪产品(百万元)	6.29	8.01	9.45	11.81	14.77	18.46
增长率 (%)	44.6%	27.3%	18.0%	25%	25%	25%
印刷业务-印刷产品(百万元)	533.82	648.72	714.99	822.24	945.57	1087.41
增长率 (%)	-2.2%	21.5%	10.2%	15%	15%	15%
内部抵销(百万元)	-1,712.79	-1,809.31	-1,977.80	-2350.87	-2736.18	-3188.51

资料来源：第一创业证券研究所

7、风险提示

风险因素：纸张和人工成本上升，中小学教材循环使用导致教材购买量减少，政府对中小学教材定价的限制等。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120