

文化与传媒行业——出版业

维持评级：增持

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
中南传媒	-3.4	-7.73	-28.88
沪深 300	-4.57	-7.36	-6.36

市场数据 2011.9.21

当前价格 (元)	9.10
52 周价格区间 (元)	8.60-15.09
总市值 (百万)	16344
流通市值 (百万)	3622
总股本 (万股)	179600
流通股 (万股)	39800
日均成交额 (百万)	28.08
近一月换手 (%)	16.84

相关报告

2011.9.20《国海证券 * 新消费主题 * 中南传媒：未来的数字出版龙头 * 增持》
2011.7.4《国海证券 * 专题研究 * 三网融合专题之四：哪里才是移动互联网的破冰点 * 强于大市》

分析师

栾雪飞 执业证书编号：S0350210060002
电话：0755-83716973
邮件：luanxf@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

是 否

- 盈利模式借鉴 1：苹果 iTunes——从物理唱片到网络音乐，“正版音乐分享商务模式”一次史无前例的革命；盈利模式借鉴 2：亚马逊 Kindle——亚马逊数字媒体战略的核心。从纸质图书到电子书，与苹果 iTunes 相媲美的另一场革命；
- 我国数字出版路在何方？谁最有可能成为产业链的领军者？五大阵营方各有千秋，优劣参半，谁手握资金或内容？并最想在平台运作中脱颖而出？谁能够最先、最大程度的整合内容资源，谁就具备了建立网上发行平台的基本条件。以百度为代表的发行平台和以中南传媒为代表的出版商和报业商优势较大。由于中南传媒雄厚的现金情况和与华为建立“天闻数媒”取得的技术外脑的突破，以及手握报业这一目前最先成功突破的业务形态，胜算再加一筹；
- 估值与投资评级。预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.41/0.48 元，当前股价（8.81 元）对应 PE 分别为 21/18 倍。相比其他出版发行类公司，公司充分利用“编辑”和“营销”两大优势最大化实现“传播”本质；传统出版发行和报媒业务构筑安全边际，数媒业务带来成长弹性空间；高市场敏感度和强势技术平台嫁接，两者结合，使得公司最有希望率先成长为数字出版龙头；数媒蓝海开拓在未来 1-2 年内业绩尚有不稳定性，给予一定的估值折价。在我们的视野范围内，从未遇见第二家公司，像公司这样全产业链、多介质、多目标群的覆盖如此多的业务，一方面，纵观国内外优秀企业，只有对行业有相当把控能力的公司才有底气进行“全产业链覆盖”，另一方面，公司理应适当收缩业务阵线，集中精力发展优势业务。但是事实上，仔细梳理公司业务发现，公司始终立足“出版发行”主业，定位“教育阅读”和“大众阅读”的思路在传统出版和数字出版都一脉相承，一次内容多次开发，形散神聚。综合以上线索，首次给予公司“增持”的投资评级。

预测指标	2009	2010	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	3983	4686	5529	6580
营业利润 (百万元)	487	601	738	863
净利润 (百万元)	487	601	738	863
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.33	0.41	0.48
摊薄每股净资产 (元)	1.5	3.9	4.3	4.8
ROE (%)	18	8.5	9.55	10

引子：对上篇报告的一些补充

- 1) 补充证明：市场对数字出版的看法，我们的不同观点；
- 2) 鲜明提出：所有公司的根子在于股权结构，通过对公司股东和管理层关系的再思考，认为公司可享有治理溢价；
- 3) 补充说明：对公司和华为“天闻数媒”合作成功概率更大的原因；
- 4) 补充说明：通过“新教材有限公司”加强对全国营销渠道的控制。

补充一：数字出版尚无明确盈利模式，底气究竟从何而来？

盈利模式借鉴 1：苹果 iTunes——从物理唱片到网络音乐，“正版音乐分享商务模式”一次史无前例的革命

萌芽：设想的商业模式是，利用苹果的软硬件平台，由用户通过互联网下载正版歌曲，按照下载的单曲数量付钱给苹果，然后苹果和各大唱片公司分账。大多数歌曲定价 0.99 美元；

起步：最大的难点在于，之前卖正版 CD 的唱片公司盈利模式是“卖专辑”，他们不容易相信苹果能够改变网民此前免费下载 MP3 的习惯，并且当时的客观条件是，第一，iTunes 和 iPod 用户数量不多，第二，低廉的单曲下载价格——如此，实现更高的盈利增长成为这些唱片公司最大的疑虑；

突破：秘诀在于注重“谈判的顺序”。乔布斯利用天才的营销能力，集中精力说服最大的客户，其他客户便如多米诺骨牌一样倒下。先从华纳、环球、百代开始谈。以退为进，说服他们的理由恰恰是苹果自身的弱点——iTunes 和 iPod 用户少，新模式仅用于尝试，不会威胁到传统唱片业的地位；同时打出“唱片公司整合收购牌”，明确指出技术换代迟早要来。不出几个月，苹果连索尼也一并说服，顺利拿到了几乎所有主要唱片公司的支持；

上路：2003 年 4 月，iTunes 音乐商店正式上线，用户可直接在网

上商店购买歌曲，iTunes 开始成长为公司强大的平台。并坚持采用封闭技术，iTune 应用商店的内容不能在 iPod 之外的任何便携设备上播放；

成功：音乐商店取得了巨大的成功，不仅带动了 iPod 的销售（上市 5 年半，全球销量 1 亿台），而且为唱片公司开辟了全新的销售渠道。不到三年，音乐商店就有了 200 多万首正版音乐。今天，欧美几乎所有主流唱片公司都已将 iTunes 音乐商店作为新专辑发布的第一选择。2011 年 6 月，iTunes 音乐商店在 8 年里总共卖掉了 150 亿首歌曲。其社会地位，用《哈利波特》饰演狼人教授卢平的 David Thewlis 的话说就是，这是 21 世纪最伟大的发明；

复制：在经年按兵不动中，顺流而下踩准“正确的时机”，苹果不断将 iTunes 音乐商店的成功运营模式复制到其他领域，随着 iPhone 和 iPad 相继推出，苹果 iTunes 商店开始销售电子图书。到 2011 年 6 月，在两三年内，图书累计销售达到 1.3 亿本，这是一个非常惊人的数字。2008 年 7 月，苹果开创性的发布了 iTunes 应用商店（App Store），改变了传统的软件销售模式。开发者为苹果开发的软件交由 iTunes 应用商店销售，然后分账，这大大提高了中小开发者的积极性，也促进了 iPhone 和 iPad 的销售（截至 2011 年 6 月，iPad 在发布后的短短 14 个月内销售 2500 万台，使用 iOS 操作系统的三大设备 iPhone、iPad、iPod touch 累计销售总量达到令人震惊的 2 亿台）。截至 2011 年 6 月，iTunes 应用商店已拥有 42.5 万个应用程序，应用程序下载量超过 140 亿次，为开发者带来收入 25 亿美元。2010 年，苹果把 iTunes 应用商店复制到台式机和笔记本领域，Mac OS X 用户也可通过网络购买软件。2011 年，苹果推出 iCloud，用户可在 PC、iPhone、iPad 之间同步数据和应用程序；

评价：乔布斯用其强大的未来思辨术和每一步都精确无误的时机把握，总是乐于去“定义一个新市场”，而不是参与到众多公司为一款前景难料的产品制造生存空间的战争中去。目前的市场格局是，苹果依靠封闭式全产业链的系列终端、iTunes 平台、封闭技术的小宇宙，与 Google 的 Android 开放式平台，展开类似当年苹果与微软在 PC 市场竞争的新一轮的对决。目前苹果占据了 70% 的数字音乐播放器市场份额和 90% 的在线音乐下载市场份额；

盈利模式借鉴 2: 亚马逊 Kindle——亚马逊数字媒体战略的核心。 从纸质图书到电子书，与苹果 iTunes 相媲美的另一场革命

从硬件开始: Kindle 并不是第一款电子书阅读器,成功的主要因素在于其强大的电子墨水技术带来的类似于纸质图书的阅读体验以及非常低廉的阅读器价格(Kindle 价格亲民,这种免费送刀架再卖刀片的“剃须刀”营销模式将促进电子书业务成长),使得单一阅读功能的专业阅读器 Kindle 在多功能导向的平板电脑时代仍有可能获得成功。在这一点上,贝佐斯和乔布斯英雄所见略同,相较于做一个亦步亦趋的跟风者,探索和创造更有趣,因此他致力于成为引领行业潮流的开创者,雄心勃勃打造阅读器 No.1。目前电子阅读器市场特征是,索尼、谷歌、富士通、华硕、明基纷纷涉足;

向平台完善: 2010 年,亚马逊开始开发 Kindle 应用平台 Kindle Store,这是一个 Kindle 图书资源的唯一下载渠道,着力培养用户养成从 Kindle 商店购买电子书的习惯。盈利模式是“内容+终端”。伴随移动互联网发展,公司将盈利重点放在了为 iPad 和 Android 等智能手机提供电子书的业务上;

各方合作: 自建终端与平台,与内容商、电信运营商有序合作。亚马逊为内容商提供文件格式、版权管理服务,使传统出版商快速进入数字出版领域,凭借数字出版流程优势,亚马逊获得了较强的内容资源定价权。与电信运营商 Sprint 合作,提供无线下载传输和实时更新功能;

成功秘诀: 经年累月图书代理商的角色,积累了足够的内容资源,在此基础上,我们再次看到了贝佐斯和乔布斯英雄所见略同之处,苹果从终端源头起家,亚马逊从内容源头起家,最终建立了内容-平台-终端的全产业链的小宇宙。

我国数字出版路在何方? 谁最有可能成为产业链的领军者?

我国数字出版产业同样受到全球产业气候影响,并受到来自于版署的政策推动。今年 4 月,版署发布《新闻出版业“十二五”时期发展规划》,

提出包括“顺应数字化、信息化、网络化趋势，推进新闻出版业转型和升级”在内七方面任务；同时发布《数字出版业“十二五”时期发展规划》明确提出，十二五末，数字出版总产出力争达到新闻出版产业总产出的25%，在全国形成8-10家年产值超百亿的国家数字出版基地或国家数字出版产业园区，建成5-8家集书报刊和音像电子出版物于一体的海量数字内容投送平台，形成20家左右年收入过10亿的有国际竞争力的数字出版企业。作为典型的资金密集+技术密集型行业，数字出版2010年产值突破1000亿，5年年均增幅50%，是新闻出版业的战略新兴产业；

数字出版阵营：目前国内的数字出版阵营可大致分为五类（表1）。一是产业链上游的《读者》、解放日报等出版社、报业的内容方，自己开发或者合作开发电子书或数字出版平台（内容+平台或终端）；二是产业链中游的平台商，如百度、盛大、淘宝、龙源期刊，定位正版电子书的阅读平台；三大电信业务运营商，拥有阅读基地和手机阅读业务（平台+终端）；处于产业链下游做终端的第四方，以大唐电信（合作方为新华社、教育部）、汉王科技（合作方为新华文轩）为典型，在前四大阵营方中，市场化程度虽然最高，然而受制于内容、文化传播渠道、资金、技术等诸多根本性壁垒，难有定价权，难以成长为未来领军者。我们在2010年6月《大唐电信（600198）：数字出版如此多娇，数风流人物，还看大唐》中，给予了汉王科技“中性”的投资评级并依然维持该判断，而由于没有充分考虑体制风险的折价风险，对大唐电信做了过于乐观的估计——但是，我们非常欣慰当初对数字出版的路径判断是非常正确而清晰的；第五方是数字技术提供商，如北大方正、清华同方；

盈利模式：出版商、纸媒和网站、三大电信运营商分成、广告、增值服务“整体解决方案”。数字出版将首先对报纸，其次是对期刊，最后才是对图书的改变。——我们在《大唐电信（600198）：数字出版如此多娇，数风流人物，还看大唐》中认为：“风流总被雨打风吹去，新闻资讯尤其是财经类内容可能最终胜出。在版权保护短期内难有明显起色的前提下，图书受盗版冲击较大，而新闻资讯类内容以其时效性、便携性、互动性、单位低成本等优势，最容易成为电子书消费者的最大

需求对象；在国内电子书终端和内容平台均难以超越 iPad 和 Amazon's Kindle 的现实情况之下，“内容差异化”问题就会显得尤为突出，甚至很可能是“华山一条路”。我们判断，纸媒将会是比图书更好的与电子书结合的产品，而纸媒中的财经类媒体如《纽约时报》和《华尔街日报》，内容差异化优势最明显。”——我们进一步指出：“互联网财经报刊免费阅读的威胁，但是并不是一个构成正面交锋的威胁；iPad 等产品在线阅读或下载阅读的威胁构成对电子书报刊阅读的正面交锋。除了 iPad 的用户体验不输给 Kindle 之外，关键还在于 iPad 与内容商的分成方式优于 Kindle；手机报刊的威胁，不过我们认为这也不足以构成与电子书的正面交锋；无论如何，电子书是快速消费品泛滥时代下的新事物，是各领风骚三五年，还是具有划时代的里程碑意义，一切尚无定论。”手机阅读中的手机报是国内目前最好的盈利方式。

最难点也就是关键突破点：目前上游内容资源分散、区域分割严重、盗版版权环境是制约产业规模的最大瓶颈，谁能够最先、最大程度的整合内容资源，谁就具备了建立网上发行平台的基本条件。平台运作技术和经验可以通过股权合作的形式展开，手握核心资源也就自然取得了定价权。——那么，谁手握资金或内容？并最想在平台运作中脱颖而出？五大阵营方各有千秋，优劣参半，以百度为代表的发行平台和以中南传媒为代表的出版商和报业商优势较大。由于中南传媒雄厚的现金情况和与华为建立“天闻数媒”取得的技术外脑的突破，以及手握报业这一目前最先成功突破的业务形态，胜算再加一筹。“MP3 的前车之鉴是，要么是强大的终端，要么是强大的内容。由于百度强大的 MP3 搜索和歌曲链接库，导致一大批音乐网站，如千千音乐、酷狗音乐、酷我音乐盒等的收费盈利模式很难具有差异化，内容弱勢导致了 MP3 生存维艰的境况；而由于 MP3 终端功能又远不如 ipod、iphone 那样强大到足够具有差异化和不可复制性，终端硬件产品亦被手机等移动通讯设备所代替。”

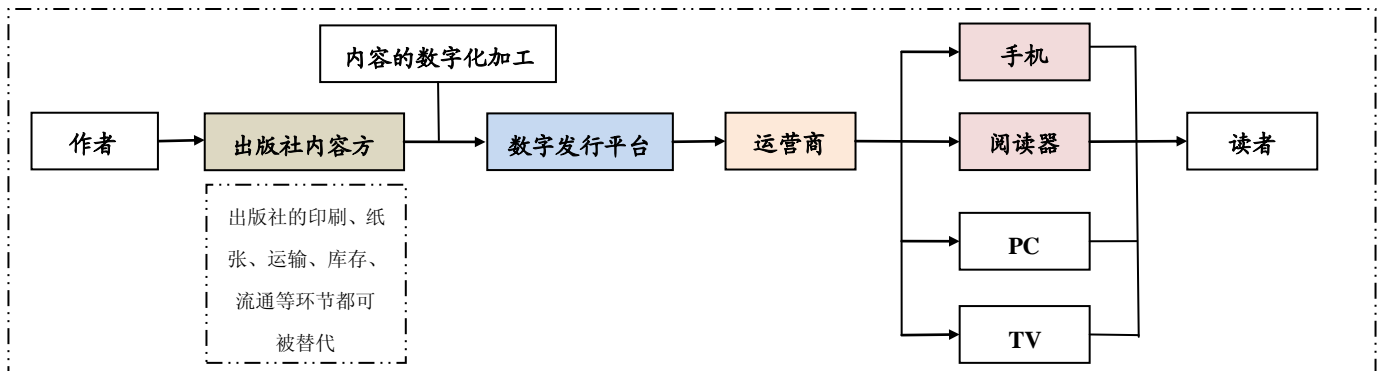
表 1 数字阅读平台兴起，数字出版市场高速发展

五大阵营	公司	事件	谁手握资金或内容？并最想在平台运作中脱颖而出？
------	----	----	-------------------------

综合或垂直类发行平台	百度	百度文库版权合作平台	有资金，有做平台的经验基础，缺点是缺少内容
	盛大文学	云中书城店中店平台上线，为版权方提供内容录入、自主定价、营销推广、支付结算等整套数字版权解决方案	
	淘宝	淘宝书城，定位正版电子书的阅读平台	
	龙源期刊	龙源期刊网是全球最大的正版中文数字杂志平台，从中国大陆 8000 多种期刊中筛选出具有代表性的文化精品，已有 800 多种著名人文电子期刊，如《新华文摘》、《青年文摘》、《民主与法制》、《大众医学》、《大众电影》、《中国社会科学》、《新闻周刊》《三联生活周刊》、《读书》、《当代》等名刊。以独家签约或合作形式在龙源电子名刊网站销售全文电子版。读者可在网上阅读期刊的全文电子版。按篇计费	
通道本质	移动	2010年5月推出“中国移动手机阅读客户端”，又推出“手机阅读客户端 2011 飞悦版”。移动利用自己的运营商背景，阅读产生的流量免费，有效降低了手机阅读门槛；也利于数字出版市场规范化，打击盗版。落户杭州	有资金，缺点是容易退回到通道本质
	电信	中国电信浙江数字阅读基地开展“天翼数字阅读平台”，落户杭州	
	联通	中国联通阅读基地，落户长沙	
内容提供商	读者	《读者》电子书，2010年9月进入市场之后发展较快	有内容，缺点是内容本土局限性比较大、缺少建立平台的技术经验、大多数出版商缺少资金
	新华传媒	与解放日报报业集团、上海易狄欧电子科技有限公司共同设立公司，以手持移动阅读终端硬件为切入点，逐渐完善数字出版内容的运营平台体系	
下游终端	汉王科技	汉王电纸书、汉王书城，与出版商二八分成，定价权较弱	有终端，缺点是无内容、无资金、缺少平台运作技术和经验
技术提供商	方正科技	数字技术提供商； 三块业务：阿帕比/番薯网/爱读爱看网，其中阿帕比负责内容数字化和文房阅读器，番薯网负责数字图书运营平台，爱读爱看网负责数字报纸运营平台	有平台运作技术，缺点是无内容、资金力量弱

资料来源 国海证券研究所

图1 数字出版产业链



资料来源 国海证券研究所

补充二：公司治理溢价——对公司股东和管理层关系的再思考

所有的企业根子在于股权结构。有什么样的股东，就有什么样的董事会，管理层是执行董事会决策的。相应的，公司文化、公司战略、经营目标也是和股东意志相呼应的。资本市场也会相应的给缺乏公司治理

的行业或者公司以折价。

湖南出版投资控股集团有限公司持有公司 61.46% 的股份。我们在中南传媒身上看到了杰克韦尔奇身体力行的部分成功因子,集团内部及龚总团队一以贯之的市场化和专业化的文化理念,将带领公司应对这一场数媒时代生死存亡的战役。

补充三：似曾相识，这一次的合作，究竟胜算几何？

从天闻数媒的董事会人员组成结构来看，中南传媒派出三名董事，华为派出两名董事。管理层亦由双方各自派驻重量级首席内容官、首席技术官等进驻，显示双方对该项目的重视度。

虽然相比新华社，中南传媒手里的内容资源不够丰富，双方目前也没有自建终端阅读器的计划，业务限于手机报业务。然而考虑双方的股东结构和管理团队，相比大唐电信和新华社合作，这一次合作的成功几率更大。

补充四：自建终端渠道，更稳定的合作，更高的毛利率

为拓展省外业务，公司在全国建立了第一家“新教材有限公司”，目前已经在 29 个省市自治区建立了分公司，在所有的出版发行类上市公司中是做的最好的。通过与当地政府建立良好的合作关系，大大加强了对全国营销渠道的控制。担当公司营销渠道建设和其他有资质无渠道的中小民营公司的销售代理的双重角色。

估值及投资评级

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.41/0.48 元，当前股价（8.81 元）对应 PE 分别为 21/18 倍。相比其他出版发行类公司，公司充分利用“编辑”和“营销”两大优势最大化实现“传播”本质；传统出版发行和报媒业务构筑安全边际，数媒业务带来成长弹性空间；高市场敏感

度和强势技术平台嫁接，两者结合，使得公司最有希望率先成长为数字出版龙头；数媒蓝海开拓在未来 1-2 年内业绩尚有不不确定性，给予一定的估值折价。在我们的视野范围内，从未遇见第二家公司，像公司这样全产业链、多介质、多目标群的覆盖如此多的业务，一方面，纵观国内外优秀企业，只有对行业有相当把控能力的公司才有底气进行“全产业链覆盖”，另一方面，公司理应适当收缩业务阵线，集中精力发展优势业务。但是事实上，仔细梳理公司业务发现，公司始终立足“出版发行”主业，定位“教育阅读”和“大众阅读”的思路在传统出版和数字出版都一脉相承，一次内容多次开发，形散神聚。综合以上线索，首次给予公司“增持”的投资评级。

表 3 可比上市公司相对估值

证券代码	证券简称	P	EPS2010	EPS2011	EPS2012	PE2010	PE2011	PE2012	A 股市值(亿元)
000793.SZ	华闻传媒	6.05	0.17	0.19	0.23	35.48	31.88	25.84	82.29
000917.SZ	电广传媒	24.47	1.01	1.41	1.54	24.23	17.34	15.85	99.44
002181.SZ	粤传媒	9.51	0.05	0.53	0.61	199.79	17.82	15.57	33.30
002238.SZ	天威视讯	18.46	0.27	0.47	0.52	68.96	39.17	35.63	59.15
002292.SZ	奥飞动漫	18.17	0.32	0.45	0.60	56.83	40.56	30.25	74.42
002400.SZ	省广股份	20.58	0.46	0.67	0.91	45.02	30.52	22.62	30.51
300027.SZ	华谊兄弟	16.20	0.25	0.36	0.55	65.67	45.43	29.49	97.98
300133.SZ	华策影视	46.50	0.85	1.31	1.90	54.62	35.62	24.48	52.53
300148.SZ	天舟文化	14.80	0.32	0.46	0.64	46.81	31.92	23.01	14.43
300235.SZ	方直科技	26.68	0.80	0.97	1.31	33.16	27.58	20.42	11.74
300251.SZ	光线传媒	61.67	1.03	1.54	2.14	59.91	39.99	28.82	67.59
600088.SH	中视传媒	13.32	0.24	0.33	0.46	55.36	40.78	28.72	44.15
600373.SH	中文传媒	14.95	0.62	0.79	0.93	24.05	18.84	16.09	84.80
600386.SH	北巴传媒	8.10	0.34	0.39	0.44	24.16	20.72	18.32	32.66
600551.SH	时代出版	10.51	0.49	0.56	0.64	21.47	18.83	16.38	53.16
600825.SH	新华传媒	6.48	0.19	0.20	0.24	33.80	32.40	26.66	67.71
600832.SH	东方明珠	6.01	0.20	0.16	0.17	30.14	37.52	34.50	191.50
600880.SH	博瑞传播	12.88	0.51	0.67	0.80	25.36	19.17	16.01	80.52
601098.SH	中南传媒	8.81	0.33	0.43	0.51	26.65	20.72	17.21	158.23
601801.SH	皖新传媒	11.13	0.35	0.41	0.46	31.55	27.23	24.35	101.28
601999.SH	出版传媒	7.59	0.24	0.25	0.27	32.20	30.48	28.18	41.81

资料来源 Wind

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。