

# 内外兼修 攻守兼备

买入维持

## 投资要点:

- 传统业务: 良性增长, 提供稳定充裕现金流; 估值低
- 数字出版: 走在业内前列, 电子书包、联通阅读基地是今年亮点
- 并购扩张: 收购优质资产, 实现跨越式发展

## 报告摘要:

- 2011 年利润分解: 主要来自教材教辅发行和报纸广告收入。**中南传媒 2011 年营收为 58.6 亿元, 同增 23%; 归母净利润为 8.02 亿元, 同增 35%, 再创历史新高。分红: 每 10 股派发现金 1.20 元 (含税), 不转增股本。净利润来源结构: 发行 (湖南新华书店): 3.4 亿元, 报纸 (潇湘晨报): 1.3 亿元, 印刷 (天闻新华印务): 0.8 亿元, 利息净收入: 1.5 亿元, 其他各大出版社: 各约 0.2 亿元。
- 业绩解析: 收入较高增长:**图书出版启动事业部制改革, 出版图书同增 19%, 其中新出图书同增 23%; 一般图书 (渠道包含了农家书屋、网店) 营收增长 48%; 媒体影响力增强, 广告收入同比增长 33.7%。**毛利率为 39%**, 同比下降 0.9 个百分点: 主要系农家书屋政府采购业务毛利率偏低和人力成本、原材料价格上涨等外部因素影响所致。
- 业绩展望。**今年是十七届六中全会精神落实年, 公司的各项业务都会得到国家政策的大力支持。(1) 新一轮教材修订和教辅市场整顿, 给予了中南做大教材教辅市场份额的机会。(2) 随着新版教材出笼和教辅市场整顿, 今年印刷量会大幅增加。(3) 电子出版物 (新媒体业务) 2011 年营收约 220 万元, 我们预计今年新媒体业务收入过亿元。(4) 至去年底公司有现金 58 亿元, 并购扩张的弹药充实。
- 投资建议: 目前股价还没有体现数字出版业务和并购重组的价值, 维持“买入”评级。**我们预计未来 3 年公司仍能保持年 20% 左右的稳定增长, 给予 25 倍 PE 的合理估值, 今年对应的股价应是 14 元, 有 40% 的上升空间, 我们维持中南传媒“买入”评级。
- 风险点:** 新媒体业务的不确定性; 跨区域的国有并购难度很大

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4762.58	5856.57	7688.75	9615.78	11700.05
同比增长率	17.53%	22.97%	31.28%	25.06%	21.68%
归属母公司净利润(百万元)	593.72	802.24	1010.60	1236.92	1580.11
同比增长率	23.80%	35.12%	25.97%	22.39%	27.75%
每股收益(元)	0.331	0.447	0.563	0.689	0.880
P/E(倍)	30.31	22.43	17.81	14.55	11.39

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

## 传媒行业小组

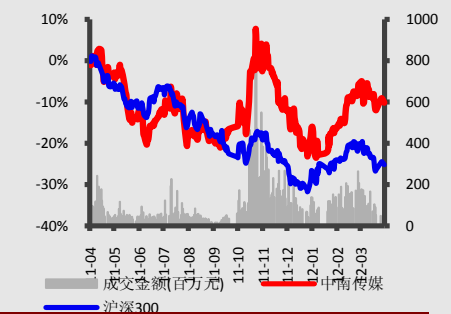
### 分析师:

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

## 市场表现



## 基本情况

总股本(亿)	17.96
流通股本(亿)	3.98
股价(元)	10.02
第一大股东	湖南出版投资控股集团有限公司
第一大股东持股比例	61.46%

数据来源: 公司公告, 上交所

## 相关研究

中南传媒(601098): 年报好于预期 转型期窥探机会 (2012.02.05)

行业报告: 穿越萧条的文化传媒行业 (2012.03.31)

行业报告: 传统出版企业的数字出版探索之路 (2012.03.30)

华谊兄弟 (300027): 全产业链扩张显娱乐巨头风范 (2012.02.02)

**表 1: 财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4052.32	4762.58	5856.57	7688.75	9615.78	11700.05
增长率(%)	14.15%	17.53%	22.97%	31.28%	25.06%	21.68%
归属母公司股东净利润	479.59	593.72	802.24	1010.60	1236.92	1580.11
增长率(%)	29.84%	23.80%	35.12%	25.97%	22.39%	27.75%
每股收益(EPS)	0.267	0.331	0.447	0.563	0.689	0.880
每股股利(DPS)	0.000	0.201	0.000	0.114	0.139	0.178
每股经营现金流	0.516	0.449	0.534	0.120	0.654	0.728
销售毛利率	41.02%	40.48%	39.57%	38.88%	39.91%	40.96%
销售净利率	12.03%	12.62%	13.77%	13.21%	12.93%	13.57%
净资产收益率(ROE)	17.93%	8.44%	10.38%	11.84%	12.99%	14.65%
投入资本回报率(ROIC)	34.68%	47.12%	66.88%	64.43%	54.21%	70.74%
市盈率(P/E)	37.52	30.31	22.43	17.81	14.55	11.39
市净率(P/B)	6.73	2.56	2.33	2.11	1.89	1.67
股息率(分红/股价)	0.000	0.020	0.000	0.011	0.014	0.018

资料来源: 宏源证券

**表 2: 利润表预测**

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4052.32	4762.58	5856.57	7688.75	9615.78	11700.05
减: 营业成本	2390.06	2834.63	3539.15	4698.99	5778.39	6907.89
营业税金及附加	49.52	54.69	67.28	88.33	110.47	134.42
销售费用	461.69	538.62	660.31	870.81	1089.06	1325.12
管理费用	655.88	747.32	919.05	1219.16	1524.72	1855.21
财务费用	-8.96	-15.43	-152.04	-186.90	-132.65	-113.26
资产减值损失	43.71	56.68	73.98	50.00	50.00	50.00
加: 投资收益	0.52	0.48	10.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>460.94</b>	<b>546.56</b>	<b>759.84</b>	<b>948.36</b>	<b>1195.79</b>	<b>1540.67</b>
加: 其他非经营损益	26.80	54.69	46.36	67.22	47.22	47.22
<b>利润总额</b>	<b>487.74</b>	<b>601.25</b>	<b>806.19</b>	<b>1015.58</b>	<b>1243.01</b>	<b>1587.89</b>
减: 所得税	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>487.48</b>	<b>601.25</b>	<b>806.19</b>	<b>1015.58</b>	<b>1243.01</b>	<b>1587.89</b>
减: 少数股东损益	7.88	7.52	3.95	4.98	6.09	7.78
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>479.59</b>	<b>593.72</b>	<b>802.24</b>	<b>1010.60</b>	<b>1236.92</b>	<b>1580.11</b>

资料来源: 宏源证券

**表 3: 资产负债表预测**

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2045.68	6095.80	6627.42	6753.14	7776.90	8875.00
应收和预付款项	559.41	511.78	596.77	860.26	958.82	1250.63
存货	737.01	814.51	976.42	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	300.73	300.73	300.73	300.73
长期股权投资	4.12	4.58	12.81	12.81	12.81	12.81
投资性房地产	127.75	121.12	114.23	114.23	114.23	114.23
固定资产和在建工程	1197.65	1175.17	1213.40	1178.74	1142.08	1103.41
无形资产和开发支出	787.94	765.66	751.89	751.89	751.89	751.89
其他非流动资产	2.61	12.48	24.80	12.64	0.48	0.48
<b>资产总计</b>	<b>5462.16</b>	<b>9501.10</b>	<b>10618.47</b>	<b>9984.45</b>	<b>11057.94</b>	<b>12409.20</b>
短期借款	429.50	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2323.33	2304.56	2636.06	1190.93	1271.68	1354.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	9.98	12.20	45.37	45.37	45.37	45.37
<b>负债合计</b>	<b>2762.81</b>	<b>2416.76</b>	<b>2681.43</b>	<b>1236.30</b>	<b>1317.06</b>	<b>1400.12</b>
股本	1398.00	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00
资本公积	812.38	4537.39	4543.31	4543.31	4543.31	4543.31
留存收益	463.99	697.34	1391.82	2197.95	3184.60	4445.01
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2674.38</b>	<b>7030.72</b>	<b>7731.12</b>	<b>8537.25</b>	<b>9523.91</b>	<b>10784.32</b>
少数股东权益	24.97	53.62	205.91	210.89	216.98	224.75
<b>股东权益合计</b>	<b>2699.35</b>	<b>7084.34</b>	<b>7937.04</b>	<b>8748.14</b>	<b>9740.89</b>	<b>11009.07</b>
负债和股东权益合计	5462.16	9501.10	10618.47	9984.45	11057.94	12409.20

资料来源: 宏源证券

**表 4: 现金流量表预测**

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	926.81	806.45	959.60	216.08	1174.15	1307.32
投资性现金净流量	-210.35	-119.81	-461.07	47.22	27.22	27.22
筹资性现金净流量	49.95	3449.86	-74.60	-137.57	-177.61	-236.44
<b>现金流量净额</b>	<b>766.40</b>	<b>4136.18</b>	<b>423.67</b>	<b>125.73</b>	<b>1023.76</b>	<b>1098.10</b>

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**张泽京:** 宏源证券研究所传媒行业研究员; 五年证券行业从业经验, 曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 华谊兄弟、中南传媒、华录百纳、光线传媒、华策影视、吉视传媒。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。