

政策支持保障业绩增长

中南传媒 (601098.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司公告与湖南省教育厅签订湖南省 2012 年中小学义务教育免费教科书政府采购协议, 协议总价 6.62 亿元, 同比去年增长约 3%。

2. 我们的分析与判断

(一)、采购协议保障公司业绩的稳定增长

从各省历年情况来看, 政府义务教材免费采购金额一般变动很小, 过去 3 年中南传媒这块的金额都是小幅增长。

(二)、教材教辅属性决定其行政化特点, 中西部地区支持力度更大

“义务教育”的属性决定了国内的教材教辅市场是一个行政化色彩教浓的市场, 而且我们预计未来几年不会发生显著改变, 因为教材教辅市场是一个稳定增长的市场。

2011 年中南传媒教材教辅的发行收入 31.25 亿元 (占总收入的 54%), 增长 13.9%。政府义务教材采购金额仅占到教材教辅发行收入的 20%左右, 其余 16%-20%为省外教材教辅发行收入, 省内教辅发行占到 60%-64%, 是主要的收入来源。

省内教辅的销售规模取决于义务教材的教辅配套率, 而这取决于地方政府的政策。近 2 年新闻出版署和地方政府对国有出版发行企业的支持力度在持续提升, 同时中西部省份的政府对于义务教育领域的政府投资力度其实更大, 考虑这两个因素, 我们预计中南传媒教材教辅发行收入增速还会保持在 14%以上的水平。

(三)、纸价下跌, 毛利率有望继续提升

纸张成本占到公司主营业务成本的 35%左右。2012H1 双胶纸价格比 2011H1 略微下滑, 如博汇双胶纸 (华中地区/55g-157g) 价格由 5900 元跌至 5800 元; 铜版纸价格大幅下跌, 如神盾铜版纸 (华中/128g/157g) 由 6350 元跌至 5350 元, 跌幅 16%。在收入增长而原材料价格下降的情况下, 公司毛利率水平仍将继续提升。

3. 投资建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.45/0.52/0.58 元, P/E 为 23/20/18 倍。公司是适合长期持有的防御性品种, 重申“推荐”评级。

4. 催化剂与风险

- 催化剂: 跨媒体跨区域收购; 中报业绩保持 20%以上增长
- 主要风险: 数字出版对传统出版发行受众的分流

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyawen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

孙津

☎: (8610) 6656 8846

✉: sunjin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120001

市场数据

时间 2012.05.28

A 股收盘价 (元)	10.28
A 股一年内最高价 (元)	12.01
A 股一年内最低价 (元)	8.43
上证指数	2361.37
市净率	2.3
总股本 (亿股)	18.0
实际流通 A 股 (万股)	39800
A 股总市值 (亿元)	185
A 股流通市值 (亿元)	40.9

中南传媒股价与沪深 300 走势图

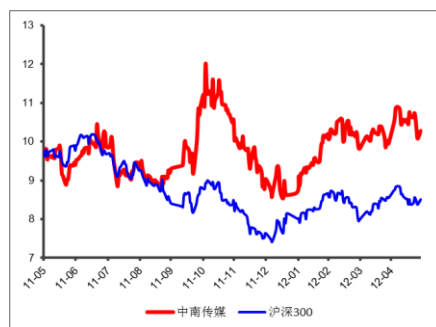
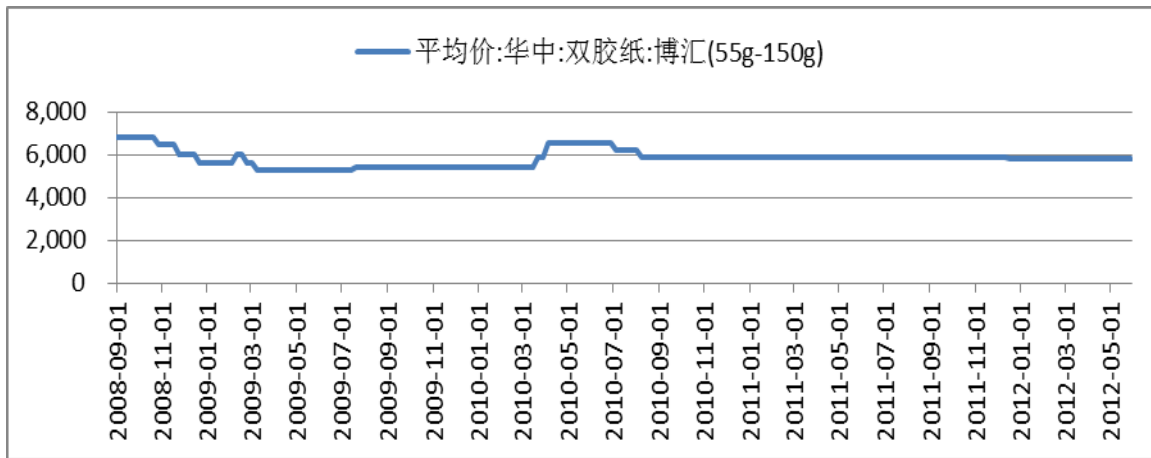
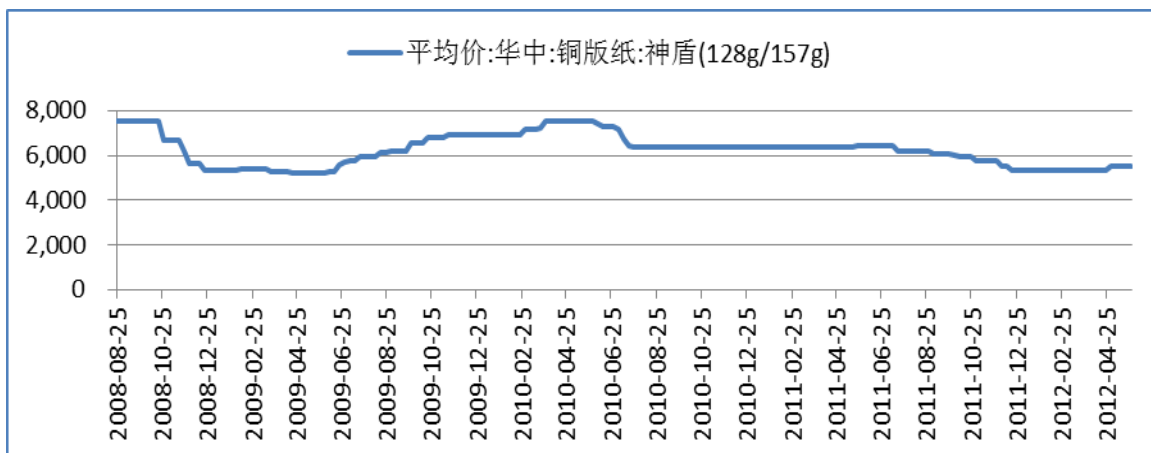


图 1: 双胶纸价格走势



资料来源: wind、中国银河证券研究部

图 2: 铜版纸价格走势



资料来源: wind、中国银河证券研究部

附表 1: 中南传媒 (601098.SH) 业绩预测表

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	3549.8	4052.3	4762.6	5856.6	7180.4	8715.8
EBITDA(百万元)	328.9	646.2	734.3	836.7	947.5	1075.2
净利润(百万元)	369.4	479.6	593.7	802.2	930.3	1040.4
摊薄 EPS(元)	0.31	0.34	0.33	0.45	0.52	0.58
PE(X)	33.7	30.3	31.4	23.2	20.0	17.9
EV/EBITDA(X)	32.6	19.1	16.3	13.7	11.5	8.9
PB(X)	7.0	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
ROIC		94.6%	75.8%	80.8%	80.8%	128.7%
总资产周转率		0.76	0.62	0.57	0.62	0.67

资料来源: 中国银河证券研究部

附表 2: 中南传媒 (601098. SH) 财务报表

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	3549.8	4052.3	4762.6	5856.6	7180.4	8715.8
营业成本	2081.1	2390.1	2834.6	3539.2	4386.4	5381.9
营业税金及附加	41.2	49.5	54.7	67.3	82.6	100.2
销售费用	381.6	461.7	538.6	660.3	804.2	976.2
管理费用	717.1	655.9	747.3	919.0	1113.0	1351.0
财务费用	-25.5	-9.0	-15.4	-152.0	-164.1	-182.4
资产减值损失	17.5	43.7	56.7	74.0	90.7	110.1
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.2	0.5	0.5	11.0	15.0	15.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	338.0	460.9	546.6	759.8	882.7	993.9
营业外收支净额	34.7	26.8	54.7	46.3	57.0	57.0
税前利润	372.8	487.7	601.2	806.2	939.7	1050.9
减: 所得税	1.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	371.6	487.5	601.2	806.2	939.7	1050.9
归属母公司净利润	369.4	479.6	593.7	802.2	930.3	1040.4
少数股东损益	2.3	7.9	7.5	3.9	9.4	10.5
基本每股收益	0.31	0.34	0.33	0.45	0.52	0.58
稀释每股收益	0.31	0.34	0.33	0.45	0.52	0.58
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	1403.6	2190.3	6324.4	6902.2	7646.0	8983.1
应收票据	0.7	3.0	1.9	11.5	7.4	9.9
应收账款	228.7	288.5	268.9	342.4	444.5	517.1
预付款项	74.7	43.8	52.8	59.8	456.6	530.5
其他应收款	477.9	224.0	188.2	183.1	301.7	327.7
存货	668.4	737.0	814.5	976.4	1423.5	1447.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	3.6	4.1	4.6	12.8	0.0	0.0
固定资产	1230.2	1187.3	1157.5	1166.8	1152.6	1123.4
在建工程	1.9	10.3	17.7	46.6	46.6	46.6
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	802.6	787.9	765.7	747.0	731.9	716.5
长期待摊费用	2.0	2.6	12.5	24.3	24.1	20.0
资产总计	5026.1	5606.8	9729.7	10893.2	12235.5	13723.2
短期借款	17.0	429.5	100.0	0.0	0.0	0.0
应付票据	0.0	84.9	108.5	115.9	155.8	191.1
应付账款	900.9	1109.1	1097.0	1400.0	1797.7	2119.9
预收款项	136.2	143.6	193.5	266.8	291.1	368.2

应付职工薪酬	85.2	114.2	172.3	221.3	221.3	221.3
应交税费	22.9	30.0	56.3	51.0	51.0	51.0
其他应付款	1291.6	985.8	905.5	853.4	1047.3	1273.2
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预计负债	0.0	1.0	0.1	1.0	1.0	1.0
负债合计	3271.7	2907.4	2645.4	2956.2	3630.0	4314.6
股东权益合计	1754.4	2699.3	7084.3	7937.0	8690.6	9347.4
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
净利润	372	487	601	806	940	1051
折旧与摊销	0	151	147	166	153	169
经营活动现金流	0	936	805	970	529	1508
投资活动现金流	0	-210	-120	-13	-18	-145
融资活动现金流	0	50	3687	58	164	-4
现金净变动	0	775	4372	1015	676	1359
期初现金余额		1404	2190	6324	6902	7646
期末现金余额		2179	6562	7340	7578	9005

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文、孙津，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn