

中报中规中矩 期待数字出版和收购

买入维持

投资要点:

- 📖 教材教辅、一般图书表现好于行业，零售市场份额上升明显
- 📖 报媒业务在行业低迷下出现正增长
- 📖 期待下半年在数字出版（如电子书包）、跨媒介收购上的进展

报告摘要:

- **2012年上半年业绩中规中矩，现金充沛。成长性：**中南传媒2012年上半年营收为30亿元，**同增21%**；归母净利润为4.26亿元，**同增15%**，增速略低于我们预测的今年全年速度；利润增速低于收入，主要缘于毛利率水平下滑。**盈利能力：**今年上半年的毛利率为39.16%，同比下降2.55个百分点；**净利率为14.2%**，**同比下降0.7个百分点**；销售费用率为11.1%，同比上升1个百分点；管理费用率为15%，与去年同期基本持平；财务费用率为-2.8%，同比下降0.8个百分点。截止6月30日，中南传媒持有货币资金**68亿元，现金流充沛。**
- **业绩解析：低毛利率业务占比较快上升。毛利率同比下滑：**农家书屋、馆配图书等**政府采购业务**（在“安徽中小学图书馆配”、“湖南农家书屋”、“三大电商渠道”共取得图书销售码洋1.67亿元）、**湘版教辅和物资供应环节**新增业务扩大，而这些大宗图书、教辅和物资等业务毛利率偏低。**销售费用率上升：**公司加大了对省内外终端销售渠道的开发和维护力度，销售端目前处于投入期。
- **募投项目未达到计划进度。**募投项目进展受到公司战略的理性控制，基于对于传统出版行业处于转型关键期的审慎判断，公司决定放慢进度。我们认为这是公司不盲目扩张、降低风险的一种理性决策。
- **投资建议：目前股价还没有体现数字出版实质性进展和跨媒介收购的价值，维持“买入”评级。**在传统出版业务力求稳定增长、强于行业的前提下，我们预计今年电子书包业务将有实质性推进，跨媒介收购将驱动行业一轮媒介整合改革，打破媒介分割现状。
- **风险点：**新媒体业务的不确定性；并购重组的不确定性

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4762.58	5856.57	7596.28	9735.65	11824.05
同比增长率	17.53%	22.97%	29.71%	28.16%	21.45%
归属母公司净利润(百万元)	593.72	802.24	981.25	1191.94	1519.47
同比增长率	23.80%	35.12%	22.31%	21.47%	27.48%
每股收益(元)	0.331	0.447	0.546	0.664	0.846
P/E(倍)	30.34	22.45	18.03	14.84	11.64

资料来源：公司公告，宏源证券预测

传媒行业小组

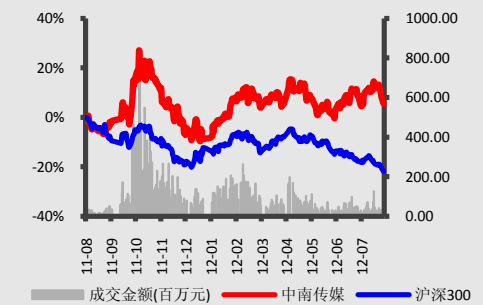
分析师:

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

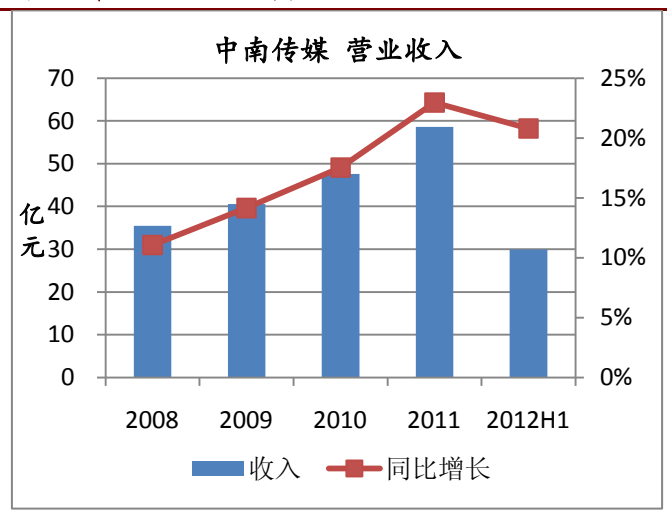
总股本(亿)	17.96
流通股本(亿)	3.98
股价(元)	9.85
第一大股东	湖南出版投资控股集团有限公司
第一大股东持股比例	61.46%

数据来源：公司公告，上交所

相关研究

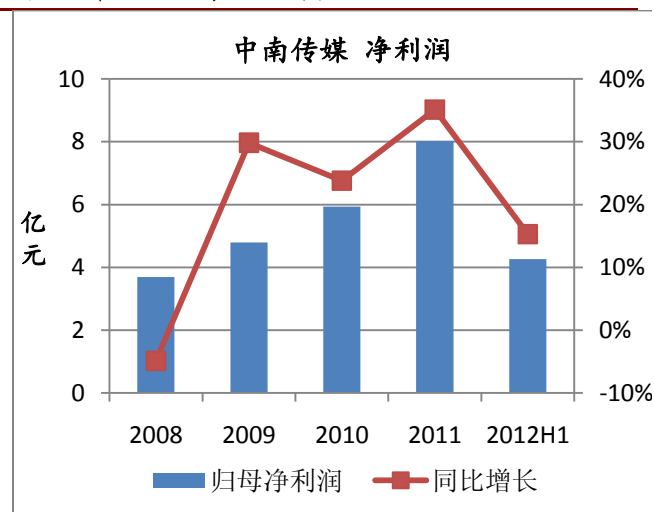
- 中南传媒(601098): 传统业务利好不断 增速有保障 (2012.06.26)
- 中南传媒交流会纪要 (2012.05.10)
- 中南传媒(601098): 利润增速符合预期 略微上调盈利(2012.04.25)
- 点评《关于加强中小学教辅材料价格监管的通知》:利好中南传媒、凤凰传媒 (2012.04.24)
- 中南传媒(601098): 内外兼修 攻守兼备 (2012.04.10)
- 中南传媒(601098): 年报好于预期 转型期窥探机会 (2012.02.05)
- 行业报告: 传统出版企业的数字出版探索之路 (2012.03.30)

图 1: 中南传媒收入增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 中南传媒净利润增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 1: 中南传媒 2012 年上半年同比数据

(亿元)	2012H1	2011H1	同比增长
总收入	29.96	24.80	21%
营业成本	18.22	14.46	26%
销售费用	3.31	2.53	31%
管理费用	4.51	3.78	19%
财务费用	-0.85	-0.50	69%
净利润	4.26	3.70	15%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 中南传媒 2012 年上半年盈利指标数据

(亿元)	2012H1	2011H1	同比变化	2011 年
毛利率	39.2%	41.7%	-2.5%	39.6%
销售费用率	11.1%	10.2%	0.9%	11.3%
管理费用率	15.0%	15.2%	-0.2%	15.7%
财务费用率	-2.8%	-2.0%	-0.8%	-2.6%
净利率	14.2%	14.9%	-0.7%	13.8%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 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	7596.28	9735.65	11824.05
增长率(%)	14.15%	17.53%	22.97%	29.71%	28.16%	21.45%
归属母公司股东净利润	479.59	593.72	802.24	981.25	1191.94	1519.47
增长率(%)	29.84%	23.80%	35.12%	22.31%	21.47%	27.48%
每股收益(EPS)	0.267	0.331	0.447	0.546	0.664	0.846
每股股利(DPS)	0.000	0.201	0.060	0.135	0.164	0.209
每股经营现金流	0.516	0.449	0.620	0.719	0.836	0.997
销售毛利率	41.02%	40.48%	39.57%	38.06%	38.55%	39.65%
销售净利率	12.03%	12.62%	13.77%	12.98%	12.30%	12.91%
净资产收益率(ROE)	17.93%	8.44%	10.38%	11.59%	12.72%	14.46%
投入资本回报率(ROIC)	34.68%	47.12%	53.28%	61.89%	110.88%	243.08%
市盈率(P/E)	36.89	29.80	22.05	18.03	14.84	11.64
市净率(P/B)	6.61	2.52	2.29	2.09	1.89	1.68
股息率(分红/股价)	0.000	0.020	0.006	0.014	0.017	0.021

资料来源: 宏源证券

表 4: 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	7596.28	9735.65	11824.05
减: 营业成本	2390.06	2834.63	3539.15	4705.45	5982.94	7136.20
营业税金及附加	49.52	54.69	67.28	87.27	111.85	135.84
销售费用	461.69	538.62	660.31	854.58	1095.26	1330.21
管理费用	655.88	747.32	919.05	1162.23	1489.55	1820.90
财务费用	-8.96	-15.43	-152.04	-182.11	-144.54	-128.84
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
营业利润	460.94	546.56	759.84	918.87	1150.59	1479.73
加: 其他非经营损益	26.80	54.69	46.36	67.22	47.22	47.22
利润总额	487.74	601.25	806.19	986.08	1197.81	1526.95
减: 所得税	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	487.48	601.25	806.19	986.08	1197.81	1526.95
减: 少数股东损益	7.88	7.52	3.95	4.83	5.87	7.48
归属母公司股东净利润	479.59	593.72	802.24	981.25	1191.94	1519.47

资料来源: 宏源证券

表 5: 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	7795.19	9113.20	10654.14
应收和预付款项	559.41	511.78	596.77	844.74	1001.23	1236.57
存货	737.01	814.51	976.42	1588.41	1672.75	2217.03
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	98.30	82.38	66.45
固定资产和在建工程	1197.65	1175.17	1213.40	968.94	722.47	474.01
无形资产和开发支出	787.94	765.66	751.89	668.61	585.33	502.05
其他非流动资产	2.61	12.48	24.80	12.64	0.48	0.48
资产总计	5462.16	9501.10	10618.47	12290.38	13491.39	15464.29
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	3564.35	3862.08	4683.50
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
负债合计	2762.81	2416.76	2681.43	3609.73	3907.46	4728.87
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	2130.60	3028.01	4172.02
归属母公司股东权益	2674.38	7030.72	7731.12	8469.91	9367.32	10511.32
少数股东权益	24.97	53.62	205.91	210.74	216.61	224.09
股东权益合计	2699.35	7084.34	7937.04	8680.65	9583.93	10735.41
负债和股东权益合计	5462.16	9501.10	10618.47	12290.38	13491.39	15464.29

资料来源: 宏源证券

表 6: 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	1114.14	1290.91	1500.79	1790.35
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	-170.36	-209.99	-276.63
现金流量净额	766.40	4136.18	578.21	1167.77	1318.01	1540.94

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: 朗玛信息、华谊兄弟、中南传媒、华录百纳、百视通、乐视网、人民网、掌趣科技、光线传媒、华策影视、吉视传媒。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

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。