



# 收购博集天卷 数字出版全面推广

买入 维持

## 投资要点:

- 天闻数媒的数字出版业务全面推广、湘版教材教辅向全国市场扩张，中南传媒将代表图书出版行业未来发展方向，资本市场应给予溢价
- 中南业绩增速高于行业整体水平，2012年利润增速可能为10-15%
- 2013年业绩7大增长点：教材新政、教辅新政、国家政策支持增量、教材预期涨价、数字出版贡献收入、新的并购重组项目、国际市场开拓。若2013年教材涨价10%，中南传媒将有近20%增长

## 报告摘要:

- 外延收购“博集天卷”，做大大众图书业务。**1.12亿元收购中南博集天卷（第二大大众类图书企业）38.53%股权并增资到控股51%股权。通过跨地区（长沙与北京）、跨所有制（国有收购民营）收购来弥补大众类图书短板。**优势互补：**收购优秀创意策划团队+优势出版资源+机制灵活，结合自身图书出版资质、政策支持、资本运作平台等。公司给予博集天卷总估值2.08亿元，2011年3月至2012年3月收入1.54亿元、净利润0.19亿元，对应2011年PE约11倍，**剔除现金后PE刚好10倍，估值较低。**
- 数字出版：均有突破、思路明晰，明年全面推广。**中南传媒是业内难得的数字出版领域龙头，应给予一定溢价。（1）教育类：天闻数媒在深圳、上海、北京等地中小学签订数字教育产品销售合同。我们期望明年中南传媒能拿到电子书包20%以上的市场份额。（2）政企类：我们估算订单近千万元。政企培训学习平台已成为国家文化部全国文化共享工程的指定战略合作方；已与有关军队部门签署定制化产品销售合同。（3）大众阅读：我们估算收入千万级。为3大运营商提供内容，已开发出移动阅读客户端READ365。
- 已现估值低点，建议“买入”。**我们预计中南传媒2012、2013年的业绩增速为15%、16%，对应PE为17、15倍，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	4762.58	5856.57	7026.64	8647.32	11501.88
增长率(%)	17.53%	22.97%	19.98%	23.06%	33.01%
归母净利润(百万)	593.72	802.24	923.08	1074.31	1321.02
增长率(%)	23.80%	35.12%	15.06%	16.38%	22.96%
每股收益	0.331	0.447	0.514	0.598	0.736
市盈率	26.62	19.70	17.12	14.71	11.96

## 传媒行业研究组

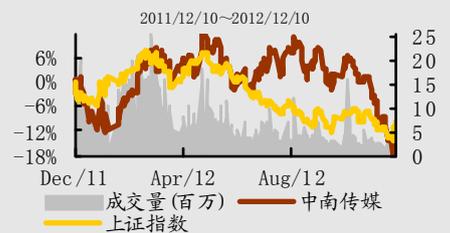
### 分析师:

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)	8.80
第一大股东	湖南出版投资控股集团 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：业绩符合预期 增速并未放缓  
2012/10/30
- 中南传媒：中报中规中矩 期待数字出版和收购新进展  
2012.08.28
- 中南传媒：传统业务利好不断 增速有保障  
2012.06.26
- 中南传媒(601098)：利润增速符合预期 略微上调盈利  
2012.04.25
- 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

## 一、近期我们对中南传媒的判断和理解

中南传媒的业绩增速无疑高于行业整体水平，是国内国有出版发行企业的龙头。

随着天闻数媒的数字出版业务全面推广，以及湘版教材教辅向全国市场扩张，中南传媒的新战略将代表了图书出版发行行业未来的发展方向，资本市场应当给予一定的溢价。

### 2012 年业绩：

结合三季度和四季度的业绩预判，我们认为 2012 年利润增速可能为 10-15%。

从中南传媒 9 月底的应收账款 7.13 亿元（同比增长 24%）观测，中南传媒的发行业务增速较快，我们预判主要原因是由于**教辅新政**导致了中南传媒的**教辅发行发展迅速**，收入可能有 20%以上的增速。

**大众图书表现优秀**：在国内市场份额和排名（从前 7 上升到前 4）明显提升，随着收购博集天卷，市场地位将进一步上升。

在整个报纸行业下滑背景下，我们预判潇湘晨报今年的盈利有可能与去年持平，强于行业。

### 2013 年业绩：增长点剖析

（1）中南传媒将受益于**教材新政**即起始年级教材重新送审，中南传媒有可能中标新教材；非起始年级教材将在 2013 年重新送审，教材市场重新洗牌将会给中南传媒带来新的增长点。

（2）继续受益**教辅新政**，教辅市场份额将进一步上升。

（3）**国家政策支持带来的增量**：农家书屋之后的社区书屋市场，以及文化共享工程、国家出版基金（超 10 亿元蛋糕）等政府工程项目。

（4）**教材有可能涨价**。

（5）**数字出版业务**将贡献较大收入，鉴于还处在推广阶段，利润将会微薄。

（6）**新的并购重组**带来的业绩增厚，如现在公布的中南博集天卷。

（7）**国际市场的开拓**。

（8）**报纸业务**仍有不确定性。

结合以上 7 点我们保守判断 2013 年中南传媒将有 10%以上的增长。假定教材将于 2013 年秋季涨价，假设教材涨幅为 10%，则中南传媒的业绩将有近 20%的增速。

## 二、收购“博集天卷”，做大大众图书

### 事件：

中南传媒将原募投项目“出版创意策划项目”（募投资金 1.12 亿元） 变更为新项目“收购中南博集天卷文化传媒有限公司部分股权并增资”。大众图书领域发展策略由“自主发展”变为“外延收购”。

**表 1：收购增资后中南传媒控股博集天卷**

股东	注册资本	股权比例	注册资本	股权比例	注册资本	股权比例
	(万元)		(万元)		(万元)	
	原来比例	→	中南收购	→	中南增资	
中南传媒	300	5%	2612.00	43.53%	3526.00	51.00%
黄隽青	2520	42%	1497.87	24.96%	1497.87	21.66%
刘洪	1980	33%	1177.04	19.62%	1177.04	17.02%
王勇	1200	20%	713.09	11.88%	713.09	10.31%
总计	6000	100%	6000	100%	6914	100%

资料来源：公司公告

### 被收购标的：第二大大众图书民营企业，质地优良

中南博集天卷主营业务为大众图书的策划及发行，北京博集天卷策划发行的图书，主要包括文学经典、历史文化、时尚读物等，一些畅销品种在市场上表现不错，如《杜拉拉升职记》、《浮沉》等，其中《杜拉拉升职记》系列销量超 500 万册。

**表 2：博集天卷核心团队均是业内资深人士**

股东	职务	经历
黄隽青	副编审，董事长兼总经理	南京大学中文系；曾经任今日中国出版社副社长。策划过余秋雨《问学》、《天机》系列
刘洪	副编审，执行副总经理兼总编辑	厦门大学中文系；曾经任今日中国出版社副总编辑。代表作品有《交锋》
王勇	副编审，常务副总经理	南京大学中文系；曾任新世界出版社总编室主任。代表作品有《风雪定陵》，是《杜拉拉升职记》、《浮沉》等的策划人。
蔡明菲	第一编辑中心总监	北京师范大学中文系编辑出版专业；成功推出《力量》《做你自己》《杜拉拉大结局》等单册销量过 25 万册的口碑畅销书
黄杨健（笔名一草）	优阅编辑中心总监	青年作家；成功策划多部青春言情类小说，《双生》、《小命运》、《曾有一人，爱我如生命》等

资料来源：公司公告

**市场地位:** 2012年1-8月,中南博集天卷在全国图书零售市场的码洋占有率为1.09%,位居民营图书公司第二位。2011年博集天卷市场占有率为0.81%,以销售规模排名目前位居民营企业第三名。

**属于创意类轻资产公司:** 核心资产是客户资源、人力资源、销售网络、**选题创意能力**等无形资源。

截至2012年3月31日,中南博集天卷的资产总计1.5亿元,负债总计0.73亿元,净资产0.79亿元。从2011年3月至2012年3月,中南博集天卷实现营业收入1.54亿元、净利润0.19亿元。

### 意义: 优势互补, 弥补中南传媒的大众图书短板

积极响应政府提倡的跨所有制发展大众图书业务,通过跨地区(长沙与北京)、跨所有制(国有收购民营)收购来弥补大众类图书短板。中南传媒计划将中南博集天卷打造成**中南传媒的畅销书量产平台**、深耕大众图书市场的重要出版基地,力图提高中南传媒在国内大众图书市场的市场占有率、品牌影响力。

#### 优势互补: 国有与民营的经典合作

**博集天卷:** 优秀的创意策划团队、优势出版资源、机制灵活、渠道管理经验、品牌优势

**中南传媒:** 图书出版资质、政策支持、发行渠道、资本运作平台

从2011年的年报数据看,中南传媒在一般图书业务的出版、发行收入分别为3.7、7.1亿元,相对于凤凰传媒的14.2、30.6亿元还有较大差距。中南传媒可以借助博集天卷平台做大做强大众图书类业务。

### 估值: 2011年PE为10倍, 估值较低

**表3: 博集天卷与天舟文化、大股东估值比较**

	中南博集天卷 (2011年)	去掉现金 (2011年)	天舟文化 (2012E)	中南传媒 (2012E)
总估值(亿元)	2.076	1.78	13	158
收入(亿元)	1.54		3.29	67
净利润(亿元)	0.19	0.18	0.26	9.36
净资产(亿元)	0.79	0.78		84.26
PE	<b>11.1</b>	<b>10.0</b>	49	17
PB	2.64	2.29		1.88

资料来源: 公司公告

中南传媒花1.12亿元收购中南博集天卷38.53%股权(0.8亿元)并增资(0.3163亿元)到控股51%股权,通过战略并购优秀创意团队持有的部分股权及增资的方式,控股中南博集天卷。

公司给予博集天卷总估值 2.076 亿元，2011 年 3 月至 2012 年 3 月收入 1.54 亿元、净利润 0.19 亿元，对应 2011 年 PE 约 11 倍，剔除现金后 2011 年 PE 刚好为 10 倍，估值较低。

### 三、数字出版：均有突破、思路明晰，明年全面推广

将原项目“数字资源全屏服务平台项目”(使用募集资金 1.46 亿元)变更为新项目“建设全方位数字阅读、行业阅读与应用、数字教育产品与解决方案等数字资源应用服务与推广平台”。

中南传媒的数字出版业务进展：

- 教育领域：电子书包是中南传媒的战略性布局产品，未来想象空间较大。目前在试点阶段，明年起将向全国推广。天闻数媒与深圳龙岗区政府携手建设实验局，在龙岗区启动基于天闻数媒数字教育解决方案的电子书包应用试点工程，并在上海、北京等地中小学签订数字教育产品销售合同。
- 政企学习：天闻数媒已与国家文化部全国文化共享工程建立战略合作伙伴关系，开发的政企培训学习平台已经成为文化共享工程的指定战略合作方；已与有关军队部门签署定制化产品销售合同。我们估计政企类学习平台现有订单近千万元，目前也处于尝试阶段，该项目收入规模见效快。
- 大众阅读：天闻数媒为中国移动、联通、电信三大运营商及主流阅读网站提供优质内容；已开发出移动阅读客户端 READ365。该领域为公司贡献收入超千万元。

我们认为中南传媒是业内难得的数字出版国有龙头，市场应给予一定溢价。2012 年是中南传媒数字出版各项业务的试点阶段，2013-2014 年才是全面投入市场大规模应用阶段。

电子书包将得到政策大力扶持，应乐观看待其发展态势：

我们期望明年中南传媒能在整个教育信息化试点过程中，拿到电子书包 20%以上的市场份额。

电子书包试验被列入 2012 年的《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》；2012 年教育部发出通知，决定开展教育信息化试点工作，用 4 年左右时间，总体完成 100 个左右区域试点和 1600 所左右学校试点，并及时总结好的试点经验加以推广；在《新闻出版业“十二五”时期发展规划》中，将电子书包研发工程作为“十二五”时期新闻出版业发展的重点任务列入新闻出版科技创新工程。

**表 4: 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	7026.64	8647.32	11501.88
增长率(%)	14.15%	17.53%	22.97%	19.98%	23.06%	33.01%
归属母公司股东净利润	479.59	593.72	802.24	923.08	1074.31	1321.02
增长率(%)	29.84%	23.80%	35.12%	15.06%	16.38%	22.96%
每股收益(EPS)	0.267	0.331	0.447	0.514	0.598	0.736
每股股利(DPS)	0.000	0.201	0.060	0.127	0.148	0.182
每股经营现金流	0.516	0.449	0.620	0.683	0.797	0.909
销售毛利率	41.02%	40.48%	39.57%	39.21%	38.44%	38.26%
销售净利率	12.03%	12.62%	13.77%	13.20%	12.48%	11.54%
净资产收益率(ROE)	17.93%	8.44%	10.38%	10.96%	11.63%	12.91%
投入资本回报率(ROIC)	34.68%	47.12%	53.28%	57.63%	98.55%	229.05%
市盈率(P/E)	32.95	26.62	19.70	17.12	14.71	11.96
市净率(P/B)	5.91	2.25	2.04	1.88	1.71	1.55
股息率(分红/股价)	0.000	0.023	0.007	0.014	0.017	0.021

资料来源: 宏源证券

**表 5: 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	7026.64	8647.32	11501.88
减: 营业成本	2390.06	2834.63	3539.15	4271.79	5323.55	7101.54
营业税金及附加	49.52	54.69	67.28	80.73	99.35	132.14
销售费用	461.69	538.62	660.31	790.50	972.82	1293.96
管理费用	655.88	747.32	919.05	1075.08	1323.04	1771.29
财务费用	-8.96	-15.43	-152.04	-151.86	-153.82	-127.36
资产减值损失	43.71	56.68	73.98	100.00	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>	460.94	546.56	759.84	860.41	1032.39	1280.30
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>	487.74	601.25	806.19	927.63	1079.60	1327.52
减: 所得税	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	487.48	601.25	806.19	927.63	1079.60	1327.52
减: 少数股东损益	7.88	7.52	3.95	4.54	5.29	6.50
<b>归属母公司股东净利润</b>	479.59	593.72	802.24	923.08	1074.31	1321.02

资料来源: 宏源证券

**表 6: 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	7744.27	9020.71	10450.55
应收和预付款项	559.41	511.78	596.77	734.07	905.84	1276.07
存货	737.01	814.51	976.42	1352.04	1549.71	2321.18
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	918.94	672.47	424.01
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
<b>资产总计</b>	<b>5462.16</b>	<b>9501.10</b>	<b>10618.47</b>	<b>11842.41</b>	<b>13130.47</b>	<b>15354.34</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	3160.47	3634.39	4857.16
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>3205.85</b>	<b>3679.77</b>	<b>4902.54</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	2086.80	2895.65	3890.25
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2674.38</b>	<b>7030.72</b>	<b>7731.12</b>	<b>8426.11</b>	<b>9234.96</b>	<b>10229.55</b>
少数股东权益	24.97	53.62	205.91	210.46	215.74	222.25
<b>股东权益合计</b>	<b>2699.35</b>	<b>7084.34</b>	<b>7937.04</b>	<b>8636.57</b>	<b>9450.70</b>	<b>10451.80</b>
负债和股东权益合计	5462.16	9501.10	10618.47	11842.41	13130.47	15354.34

资料来源: 宏源证券

**表 7: 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	1225.87	1430.87	1631.69
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	-156.24	-181.64	-229.07
<b>现金流量净额</b>	<b>766.40</b>	<b>4136.18</b>	<b>578.21</b>	<b>1116.85</b>	<b>1276.44</b>	<b>1429.83</b>

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**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、新文化、顺网科技。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	座机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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, 任何机构和個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。