

# 中南传媒将是广新合并最大受益方 买入 维持

## 投资要点:

- 📖 今年是中南传媒的并购年，并购力度将会加大，将受益“广新合并”
- 📖 数字出版业务今年将贡献几亿元收入，电子书包单校模式推广顺利
- 📖 估值低：剔除现金后今年的 PE 仅为 11 倍，建议现价买入

## 报告摘要:

- **并购之年：中南传媒把 2013 年定位为“并购年”。**从官方表态可看出，中南传媒是新闻出版总署在改革过程中最为推崇的公司，我们认为中南传媒可能成为此轮跨产业、全产业链整合中的首批试点单位。我们预判，公司将加大对民营出版策划、教辅企业的收购力度；对国有企业、广电系统的资源收购进度则视政府执行力而定。
- **教材是公司最重要的利润来源，仍将保持稳定增长。**近日公司与湖南省教育厅签订《湖南省 2013 年农村义务教育免费教科书单一来源政府采购协议》，协议总价 6.87 亿元，同比增长 4%，保持了稳定增长。教材教辅新政为中南传媒等龙头企业带来新的增长空间，2013 年秋季教材市场将面临重新洗牌。
- **数字出版：电子书包创新推广效果显著，今年收入可预期。**去年下半年电子书包在原有课堂解决方案基础上推出了单校产品。单校产品推广 3 个月以来，已接到 18 个学校的订单，包括湖南、山东、上海等地；其推行优势在于供需关系直接决定订单成行。我们认为，单校产品是在以前模式推广的创新和变通，我们看好单校产品的销售；等首批产品交付使用和形成示范效果后，有可能会快速传播和增长。今年互联网广告高速增长，大湘网和红网的广告收入可观。
- **维持“买入”评级，建议现价买入。**2013 年业绩对应 PE 为 16 倍，对于传统业务来说较为合理。但公司剔除现金后对应 PE 仅为 11 倍，明显低估；考虑到今年并购力度加大、数字出版收入发力等催化剂将出现，建议现价买入。

主要经营指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万)	4762.58	5856.57	6932.83	<b>8368.65</b>	10145.46
增长率 (%)	17.53%	22.97%	18.38%	<b>20.71%</b>	21.23%
归母净利润(百万)	593.72	802.24	938.32	<b>1072.52</b>	1241.62
增长率 (%)	23.80%	35.12%	16.96%	<b>14.30%</b>	15.77%
每股收益	0.331	0.447	0.522	<b>0.597</b>	0.691
市盈率	29.43	21.78	18.62	<b>16.29</b>	14.07

## 传媒行业研究组

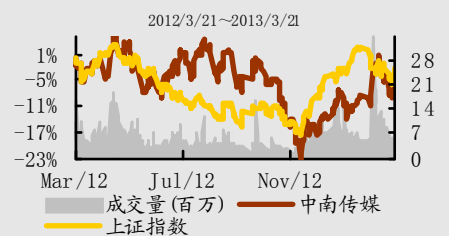
### 分析师:

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)	9.60
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

- 广新合并: 新闻出版和广电企业受益  
2013/3/11
- 行业深度报告\_大文化部: 传媒业将迎来全新未来  
2013/2/27
- 中南传媒: 收购博集天卷 数字出版全面推广  
2012/12/11
- 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

## 一、并购之年：中南传媒把 2013 年定位为“并购年”

广新合并：中南传媒将是最大受益企业

从官方表态可看出，中南传媒是新闻出版总署在改革过程中最为推崇的公司，我们认为中南传媒可能成为此轮跨产业、全产业链整合中的首批试点单位。

我们认为，中南传媒在并购之年将会加快募投资金的使用。公司目前努力将“多介质全流程”拓展为“全介质”，而在其产业链布局中缺乏广电渠道，有吸收广播电视台资源的意愿。并购思路以全介质媒体为方向，顺应行业新媒体转型趋势，新媒体、游戏产业等为重点领域，将重点考虑与有市场和效益兼具的产业或产业集团合作。盈利目的不会局限短期而是重在未来发展，产品形态增多也一定程度降低成本。

重点考虑频道资源的整合，频道的内容仍将延续公司的优势资源，消费群体定位在教育（小孩）和老人上。

在并购标的上：

**民营企业：**在各子行业领域内排名前列、与中南传媒有协同效应的优势资源民营企业。不存在政策障碍，主要重点在于收购价格谈判。

**国有企业：**并购更取决于政策而非市场。

近期重点不在影视内容资源上。如有先关并购，定是围绕能够提供主业内容的电视资源，

**并购带来的利润贡献，效果将逐步显现：**去年并购的公司“中南博集天卷”盈利或超 2000 多万元（从公开财务推测）。

## 二、教材是公司最重要的利润来源，仍将保持稳定增长

中南传媒公告，近日公司与湖南省教育厅签订《湖南省 2013 年农村义务教育免费教科书单一来源政府采购协议》，协议总价 6.87 亿元。

保障了中南传媒在湖南省教材发行业务的江湖地位，还有小幅增长。2013 年政府采购协议总价（实洋）为 6.87 亿元，即湖南省市场的义务教育教材发行业务收入为 6.87 亿元，而去年同期可比的协议总价为 6.62 亿元，**同比增长 4%**，保持了稳定增长。

教材是出版产业中利润最为丰厚的业务，其稳定增长奠定了中南传媒两位数的利润增速。

小幅增长原因：是教材产品结构变化所致；教材价格不变，数量基本没变。此协议总价排除今年义务教育教材涨价因素（假定今年教材不涨价），而湖南省的义务教育学生人数变化不大。

**方式：**发行只有湖南省新华书店单一渠道。采购内容由湖南省教育厅依据省定书目规定

教材和湖南省教育厅确定的辅助学习资源目录决定,由中南传媒子公司湖南省新华书店有限责任公司负责采购、发行和配送。即湖南省中小学免费教科书继续实行政府采购单一来源方式。

**市场(产品):**是各项业务中占比较大的板块。中小学义务教育(初中+小学)免费教科书(湖南省),此市场收入占中南传媒总收入近10%,占教材教辅发行业务收入近20%。

**地域:**湖南省全省。公司公告说明了湖南省中小学免费教科书供应新机制实施范围包含政府委托承担义务教育的农村和县镇民办学校学生及城市最低生活保障家庭子女,学生数不超过630万人。

**时段:**2013年。在过去几年湖南省都是这种模式,今年延续以往模式。

### 教材教辅新政为中南传媒等龙头企业带来新的增长空间

中南传媒的教材教辅业务仍有较大上升空间,坚持“省内稳增长、省外抢市场”战略。2013年秋季教材市场将面临重新洗牌,起始年级教材修订工作已全部通过,其他年级修订工作进展良好。其中,根据秋季新教材征订安排(起始年级教材重新送审),4-5月份可观察是否有市场增量出现机会。非起始年级教材也开始重新送审,其增量空间更大。

增长空间还体现以下几方面:

- (1) 省内低年级人数近几年的逐年提升;
- (2) 循环教材可能出现年级调整;
- (3) 省外教材已入台湾,历史教材已入韩国;
- (4) 经过两年多的整合,大中专教材呈现规模化发展;
- (5) 两会期间再提书画艺术教育,着手准备相关工作;
- (6) 义务教育将延伸至学前教育,也存有一定机遇。

### 三、报纸业务:弱复苏,网络广告收入将爆发增长

受报业普遍下降拖累,《潇湘晨报》去年上半年下降明显,平媒广告中房地产、汽车广告下降,但通过线上和展览活动策划拉动,中南传媒的纸媒收入整体保持平稳增长。据第三方测算,潇湘晨报或仍是2012年同类中业绩最好的都市报。

我们认为,今年互联网广告高速增长,大湘网和红网的广告收入可观。

### 四、数字出版:电子书包创新推广效果显著,今年收入可预期

我们判断,天闻数媒去年仍可能亏损,但今年有希望做到收支平衡。

天闻数媒去年主要以整合业务为主,进入高速发展阶段,但产品处于市场培育期。营收

上,大众阅读方面中移动基地实现收入近千万元(第三方数据监测,在中移动基地排第一),政企业务方面也估计有近千万元。中联通阅读基地的专区运营已经启动。Read365 阅读平台上线。

**电子书包产品形态出现分化:**去年下半年电子书包在原有课堂解决方案基础上推出了**单校产品**。至此,主要形式呈现为全试验区全面推动的“云管端”电子书包+单校产品。两种形态分化不涉及产品具体内容,更多在于顺应采购主体的分化。

产品推广上,云管端和单校产品分别是政府、学校为采购主体。云管端顺应“数字产品进课堂”口号,但全面推行将面临资金难点。**单校产品推广 3 个月以来,已接到 18 个学校的订单,包括湖南、山东、上海等地;**其推行优势在于供需关系直接决定订单成行,并且顺应“教育信息化”趋势,校方推行改革意向和资金都有保障。推广渠道上,已合作伙伴和直销方式为主,落地在当地政府和当地出版集团企业等。

发展模式上,单校产品形式上仍采取“采购+服务”的模式,为学校提供软件产品和内容包服务,以软件和后期服务维护费为主。没有使用人数限制,软件毛利率要高于软件行业平均水平。**我们认为,单校产品是在以前模式推广的创新和变通,我们看好单校产品的销售。**等首批产品交付使用和形成示范效果后,有可能会快速传播和增长。

## 五、业绩：传统媒体保持 17% 增速，难能可贵

2012 年收入为 69 亿元，同比增长 18%，归母净利润为 9.4 亿元，同比增长 17%。

在整个传统传媒行业景气下行时，中南传媒仍保持了远高于行业增速的龙头风范。其对内严谨的费用控制（精细化管理）、对外积极扩张的战略管理成效显著。

**估值低，现在是较好的买入时机：**

我们预测 2013 年中南传媒的利润增速为 14%，EPS 为 0.60，对应 PE 为 16 倍。

**剔除现金后：2013 年对应 PE 仅为 11 倍，估值很低。**

公司总市值剔除现金后将近 100 亿元，净利润剔除 1 亿多的利息收入后仍有 9 亿元，对应 2013 年（剔除现金）的 PE 仅为 11 倍。

附件:

## 2013年3月13日《焦点访谈》内容

画外音:

对老百姓来说,图书、报纸、杂志、音像等新闻相关的事,都归新闻出版总署管理;广播电影电视和网络上的视听节目都归国家广播电影电视总局管理。近些年,我国文化传媒产业发展迅速,跨行业、跨媒体企业大量涌现。在两大部门合并之前,新闻出版总署和国家广电总局在职能上出现一些交叉,导致基层一个人要对上头三个部门的现象。

**蔡赴朝 国家广电总局党组书记 局长(现任新版广电总局局长):**

我觉得这次改革意义非常重大。新闻出版、广播电影电视从大概念来说都同属于传媒领域。我们这两个部门整合了,把我们的管理职责进一步优化了,管理效率进一步提高了,那么它反过来会服务于我们的管理对象。我们的管理对象从大的方面来说是文化事业和文化产业,那么就**有利于促进文化事业和文化产业这些企事业单位的资源整合。**

画外音:

实际上,在地方新闻出版与广播电影电视的资源整合早已展开。文化体制改革十年来,全国**60%以上的地级市、自治州、盟、地区、林区、开发区,完成了文化局、新闻出版局、广电局等部门的整合。**以数字技术、网络信息技术为核心的现代传播技术也不断创新,广泛应用,全媒体集团不断发展壮大。在这样的情况下,中央层面的机构整合水到渠成。

**范卫平 新闻出版总署办公厅主任:**

跨媒体、跨行业、跨地区、跨所有制乃至跨国界方面可能会大有作为。比如说我们**湖南的中南出版传媒集团**在上海 IPO 主板上市。当然它自己认为它是一个全媒体产业链的上市公司。但是,实际上它没有频道资源。那么下一步,机构整合以后,对它这样的集团或者对更多这样的集团**扩大它的经营范围,可能会带来可能带来机会或者带来空间。**

画外音:

这两个部门的机构设立在历史上也有过多次变化。新闻出版总署的前身是1949年2月成立的中央宣传部出版委员会;1949年11月成立新闻总署,设广播事业局等单位。新闻出版总署这个名字是2001年确定下来的,和国家版权局为一个机构,两块牌子。广电总局的前身是成立于1949年6月的中央宣传部中国广播事业管理处,在1998年的国务院机构改革中,由广播电影电视部改为广播电影电视总局。可以看出机构的发展是随着社会经济发展的需要而不断变化的。

**李京盛 国家广电总局 电视剧管理司司长:**

比如我们这两个部门，他们都要面临着如何处理好传统媒体和新媒体共同发展的关系，都要共同处理好发展文化事业和发展文化产业的关系。研究这些共同规律，对于指导我们这个领域，我觉得有重要意义。

**范卫平 新闻出版总署办公厅主任:**

关键问题是只能调整，是转变职能，其实也是强化职能。这种转变，这种强化对于我们下一步提高依法行政的水平，提高依法行政的能力，提高依法行政的效能，都会有好处的。

## 画外音:

十二五规划明确规划将文化产业发展为支柱产业。新闻出版与广电的整合将使文化传媒产业的整合阻力减弱，拥有资金和融资优势的传媒集团有望通过跨行业跨媒体重组迅速做大，多元化经营的大媒体集团有望诞生。

**蒋建国 新闻出版总署党组书记 副署长（现任新版广电总局党组书记）:**

完全可以预见，这项改革将产生重大而深远的影响。因为它有利于综合利用新闻出版广播电影电视等多方面的文化资源；有利于建立健全、统一开放竞争有序的市场体系；有利于协调推进这些行业体制和机制的深化改革；更重要的是，有利于服务人民、更好地满足人民群众精神文化的需求。

## 画外音:

全国人大审议通过机构改革方案只是第一步，接下来面临的是职能进一步科学化，队伍精干化，执政科学化。相信在新的机构管理下，传媒企业会生产出更好地雅俗共赏的产品，满足群众的精神需求。

**吴保安 国家广电总局办公厅主任:**

进一步去理顺各个行业，不同领域的工作，大量的工作要做，我们只是走出了第一步。下一步我们要认真深入调研，对我们面临的问题吃透，制定好改革方案，把这项工作扎实推进。

**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	6932.83	<b>8368.65</b>	10145.46
增长率(%)	14.15%	17.53%	22.97%	18.38%	<b>20.71%</b>	21.23%
归属母公司股东净利润	479.59	593.72	802.24	938.32	<b>1072.52</b>	1241.62
增长率(%)	29.84%	23.80%	35.12%	16.96%	<b>14.30%</b>	15.77%
每股收益(EPS)	0.267	0.331	0.447	0.522	<b>0.597</b>	0.691
每股股利(DPS)	0.000	0.201	0.060	0.129	<b>0.148</b>	0.171
每股经营现金流	0.516	0.449	0.620	0.681	<b>0.790</b>	0.821
销售毛利率	41.02%	40.48%	39.57%	39.38%	<b>38.71%</b>	38.82%
销售净利率	12.03%	12.62%	13.77%	13.53%	<b>12.82%</b>	12.24%
净资产收益率(ROE)	17.93%	8.44%	10.38%	11.12%	<b>11.60%</b>	12.20%
投入资本回报率(ROIC)	34.68%	47.12%	53.28%	58.12%	<b>97.03%</b>	207.82%
市盈率(P/E)	36.44	29.43	21.78	18.62	<b>16.29</b>	14.07
市净率(P/B)	6.53	2.49	2.26	2.07	<b>1.89</b>	1.72
股息率(分红/股价)	0.000	0.021	0.006	0.013	<b>0.015</b>	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	6932.83	8368.65	10145.46
减: 营业成本	2390.06	2834.63	3539.15	4202.79	5129.07	6207.27
营业税金及附加	49.52	54.69	67.28	79.65	96.14	116.56
销售费用	461.69	538.62	660.31	783.41	941.47	1141.36
管理费用	655.88	747.32	919.05	1060.72	1280.40	1562.40
财务费用	-8.96	-15.43	-152.04	-160.85	-153.74	-126.52
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	867.11	1025.31	1194.40
加: 其他非经营损益	26.80	54.69	46.36	71.22	47.22	47.22
<b>利润总额</b>	487.74	601.25	806.19	938.32	1072.52	1241.62
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	938.32	1072.52	1241.62
减: 少数股东损益	7.88	7.52	3.95	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	479.59	593.72	802.24	938.32	1072.52	1241.62

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	7742.45	9006.39	10298.59
应收和预付款项	559.41	511.78	596.77	715.92	870.41	1052.38
存货	737.01	814.51	976.42	1314.43	1481.31	1902.13
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>11784.84</b>	<b>13012.32</b>	<b>14559.64</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	3095.96	3515.95	4128.46
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>3141.34</b>	<b>3561.33</b>	<b>4173.83</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	2098.28	2905.78	3840.59
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2674.38</b>	<b>7030.72</b>	<b>7731.12</b>	<b>8437.59</b>	<b>9245.09</b>	<b>10179.90</b>
少数股东权益	24.97	53.62	205.91	205.91	205.91	205.91
<b>股东权益合计</b>	<b>2699.35</b>	<b>7084.34</b>	<b>7937.04</b>	<b>8643.50</b>	<b>9451.00</b>	<b>10385.81</b>
负债和股东权益合计	5462.16	9501.10	10618.47	11784.84	13012.32	14559.64

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	1114.14	1223.83	1418.01	1475.26
投资性现金净流量	-210.35	-119.81	-461.07	51.22	27.22	27.22
筹资性现金净流量	49.95	3449.86	-74.60	-160.01	-181.28	-210.28
<b>现金流量净额</b>	<b>766.40</b>	<b>4136.18</b>	<b>578.21</b>	<b>1115.03</b>	<b>1263.94</b>	<b>1292.20</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; 6 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、大地传媒。

**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	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。