

联手湖南教育台 制播分离新突破

买入 维持

投资要点:

- 📖 中南传媒响应“广新合并”，拥有电视台资源，实现全介质战略
- 📖 意义深远：第一家拥有成人电视台资源的A股上市公司
- 📖 虽然收视只覆盖湖南省，但制作的优质电视节目版权可覆盖全国

报告摘要:

- **中南传媒控股子公司着手市场化运营湖南教育电视台。**2013年8月1日中南传媒与湖南教育电视台签署了战略合作协议：双方合资创立“湖南教育电视传媒有限公司”，作为湖南教育电视台的市场运营主体。中南传媒控股60%，湖南教育台参股40%。**成本：**时政新闻节目以外的广播电视节目及电视剧自行策划制作或采购成本，广告代理和衍生产品生产销售权的授权经营对价，品牌运营等。**收入：**广告代理经营、相关衍生品生产销售，出售自行制作的电视节目等。信号覆盖湖南省全省123个县市区。
- **充分发挥双方资源和优势，共赢可控。中南传媒主导、市场化运营：**该子公司的董事长、财务总监由中南传媒委派，董事占7名中的4名；**湖南电视台控制风险：**负责对播出的节目和广告内容终审。
- **投资计划：**该子公司的投资进度：注册资本0.5亿元，1年内投资1亿元，用于**高清设备改造**；3年内计划投资**不超过5亿元**：加强公司运营能力，对精品电视节目包括电视剧内容的策划制作和采购等。
- **力求成为中国最好的教育电视台，收入目标上可对比湖南经视。**我们预判中南传媒能把湖南教育台做好，收视率将快速上升。身处长沙，在节目制作上有得天独厚的人才和地利优势。**新湖南教育台将人群定位在中小學生（教育）和中老年人（老人经济）上，打造成专业频道。**
- **推进“制播分离”进程，加速电视产业化，维持“买入”评级。**拥有专业电视台外，公司也将成为**电视节目和电视剧制作公司**。建议买入。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	5856.57	6930.36	8329.92	10212.86	12471.29
增长率(%)	22.97%	18.33%	20.19%	22.60%	22.11%
归母净利润(百万)	802.24	940.46	1058.69	1259.22	1535.21
增长率(%)	35.12%	17.23%	12.57%	18.94%	21.92%
每股收益	0.447	0.524	0.589	0.701	0.855
市盈率	25.52	21.77	19.34	16.26	13.34

传媒行业研究组

分析师:

张泽京(S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

中南传媒：调研纪要

2013/06/06

业绩显著好于行业 估值创历史低点

2013/04/08

中南传媒将是广新合并最大受益方

2013/3/21

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

2013 年作为中南传媒的并购年，由多介质传媒公司发展为“全介质、全流程”公司。

一、收购湖南教育电视台成功，推进制播分离、电视产业市场化新模式

公司公告成立控股子公司负责对湖南教育电视台的节目（除时政类新闻）与广告授权生产和经营，中南传媒突破现行政策障碍，创造了让国内电视台资产间接上市的先例。

我们认为此次中南传媒与湖南教育电视台的战略合作，是**文化传媒产业跨领域的历史性事件，有里程碑意义。是电视媒介产业化的新尝试！**

全介质有显著的协同效应，可提高综合利润率。媒体产品主要是做大影响力。

新湖南教育电视台定位：专业内容突破，快速提升收视率

结合湖南电视市场产业化进程和竞争现状，我们预判，新湖南教育电视台刚开始不会走娱乐路线，而是走专业路线，**做大做强教育、中老年人主题内容**，如文化沙龙、学生选秀类节目、老人旅游（开发银发经济）等。等专业频道口碑做大后，再考虑娱乐性，如影视节目等。

要做大做强教育类和老人电视节目以及电视剧制作，中南传媒不得不考虑**引进影视内容制作和电视节目策划团队**。公司在电视节目、影视内容制作上有优势：内容上有图书、剧本版权，发行上有电视台的播放渠道，还有长沙在人才（如制片人、主持人等）上的地利优势。

该子公司还定位为专业的电视节目（包含电视剧）制作公司：

该子公司制作出的电视节目包含电视剧除了在湖南教育电视台播放外，还可以把优质的电视节目包含电视剧版权出售给其他的电视台或新媒体，由于中南传媒在教育和中老人领域有强大的内容资源，因此我们有理由相信**中南传媒在教育 and 老人节目领域将会脱颖而出**。

收购电视台能否复制？难以复制。

1.是省委省政府全力支持的结果。

2.能把电视台做起来。我们相信，中南传媒把《潇湘晨报》、《快乐老人报》从无到有成功的历史案例来看，专业电视台成功概率很高，并且会有较好的盈利能力和较大的影响力。

二、老人经济：消费能力强，爆发力大且可持续，是公司新增长点

第一步是做大《快乐老人报》，首先做实内容。《快乐老人报》现在发行量已超 100 万份，我们预计 2013 年能到 200 万份，2014 年到 300 万份。目前发行量是中老年类报纸的第一大报，在全国所有报纸中排第 5，仅次于《参考消息》、《环球时报》等。

该报可以靠发行量赚钱。为双周报，每份 1.5 元，按 200 万份计算，其收入将达 3 亿元。若明年到 300 万份，则仅发行收入就能到 4.5 亿元。

《快乐老人报》的利润点不仅是发行，还有广告收入以及老人产业链的衍生品，如老人旅游产品（与旅行社合作）；老人健康保健等。

老人经济（银发经济）的想象空间很大。社会还不够关注老年群体，中南传媒的老人经济业务将会在明后年爆发。中国的老年群体是一个有钱有权的群体，有很强的消费能力，中国出现“啃老族”是有经济基础的。同时中国的部分老人素质较高，消费市场很大。

三、新媒体：收入将过亿，盈亏平衡，商业化顺利

电子书包：计划今年发展到 500 所学校，收入过亿元。是商业化的突破。

四、投资建议：“买入”评级

我们认为，中南传媒已不是传统意义上的图书出版企业，而是一家拥有全介质，有旅游、老人经济产业链的综合传媒集团，有较强的数字出版能力的高科技、信息企业。

我们预测今年收入为 83 亿元，同比增长 20%；净利润为 10.6 亿元，同比增长 13%。股价 11.4 元，2013 年 EPS 为 0.59，对应 PE 为 19 倍。是 A 股中估值最低的传媒公司。

2014 年考虑到新媒体、老人经济等新亮点在盈利上都可能会发力，明年的利润增速会好于今年。

（1）此次涉足电视台，是电视领域产业化一种新的合作模式，是广电系统与新闻出版领域跨界融合的有益尝试，体现了中南传媒作为文化传媒产业勇于创新的龙头风范。同时，成立该子公司后，中南传媒多了一个电视台播放渠道外，也跻身为专业的电视节目（尤其在教育领域和老人经济）制作和电视剧制作公司。

（2）估值最低，风险小，国有传媒的龙头企业，基本面较好。

表 1: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4762.58	5856.57	6930.36	8329.92	10212.86	12471.29
增长率(%)	17.53%	22.97%	18.33%	20.19%	22.60%	22.11%
归属母公司股东净利润	593.72	802.24	940.46	1058.69	1259.22	1535.21
增长率(%)	23.80%	35.12%	17.23%	12.57%	18.94%	21.92%
每股收益(EPS)	0.331	0.447	0.524	0.589	0.701	0.855
每股股利(DPS)	0.201	0.060	0.120	0.191	0.227	0.277
每股经营现金流	0.449	0.620	0.612	0.736	0.914	0.995
销售毛利率	40.48%	39.57%	38.65%	38.59%	38.56%	38.29%
销售净利率	12.62%	13.77%	13.29%	12.69%	12.31%	12.29%
净资产收益率(ROE)	8.44%	10.38%	11.12%	11.54%	12.56%	13.88%
投入资本回报率(ROIC)	47.12%	53.28%	49.07%	71.14%	115.29%	272.42%
市盈率(P/E)	34.48	25.52	21.77	19.34	16.26	13.34
市净率(P/B)	2.91	2.65	2.42	2.23	2.04	1.85
股息率(分红/股价)	0.018	0.005	0.011	0.017	0.020	0.024

资料来源: 宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4762.58	5856.57	6930.36	8329.92	10212.86	12471.29
减: 营业成本	2834.63	3539.15	4251.56	5115.47	6275.26	7695.50
营业税金及附加	54.69	67.28	76.70	92.19	113.03	138.02
销售费用	538.62	660.31	834.80	999.59	1225.54	1434.20
管理费用	747.32	919.05	1016.76	1207.84	1480.86	1808.34
财务费用	-15.43	-152.04	-183.93	-179.49	-171.42	-164.99
资产减值损失	56.68	73.98	101.70	100.00	100.00	100.00
加: 投资收益	0.48	10.99	24.96	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	546.56	759.84	857.74	994.32	1189.59	1460.23
加: 其他非经营损益	54.69	46.36	63.22	63.03	68.03	73.03
利润总额	601.25	806.19	920.96	1057.35	1257.62	1533.26
减: 所得税	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
净利润	601.25	806.19	920.92	1057.35	1257.62	1533.26
减: 少数股东损益	7.52	3.95	-19.55	-1.34	-1.60	-1.95
归属母公司股东净利润	593.72	802.24	940.46	1058.69	1259.22	1535.21

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	6095.80	6627.42	7417.76	8480.11	9804.29	11193.13
应收和预付款项	511.78	596.77	831.23	885.27	1219.32	1351.44
存货	814.51	976.42	1028.83	1561.99	1616.23	2281.29
其他流动资产	0.00	300.73	201.02	201.02	201.02	201.02
长期股权投资	4.58	12.81	18.67	18.67	18.67	18.67
投资性房地产	121.12	114.23	105.48	89.87	74.27	58.67
固定资产和在建工程	1175.17	1213.40	1191.22	929.43	671.63	416.84
无形资产和开发支出	765.66	751.89	734.67	650.68	566.70	482.71
其他非流动资产	12.48	24.80	24.28	12.38	0.48	0.48
资产总计	9501.10	10618.47	11553.17	12829.43	14172.61	16004.26
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2304.56	2636.06	2859.82	3421.22	3914.12	4709.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.20	45.37	58.85	58.85	58.85	58.85
负债合计	2416.76	2681.43	2918.67	3480.07	3972.97	4767.99
股本	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00
资本公积	4537.39	4543.31	4542.31	4542.31	4542.31	4542.31
留存收益	697.34	1391.82	2116.76	2832.98	3684.85	4723.44
归属母公司股东权益	7030.72	7731.12	8455.07	9171.29	10023.16	11061.74
少数股东权益	53.62	205.91	179.42	178.08	176.48	174.53
股东权益合计	7084.34	7937.04	8634.49	9349.37	10199.64	11236.28
负债和股东权益合计	9501.10	10618.47	11553.17	12829.43	14172.61	16004.26

资料来源: 宏源证券

表 4: 现金流量表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	806.45	1114.14	1098.43	1322.31	1642.07	1787.45
投资性现金净流量	-119.81	-461.07	-70.31	3.03	-1.97	-6.97
筹资性现金净流量	3449.86	-74.60	-226.80	-262.99	-315.92	-391.64
现金流量净额	4136.18	578.21	801.75	1062.35	1324.18	1388.84

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；六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。

覆盖公司: 朗玛信息、奥飞动漫、百视通、华数传媒、中南传媒、华谊兄弟、省广股份、蓝色光标、华录百纳、华策影视、新文化、掌趣科技、人民网、吉视传媒。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。