



买入 **45% ↑**
目标价格: 人民币 18.77

601098.CH

价格: 人民币 13.16

目标价格基础: 分部估值法

板块评级: 增持

本报告要点

- 数字出版业务年增长翻番预期
- 报媒三部曲转型
- 出版体系内, 首个试水文化金融

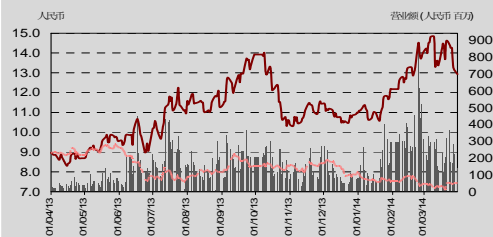
我们的观点有何不同?

- “资源统筹, 一体发展”, “分众导向、市场先行”特色鲜明
- 并购扬长补短, 遵循战略布局思路

主要催化剂/事件

- 移动端, 垂直平台, 目标人群新业态等领域战略布局和对外合作
- 文化金融平台扩建
- 产业扶持政策出台

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	17.7	(7.6)	17.7	44.2
相对新华富时 A50 指数	24.6	(8.0)	24.6	61.5

发行股数(百万)	1,796
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	23,635
3 个月日均交易额(人民币 百万)	247
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
湖南出版投资控股集团	65

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 印刷与出版

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

中南传媒

数媒步入快车道, 统筹资源转型升级

中南传媒是湖南出版传媒集团经营主体和资本平台, 为全国第二大地方教材出版基地, 下辖《潇湘晨报》等湖南当地强势区域媒体集群。2014 年启动五大平台“全媒体文化生态圈”建设, 线下资源将重新排序规整; 数媒和财务公司业绩增长为亮点。未来拟成长为世界知名的信息服务和传播解决方案提供商、华文全媒介内容运营商和重要的文化产业战略投资者。首次评级买入, 目标价格 18.77 元。

支撑评级的要点

- **天闻数媒数字出版业务进入发展快车道:** 云课堂签约 200 多所学校, 同时第一个教育云项目将展开实际运营, 海外市场随华为技术业务拓展和资源分享而借船出海——2014 年为较确定的增量。互联网对教育的改变将开始, 资本将加速这一进程, 天闻数媒自下而上的市场先行的做法, 具有一定的区域性和示范性, 是我国基础教育领域教育信息化发展的缩影之一。在经济增长、区域教育差距消除、教育评价体系改革的大趋势下, 天闻有望抢得先机, 为扛旗者。预计未来三年年翻番增长。
- **报媒全媒体、分众、产业链式发展:** 报媒行业景气度加速下滑, 传统广告模式面临巨大压力。公司报网转型三部曲: 建立全媒体品牌集群(包括对户外、电视台等更好资源的摄取), 不断地做分众媒体, 拓展会展、电商等媒体影响力资源序列。
- **试水文化金融, 贡献可观利润:** 财务公司预计贡献 1-3 亿元年权益利润, 正待银监会审批。未来致力于打造“拥有多个金融平台的文化集团”, 现阶段并购及对外合作均“扬长处, 补短板”, 期待投融资权限归拢能促进新媒体及更大体量并购的更快更好地落地。

评级面临的主要风险

- 国有体制机制障碍, 互联网等新媒体人才缺乏。
- 传统业务增长乏力, 报媒广告下滑超预期。

估值

- 预计 2013-16 年公司每股收益 0.62 元、0.80 元和 0.94 元, 其中 2014 年 29% 的利润增幅预估中, 预计天闻数媒 51% 贡献 3.3%, 财务公司 70% (考虑资金成本) 贡献 30%。按照分部估值法, 基于天闻数媒 2014 年 25 倍市盈率, 财务公司 0.8 倍市净率和其他业务 20 倍市盈率, 得到目标价 18.77 元, 首次评级买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	5,857	6,930	8,034	9,840	11,538
变动(%)	23	18	16	22	17
净利润(人民币 百万)	802	940	1,130	1,430	1,693
全面摊薄每股收益(人民币)	0.447	0.524	0.616	0.796	0.943
变动(%)	35.1	17.2	17.5	29.3	18.4
市场预期每股收益(人民币)			0.585	0.678	0.820
核心每股收益(人民币)	0.447	0.524	0.629	0.796	0.943
变动(%)	35.1	17.2	20.2	26.5	18.4
全面摊薄市盈率(倍)	32.3	27.5	23.4	18.1	15.3
核心市盈率(倍)	29.5	25.1	20.9	16.5	14.0
每股现金流量(人民币)	0.69	0.61	0.76	1.00	1.15
价格/每股现金流量(倍)	19.2	21.6	17.4	13.2	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	18.0	16.4	11.9	9.8
每股股息(人民币)	0.120	0.079	0.092	0.119	0.170
股息率(%)	0.9	0.6	0.7	0.9	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
公司概况	4
转型一、做 K12 之扛旗者	10
转型二、报网转型三部曲	18
转型三、试水文化金融	22
特色一、资源统筹，一体发展	24
特色二、分众导向，市场先行	25
风险提示	26
盈利预测及估值	27

投资摘要

中南传媒是湖南出版传媒集团的经营主体和资本平台，是全国第二大的地方教材出版基地，下辖《潇湘晨报》、红网等强势区域媒体集群。上市以来，经营性利润年增长 15-20%，现金分红比例 15-30%。2014 年，“线上与线下、产业及金融”的双维度转型战略确立，期待看到更深层面的资源统筹，从而实现更广泛的一体化发展。未来致力于打造“世界知名的信息服务和传播解决方案提供商、华文全媒介内容运营商、重要的文化产业战略投资者”。预计 2013-15 年每股收益 0.62 元、0.80 元和 0.94 元，给予目标价 18.77 元，首次评级**买入**。

天闻数媒数字出版业务进入发展快车道：2013 年收入达亿级规模，数百万元盈利，云课堂单校 CCE 数字教育解决方案在 B2B 学校市场上的推进顺利，已签约 200 多所学校，同时第一个教育云项目在 2014 年将展开实际运营，这将为后续 B2B 及 B2C 市场齐头并进、推出在线教育产品做好铺垫。此外，受益于华为海外渠道发力和东南亚“数字城市”项目分包，海外市场将成为 2014 年确定性增量。预计未来 3 年年增速达 100%。我们认为，国内 K12 阶段的信息化和数字化的发展由经济水平和教育体制改革背书，“懂教育”的从业者占优势，“高考两条路”的政策动向同时有助于加快教育信息化的发展。天闻数媒左手（教育）资源、右手技术，在经济增长、教育区域差距缩减、教学评价体系改革的大趋势下，天闻数媒有望抢得先机。

报媒全媒体、分众、全产业链式发展：报媒行业景气度加速下滑的今天，《潇湘晨报》、红网等媒体集群努力建立全媒体产品线，并拿下长沙地铁 2 号线平媒广告项目，控股湖南教育电视台——嫁接优质存量资源，维护品牌价值。在目标人群导向的思路下，《快乐老人报》一扩大覆盖面——三年做到全国邮政体系发行前五，二布局产业——衍生出社区、旅游等领域的新品牌。在产业链延伸的思路下，晨报拓展“长沙车展”、“96360 呼叫中心”等媒体影响力资源序列。

试水文化金融，贡献可观利润：公司拟与集团共同组建财务公司，各持 70% 和 30% 股权，可集结集团下属 80 多个成员单位的合计 80 余亿元存量现金，有望贡献 1-3 亿元年权益利润。董事长关于“做拥有多个金融平台的文化集团”的表态为后续拓展互联网金融平台、更灵活地对外投资等埋下伏笔。

资源统筹，一体发展：公司下属出版社集结所有电子图书版权入“中南 E 库”，以天闻数媒为数字出版的唯一出口；传统教材教辅发行渠道亦为数字教育市场的拓展服务；报网媒体集群在新闻采编、线下活动等多个方面实现联动；湖南教育电视台依托公司教育资源，又由晨报经营人才领导；财务公司有望实现资金的统一管理和增值。

分众导向，市场先行：公司确立四大目标人群：第一，以学生为主体的青少年人群；第二，以退休人员为主体的中老年人群；第三，以白领、金领、公务员为主体的城市动力人群；第四，以城镇人口为主体的 6,700 万湖南人。其中“一老一少”市场拓展潜力大，《快乐老人报》已发展报纸、杂志、网站、旅游、购物等多产品或业态；教材发行公司和天闻数媒分别从传统教材教辅和基础教育信息化实现出版湘军的全国扩张。

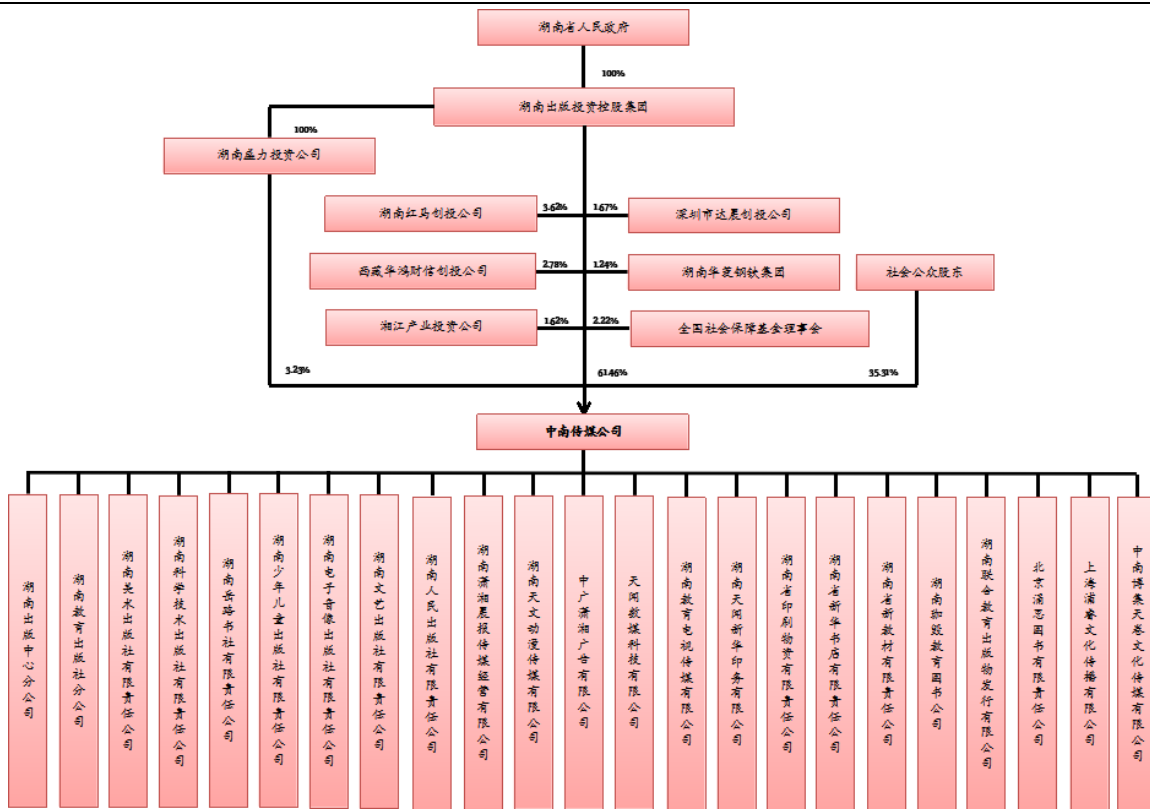
公司概况

中南出版传媒集团股份有限公司（简称中南传媒）于2008年12月25日由湖南出版投资控股集团整体重组改制并联合旗下全资子公司湖南盛力投资有限责任公司共同发起设立，注册资本12亿元，承接母公司所有经营性主业和资产。2010年10月28日在上交所挂牌上市，向社会公众公开发行3.98亿股，首次公开发行后股本总数17.96亿股，其中国家持股11.04亿股，国有法人持股1.49亿股，其他境内法人持有1.45亿股，社会公众持有3.98亿股，注册资本增至17.96亿元。公司目前下辖20余家二级子、分公司，主要从事出版、发行、印刷、物资供应、报纸网络新媒体等业务，属出版传媒行业。

股权结构

截至2013年9月30日，中南传媒第一大股东湖南出版投资控股集团合计持有64.69%股权，实际控制人为湖南省人民政府。首次公开发行限售股共计13.98亿股，已于2013年10月28日解禁上市流通。我们粗略估计小非已减持七八成。

图表 1. 公司股权结构图（截至2013年9月30日）



资料来源：公司年报，中银国际研究部

战略目标

公司位居国内出版第一方阵，由单一介质的图书出版商发展为多介质综合传媒商，形成书、报、刊、音像、框架媒介、互联网和移动互联网等多媒体产业共同发展，集编辑、印刷、发行、物资供应等环节于一体的完整产业链条。并在新媒体战略布局和推进上走在全国同行业的前列，形成了“多介质、全流程、立体化”的完整产业发展体系。其媒介的多样性、产业的完整性在全国同行业处于领先地位。

国内文化产业大发展、大繁荣的宏观趋势下，正全力实施“传播数字化、业态市场化、品牌集群化、经营国际化、运营资本化、管理标准化”六大发展战略，努力打造“世界知名的信息服务和传播解决方案提供商、华文全媒介内容运营商、重要的文化产业战略投资者”。

2014年起打造五大平台支撑的“全媒体文化生态圈”：今年起，湖南出版集团启动第四轮改革，着力打造全媒介、全流程的文化生态圈。旗下五大线上平台构想包括：以红网、潇湘晨报为主体的“新闻资讯聚合平台”、以天闻数媒数字教育解决方案为主的“数字出版平台”、以枫网为主体的“快乐老年生活服务平台”、以及未来将要补充的互联网娱乐平台和互联网金融平台。线下所有传统资源将按照数字化平台的需要进行网络化，服务线上平台的发展——包括重新整合新华书店的连锁门店、校园书店，出版社的版权资源，印刷、物资、物流等各产业板块，对接服务线上平台的上下游，变为互联网时代数字平台的神经末梢。与此同时，湖南出版集团还将实现单一产业经营向“产融结合、财团发展”的模式转型升级。

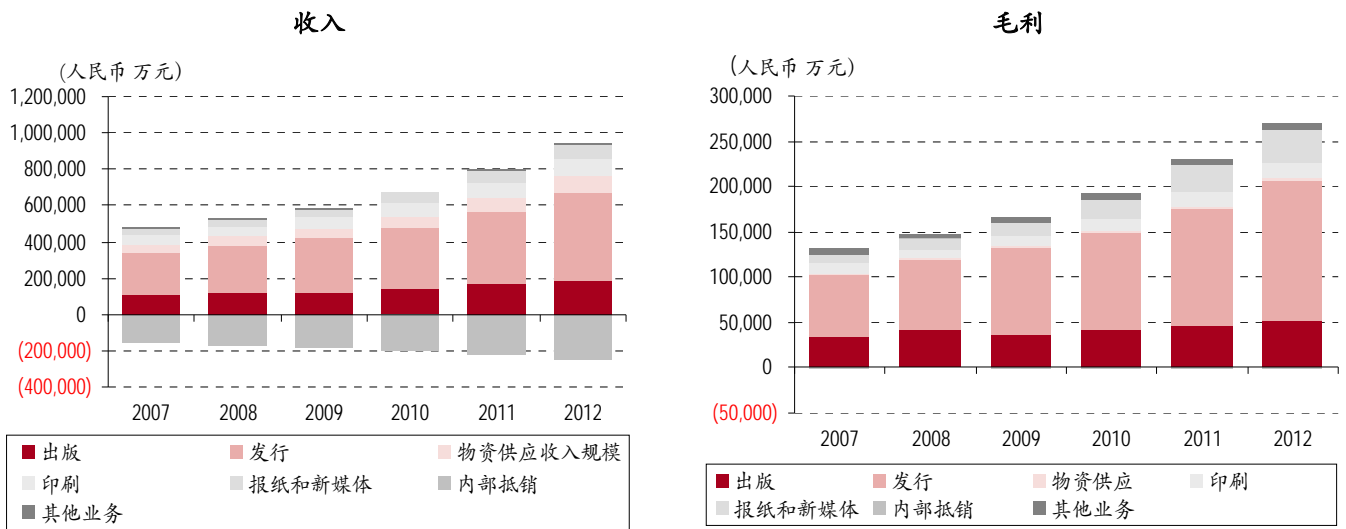
主业构成

公司主营业务包括出版、发行、物资供应、印刷、报媒五大板块，2014年增加金融板块。2012年实现营业收入69.30亿元，净利润9.40亿元，同比分别增长18.33%和17.23%。2013年上半年营业收入33.62亿元，净利润4.86亿元，同比分别增长12.22%和14.08%。2013年业绩快报表明，全年营业收入80.34亿元，同比增长15.92%，净利润11.05亿元，同比增长17.55%。维持较快、稳定的增长。

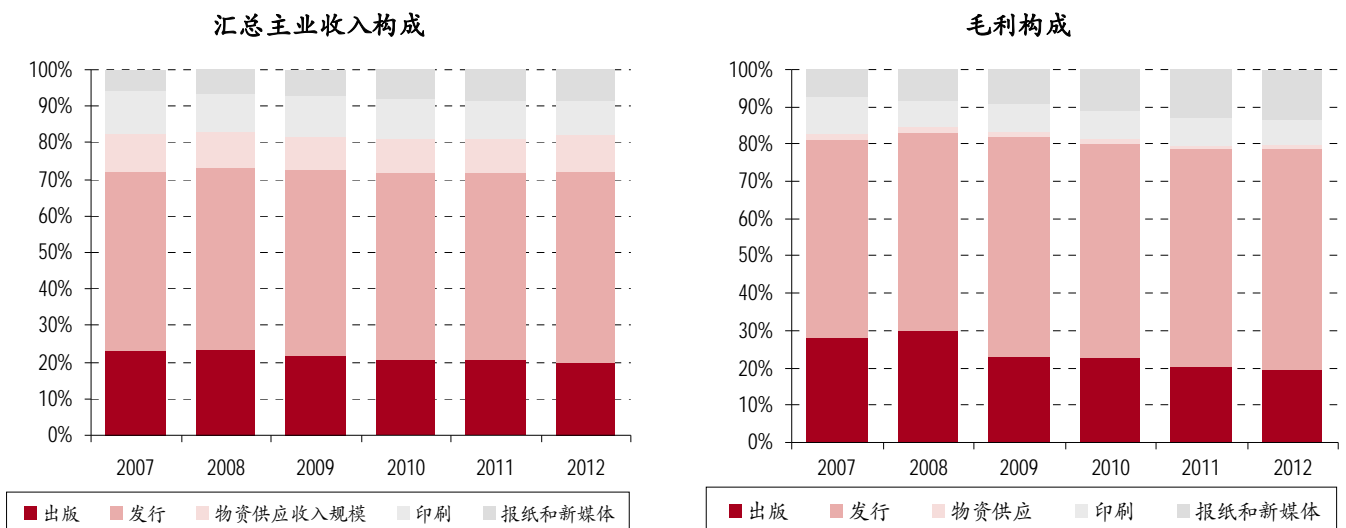
从各板块看，2012年出版、发行、物资供应、印刷和报媒的营业收入分别为18.71亿、48.45亿、9.36亿、8.98亿和7.84亿元，同比分别增长13%、20.1%、30%、6%和18%；各板块毛利率分别为27.2%、32.1%、3%、19.1%和45%。综合毛利率38.21%。

不考虑产业链各环节内部抵减，2012年出版、发行、物资供应、印刷、报媒五大主业汇总收入占比分别为20.0%、51.9%、10.0%、9.6%和8.4%；主业毛利占比分别为19.4%、59.5%、1.0%、6.5%和13.5%。出版发行业务比重较大，报纸、新媒体业务增速更快。

不考虑产业链各环节内部抵减，2012年出版、发行、物资供应、印刷、报媒五大主业汇总收入占比分别为20.0%、51.9%、10.0%、9.6%和8.4%；主业毛利占比分别为19.4%、59.5%、1.0%、6.5%和13.5%。出版发行业务比重较大，报纸、新媒体业务增速更快。

图表 2. 公司收入及毛利构成


资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

续 图表 2. 公司收入及毛利构成


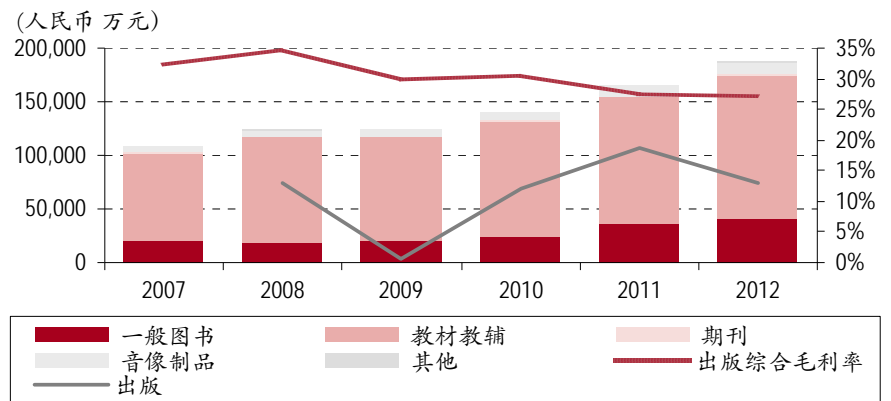
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

出版: 惟楚有才, 于斯为盛

中南传媒是全国第二大的地方教材出版基地。共有 5 家出版单位为全国百强社, 入选数量在全国地方出版集团中居第 2 位。在与外部出版力量的整合方面, 控股民营书业第一的博集天卷, 投资设立“小而美”的浦睿文化, 与日本角川合资成立广州天闻角川动漫。

据开卷监测, 2013 年上半年, 中南传媒以占全国图书零售市场 1.80% 的动销品种, 取得了 3.37% 的码洋市场占有率, 比去年同期增长了 0.23 个百分点, 码洋品种效率为 1.87。科普、作文、艺术收藏、古典名著类图书板块细分市场排名保持第一, 小说、音乐类细分市场分居第二和第三位。2013 年, 新打造的校园小说图书品牌晋升全国第一, 13 个项目获第三届中国出版政府奖, 全年共有 34 种图书累计 82 次登上开卷畅销书榜。

2012 年, 公司出版业务收入 18.7 亿元, 其中教材教辅和一般图书分别占 70.5% 和 22.4%, 是最重要的两类产品。而期刊、音像制品分别实现 29.1% 和 22.6% 的增幅。

图表 3. 出版业务收入构成


资料来源：公司数据

教材教辅：2012年教材教辅出版收入达到13.2亿元，同比增长11.9%，占总出版收入的70.5%，毛利率25.2%，同比下降0.7个百分点。

目前公司年出版中小学教材总品种达261种，年出版教材教辅总计超过2,000种。2012年，《地理》、《数学》、《音乐》、《美术》、《小学英语》五科六种湘版起始年级教材全部通过教育部新一轮教材审定；确保了新编的两套涵盖全学科、全学段共计650余个品种的新教辅，全部获得省教育厅审议通过，进一步确立了湘版教材的领跑地位。

图表 4. 湘版教材市场既往情况

科目	阶段	市场 (省、市、区)
语文	小学	湖南
数学	初中、高中	湖南、台湾
科学	小学	湖南
英语	小学 (少儿社、教育社)	湖南
音乐	小学、初中、高中	26个
美术	小学、初中、高中	28个
历史	初中	10多个
	高中	11个
地理	初中	22个
	高中	12个

资料来源：公司招股书

教材教辅业务的主要增长点为省外市场开拓及教辅品种丰富。随教育产业的市场化渗透和产业链中的利润终端化趋势，公司扩大了教材教辅在省外的市场份额，实现销售册数和销售收入的增长。为配合国家教材教辅新政的要求，公司加大对教材教辅开发的投入，随着新品种的推出和市场份额的增加，在确保收入增加的同时，提升了教材教辅的整体毛利率。在教辅与教材配套新品投入的方面，公司教辅开发实力较强，有比较大的增长潜力，对出版业务能够起到推动作用。

教育数字化已是全球的发展趋势，数字教材出版现在正在稳步推进，天闻在该市场上处于领先地位。关于教材电子版权的获取，全国约有四十多个出版社具有教材出版资质，除人教版外还有苏版、湘版、粤版、北师大版等。除集团公司兄弟单位的湘版教材外，天闻目前基本通过各区域合作伙伴获取了当地教材的电子版权，广东、青岛等地区明确合作，江西等地正在推进，归属不同的教材版权并不会成为内容储备的障碍。

一般图书：中南传媒一般图书整体市场占有率位居全国前四，其中科普、古典名著、作文、艺术收藏类图书稳居全国细分市场第一，全国“五个一工程”奖、中国出版政府奖、中华优秀出版物奖获奖数量以及版权输出数量位居全国前列。2012年一般图书出版的动销品种同比增长15.45%，全国图书零售市场占有率同比增长17.17%。

2012年，一般图书、期刊、音像制品出版收入增速分别为14%、29.1%、22.6%。面对数字技术带来颠覆式“革命”、传统出版增长放缓的新形势，2012年公司通过推行事业部（分社）制，引入内容产品生成新机制，有效激活了内容产品的创作力和运营力，积极推出各类精品图书，市场占有率不断上升，促进了收入的增长。除传统零售渠道增长外，公司一般图书出版业务受益于国家“农家书屋”项目合同的获得。虽然在规模上仍不及安徽、辽宁等省，但毛利率水平处于较高水平（35.2%）。

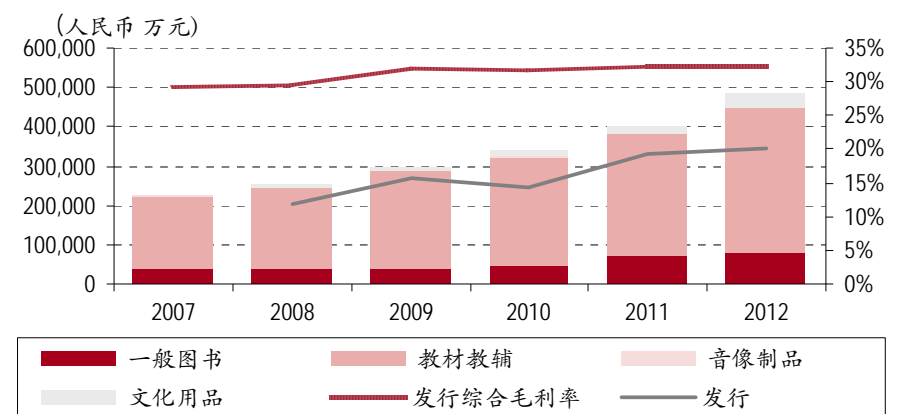
公司增持中南博集天卷公司至绝对控股地位，是对大力发展一般图书出版业务的布局，尤其对公司在畅销书方面的销售码洋和出版实力的提高有较大的帮助。调整出版业务结构，有益于提高公司出版业务整体毛利率水平。

发行：省外、大宗齐发力

湖南省新华书店综合实力位列全国新华书店系统前三。是湖南省最大的图书发行商，是省内免费教材政府采购的唯一供应商。发行业务12年实现48.5亿元收入，同比增长20.1%，其中教材教辅、一般图书、文化用品和音像制品分别占76.0%、16.9%、7.0%和0.1%。占比最高的教材教辅发行业务是主要的增长板块。

发行业务综合毛利率32.1%，同比下降0.3个百分点，其中教材教辅36.4%，同比上升1.5个百分点。

图表 5.发行业务收入构成



资料来源：公司数据

教材教辅：公司教材教辅发行业务基本通过湖南省新华书店和新教材公司完成，前者负责省内政府采购等，后者负责省外的直供、代印、提供型版等。近年来，公司加大湘版教材的营销力度，实现了省内销售和省外销售的同步增长。

在省内，公司拥有教材的唯一发行权，加之近年积极的渠道建设（200家校园店建设启动）和大力的推广营销，省内教材教辅市场的垄断地位得到进一步巩固。2013年，公司继续担任湖南省义务教育免费教材的政府“单一来源采购”供应商，签订6.87亿政府采购协议。湖南省新华书店充分发挥网点优势，重点加大了省内教材教辅市场的推广力度，实现销售收入增长近5亿元。

在国家教材教辅新政的背景下，公司成立专业化营销公司，构建覆盖全国的省级分销平台。依托新教材公司，全力推进跨区域经营，有效扩大省外市场。至2012年秋，湘版教材已在全国29个省（市、自治区）发行，其市场占有率、销售码洋和利润均位居地方出版集团首位。

现阶段，湘版教材省外发行将成为教材教辅业务增长的主要推动力。2012年公司教材教辅发行收入增长17.8%至36.8亿元，主要是得益于对省内市场的巩固和省外市场的增长，新教材公司充分利用推荐教辅必须取得教材原出版单位授权的政策优势，依托不断创新的经营模式、全国销售渠道的建设，有效地扩大了湘版教辅的省外市场，同时确保了较高的毛利率水平（同比增加1.5个百分点至36.4%）。

一般图书：公司通过整合营销资源，创新营销模式等手段，加快了产业拓展的步伐，实现了一般图书发行规模的快速扩张，营业收入增加1.1亿元至8.19亿元，增幅为15.62%。根据开卷监测，2012年中南传媒在全国图书零售市场的码洋占有率为3.16%，同比增长0.35个百分点，稳居全国前四强。

公司继续发力大宗业务，省内农家书屋及省外馆配图书等业务均取得突破，积极参与招投标，全力拓展省外市场，在一般图书销售商实现了较大的增长。收购中南博集天卷后，畅销书销售增长显著，也带动了发行板块一般图书整体毛利率的上升。

公司积极拓展营销渠道，通过提高服务意识，全力进军一般图书的团购业务，帮助公司在一般图书销售上取得了不错的成绩。

湖南省新华书店在省内拥有一个具备绝对区位优势、规模效应的图书连锁零售网络。整个三级分销网络包括1个长沙总部、14家地市州分公司和86家县级分公司，覆盖全省300多处直营连锁门店。

实体新华书店面临经营转型是图书发行业界普遍存在的现象，“以图书吸引客流、提升档次，以多元化提高平效、实现盈利”的复合经营新模式可行。湖南省新华书店已于多年前开始部分经营办公用品、数码产品、体育用品等，并导入书吧茶座、读者俱乐部等元素，个别门店盘活不动产，部分物业出租。

未来，公司将进一步打造立体发行网络，利用募投资金加大传统门店的复合经营力度，加快新华书店实体门店改造，推进文化MALL建设，提升一般图书、文化用品、数码产品和阅读花园的连锁经营水平，在新市场、新产品上打造新品牌。

我们认为公司此前发行板块的资源优化程度还有很大空间，期待新战略落地，发行的优质资源能够有更好的规整和出口。

印刷和物资：拓展外部业务

2012年公司印刷业务实现营业收入9.0亿元，同比增长6%。其中教材、书刊、报印仍占绝对比重，贡献印刷收入总额的98.9%。物资供应实现9.4亿元收入，同比增长30%。近年来，天闻印务公司充分挖掘现有设备产能，积极拓展公司以外的期刊、报纸、图书印刷业务量，投资上海凯基，补足短板印刷。现阶段，社会业务毛利率较低，导致印刷板块毛利率下降0.2个百分点。

报媒：加大转型力度

2012年报纸网络及新媒体板块共实现7.8亿元收入，同比增长9.8%，新版报纸发行及电子出版物实现增长。受益于控制报刊的纸张成本和发行成本，毛利率上升1.62个百分点。但2013上半年，板块营业收入比上年同期下降2.67%，毛利率比上年同期减少6.05个百分点；宏观经济影响和新媒体冲击下，传统的广告经营模式难以维持既有增长。尽管如此，除广告、发行等外的其他业务收入增幅超过传统主业，公司报媒集群的转型力度日趋加大。

转型一、做 K12 之扛旗者

公司持股 51%的天闻数媒科技（北京）有限公司成立于 2010 年，由中南传媒与华为技术共同投资 3.2 亿元设立；“左手资源、右手技术”，是双方在数字出版领域内各自唯一窗口。总部北京，设长沙分公司，是国家高新技术企业、中关村高新技术企业。

公司拥有“一平台三市场”，分别是 Smart 复合数字出版平台，教育市场、政企市场和大众阅读市场。在教育市场上主打 AiSchool 数字教育解决方案，包括区域性的教育云和以单校单班为单位的云课堂。在政企市场上，推出电子公文包，倡导移动办公和移动学习，还推出了舆情在线服务平台；针对特殊机构客户推出安全 Pad 产品。在大众阅读市场，运营商移动阅读基地出版社体系第一，同时在公网上推出“Read365”客户端。推行“平台+内容+服务”模式。

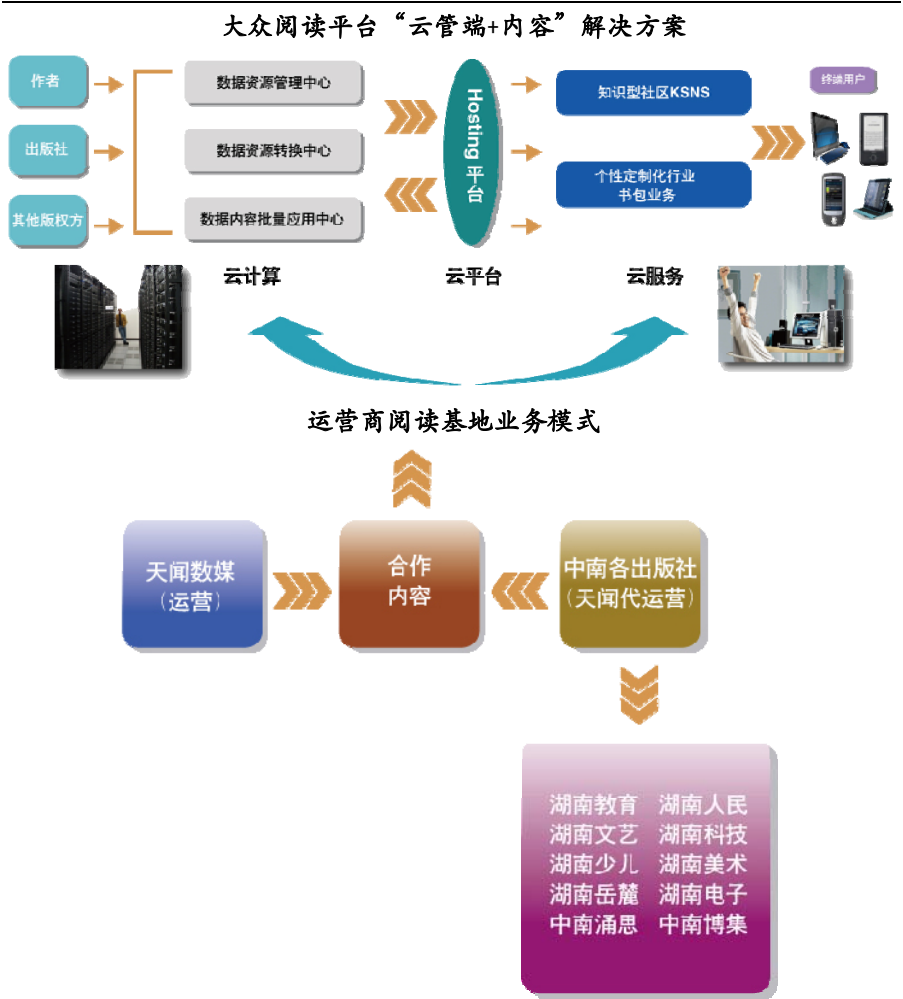
天闻数媒 2013 年收入达数亿元，实现数百万元盈利，业务拓展驶入快车道，预计未来三年订单及收入增长有望逐年翻番。

图表 6. 三大市场产品介绍



资料来源：公司官网

续 图表 6. 三大市场产品介绍



资料来源：公司官网

资质齐备

公司拥有开展互联网出版业务的基本资质——互联网出版许可证、网络文化经营许可证、全网 SP 运营牌照、ICP 认证与备案等，此外还是版署批准的电子书标准制定副组长单位、电子书基础标准组组长单位、电子书内容标准项目组全权成员。齐备资质将是抢得行业发展先机的先决条件。

“中南 E 库”集结集团出版资源

作为中南所有传统内容出版的数字化出口，湘版教材教辅、大众图书、专业图书和动漫类版权在股份公司层面统一集结成“中南 E 库”，目前已积累 7 万种电子图书版权。

图表 7.天闻三大竞争优势



资料来源：公司官网

国内-市场先行，云端可期

产品方面：天闻 AiSchool 数字教育解决方案，“平台+内容+服务”的产品设定对应为“软硬件技术+富媒体教学素材+针对教师、家长的教研咨询/服务”。面向单校单班的云课堂产品在技术上可覆盖课前、课中、课后、课外的教学全流程，短期因资产权属校方，仅集中在课中阶段。前端硬件包括一体机和 Pad 终端，前者自主研发，后者硬件外部采购，自主研发的软件系统包括教务管理、备课系统、互动课堂、测评中心及教学质量分析中心、云空间和家校互动。数字化内容涉及多媒体教材、数字题库、数字图书馆、虚拟实验室等。后端/云端设在华为中央机房。

研发实力之天闻研究院：多媒体教学不是也不仅仅是纸质教科书内容的无纸化呈现，一方面是继续对教育内容的高标准严要求，另一方面是要关注在教学和学习方式大改变后的用户产品体验。天闻数字教育研究院的成立在内容端具有重要作用，并是天闻在数字教育市场上“长跑”的重要推动力。

公司于 2012 年成立天闻数字教育研究院，下设战略研究、中小学学科教学资源研究、云技术与教育创新、电子书包工程、电子课本应用、培训、项目合作等 6 个中心及实验基地，以及博士后科研工作站。以此为平台联合北师大、华师大、湖南大学等的一线一流学研力量（教育专家、特级教师、高级教师），致力于推动产学研一体化发展，同时也是“教学咨询/服务”的主要支撑。

图表 8.天闻研究院的支撑作用



资料来源：公司官网

市场方面：现阶段推广以学校为单位来逐个攻破，付费资金来源于各学校“教学信息化”经费。此前曾探索过电子书包整体项目，需要与当地政府、教育监管机构等多方进行较长时间的磋商以申请专项资金。目前来看，教育云将是云课堂的自发性升级：当一个区域（行政区）覆盖学校数达到 10-30 家时，可以启动架设容纳百万师生同时在线的教育云，实现信息共享、效率提升和资源节约。因此，云课堂是现阶段先行的重点产品，教育云将是未来趋势。目前，单校 CCE 产品从产销到产品体验，商业实质都是系统集成商的定位。伴随教育云更大范围落地，B2C 的产品入口及 online 环节将有望跟进拓展。

图表 9.云课堂和教育云的比较

	单校 CCE——云课堂	教育云
购买方	学校	人民政府、财政局、教育局
资金来源	每年都有的教育信息化专项经费	需要单独申请的项目经费
覆盖范围	以班级为单位，单校	以区域为单位，以 10-30 所学校为起点
价格估算	50 万元/班级	5,000 万元/项目

资料来源：中银国际研究预测

西部首个国家级电子书包项目落地，2014 年是“练兵之年”：公司在成都解放北路第一小学部署了首个教育云项目。该项目由教育部批准、授权天闻建立，是西部地区首个国家级电子书包项目。成都解放北路一小是中央教科所双语教学实验学校、国家级语言文字规范化示范学校和全国特色语文示范学校，教育云的落地在当地及全国都将具有较大的示范效应。2014 年成都解放北路一小的教育云项目将是天闻的练兵场和试验田。

未来三年订单年翻番预期

2012年末，与深圳龙岗区政府签约建设实验局，在湖南长沙开展单校试点，与北京、上海、山东、山西、四川等地18所学校签订单校产品合同。2013年上半年，新增116个单校产品订单，其中“电子书包”样板点城市新增8个，累计完成北京、上海、广州、深圳、南京等14个城市的交付工作。2013年末签约学校数达200多个。预计2014-16年新增订单翻番。市场策略方面，采取区域代理商模式：发展了原有的基础教育体系内的各大教材教辅发行商，要求其懂产品，有资源，由此实现共赢。而华为一整套成熟的代理商管理体系的平移将有助于销量增长目标的达成。

海外-确定增量

天闻股东之一华为技术在海外运营商市场拥有渠道资源和服务网络优势，借此成为天闻数字出版业务的前端源头及中后线的客服布点。2014年将有海外订单落地。一类是单校CCE产品，另一类是承接华为（例如马来西亚“数字国家”项目）总包在数字出版细分下的分包，海外业务利润率很可能高于国内。

基础教育信息化市场的发展由经济水平与教育体制改革背书

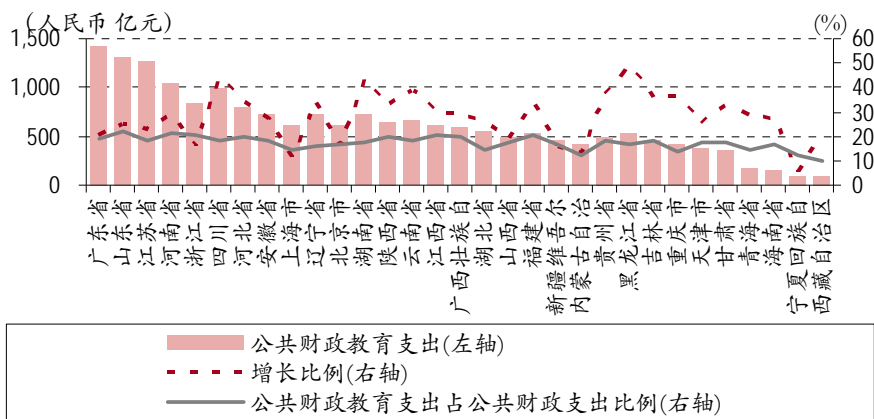
我们认为国内K12数字化、信息化市场的发展快慢将由经济增长和教育体制改革来背书，而后两者都不是一蹴而就的事情。与美国相比，我国经济发达程度、科技水平、教学评价的综合性（应试还是素质）都有提升的空间，这可以解答现阶段为什么没有出现中国的“K12国际学校”。天闻数媒自下而上的市场先行做法，具有一定的区域性、示范性，是我国基础教育领域教育信息化发展的缩影之一。在经济增长、消除区域教育差距、教育评价体系改革的大趋势下，有望抢得发展先机，成为扛旗者。

教育投入仍需加大，教育公平性为重中之重

《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》明确我国基础教育第一属性是国家公益性事业，财政主导教育投入，公办教育为主体。近年来，《教育法》规定的“三个增长”得到落实。2012年，全国教育经费总投入27,695.97亿元，增长16.03%。其中，国家财政性教育经费（主要包括公共财政预算教育经费，各级政府征收用于教育的税费，企业办学中的企业拨款，校办产业和社会服务收入用于教育的经费等）为22,236.23亿元，增长19.64%。全国公共财政教育支出占公共财政支出的比例为16.13%，比上年提高1.35个百分点。国家财政性教育经费占国内生产总值比例为4.28%，比上年提高0.35个百分点。

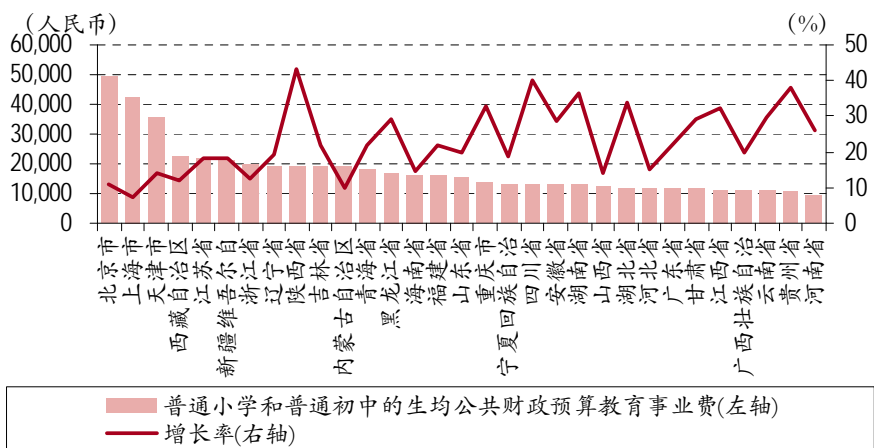
尽管国家财政性教育经费占GDP的比重逐年上升，但我们认为中国各级教育（尤其是基础教育）投入仍然不足且存在较大地区差距。

图表 10. 2012 年公共财政教育支出各地区情况



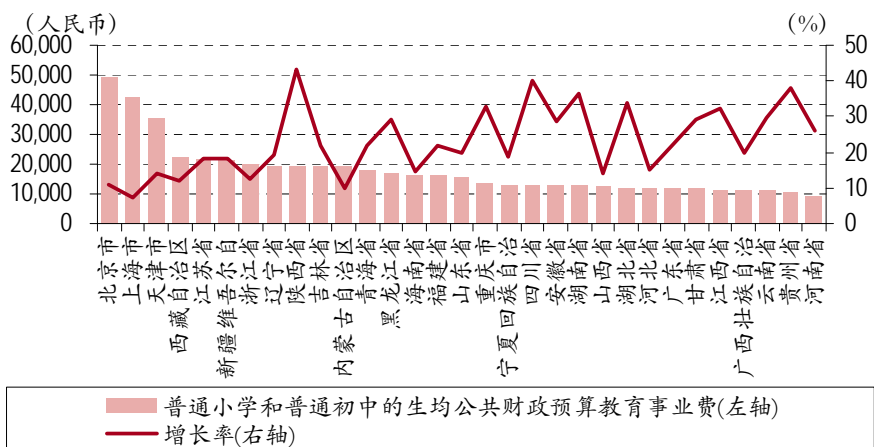
资料来源：中银国际研究预测

续图表 10. 2012 年公共财政教育支出各地区情况



资料来源：中银国际研究预测

续图表 10. 2012 年公共财政教育支出各地区情况



资料来源：中银国际研究预测

教育部《2014年教育信息化工作要点》表明，教育信息化在广大范围内仍处于初级阶段，主要是“宽带网络校校通”基础条件建设和“三机一具进教室”等教育装备的增补，同时对教育公平的促进仍是首位目标。在我们看来，类似于天闻“云课堂”的“平板教学”、“无纸化教学”解决方案更像教育信息化的升级版产品。我们认为，现阶段的公共财政教育支出很难广泛覆盖信息化升级产品。

此外，我们认为义务教育中的“有偿教育”是难以回答的问题。例如，公办中小学教师出外有偿讲课一直是灰色地带；义务教育阶段公办学校涉足民办教育的“校中校”在今年有可能叫停，重点中学“择校生”制度也将被叫停。背后原因可能是：优质公办教育体系内的优质教育资源（如优秀教师）不应被允许用于私利，此类优质资源的市场化流动相背于教育的公益性和普惠性的定位；在义务教育阶段的绝大多数制度性的产业化尝试都加剧了教育的不公平性——对学生（家庭经济条件）、教师（薪资待遇）及社会的不公平。而天闻数媒等社会主体在教育信息化领域的拓展仍然是“有偿教育”模式。

因此，天闻数媒“单校突破、代理商模式”的市场先行策略具有实际操作意义，并且市场拓展自然而然地从经济发达的深圳等沿海城市开始。

市场存在自发性需求，“懂教育”的从业者更占优势

但是多媒体教学、在线授课、在线题库等依托高科技手段的教学方式和学习方式的改进，对学生学习兴趣的提高、对教学效果的提升和对教育资源分享的促进是毋庸置疑的。因此教育信息化具有市场自发性需求，无论是在基础教育阶段，还是在职教、高教领域。

近年来涌现出北京四中网校、太奇黄冈智能学校（黄冈中学网校）、101中学网校等一批“名校品牌、各地分校模式”的远程教育平台。尽管是购买年卡、会员付费模式，但北京四中网校等实现了全国一流师资和宝贵高考经验的跨区域分享，因而获得了教育监管部门、学校、学生家长和学生们的认可。同时也注意到，因为是“有偿教育”，各地分校的开办也多是通过代理商来推进。各名校所办的网校之所以有市场，仍然是因为抓住了现阶段基础教育结果导向的核心要素：师资、应试。而一起作业网（小学数学、英语）、猿题库（目前是公务员考试，将上线高考题库）的起步是从应用及工具创新的角度出发，最终也完成了对学习效果的确认。

我们认为，中南传媒湘版纸质教材出版的品牌和实力是天闻数媒能够网罗优质教学资源的根源和优势之一，而天闻教学评测体系的建立，有助于验证新型教学模式的有效性，在积累足够长的时间（若干年）和学生人数样本后，有可能达到或超越应试教育结果导向的要求。

“高考两条路”的积极意义

日前，教育部副部长鲁昕表示，我国即将出台方案，实现“两类人才、两种模式”高考。这也意味着，高考形成“只分类型、无关贵贱”两条平行线，学生高中就可选择未来发展模式，想成为技术技能人才的可参加技能型高考。这一政策导向一方面旨在解决大学生就业难的社会问题，另一方面顺应了劳动力合理分流的要求。

我们认为，“云课堂”等立体教学模式不仅仅在物理化学“虚拟实验室”环节具有生动表现力，同时更能很好地解决职教的操作场地、师资经验等的限制。天闻数媒现有的产品形态会有更大需求。

从海外经验看，证书和职业培训领域内的在线教育市场具有相对完整的产业链，盈利模式也更清晰。例如开放式付费网络视频公司 Lynda，最低 25 美元月费能观看 UI 设计、摄影技巧、商业技能 1625 种视频课程；免费网络大学 Udacity 里，学生可以选择接收付费的认证考试或者就业推荐。因而如果将来在基础教育阶段，技能教育与学术教育同等重要，那么数字教育产业链的建立会更加容易，盈利模式会更清晰。

转型二、报网转型三部曲

公司报媒及网站业务的经营主体主要包括潇湘晨报传媒经营公司、湖南红网新闻网络传播公司、湖南快乐老人产业经营公司、湖南天闻动漫传媒公司等23家公司，下辖3报、3网、15刊、红网传媒框架媒体、红网手机报（红网手机报）和潇湘晨报数字报（数字报）等媒体。报纸包括《潇湘晨报》——湖南最大的都市报、《快乐老人报》——中国最大的老人专业报、《长株潭报》——国内首份都市群新型都市报。网站包括红网——湖南最大的党网、新闻综合性门户、腾讯·大湘网——腾讯系，湖南最大城市生活门户、枫网——中老年人互动门户。期刊包括《晨报周刊》、《书屋》、《中学生百科》、《网球》、《虹猫蓝兔》、《新远见》、《语录·读有所得》、《出版人》、《大视野 ilook》、《芙蓉》、《花火》、《清风》、《医药界》、《天漫》、《办公室业务》等。

得益于《快乐老人报》和《长株潭报》发行量的增加、拓展线下活动业务和定制营销等，2012年（不包括天闻数媒之电子出版物）的报网板块营业收入合计7.74亿元，比上年同期增长8.8%，毛利率45.3%，提升1.7个百分点。晨报经营公司主体实现1.6亿元净利润，同比增长20%。但2013上半年，（不包括天闻数媒之电子出版物）的报网板块营业收入2.92亿元，同比下滑9.4%，其中收入占比七成以上的广告业务收入下滑14.9%，晨报经营公司净利润仅2,725万元，都市报广告经营压力显著加大。近年来，新媒体对平媒冲击较大，资讯传播方式和媒体格局发生较大变革。现阶段，报媒面临的发行量下降、广告投放量与价都有困难的困境，新媒体对经营的冲击已经从东部沿海发达地区蔓延至中西部。

在我们看来，潇湘晨报系各大媒体正在彻底地调整经营策略，将“转型发展”之命题聚焦在“建立全媒体集群”、“人群导向下的产品细分”和“延伸产业链”三个方面。

市场第一、报媒擅长“后来者居上”

《潇湘晨报》是湖南都市报市场的后发力者，创刊于2001年3月9日，在较短时间内超越《长沙晚报》（创刊于1956年7月1日）、《三湘都市报》（创刊于1995年6月30日）两大竞争对手，成长为湖南发行量最大、广告收入最多（占据湖南都市报半壁江山）、综合实力最强的大型综合类都市日报，位列全国都市报十强。中南传媒董事长龚曙光正是晨报创始人。

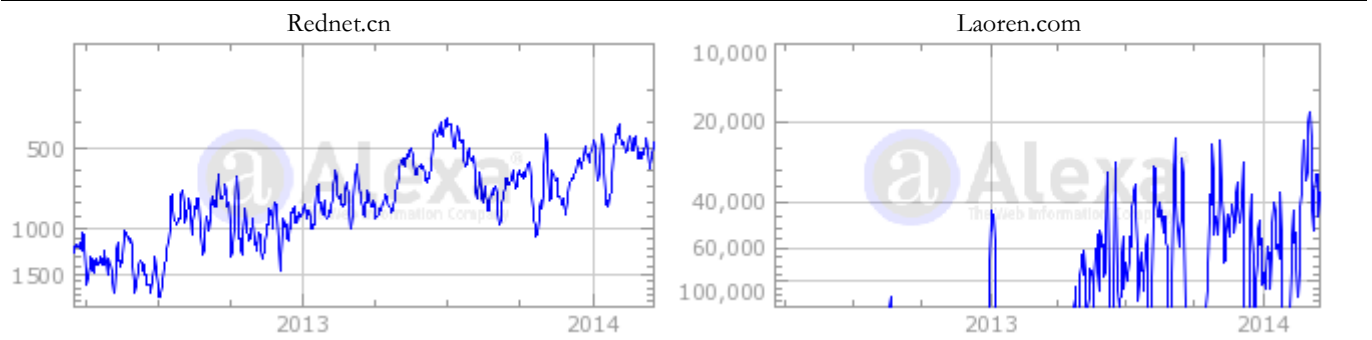
《快乐老人报》2009年9月29日创刊，社长为原晨报副总编辑，用1年时间发行量突破20万份，用3年时间突破100万份，成长为全国一线报刊。老人报经营团队创新“邮报媒体营销平台”发行模式，将部分广告收益权下放给邮政渠道，同时以自有力量给予邮政合作方广告及活动业务培训支持。借此，2010-12年内先后牵手河北、河南、广东、北京、四川、江苏、山东、福建、安徽、江西、广西、内蒙古、山西、浙江、甘肃、陕西、贵州等省市区邮政渠道，2012年9月获评国家邮政报刊发行局“媒体化运营项目”之一，全国推广。国家邮政局报刊发行局2013年1月1日统计《快乐老人报》征订数为110.2038万份，名列全国邮发报纸期发量第五名（前四名是《参考消息》、《人民日报》、《新华每日电讯》、《环球时报》），增量、增幅两项指标在中国邮政百种畅销报刊中连续两年第一。2013年12月发行量达130万份。

红网(rednet.cn)于 2001 年上线，创立伊始就被省委宣传部定位为继湖南日报、湖南电台、湖南电视台之后的省级一类重点新闻单位，是湖南的第四媒体，承担较大的舆论宣传作用。在此背景下，《红辣椒评论》、《百姓呼声》两栏目及《中国志》网页设计连续三年分获中国新闻奖一等奖。拥有新闻采编牌照和独立的新闻采编队伍，拥有国家 A 类综合标准数据机房，电视级专业直播车和大型直播演艺中心。建立起总站、省直部门网群、13 个市州及 123 个县市区分站的三级架构。目前 alexa 全球网站排名约 536 位，中国 85 名，湖南首位，日均独立 IP 达 260 万，日均 pv 达 1,100 万。“红微博”注册用户 94 万。网络新闻资讯及移动客户端信息日更新量逾 5 万条。

全媒体战略

从品牌角度出发，潇湘晨报、红网、快乐老人等都拥有较大的区域或分众影响力和市场地位。现阶段，在“平面”这一媒介形态日趋弱势、消费者阅读习惯迁移的大背景下，如何维护品牌影响力及此衍生而得商业价值成为关键，因此顺应媒介变迁趋势，全媒体产品线的建立可能是无法回避的。公司已打造手机报、电子杂志、3G 网、官方微博、官方微信、APP 系列等新媒体产品，各大品牌在新媒体领域内的附着力得到提升。举例而言，潇湘晨报位列人民网研究院评定的 2013 年“报纸移动传播百强榜”第九，位列“报纸微信传播榜”第一名，“报纸微博传播榜”第九。作为腾讯地方站之一的大湘网，定位于本土最大生活门户，2012 年 7 月 16 日正式上线，目前日均 PV 达 1,500 万，日均 IP 达 130 万，区域流量的媒体变现模式稳定可期。2013 上半年，改版后的枫网整体流量比改版前增长 140%，用户平均停留时间增长 65%。红网手机报下属共设立了 14 个县市手机报，延伸红网党网属性，定位于湖南“第五媒体”。

图表 11. 红网与枫网的 Alexa 排名持续提升



资料来源: Alexa

盘整湖南教育台电视媒体资源：湖南教育电视媒体定位于“立足大教育，突出青少年，服务全社会”。2013 年 8 月，中南传媒与湖南教育电视台在长沙签署《湖南教育电视台与中南出版传媒集团股份有限公司战略合作协议》，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市场运营主体，完成中南内容产业运营在电视媒体上的开口。新设公司注册资本 5,000 万元，中南与湖南教育台各持 60%和 40%股权，广告等经营团队由潇湘晨报输出。

竞标成熟的通路媒体资源：2013 年 12 月，潇湘晨报经营公司以 7.9 亿元中标长沙地铁 2 号线平面广告 10 年经营权。中标范围包括：2 号线一期工程 19 个站点（望城坡站-光达站）内 12 封灯箱、LED 幕墙、出入口的楼、扶梯侧墙普通梯牌和电子梯牌。长沙地铁 2 号线已于 2013 年 12 月 30 日不载客通车试运行，将于 2014 年 5 月 1 日正式开通试运营。

对电视媒体和地铁平媒的拓展，能够嫁接晨报等的存量客户资源，在更有竞争力的媒体上、在整合营销的大框架下推动晨报品牌价值和广告经营能力的新一轮变现，扭转报媒势微的格局。

分众媒体定位

无论是晨报、红网，还是《长株潭报》，还是《快乐老人报》等，公司报媒覆盖人群明确，同时对目标人群的细分在加深。以时间为轴，2009年推出面向中老年人的《快乐老人报》，2011年推出圈定长株潭都市人群的《长株潭报》，2013年将晨报特刊《潇湘少年》独立改版为《十几岁TEEN》。2013年《晨报周刊》全面改版，打造“生活梦想家”时尚生活类杂志；9月推出《康熙活过100岁》中老年人健康杂志，期发行量也已达13万份。

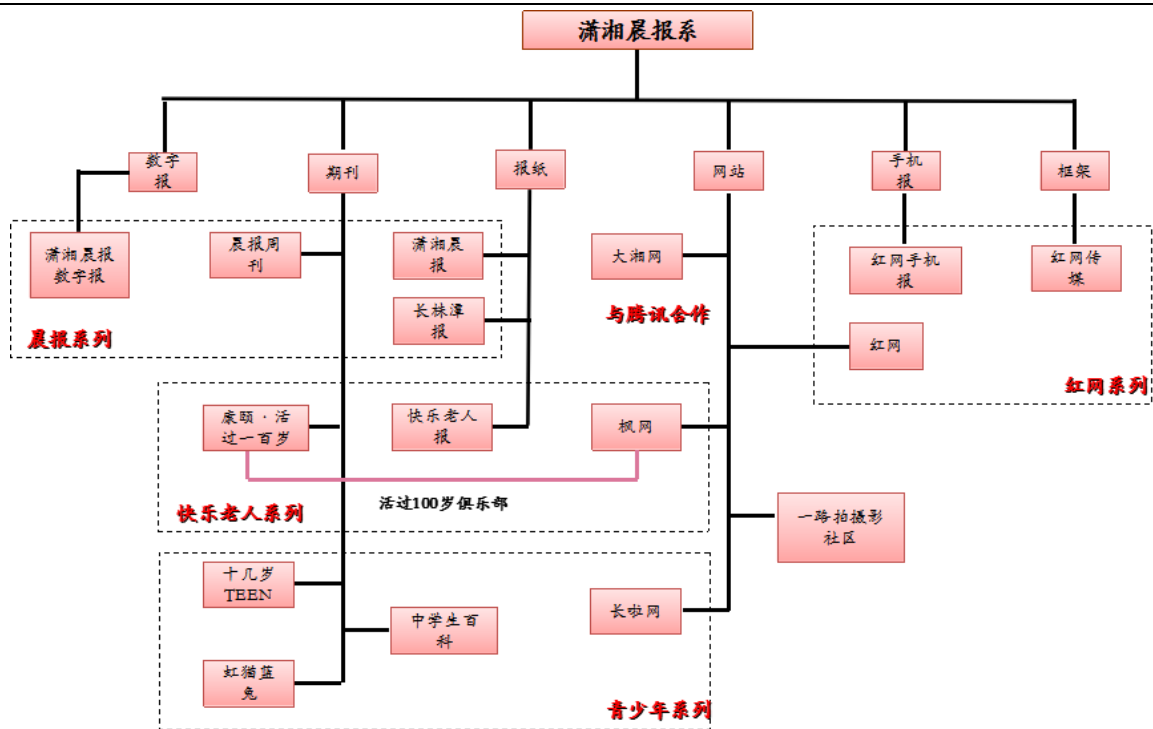
泛媒体时代内，分众媒体或可分享细分人口红利，同时以独特的深度内容夯实自身的市场竞争力，此外以人群为导向会给出没有天花板的O2O产业空间。

图表 12. 潇湘晨报系品牌产品定位

品牌产品	创刊时间	简介	人群
潇湘晨报	2001.3.9	大型综合类都市日报，湖南省第一大报	湖南大众
晨报周刊	2007.12.24	满足湖南最主流的城市白领、社会精英等中高端读者阅读需求而推出的品质生活周刊	湖南精英人群
长株潭报	2011.6.6	面向湖南省最核心经济发展区域长株潭城市群发行的省级新型都市生活报，长株潭大众是国内首家城市群平面媒体	长株潭大众
快乐老人报	2009.9.28	国内首份精准定位“快乐老人生活”的现代都市纸媒	全国中老年人
十几岁TEEN	2013.6.6	由潇湘晨报特刊《潇湘少年》改版而来，是一本以中学生视角为表达手段、湖南中学生以中学生为参与主体的时事、社科、生活、校园创意类综合性期刊	湖南中学生
康颐·活过一百岁	2013.9.10	特为45-65岁的中老年群体提供最前沿的健康咨询和个性化的健康解决方案，全国中老年人在枫网上有100岁俱乐部	全国中老年人
红网	2001.1.1	中国地方新闻网站第一品牌，湖南省委、省政府重点新闻网站和综合网站	湖南大众
枫网	2009.9.28	原名快乐老人网，2013年6月1日进行全面改版，更名为枫网	全国中老年人
长啦网	2011.12	湖南本土大型亲子、生活、消费分享类垂直社区网站	湖南亲子家庭
腾讯·大湘网	2012.7.16	由腾讯与潇湘晨报共同创办的湖南城市生活门户	湖南大众

资料来源：公司网站，中银国际研究

图表 13. 潇湘晨报系品牌版图重构



资料来源：公司网站，中银国际研究

产业链 O2O 延伸

对报纸“发行铺垫，广告赚钱”传统经营模式的突破意味着由媒体主身份时的“坐商”成为产业链上的“行商”，有望分割广告客户更多营销预算，同时“先做媒体，后做实业”衍生出其他领域内的新业务和新品牌。

近年来，基于优势广告客户行业和媒体影响力，潇湘晨报成功拓展“影响力资源产品化序列”，涉及房地产顾问代理、家装建材代理、车展、96360 电商等多个业态产品。车展、汽车后市场及汽车服务、旅游、房产直销、家装、教育等一系列会展推广活动，帮助晨报开源，稳固收益端。

“中国（长沙）国际汽车博览会”每年 12 月在湖南国际会展中心举行，已办 9 届，被誉为“中国第五大车展”、“中部第一车展”，是中国最具影响力的大型品牌汽车展会之一，若干次成为中国车展销售冠军。2008 年第四届长沙车展 5 天累计观展 40.78 万人次，销售 10,380 台车，成交 21.56 亿元；2012 年第八届长沙车展 5 天共接待 50.37 万人次，销售 19,860 台车，成交 33.08 亿元；2013 年第九届长沙车展 5 天总参展人数达 50.56 万人次，共售出 21,380 辆车，销售金额达 35.8 亿元。2013 年协助湖南省人民政府和国土资源部首届中国（长沙）国际矿物宝石博览会吸引全球 54 个国家逾 1,200 家展商参展，15 万人次观展，场内交易额逾 10 亿元，协议交易金额达 30 亿元。

潇湘晨报呼叫中心 96360 成立于 2011 年 12 月，致力于打造湖南最大的便民生活服务平台，目前包括预约挂号、家政服务、机票预订服务、演出票务、体检服务、公共信息查询、语音服务等多种便民服务，还能提供农土特产的订购服务，如土鸡土鸡蛋、阳澄湖大闸蟹、新疆水果等。

《快乐老人报》在 2013 年初步完成“一报一刊一台一网一出版机构”的产业布局：枫网全新改版、推出《康熙·活过 100 岁》健康杂志，与湖南人民出版社合作设立“快乐人生出版事务所”，建立“慢慢游”老年旅游品牌，推出“快乐老人生活馆”（老年购物）等。

转型三、试水文化金融

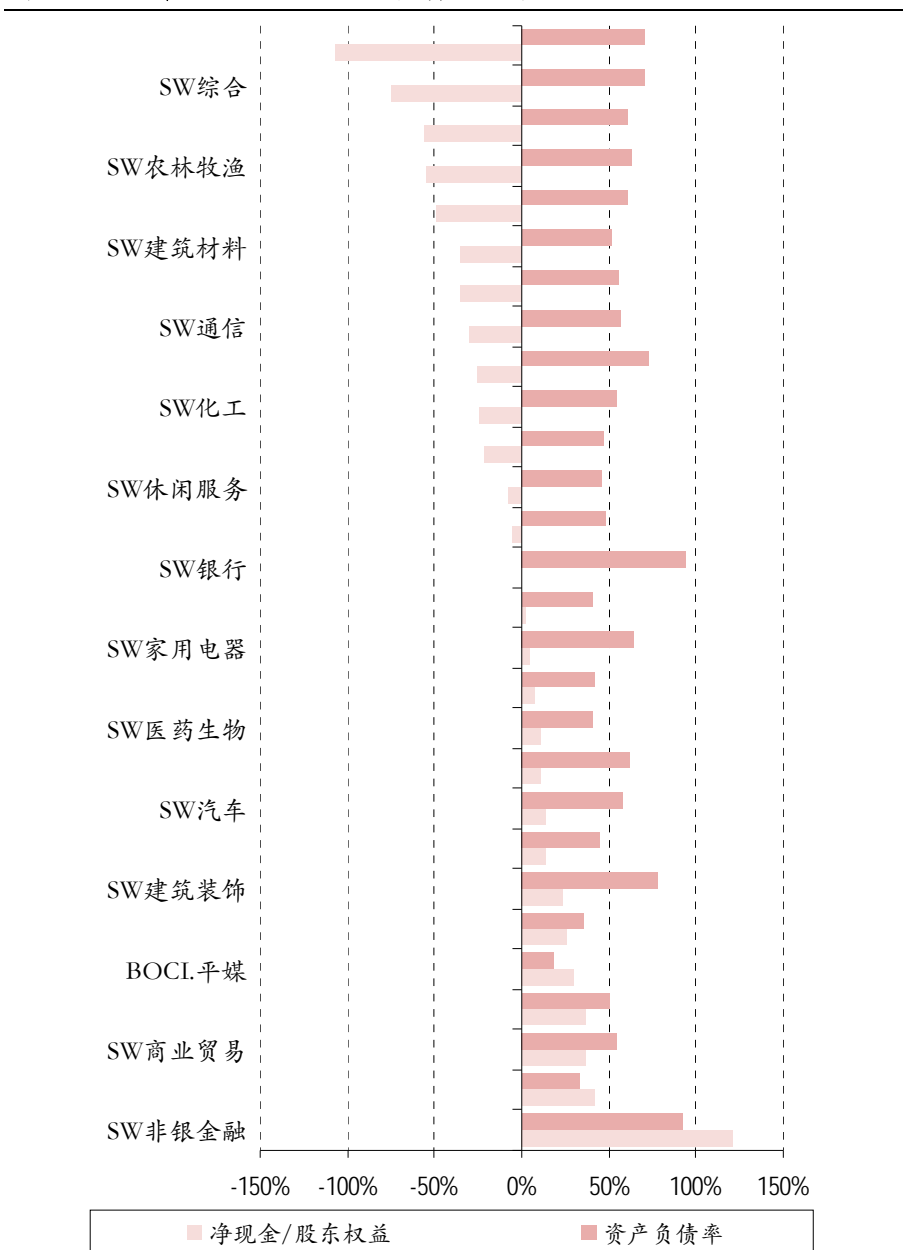
2013年10月，公司与控股股东湖南出版投资控股集团有限公司签订了《湖南出版投资控股集团财务有限公司发起人协议书》，将运用部分超募资金合资设立财务公司，目前正等待银监会审批通过。财务公司注册资本10亿元，股份公司与控股公司各持70%和30%。

出版行业现金优势

从各行业2013年资产负债率和净现金占股东权益的比例来看，新闻出版业2013年末资产负债率18%，为各行业最低，净现金占股东权益的比重为30%，处于较高水平。因此，新闻出版业盘活资金具有现实意义。

这张图要把每个行业的都标出来，然后麻烦把boci.传媒圈一下（为了突出重点）

图表 14.2013 年各行业现金存量及负债对比（整体法）



资料来源：万得、中银国际研究

利润增厚立竿见影

将设立的财务公司定位于集团的“资金管理中心、金融服务中心和金融专业人才储备中心”。2011-12年公司通过委托贷款和理财产品投资年内分别录得1,076万元和2,398万元投资收益，分别占当年利润总额的1.3%和2.6%。目前控股公司账上约有80亿元现金留存；根据披露的可行性报告，伴随经营业务增长，2013-18年存量现金复合增速将达8-10%。按照银监会颁布的《集团财务公司管理办法》，待财务公司成立一年后，可承销发行公司债券、进行金融机构股权投资、有价证券投资、成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁；投资广度扩大。根据可行性报告，在4.5%管理费设定下，预计2014-18年“5年期间营业收入将达31.8亿元，利润总额将达17.9亿元”，资本金收益率22-32%。内部资金盘活、减少资金成本以及对股份公司的利润增厚（控股70%）等作用立竿见影。

并购扬长避短，遵循战略布局思路

公司近年来的并购和对外合作明显“扬长处、补短板”，尽管业绩弹性不大，但均遵循明确的战略导向布局：

- 1) 2010年与日本最大动漫集团角川之向子公司角川亚洲合资设立广州天闻角川动漫，截至2013年底推出轻小说、轻文学、画集、漫画、绘本作品等图书品种602个，周边商品260个，推出电子阅读平台，联合广州大学美术与设计学院首设“漫画编创”艺术硕士（美术领域）研究生专业，为国内动漫出版一线队伍。
- 2) 2011年7月，投资上海凯基印刷，涉足商业短版印刷。
- 3) 2011年底与陈垩合资设立浦睿文化，致力于打造“小而美”的个性出版传媒品牌，业已实现盈利。
- 4) 2013年初，完成对博集天卷的控股，兑现当初参股5%时的承诺，而后者是国内第一的民营工作室，年利润约3,000万元，2013年出版2-3本百万册级别的畅销书，2014年继续出版《爸爸去哪儿》等畅销书，后续或尝试影视投资等全版权运营。
- 5) 2013年8月，成功控股湖南教育电视台，上市之际既有的电视台资源预期初步落地。
- 6) 2013年11月，突击入股北洋出版传媒（Pre-IPO），占2%左右。
- 7) 2014年1月，晨报拿下长沙地铁2号线一期工程19个站台的平面广告10年经营权。

今年，文化部推动文化金融合作。3月两会，董事长提案为《加快互联网金融立法》：“中南要做的是文化与金融的融合，线上与线下的融合。目前我们已有天闻数媒、红网、枫网、大湘网等数字平台，今后将重点考虑补充符合公司价值观的移动互联网娱乐平台和互联网金融平台。”

如前所述，中南上市以来，尚未有大规模的大体量的并购，超募资金使用率不算高。期待投融资决策权收拢后，集团未来5年对外战略投资30亿元的目标能更快更好地达成。预计未来布局方向包括但不限于：移动端、垂直平台、与目标人群吻合的新业态等。

特色一、资源统筹，一体发展

我们认为，公司在图书出版、报媒经营、集团金融等3大板块的运营中始终贯彻“资源统筹”一体发展的思路。后续也期待，伴随数媒、线下等新业务做大，传统业务的转型升级能有更大的存量资源流动和优化配置，形成更大合力。

图表 15.“资源统筹”特色举例

板块	项目	说明
图书&教育	中南E库	中南五大全国百强出版社，在教育、大众、专业出版领域
	天闻数媒	线下均有建树；
	教育及出版资源的线上迁移	中南E库项目建设开始于2010年，2011年完成1.6万册图书入库，电子书格式自由转换，2012年收集内容资源和版权资源7万多种。中南E库完成对集团下属湘版图书电子版权资源的集结，天闻数媒成为统一出口
	校园书店 新教材公司 天闻数媒	现阶段传统教材教辅学校渠道尚未能与天闻数媒形成交叉，未来伴随数字教育市场需求成熟放量，很可能二次利用既有渠道
报媒	采编力量集中， 新闻资讯共享	红网“潇湘晨报”来源文章累计12万余篇。 以历年两会后大型报道为例，潇湘晨报、红网、长株潭报等组成“中南传媒媒体集群联合采访调查组”，报道手段全面涉及两报一网及下属客户端、框架媒体、手机报等
	活动联动	以“2014甲午·潇湘风尚大典”为例，潇湘晨报、腾讯·大湘网、红网、湖南教育电视台合力举办
教育&报媒	湖南教育电视传媒公司	潇湘晨报经营公司控股湖南教育电视台新的经营主体60%，一方面对其注资，另一方面输出广告等经营人才，拿下教育台也源于公司在基础教育领域的固有业务和优势，契合教育台“立足大教育”的办台宗旨
金融	财务公司	中南传媒控股财务公司70%，归结集团下属81家成员单位闲散资金

资料来源：中银国际研究整理

特色二、分众导向，市场先行

公司提出面向四大人群服务：第一，以学生为主体的青少年人群；第二，以退休人员为主体的中老年人群；第三，以白领、金领、公务员为主体的城市动力人群；第四，以城镇人口为主体的6,700万湖南人。

“一少一老”市场想象空间大。面对“青少年”市场，以天闻数媒为出口，伴随线下教育资源（学校市场、教材教辅研发、教师资源）的线上迁移，数字教育市场完全有可能打破基础教育行政割据的现状，事实上，除长沙以外，云课堂落地首先从深圳等外地城市开始。面对“中老年”市场，如前所述，快乐老人报完成了全国百万份发行量覆盖，完成了全媒体产业闭环的初步布局，精细化运营及用户价值挖掘可期。

图表 16.“分众导向”特色举例

目标人群	覆盖地域	业务主体
中小學生	湖南	旗下9家出版社，若干家都具有大教材出版权；湖南新华书店具有省内唯一中小学教材发行权
受教育人群及家庭	湖南	湖南教育电视台
K12 基础教育人群	全国及海外	天闻数媒（云课堂）
政企人群	全国	天闻数媒（电子公文包）
大众	湖南	潇湘晨报、红网
城市人群	长株潭	长株潭报
中老年人	全国	快乐老人报

资料来源：中银国际研究

风险提示

- 1) 体制机制障碍，互联网新媒体专业人才缺乏。
- 2) 新媒体冲击下，传统业务增长乏力，报媒广告下滑超预期。

盈利预测及估值

中南传媒已披露 2013 年业绩快报，营业收入同比增长 16%至 80.34 亿元，归属于上市公司股东的净利润同比增长 18%至 11.30 亿元，每股收益 0.62 元。受益于省内外教材教辅发行、农家书屋、薄弱学校扶持计划等大宗业务增长，传统发行增长超预期。在公共文化事业体系建设投入持续的背景下，预计传统图书出版的 B2B 市场增长可期。

我们预计中南传媒 2013-16 年净利润增速分别达 18%、29%和 18%，每股收益分别为 0.62 元、0.80 元和 0.94 元。2014 年 14.30 亿元净利润预测中，包含了来源于天闻数媒 51%的 1,428 万元权益利润以及财务公司 70%的 1.2 亿元权益利润。

当前 A 股传统出版公司 2014 年总市值平均市盈率约 19 倍，立思辰、新南洋、全通教育等教育概念公司约 40-50 倍。基于公司天闻数媒 2014 年 25 倍市盈率、其他业务 20 倍市盈率、财务公司 90 余亿元现金 0.8 倍市净率，得目标价 18.77 元，首次评级**买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,857	6,930	8,034	9,840	11,538
销售成本	(3,606)	(4,328)	(4,870)	(5,908)	(6,934)
经营费用	(1,420)	(1,706)	(2,068)	(2,452)	(2,859)
息税折旧前利润	830	896	1,096	1,480	1,745
折旧及摊销	(159)	(146)	(150)	(163)	(172)
经营利润(息税前利润)	671	751	946	1,317	1,573
净利息收入/(费用)	152	184	171	128	137
其他收益/(损失)	(17)	(14)	20	(8)	(7)
税前利润	806	921	1,136	1,437	1,703
所得税	0	0	0	0	0
少数股东权益	(4)	20	(6)	(8)	(10)
净利润	802	940	1,130	1,430	1,693
核心净利润	802	940	1,130	1,430	1,693
每股收益(人民币)	0.447	0.524	0.629	0.796	0.943
核心每股收益(人民币)	0.447	0.524	0.629	0.796	0.943
每股股息(人民币)	0.120	0.079	0.092	0.119	0.170
收入增长(%)	23	18	16	22	17
息税前利润增长(%)	14	12	26	39	19
息税折旧前利润增长(%)	13	8	22	35	18
每股收益增长(%)	35	17	20	26	18
核心每股收益增长(%)	35	17	20	26	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	806	921	1,136	1,437	1,703
折旧与摊销	159	146	150	163	172
净利息费用	(152)	(184)	(171)	(128)	(137)
运营资本变动	(64)	(20)	(84)	26	17
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	363	233	328	298	311
经营活动产生的现金流	1,112	1,096	1,360	1,796	2,066
购买固定资产净值	(174)	(93)	(1,871)	(659)	(27)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(287)	22	0	0	0
投资活动产生的现金流	(461)	(70)	(1,871)	(659)	(27)
净增权益	159	0	0	0	0
净增债务	(115)	0	0	0	0
支付股息	(108)	(216)	(141)	(166)	(214)
其他融资现金流	(10)	(11)	(1,145)	(645)	(1,325)
融资活动产生的现金流	(75)	(227)	(1,286)	(811)	(1,539)
现金变动	576	799	(1,796)	325	500
期初现金	6,313	6,889	7,688	5,892	6,217
公司自由现金流	642	1,016	(511)	1,265	2,176
权益自由现金流	527	1,015	(511)	1,265	2,176

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	6,902	7,714	5,892	6,217	6,717
应收帐款	354	492	447	545	636
库存	976	1,029	1,201	1,387	1,554
其他流动资产	544	541	464	565	660
流动资产总计	8,776	9,775	8,004	8,715	9,567
固定资产	1,328	1,297	2,330	2,482	2,356
无形资产	747	730	755	732	710
其他长期资产	42	48	60	56	52
长期资产总计	2,117	2,074	3,144	3,270	3,118
总资产	10,893	11,849	11,148	11,985	12,685
应付帐款	1,516	1,852	1,851	2,184	2,494
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,395	1,304	1,568	1,769	1,951
流动负债总计	2,911	3,156	3,420	3,953	4,445
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	59	56	55	54
股本	1,796	1,796	1,796	1,796	1,796
储备	5,935	6,659	5,691	5,988	6,187
股东权益	7,731	8,455	7,487	7,784	7,983
少数股东权益	206	179	186	193	203
总负债及权益	10,893	11,849	11,148	11,985	12,685
每股帐面价值(人民币)	4.30	4.71	4.17	4.33	4.44
每股有形资产(人民币)	3.89	4.30	3.75	3.93	4.05
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.84)	(4.28)	(3.28)	(3.46)	(3.74)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	12.9	13.6	15.0	15.1
息税前利润率(%)	11.5	10.8	11.8	13.4	13.6
税前利润率(%)	13.8	13.3	14.1	14.6	14.8
净利率(%)	13.7	13.6	14.1	14.5	14.7
流动性					
流动比率(倍)	3.0	3.1	2.3	2.2	2.2
利息覆盖率(倍)	242.9	65,462.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	2.8	2.0	1.9	1.8
估值					
市盈率(倍)	29.5	25.1	20.9	16.5	14.0
核心业务市盈率(倍)	29.5	25.1	20.9	16.5	14.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.0	35.8	29.8	23.6	19.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	2.8	3.2	3.0	3.0
价格/现金流(倍)	19.2	21.6	17.4	13.2	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	18.0	16.4	11.9	9.8
周转率					
存货周转天数	90.6	84.6	83.6	80.0	77.4
应收帐款周转天数	19.5	22.3	21.3	18.4	18.7
应付帐款周转天数	84.8	88.7	84.1	74.8	74.0
回报率					
股息支付率(%)	26.9	15.0	14.7	15.0	18.0
净资产收益率(%)	10.9	11.6	14.2	18.7	21.5
资产收益率(%)	6.5	6.6	8.2	11.4	12.8
已运用资本收益率(%)	10.9	11.3	13.7	18.5	21.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371