

首次覆盖

中南传媒

传统业务竞争优势仍存，数字转型效果显现

传统出版发行行业面临转型压力，并购整合与体制改革是看点

互联网时代，传统出版和发行行业面临较大的压力，收入增速有所放缓。目前我国出版发行行业集中度很低，同时基本以国有企业为主导，展望未来，我们预计政策有望推动行业进行并购整合、重点打造一批大型出版发行集团，同时体制改革也将引导民营资本逐步进入，混合所有制、股权激励有望推进。

凭借内容版权和渠道优势，公司传统业务有望稳健增长

中南传媒在出版领域具有独特的内容版权优势，特别是教材教辅，“湘版”教材已经从湖南开始走向全国；公司在湖南省拥有 340 家新华书店，渠道资源丰富，在发行领域也具有独特的竞争优势。我们预计，公司出版和发行业务的收入有望维持稳健增长。

互联网教育有望迎来大幅增长，转型效果逐步显现

中国互联网教育渗透率不到 3%，与发达国家 30% 以上相比还有很大提升空间。2010 年与华为合作开始发力互联网教育业务，发挥自身的内容版权和线下渠道优势，积极推广数字出版业务，未来有望打造 O2O 闭环。我们预计未来 5 年数字出版收入复合增速有望高达 77%，数字出版业务的收入和毛利润占比有望从 2013 年的 1.7%/2.0% 提升至 2018 年的 12.8%/24.6%。

估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 19.80 元

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.78/0.99/1.24 元。目标价 19.80 元基于瑞银 VCAM 工具通过现金流贴现推导，其中 WACC 为 8.8%，Beta 为 0.93。目标价对应的 2014/15/16 年的 PE 分别为 25.3x/20.0x/16.0x。

Equities

中国
广播业

12 个月评级 **买入**
之前: 未予评级

12 个月目标价 **Rmb19.80**
之前: -

股价 **Rmb15.30**

路透代码: 601098.SS 彭博代码 601098 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb15.91-10.31
市值	Rmb27.5 十亿/US\$4.48 十亿
已发行股本	1,796 百万 (ORDA)
流通股比例	29%
日均成交量(千股)	13,928
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb204.5
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb10.3 十亿
市净率 (12/14E)	2.7x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	-	0.78	- 0.78
12/15E	-	0.99	- 0.95
12/16E	-	1.24	- 1.15

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

刘强

分析师

S1460513080002

qiang-q.liu@ubssecurities.com

+86-213-866 8842

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	5,857	6,930	8,033	9,429	10,836	12,614	14,849	17,029
息税前利润(UBS)	608	674	840	1,121	1,461	1,912	2,488	3,452
净利润 (UBS)	802	940	1,111	1,404	1,782	2,228	2,846	3,852
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.45	0.52	0.62	0.78	0.99	1.24	1.58	2.14
每股股息 (Rmb)	0.12	0.18	0.20	0.23	0.30	0.37	0.48	0.64
现金 / (净债务)	6,857	7,655	8,362	9,478	10,940	12,753	15,114	18,026
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	10.4	9.7	10.5	11.9	13.5	15.2	16.8	20.3
ROIC (EBIT) (%)	62.8	66.4	85.8	121.2	189.4	317.4	>500	>500
EV/EBITDA(core)x	-	22.1	19.5	21.1	16.8	13.2	10.3	7.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	23.1	18.6	16.9	19.6	15.4	12.3	9.7	7.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.1	5.7	6.0	5.7	7.2	8.9	11.4	14.1
净股息收益率(%)	1.2	1.8	1.9	1.5	1.9	2.4	3.1	4.2

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 09 月 26 日 20 时 56 分的股价(Rmb15.30)得出;

投资主题

中南传媒

投资理由

中南传媒作为国内领先的出版发行集团，凭借内容版权和渠道资源优势，我们预计传统业务有望实现稳步增长；同时，公司提出向数字出版、互联网教育进行转型，积极与华为合作、推进市场化运营，数字出版业务有望迎来大幅增长，我们预计其收入和毛利润占比有望从 2013 年的 1.7%/2.0% 提升至 2018 年的 12.8%/24.6%，转型的效果逐步显现，盈利与估值有望双升。我们给予“买入”评级和 19.80 元目标价。

乐观情景

乐观情景下，假设 2015 年出版发行业务及数字出版业务的收入同比增速高于基准假设 20 个百分点，那么我们估算 2015 年对应的 EPS 将为 1.14 元，给予 20x 的 PE，对应的每股估值为 22.80 元。

悲观情景

悲观情景下，假设 2015 年出版发行业务及数字出版业务的收入同比增速低于基准假设 20 个百分点，那么我们估算 2015 年对应的 EPS 将为 0.83 元，给予 20x 的 PE，对应的每股估值为 16.60 元。

近期催化剂

继续引导出版发行行业体制改革的政策有望出台；
3-4 季度数字出版业务有望继续超预期；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb19.80

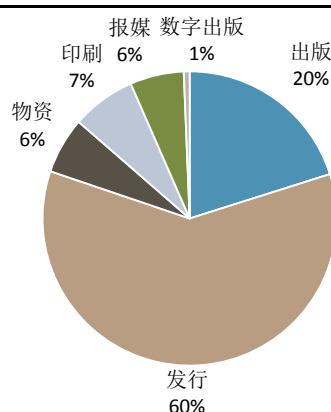
公司简介

中南传媒是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒集团。从 2010 年起，公司开始积极向数字教育转型。2013 年实现营业收入 80.3 亿元，归属母公司股东的净利润 11.1 亿元。

行业展望

传统出版发行行业受互联网影响，增速面临一定下行压力。整个行业相对比较分散，未来存在较大的整合空间，同时民营资本有望逐步进入。数字出版、互联网教育将是未来的发展方向，有望在政策的推动下迎来大幅增长。

分业务营业收入 (1H2014 %)



来源: 公司公告、瑞银证券整理

分业务毛利润 (百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
出版	508	584	632	678	727
发行	1557	1935	2584	3083	3661
物资	26	28	27	27	28
印刷	171	169	129	133	137
报媒	354	285	241	260	285
数字出版	4	62	246	408	715
其他	-19	29	0	0	0
合计	2602	3093	3858	4588	5552

来源: 公司公告、瑞银证券估算

目录

投资案件	4
风险	4
估值和推导我们目标价的基础.....	4
瑞银预期对比市场一致预期	5
敏感性分析.....	5
风险分析	6
竞争分析	7
行业吸引力评估	7
竞争优势	8
管理层策略.....	8
传统业务——面临收入增速放缓压力	9
新闻出版行业——面临转型压力.....	9
行业竞争格局.....	12
中南传媒——传统业务稳健增长.....	15
新兴业务——互联网教育是发展方向	23
互联网教育将是数字出版的新生力军.....	23
中南传媒——进入互联网教育，打开成长空间	26
公司并购	28
财务状况和盈利预测	30
关键假设	30
损益表.....	30
现金流量表.....	32
资本回报率.....	32
目标价推导	33
公司背景	35

陈欣
分析师
S1460511050002
xin.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8864

刘强
分析师
S1460513080002
qiang-q.liu@ubssecurities.com
+86-213-866 8842

投资案件

- 我们首次覆盖了中南传媒，给予“买入”评级、目标价 19.80 元。我们预计 2014/15/16 年公司的 EPS 分别为 0.78/0.99/1.24 元，对应的同比增速分别为 26%/27%/25%，目标价对应的 2014/15/16 年的 PE 估值分别为 25.3x/20.0x/16.0x。
- 传统出版发行行业面临较大压力，整体增速放缓。互联网时代对于传统出版发行行业的负面冲击不容忽视，受数字出版等影响，中国传统出版行业的收入增速已经放缓至负增长，发行行业的收入增速也低位徘徊。
- 出版发行行业的竞争格局非常分散，前 10 大市场份额仅为 28.6%，呈现明显的区域性特征，未来整合存在较大的空间。同时，国有企业占据主导，未来政策有望引导民营资本逐步进入，我们认为体制改革将是出版发行行业改革的重要方向。
- 中南传媒凭借内容版权和渠道优势，出版发行业务收入有望继续维持高于行业的增长。公司自有版权的教材教辅多，在地方出版社中名列前茅。同时，公司湖南省内拥有 340 家新华书店，渠道资源丰富。我们认为公司出版和发行业务收入仍将维持平稳的增长，同时毛利率也将维持较高水平。
- 中国的互联网教育行业有望迎来大幅增长。中国教育市场空间广阔，然而互联网教育的渗透率不到 3%，远低于美国的 30%。展望未来 5 年，我们预计政策的推动及经济发展水平的提升有望使得互联网教育收入复合增速维持 30% 以上。对比海外互联网教育龙头培生的发展，我们认为未来中国将会诞生类似培生的互联网教育龙头企业。
- 中南传媒率先进行转型的市场化尝试，2010 年与华为进行合作成立天闻数媒，进军数字出版和互联网教育，将华为的技术优势与自身的内容版权与渠道优势相结合，业务发展迅速。营业收入从 2012 年的 1000 万元增长至 2013 年的 1.3 亿。我们预计未来 3 年收入的复合增速仍高达 60%，覆盖的学校数超过 1200 所。

风险

我们认为中南传媒面临的主要风险包括：

- 1、传统业务板块受到新兴媒体的冲击；
- 2、数字出版、互联网教育的战略执行不力；
- 3、优惠税收政策有所变化；

估值和推导我们目标价的基础

我们采用瑞银 VCAM 现金流贴现估值，给予公司 19.80 元的目标价，其中 WACC 为 8.8%，Beta 为 0.93；目标价对应 2014/15/16 年的 PE 分别为 25.3x/20.0x/16.0x。目标价对应的 PE 估值、EV/EVBITDA 估值水平仅略高于历史均值，我们认为估值相对合理。

瑞银预期对比市场一致预期

我们预计 2014/15/16 年公司的 EPS 分别为 0.78/0.99/1.24 元，比市场一致预期分别高 0%/7%/11%；我们相对更看好数字化转型的进度、以及公司管理团队并购的执行能力以及内部资源的整合协同效果。

图表 1: 瑞银预测与市场一致预期对比

EPS (元)	2014E	2015E	2016E
瑞银证券预测	0.78	0.99	1.24
一致预期	0.78	0.93	1.12
差异	0%	7%	11%

来源: 朝阳永续, 瑞银证券预测, 市场一致预期截至 2014 年 9 月 25 日。

敏感性分析

公司的出版发行业务占据公司目前的主导地位，数字出版业务快速崛起，也有望成为未来的支柱业务，出版发行业务和数字出版业务的收入增速对业绩的影响很大，因此我们对其进行敏感性分析，具体结果如下表所示。

图表 2: 敏感性分析——出版发行与数字出版收入增速

2015E EPS	数字出版收入同比增速变动					
	0.99	-20%	-10%	0%	10%	20%
出版发行业务同 比增速变动	-20%	0.83	0.84	0.85	0.86	0.87
	-10%	0.90	0.91	0.92	0.93	0.94
	0%	0.97	0.98	0.99	1.00	1.01
	10%	1.03	1.04	1.05	1.06	1.07
	20%	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14

来源: 瑞银证券估算

风险分析

传统业务板块受到新兴媒体的冲击

公司目前主要的业务属于传统业务，包括出版、发行、印刷等，增速有所放缓；随着互联网经济的兴起，在线图书发行业务迅速崛起，对新华书店等传统的发行渠道产生了较大的冲击；同时，电子书、互联网的兴起，也冲击了图书出版和报纸期刊市场，很多图书、报刊的消费者被互联网给吸引过去。

互联网教育的战略执行不力

互联网教育已经成为公司的一个新型战略方向，发展迅速；然而，考虑到公司为国有企业，激励机制不够健全，因此在战略执行层面可能会遇到一定的问题。如果互联网教育业务发展不达预期，公司的估值可能会受到负面的影响。

优惠税收政策有所变化

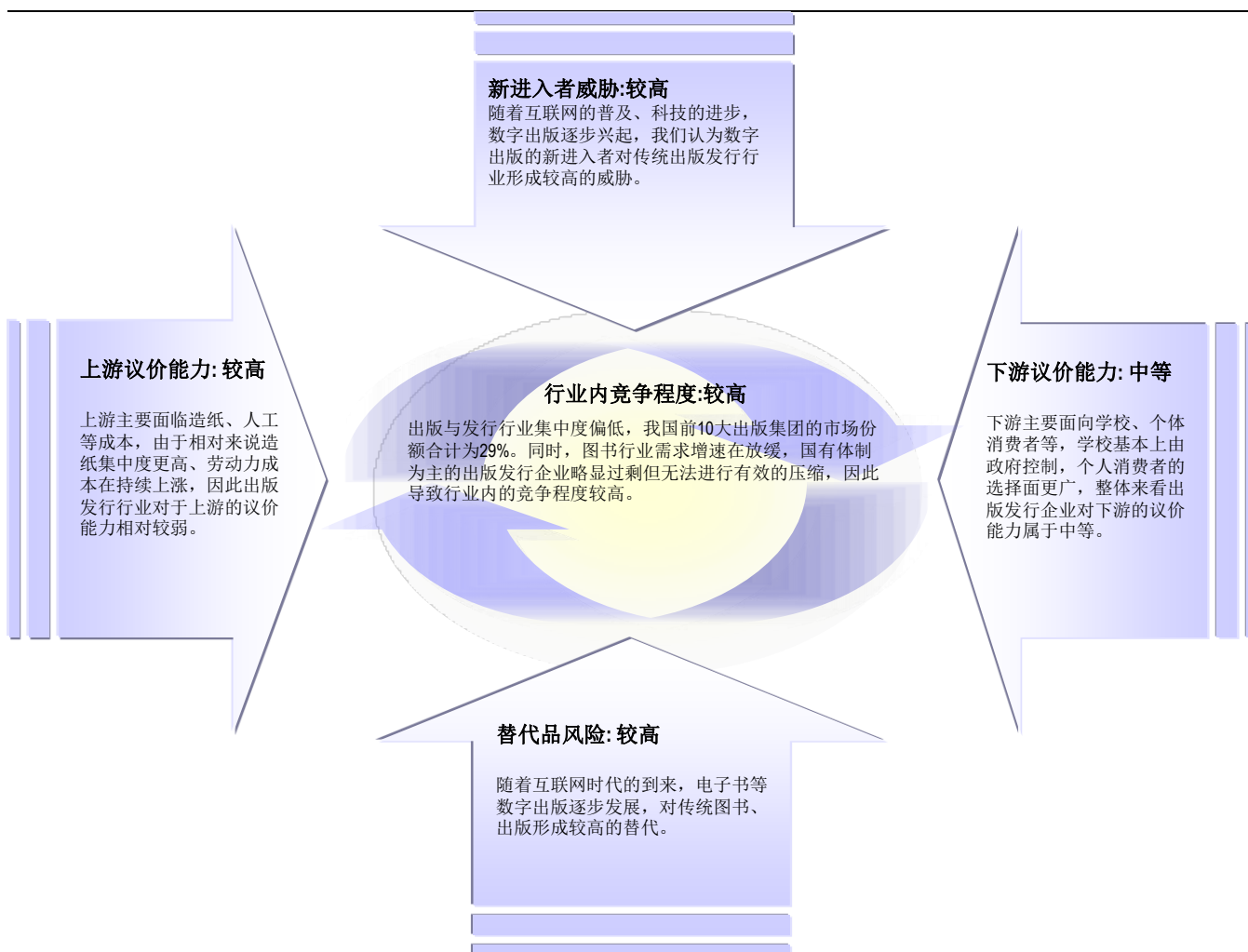
根据财政部、国家税务总局《关于延续宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》规定，自 2013 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日，免征图书批发、零售环节增值税；对专为少年儿童出版发行的报纸和期刊，中小学的学生课本，专为老年人出版发行的报纸和期刊，在出版环节执行增值税 100%先征后退的政策；对除此之外的各类图书、期刊、音像制品、电子出版物，在出版环节执行增值税先征后退 50%的政策。同时，2014-2018 年公司有望继续享受免征企业所得税政策。然而，未来如果税收优惠政策被取消，将会对公司盈利产生较大的负面影响。

竞争分析

行业吸引力评估

运用波特五力的分析方法，我们认为出版发行行业作为传统行业整体增速有所放缓，行业内竞争程度较高。由于数字出版、互联网发行等新进入者逐步盛行，传统出版发行企业受到较高的威胁；同时电子书等数字化产品也开始对传统的出版物产生较高的替代效应。出版发行行业上游主要是造纸原材料以及人工，整体上对于上游的议价能力偏弱。同时，下游客户主要包括学校和个人，我们认为出版发行企业对于下游的议价能力处于中等水平。

图表 3:波特五力分析图——出版发行行业



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

竞争优势

教材内容版权质量更好、形成一定的垄断地位

与竞争对手相比，中南传媒内容版权质量更好、资源丰富，特别是在教材领域。经过多年的积累和磨练，公司的教材不仅成为湖南省义务教育教材的唯一供应商，而且逐步渗透到其他多个省份的教材市场、占有较高的市场份额。目前，公司自主开发的 8 科 9 种 16 套“湘版”新课程教材已经覆盖湖南、湖北、广东、广西、台湾、澳门等 31 个省（区、市），并延伸至韩国。我们认为，凭借内容版权优势，公司在教材市场上已经具有一定的垄断地位。

发行渠道完善，省内省外同时发力

中南传媒在湖南省内拥有 340 家左右的新华书店，在图书发行、特别是教材教辅发行上具有很大的优势。同时，公司成立“新教材公司”负责省外的发行业务。我们认为完善的发行渠道是发行收入稳健增长、并维持高毛利率的保障。

数字出版、在线教育具有先发优势，线上线下融合

公司 2010 年与华为合作，是出版发行公司中最早进入数字出版、在线教育领域的。在竞争对手仍处于摸索阶段的时候，中南传媒凭借教材教辅的内容版权优势积极进行市场化运营，成功实现了线上与线下的结合，在线教育打造“平台+内容+服务”的运营模式，实施“以大客户销售（B2B）为商业模式，以用户运营（B2C）为长期目标，以数字学习为核心业务”的战略，产品研发与市场推广均取得很大的进展。我们认为，公司在数字出版、在线教育领域具有先发优势，线上与线下的融合程度也是竞争对手短期无法赶超的。

管理层策略

凭借内容版权和渠道优势，“湘版”教材进一步走出去

中南传媒在教材领域具有很强的版权优势，同时借助完善的发行渠道，有望从湖南省内进一步渗透到全国各地。出版发行领域的体制改革正在继续，教材的市场化招标将是趋势，未来中南传媒有望继续将“湘版”教材卖到全国各地，甚至出口到海外市场。

加大数字出版、在线教育的投入，开拓更多的客户和新的盈利增长点

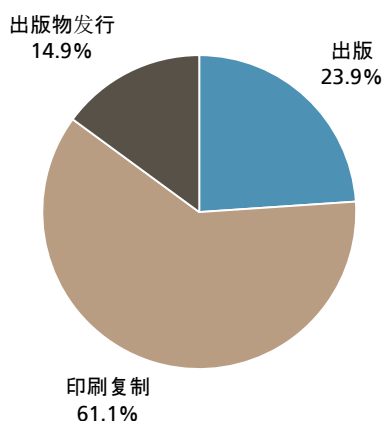
公司在数字出版、在线教育领域已经具有先发优势，但是客户数量依然较少，同时其他的竞争对手也在开始布局数字教育，我们认为未来中南传媒将加大在数字出版、在线教育领域的资金投入，开拓更多的学校资源，同时加速从 B2B 模式向 B2C 模式进行转型，寻找更多的盈利增长点。

传统业务——面临收入增速放缓压力

新闻出版行业——面临转型压力

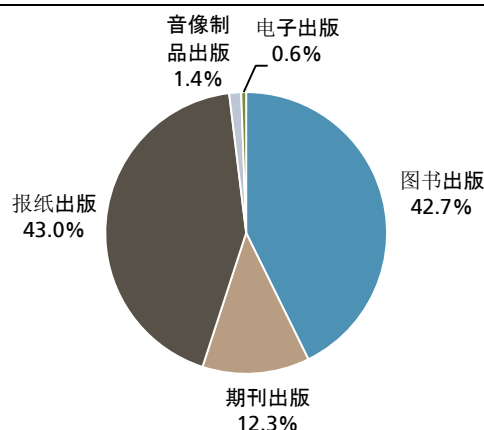
新闻出版行业包括出版、印刷、发行 3 个主要环节，从 2013 年收入结构来看，出版、印刷、发行的收入占比分别为 23.9%/61.1%/14.9%；其中，出版又分为图书、期刊、报纸、音像、电子等，图书与报纸出版占比最大，分别为 42.7%/43.0%。

图表 4: 新闻出版业收入结构 (2013)



来源: 新闻出版研究院

图表 5: 出版行业收入结构 (2013)

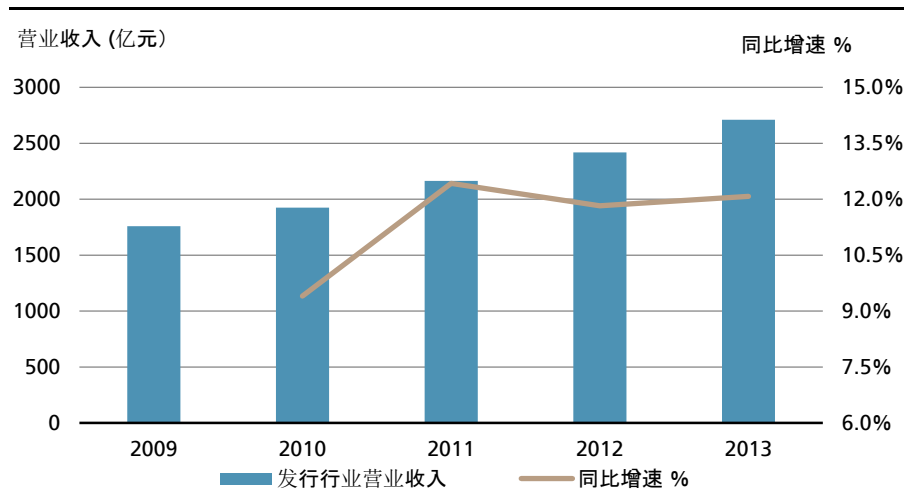


来源: 新闻出版研究院

传统行业增速面临下行压力

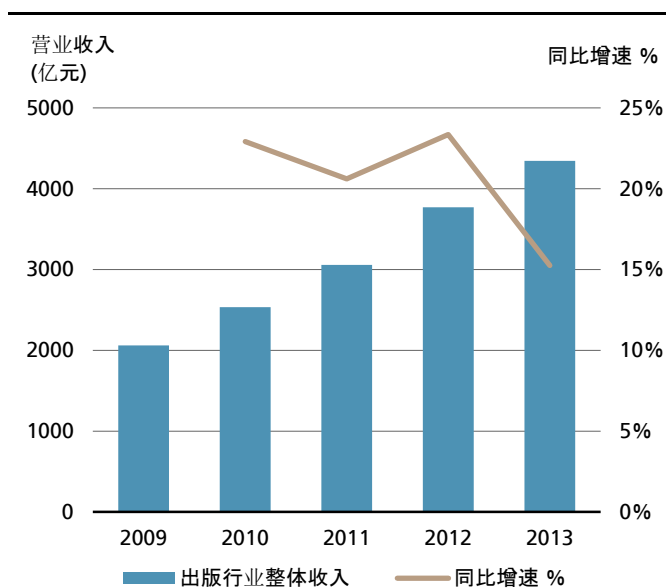
中国的出版与发行行业经过多年的发展，已经趋于成熟。2013 年出版物发行业实现营业收入为 2711 亿元，同比增长 12.1%。2013 年全国出版行业收入为 4345 亿元，同比增长 15.3%。然而，由于受到非纸介出版物飞速发展的冲击，传统出版业务 2013 年同比下降 2%，已经出现了下滑，传统出版发行业务面临一定的下行压力。展望未来 3 年，我们预计中国出版与发行行业的收入增速将降至 10% 以内。

图表 6: 中国发行行业收入及增速



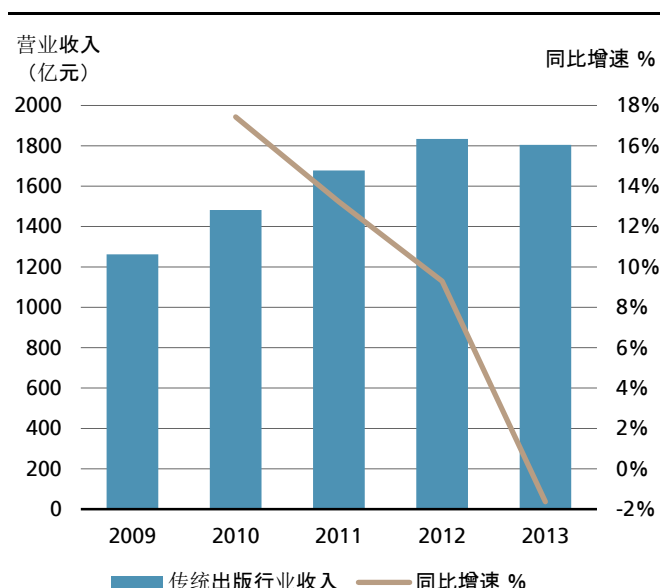
来源: 新闻出版广电总局

图表 7: 中国出版行业收入及增速



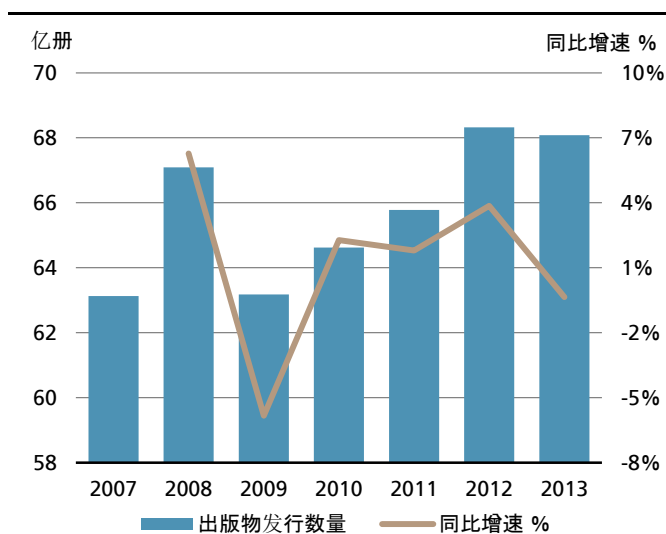
来源: 新闻出版广电总局

图表 8: 中国传统出版行业收入及增速



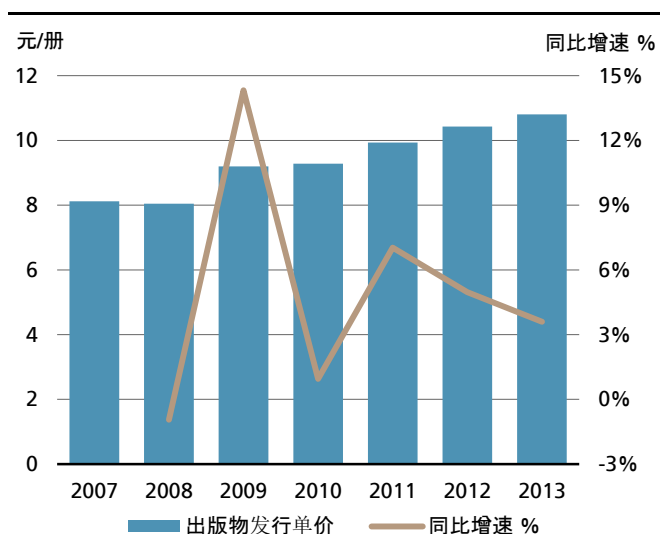
来源: 新闻出版广电总局

图表 9: 图书发行数量及增速



来源: 新闻出版广电总局

图表 10: 图书发行均价及增速

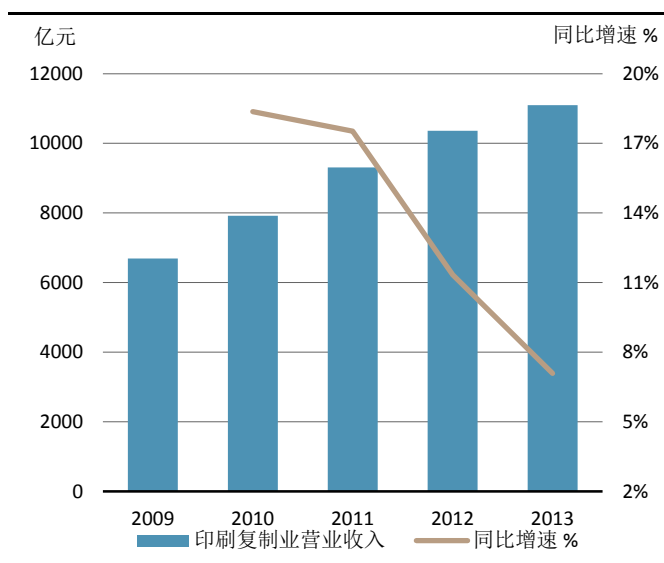


来源: 新闻出版广电总局

我们认为图书发行数量的增长空间有限，2013 年同比下滑了 0.4%；未来发行行业的收入增长将主要依赖图书价格的提升，我们预计未来图书发行单价仍将维持 4% 左右的增长。

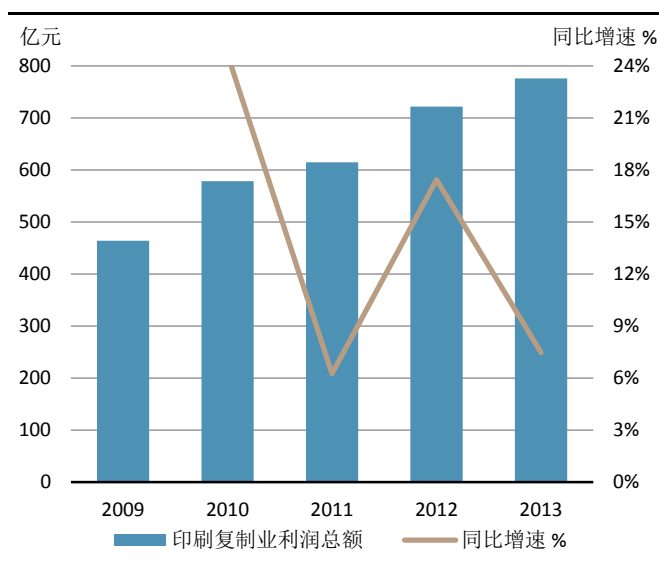
此外，作为我国新闻出版业的传统支柱产业印刷复制业，由于受到电子及数字出版的冲击，营业收入增速从 2011 年的 17.5% 下降至 2013 年的 7.1%。

图表 11: 印刷复制业营业收入及增速



来源: 新闻出版广电总局

图表 12: 印刷复制业利润总额及增速

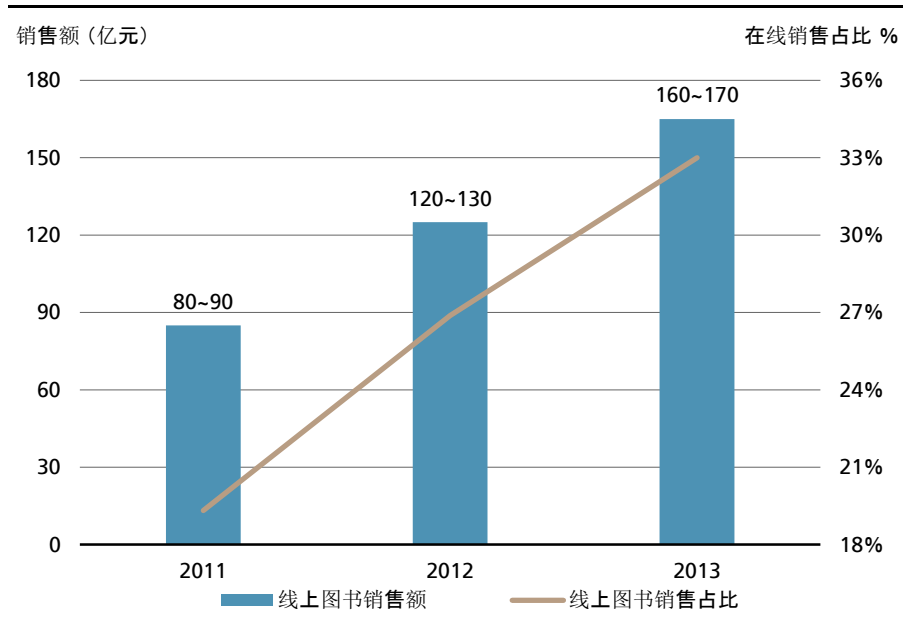


来源: 新闻出版广电总局

线上对于线下的冲击不容忽视

互联网时代的到来, 使得线上销售快速发展, 图书等线下发行环节面临严重的挑战。2011-2013 年, 线上图书销售额从 80 亿增长至 160 亿元, 年均复合增速为 41.4%, 2013 年在线图书占比为 34%左右, 我们预计未来占比继续提升。

图表 13: 线上图书销售占比



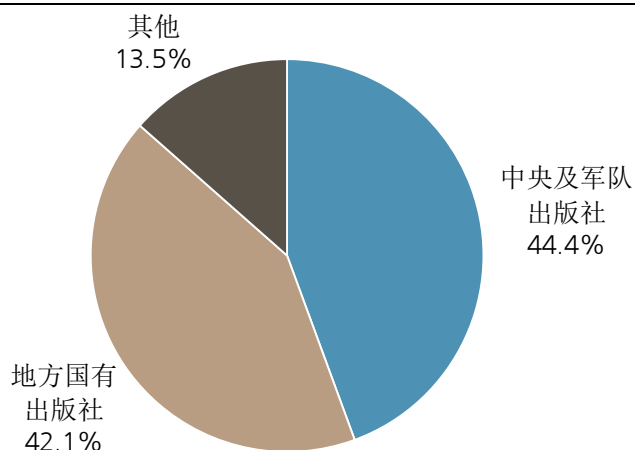
来源: 新闻出版广电总局

行业竞争格局

国有企业占据绝对的主导地位

目前我国的出版社结构中，国有出版社占据绝对的主导地位。其中，中央及军队的出版社占比为 44.4%，地方政府控股的出版社占比为 42%，高等院校等其他的出版社占比为 13.5%。民营出版社可以忽略不计。

图表 14: 出版社——国企占据主导



来源: 天舟文化招股书, 瑞银证券整理

政策有望支持传统媒体转型、做大做强

近期发布的《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》中，习近平总书记强调“推动传统媒体和新兴媒体融合发展，强化互联网思维，坚持传统媒体和新兴媒体优势互补、一体发展，坚持先进技术为支撑、内容建设为根本，建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团”。

我们认为，具有较强综合实力和市场化运营经验的国有出版发行集团将有望在政策的支持下逐步转型、做大做强。

体制改革进行中，政策引导民营资本逐步参与

出版发行行业作为文化产业中的一个重要组成部分，也在进行着有序的体制改革。2013 年新闻出版行业改革工作要点指出，要引导民间资本有序参与出版经营活动，努力形成多种所有制共同发展的格局。我们认为未来民营资本将逐步发挥越来越重要的价值。

图表 15: 体制改革及引导民营资本进入的政策

	日期	政策	主要内容
	2004年6月18日	关于修改《出版物市场管理规定》的决定	取消对总发行企业的所有制限制，允许民营企业申请总发行资格。
体制改革鼓励民营资本	2005年3月	关于文化体制改革试点中支持文化产业发展若干税收政策问题的通知	对政府鼓励的新办文化企业，如从事新闻出版、出版物数字化加工以及出版物物流配送企业，免征3年企业所得税。
	2005年4月	国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定	允许非公有资本进入出版物印刷，允许投资参股国有出版物印刷、发行企业。
	2005年12月	中共中央 国务院关于深化文化体制改革的若干意见	支持和鼓励大型国有文化企业和企业集团实行跨地区、跨行业兼并重组，鼓励同一地区的媒体下属经营性公司之间互相参股。
	2006年9月	国家“十一五”时期文化发展规划纲要	培育一批有实力的出版企业集团；支持出版物发行企业开展三跨经营，重点发展连锁经营、现代物流和网络书店，形成若干大型发行集团；推进经营性文化事业单位转制；加快国有文化企业股份制改造，2010年前国有独资文化企业基本完成规范的公司制改造推出一批主业突出、核心竞争力强的上市公司。
	2009年3月	关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见	推动经营性新闻出版单位转制，所有地方和高等院校出版社2009年底前完成转制，所有中央各部门各单位出版社2010年底前完成转制；推进联合重组，3至5年之内，培育出6至7家双百亿出版传媒企业；正式认可非公有出版工作室，将其纳入行业规划和管理；鼓励国有出版企业通过多种方式与非公有出版工作室进行合作。
	2009年3月	关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知	经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起免征企业所得税。
	2010年1月	关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见	建设辐射全国的区域新闻出版物流中心，打破条块分割、地区封锁和城乡分离的市场格局，加快形成统一开放的新闻出版市场体系；引导非公有资本有序进入新闻出版业。
	2012年2月	关于加快出版传媒集团改革发展的指导意见	进一步深化出版传媒集团体制改革；积极推进出版传媒集团战略性改组；支持出版传媒集团应用高新技术和推动产业升级。
2013年2月	2013年新闻出版改革发展工作要点	实施出版传媒企业集团化发展战略，打造骨干企业和战略投资者；实施出版传媒企业集团化发展战略，打造骨干企业和战略投资者；引导民间资本有序参与出版经营活动，努力形成多种所有制共同发展的格局。	

来源: 新闻出版广电总局, 瑞银证券整理

集中度相对分散，政策支持跨区域整合并购

中国的出版行业集中度相对分散。国内最大的图书出版集团的码洋市场份额仅为6.6%，前10大合计为28.6%。

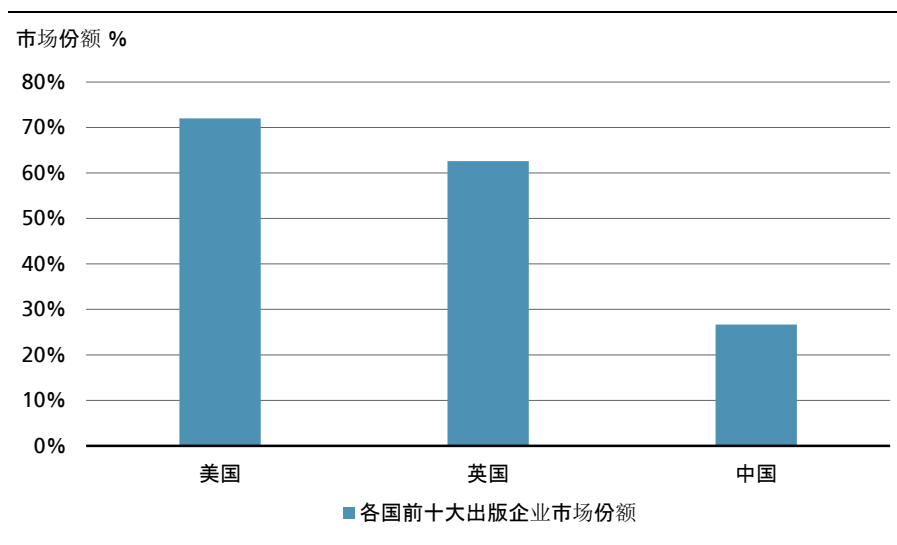
图表 16: 前十大图书出版集团市场份额（2013年）

排名	集团	地点	码洋占有率	性质
1	中国出版集团公司	北京	6.61%	国有
2	吉林出版集团	长春	4.30%	国有
3	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	南京	3.12%	国有
4	中国国际出版集团	北京	2.71%	国有
5	上海世纪出版股份有限公司	上海	2.19%	国有
6	北京出版集团	北京	2.13%	国有
7	湖北长江出版集团	武汉	2.06%	国有
8	山西出版集团有限责任公司	太原	1.85%	国有
9	辽宁出版集团	沈阳	1.84%	国有
10	湖南出版集团	长沙	1.75%	国有

来源: 中国新闻出版研究院

发达国家美国、英国的市场集中度很高，前 10 大出版公司的市场占有率分别为 72% 和 62%。按照成熟市场的发展经验，未来中国仍有整合空间。

图表 17: 出版行业集中度对比 (2013 年)



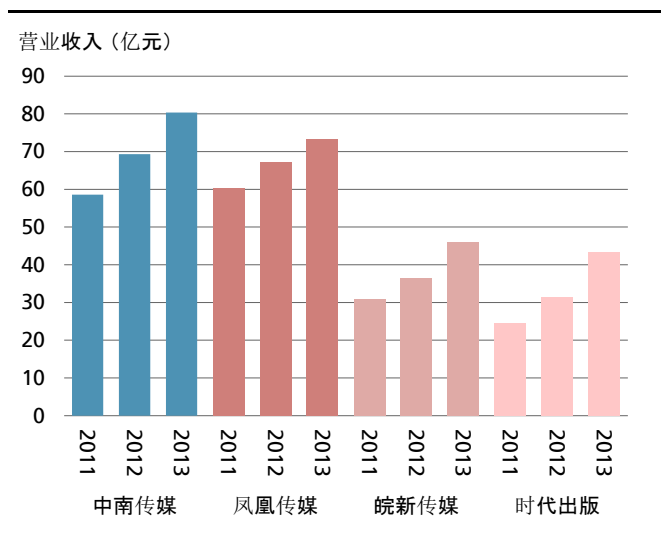
来源: 凤凰传媒招股书, 瑞银证券整理

政策鼓励支持传媒企业跨区域整合并购、做大做强。在 2013 年发布的新闻出版改革工作要点中，广电总局再次提出“鼓励和支持出版传媒企业进行跨媒体、跨地区、跨行业跨所有制、跨国界兼并重组，加快新闻出版资源向优势企业集聚，培育新闻出版骨干企业 and 文化领域战略投资者”。

行业内主要公司比较——中南传媒优势明显

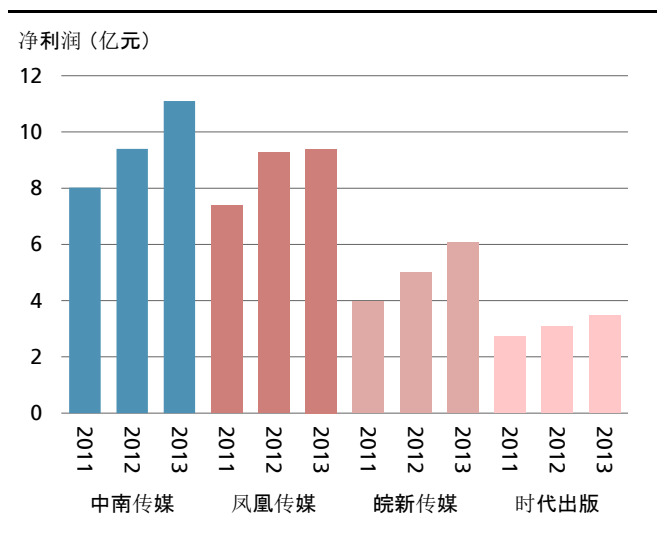
公司与行业龙头中国出版集团 2013 年 90 亿的收入规模相比，还是略占下风，覆盖区域的全国性也不够强，但是与行业内另外三家上市公司相比，中南传媒在营业收入和净利润规模上占有一定优势，2012 年已经成为第一。

图表 18: 营业收入对比



来源: 公司公告、瑞银证券整理

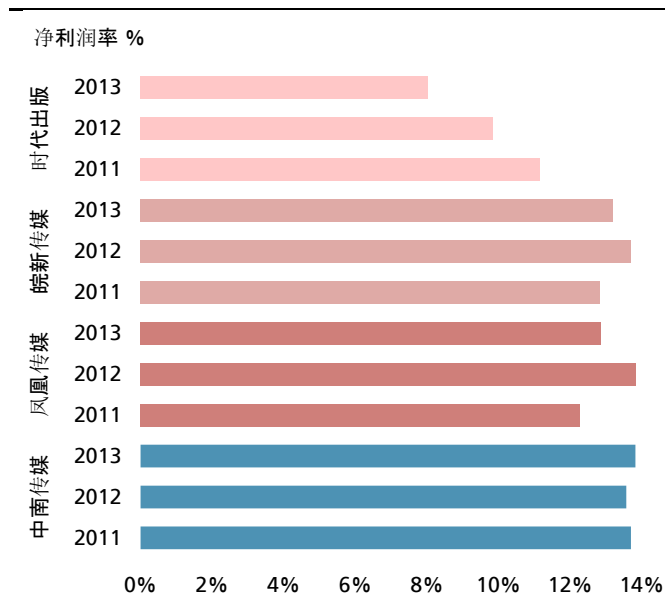
图表 19: 净利润对比



来源: 公司公告、瑞银证券整理

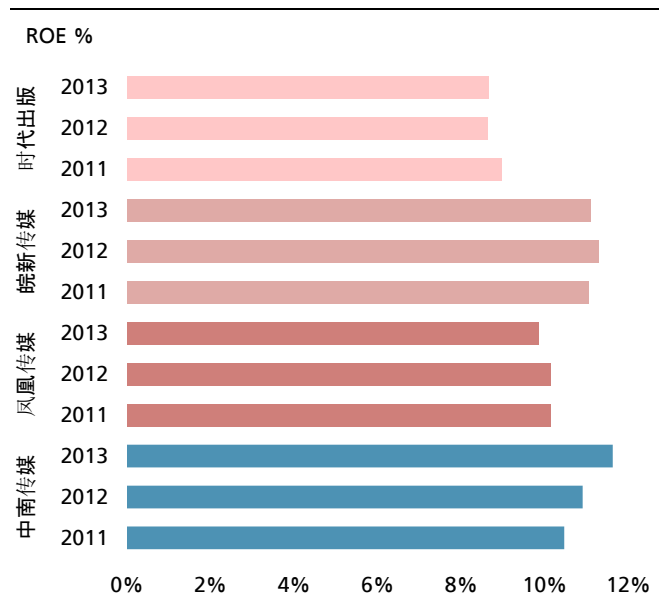
从净利润率和 ROE 水平来看，中南传媒也领先于同行业上市公司。公司很好地利用了自己的规模优势，不断进行省内外整合、升级传统业务扩展互联网教育业务，在 2013 年传统出版发行行业受到新媒体冲击的大环境下，公司 ROE 逆势实现了 0.7% 的同比正增长。

图表 20: 净利润率对比



来源: 公司公告、瑞银证券整理

图表 21: ROE 对比



来源: 公司公告、瑞银证券整理

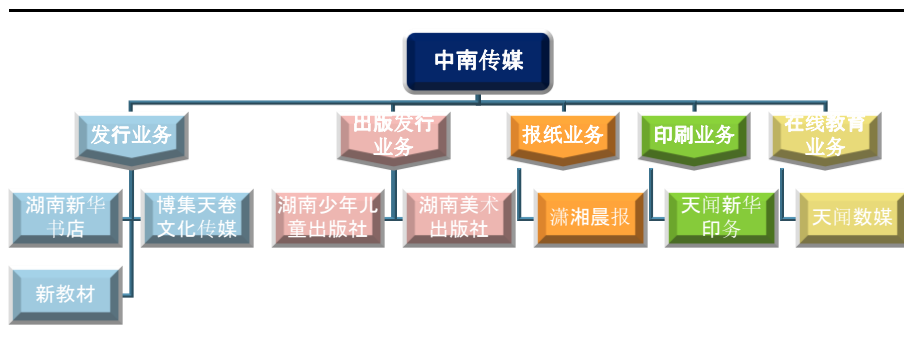
在整合空间方面，相比皖新传媒和时代出版，中南传媒在湖南省内具有相对较大的整合空间，一些当地的大学出版社都可能成为公司未来的整合标的。

中南传媒——传统业务稳健增长

公司介绍

中南传媒旗下具有图书发行、图书出版、报纸出版发行、印刷及互联网教育五大板块。作为公司最大的两块业务，出版业务凭借旗下几大全国知名出版社，已经形成五大全国性图书品牌；发行业务借助湖南新华书店的渠道优势，加上出版物的总发行、批发、零售、连锁经营的业务资质，已经成为湖南省最大、全国第二的发行机构。数字出版业务逐步成型，有望成为公司战略转型的关键。2014 上半年出版和发行占营业收入的比例分别为 20%/60%，占毛利润的比例分别为 17%/70%。

图表 22: 公司结构

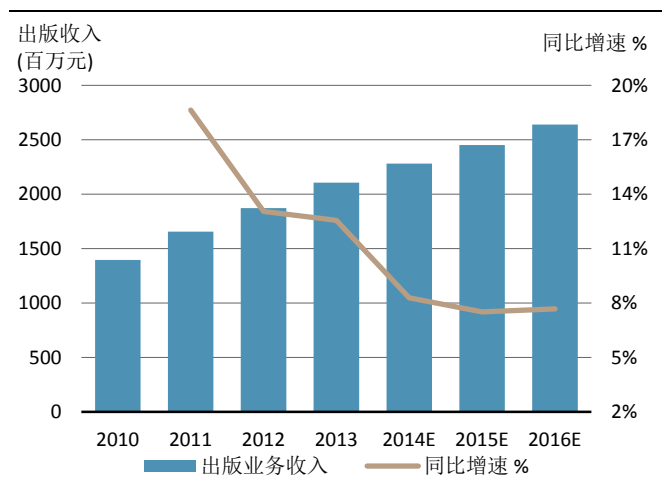


来源: 公司公告、瑞银证券整理

版权及渠道优势有望支撑稳步增长

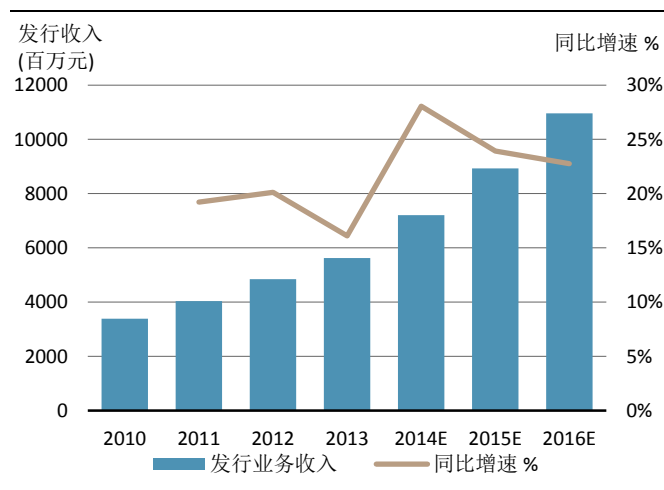
出版和发行业务作为公司最大的收入和利润来源，依然保持稳健的增长。出版收入从 2010 年的 13.9 亿元增长至 2013 年的 21.1 亿元，年均复合增速为 14.9%。发行收入从 2010 年的 33.8 亿元增长至 2013 年的 56.3 亿元，年均复合增速为 18.5%。2014 年上半年，出版和发行业务的收入分别同比增长 7% 和 26%。我们预计，受到新媒体的冲击未来收入增速可能将有所放缓，出版和发行 2014-16 年的收入增速将分别为 8.3%/7.5%/7.7%，28%/23.9%/22.8%。

图表 23: 出版业务收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

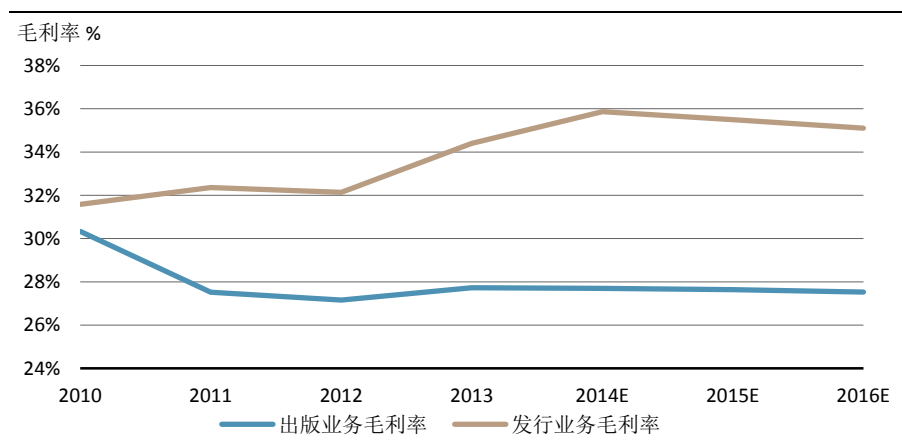
图表 24: 发行业务收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

从毛利率水平来看，发行业务毛利率显著高于出版业务，主要是由于公司在上游图书提供商的议价能力较强可以拿到成本较低的货源，此外与下游地方教育局的良好关系也保障了相对稳定的售价。2014 年上半年出版和发行业务的毛利率分别为 27.2%/37.4%，较 13 年增长-0.5%/3.0%。我们预计未来 3 年出版的毛利率维持在 28%左右，发行的毛利率维持在 36%左右。

图表 25: 毛利率——出版与发行



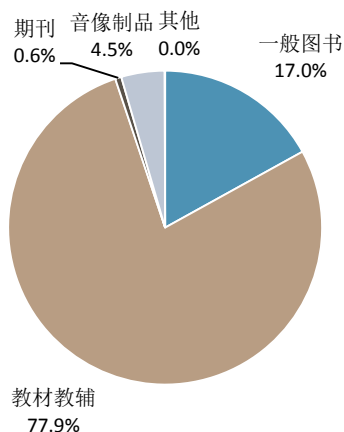
来源: 公司公告

出版业务：版权优势是收入持续增长的动力

出版业务中，教材教辅以及一般图书的出版是收入的主要来源，各自的占比分别为 77.9%/17.0%。2013 年教材教辅的出版实现营业收入 15.3 亿元，同

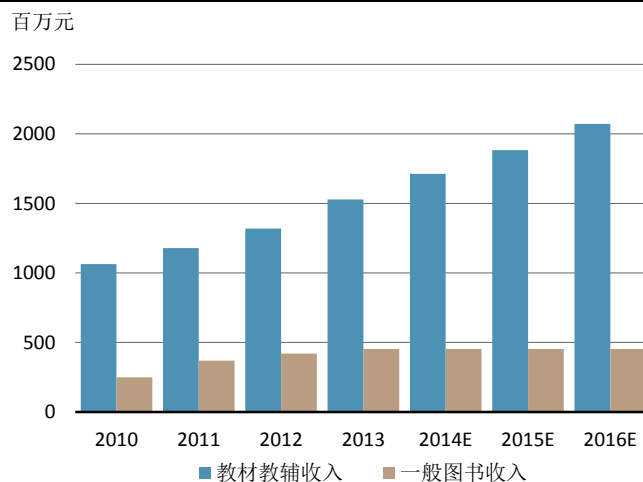
比增长 16%，毛利率为 26.6%，同比增长 1.4%；一般图书的出版收入达到 4.5 亿元，同比增长 8%，毛利率为 34.2%，同比略降 1%。

图表 26: 出版业务细分 (1H2014)



来源: 公司公告、瑞银证券整理

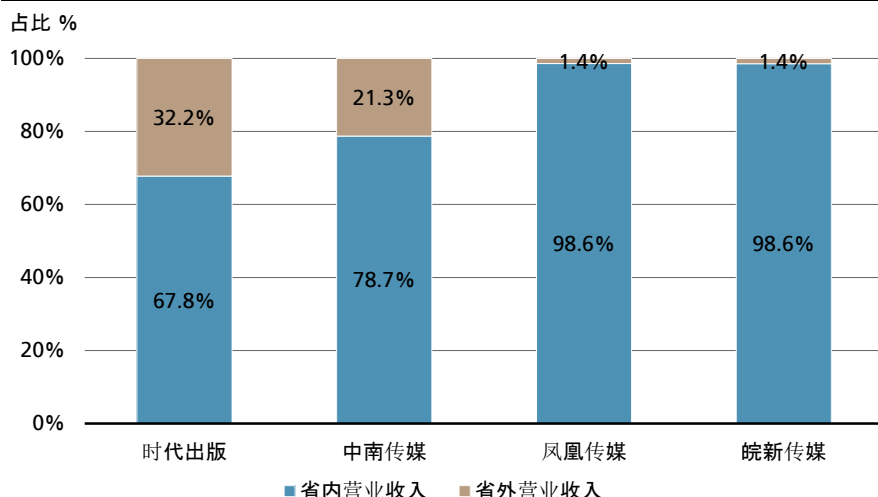
图表 27: 教材教辅及一般图书的出版收入



来源: 公司公告、瑞银证券估算

中南传媒在教材教辅出版领域具有自身独特的优势。其内容版权资源丰富，特别是在教材教辅领域。公司不仅是湖南省义务教育教材的唯一供应商，而且还在全国其他多个省份的教材市场中占有较高的份额。目前，公司自主开发的 8 科 9 种 16 套“湘版”新课程教材已经覆盖湖南、湖北、广东、广西、台湾、澳门等 31 个省（区、市），并延伸至韩国。《语文》、《历史》教材前四册完成修订并获初审通过，湖南教育出版社《学法大视野》、湖南少儿出版社《课程基础训练》及代理人民教育出版社《能力培养与测试》三套同步教辅进入湖南省教育厅颁布的推荐评议目录，有望支持教材出版的稳定增长。

图表 28: 上市企业省内外收入占比 (2013 年)



来源: 公司公告、瑞银证券整理

由于，近几年大部分出版发行行业的上市公司把主要精力放在了省内整合上，因此排名前几大的公司都没有完成特别大规模的省外整合。时代出版以及中

南传媒在省外整合发力较早，不过目前省外收入占比也只达到了 32% 和 21%，另外两家行业龙头凤凰传媒和皖新传媒的省外业务占比只达到了 1.4%。我们认为，有着政策的支持，未来跨省整合的空间依然较大。

图表 29: 公司拥有自主知识产权的教材

科目	阶段
语文	小学
数学	初中、高中
科学	小学
英语	小学（少儿社和教育社各有一种）
音乐	小学、初中、高中
美术	小学、初中、高中
历史	初中、高中
地理	初中、高中

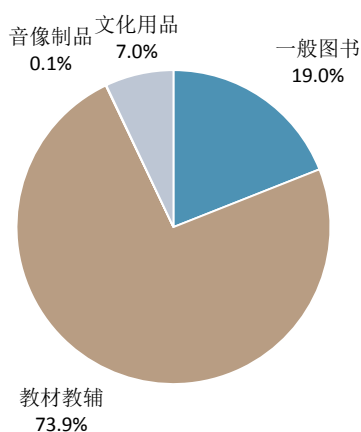
来源: 公司公告

一般图书方面，根据公司招股书中提供的数据，上半年中南传媒在全国图书零售市场的码洋占有率为 3.72%，同比增长 0.35 个百分点，在全国出版集团中排名第三，其中 4-6 月连续排名全国第二。教育、文学、医学、心理自助、科普图书品牌市场排名全国第一。

发行业务：渠道布局不断完善，市场化运营带来发行收入快速增长

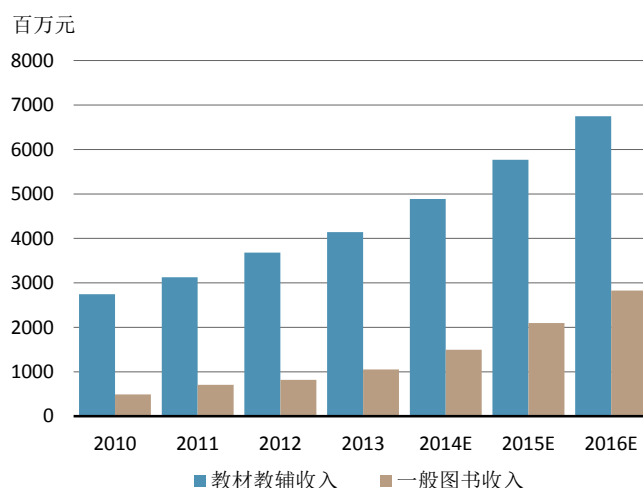
与出版业务相同，教材教辅以及一般图书的发行收入也是发行业务中最大的两块收入，分别占比 73.9%/19.0%。2014 年上半年教材教辅的发行收入达到 21.7 亿元，同比增长 19%，毛利率为 41.1%，同比增长 1.8%；一般图书的收入为 5.6 亿元，同比增长 42%，毛利率为 34.1%，同比增长 1.7%。

图表 30: 发行业务细分（1H2014）



来源: 公司公告、瑞银证券整理

图表 31: 教材教辅及一般图书的发行收入

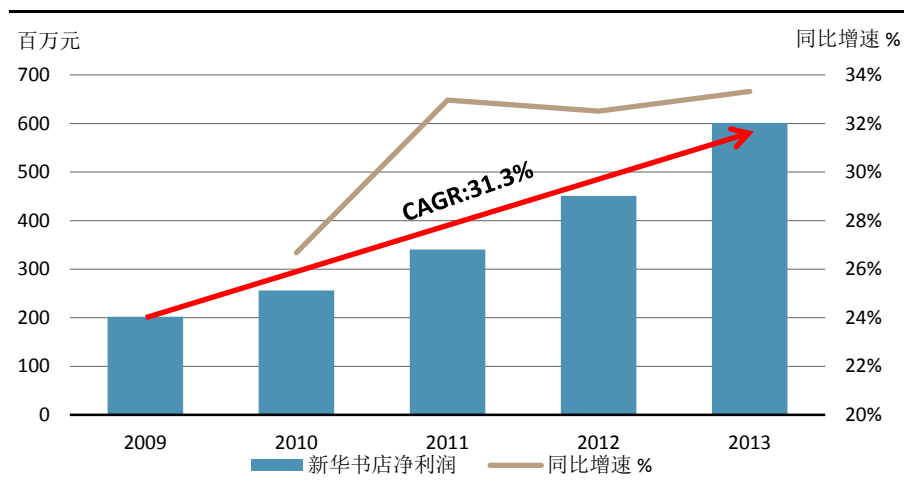


来源: 公司公告、瑞银证券估算

公司丰富的发行渠道及积极的省外扩张是发行业务稳增长及高毛利的保障。湖南省内拥有 340 家左右的新华书店，使得公司在图书发行，特别是教材教辅发行上具有较大的优势。子公司湖南省新华书店有限责任公司 2013 年实现净利润 6 亿元，同比增长 33.3%，从 2009 年至今，净利润年均复合增长高

达 31.3%。随着政府对教辅市场政策的放开，公司省外教辅的发行成为了发行板块新的业绩增长亮点，同时也打开了公司未来发行业务的增长空间。

图表 32: 新华书店净利润



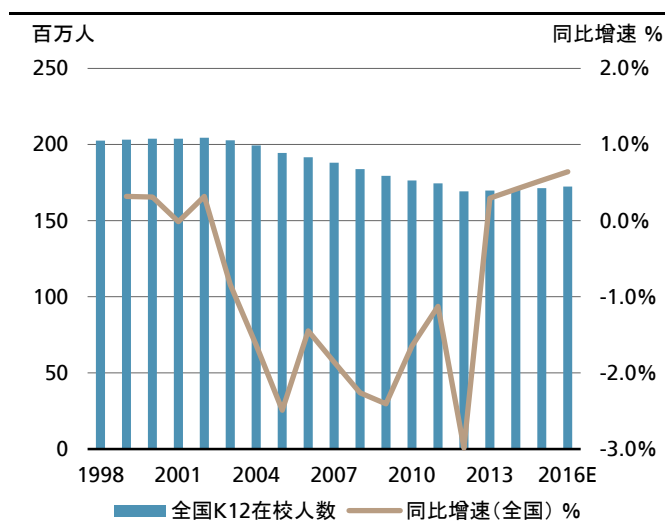
来源: 公司公告、瑞银证券整理

一般图书方面，根据公司招股书，2013 年，公司以占全国图书零售市场 1.74% 的动销品种，取得了 3.46% 的市场份额在全国主要出版集团和总社排名中首次跻身第三位。在当当网、亚马逊（中国）、京东商城三大电商渠道销售码洋突破 1.4 亿元，同比增长 45%。全年共计 34 种图书累计 88 次登上开卷畅销书榜。首个基于 APP 平台的电子会员系统“智慧书城”实现试运行，湖南省新华书店淘宝网开张运营，未来网络营销水平有望不断增强。

湖南省的在校生增速较全国有一定优势，将对需求端形成一定支撑

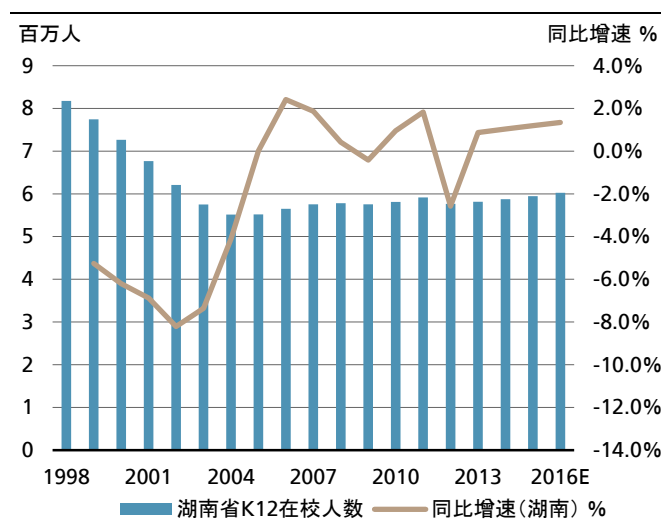
中南传媒依托湖南省市场，具有一定的优势。从中小学生的在校人数来看，湖南省的学生人数同比增速显著高于全国。

图表 33: 全国 K12 在校人数及同比增速



来源: 中国教育部，瑞银证券估算

图表 34: 湖南省 K12 在校人数及同比增速



来源: 中国教育部，瑞银证券估算

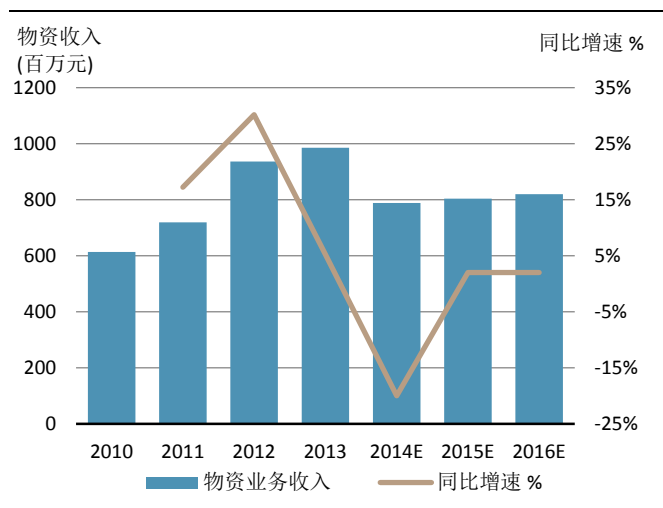
物资与印刷——增速放缓，但竞争力仍优于同行

2013 年，物资公司克服了电子和数字出版对传统纸张出版行业的冲击，主营的纸张、耗材、印刷机械等印刷物资销售规模近 10 亿元，创下历史新高，同比增长 5.2%。但由于物资供应结构的调整，我们预计物资业务的收入增速 2014 年将出现一定程度的下降，但之后将有望有所改善，预计 2014/15/16 年物资业务的收入同比增速分别为-20%/2%/2%。

印刷收入增速也有所放缓，2013 年实现收入 9.37 亿元，同比增长为 4.4%。印刷业务既有内部图书的印刷，也有来自外部的印刷收入。天闻印务公司本年社会业务实现营业收入 6 亿元，同比增长 23.7%，实现了系统业务与社会业务均衡发展的战略，持续发展能力增强。

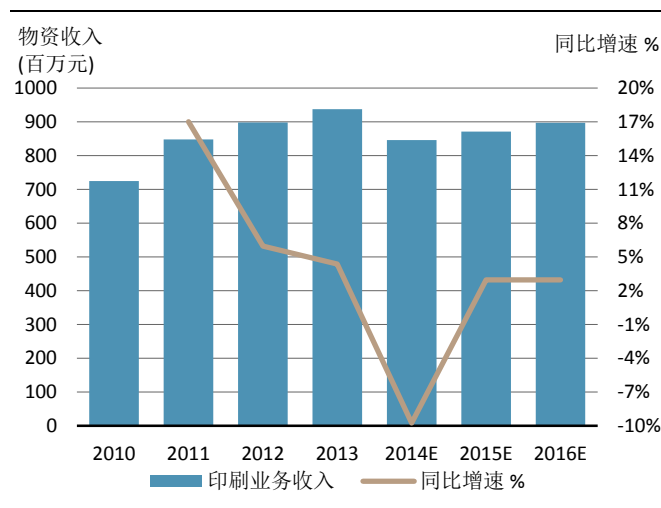
天闻印务加快向“一大一小”转型。在“大转型”方面，积极拓展社会印刷业务的合作单位。2014 年上半年新增《知音》、《家庭医生》及全彩期刊《星漫》等印刷业务。“小转型”方面，通过加强调研，制定数码印刷长远规划，并积极整合现有资源，成立快印中心、全面对接快印市场。

图表 35: 物资业务收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

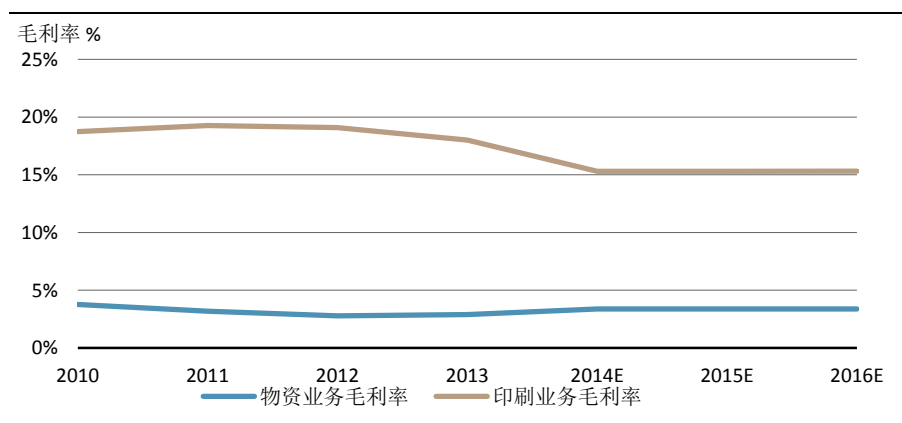
图表 36: 印刷业务收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

考虑到公司的战略定位，我们认为物资与印刷业务的毛利率水平有望企稳。

图表 37: 物资与印刷业务毛利率



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

报媒及广告——多介质、多元化布局已经形成

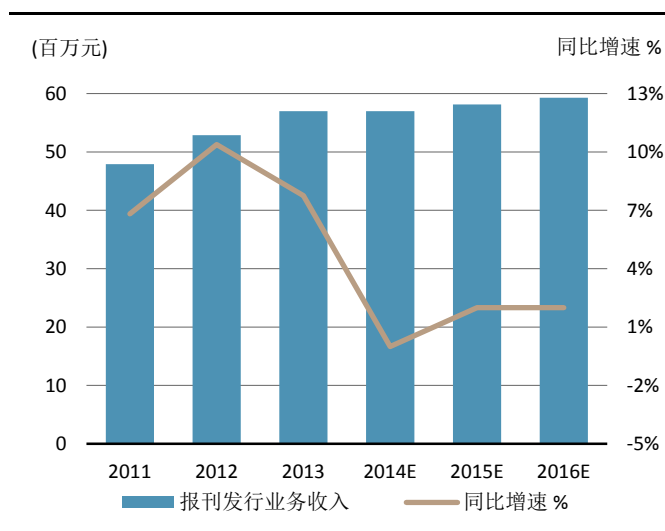
报媒及网站近年来收入较为平稳，报刊发行业务收入从 2010 年的 4500 万元增长至 2013 年的 5700 万元，年均复合增长 8.3%。

报媒业务：多媒体是未来转型方向

受到电子出版物不断普及的冲击，2014 年上半年，公司传统报刊业务收入同比下降 13.5%，未来随着公司报刊多媒体战略的实施将略有回升，我们预计 2014/15/16 年报刊业务收入同比增速分别为 0%/2%/2%。

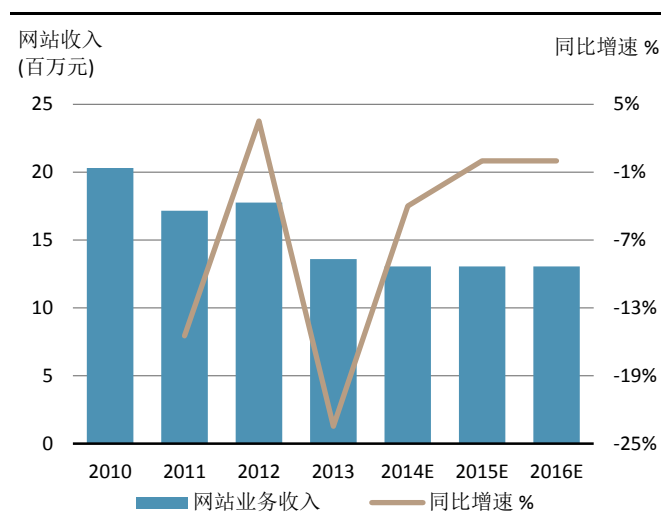
如今随着各类网站不断的增多，行业竞争逐渐加剧，2014 年上半年网站业务收入同比略降 3.6%，但未来公司网站 app 版本、微博版本的到来有望将网站的活力重新点燃，我们预计 2014/15/16 年网站业务收入同比增速分别为-4%/0%/0%。

图表 38: 报刊业务收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 39: 网站业务收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

公司报媒业务多介质运营、面向不同的客户群体。最早运营潇湘晨报，目前是湖南省发行量最大、广告收入最多的大型综合类都市日报。

公司的新闻网站“红网”，是全国唯一一家连续两年蝉联中国新闻奖名专栏奖的新闻单位，13 年年底完成县级分站和县市手机报建设，搭建覆盖全省的网络平台完成县级分站和县市手机报建设，搭建覆盖全省的网络平台，形成更为灵活、广泛的广告服务模式，提供因“客”制宜的广告模式。与腾讯合作的大湘网经营业务快速推进，日均独立访问用户达 150 万，日均页读数达 1500 万。

图表 40: 3 报、3 网、15 刊

报刊名	现状	
3 报	潇湘晨报	《潇湘晨报》是湖南发行量最大、广告收入最多、综合实力最强的大型综合类都市报，位列全国都市报十强。 《快乐老人报》成为国内发行量最大的老年类纸媒，被中国邮政总公司列入 100 种“中国邮政畅销报刊”。
	快乐老人报	
	长株潭报	
3 网	红网	红网在全国新闻网站中排名第九，在全国地方新闻网站中排名第一，是全国唯一一家连续三年蝉联中国新闻奖一等奖的网络媒体。 与腾讯公司合作推出的大湘网，成为湖南本土最具影响力的生活门户网站。
	大湘网	
	快乐老人网	
15 刊	大视野 ilook、芙蓉、语录·读有所得、书屋、中学生百科、火花、医药界、生活经典·晨报周刊、网球、办公室业务、清风、出版人、新远见、虹猫蓝兔、天漫	《晨报周刊》是湖南发行量和影响力最大的刊物。 天漫轻小说产品市场占有率位居全国第一。

来源: 公司公告, 瑞银证券整理

同时，在如今媒体终端向移动端迁移的大背景下，公司也在积极地布局全媒体战略，已经成功为旗下潇湘晨报等打造了微信、微博、APP 等一系列的新媒体产品，潇湘晨报位列人民网研究院评定的 2013 年“报纸微信传播榜”第一名，“报纸微博传播榜”第九。此外，以潇湘晨报全系全媒体大数据库为基础，公司将原发行站点变成 96360 的社区服务店，并逐步将 O2O 社区服务模式扩展至全省各地，将单一的报刊发行模式变成本土最强大的 O2O 销售平台。

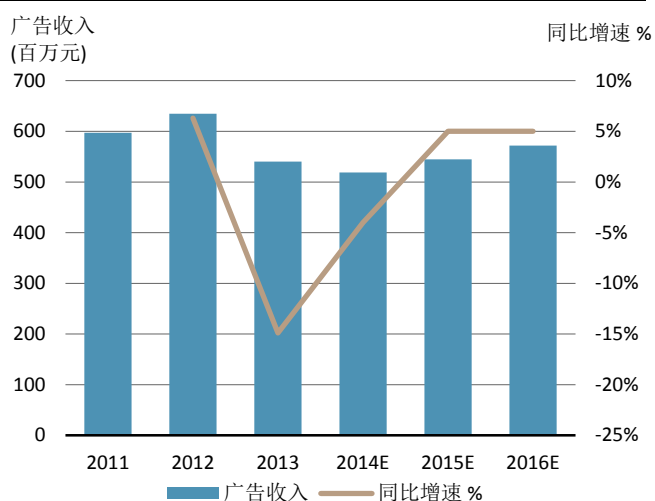
广告业务：积极寻找新的增长点

广告业务主要来自潇湘晨报的广告投放，营业收入从 2010 年的 4.5 亿元小幅增长至 2013 年的 5.4 亿元，年均复合增长 6.3%；受互联网等新兴广告媒介的冲击，2014 年上半年公司传统广告业务的收入增速同比下降 4%，广告业务 2014 年上半年毛利率为 71.4%，也出现一定的下滑，但仍维持相对高位。

公司积极寻找广告业务新的增长点，2013 年底，母公司旗下潇湘晨报经营公司成功中标长沙市轨道交通 2 号线地铁平面广告项目，中标内容包括轨道交通 2 号线一期工程 19 个站点内 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的投资建设，经营期限为十年。此次中标有望加强公司在户外广告领域的发展，增加公司的业务规模。

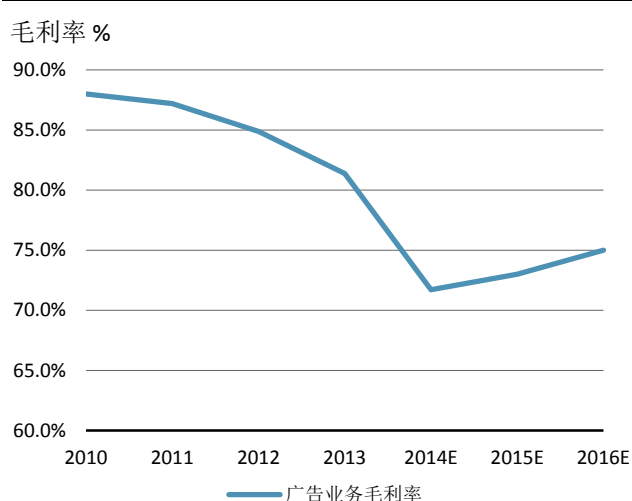
我们预计，2014/15/16 年广告业务的收入同比增速将分别为-4%/5%/5%，广告业务收入将从 2015 年开始恢复增长。我们预计毛利率水平也将从 2015 年开始小幅回升，2014/15/16 年将分别为 71.7%/73.0%/75.0%。

图表 41: 广告收入及增速



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 42: 广告毛利率



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

新兴业务——互联网教育是发展方向

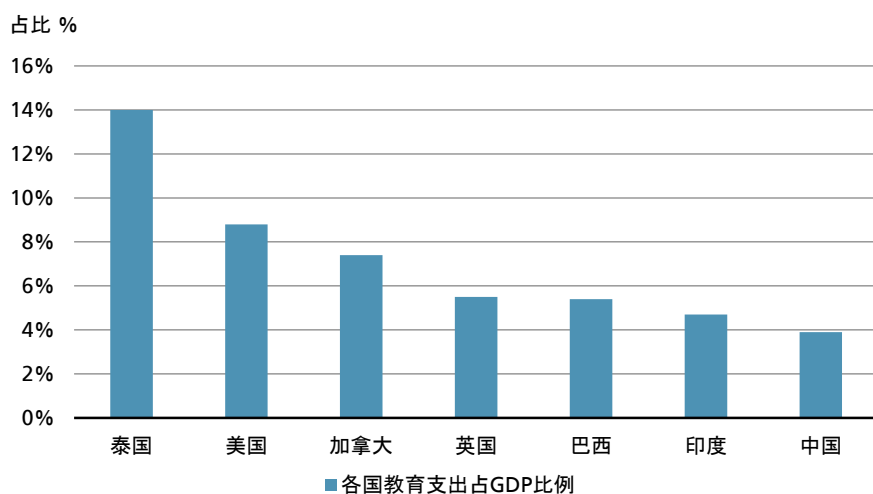
互联网教育将是数字出版的新生力军

数字出版是指将传统的出版内容通过数字技术把其进行内容编辑加工的一种出版方式, 主要包括数字读物、网络游戏、手机出版、互联网广告、互联网教育等。长期以来, 网络游戏、互联网广告和手机出版占据了数字出版的绝大多数份额。然而作为新进的行业组成部分, 互联网教育在近几年高速发展。

中国教育支出占 GDP 比例还很低

但与发达国家相比, 中国的教育支出占 GDP 比例仍然偏低, 美国教育支出约占总 GDP 的 9%, 与像泰国、巴西等发展中国家相比, 我国教育支出的占比也有一定的差距。未来随着经济的持续增长, 我们相信中国的教育支出还有很大的空间。

图表 43: 各国教育支出及占 GDP 比例 (2013 年)

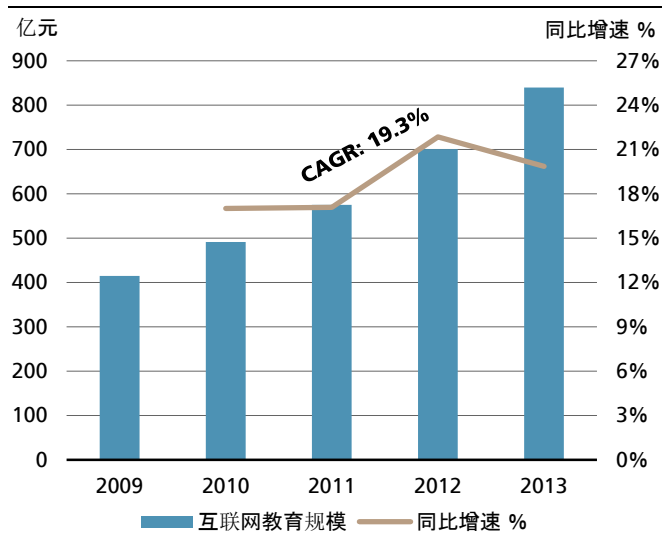


来源: 联合国教科文组织, 瑞银证券整理

互联网教育的渗透率有望提升，政策支持是关键

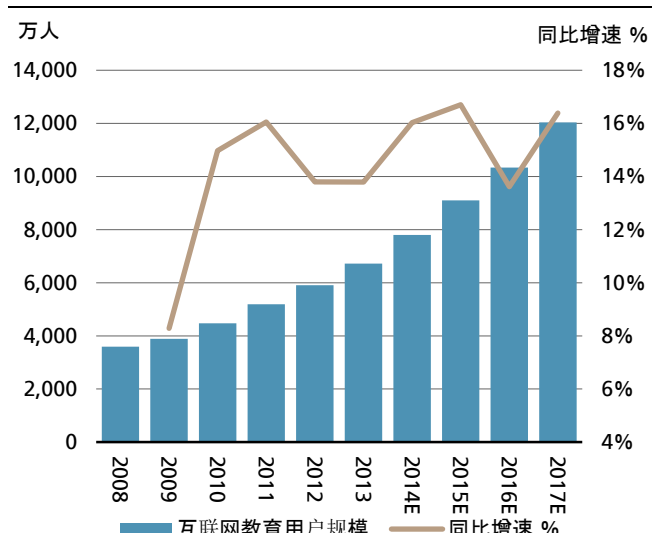
中国互联网教育规模 2009-2013 年均复合增速为 19.3%。互联网教育的用户规模 2008-2013 年均复合增速为 13.3%。从渗透率来看，我们互联网教育的渗透率还很低，2013 年互联网教育占整个教育支出的比例仅为 2.4%，而美国互联网教育的渗透率已经提升至 30% 以上。

图表 44: 互联网教育规模及增速



来源: 公司招股书

图表 45: 互联网教育用户规模及增速



来源: 公司招股书

我国早年对互联网教育扶持较弱，但从 2010 年首次提出要大力发展教育“信息化”起，政府在短短四年时间里接连地出台相关政策促使并监督教育信息化的有效落实。目前国家规定地方教育预算中的 8% 的比例用于教育信息化。教育部《2014 年教育信息工作要点》初步形成教育资源云服务框架，国家平台形成成为全国 3300 万名师生提供服务的能力。

图表 46: 互联网教育的相关政策

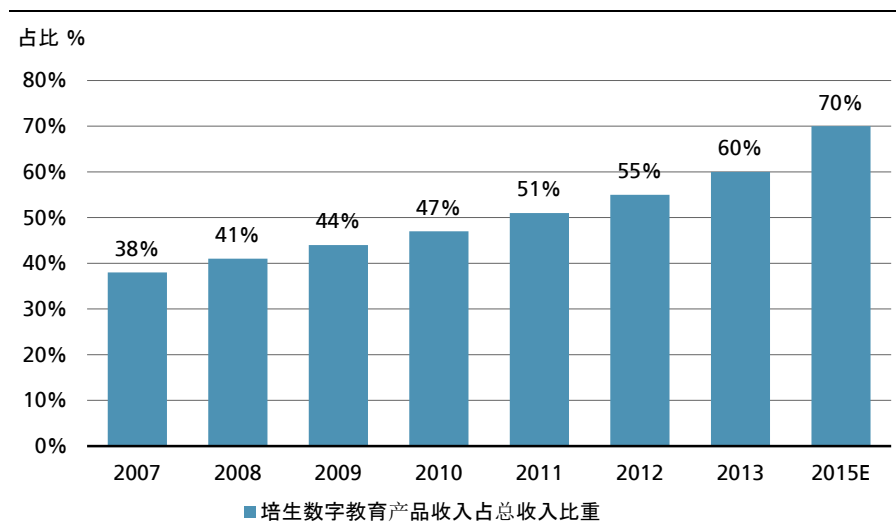
日期	政策	主要内容
2014 年 3 月	《2014 年教育信息工作要点》	初步形成教育资源云服务框架，国家平台形成成为全国 3300 万名师生提供服务的能力。提升“网络学习空间”应用规模。师生开通网络学习空间人数达到 1800 万。启动实施信息惠民工程职业教育项目，围绕建设 1 个职业教育数字资源管理中心等推广试点学校，
2013 年 7 月	《进一步加强教育管理信息化工作的通知》	明确建设目标：建设覆盖全国教育的学生、教师、经费、资产等管理信息系统，建成国家教育管理公共服务平台；加强两级建设，推动五级应用；加大推进力度，保证经费投入。
2012 年 11 月	《教育部正式公布第一批教育信息化试点单位名单》	56 个地区教育部门或政府部门成为区域信息化试点单位，360 余所中小学、170 余所职业院校成为信息化试点单位
2012 年 4 月	《教育部等九部门关于加快推进教育信息化当前几项重点工作的通知》	实现教学点数字教育资源全覆盖；推进农村中小学宽带接入与网络条件下的教学环境建设；推动优质数字教育资源的普遍应用；推进网络学习空间建设
2012 年 3 月	《教育信息化十年发展规划》	到 2020 年，全面完成《教育规划纲要》所提出的教育信息化目标任务，形成与国家教育现代化发展目标相适应的教育信息化体系，教育信息化整体上接近国际先进水平，对教育改革和发展的支撑与引领作用充分显现。

来源: 中国教育部

海外经验借鉴：培生的数字出版、互联网教育占比高达 60%

海外成熟市场的出版教育企业数字出版、互联网教育的收入占比很高。以全球最大的教育出版企业培生为例，其早在 1998 年就开始着力于数字化转型，通过不断并购数字化教育方面的优良资产，逐步实现了从教育软件开发到教育网络平台的全产品链的布局。2013 年，培生实现营业收入 52 亿英镑，其中公司互联网教育产品的收入占公司总收入的比例已经达到 60%，并且公司预期互联网教育收入的占比将在 2015 年达到 70%。

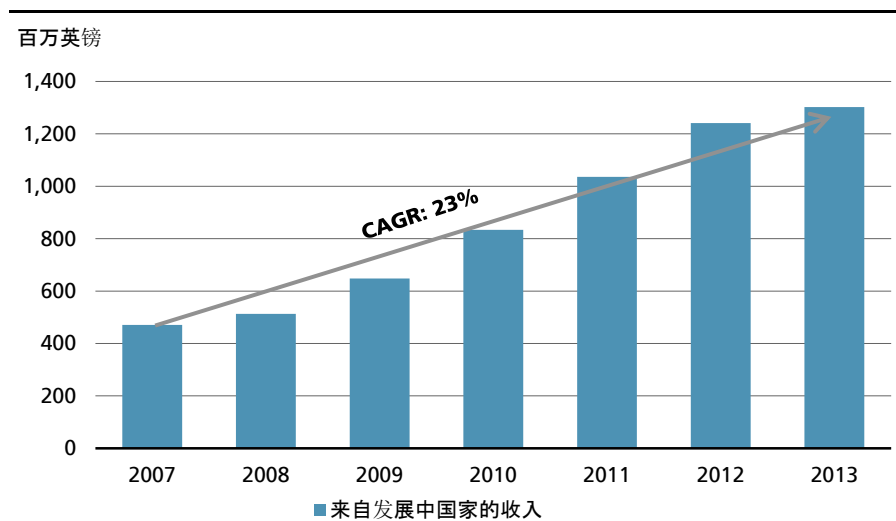
图表 47: 培生教育产品收入占总收入比重



来源: 公司公告

此外，培生在早年就意识到了发展中国家的教育市场所带来的广阔商机，在 2007 年开始布局以中国、南非为主的发展中国家，当年实现营业收入 2.35 亿英镑，到 2013 年底，公司来自发展中国家的营业收入已经达到了 8.19 亿英镑，年均复合增长 23%。并且公司表示在未来会继续积极布局以中国为代表的拥有人口红利及互联网教育水平发展较缓的发展中国家。

图表 48: 来自发展中国家的收入



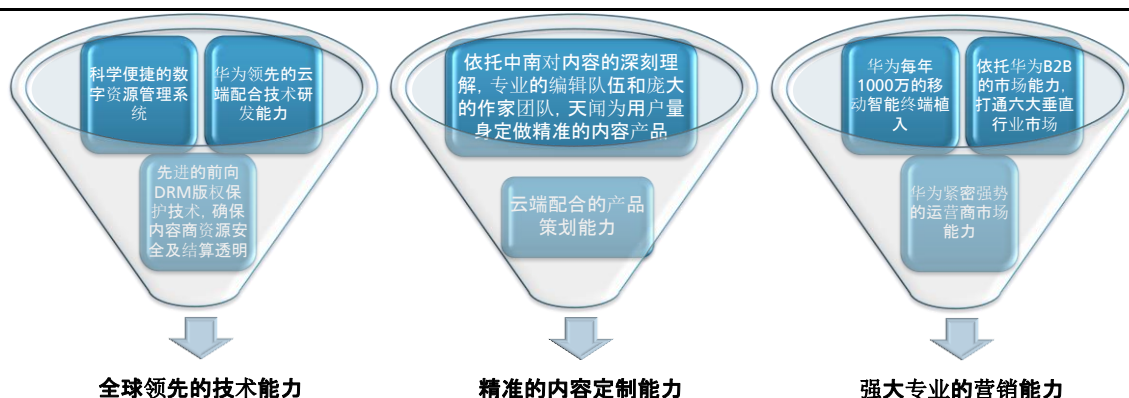
来源: 公司公告

中南传媒——进入互联网教育，打开成长空间

进入互联网时代，传统出版发行业务的增长空间逐步遇到瓶颈，中南传媒积极转型、寻找新的收入和利润增长点。

在全球领先的传统教育企业不断向互联网教育转型的背景下，公司也较早地布局了互联网教育领域，在 2010 年与华为技术有限公司合资成立控股 51% 的子公司天闻数媒科技有限公司。天闻数媒依托于：1) 华为的先进云端技术和强大的 B2B 营销能力，2) 中南传媒对教育领域的深刻理解和深厚的教师资源所带来的内容优势，使得公司打造的数字资源全屏营销传播运营平台在短短的三年时间里就有了快速的发展。

图表 49: 天闻数媒——核心竞争力



来源: 公司公告, 瑞银证券

公司打造的 AiSchool 数字解决方案，使得优质的教育资源可以在云端上广泛传播与共享。如此端到端的整体运营，公司可以通过对教育大数据的分析及学生学习进展的及时跟踪而更有效地制定个性化的多媒体学习方案，不但可以提高教育质量还可以帮助师生减负，实现低碳教育。

图表 50: AiSchool 运营模式

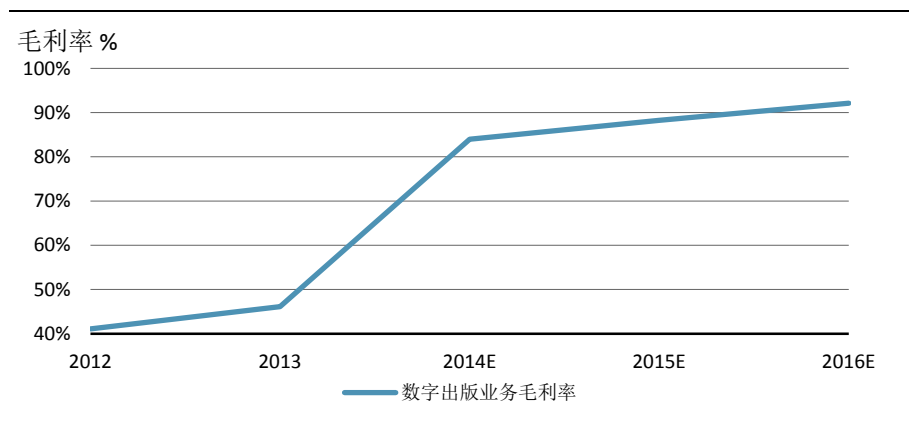


来源: 公司公告, 瑞银证券整理

天闻数媒自成立以来维持高速增长，2013 年实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 1270%，毛利率高达 46.1%；2014 年上半年，所签订产品销售合同总价款达到 1.42 亿元，同比增长 158%，AiSchool 互联网教育解决方案已经拿到 251 各单校产品订单，订单数同比增长 116%。2014 年下半年，公司还将增加 AiSchool 区域教育云商用局点，并力争在海外市场实现有效突破。

2014 年上半年区域教育云产品在广东、上海、福建、山东等省市共五个区域实现商用，并获得湖南省教育厅确认的教育信息化“三通两平台”建设试点县南县中小学互联网教育十年的独家开发运营权，成为国内真正实现区域教育云项目实践应用的互联网教育整体解决方案提供商。

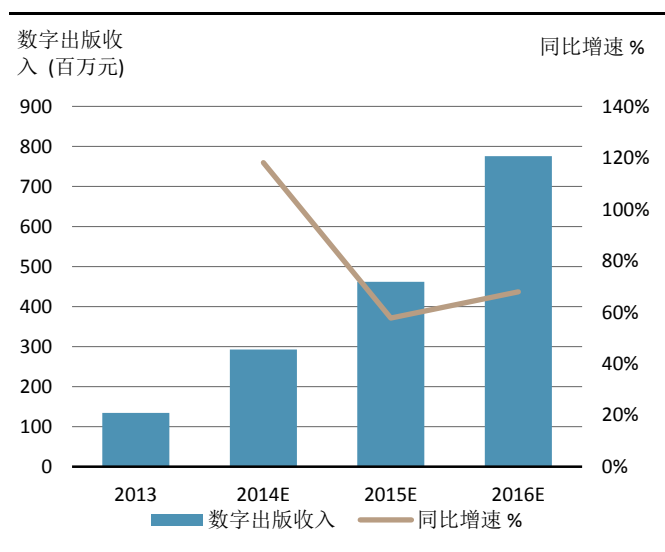
图表 51: 数字出版业务毛利率



来源: 公司公告、瑞银证券估算

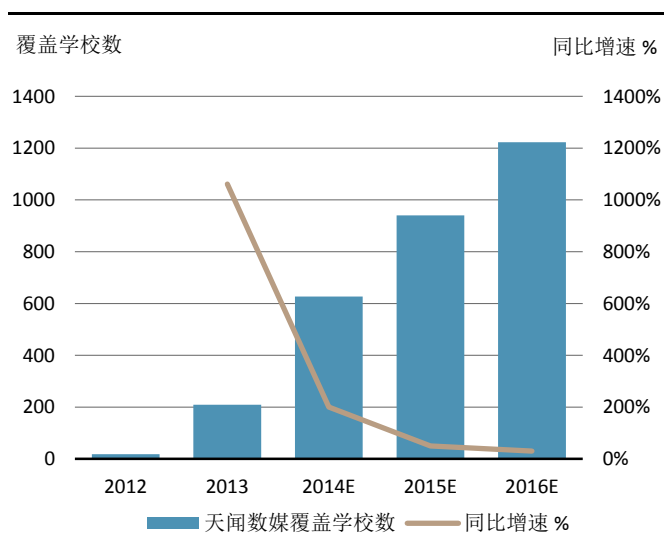
经过近三年的研发及培育，公司的互联网教育产品及大众阅读项目成功对接市场，在深圳龙岗实施的互联网教育工程已于 2013 年完成交付验收。随着公司软件产品交付占比大幅增加，带动整体毛利率由去年同期 40% 提升至 2014 年上半年的 68%，我们预计 2014-16 年的毛利率分别为 84%/88%/92%。

图表 52: 数字出版——收入及增速



来源: 公司公告、瑞银证券估算

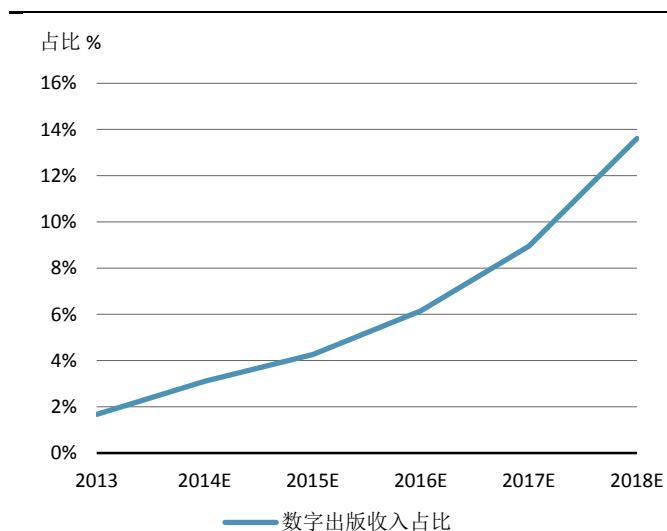
图表 53: 天闻数媒——覆盖的学校数



来源: 公司公告、瑞银证券估算

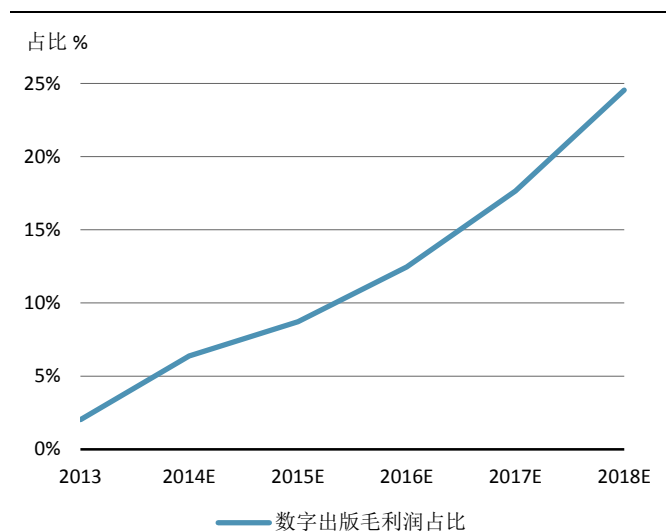
纵观国外发达国家教育行业的发展经验，互联网教育是不容置疑的趋势所在，不但可以提高学习效率，为学生减负，也为国家的节能环保有所贡献。公司管理层很早意识到互联网教育蕴藏的机会，计划在未来大力发展互联网教育，不断提升互联网教育占业务总规模的比重。公司将以大客户销售（B2B）为商业模式，以用户运营（B2C）为长期目标，有望在未来获得用户数量上的大幅增长。展望未来，我们预计，2014-16 年数字出版业务的收入将同比增长 118.2%/57.8%/67.9%，占总营业收入的比重分别为 3.1%/4.3%/6.2%，占毛利润的比重分别为 6.4%/8.9%/12.9%。

图表 54: 数字出版——收入占比



来源: 公司公告、瑞银证券估算

图表 55: 数字出版——毛利润占比



来源: 公司公告、瑞银证券估算

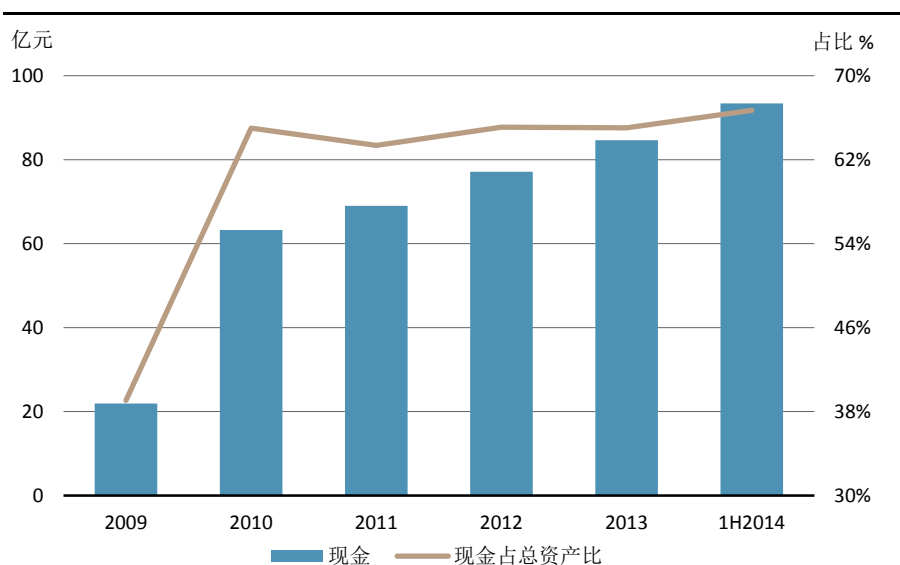
公司并购

转型扩张有望加速，充裕的资金足以支撑

近期发布的《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》中，习近平总书记强调“推动传统媒体和新兴媒体融合发展，强化互联网思维，坚持传统媒体和新兴媒体优势互补、一体发展，坚持先进技术为支撑、内容建设为根本，建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团”。此项指导意见为传媒行业龙头企业的并购扩张提供了政策上的支持。我们认为，中南传媒作为国内第二大的出版企业以及互联网教育的领航者，未来外延式扩张的空间很大。

公司现金充裕、现金流良好，截止到 2014 年上半年，公司账面现金达到 93.4 亿元，现金占总资产的比例为 67%，同时公司的有息负债几乎为零。

图表 56: 现金及其占比



来源: 公司公告、瑞银证券整理

我们预计公司未来的并购方向将会着重以下领域，加快公司的外延式发展：

- 1) 互联网教育
- 2) 大数据的数字营销
- 3) 泛娱乐
- 4) 老龄产业
- 5) 传统业务的优质内容资源（如之前收购的博集天卷）

财务状况和盈利预测

关键假设

我们预计，公司之前在数字出版上的投入在 2014 年开始体现成果，数字出版业务 2014-16 年的营业收入将分别为 2.9/4.6/7.8 亿元，同比增长 118%/58%/68%，占总收入的比重为 3.1%/4.3%/6.2%。同时，考虑到软件销售收入占比的不断提升，我们预计未来数字出版业务的毛利率将进一步提升，2014-16 年的毛利率假设分别为 84.0%/88.2%/92.1%。

虽然传统业务面临互联网的冲击和转型的压力，但是公司的核心竞争力有望使得其市场份额继续提升、收入增速高于行业平均，因此我们假设公司在传统业务（包括出版、发行、物资、印刷、报媒）上保持平稳增长，2014-16 年营业收入分别为 118/135/155 亿元，同比增长 13.7%/14.6%/14.9%；考虑到公司不断实施市场化改革来降低成本、提升效率，我们预计毛利率将略有提升，预计 2014-16 年分别为 30.7%/30.9%/31.2%。

图表 57: 收入和毛利预测

(百万元)	收入预测			同比增速 %		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
出版	2281	2452	2640	8%	8%	8%
发行	7203	8705	10472	28%	21%	20%
物资	788	804	820	-20%	2%	2%
印刷	846	871	897	-10%	3%	3%
报媒	664	676	693	-6%	2%	2%
数字出版	293	462	776	118%	58%	68%
其他抵消	-2647	-3134	-3683	9%	18%	18%
合计	9429	10836	12614	17%	15%	16%
	毛利润预测			同比增速 %		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
出版	632	678	727	8%	7%	7%
发行	2584	3083	3661	34%	19%	19%
物资	27	27	28	-6%	2%	2%
印刷	129	133	137	-23%	3%	3%
报媒	241	260	285	-16%	8%	10%
数字出版	246	408	715	297%	66%	75%
合计	3858	4588	5552	26%	19%	21%

来源: 瑞银证券估算

损益表

我们预计 2014/15/16 年营业收入同比增长 17%/15%/16%，净利润同比增长 26%/27%/25%，我们的盈利预测没有考虑到潜在新增的并购。我们预计公司 20%-30%内生性增长是可以维持的。

图表 58: 利润表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,930	8,033	9,429	10,836	12,614
销售成本	(4,328)	(4,940)	(5,570)	(6,248)	(7,062)
毛利	2,602	3,093	3,858	4,588	5,552
销售管理费用	(1,928)	(2,254)	(2,737)	(3,127)	(3,641)
其他核心收入	-	-	-	-	-
息税前利润	674	840	1,121	1,461	1,912
联营公司收入	63	113	110	130	100
其他投资收益	-	-	-	-	-
养老金	-	-	-	-	-
非正常项目 (税前)	-	-	-	-	-
利息	184	189	215	246	285
其他税前非经营性	-	-	-	-	-
商誉	-	-	-	-	-
税前利润	921	1,142	1,447	1,837	2,297
税项	(0)	(10)	(14)	(18)	(23)
税后利润	921	1,132	1,432	1,819	2,274
少数股股息	20	(21)	(29)	(36)	(45)
优先股股息	-	-	-	-	-
非正常项目 (税后)	-	-	-	-	-
净利润	940	1,111	1,404	1,782	2,228
营收增长率	18%	16%	17%	15%	16%
息税前利润率	10%	10%	12%	13%	15%
息税前利润增长率	11%	25%	34%	30%	31%
净利润增长率	17%	18%	26%	27%	25%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

公司拥有大量的现金, 但负债却非常少, 为今后的行业整合做了很好的铺垫。

图表 59: 资产负债表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净有形固定资产	1,139	1,105	1,152	1,185	1,213
净无形固定资产	916	992	916	863	815
净运营资本	(1,095)	(1,100)	(1,215)	(1,359)	(1,512)
其他长期负债	-	-	-	-	-
投资资本总额	961	997	854	689	515
投资/其他资产	19	121	221	321	421
动用资本总额	980	1,118	1,075	1,011	937
净 (现金)/债务	(7,655)	(8,362)	(9,478)	(10,940)	(12,753)
减值准备	-	-	-	-	-
少数股东权益	179	253	281	318	363
股东权益	8,455	9,227	10,272	11,633	13,326
动用资本总额	980	1,118	1,075	1,011	937
固定资产增长率	-2%	-3%	4%	3%	2%
运营资本增长率	NM	NM	NM	NM	NM
动用资本增长率	-9%	14%	-4%	-6%	-7%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

现金流量表

我们预计公司未来资本开支主要来自于互联网教育的发展以及并购带来的支出，传统业务保障经营性现金流稳健增长。筹资活动存在较大的不确定性，一般需要视并购活动而定。

图表 60: 现金流量表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
息税前利润	674	840	1,121	1,461	1,912
折旧	120	121	178	170	171
净运营资本变动	(69)	(129)	115	144	153
其他业务	(119)	(56)	110	130	100
经营性现金流	606	776	1,524	1,905	2,336
利息	184	189	215	246	285
已付税项	(0)	(10)	(14)	(18)	(23)
资本支出	(92)	(153)	(150)	(150)	(150)
自由现金流	698	802	1,575	1,983	2,448
净并购/处置	-	-	-	-	-
股息（普通股）	(216)	(323)	(359)	(421)	(535)
股息（优先股）	-	-	-	-	-
股份发行/回购	-	-	-	-	-
其他	399	319	(19)	(6)	(45)
净债务现金流的增加/减少	881	799	1,197	1,555	1,868
自由现金流收益率	4.0%	4.3%	5.9%	7.4%	9.1%
股息收益率	1.8%	1.9%	1.6%	2.0%	2.5%
资本支出/销售额	1.3%	1.9%	1.6%	1.4%	1.2%
净负债权益比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

资本回报率

我们预计公司 2014/15/16 年的净资产回报率分别为 14.4%/16.3%/17.9%，维持较高的水平。

图表 61: 资本回报率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
资产周转率	6.83	8.21	10.19	14.05	20.94
息税前利润率	9.7%	10.5%	11.9%	13.5%	15.2%
息税前利润投资资本回报率	66.4%	85.8%	121.2%	189.4%	317.4%
所得税率	0.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
投资资本回报率	66.4%	85.0%	120.0%	187.5%	314.2%
投资资本占动用资本的百分比	98.5%	93.3%	84.4%	74.0%	61.9%
其他投资资本回报率	401.6%	159.6%	63.6%	47.4%	26.7%
其他资产/动用资本	1.5%	6.7%	15.6%	26.0%	38.1%
动用资本回报率	71.6%	90.0%	111.2%	151.0%	204.6%
杠杆比率	15.5%	13.9%	12.9%	10.7%	8.7%
少数股股息	102.4%	102.4%	102.7%	102.7%	102.7%
股东权益回报率	11.6%	12.6%	14.4%	16.3%	17.9%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

目标价推导

我们采用瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现估值，给予公司 19.80 元的目标价，其中 WACC 为 8.8%，Beta 为 0.93；目标价对应 2014/15/16 年的 PE 分别为 25.3x/20.0x/16.0x。

图表 62: VCAM 估值模型

中南传媒										
相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
息税前利润	1,121	1,461	1,912	2,488	3,452	2,420	2,586	2,755	2,924	3,094
折旧及摊销*	178	170	171	172	174	186	203	220	239	258
资本支出	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(168)	(183)	(198)	(215)	(232)
运营资本变动	(76)	(61)	(93)	(111)	(263)	21	(49)	(52)	(54)	(57)
所得税 (营运)	(12)	(16)	(20)	(26)	(36)	(24)	(26)	(28)	(29)	(31)
其他	(42)	(42)	(53)	(67)	(65)	(48)	(50)	(53)	(55)	(57)
自由现金流	1,020	1,362	1,766	2,307	3,112	2,388	2,481	2,645	2,810	2,975
增长		33.5%	29.7%	30.6%	34.9%	-23.3%	3.9%	6.6%	6.2%	5.9%
估值	长期假设值						加权平均资本成本			
明计现金流现值	24,438	相对年			+10E	+15E	+25E	无风险利率	4.20%	
期末价值 (第 20 年) 现值	8,704	销售额增长			8.0%	4.9%	5.0%	权益风险溢价	5.0%	
企业价值	33,142	息税前利润率			12.0%	11.0%	7.0%	贝塔系数	0.93	
占永续价值百分比	26%	资本支出/销售收入			0.9%	1.0%	1.0%	债务/权益比	34.4%	
联营公司及其他	1	投资资本回报率			134.3%	134.0%	97.4%	边际税率	1.0%	
-少数股东权益	1	估值对应指标						权益成本	8.8%	
现金盈余**	9,307	财年			2014E	2015E	1年预期	债务成本	7.2%	
-债务***	9,256	企业价值 /			25.5x	20.3x	21.6x	WACC	8.8%	
权益价值	33,194	企业价值 / 息税前利润			29.6x	22.7x	24.3x	期末假设值		
已发行股数 [m]	1,796.0	自由现金流收益率			3.1%	4.1%	3.8%	VCH (年数)	20	
每股权益价值 (Rmb/股)	18.50	市盈率 (现值)			23.6x	18.6x	19.8x	对应的自由现金流增长	0.3%	
权益成本	8.8%	市盈率 (目标)			25.3x	20.0x	21.3x	投资资本回报率增幅	9.9%	
股息收益率	1.9%							企业价值 / 息税折旧摊销前利润	10.0x	
1年期目标价 (Rmb/股)	19.80									

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

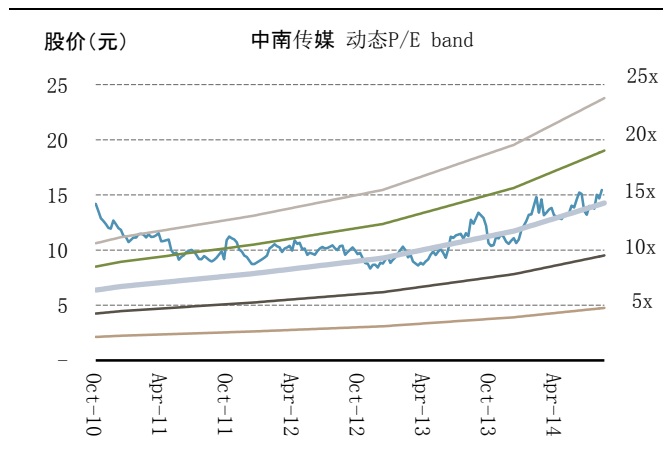
** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券

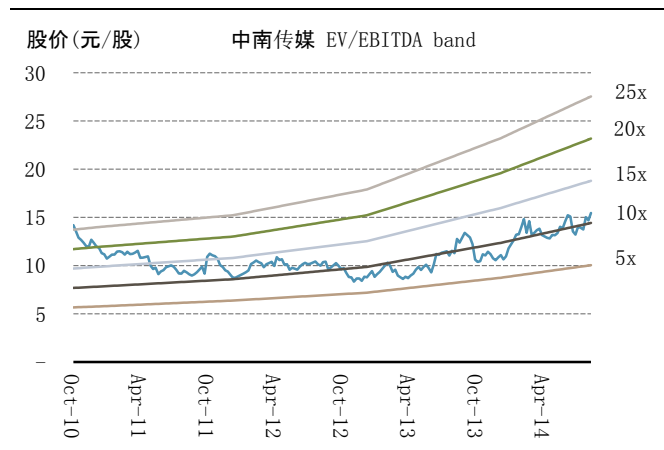
从 PE 估值来看，中南传媒历史平均动态 PE 为 18x，最近两年估值水平为 13x-15x，处于相对历史的低位。目标价 19.80 元对应的 2015 年估值水平为 20x，其中尚未考虑潜在的并购，因此我们认为目标价对应的估值水平合理。历史平均的 EV/EBITDA 水平为 29x，目前 23x 的估值也处在相对历史低位，19.80 元目标价对应的 EV/EBITDA 为 30x 左右，处于中高端水平，我们认为公司作为率先转型互联网教育领域的龙头企业，市场应愿意给予估值溢价。

图表 63: PE band



来源: 万得, 瑞银证券估算

图表 64: EV/EBITDA band



来源: 万得, 瑞银证券估算

公司背景

中南传媒是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒集团，拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版业务产业链，列地方出版集团第二，其中古典文学、科普、作文等图书品牌保持全国第一。此外，公司的报煤业务也正在向全媒体转型，并将原发行站改造升级为社区服务店，积极打造 O2O 平台。2010 年与华为合资成立的控股子公司天闻数媒已经成为国内领先的互联网教育综合解决方案提供商，在 2013 年开始盈利，目前已覆盖达到 478 所学校。

公司成立于 2008 年 12 月 25 日，在注入全部出版传媒主营业务和资产后，由湖南出版投资控股集团有限公司及其全资子公司湖南盛力投资有限责任公司联合发起设立。2010 年 10 月 28 日，中南传媒首次公开发行股票 3.98 亿股，在上海证券交易所成功挂牌上市，募集资金总额 42.43 亿元，创造了当时中国传媒业史上规模最大的融资记录。

集团总部位于湖南，拥有自主知识产权的湘版教材覆盖湖南、湖北、广东、广西、台湾、澳门等 31 个省（区、市），并输出到韩国。公司主营业务收入、利润规模位居全国出版传媒行业前列，蝉联全国文化企业 30 强。现有员工超过 15000 人，2013 年营业收入 80.3 亿元人民币，实现归属母公司股东的净利润 11.1 亿元。

图表 65: 前 10 大股东（2014 年 2 季度）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
湖南出版投资控股集团有限公司	1,103,789,306	61.46
全国社保基金一零四组合	58,888,817	3.28
湖南盛里投资有限责任公司	58,094,174	3.23
深圳市达晨创业投资有限公司	29,000,000	1.61
黄建英	22,990,918	1.28
新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红-018L-FH001 沪	22,159,395	1.23
中国国际金融有限公司	21,003,128	1.17
全国社保基金一零九组合	15,000,000	0.84
招商证券股份有限公司	12,694,252	0.71
全国社保基金一一零组合	12,502,318	0.70
合计	1,356,122,308	75.51

来源:公司公告

中南传媒 (601098.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	5,857	6,930	8,033	9,429	17.4	10,836	14.9	12,614	14,849	17,029
毛利	2,250	2,602	3,093	3,858	24.7	4,588	18.9	5,552	6,749	8,328
息税折旧摊销前利润(UBS)	740	794	961	1,300	35.3	1,631	25.5	2,082	2,660	3,626
折旧和摊销	(132)	(120)	(121)	(178)	47.4	(170)	-4.7	(171)	(172)	(174)
息税前利润(UBS)	608	674	840	1,121	33.5	1,461	30.3	1,912	2,488	3,452
联营及投资收益	46	63	113	110	-2.3	130	18.2	100	110	120
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	152	184	189	215	13.7	246	14.3	285	335	398
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	806	921	1,142	1,447	26.7	1,837	27.0	2,297	2,933	3,970
税项	0	0	(10)	(14)	-44.5	(18)	-27.0	(23)	(29)	(40)
税后利润	806	921	1,132	1,432	26.5	1,819	27.0	2,274	2,904	3,931
优先股股息及少数股权	(4)	20	(21)	(29)	-35.1	(36)	-27.0	(45)	(58)	(79)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	802	940	1,111	1,404	26.4	1,782	27.0	2,228	2,846	3,852
净利润(UBS)	802	940	1,111	1,404	26.4	1,782	27.0	2,228	2,846	3,852
税率(%)	0.0	0.0	0.9	1.0	14.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.45	0.52	0.62	0.78	26.4	0.99	27.0	1.24	1.58	2.14
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.45	0.52	0.62	0.78	26.4	0.99	27.0	1.24	1.58	2.14
每股收益(UBS, 基本)	0.45	0.52	0.62	0.78	26.4	0.99	27.0	1.24	1.58	2.14
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.18	0.20	0.23	17.2	0.30	27.0	0.37	0.48	0.64
每股账面价值	4.30	4.71	5.14	5.72	11.3	6.48	13.3	7.42	8.63	10.30
平均股数(稀释后)	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00	0.0	1,796.00	0.0	1,796.00	1,796.00	1,796.00
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	6,902	7,714	8,462	9,578	13.2	11,040	15.3	12,853	15,213	18,126
其他流动资产	1,874	2,061	2,333	2,656	13.9	2,983	12.3	3,395	3,914	4,419
流动资产总额	8,776	9,775	10,795	12,234	13.3	14,023	14.6	16,248	19,127	22,545
有形固定资产净值	1,167	1,139	1,105	1,152	4.3	1,185	2.9	1,213	1,234	1,249
无形固定资产净值	938	916	992	916	-7.6	863	-5.8	815	772	733
投资/其他资产	13	19	121	221	82.5	321	45.2	421	521	621
总资产	10,893	11,849	13,013	14,524	11.6	16,393	12.9	18,697	21,654	25,149
应付账款和其他短期负债	2,911	3,156	3,433	3,871	12.8	4,342	12.2	4,908	5,629	6,047
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	2,911	3,156	3,433	3,871	12.8	4,342	12.2	4,908	5,629	6,047
长期债务	45	59	100	100	0.0	100	0.0	100	100	100
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,956	3,215	3,533	3,971	12.4	4,442	11.9	5,008	5,729	6,147
普通股股东权益	7,731	8,455	9,227	10,272	11.3	11,633	13.3	13,326	15,503	18,502
少数股东权益	206	179	253	281	11.3	318	12.9	363	421	500
负债和权益总计	10,893	11,849	13,013	14,524	11.6	16,393	12.9	18,697	21,654	25,149
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	802	940	1,111	1,404	26.4	1,782	27.0	2,228	2,846	3,852
折旧和摊销	132	120	121	178	47.4	170	-4.7	171	172	174
营运资本变动净值	80	(69)	(129)	115	-	144	25.8	153	203	(88)
其他营业性现金流	98	104	176	29	-83.8	36	27.0	45	58	79
经营性现金流	1,112	1,096	1,279	1,725	34.9	2,133	23.6	2,598	3,279	4,016
有形资本支出	(169)	(92)	(153)	(150)	2.0	(150)	0.0	(150)	(150)	(150)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(292)	22	(45)	(100)	-	(100)	-	(100)	(100)	(100)
投资性现金流	(461)	(70)	(198)	(250)	-26.1	(250)	0.0	(250)	(250)	(250)
已付股息	(108)	(216)	(323)	(359)	-11.1	(421)	-17.2	(535)	(669)	(854)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	3	(25)	(51)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	30	13	41	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(75)	(227)	(333)	(359)	-7.8	(421)	-17.2	(535)	(669)	(854)
现金流量中现金的增加/(减少)	576	799	748	1,116	49.3	1,462	31.0	1,813	2,360	2,913
外汇/非现金项目	2	13	1	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	578	812	748	1,116	49.2	1,462	31.0	1,813	2,360	2,913

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中南传媒 (601098.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	23.1	18.6	16.9	19.6	15.4	12.3	9.7	7.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.1	18.6	16.9	19.6	15.4	12.3	9.7	7.1
股价/每股现金收益	19.9	16.5	15.2	17.4	14.1	11.5	9.1	6.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.1	5.7	6.0	5.7	7.2	8.9	11.4	14.1
净股息收益率(%)	1.2	1.8	1.9	1.5	1.9	2.4	3.1	4.2
市净率	2.4	2.1	2.0	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5
企业价值/营业收入(核心)	-	2.5	2.3	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	22.1	19.5	21.1	16.8	13.2	10.3	7.6
企业价值/息税前利润(核心)	-	26.0	22.3	24.5	18.8	14.4	11.0	8.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	NM	25.4	25.9	19.9	15.1	11.5	8.2
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	18,559	17,523	18,751	27,479	27,479	27,479	27,479	27,479
净债务 (现金)	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
少数股东权益	-	1	1	1	1	1	1	1
养老金拨备/其他	-	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	-	17,523	18,751	27,479	27,479	27,479	27,479	27,479
非核心资产	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
核心企业价值	-	17,522	18,750	27,478	27,478	27,478	27,478	27,478
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	23.0	18.3	15.9	17.4	14.9	16.4	17.7	14.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	12.9	7.4	21.0	35.3	25.5	27.7	27.7	36.3
息税前利润(UBS)	14.4	10.9	24.6	33.5	30.3	30.9	30.1	38.8
每股收益(UBS 稀释后)	35.1	17.2	18.1	26.4	27.0	25.0	27.7	35.4
每股股息净值	100.0	50.0	11.1	17.2	27.0	25.0	27.7	35.4
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	38.4	37.5	38.5	40.9	42.3	44.0	45.4	48.9
息税折旧摊销前利润率	12.6	11.5	12.0	13.8	15.0	16.5	17.9	21.3
息税前利润率	10.4	9.7	10.5	11.9	13.5	15.2	16.8	20.3
净利 (UBS) 率	13.7	13.6	13.8	14.9	16.4	17.7	19.2	22.6
ROIC (EBIT)	62.8	66.4	85.8	121.2	189.4	317.4	>500	>500
税后投资资本回报率	62.8	66.4	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	10.9	11.6	12.6	14.4	16.3	17.9	19.7	22.7
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(9.3)	(9.6)	(8.7)	(7.3)	(6.7)	(6.1)	(5.7)	(5.0)
净债务/总权益 %	(86.4)	(88.7)	(88.2)	(89.8)	(91.5)	(93.2)	(94.9)	(94.9)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	-	(43.7)	(44.6)	(34.5)	(39.8)	(46.4)	(55.0)	(65.6)
资本支出 / 折旧 %	158.0	95.5	159.2	161.4	140.7	133.0	126.2	120.0
资本支出/营业收入(%)	2.9	1.3	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.7	2.9	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	26.9	34.4	32.3	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	5,857	6,930	8,033	9,429	10,836	12,614	14,849	17,029
总计	5,857	6,930	8,033	9,429	10,836	12,614	14,849	17,029
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	608	674	840	1,121	1,461	1,912	2,488	3,452
总计	608	674	840	1,121	1,461	1,912	2,488	3,452

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+29.4%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+30.9%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+21.7%

风险声明

互联网时代，传统出版发行行业面临来自数字出版、在线发行的冲击，收入增速和毛利率可能面临一定的压力；中南传媒处于转型期，数字出版、在线教育能否迅速做大做强仍存在一定的不确定性，需要完善的激励机制和市场化运营配合，同时推广过程可能会增加较高的费用。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：陈欣；刘强。

涉及报告中提及的公司的披露

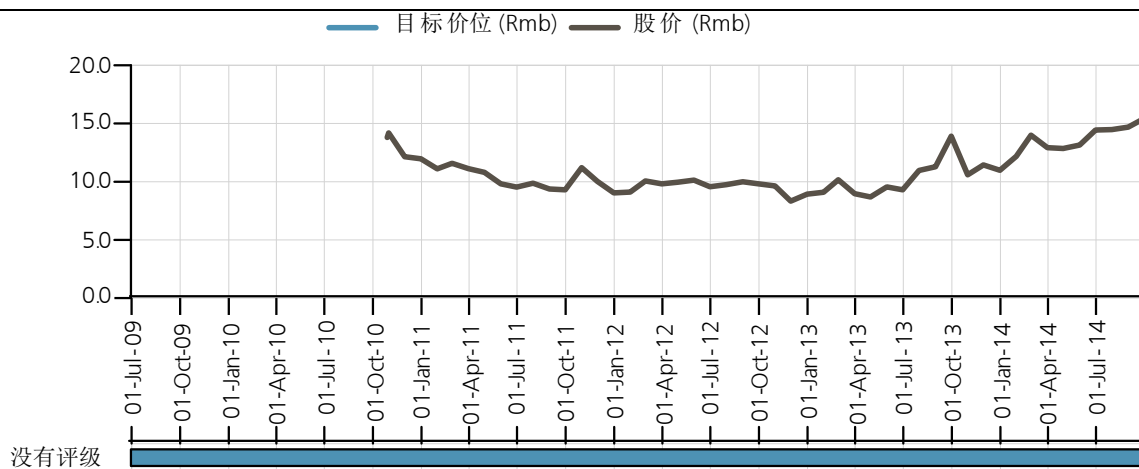
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中南传媒	601098.SS	未予评级	不适用	Rmb15.30	2014 年 09 月 25 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中南传媒 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 9 月 25 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

