

2015 年 3 月 9 日

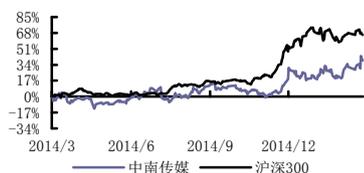
评级: 买入 (首次)

市场数据		2015 年 3 月 9 日
当前价格 (元)		20.00
52 周价格区间 (元)		12.17-20.00
总市值 (百万)		35920.00
流通市值 (百万)		35920.00
总股本 (百万股)		1796.00
流通股 (百万股)		1796.00
日均成交额 (百万)		212.00
近一月换手 (%)		18.45%
第一大股东	湖南出版投资控股集团有限公司	
公司网址	http://www.zncmjt.com	

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	8033.05	9061.28	10284.55	11827.24
增速 (%)	15.91%	12.80%	13.50%	15.00%
净利润 (百万元)	1110.65	1475.07	1797.16	2226.97
增速 (%)	18.10%	32.81%	21.84%	23.92%
毛利率 (%)	39.24%	40.80%	41.90%	43.00%
净利率 (%)	14.09%	16.65%	17.87%	19.25%
每股收益 (元)	0.618	0.821	1.001	1.240
市盈率 (倍)	32.79	24.69	20.27	16.36

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中南传媒	22.14%	22.78%	39.71%
沪深 300	5.01%	11.32%	60.03%

■ **全产业链覆盖的国有大型出版传媒集团。**公司主营业务为发行和出版 (合计营收占比达 80%), 其次是报媒、物资和印刷, 另外还有在线教育和金融业务。实际控制人是湖南省人民政府。就最新数据显示, 其主营发行和出版业务在全国均排名前三。

■ **传统主营业务: 受益渠道和版权优势, 未来将稳健发展。**虽然就行业来看, 传统出版发行受数字业务冲击明显, 但我们认为公司的发行出版业务将维持稳健增长: 1、出版方面, 公司是湖南省义务教育教材的唯一供应商, 版权优势明显 (教辅教材), 且公司在全国图书零售市场的码洋占有率为 3.72%, 逐年提升 (一般图书)。2、发行方面, 省内 (新建 200 家校园连锁店)+省外 (省级分销平台建立, 今年来省外业务占比明显提升)+网络三渠道齐发力。

■ **在线教育业务: 借力政策支持和自身优势, 预计未来三年复合增速达 108%。**行业目前尚处跑马圈地的发展初期, 受益于用户规模的持续增长以及政策扶持, 未来三年行业规模增速或持续提升至 20%以上。公司则受益于内容 (数年教辅优势+优质师资资源) 和技术 (华为领先的云端配合技术研发能力) 两大优势, 目前处于加速拓展期 (软件产品交付占比大幅增加), 预计 14-16 年复合增速达 108%。

■ **投资建议及评级。**预计公司 14-15 年每股收益分别为 0.82 元和 1.00 元, 对应最新股价, PE 分别为 24.4 倍和 20 倍。基本面: 未来看点除了传统业务和在线教育, 还有外延并购预期 (受益国企改革的政策推动, 未来布局方向有移动互联网、数字营销、影视等)。估值: 公司目前估值是 24.4 倍, 不管从行业还是自身比较来看都较为安全。首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 数字教育拓展及报媒转型不达预期的风险。

张瑞

执业证书号: S1030513120002
0755-83199599-8233

zhangrui@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

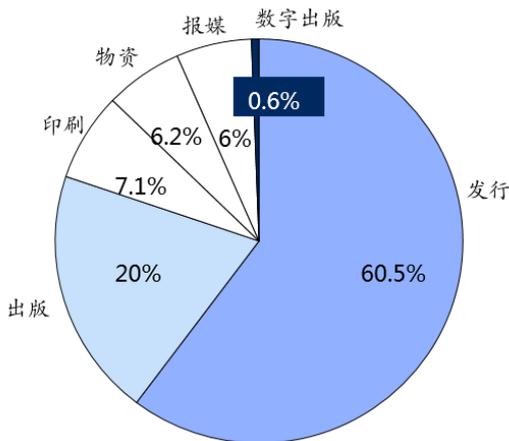
本人, 张瑞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司概况

全产业链覆盖的国有大型出版传媒集团。公司成立于 2008 年 12 月，由湖南出版投资控股集团主营业务和资产重组改制而来，是我国第一只全产业链整体上市的出版传媒股。各分项业务包括：发行（14 年 H1 营收占比 60.5%）、出版（20%）、印刷（7.1%）、物资（6.2%）、报媒（6%）、数字出版（0.6%）、金融业务（0.4%）。其中，发行业务主要是依托公司在湖南省内拥有的 340 家新华书店、出版业务则主要依托其教辅教材等的内容版权优势，旗下有包括湖南人民出版社等 9 家出版社、数字业务则主要依托其和华为一起设立的天闻数媒公司。

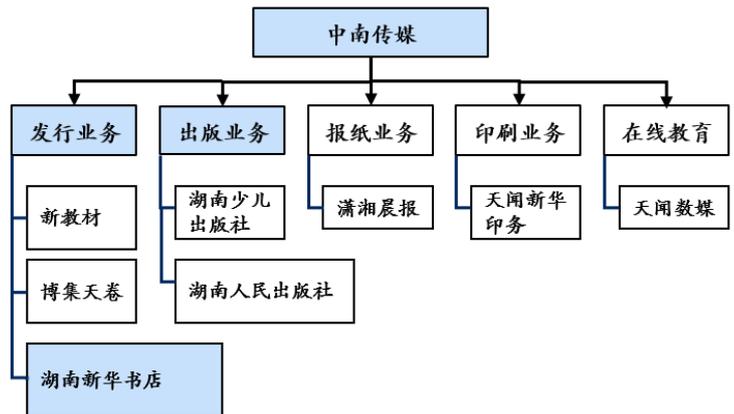
公司实际控制人是湖南省人民政府，就最新数据显示，其主营发行和出版业务在全国来看均排名前三。

Figure 1 公司 14 年半年报各项收入占比



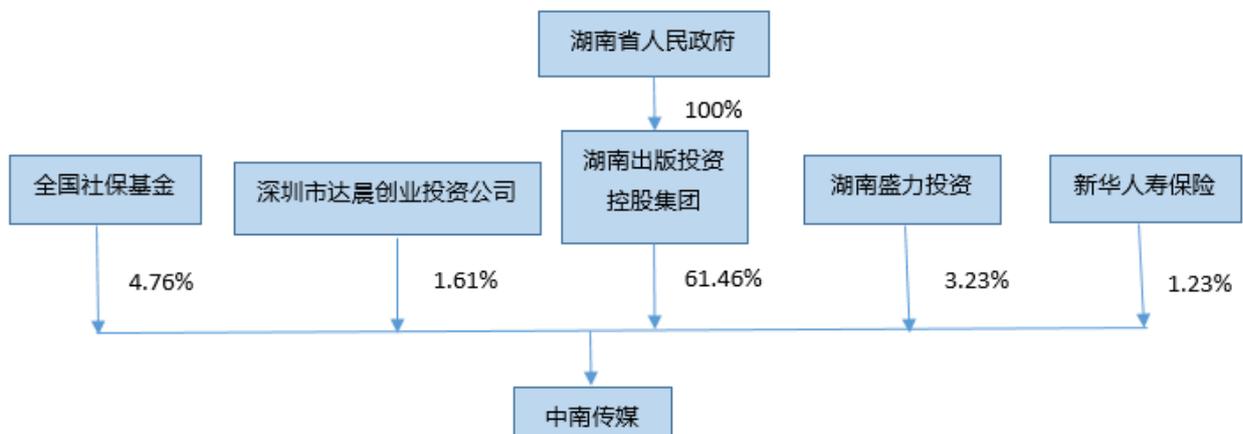
数据来源：公司 2014 年半年报、世纪证券研究所（金融业务占比 0.4%，未显示在内）

Figure 2 公司各业务情况



数据来源：公司网站、世纪证券研究所

Figure 3 公司股权结构



数据来源：公司 2014 年三季度季报、世纪证券研究所

Figure 4 发行集团总体经济规模综合排名

- 1 安徽新华发行(集团)控股有限公司
- 2 四川新华发行集团有限公司
- 3 湖南新华书店有限责任公司
- 4 浙江省新华书店集团有限公司
- 5 江西新华发行集团有限公司
- 6 上海新华发行集团有限公司
- 7 山东新华书店集团有限公司
- 8 河北省新华书店有限责任公司
- 9 河南省新华书店发行集团有限公司
- 10 重庆新华书店集团公司

数据来源:《2013年新闻出版产业分析报告》、世纪证券研究所

Figure 5 图书出版集团总体经济规模综合排名

- 1 江苏凤凰出版传媒集团有限公司
- 2 湖南出版投资控股集团有限公司
- 3 山东出版集团有限公司
- 4 中国教育出版传媒集团有限公司
- 5 江西省出版集团公司
- 6 安徽出版集团有限责任公司
- 7 中国出版集团公司
- 8 浙江出版联合集团有限公司
- 9 河北出版传媒集团有限责任公司
- 10 中原出版传媒投资控股集团有限公司

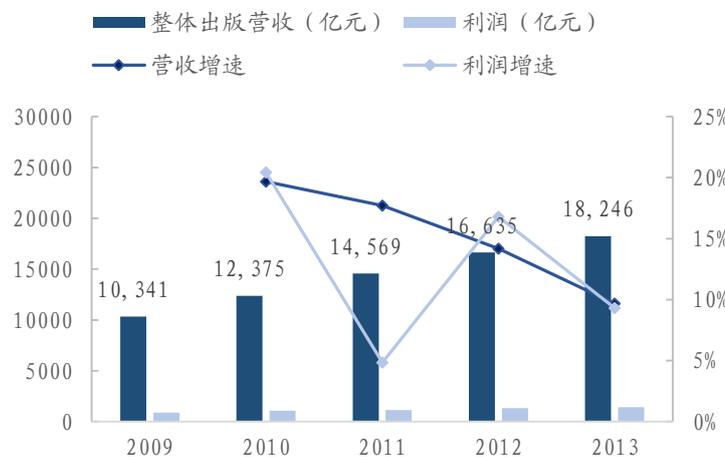
数据来源:《2013年新闻出版产业分析报告》、世纪证券研究所

传统业务(出版和发行): 受益渠道和版权优势, 未来将稳健发展

行业: 传统出版发行受数字业务冲击明显。《2013年新闻出版产业分析报告》显示: 全国新闻出版行业的营收和净利润分别为18246亿元和1440亿元, 同比均增长9.5%左右, 其中营收增速近四年逐年下滑。我们认为主要原因是数字出版业的崛起。

2013年, 数字出版业总产值为2540亿元, 占整个出版业比重由2009年的7.7%明显提升至2013年的13.9%, 过去四年产值年均复合增速达34%。短期来看, 数字出版占比提升的趋势或将延续, 驱动力来自互联网及移动端口的快速发展以及人民消费方式的变化。

Figure 6 全国新闻出版产业规模



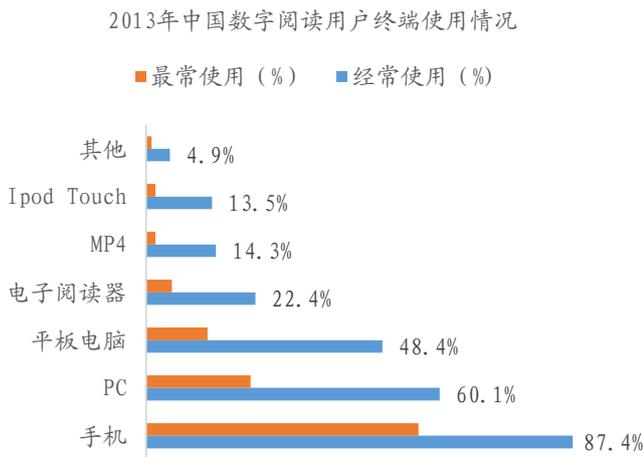
数据来源:《2013年新闻出版产业分析报告》、世纪证券研究所

Figure 7 数字出版情况



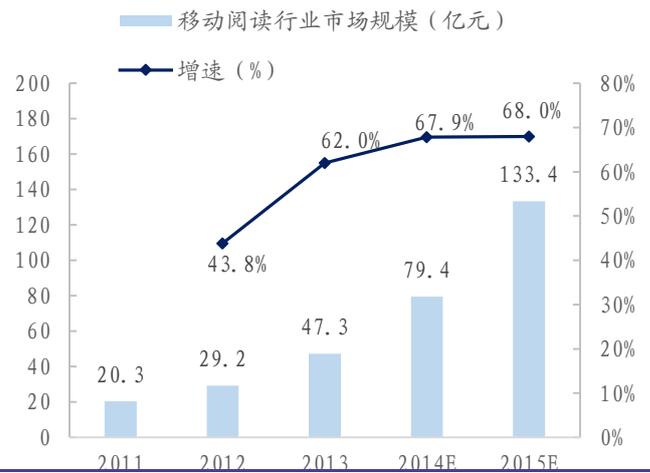
数据来源:《2013年新闻出版产业分析报告》、世纪证券研究所

Figure 8 2013年数字阅读终端使用情况



数据来源: IResearch、世纪证券研究所

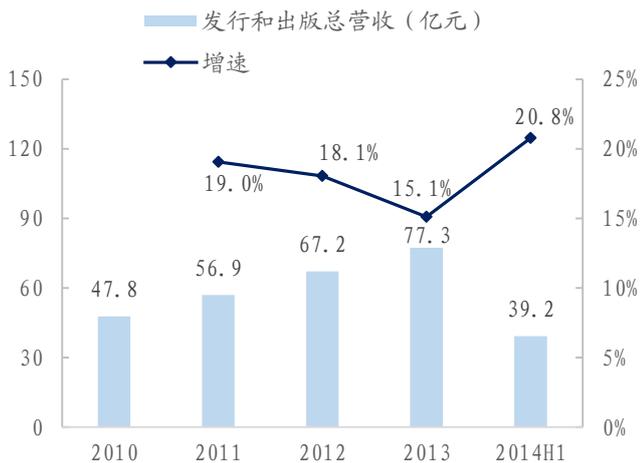
Figure 9 移动阅读行业市场规模



数据来源: IResearch、世纪证券研究所

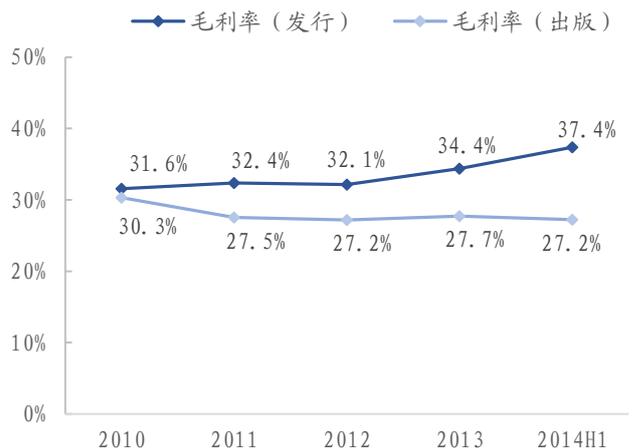
公司: 受益版权和渠道优势, 传统业务将稳健发展。目前发行和出版两项业务是公司最大的营收来源, 占比80%以上(发行占比60%)。近年来, 这两项业务表现较为稳健, 虽然13年营收增速小幅下滑至15%, 但14年上半年增速上升至20.8%。另外, 毛利率方面, 近年来发行业务稳步提升: 14年上半年达到37.4%、出版业务则相对稳定, 维持在27%以上。我们认为, 不同于行业, 未来公司的发行和出版这两块传统业务将维持稳健增长, 原因如下:

Figure 10 公司发行和出版业务营收情况



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 11 发行和出版业务毛利率



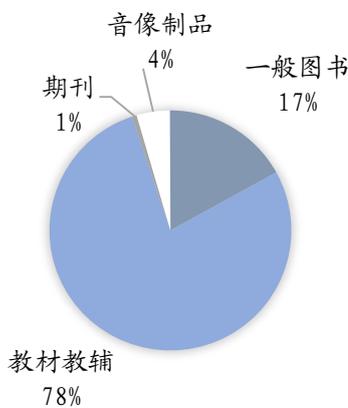
数据来源: WIND、世纪证券研究所

出版: “教辅教材” 版权优势+ “一般图书” 高市占率。就出版业务的分项来看, 主要是教辅教材(占比78%), 其次是一般图书(17%)。公司是湖南省义务教育教材的唯一供应商, 版权优势明显。目前公司年出

版中小学教材总品种达 261 种，教辅教材总计超过 2000 种。14 年，公司有《语文》、《历史》等多部教材的修订获得通过，《学法大视野》、《课程基础训练》等多部教辅进入了湖南省教育厅颁布的推荐评议目录。教辅教材版权优势进一步得到巩固。

另外，在“一般图书”方面，据最新统计数据显示，公司在全国图书零售市场的码洋占有率为 3.72%，同比稳步上升 0.35 个百分点，在全国出版集团中排名前三，其中教育、文学、医学、心理自助、科普图书品牌市场排名全国第一。

Figure 12 14H1 出版业务具体分项占比



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 13 公司在一般图书方面的占有率及在全国排名



数据来源：CMRA、世纪证券研究所

发行：省内+省外+网络三渠道齐发力。公司的发行主要依托省内 340 家新华书店（负责省内）和新教材公司（负责省外）。近年来公司计划主要从以下三个方面加大渠道建设：

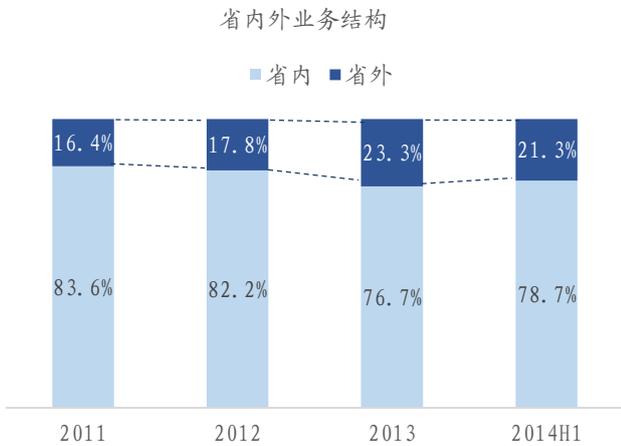
1、省内：一方面公司通过“读书活动”、“名家讲座”、“微营销”等多种促销活动加大了连锁门店和湖南图书城的销售。另一方面公司于 13 年开启了 200 家校园连锁书店建设，目前已有超过 50 多家校园书店相继开业，截止 14 年 8 月已实现销售 667 万元。总结来看，14H1 省内营收增速同比上升 4 个百分点至 12%。

2、省外：新教材公司设立了覆盖全国的省级分销平台。目前不仅是湖南，公司还在全国其他多个省份的教材市场中占有一定的份额，其中语文、数学、科学、英语等主要科目的教材主要在湖南和台湾销售，而音乐、美术、地理等的发行则覆盖了两湖、两广、台湾、澳门等 30 多个省市，故 13 年省外业务占比明显上升 5.5 个百分点至 23.3%，14 年 H1 占比虽有小幅下滑，但也维持在 20% 以上。

3、网络：除了实体营销，公司也开启了线上销售—14 年首个基于

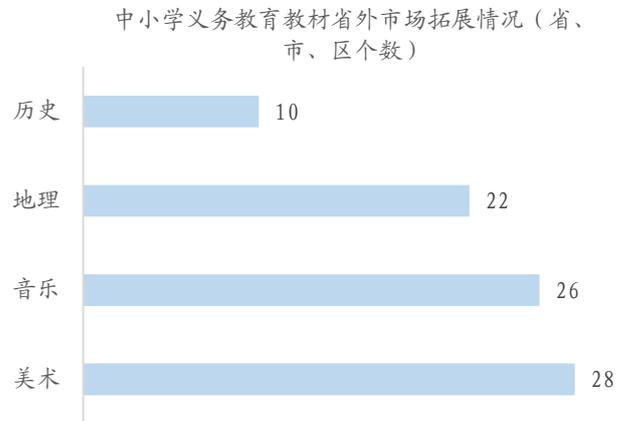
APP平台的电子会员系统“智慧书城”实现试运行，湖南省新华书店淘宝网开张运营。

Figure 14 公司省内省外业务结构占比



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 15 公司教材发行市场拓展情况

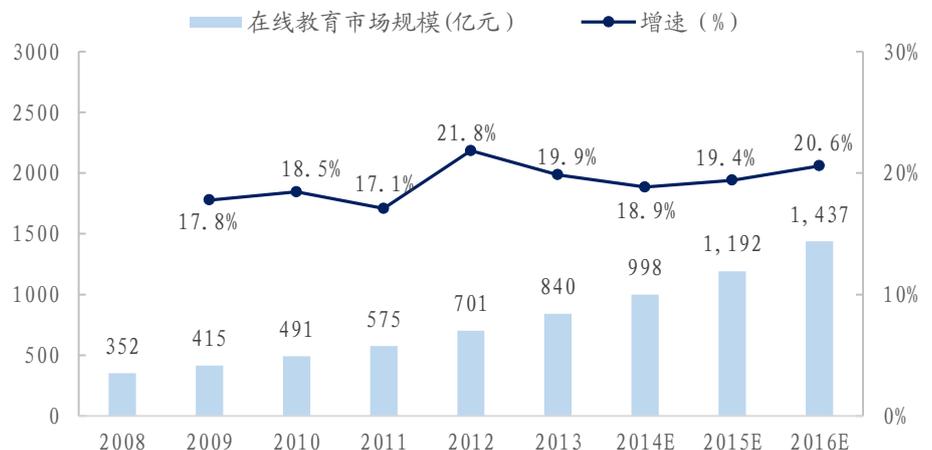


数据来源：公司网站、世纪证券研究所

转型在线教育业务：借力政策支持和自身优势，进入加速拓展期

行业：目前尚处跑马圈地的发展初期。随着互联网的快速发展和政策的支持，在线教育进入了跑马圈地的状态，去年几乎每周都有项目融资、新产品、新玩家、新玩法进入该行业。据不完全统计，2014年在线教育领域投融资主要涉及到了外语教育、K12教育、早期教育、IT教育、出国留学、职业教育、平台类等七类。合计投融资金额超过44亿元。据艾瑞咨询统计，2014年在线教育规模或达998亿元，同比增长19%。

Figure 16 在线教育市场规模(亿元)和增速(%)



数据来源：iResearch、世纪证券研究所

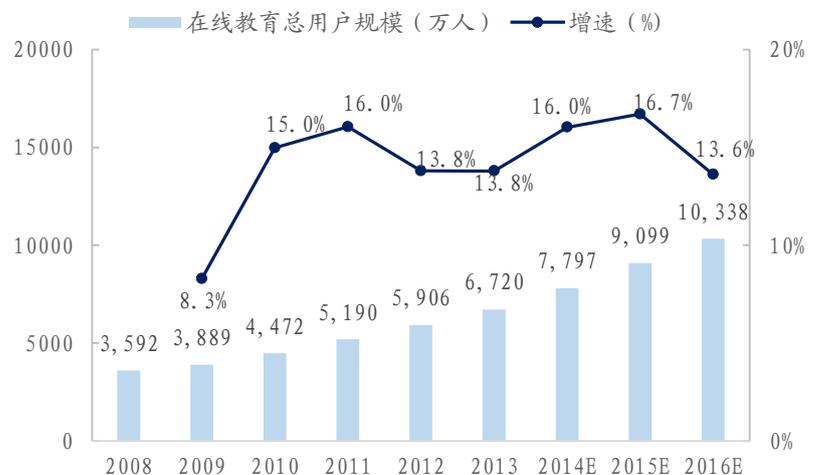
Figure 17 在线教育产业链地图



展望未来: 受益于用户规模的持续增长以及政策扶持, 未来三年行业增速或持续提升。

在线教育规模用户方面, 主要受两点影响: 首先, 互联网普及率不断扩大: 由 2008 年的 22.6% 提升至 2013 年的 45%, 给在线教育用户数量的快速增长提供了稳定的基础。其次, 在线教育优势明显, 用户使用习惯逐步养成 (1、富媒体内容。2、家长和老师可实时跟踪教学质量。3、不同地区优势教学资源整合: 比如真人在线教育集团 TutorGroup)。基于这两方面的考虑, 我们认为用户规模将持续增长。

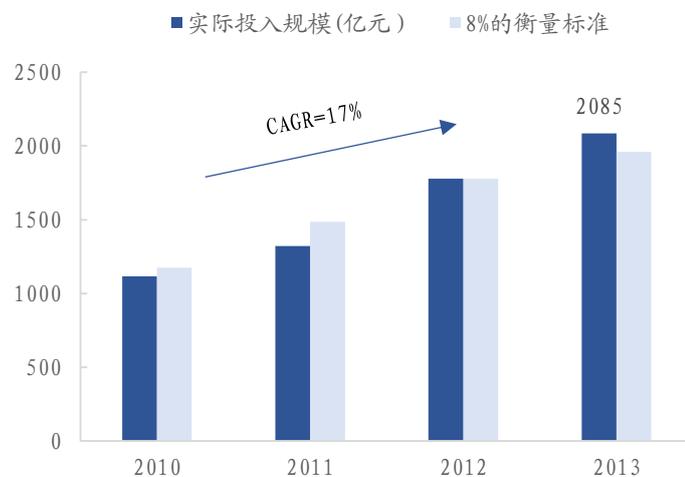
Figure 18 在线教育总用户规模及增速



数据来源: IResearch、世纪证券研究所

政策：一方面教育信息化投入规模近四年复合增速达到 17%，且自 12 年始，实际投入规模开始超过《教育信息化十年发展规划征求意见稿》中 8% 的衡量标准。总体来看，2013 年教育信息化投入规模破两千亿，达到 2085 亿。另一方面中央财政 2014 年下拨 2013 年度文化产业发展专项资金 48 亿元，比 2012 年增加 41.18%，而且资金在支持内容上有了更为明显的侧重，重点支持新媒体、网络应用、数字设计、数字出版、动漫游戏等文化和科技融合领域。

Figure 19 近两年我国教育信息化投入规模超标准



数据来源：wind、世纪证券研究所

公司：数字教育拓展突飞猛进。公司的在线教育窗口是天闻数媒(由中南出版传媒集团股份有限公司(持股 51%)和华为技术有限公司在 2010 年合资设立)。公司主要产品包括 AIRSCHOOL 云课堂和教育云。Airschool 数字教育解决方案主要包括两块，硬件端：一体机和 PAD 终端、软件端：包括富媒体课程、数字题库、数字图书馆、备课系统、测评中心、教学质量分析中心、家校互动等，公司目前主要是开拓软件端的市场。区县教育云则主要以教育局为中心，建设教育资源共享和教学管理统一服务的教育云平台。

公司通过“平台+内容+服务”的运营模式，在数字教育拓展方面取得了飞速的进展：11 年开始搭建平台，12 年投入使用学校有 18 所，13 年有 200 多所，而截止 14 年 H1，单校拓展数增至 478 个。14H1 所签订产品销售合同总价款 1.42 亿元，同比增长 158%。另外，经过近年来的发展，天闻数媒软件产品交付占比大幅增加，带动 14H1 整体毛利率由去年同期的 40% 提升至 68%。

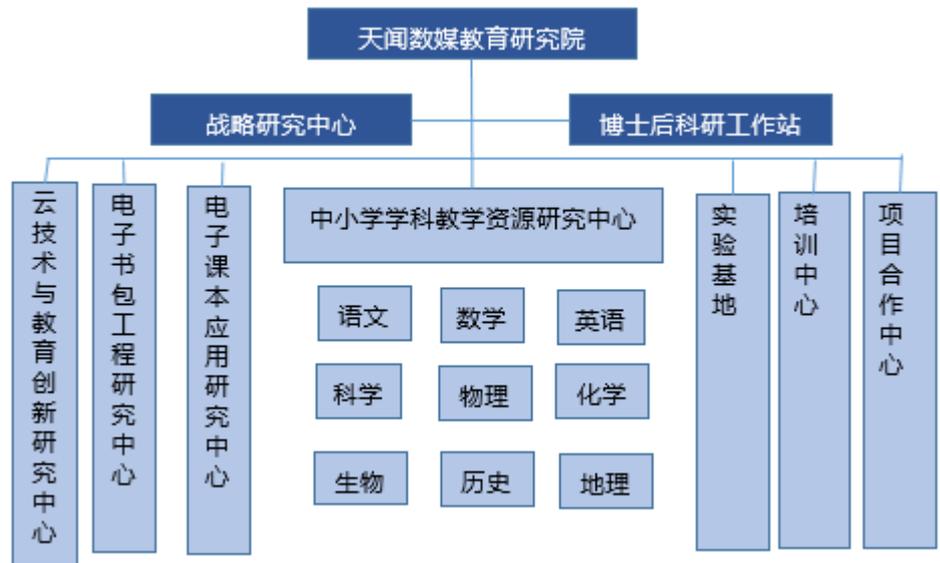
Figure 20 AISCHOOL 数字教育与电子书包整体解决方案



数据来源：公司网站、世纪证券研究所

两大优势：1、内容（数年教辅优势+优质师资资源）。公司在2012年建立了天闻数字教育研究院，囊括了北京师范大学、华东师范大学、湖南大学等国内一流的教育专家和一线高级教师。另外，依托公司数年来在中小学义务教育方面的教辅教材内容优势，研究院还成立了中小学各科教学资源研究中心以及云技术与教育创新研究中心，致力于完善线上教育内容及用户体验。

Figure 21 天闻数字教育研究院情况



数据来源：湖南省人民政府网站、世纪证券研究所

2、技术（华为领先的云端配合技术研发能力）。目前Airschool主要致力于以下几个方面：1、作业系统实时掌控：一方面老师可以通过电脑或者IPAD即时了解每个学生课堂学习情况，进而进行重点教学和

分层次教育。另一方面公司也在开发基于家庭电视机盒子的应用，这样家长动动鼠标就能够了解到孩子在校的表现以及作业情况。2、富媒体教学：与教材同步配套，建立包含文本、图片、视频、动画等多种主题内容资源的数字内容资源库，且根据不同学科的学习特点，精准开发适应学科应用的内容产品。3、家校互通：指建立包括课外拓展、学习乐园、课外资源、错题公关、个人空间等子版块。

当然目前公司在线教育仍处于发展阶段，我们可以参考美国在线教育成熟企业 K12 INC 的代表产品，或为公司未来发展的成功借鉴。我们认为这些科学便捷的数字资源管理系统、先进的前向 DRM 版权保护技术（确保内容商资源安全及结算透明）等都将依赖于华为领先的云端配合技术研发能力。未来华为也将综合运用云计算、大数据、移动互联等多种技术，以“终端 +应用 +内容”的模式，为各行业量身打造特色学习解决方案。

Figure 22 美国在线教育成熟企业 K12 INC 的产品说明

代表产品	特性介绍
<p>富媒体课程</p>	<ul style="list-style-type: none"> 课程类 -在线课程、离线学习包等 创新学习应用类 -移动课堂、互动游戏、虚拟实验室、电子书等 <p>K12 Mobile Applications Choose an App Category</p> <p>Pre-K K-8</p>
<p>在线管理系统</p>	<ul style="list-style-type: none"> 网上学习系统 -帮学生制定学习计划和记录学习进展（教师、家长可实时跟踪） 学生管理系统 -虚拟在线公立学校所有行政数据的核心 <p>Online Public Schools Online Private Schools</p>
<p>三方互动平台</p>	<p>全方位在线社区-thebigthinK12 (学生、家长、教师三方互动)</p> <p>K12 National Student Clubs Parent Clubs and Communities</p>

数据来源：K12 Inc、世纪证券研究所

公司在线教育收入预测：14-16 年复合增速达 108%。我们对公司在线教育收入进行预测，综合考虑以下因素：1、Airschool：数量——截止 2014H1，公司 AirSchool 数字教育解决方案累计单校拓展数量增至 478 个，预计全年能覆盖至 540 个，15 年预计将超过 1000 所。单价——预计每个学校 50 万元。2、区域教育云：数量——14 年，公司在深圳龙岗拿到了 5300 万元的订单，保守估计 15-16 年分别能实现 2-4 个教育云订单。单价——预计每个教育云产品 5000 万元。3、其他收入：主要为政企学习产品、大众阅读产品。另外，13 年订单超 2 亿元，营业收入

计 1.39 亿元，收入转化率约为 69%。目前处于业务发展初期，我们保守按 55%-65%之间的转化率计算 14-16 年的收入情况。

根据我们的预测，公司 2014-2016 年的在线教育收入为 2.3 亿元、4.8 亿元、10 亿元，复合增速达 108%。

Figure 23 公司在线教育收入预测

	2013	2014E	2015E	2016E
Airschool覆盖学校数(个)	209	540	1100	2500
区县教育云(个)	1	1	2	4
前两者收入(万元)	15450	32000	65000	145000
其余收入(万元)	4600	8000	15000	22000
订单量(万元)	20050	40000	80000	167000
营业收入(万元)	13900	23000	48000	100200

数据来源：WIND、世纪证券研究所

其他业务(印刷、物资、报媒)：受新媒体冲击较大，业绩有一定下滑

除了发行、出版以及在线教育业务，印刷、物资和报媒这三大传统平面媒体业务收入（占公司营收比重分别为 7%、6.2%和 6%）在 14 年上半年同比分别下滑 11%、29%、8.5%，受到新媒体冲击较大。

印刷、物资：受新媒体冲击较大，转型加快。公司目前正在加强转型：一方面积极拓展下游客户，包括海外业务（上半年新增《知音》、《家庭医生》及全彩期刊《星漫》等印刷业务，同时印刷产品出口到十几个国家和地区）。另一方面成立功能更为齐备、运作更为灵活的快印中心，全面对接快印市场。

报媒方面：广告收入明显下滑，介入电视和地铁广告领域。报媒营业收入的下滑主要来自于广告业务的下挫，公司 14 年的转型主要包括以下两个方面：

1、与湖南教育电视台合资组建湖南教育电视传媒有限公司，强力介入电视节目制作和广告运营。行业角度：电视由于近 100%的渗透率，目前依旧是规模第一的广告投放渠道，而且近年来面对新媒体冲击，电视节目质量不断提升，13 年电视广告规模增长反弹，且作为传统媒体老大，14 年依旧保持强势。

公司角度：预计 14 年湖南教育电视传媒有限公司可实现收入 6020 万元，虽然占公司总收入比重较小：0.67%。但我们认为，除了介入电视广告领域，成立合资公司更重要的意义在于与公司数字教育业务的协同作用：整合优质教育资源，尤其是名师教学资源、视频课件等，运用

多媒体的制作方式，创作多介质数字教育内容，植入教育云平台，为广大师生提供类 iBooks2 形态的高品质数字教育产品。

2、与长沙轨道交通集团签署 2 号线一期 19 个站点，全长 22KM，为期 10 年的地铁广告经营合同。就行业来看，地铁广告因为到达率高（环境相对狭小、封闭，人流量大），所以未来几年增长势头较好，规模增速或逐年提升。就公司来看，预计该项目目前 2-3 年处于业务培育期，2017 年以后可逐步贡献利润。

Figure 24 各媒体广告规模增速



数据来源：昌荣传播、世纪证券研究所

Figure 25 中国地铁广告规模



数据来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

总结：受益于传统平面媒体业务的转型，我们预计印刷、物资、报媒这三块业务在经历 14 年的下滑后，会在 15 年小幅企稳，且目前仍处于转型初期，预计未来 2-3 年业务营收将相对维持稳定，大幅波动的可能性较小。

外延：受益国企改革，外延并购有望加速

政策支持传统大型传媒企业与新媒体融合，做大做强。最新发布《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》指出：推动传统媒体和新兴媒体融合发展，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。这一政策利好包括中南传媒在内的几家传统大型出版企业。公司也表示未来将加快并购步伐，重点瞄准境内外一流的移动互联网项目、互动娱乐项目以及与文化有关的新兴战略产业。

公司现金流最为充裕，14Q3 在手现金 91.8 亿元。与其他地方大型

出版企业相比，公司现金流最为充裕，预计未来可能的并购方向有：移动互联网、数字营销、影视、在线教育等。

Figure 26 地方大型传媒企业货币资金情况



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 27 地方大型传媒集团14年主要收购情况

传媒企业	被收购标的	收购金额	股权控制比例	承诺利润	被收购公司说明
浙报传媒	唐人影视	1亿	8.77%	2014-2016年度预测净利润分别为7711/12135/14030万元,复合增速达35%	一线电视剧制作商,代表作有《仙剑》、《步步惊心》等,该收购是浙报传媒“3+1平台”(新闻传媒、互动娱乐、影视、文化产业投资)中的重要一环
凤凰传媒	传奇影业	4.9亿	61%	2013-2015年承诺净利润分别为2388.92/2495.78/3615.65万元,复合增速达23%	主营电影和电视剧拍摄,代表作有《裸婚时代》、《新萍踪侠影》、《新白发魔女传》等,收购有利于出版资源和影视产业的优势互补
中文传媒	智明星通	26.6亿	100%	2014-2016年承诺净利润不低于1.51/2.02/2.51亿元,复合增速达29%	一方面进行游戏的开发和代理,另一方面为企业互联网产品的海外运营提供一站式全球解决方案(如敦煌网在内的外贸电商客户)
皖新传媒	蓝狮子	1.57亿元	45%	2014-2017年净利润不低于1100/2200/2600/3000万,复合增速达39.7%	以出版著名企业史传和管理思想著称,另外超7成业绩来自数字产品及出版业务
	法国凤凰书店	-----	20%	-----	位于法国的专营中国及亚洲国家书刊的华文书店,此次收购是落实中央文化“走出去”战略
	新世界出版社	7702万元	34%	-----	隶属中国外文局,是我国最早的对外出版机构之一,拥有互联网和手机出版资质

数据来源：WIND、世纪证券研究所

成立财务公司：提高存量资金使用效率

由于公司拥有充裕的货币资金，为了提高资金使用效率，公司于13年底成立了湖南出版投资控股集团财务公司，主要开展贷款类业务、投资类业务、资金理财类业务以及其他结算、保险代理等业务，投资收益将成为财务公司新的重要盈利来源。据公司可行性分析测算，财务公司14-17年的营业收入分别为5.11亿元、5.73亿元、6.41亿元、6.95亿元，利润为3亿元、3.28亿元、3.59亿元、3.85亿元，净利率达60%左右。

财务预测假设

营收。 综合分析，我们对各分项业务的收入预测如下：1、发行和出版。受益渠道和版权优势，预计未来增长稳健，预计14-16收入增速分别为20%/18%/17%（发行）以及7%/6%/6%（出版）。2、数字出版：借力政策支持和自身优势，业务进入加速拓展期，预计14-16年收入增速分别为72%/109%/90%。3、印刷、物资、报媒：14年受新媒体冲击持续，但转型加快，未来或小幅企稳，故预计三大传统平面媒体业务14-16年总收入增速分别为-21%/1.6%/0.9%。4、金融服务：按公司可行性分析测算，15-16年营收增速分别为12.1%和11.9%。总结而言，**预计14-16年营业收入分别为90.64/102.9/118.33亿元，同增12.8%/13.5%/15%。**

Figure 28 营业收入分项预测（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
发行	33.84	40.34	48.45	56.25	67.50	79.65	93.19
+/-		19.2%	20.1%	16.1%	20.0%	18.0%	17.0%
出版	13.95	16.55	18.71	21.06	22.53	23.89	25.32
+/-		18.6%	13.1%	12.6%	7.0%	6.0%	6.0%
印刷	7.24	8.48	8.98	9.37	7.78	7.85	7.85
+/-		17.1%	5.9%	4.3%	-17.0%	1.0%	0.0%
物资	6.14	7.19	9.36	9.85	6.70	6.76	6.76
+/-		17.1%	30.2%	5.2%	-32.0%	1.0%	0.0%
报媒	5.47	7.14	7.84	7.05	6.27	6.46	6.66
+/-		30.5%	9.8%	-10.1%	-11.0%	3.0%	3.0%
数字出版				1.34	2.30	4.80	9.12
+/-					71.6%	108.7%	90.0%
金融服务					5.11	5.73	6.41
+/-						12.1%	11.9%
内部抵销	-19.78	-22.08	-25.24	-26.21	-29.00	-34.00	-39.00
主营业务收入	46.86	57.62	68.10	78.71	89.19	101.15	116.32
+/-		23.0%	18.2%	15.6%	13.3%	13.4%	15.0%
主营业务收入占比	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98
总收入	47.63	58.57	69.30	80.33	90.64	102.90	118.33
+/-		23.0%	18.3%	15.9%	12.8%	13.5%	15.0%

数据来源：WIND、世纪证券研究所

毛利率。1、发行：14年受益于省内、省外以及网络等渠道的拓展，我们预计毛利率将同比小幅提升0.6个百分点至35%。2、出版、印刷、物资：预计毛利率维持在近年来的水平，变化不大。3、报媒：公司转型电视和地铁广告，但前两年属投入期，预计毛利率有小幅下滑，但随着业务的逐步开展，未来毛利率将小幅回升，预计14年同比下滑3.5%至37%，15-16年分别为38%、39%。4、数字出版：经过三年的培养期，公司在线教育产品交付占比逐步提升，毛利率也将稳步上涨，预计14-16年分别为70%、75%、80%。5、金融服务：公司可行性分析显示，管理费用率每年按4.5%计算，我们结合14年半年报的数据，预计14年毛利率为85%，未来随着业务的持续展开，毛利率将稳步提升，15-16年预计分别为90%、95%。**总结：预计14-16年的综合毛利率分别为40.8%、41.9%、43%。**

Figure 29 分项业务毛利率情况

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
发行	31.6%	32.4%	32.1%	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%
出版	30.3%	27.5%	27.2%	27.7%	27.5%	27.5%	27.5%
印刷	18.7%	19.3%	19.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
物资	3.8%	3.2%	2.8%	2.9%	3.2%	3.0%	3.0%
报媒	40.2%	43.6%	45.2%	40.5%	37.0%	38.0%	39.0%
数字出版				46.1%	70.0%	75.0%	80.0%
金融服务					85.0%	90.0%	95.0%
综合毛利率	40.5%	39.6%	38.7%	39.2%	40.8%	41.9%	43.0%

数据来源：WIND、世纪证券研究所

投资建议及评级

根据财务预测假设，我们预计公司14-16年盈利状况为：归属于母公司的净利润分别为14.75亿元、17.97亿元、22.27亿元，同比分别增长32.8%、21.8%、23.9%；每股收益分别为0.82元、1.00元、1.24元。

基本面。公司未来主要看点有三：1、传统发行和出版业务受益版权和渠道优势，增长维持稳健。2、数字教育业务拓展突飞猛进，预计14-16年复合增速达108%。3、受益国企改革的政策推动，公司在移动互联网、在线教育、数字营销、影视等多媒体方向的并购有望加速。给予公司“买入”评级。

估值。对应最新股价，公司14-15年PE分别为24.39倍和20倍。从行业角度：不管是出版、报业还是在线教育行业，公司的估值都是最低的。从公司角度：自公司2010年10月上市以来，四年半的历史平均

PE 为 23.4 倍，目前 24.4 倍的 PE 基本处于历史平均水平。总结：公司目前估值较为安全。

综合我们对公司基本面和估值的分析，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、**数字教育拓展不达预期的风险。**一方面天闻数媒产品中的“区县教育云”产品是由政府或教育局买单，另一方面 13-14 年在线教育行业的过热很大程度也是受政策支持所推动。虽然政府重点支持新媒体、数字教育等文化科技领域的大方向不会变，但就目前来看目前宏观经济持续疲弱，存在政府支持力度下滑导致公司数字产品推广不达预期的可能性。

2、**报媒转型电视、地铁广告不达预期的风险。**受到新媒体的冲击，报媒广告持续下滑的趋势很难大幅改善，公司虽然介入了电视和地铁广告行业，但毕竟是一个新的领域（整合营销），存在该区域专业及管理人才缺乏进而导致转型业务不达预期的风险。

Figure 30 出版、报业公司估值情况

证券简称	总市值(亿元)	最新收盘价(元)	预测EPS (2014)	预测EPS (2015)	14PE	15PE
中南传媒	364.23	20.00	0.82	1.00	24.39	20.00
凤凰传媒	335.16	13.22	0.42	0.50	31.60	26.70
浙报传媒	241.46	20.31	0.47	0.57	42.88	35.67
中文传媒	226.40	16.56	0.57	0.86	29.19	19.36
博瑞传播	144.98	13.19	0.34	0.40	38.37	33.19
粤传媒	132.43	17.95	0.32	0.41	55.28	43.92
长江传媒	126.95	10.03	0.30	0.43	33.79	23.22
平均					36.50	28.87

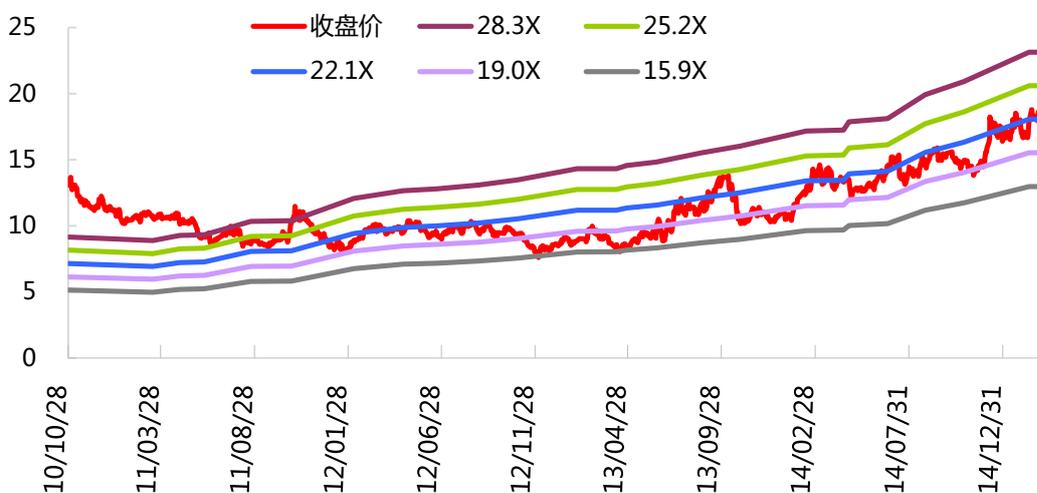
数据来源: WIND、世纪证券研究所 (除公司 EPS 外, 其他均来自 WIND 一致预期)

Figure 31 在线教育公司估值情况

证券简称	总市值(亿元)	最新收盘价(元)	预测EPS (2014)	预测EPS (2015)	14PE	15PE
鹏博士	364.90	26.23	0.43	0.63	61.07	41.58
中南传媒	364.23	20.00	0.82	1.00	24.39	20.00
科大讯飞	337.71	41.68	0.52	0.73	79.72	57.24
凤凰传媒	335.16	13.22	0.42	0.50	31.60	26.70
全通教育	193.83	198.00	0.58	1.19	338.52	166.79
星网锐捷	115.85	32.37	0.84	1.09	38.72	29.80
立思辰	90.66	28.90	0.38	0.53	75.67	54.21
新南洋	88.29	30.98	0.26	0.40	121.21	77.10
焦点科技	82.46	68.16	1.14	1.20	60.02	56.64
中文在线	82.16	68.01	0.41	0.50	167.84	135.02
拓维信息	80.57	18.20	0.33	0.50	55.91	36.53
华平股份	56.40	17.07	0.27	0.43	62.64	39.56
平均					93.11	61.76

数据来源: WIND、世纪证券研究所 (除公司 EPS 外, 其他均来自 WIND 一致预期)

Figure 32 公司 PE-BAND



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 33 财务报表预测 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5856.57	6930.36	8033.05	9061.28	10284.55	11827.24
减: 营业成本	3539.15	4251.56	4881.02	5364.28	5975.32	6741.52
营业税金及附加	67.28	76.70	58.59	66.15	75.08	86.34
营业费用	660.31	834.80	1021.82	1114.54	1254.72	1431.10
管理费用	919.05	1016.76	1128.83	1250.46	1398.70	1584.85
财务费用	-152.04	-183.93	-189.47	-240.32	-284.75	-331.87
资产减值损失	73.98	101.70	127.73	136.00	160.00	168.00
加: 投资收益	10.99	24.96	24.71	25.00	24.20	26.00
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	759.84	857.74	1029.25	1395.18	1729.68	2173.30
加: 其他非经营损益	46.36	63.22	112.62	154.23	158.23	166.23
利润总额	806.19	920.96	1141.87	1549.41	1887.91	2339.53
减: 所得税	0.00	0.04	10.01	41.16	50.32	62.47
净利润	806.19	920.92	1131.85	1508.25	1837.59	2277.06
减: 少数股东损益	3.95	-19.55	21.21	33.18	40.43	50.10
归属母公司股东净利润	802.24	940.46	1110.65	1475.07	1797.16	2226.97
资产负债表						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	6627.42	7417.76	8046.68	9694.87	11313.08	13167.05
应收和预付款项	596.77	831.23	967.63	1030.67	1198.57	1342.01
存货	976.42	1028.83	1141.96	1190.33	1299.38	1569.35
其他流动资产	300.73	201.02	223.08	250.00	266.00	270.00
长期股权投资	12.81	18.67	121.26	146.26	170.46	196.46
投资性房地产	114.23	105.48	99.99	100.37	101.65	105.32
固定资产和在建工程	1213.40	1191.22	1201.19	1147.79	1170.39	1152.99
无形资产和开发支出	751.89	734.67	767.59	761.78	760.77	767.56
其他非流动资产	24.80	24.28	23.70	23.61	24.00	24.30
资产总计	10618.47	11553.17	12593.09	14345.69	16304.30	18595.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2636.06	2859.82	3013.30	3706.89	4361.06	5008.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	45.37	58.85	99.84	80.00	70.00	85.00
负债合计	2681.43	2918.67	3113.14	3786.89	4431.06	5093.00
股本	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00
资本公积	4543.31	4542.31	4542.31	4542.31	4542.31	4542.31
留存收益	1391.82	2116.76	2888.80	3934.47	5208.48	6787.18
归属母公司股东权益	7731.12	8455.07	9227.10	10272.78	11546.79	13125.49
少数股东权益	205.91	179.42	252.84	286.02	326.45	376.55
股东权益合计	7937.04	8634.49	9479.94	10558.80	11873.24	13502.03
负债和股东权益合计	10618.47	11553.17	12593.09	14345.69	16304.30	18595.03
现金流量表						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	1114.14	1098.43	1282.68	2169.93	2343.55	2657.19
投资性现金净流量	-461.07	-70.31	-198.32	-317.38	-491.04	-491.56
筹资性现金净流量	-74.60	-226.80	-333.31	-204.36	-234.30	-311.67
现金流量净额	578.21	801.75	751.02	1648.19	1618.21	1853.96

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.