

沪港通股票

中南传媒

数字转型效果显现，关注收购和国企改革进程

发行的垄断性或令传统业务收入持续较快增长

公司传统业务以出版和发行为主，由于受到互联网冲击，传统出版和发行业务收入增速持续放缓，我们预计2014年同比增速仍不乐观。我们预计，公司出版业务收入2014年同比增速降至8%，由于省内教材发行的垄断性及省外发行网店的开拓，我们预计2014年省内发行收入同比增长约20%，利润约8亿元，占公司利润约53%。我们预计，2015年出版和发行收入将分别同比增长7.5%/21%。

布局数字教育，打开成长空间

公司借助占51%股权的天闻数媒进入数字教育领域；云教育数字解决方案可在提高教学质量同时帮助师生减负，提高效率。我们预计，2014年，已签约学校500所，收入2-3亿元，利润约0.3亿元，同比增长超过100%；2015年，签约学校有望达到1000所，收入和利润有望翻番。

存在外延式收购预期

2014年，习近平总书记指出要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、公信力、影响力的新兴媒体集团；我们预计，2015年，公司将在互联网教育、数字营销、老龄产业等方案开展收购业务；截至2014Q3，公司账面现金达92亿元，为并购提供了资金支持。

估值：维持“买入”评级，目标价上调至23.5元，关注国企改革进程

由于2014年业绩快报超预期，我们将2014-16年EPS预测上调至0.82/1.02/1.24元。同时我们更看好数字化教育未来的增长前景，上调长期盈利增速假设。我们基于瑞银VCAM工具通过现金流贴现推导，其中WACC为7.3%，Beta为0.74，得到新目标价23.5元，对应的15年PE 22.9x。

Equities

 中国
广播业

12个月评级	买入
	保持不变
12个月目标价	Rmb23.50
	之前: Rmb21.50
股价	Rmb20.57
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	Rmb20.57-12.17
市值	Rmb36.9十亿/US\$5.90十亿
已发行股本	1,796百万 (ORDA)
流通股比例	29%
日均成交量(千股)	16,641
日均成交额(Rmb百万)	Rmb299.1
普通股股东权益(12/14E)	Rmb10.3十亿
市净率(12/14E)	3.6x
净债务/EBITDA	NM
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	0.78 0.82 4.79 0.82
12/15E	0.99 1.02 3.20 0.96
12/16E	1.24 1.24 0.34 1.22

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

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	10,813	12,542	14,751	17,364
息税前利润(UBS)	608	674	840	1,190	1,519	1,918	2,483	3,569
净利润(UBS)	802	940	1,111	1,471	1,839	2,236	2,843	3,900
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.45	0.52	0.62	0.82	1.02	1.24	1.58	2.17
每股股息(Rmb)	0.12	0.18	0.20	0.25	0.31	0.37	0.47	0.65
现金/(净债务)	6,857	7,655	8,362	9,499	11,001	12,827	15,183	18,178
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	12.6	14.0	15.3	16.8	20.6
ROIC (EBIT) (%)	62.8	66.4	85.8	125.4	185.5	300.9	>500	>500
EV/EBITDA(core)x	-	22.1	19.5	27.0	21.9	17.7	13.9	9.9
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	23.1	18.6	16.9	25.1	20.1	16.5	13.0	9.5
权益自由现金流(UBS)收益率%	5.1	5.7	6.0	4.3	5.5	6.7	8.5	10.7
净股息收益率(%)	1.2	1.8	1.9	1.2	1.5	1.8	2.3	3.2

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2015年03月16日21时27分的股价(Rmb20.57)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 23.5 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 1.15 元，对应的每股估值为 26 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 0.9 元，对应的每股估值为 18.8 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

Rmb23.50

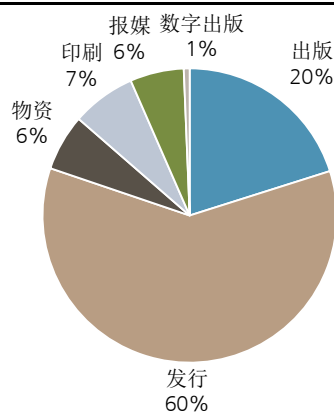
公司简介

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。我们预计数字出版、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

分业务毛利润 (百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
出版	508	584	632	674	723
发行	1557	1935	2653	3154	3724
物资	26	28	27	27	28
印刷	171	169	129	133	137
报媒	354	285	241	243	211
数字出版	4	62	246	408	717
其他	508	584	632	674	723
合计	2621	3064	3927	4640	5539

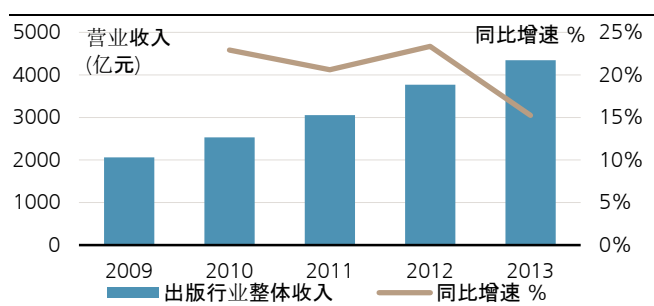
来源: 公司公告、瑞银证券估算

传统业务：稳健增长

行业：传统出版发行业务面临下行压力

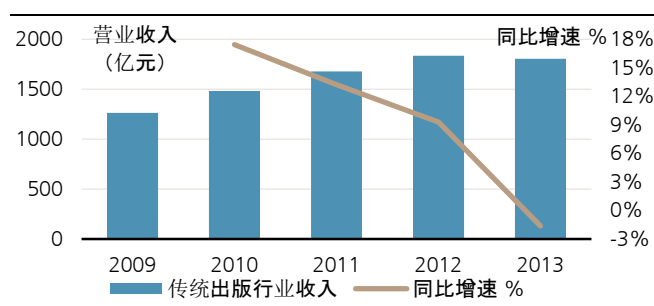
从出版发行业整体分析，由于受到互联网的冲击，2013 年出版行业收入同比增长约 15%，其中，传统出版行业收入更是同比下降 2%；2013 年图书发行数量也同比下降 0.4%。我们预计 2014 年同比增速仍不乐观。

图表 1: 中国出版行业收入及增速



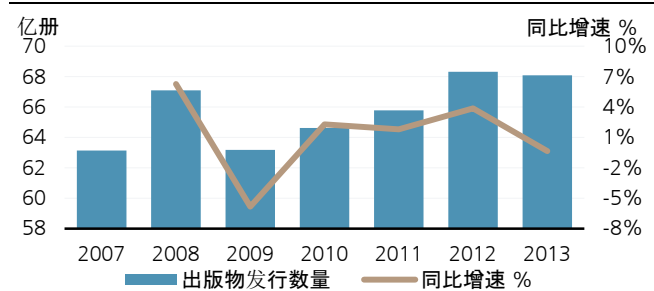
来源: 新闻出版广电总局

图表 2: 中国传统出版行业收入及增速



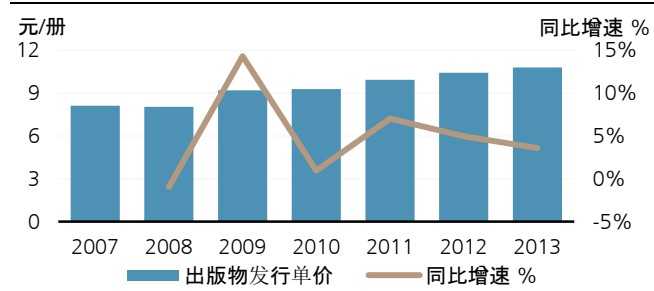
来源: 新闻出版广电总局

图表 3: 图书发行数量及增速



来源: 新闻出版广电总局

图表 4: 图书发行均价及增速



来源: 新闻出版广电总局

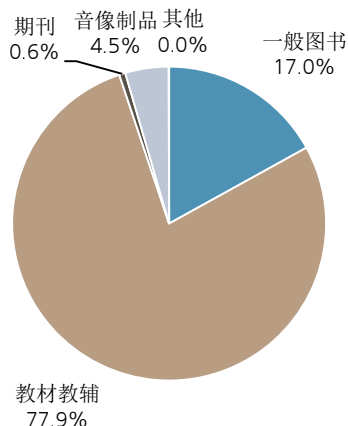
公司：拥有版权和渠道优势，收入仍有望维持两位数增长

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 上半年，出版和发行业务的收入分别同比增长 7% 和 26%。

出版业务：版权优势是收入持续增长的动力

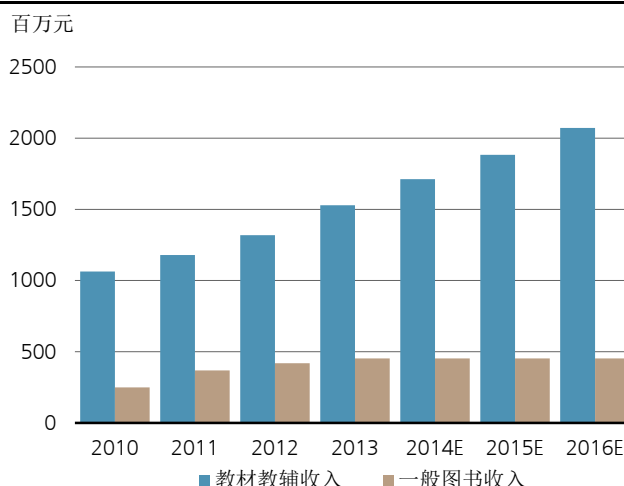
出版业务中，教材教辅以及一般图书的出版是收入的主要来源，各自的占比分别为 77.9%/17.0%；公司是湖南省义务教育教材的唯一供应商，版权优势明显，凭借版权优势，我们预计 2015-2016 年出版收入有望分别同比增长 7.5%/7.7%，好于行业增速。

图表 5: 出版业务细分 (1H2014)



来源: 公司公告、瑞银证券整理

图表 6: 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

图表 7: 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

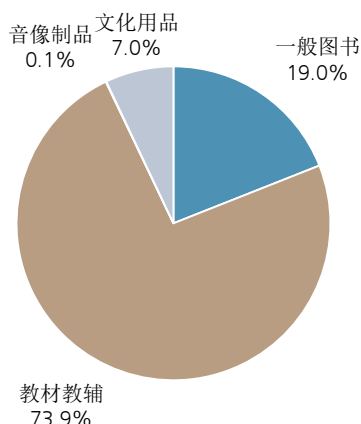
发行业务: 渠道布局不断完善, 市场化运营带来发行收入快速增长

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%。

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有力支撑。湖南省内拥有约 340 家新华书店, 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, 2014H1, 子公司湖南省新华书店实现净利润 4.3 亿元, 同比增长约 40%。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版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。

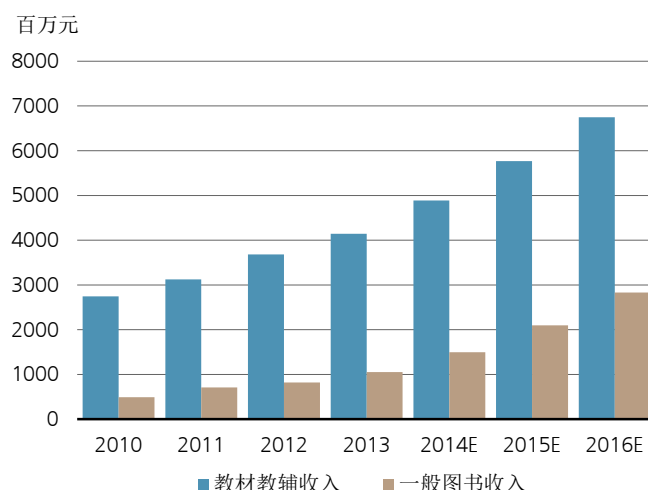
我们预计, 2015-2016 年发行收入同比分别增长 21%、20%。

图表 8: 发行业务细分 (1H2014)



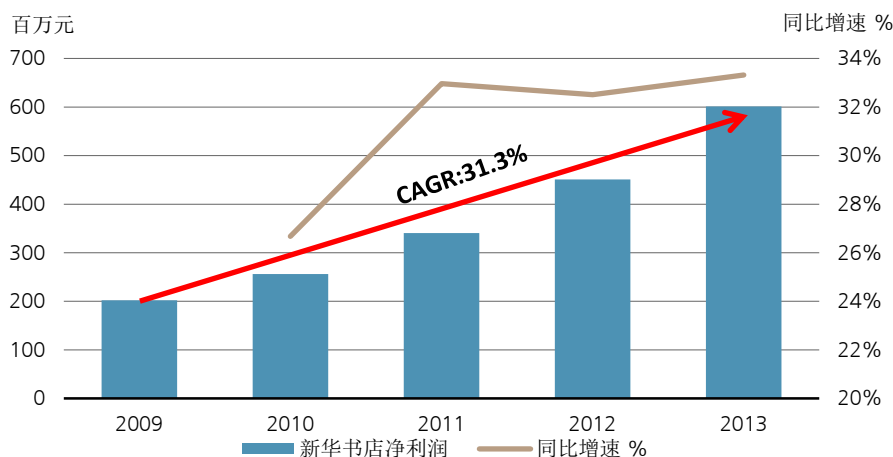
来源: 公司公告、瑞银证券整理

图表 9: 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

图表 10: 新华书店净利润



来源: 公司公告、瑞银证券整理

新兴业务: 进入在线教育, 打开成长空间

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。

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。

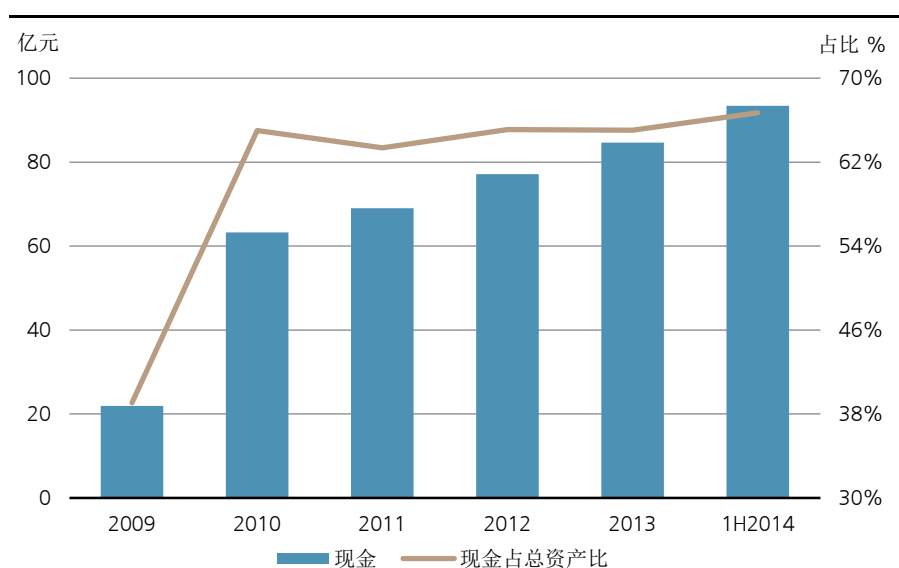
2014 年, 我们预计, 公司已经签约 500 多所学校, 营业收入 2-3 亿元, 净利润约 2-3 千万元, 同比翻番; 2015 年, 我们预计签约学校有望达到 1000 多所, 收入和利润有望继续翻番。

并购：有望加速

2014 年发布的《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，该指导意见是鼓励国有传媒企业通过收购等方式做大做强。

截止到 2014 年三季度，公司账面现金约 92 亿元，为外延式收购提供了资金支持。

图表 11: 现金及其占比



来源: 公司公告、

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）

估值：维持“买入”评级，目标价上调至 23.5 元，关注国企改革进程

由于 2014 年业绩快报超预期，我们将 2014-16 年 EPS 预测上调至 0.82/1.02/1.24 元。同时我们更看好数字化教育未来的增长前景，上调长期盈利增速假设。我们基于瑞银 VCAM 工具通过现金流贴现推导，其中 WACC 为 7.3%，Beta 为 0.74，得到新目标价 23.5 元，对应的 15 年 PE 22.9x。

图表 12: VCAM 估值模型

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	1,519	1,918	2,483	3,569	3,306	3,703	3,838	3,923	3,950	3,913
折旧及摊销*	170	171	172	174	194	218	242	266	290	313
资本支出	(150)	(150)	(150)	(150)	(272)	(305)	(308)	(306)	(297)	(282)
运营资本变动	(58)	(76)	(108)	(288)	(21)	(71)	(84)	(87)	(88)	(88)
所得税 (营运)	(16)	(20)	(26)	(36)	(33)	(37)	(38)	(39)	(39)	(39)
其他	(318)	(398)	(508)	(601)	(479)	(537)	(551)	(556)	(551)	(533)
自由现金流	1,146	1,445	1,864	2,668	2,695	2,971	3,098	3,201	3,264	3,284
增长		26.1%	29.0%	43.1%	1.0%	10.2%	4.3%	3.3%	2.0%	0.6%

估值	
明计现金流现值	26,982
期末价值 (第 20 年) 现值	14,211
企业价值	41,193
占永续价值百分比	34%
联营公司及其他	1
-少数股东权益	1
现金盈余**	8,616
-债务***	9,906
权益价值	39,903
已发行股数 [m]	1,796.0
每股权益价值 (Rmb/股)	22.20
权益成本	7.3%
股息收益率	1.6%
1年期目标价 (Rmb/股)	23.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.0%	6.0%	6.0%
息税前利润率	12.5%	8.0%	6.0%
资本支出/销售收入	0.9%	1.0%	3.5%
投资资本回报率	44.2%	29.4%	17.0%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	24.4x	19.7x	23.3x
企业价值 / 息税前利润	27.1x	21.5x	25.7x
自由现金流收益率	2.8%	3.5%	2.9%
市盈率 (现值)	21.8x	17.9x	20.9x
市盈率 (目标)	23.0x	19.0x	22.1x

加权平均资本成本	
无风险利	3.57%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.74
债务/权益比	27.8%
边际税率	1.0%
权益成本	7.3%
债务成本	6.6%
WACC	7.3%

期末假设值	
VCH (年数)	20
对应的自由现金流增长	3.2%
回报率增幅	7.6%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	11.9x

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

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	10,813	14.7	12,542	14,751	17,364
毛利	2,250	2,602	3,093	3,927	26.9	4,640	18.1	5,539	6,717	8,538
息税折旧摊销前利润(UBS)	740	794	961	1,369	42.5	1,689	23.4	2,089	2,655	3,743
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	1,190	41.8	1,519	27.6	1,918	2,483	3,569
联营及投资收益	46	63	113	110	-2.3	130	18.2	100	110	50
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	152	184	189	216	13.8	247	14.6	287	337	401
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	806	921	1,142	1,516	32.8	1,896	25.0	2,305	2,930	4,020
税项	0	0	(10)	(15)	-51.4	(19)	-25.0	(23)	(29)	(40)
税后利润	806	921	1,132	1,501	32.6	1,877	25.0	2,282	2,901	3,980
优先股股息及少数股权	(4)	20	(21)	(30)	-41.6	(38)	-25.0	(46)	(58)	(80)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	802	940	1,111	1,471	32.4	1,839	25.0	2,236	2,843	3,900
净利润(UBS)	802	940	1,111	1,471	32.4	1,839	25.0	2,236	2,843	3,900
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	0.82	32.4	1.02	25.0	1.24	1.58	2.17
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.45	0.52	0.62	0.82	32.4	1.02	25.0	1.24	1.58	2.17
每股收益(UBS, 基本)	0.45	0.52	0.62	0.82	32.4	1.02	25.0	1.24	1.58	2.17
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.18	0.20	0.25	22.9	0.31	25.0	0.37	0.47	0.65
每股账面价值	4.30	4.71	5.14	5.76	12.1	6.54	13.5	7.47	8.68	10.38
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	9,599	13.4	11,100	15.6	12,927	15,283	18,278
其他流动资产	1,874	2,061	2,333	2,656	13.9	2,978	12.1	3,379	3,891	4,497
流动资产总额	8,776	9,775	10,795	12,255	13.5	14,078	14.9	16,305	19,174	22,775
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	14,545	11.8	16,448	13.1	18,755	21,701	25,378
应付账款和其他短期负债	2,911	3,156	3,433	3,823	11.4	4,290	12.2	4,867	5,583	6,134
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	2,911	3,156	3,433	3,823	11.4	4,290	12.2	4,867	5,583	6,134
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	3,923	11.1	4,390	11.9	4,967	5,683	6,233
普通股股东权益	7,731	8,455	9,227	10,339	12.1	11,737	13.5	13,421	15,594	18,641
少数股东权益	206	179	253	283	11.9	320	13.3	366	424	504
负债和权益总计	10,893	11,849	13,013	14,545	11.8	16,448	13.1	18,755	21,701	25,378
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	1,471	32.4	1,839	25.0	2,236	2,843	3,900
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)	67	-	146	118.6	176	204	(56)
其他营业性现金流	98	104	176	30	-83.0	38	25.0	46	58	80
经营性现金流	1,112	1,096	1,279	1,746	36.5	2,193	25.6	2,628	3,277	4,098
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	(441)	-22.9	(552)	(671)	(853)
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	(441)	-22.9	(552)	(671)	(853)
现金流量中现金的增加/(减少)	576	799	748	1,137	52.0	1,501	32.1	1,826	2,356	2,995
外汇/非现金项目	2	13	1	0	-53.1	0	-32.7	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	578	812	748	1,137	52.0	1,502	32.1	1,826	2,356	2,995

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	25.1	20.1	16.5	13.0	9.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.1	18.6	16.9	25.1	20.1	16.5	13.0	9.5
股价/每股现金收益	19.9	16.5	15.2	22.4	18.4	15.4	12.3	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.1	5.7	6.0	4.3	5.5	6.7	8.5	10.7
净股息收益率(%)	1.2	1.8	1.9	1.2	1.5	1.8	2.3	3.2
市净率	2.4	2.1	2.0	3.6	3.1	2.8	2.4	2.0
企业价值/营业收入(核心)	-	2.5	2.3	3.9	3.4	2.9	2.5	2.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	22.1	19.5	27.0	21.9	17.7	13.9	9.9
企业价值/息税前利润(核心)	-	26.0	22.3	NM	24.3	19.3	14.9	10.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	NM	25.4	NM	25.7	20.3	15.5	10.7
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	36,944	36,944	36,944	36,944	36,944
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	36,944	36,944	36,944	36,944	36,944
非核心资产	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
核心企业价值	-	17,522	18,750	36,943	36,943	36,943	36,943	36,943
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	14.7	16.0	17.6	17.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	12.9	7.4	21.0	42.5	23.4	23.7	27.1	41.0
息税前利润(UBS)	14.4	10.9	24.6	41.8	27.6	26.3	29.5	43.7
每股收益(UBS 稀释后)	35.1	17.2	18.1	32.4	25.0	21.6	27.1	37.2
每股股息净值	100.0	50.0	11.1	22.9	25.0	21.6	27.1	37.2
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	41.7	42.9	44.2	45.5	49.2
息税折旧摊销前利润率	12.6	11.5	12.0	14.5	15.6	16.7	18.0	21.6
息税前利润率	10.4	9.7	10.5	12.6	14.0	15.3	16.8	20.6
净利 (UBS) 率	13.7	13.6	13.8	15.6	17.0	17.8	19.3	22.5
ROIC (EBIT)	62.8	66.4	85.8	125.4	185.5	300.9	>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	15.0	16.7	17.8	19.6	22.8
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)	(6.9)	(6.5)	(6.1)	(5.7)	(4.9)
净债务/总权益 %	(86.4)	(88.7)	(88.2)	(89.4)	(91.2)	(93.0)	(94.8)	(95.0)
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)	(25.7)	(29.8)	(34.7)	(41.1)	(49.2)
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	10,813	12,542	14,751	17,364
总计	5,857	6,930	8,033	9,429	10,813	12,542	14,751	17,364
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	1,190	1,519	1,918	2,483	3,569
总计	608	674	840	1,190	1,519	1,918	2,483	3,569

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	+14.2%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+15.7%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+7.1%

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。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
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 12 月 31 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。

涉及报告中提及的公司的披露

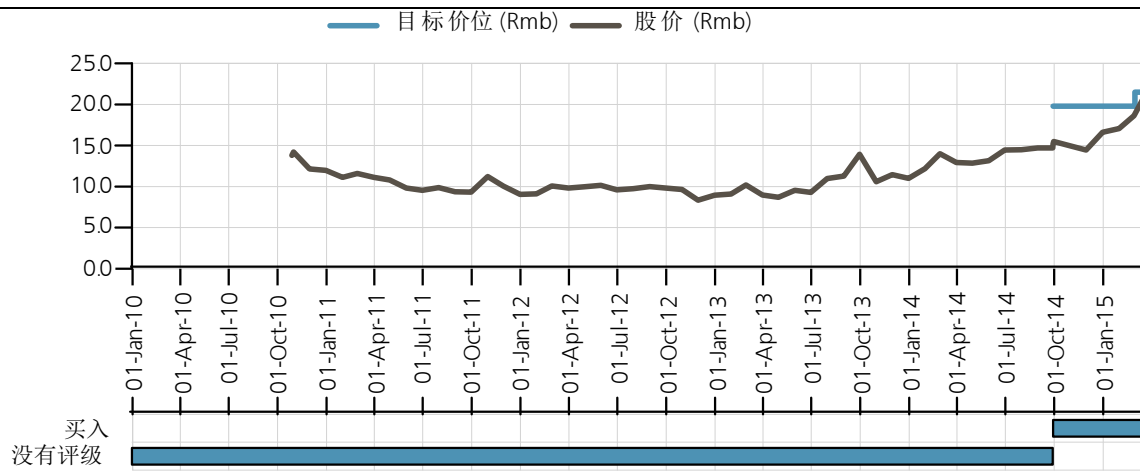
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中南传媒	601098.SS	买入	不适用	Rmb20.57	2015 年 03 月 16 日

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 2015 年 3 月 16 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受的损失(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（ACPR）和金融市场监管局（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) 条之规定，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。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管局（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（注册号：1995/011140/07）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有联系或可能与有联系（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。迪拜：由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**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合格投资者，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. (MCI (P) 016/09/2014 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，出版人及发布者。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/ecfs-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。**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（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**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 2015 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。

