

2010年10月8日

中南传媒

跨媒体全产业链的出版龙头

作为我国文化产业的领军者之一，中南传媒规模大、实力强、产业链完整，业务集群内生增长较高；在跨区域、跨行业等方面颇有建树。未来公司将充分受益于国家对文化产业的战略性推进。预计未来三年净利润年均增长18.2%，每股公允价值9.96元至11.52元。

- **文化产业龙头：**我国文化产业建设已上升为国家战略，面临巨大发展机遇，体制改革加快，产业发展提速。中南传媒母公司为全国第二大出版集团，将凭借行业龙头地位，充分享受文化产业大发展大繁荣的高景气度和巨大增长潜力。
- **“多介质、全流程”结构优势：**公司产业链完整，拥有图书、报纸、期刊、电子、音像、网站、手机报、框架媒体等多种媒介品牌集群。公司现有产品结构和商业模式符合传媒业未来发展方向，内容复制与创新具有规模效应，构筑起资源集约、多层互通的品牌建设平台。
- **湘版图书实力强：**公司下属5家出版社入选全国一级出版社，湘版教材全系列覆盖全国29个省市，科普、古典文学、作文、音乐类等一般图书零售排名居前。
- **湖南第一大报系：**《潇湘晨报》占据湖南报业的半壁江山。红网为国内排名居前的区域新闻门户网站。报纸、网站、互动框架媒体等构筑起多层次、高成长的传播平台和商业体系。
- **借募投资项目酝酿“二次创业”：**募集资金将投向公司主业，加快公司产业升级和战略转型。有望加强传统出版业务各个环节竞争优势，并通过建设国家级“数字传媒内容基地”实现出版湘军在新媒体领域的开疆辟土。
- **估值：**不考虑收购预期，预计公司2010-12年全面摊薄每股收益为0.31元、0.35元和0.44元，年均复合增长18.2%。综合相对估值和绝对估值结果，得到公司每股公允价值9.96元至11.52元，相当于2010年32-37倍市盈率。

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511
du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

冯雪

(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210010330

重要数据

发行股数(百万)	398
发行后总股数(百万)	1,796
流通股(%)	22.2
净负债比率(2010E)(%)	净现金
主要股东(%)	
湖南出版投资控股集团	64.9

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,550	4,052	4,660	5,328	6,155
变动(%)	11.1	14.2	15.0	14.3	15.5
净利润(人民币 百万)	369	480	560	631	782
全面摊薄每股收益(人民币)	0.308	0.343	0.312	0.351	0.435
变动(%)	(4.9)	11.5	(9.2)	12.7	23.9
市盈率(倍)	32.4-37.4	29.0-33.6	32.0-37.0	28.4-32.8	22.9-26.5
每股经营现金流量(人民币)	n.a.	0.669	0.539	0.550	0.569
价格/每股经营现金流量(倍)	n.a.	14.9-17.2	18.5-21.4	18.1-20.9	17.5-20.2
企业价值息税折旧前利润(倍)	33.7-39.4	25.1-29.5	18.0-22.1	17.1-20.8	14.7-17.8
每股股息(人民币)	n.a.	0.050	0.047	0.053	0.065
股息率(%)	n.a.	0.4-0.5	0.4-0.5	0.5-0.5	0.6-0.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
估值.....	5
公司概况.....	7
出版业务——无湘不成军.....	12
发行业务——区域龙头.....	19
报刊及网络业务——多介质传播平台.....	23
印刷及物资业务——对内配套对外拓展.....	28
合纵连横.....	30
募集资金投向.....	33
盈利预测及假设.....	45
风险提示.....	49
附录一、中国新闻出版产业概况.....	50
附录二、湖南省经济与教育情况.....	59
附录三、湖南省报业市场.....	63
研究报告中所提及的有关上市公司.....	67

投资摘要

中南传媒成立于2008年12月25日，由全国第二大出版集团——湖南出版投资控股集团改制重组而成。公司全面承继集团主营业务和相关资产，图书出版产业链完整，拥有《潇湘晨报》、红网等报媒、网络资源。出版湘军整体上市，是全产业链、跨媒体运营的中国文化产业领军企业。

募集资金主要投向公司出版、发行、印刷、新媒体主业和企业信息化建设等，酝酿“二次创业”契机，对加快公司产业升级和战略转型具有重要意义。未来随传统主业和新媒体业务同发力、互融合，将打造中国一流的出版传媒骨干产业集团、中国文化产业重要的战略投资者和全球重要的华文全媒介内容运营商。

战略性支柱产业龙头：我国文化产业建设已上升为国家战略，面临巨大发展机遇，体制改革加快，产业发展提速，跨媒体运营将日益频繁，市场集中度提高。作为中南传媒控股股东的湖南出版投资控股集团为全国第二大出版集团，将凭借行业龙头地位，充分享受文化产业大发展大繁荣的高景气度和巨大增长潜力。

“多介质、全流程”结构优势：公司“编印发供媒”产业链完整，拥有图书、报纸、期刊、电子、音像、网站、手机报、框架媒体等媒介品牌集群，其“大集团、全产业链”的模式意味着产业链各个环节可管可控、资源禀赋得以综合利用、易实现多种媒体间的互动开发。公司现有产品结构和商业模式代表着中国传媒业未来的发展方向，内容在多媒介下复制性强，容易实现规模效应，构建起资源集约、多层互通的品牌建设平台。

湘版图书出版实力强、品牌价值突出：下辖8家出版社及1家租型机构，其中5家为全国一级出版社。湘版教材教辅及科普、音乐、古典文学等一般图书拥有较高市场份额和市场影响力。湘版教材全系列已开拓至全国29个省市区市场，为全国性和国家级教材品牌。科普、古典文学、作文、音乐类等图书零售市场份额居前，为各细分行业的第一、第二位。

省内第一大报系经营性业务的全媒体运营：《潇湘晨报》是湖南省第一大报，在发行规模、经济效益等方面，均遥遥领先于其他省级或地市级报纸。红网是国内排名靠前的地方性新闻门户网站。红网传媒具独特互动框架媒体特征。据此，报纸、网站、互动框架视频网等构筑起多层次、高成长的传播平台和商业体系。

借募投资项目酝酿“二次创业”：通过募集资金使用，公司传统出版业务各环节均有望得到加强。这包括建立图书出版版权运营相关的“三个中心一平台”，实现基础教育领域的复合出版，新华书店复合经营升级，全国出版物营销渠道拓展，印刷技改，集团整体 ERP 实施等。更重要的是公司有望凭国家级“数字传媒内容基地”建设，打造出内容聚合、多次开发的数字资源全屏服务平台，来实现出版湘军在新媒体领域的开疆辟土。

对外合纵连横：公司近年来陆续与外部资本、民营书商成功合作，未来受益于《文化产业振兴规划》的落实、湖南文化强省建设的推进、文化产业“十二五”规划的制定实施，凭借公司业内领先地位及资本运营平台的强大影响力，预计进一步加快跨地区、跨所有制、跨行业联合重组的可能性较大。

预计净利润 2010-12 年均复合增长 18.2%：若假设发行 3.98 亿股，不考虑兼并重组预期，预计公司 2010-12 年全面摊薄每股收益分别为 0.31 元、0.35 元和 0.44 元，每股公允价值为 9.96-11.52 元。

估值

中南传媒具有图书印刷出版发行、报纸与新媒体经营等多种复合媒体业态，其中图书出版业务贡献九成利润。尽管即将完成对四川出版集团收购的**新华文轩**(811.HK/港币 4.16, 买入)具备一定的可比性，但鉴于中南传媒和新华文轩分处不同的市场环境，我们未将新华文轩纳入可比公司估值范畴内。故仅选取 A 股出版类上市公司为估值的可比公司。2010 年和 2011 年，可比公司总市值加权平均市盈率分别为 38.8 倍和 32.5 倍。由于中文传媒(*ST 鑫新)现阶段金融股权投资收益比例相对较高，而其与粤传媒仍处于重大资产重组期，剔除二者之后的行业总市值加权平均市盈率为 41.6 倍和 34.7 倍。

中南传媒成长性高于行业平均

中南传媒在业内排名居前，整体实力强，盈利水平高，品牌价值高。我们认为，公司长期内将受益于出版创意策划、基础教育复合出版、数字资源全屏服务平台等一系列契合公司战略及行业发展趋势的项目的实施，且具有较高的对外合作、并购重组的预期。据此判断公司未来成长性将高于行业平均。基于 2010 年 32-37 倍市盈率，公司每股公允价值为 9.96-11.52 元。

图表 2. 可比 A 股公司估值表 (2010-9-30 收盘价)

公司名称	代码	总市值 (人民币亿元)	总股本 (亿股)	收盘价 (人民币)	全面摊薄每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				净利润年均复合增长率 (%)		净资产收益率 (%)	
					2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2010-12E	2009	2010E	
新华传媒	600825.SS	115.3	10.45	11.03	0.22	0.20	0.29	0.34	49.5	56.0	38.6	32.9	30.4	11.1	11.2	
出版传媒	601999.SS	67.6	5.51	12.27	0.23	0.25	0.28	0.31	53.3	48.5	44.0	39.8	10.4	8.8	9.3	
时代出版	600551.SS	71.2	4.22	16.90	0.58	0.63	0.69	0.76	29.1	26.9	24.6	22.2	10.1	11.5	11.7	
皖新传媒	601801.SS	123.1	9.10	13.53	0.35	0.34	0.38	0.43	39.2	40.2	35.9	31.5	12.9	14.2	10.7	
博瑞传播	600880.SS	117.4	6.16	19.07	0.44	0.58	0.70	0.85	43.6	32.7	27.4	22.4	20.8	20.2	21.0	
华闻传媒	000793.SZ	82.2	13.60	6.04	0.12	0.14	0.16	0.18	50.0	43.4	38.8	33.6	13.7	7.2	7.3	
中文传媒	600373.SS	92.9	5.67	16.38	0.47	0.60	0.75	0.82	35.0	27.3	21.8	20.0	16.9	9.0	10.5	
粤传媒	002181.SZ	109.3	7.24	15.10	(0.27)	0.44	0.50	0.57	n.a.	34.0	30.4	26.6	13.0	(7.8)	n.a.	
行业总市值加权平均					0.34	0.41	0.48	0.54	42.8	38.8	32.5	28.4	16.8	12.3	12.0	
剔除中文传媒、粤传媒后的总市值加权平均					0.31	0.37	0.43	0.49	44.1	41.6	34.7	30.1	17.5	12.9	12.2	
中南传媒					0.31	0.35	0.44						18.2	17.9	8.5	

注：行业总市值加权平均 2009 年数未考虑重组前的粤传媒，中文传媒、粤传媒总股本根据重组预案调整

注：净资产收益率按期末股东权益计算

资料来源：万得资讯，中银国际研究预测

绝对估值

我们参考十年期国债利率将市场无风险利率设为 3.5%，假设市场风险溢价为 7.5%，目标资产负债率为 20%，则 DCF 估值方法下的基本假设和估值结果如下：

图表 3. 估值假设(%)

加权平均资本成本 (WACC= $r_E \cdot E + R_d \cdot D$)	9.9	税后借贷成本 (Rd)	5.3
股东资金成本 ($r_E = r_F + B \cdot r_M$)	11.0	借贷成本 (Rd0)	7.0
无风险利率 (rF)	3.5	有效税率 (Rt)	25.0
调整后的贝塔值 (倍) (B)	1.0	目标股本比例 (E)	80
市场风险溢价 (rM)	7.5	目标债务比例 (D)	20

资料来源：中银国际研究预测

基于 9.9% 的加权平均资本成本和 1.5% 的永续增长率，公司 DCF 法下估值结果为 10.1 元/股。

图表 4. 敏感度分析

		WACC				
		11.9%	10.9%	9.9%	8.9%	7.9%
GR	3.0%	8.8	9.8	11.2	13.1	15.8
	2.5%	8.5	9.5	10.8	12.5	14.8
	2.0%	8.3	9.2	10.4	11.9	14.0
	1.5%	8.1	9.0	10.1	11.5	13.3
	1.0%	8.0	8.8	9.8	11.0	12.7
	0.5%	7.8	8.6	9.5	10.7	12.2
	0.0%	7.7	8.4	9.3	10.3	11.7

资料来源：中银国际研究预测

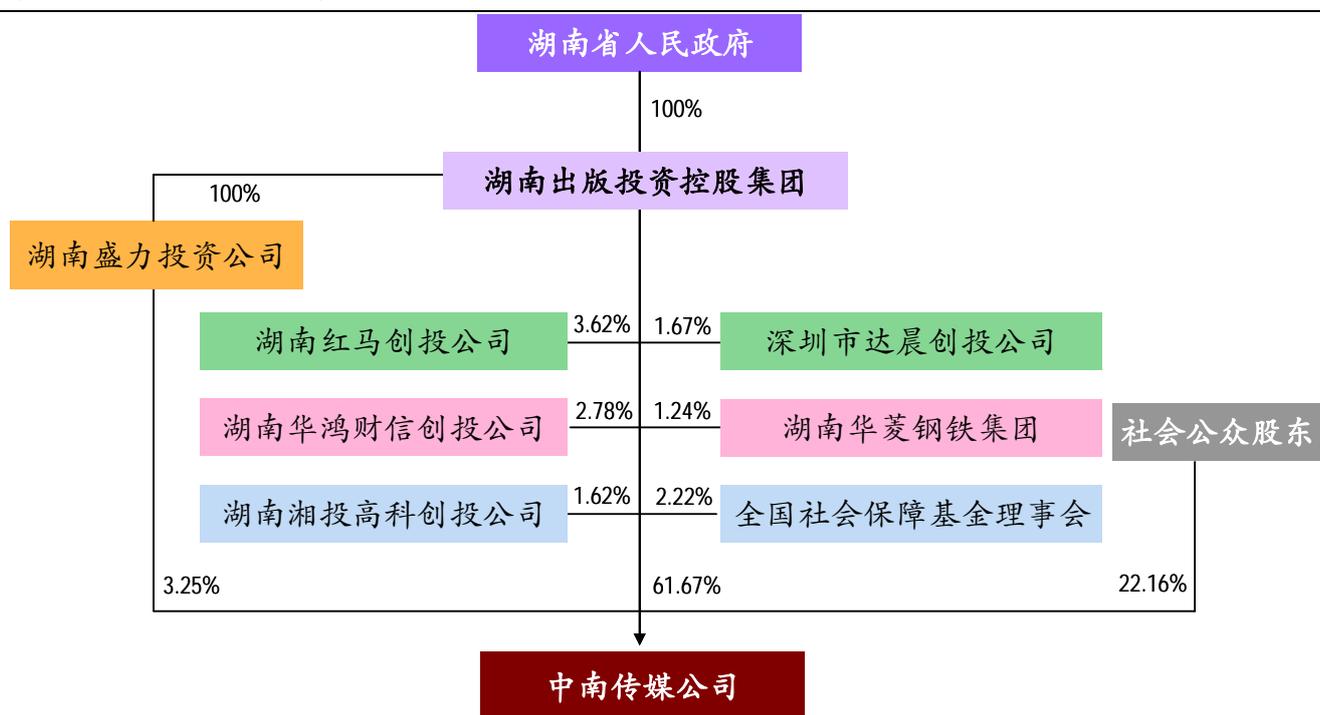
每股公允价值为 9.96-11.52 元

综合市盈率相对估值法和贴现现金流绝对估值法结果，中南传媒每股公允价值为 9.96-11.52 元。

公司概况

中南出版传媒集团股份有限公司（简称中南传媒）于 2008 年 12 月 25 日由湖南出版投资控股集团整体重组改制而成。承接母公司所有经营性主业和资产，即将在上交所挂牌上市。若公开发行人 3.98 亿股，则第一大股东湖南出版投资控股集团合计持有公司发行后 64.9% 股权。实际控制人为湖南省人民政府。

图表 5. 发行后股权结构图



注：假设发行 3.98 亿股

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

文化产业领军者

中南传媒是全国第二大出版集团，既是湖湘文化的优秀传承者，又是辐射全国、走向世界的文化产业生力军。未来致力于成为“中国一流的出版传媒骨干产业集团、中国文化产业重要的战略投资者和全球重要的华文全媒介内容运营商”。

目前教材教辅的出版发行业务是公司最主要的业绩来源。未来随募投项目的实施和“跨地区、跨行业、跨国界”发展战略的推进，公司出版、发行、印刷和媒体主业有望不断夯实，市场份额持续提升，品牌影响力增强，销售收入及收益规模增长可期。

图表 6. 公司整体实力简介

整体	行业地位	
		1. 2006年, 据新闻出版总署图书司课题组发布的《谁是2006中国书业领跑者》, 按照图书发货码洋统计, 湖南出版投资控股集团位居第3位 2. 2008年2月, 在《光明日报》社和《经济日报》社联合举办的“首届全国文化企业30强”推荐活动中, 湖南出版投资控股集团位居出版发行类第3位 3. 在2009年全国首次经营性出版单位等级评估中, 发行人下属的5家出版单位入选全国100家一级出版社, 入选数量在全国地方出版集团中位居第2位 4. 2009年8月, 湖南出版投资控股集团被中宣部、文化部等主管部门评为“全国文化体制改革先进企业” 5. 2010年5月, 在《光明日报》社和《经济日报》社联合举办的“第二届全国文化企业30强”推荐活动中, 湖南出版投资控股集团集团位居第2位 6. 2010年7月, 在新闻出版总署公布的《新闻出版产业分析报告》中, 湖南出版投资控股集团位居全国出版集团总体经济规模综合评价第2位
出版	教材教辅、一般图书、电子出版物、音像制品	1. 除湖南本省外, 公司自主开发的8科9种16套湘版教材行销全国28个省、市(区)市场 2. 担任人民教育出版社等省外出版社中小学教材在湖南省的独家代理 3. 在图书细分市场中, 中国古典文学图书、科普图书市场占有率排名第一, 作文图书、音乐图书市场占有率排名第二
发行	教材发行, 图书批发、零售	1. 湖南最大的图书发行商 2. 湖南省中小学免费教材“政府单一来源采购”供应商
媒体经营	报刊发行、报纸广告、互联网广告、户外广告发布	1. 湖南第一大报《潇湘晨报》 2. 湖南省新闻门户网站“红网”
印刷	书刊印刷、报纸印刷、商业印刷	湖南最大的书刊印刷企业

注: 市场排名数据来源于北京开卷信息技术有限公司报告

资料来源: 公司招股意向书

图表 7. 公司下属主要分公司、二级子公司简介

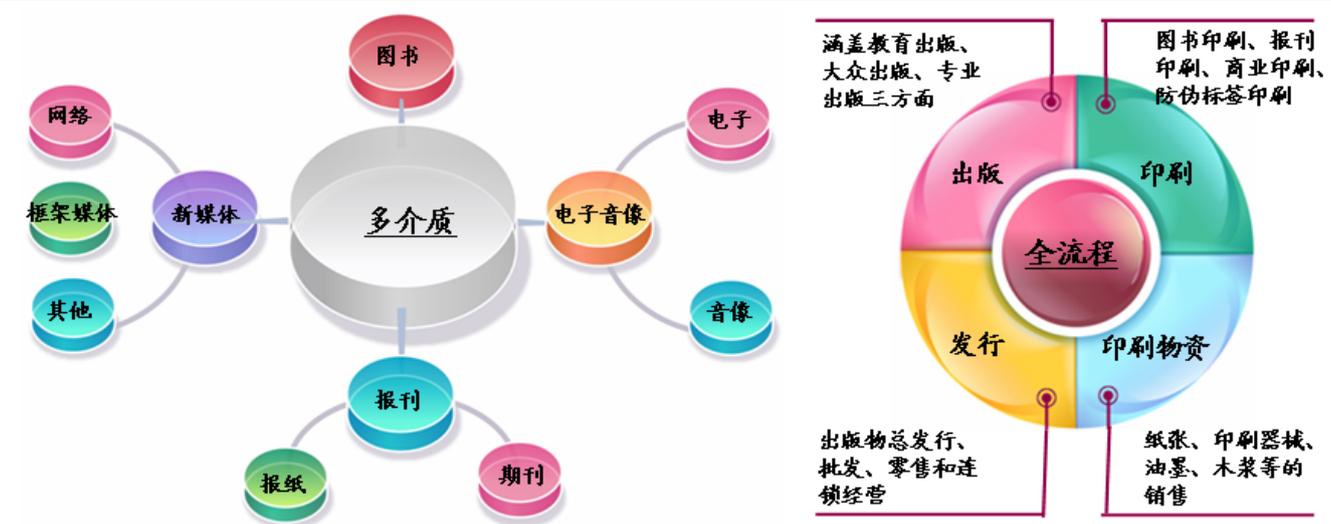
	持股比例 (%)	业务	总资产	净资产	净利润	
			2010年上半年末	2009年末	2010年上半年	2009年上半年
出版业务:						
湖南出版中心	分公司	教材租型	20,367	8,902	9,051	5,549
湖南教育出版社	分公司	图书出版	20,279	14,935	2,719	1,683
湖南美术出版社	100	图书出版	15,655	6,273	1,730	439
湖南科学技术出版社	100	图书出版	11,959	3,735	1,107	336
湖南岳麓书社	100	图书出版	8,739	2,610	1,216	659
湖南少年儿童出版社	100	图书出版	14,381	5,046	1,690	949
湖南电子音像出版社	100	电子音像出版	3,267	1,174	910	481
湖南文艺出版社	100	图书出版	12,653	5,239	1,861	596
湖南人民出版社	100	图书出版	12,058	4,526	734	322
中南天闻出版策划公司(筹)	分公司	图书选题策划				
中南名师教育科技公司(筹)	100	基础教育复合出版、名师网运营				
天闻数媒科技(北京)公司	100	青少年“成长无忧”社区及数字传媒内容基地				
发行业务:						
湖南省新华书店	100	省内教材发行及新华书店连锁零售	315,704	161,959	20,209	12,883
湖南省新教材公司	100	省外发行	10,857	2,149	1,532	845
中南传媒北京涌思图书公司	90	图书选题策划、发行	2,073	1,376	(161)	(263)
湖南珈汇教育图书发行公司	51	图书选题策划、发行	3,530	1,129	381	43
湖南联合教育出版物发行公司	51	图书选题策划、发行	6,849	1,645	848	540
印刷业务:						
湖南天闻新华印务公司	100	图书印刷、报印、商印、防伪产品生产	74,005	33,189	6,590	3,105
物资供应业务:						
湖南省印刷物资公司	100	印刷物资供应	27,776	10,493	188	25
报纸和新媒体业务:						
湖南潇湘晨报传媒经营公司	100	报纸、期刊、网站、户外框架媒体等运营	26,259	7,231	4,743	2,724
中广潇湘广告(北京)公司	51	广告制作	63	(22)	(12)	(52)
湖南天闻动漫传媒公司	100	动漫期刊、图书、手机彩信、动画等运营	4,856	4,611	(333)	(26)

资料来源: 公司数据

“多介质、全流程”结构优势

公司“编印发供媒”产业链完整，公司产业链完整，拥有图书、报纸、期刊、电子、音像、网站、手机报、框架媒体等多种媒介品牌集群。其“大集团、全产业链”的模式代表着中国传媒业未来发展方向。“多介质、全流程”的业务架构意味着产业链各个环节可管可控、资源禀赋得以综合利用、易实现多种媒体间的交互，一方面显现出高于行业平均水平的经济规模效应，另一方面构建起资源集约、多层互通的品牌建设平台，拥有较高品牌价值和品牌建设力。

图表 8. 公司“多介质、全流程”业务架构



资料来源：公司数据

五大主业构成

公司主业包括出版、发行、物资供应、印刷、报媒五大板块。图书出版产业链完备，报媒交互活跃。2009年，公司实现营业收入40.5亿元，净利润4.9亿元。2007-09年间收入和净利润的年均复合增速分别达12.6%和11.1%，符合行业持续稳定增长的特征。2010年上半年，公司实现营业收入20.3亿元，净利润2.8亿元。

不考虑产业链各环节内部抵减，2009年出版、发行、物资供应、印刷、报媒五大主业汇总收入占比分别为21.5%、51.1%、9.0%、11.3%和7.2%；主业毛利占比分别为23.1%、58.9%、1.4%、7.2%和9.4%。出版发行业务比重较大，报纸、新媒体业务增速更快。

规模效益显著

作为我国出版业的领军者之一，公司“多介质、全流程”特色鲜明，规模效应显著。由2009年可比公司财务数据可知，相比其他出版发行类上市公司，公司的营收规模更大、利润率更高。2009年，公司综合毛利率为41.0%，净利率为11.8%，显著超出同业，处于行业领先水平。

图表 9. 可比公司财务数据表(2009 年)

公司名称	营业收入 (人民币 百万元)	未内部抵减的收入构成(%)					息税折旧 营业成 摊销前利		扣非后		同比增长率(%)		
		图书出版	及物流	资供应	及广告	其他	本	润	净利润	净利润	营业	扣非后	扣非后
		图书发行	及物流	资供应	及广告	其他	(人民币	百万元)		收入	净利润	净利润	
新华传媒	2,278	n.a.	46.9	n.a.	50.1	2.9	1,443	321	233	172	(21.6)	(3.7)	(12.4)
时代出版	1,752	66.6	n.a.	19.7	n.a.	13.7	1,263	279	225	204	18.0	2.9	3.0
出版传媒	1,292	37.4	43.5	17.6	n.a.	1.6	973	145	129	109	9.7	11.9	13.2
皖新传媒	2,545	n.a.	98.3	n.a.	n.a.	1.7	1,706	328	276	294	5.4	9.6	16.3
中文传媒	2,405	11.3	69.6	4.1	n.a.	15.0	1,485	n.a.	266	n.a.	3.9	45.2	n.a.
新华文轩	3,265	8.9	90.7	n.a.	n.a.	0.4	2,009	326	359	346	19.3	6.1	3.9
博瑞传播	923	n.a.	n.a.	42.5	43.4	14.1	454	422	263	242	14.0	37.2	32.8
华闻传媒	2,531	n.a.	n.a.	9.7	66.8	23.5	1,583	504	164	125	(10.1)	(1.3)	(8.2)
中南传媒	4,052	21.2	50.5	20.1	7.1	1.2	2,390	643	480	464	14.2	29.8	30.3

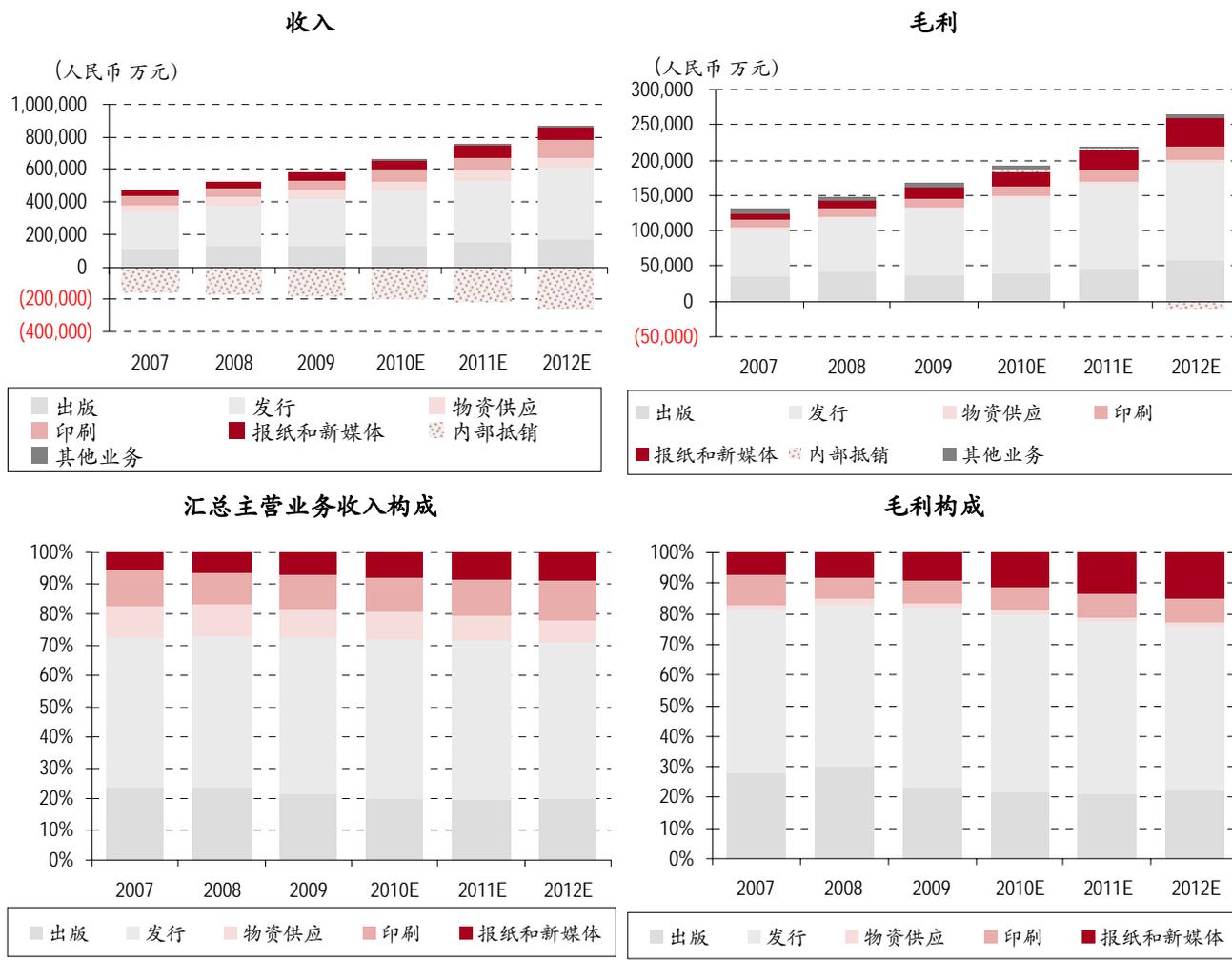
	毛利率	息税折旧		扣非后	资产	净负	净资产收		流动	存货	应收账款
		摊销前	经营				净利率	率(扣非			
		利润率	费用率	净利率	负债率	债率	益率(扣非	摊薄)	(%)	(天)	(天)
新华传媒	36.6	14.1	23.0	10.2	7.6	33.5	(16.9)	8.2	1	135	85
时代出版	27.9	15.9	13.7	12.9	11.6	24.1	(26.2)	10.4	3	161	83
出版传媒	24.7	11.2	18.6	10.0	8.4	34.6	(44.8)	7.4	2	176	89
皖新传媒	33.0	12.9	20.6	10.9	11.6	35.2	(72.3)	15.1	2	40	44
中文传媒	38.2	n.a.	27.0	11.8	n.a.	39.8	(26.1)	n.a.	2	85	59
新华文轩	38.5	10.0	27.6	11.0	10.6	32.8	(59.1)	9.1	2	138	35
博瑞传播	50.8	45.8	13.1	28.5	26.3	34.1	(51.4)	18.6	1	26	12
华闻传媒	37.4	19.9	19.3	6.5	5.0	27.3	(23.7)	5.5	2	47	19
中南传媒	41.0	15.9	27.6	11.8	11.5	51.9	(65.2)	17.4	1	107	23

注：新华文轩按国内会计准则调整，其出版收入包括辅助出版、印刷和物资供应收入，未包括2010年收购的四川出版

资料来源：万得资讯，中银国际研究

未来，我们认为公司传统的图书出版发行、纸质报刊经营业务稳定增长。同时判断公司将加大在数字出版、新媒体运营等领域的投入。基于其多年来积累的优势地位、整体实力和优秀管理能力，预期公司有望在新媒体领域获得持续突破。我们预计公司2010-12年收入和毛利的年均复合增速分别为14.9%和15.2%。

图表 10. 公司收入及毛利构成



资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

出版业务——无湘不成军

湖南出版实力居行业前列

湖南出版综合实力居行业前列。2009年全国首次经营性出版单位等级评估中，公司下属5家出版单位入选全国百家一级出版社，入选数量在全国地方出版集团中居第2位。湘版图书在教辅教材、音乐、古典文学、医卫科普和作文等领域已建立全国性的图书品牌，具有较大的市场份额和较强的市场竞争力。

2009年，公司出版业务收入12.4亿元，其中教材教辅和一般图书分别占76.5%和17.2%，是最重要的两类产品。而期刊、音像制品分别实现27.5%和22.1%的增幅。

教材教辅出版实力强

目前公司年出版中小学教材总品种达261种，年出版教材教辅总计超过2000种。

湘版教材全系列进入全国29个省市，市场覆盖度高

教材领域，自“一纲一本”国定制改为“一纲多本”审定制以来，公司下属出版社共开发8科9种16套湘版教材，陆续拓展除湖南以外的全国28个省市，是位于行业第一梯队的国家级教材出版力量。2008年高中历史首次入京，2009年高中地理、历史、音乐、美术等新进河南、山西、新疆、江西4省区；介入内蒙古地方教材编写；数学繁体版(7-9年级)首次输出至台湾。相对而言，湘版地理、历史、美术、音乐等副科教材，区域覆盖面广，市场竞争力强。

教辅亦成功开拓省外市场

教辅领域，2009年成功进入福建、河北、黑龙江等地的区域化配套教辅市场，若干教辅品种具有较强的市场影响力。

图表 11. 湘版教材市场情况

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

资料来源:公司招股书

由于我国教材教辅地方保护主义色彩相对较重，地方版本教材教辅（尤其是教辅）的主力市场仍集中于各省区域内。对各省出版发行集团而言，本省市场相对稳固，增量市场主要源于省外。湘版教材教辅亦然。2009年公司省内出版实现收入9.8亿元，占出版业务收入总额的78.5%，同比下降3.3%。虑及教材教辅业务的政策性及地方壁垒，借此推测湘版教材教辅省内市场占比更高，在80%以上。随教育产业的市场化渗透和产业链中的利润终端化趋势，凭产品质量打破行政壁垒的可能性逐渐增大。比如，2008年由于外省直供教材数量增加800万册，公司教材教辅出版业务约增厚3,300万元销售额，占教材教辅出版收入总额的3.4%。

湖南出版中心负责教材租型

外版教材租型方面，湖南出版中心拥有人教社、译林社、教育科学社、语文社、地图社等中央及外省出版社教材的湖南独家租型代理权。2007-09年，公司对外分别支付5717万元、7149万元和6113万元租型费，租型费率分别为6.0%、8.0%和7.4%，三年的租型码洋分别为9.5亿元、8.9亿元和8.3亿元，逐年下降。除学生人数递减、循环教材等影响之外，侧面印证湘版教材在与外版教材在省内市场争夺中占上风。

湘美社等一批教材教辅业务 份额高的出版社将继续做大 做强教育出版

此外，专业教材教辅出版比重较高的湘美社等将立足现有优势，继续拓展教育类图书出版。比如，湘美社提出“以美术教育为主线，大众美术和专业美术为两翼”的总体发展思路。在教育出版方面，拟以人的终身发展为基础，构建美术教育的平台。通过美术教育事业部、现代美术教育研究所和中国美术教育信息网（www.arteduinfo.com）等布局全阶段的美术教育出版业，拟打造“美术教育的百年老店”。同时考虑筹备艺术数据库、数字教材等。

全国营销渠道建设和基础教育 复合出版项目有利于公司 教材教辅出版业务持续增长

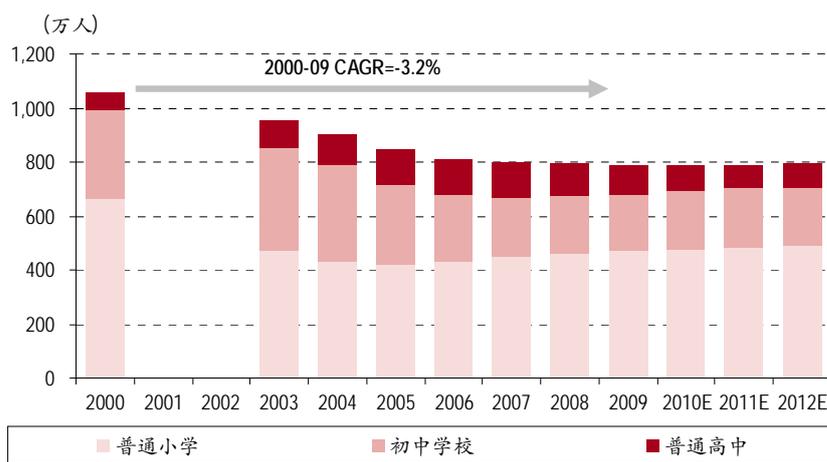
如前所述，公司未来教材教辅增长主要源于外省市场开拓及教辅品种丰富。前者将受益于新教材公司全国营销渠道建设，后者将受益于以名师网为载体的基础教育复合出版、点读笔等数字化教辅产品的推广。

湖南普通小学学生人数递增，学生人数总规模下降趋势趋缓

学生人数变化影响

普通中小学学生规模是衡量基础教育产业容量的重要指标。2009年末湖南省普通中小学在校学生共计790万人，约占全国总数的4.4%，属前十大省市。2000-09年，湖南省普通中小学学生人数规模逐年递减，年均复合下降3.2%。但近年来下降幅度逐渐趋缓，2007-09年的降幅分别为1.8%、0.9%、0.3%。而影响未来普通初中、高中在校人数的普通小学学生人数呈上升趋势，2007-09年分别比上年同期上涨3.6%、3.1%和2.3%。我们认为，湖南省中小學生人数规模递减对公司教材省内市场需求量（涉及印刷、出版、发行等多个业务环节）的负面影响在逐步减弱。

图表 12. 湖南省普通中小学在校人数变化预测



资料来源: 统计公报、中银国际研究预测

政策影响

我国义务教育产业受政策影响较大。目前中小学教材出版发行招投标、免费教材、循环教材、教材印张基准价格规定、彩版课本规定等若干规定、政策影响着各地出版发行格局和教材教辅细分市场盈利前景。

中小学教材出版发行招投标政策对公司教材发行权影响不大

我国自2001年底启动中小学教材出版发行招投标改革，但湖南省不属于试点范围，公司(原湖南出版集团)始终是政府指定的湖南省义务教育教材唯一供应商。2008年秋季，中小学教材出版发行招投标在全国范围内推行以来，湖南省内此项政策实施相对较晚，公司在资质和资源方面的区域优势仍然十分显著，出版权和发行权得到延续。我们判断，未来这一格局不会改变。

义务教育阶段免费教材政府 统一采购压低发行利润空间

财政部、教育部于2004年、2005年颁布免费教材的相关规定。2007年秋季，免费教材、政府采购政策扩大至全国农村义务教育。湖南省自2008年春季开始落实免费教材范围扩大政策，当年的教材教辅出版业务受益显著。但在全国范围内，政府单一来源采购的模式压低了教材发行利润空间。2008年公司未对政府采购让利，但2009年提供4.1%码洋折扣。2009年免费教材码洋6.86亿元，则影响利润2813万元。作为政府和公司博弈的结果，我们判断政府采购免费教材的码洋折扣将继续存在。

循环教材缩减副科教材需求 量

我国自2008年春季起在全国范围内实施部分教材(主要是副科)的循环使用。湖南省循环教材政策实施始于2009年，涉及小学、初中的音乐、美术、科学、信息技术、体育与健康5个科目，循环期3年，每年减少约1/3的新书供货量。2009年影响公司出版收入1.1亿元，约占教辅教材出版收入总额的11.7%，影响发行收入1.5亿元，约占教材教辅发行收入总额的6.21%，影响公司净利润1,864.88万元，占公司净利润总额的3.89%。由于在循环教材全国推行的两年内，已部分出现有关图书质量、卫生、储存等方面的问题，政策在各地的实施程度各异，我们认为该政策的持续性或实施力度有待观察。在现有政策涉及科目范围不扩大的前提下，随着公司出版发行资源优化，循环教材政策对公司出版发行业务的影响会越来越弱。

我国新一轮教改启动，教育 投入增大

随2010年7月30日国务院公布《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》，我国新一轮教改正式启动。《规划纲要》提出到2012年实现教育财政性支出占国内生产总值4%，确保到2020年我国基本实现教育现代化，基本形成学习型社会，进入人力资源强国行列。众多教育类图书出版发行商将受益于国家对教育产业投入的持续增加。

湘版图书市场份额持续上 升，科普类、作文类等优势 最为显著

一般图书出版富有特色

近年来，湘版图书在全国图书零售市场的整体排名靠前，市场占有率持续上升。2009年，湖南科技社的科普、岳麓书社的古典文学继续保持全国第一的地位，少儿社的“开心作文”品牌列全国第二，音乐稳居全国前三强，原创文学、儿童文学、收藏设计等排名显著上升；2008年，《红袖》、《青瓷》、《命运》、《世界是平的(3.0版)》、《乔治开启宇宙的秘密钥匙》等5种图书进入开卷畅销书排行榜。2009年，公司在作文、教辅、生活、和少儿类新书市场优势明显。

公司一般图书、期刊、音像制品等持续增长，毛利率稳中有升，优于同业平均

2009年，公司一般图书、期刊、音像制品等出版业务均获增长，同比分别增长14.8%、27.5%和16.0%。主要是源于出版册数和品种的增加。2009年公司一般图书和音像制品的销量分别为2760万册和992万册，同比增长38.9%、23.5%，一般图书和音像制品的新书品种分别同比增长27.7%和9.2%至1890种和142种。除传统零售渠道增长外，公司一般图书出版业务受益于国家“农家书屋”项目合同的获得。近三年，公司一般图书出版业务的毛利率水平稳定在40%以上，显著超出安徽、辽宁和江西等省；而期刊、音像制品等毛利率持续小幅提升，体现良好的经营绩效。

图表 13. 2009 年公司各类别图书细分市场排名

图书类别	排名	新书类别	排名
科普	1	科普	7
作文	2	作文	1
医学	3	医学	1
艺术	4	艺术	1
其中：音乐	2	教辅	2
文学	9	文学	7
其中：中国古典文学	1	经济管理	9
经济管理	5	生活	10

注：开卷仅统计全国实体书店渠道，市场份额按码洋计算

资料来源：北京开卷信息技术公司

图表 14. 2009 年各出版社零售市场排名

出版社	同类社排名	比上年升降	动销品种数	同期变化(%)	动销排名	出版效率	比上增减
湖南少年儿童出版社	5	3	2,439	24.0	106	1.88	0.20
湖南科学技术出版社	4	0	1,981	2.9	139	1.15	(0.10)
湖南文艺出版社	6	0	2,097	0.7	130	1.05	0.00
湖南美术出版社	9	(1)	1,733	7.4	175	0.88	0.00
湖南教育出版社	8	1	2,103	10.0	128	0.86	(0.04)
湖南人民出版社	9	2	1,914	3.5	148	0.84	0.26
岳麓书社	6	0	1,369	5.6	252	1.00	0.07

注：开卷仅统计全国实体书店渠道，市场份额按码洋计算

资料来源：北京开卷信息技术公司

图表 15. 第二届中华优秀出版物奖获奖情况

奖项	作品	出版单位
图书奖	《地学思想史》	湖南教育出版社
图书提名奖	《和谐中国》	湖南人民出版社
	《里耶发掘报告》	岳麓书社
	《中国民间美术观念》	湖南美术出版社
	《中国航空史(第二版)》	湖南科学技术出版社
论文奖	《论古籍出版发展的现状与对策》	岳麓书社
	《出版社复合型营销人才之我见》	湖南科学技术出版社
音像奖	《“聆听经典”系列》	湖南电子音像出版社
抗震救灾特别奖-图书	《冰雪铸英魂》	湖南人民出版社
	《亲爱的小孩——灾后少儿心理救助读本(彩色漫画版)》	湖南少年儿童出版社
	《汶川十日——凤凰震地现场直击》	湖南文艺出版社
	《五月的殇咏》	岳麓书社
-音像电子游戏出版物	《五月的殇咏》	湖南电子音像出版社&岳麓书社

注：2008年12月25日评选揭晓，两年一届

资料来源：网络信息

图表 16. 农家书屋必备出版物目录中标情况

分类	作品	出版单位
图书	新农村环境保护读本	湖南教育出版社
	九亿农民健康教育读本 (3册)	湖南科学技术出版社
	鱼病防治图册 (农业病虫害防治丛书之一)	湖南科学技术出版社
	边城 (故土丛书·沈从文笔下的湘西之一)	湖南美术出版社
	禾下乘凉梦: 袁隆平传	湖南少年儿童出版社
	四大名著: (普及本4册)	岳麓书社

资料来源: 网络信息

湘美社以美术理论、史论为传统强项，并拓展收藏、生活类图书，成功拓展圣之艺术空间画廊运营

湖南科技社以科普、医卫为传统强项，近年来生活类图书为新增长点，与民营合作力度大

相比于教材教辅产品的政策性，公司一般图书出版业务的增长更依赖于旗下各社在各自优势领域内的做强做大，一般图书出版的商业模式朝分众化、无限逼近目标读者需求演变。

以常销书为主的湘美社以美术理论 (如美术技法、书法)、美术史论等为传统出版强项，同时已展开对收藏、生活美术 (摄影) 等领域的新探索。此外在产业链延伸方面，湘美社于 2004 年开始酝酿、08 年 6 月在北京 798 艺术区开出“圣之艺术空间”中国当代艺术品画廊，主要开展美术策划、展览、收藏、学术活动等。

一般图书占比高、没有主科教材出版业务的湖南科技社市场化程度较高，在科技类图书领域社会影响力第一、经济效益第三位。科普、医卫类图书为其传统出版强项，生活类图书等增长较快。未来，科技社将通过选题安排、营销布局力保前二者的优势地位，努力大幅提高医卫类排名。生活类图书方面，加大与民营资本、海外资源等的合作力度。数字出版方面，除考虑可能的电子书新载体外，不排除与民营企业或行业协会等合作建设网站平台的可能。

募投之一的出版创意策划项目是公司加强图书品牌培育力度的重要举措，有利于公司一般图书出版业务市场竞争力的迅速增强。除维护现有若干优势品牌外，还将在代表主流出版的细分图书市场 (如学术文化、儿童文学、卡通动漫、经济管理、原创文学、助学读物等) 培育新的标志性图书。

强力推进数字出版

公司发展数字出版具天时、地利、人和

国家级“数字传媒内容基地”

我国出版业加速转型，数字出版为大势所趋。公司已经启动数字出版业务，现阶段发展数字出版具有一定的天时、地利、人和。

从政策层面看，中南传媒目前是国内新闻出版业获授权的国家级“数字传媒内容基地”，拥有全部的传统出版及数字出版资质牌照，包括书 (刊) 号、互联网出版资质、新闻采访资质及互联网视听许可资质等。

天闻数媒是公司的数字出版平台

名师网深耕教育数字出版

从实施架构看，首先，2010年2月成立的天闻数媒(北京)公司为集团统一的数字出版中心和数字资源全屏幕项目的实施主体。天闻数媒肩负着牵头集团内部数字资源整合、进行二次开发的任务，将建成包罗下属各出版社、各报社优质资源的数字内容资源库。而数字资源全屏项目立足公司固有优势，首先锁定青少年教育领域，最终将覆盖全年龄段人群；以SNS网站为切入点，最终将完成对网站、手机、手持阅读器、电视等媒介集群的开发。

同时，名师网的基础教育复合出版项目充分体现公司“多介质、全流程”特色，是在教育出版领域推动“一次处理、多次开发、滚动使用、多点盈利”理念的实践。通过建立完整的多媒体教材、电子书包、在线测评等教育服务体系，占领教育出版领域的战略高地。

公司数字出版业务具有清晰的发展战略和执行步骤，期许能在2至3年内实现一定规模的数字出版和有效销售，促进业态升级。

图表 17. 可比公司出版业务规模及盈利能力

收入 (人民币 百万)	湖南 中南传媒			安徽 时代出版			辽宁/北方联合 出版传媒		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
教材教辅	820	981	951	661	713	914	247	236	n.a.
一般图书	205	186	214	202	202	220	80	141	n.a.
期刊	6	6	8	25	31	28	1	5	n.a.
电子音像及其他	61	61	71	6	4	6	9	13	n.a.
出版业务合计	1,091	1,235	1,244	893	950	1,168	336	394	534
同比增长 (%)									
教材教辅		19.6	(3.1)		7.9	28.3		(4.4)	n.a.
一般图书		(9.1)	14.8		(0.2)	9.2		76.8	n.a.
期刊		5.5	27.5		24.9	(11.2)		660.1	n.a.
电子音像及其他		1.1	16.0		(21.8)	29.7		33.6	n.a.
出版业务合计		13.1	0.7		6.4	22.9		17.1	35.8
毛利率 (%)									
教材教辅	29.0	33.2	26.7	37.1	39.0	35.8	31.5	30.1	n.a.
一般图书	43.1	42.3	41.6	31.9	32.0	29.9	32.6	35.8	n.a.
期刊	48.7	47.6	50.8	33.8	33.6	24.1	(35.5)	47.1	n.a.
电子音像及其他	40.0	34.3	35.4	13.8	36.0	15.6	51.4	38.7	n.a.
出版业务合计	32.4	34.7	29.9	35.7	38.8	34.4	32.2	32.6	32.8

资料来源：公司数据

发行业务——区域龙头

公司是湖南省最大的图书发行商，且是省内免费教材政府采购的唯一供应商

公司是湖南省最大的图书发行商，且是省内免费教材政府采购的唯一供应商。发行业务09年实现29.6亿元收入，同比增长15.8%，其中教材教辅、一般图书、文化用品和音像制品分别占84.3%、12.5%、2.9%和0.3%。占比最高的教材教辅发行业务是主要的增长板块。

集团内部采购额约占总采购成本的45.5%，比上年下降5.2个百分点。发行业务综合毛利率32.0%，同比上升2.4个百分点，其中教材教辅、一般图书、文化用品的毛利率均有所提高。

2007-09年间，公司省内发行业务销售额占发行业务总收入的比例分别为89.3%、89.5%和88.7%，主要受省内教材发行波动影响。

教材教辅发行增长可期

公司教材教辅发行业务基本通过湖南省新华书店和新教材公司完成，前者负责省内政府采购等，后者负责省外的直供、代印、提供型版等。

预计教材唯一发行权可持续，码洋折扣合理

历年来，凭借区域垄断性的资金、渠道、响应速度、售后服务、经验等优势，公司是湖南省义务教育免费教材的政府“单一来源采购”供应商。湖南省2009年、2010年教材定向招投标，而未来亦有可能实行教材发行公开招投标。即便如此，公司失去教材独家发行权的可能性极小，且发行折扣提高的可能性也不大。

预计省内中小学学生人数下降趋缓，促使省内教材发行下降趋势扭转

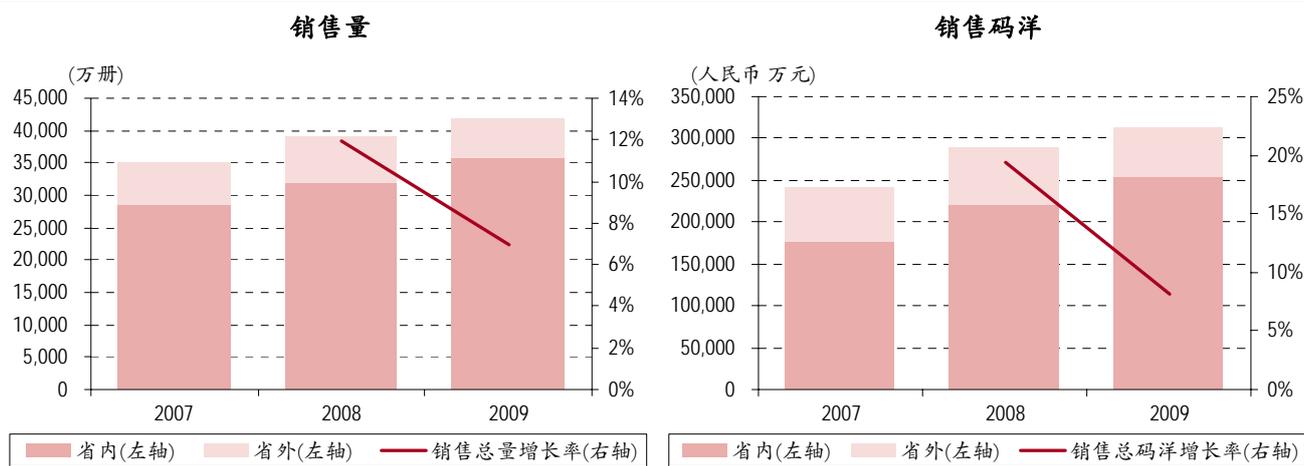
如前文所述，公司教材发行业务在08年受益于免费教材政策推广至农村义务教育阶段，但在09年受循环教材政策实施的冲击。当前，湖南省中小学学生人数下降趋缓将促使公司教材发行省内市场下降趋势逐步扭转。

相对看好教材教辅发行业务的省外市场增长

现阶段，教辅发行、湘版教材省外发行增长空间更大。2009年公司教材教辅发行收入增长20.0%至24.9亿元，主要是得益于教辅和省外市场的增长。当年，省内高中阶段湘版教材市场占有率保持增长，职教、高校教材开发推广力度进一步加大。通过营销创新，教辅市场份额不降反升，同比增长20%以上。湘版教材省外发行新拓展河南、山西、新疆、江西四省。但由于教材发行让利、教辅市场竞争激烈，公司2009年教材教辅发行毛利率同比下降6.5个百分点至26.7%。

公司教材教辅发行业务未来增长稳定，省内教材市场重回稳定增长轨道，而教辅市场、教材教辅省外市场成长性更高。其中，湘版职教、高校等非义教阶段教材的全国市场推广有望显著受益于新教材公司全国营销渠道建设。

图表 18. 公司教材教辅销售情况



资料来源: 公司数据

一般图书发行有利因素可持续

持续利好因素: 更多畅销书的推出、农家书屋发行中标、外省中小学馆配中标、集团采购业务增长

2009 年公司零售业务(主要包括教辅、一般图书、音像制品、文化用品等)收入 4.7 亿元, 2007-09 年间复合增长 5.0%。

判断图书、音像制品的传统渠道零售增长乏力, 但文化用品销售增长较快。一方面, 得益于更多畅销书的推出、农家书屋发行中标、外省中小学馆配中标等, 公司一般图书的发行收入近两年维持了 2-3% 的增长。另一方面, 由于互联网、盗版等对传统音像制品市场的冲击, 非教辅类的音像制品销售下滑严重, 但该业务占比较小, 影响不大。

我们认为, 公司采取了一系列对策以推进一般图书销售业务增长。出版创意策划项目有利于各个出版社推出更多的畅销书、常销书。而全国农家书屋建设继续推进, 一般图书、音像制品、文化用品的需求继续增长。新教材公司在全国营销渠道建设完毕, 将具备承载完整教育市场、馆配市场、集团采购市场的能力。此外, 公司充分利用现有渠道优势, 迅速拓展当当网省内配送等中盘业务。

省内最大连锁零售网络

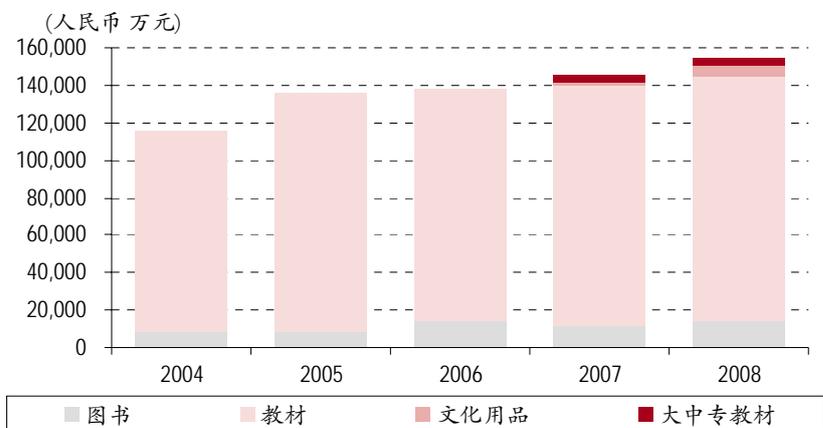
湖南省新华书店复合经营已取得一定成效

实体书店复合经营模式创新

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

实体新华书店面临经营转型是图书发行业界普遍存在的现象，“以图书吸引客流、提升档次，以多元化提高平效、实现盈利”的复合经营新模式可行。湖南省新华书店已于多年前开始部分经营办公用品、数码产品、体育用品等，并导入书吧茶座、读者俱乐部等元素，个别门店盘活不动产，部分物业出租。此类复合经营策略已经取得一定成效。2004-08 年间，湖南新华书店图书销售实洋年均增长 13.1%，远高于教材销售实洋 5.0% 的增速。2006-08 年文化用品销售额年均增长率高达 412%。而 2008 年公司文化用品销售额整体增长 174% 至 9373 万元。

图表 19. 湖南省新华书店销售实洋构成



资料来源：公司数据

大型文化 Mall 建设的可能

我们认为，公司有望利用募投资金加大传统门店的复合经营力度，同时也存在建设大型文化 Mall 的可能。未来随传统书店经营模式进一步创新，湖南省新华书店零售业务增长可期。如何在“新华”文化品牌形象和经济效益之间寻求最佳平衡，是对经营者提出实体书店复合经营模式下的精细化管理要求。

公司发行业务产业布局显著加快

渠道建设多元化

完成第三方物流基地配置

与业外资本、民营书业频频合作

产业布局加快

近年来，公司发行业务加快产业布局：渠道网点优化及兴建配套物流建设、与外部资本合作等。

公司发行渠道建设多元化发展，线下包括上述新华书店实体店的转型升级、“汽车书店”等新型网点业态的复制，线上主要是募投项目之一的电子商务网站建设。

2005年，集团下属省店、印刷物资总公司、教育社、美术社、文艺社、岳麓书社、少儿社、科技社等共同出资创立湖南华瑞物流公司，打造第三方物流平台。华瑞物流后于2006年被省店全资收购，目前已随省店一起纳入上市公司平台。

除新华书店和新教材公司各司其职外，公司还与外部资本频频合作，深挖各个细分图书领域。目前公司分别持有珈汇教育图书发行公司、联合教育出版物发行公司和北京涌思图书公司各51%、51%和90%的股权。2010年8月13日，公司与国内著名民营书商——博集天卷有限公司签订股权收购合作备忘录。我们判断，公司未来还将进一步拓展与相关产业、业外资本、民营书业的合作，并从中获得成长动力。

图表 20. 可比公司发行业务规模及盈利能力

收入 (人民币 百万)	湖南 中南传媒			安徽 皖新传媒			辽宁/北方联合 出版传媒		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
教材教辅	1,877	2,078	2,493	1,216	1,361	1,266	230	258	n.a.
一般图书	356	365	371	722	855	1,049	333	330	n.a.
音像制品	18	18	8	31	72	52	7	22	n.a.
文体用品及其他	34	94	86	45	50	136	8	17	n.a.
发行业务合计	2,250	2,461	2,872	1,969	2,288	2,366	569	611	621
同比增长 (%)									
教材教辅		10.7	20.0		11.9	(7.0)		12.3	n.a.
一般图书		2.7	1.5		18.5	22.6		(0.7)	n.a.
音像制品		0.4	(54.2)		133.0	(27.9)		223.6	n.a.
文体用品及其他		174.0	(8.6)		11.0	171.1		110.1	n.a.
发行业务合计		9.3	16.7		16.2	3.4		7.2	1.7
毛利率 (%)									
教材教辅	29.1	31.1	33.0	29.2	28.2	29.9	18.2	17.5	n.a.
一般图书	28.2	25.2	29.2	37.3	38.1	37.3	17.8	16.2	n.a.
音像制品	83.0	34.9	22.2	28.5	33.8	38.5	24.8	26.2	n.a.
文体用品及其他	25.3	13.6	18.2	11.4	13.8	16.4	26.7	16.1	n.a.
发行业务合计	29.3	29.6	32.0	32.2	32.1	33.3	18.0	14.8	15.8

资料来源：公司数据

报刊及网络业务——多介质传播平台

《潇湘晨报》等有效贯彻多
介质传播平台建设理念

除图书出版业务外，公司还拥有《潇湘晨报》等多份报刊经营权。依托潇湘晨报社内容采编优势，基于报纸“采编和经营两分离”原则设立的潇湘晨报传媒经营公司定位于多介质的现代品牌报系和综合传播平台。《快乐老人报》等新品牌的经营亦逐步体现平台式、全媒体的发展战略。

公司目前拥有 2 报、13 刊、1 网、1 框架、2 手机报和 1 数字报等资源，同时在会展、活动、营销顾问、教育培训等方面进行有益的产业链延伸。

截止 2010 年上半年末，晨报经营公司总资产达 2.6 亿元，净资产 7,231 万元，2009 年实现销售收入约 4 亿元，净利润 4,743 万元，2010 年上半年收入超过 2 亿元，净利润 2,724 万元。广告发布、报纸发行、网站运营、线下活动等为其目前主要的收益来源。

图表 21. 公司旗下报刊资源

类型	名称
纸质报纸	《潇湘晨报》、《快乐老人报》
纸质期刊	《生活经典·晨报周刊》、《书屋》、《中学生百科》、《网球》、《虹猫蓝兔》、《新远见》、《语录》、《出版人》、《大视野》、《芙蓉》、《花火》、《今日地产》、《清风》
网站	湖南红网(www.rednet.cn)、快乐老人网(www.laoren.com)
框架	红网传媒
手机报	《潇湘晨报手机报》、《掌上红网》
数字报	《潇湘晨报数字报》等、潇湘滚动新闻(news.rednet.cn)

资料来源：中银国际研究

湖南省第一大报，发行量和
广告经济效益遥遥领先

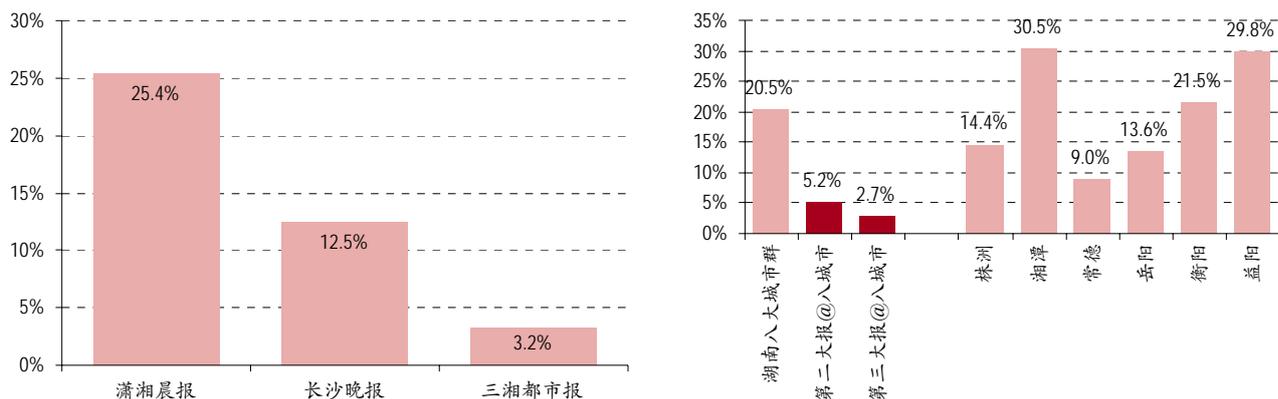
潇湘晨报——湘内翘楚

《潇湘晨报》都市报创刊于 2001 年 3 月，目前是湖南省第一大报。下属发行网络以长株潭为中心，探照灯式三环发行，基本覆盖湖南全省，37 个发行站点分布在长沙等省内主要城市。

2009 年《晨报》共发行 14,389 万份，实现广告收入 2.92 亿元，占公司报媒版块广告收入总额的 83.9%。其市场份额和广告总量领先第二位的《长沙晚报》一倍以上，在日化、IT、通讯、地产、餐饮酒店、奢侈品、招聘、汽车、金融等 20 多个主流行业的广告投放份额绝对胜出。这也是出版传媒集团在区域市场大幅领先于党报集团的成功范例。

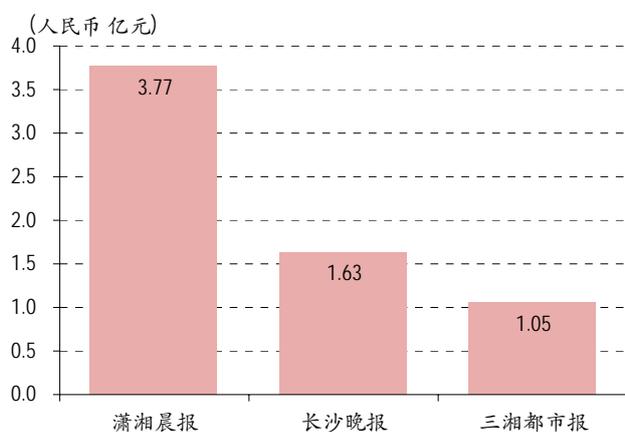
《晨报》广告刊例价、实际价均逐年提高。2007年广告刊例价较2006年总体上调5%，2008年广告刊例价较2007年总体上调8%，2009年广告刊例价较2008年总体上调2.5%。2010上半年，受益于汽车、地产行业广告投入持续增长，《晨报》广告收入同比增长约20%达1.77亿元。

图表 22. 《潇湘晨报》平均每期阅读率情况



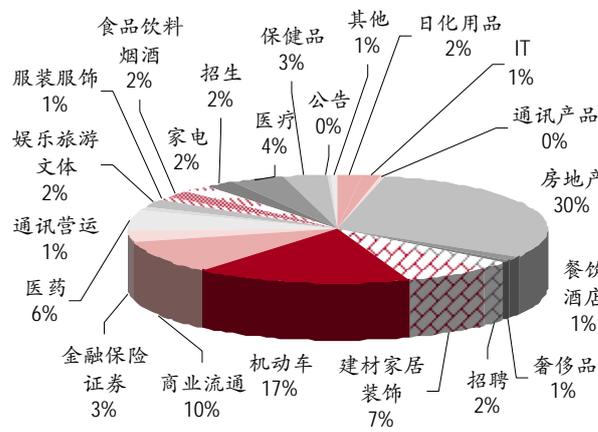
注：八城市指长沙、株洲、湘潭、常德、岳阳、衡阳、益阳和郴州
资料来源：CTR，2009年8月；慧聪邓白氏，2009年11月

图表 23. 2008年湖南三大都市报广告总量比较



资料来源：《2008年度长沙报业广告市场蓝皮书》

图表 24. 2008年潇湘晨报广告投放行业分布



资料来源：《2008年度长沙报业广告市场蓝皮书》

按协议，晨报经营公司按广告收入的17%向潇湘晨报社支付采编成本，从外部采购新闻纸，委托天闻印务进行报纸印刷。《潇湘晨报》征订价为长沙地区10元/月/份，其他地市13元/月/份；零售价为0.5元/份。附属《生活经典·晨报周刊》零售价为2元/份。

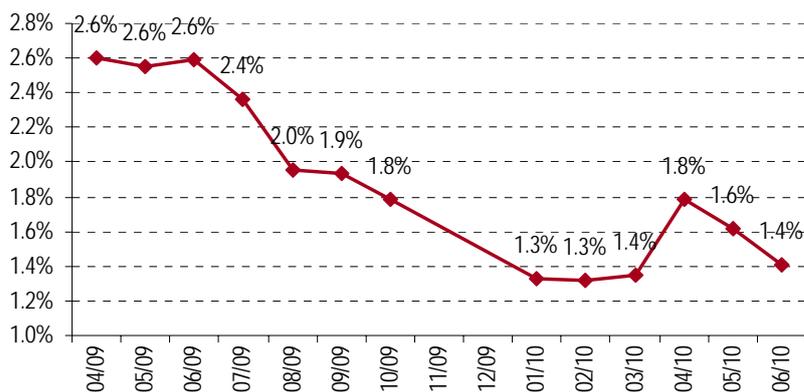
业内领先的区域新闻门户网站

红网 —— 区域新闻门户网站

红网成立于2001年，是湖南省乃至国内颇有影响力的新闻类门户网站，定位于打造“以湖南新闻门户网为旗帜的综合网络服务平台”。其《红辣椒评论》、《百姓呼声》栏目分别获得第十七届、第十八届中国新闻奖新闻名专栏一等奖。目前已连续七年盈利。2010年7月，湖南红网新闻网络传播公司已与拓维信息(002261.SZ/人民币 35.79, 未有评级)下属北京创时信和创业投资公司签订协议，拟成立北京掌上红网信息传播股份有限公司，各持有51%和49%的股权。由此，除现有互联网媒介形式外，红网成功拓展3G手机移动互联网平台“掌上红网”。

根据互联网实验室(www.chinalabs.com)统计研究，红网与东方网、青岛新闻网等同属地方性新闻门户网站的第一梯队，位列全国新闻类门户网站的第10位。现阶段，地方性新闻门户网站的人气普遍落后于腾讯新闻、新浪新闻、新华网、人民网等全国性门户网站，全国新闻类门户网站前50强中，前三强和前十强的市场份额分别为四成和八成，市场集中度稳定。我们认为，通过坚持地方特色，在与全国性网站的竞争中巩固并拓展湖南、中南的区域性市场份额是红网切实可行的发展路径。

图表 25. 红网在中国新闻网站中的月度市场份额



资料来源：互联网实验室

红网传媒定位新颖，媒体形式独特，广告效益不错

2009年末启动省内多城市扩张，并成功拓展省外市场

红网传媒——迅速扩张的互动框架媒体

公司于2008年1月开始打造框架媒体网络——红网传媒，定位于基于晨报/红网内容资源和政府政策支持的“电梯新闻中心”。2008年12月，第三届北京文博会获“2008中国最具影响力创意新媒体”奖。2009年1月，“2009中国企业发言人与传媒价值年会”获“2009年度中国最具企业投放价值新媒体”奖。

产品设计新颖，主要包括政府公众资讯互动框架网（上下双屏，上屏可触摸互动）和政府公共资讯框架网（单屏，纯液晶显示）。其中下屏及单屏可作为户外广告业务载体。“公司据此获1项实用新型和2项外观设计专利。

“新闻+资讯查询+广告”的媒体模式具独创性，在表现形式、交互性、功能性、资讯拦截等方面效果不错。09年4月，公司单月广告额突破100万元。2009年7月，广告年收入过千万。

按照设立之初的规划，红网传媒拟以长沙作为运营总部和内容制作、技术开发、数据传送基地，形成立足长沙、辐射省内、拓展全国的战略发展布局。截止09年2月，红网传媒在长沙的点位数目超过1000个，覆盖600多栋楼宇。2009年末红网传媒启动网络扩张。省内市场，拟在株洲、湘潭、常德、衡阳、郴州和岳阳等地成立分公司；当年12月株洲分公司首先成立，2010年4月8日启动布点装机。目前与云南日报报业集团合作，探索进入云南等省外市场。受益于充分利用《晨报》红网内容优势及其与政府合作拓展市场的模式，红网传媒成长性高。

天闻动漫——尝试全产业链运营

2008年8月10日，湖南出版投资控股集团获湖南宏梦卡通传播公司授权，出版发行《虹猫蓝兔》期刊，自此切入动漫产业。¹

¹ 2008年8月，湖南出版集团与湖南宏梦卡通传播公司签订协议，合作期20年。2009年12月，将此授权转予下属湖南天闻动漫公司。按协议规定，2008年8月1日至2008年12月31日的授权费为400万元，2009全年授权费为850万元，2010年始以码洋的3.5%和广告收入的10%支付授权费用。

2009年2月11日，下属子公司湖南天闻动漫公司成立，定位于原创动漫基地、组合媒体传播平台。期望集结原创动漫资源并整合动漫期刊出版发行、图书策划、版权贸易、漫画创作、动漫影视和新媒体开发等动漫产业链各环节。目前尚处于发展初期。

天闻动漫定位于原创动漫基地，始于《虹猫蓝兔》期刊出版，致力于动漫全产业链运营

与日本角川集团成立合资公司，高起点发展

公司目前已推出《虹猫蓝兔》、《阿凡达的艺术》、《薄姬》、《宠物总动员》等动漫期刊和绘本图书，同时以原创“海螺岛”系列等测试“期刊——图书——影视——衍生”动漫全产业链运作的可行性，已开发彩信、动画短片等手机动漫、影视动漫产品。此外，积极拓展线下会展活动等。

作为动漫业的生力军，天闻动漫选择与国内外较有实力的企业合作，起点较高，有利于快速打开局面。2010年3月8日公司与日本知名的角川集团成立广州天闻角川动漫公司，双方各持51%和49%股权。合资公司将致力于在中国大陆发展漫画、轻小说书刊、影视动画、数字媒体等出版策划业务。合资公司的成立实则为天闻动漫提供了一个很好的学习沟通平台，学习日漫成熟产业化经验，同时调动日方的人才、海外市场等资源。我们判断未来公司在人才引进、原创动漫创作、海外市场开拓、衍生授权运营、合规日漫版权引进等方面都将加快推进。

全年齡段动漫资源布局

由天闻动漫产品及合作可知，公司凭《开心智趣园》、《虹猫蓝兔》、金鹰卡通频道的“动漫湘军”栏目、广州天闻角川公司等基本完成对全年齡段动漫资源的布局，在国内动漫出版界走在前列。

图表 26. 天闻动漫部分产品与合作

授权/合作方	合作内容	备注
湖南宏梦卡通	《虹猫蓝兔》期刊	首期发行量35万份，创国内期刊发行纪录；2010年9月刊起改版
湖南宏梦卡通、台湾耕林出版社	《虹猫蓝兔·开心智趣园》期刊	《虹猫蓝兔》于2010年3月转为半月刊，上半月为原杂志，以7-12岁读者为核心，下半月《开心智趣园》细分为低幼刊，以3-6岁儿童为核心；台湾耕林出版社为幼教专业团队
湖南金鹰卡通	《天漫·金鹰卡通》期刊，金鹰卡通频道“动漫湘军”栏目	
北京儿艺	《宠物总动员》绘本系列	根据北京儿艺2010年“六一”大戏—大型人偶儿童剧《宠物总动员》改编
广东奥飞文化	《雷霆登闪电冲线》系列图书	同名动画片动画抓帧图书
美国派拉蒙影业梦工厂动画室	《功夫总动员》系列图书	《功夫熊猫》电视动画版动画抓帧图书
美国二十世纪福克斯	《阿凡达的艺术——詹姆斯·卡梅隆的史诗征程》图书	获“阿凡达”系列图书国内唯一出版授权
日本角川集团	广州天闻角川动漫公司(合资)	天闻动漫控股，瞄准中国大陆动漫业

资料来源：中银国际研究

印刷及物资业务——对内配套对外拓展

公司印刷业务和物资供应业务主要是对内配套服务，逐步拓展对外业务

公司旗下印刷及物资供应业务主要是配套图书、期刊、报纸等的出版发行，保障其顺利实施。同时通过积极拓展商务印刷业务，并被纳入公司“跨国界、走出去”整体战略，有效弥补报纸教材印刷量下滑所带来的缺口，贡献新的利润点，增长态势良好。2009年外部商务印刷业务占公司印刷业务总量的12%左右。

天闻印务——中国百强、省内最大的印刷企业

湖南天闻新华印务公司为公司印刷业务主体，于2008年12月由2001年重组后的湖南新华印刷集团以存续分立方式改制而成。下辖三个分公司三个子公司，分工明确。天闻印务总部主要负责省内教材生产，邵阳公司主要承担部分教材和湘版图书的印制生产，同时关注邻近省份图书生产业务，精品印务子公司主要承接湘版图书、期刊报纸和商印任务，新华防伪子公司主要经营防伪标贴和数码印刷。

现有产能

天闻印务总部位于湖南望城·湖南出版科技园，占地240亩，为固定资产近5.7亿元的生态型印刷产业发展基地。邵阳公司原为湖南新华印刷二厂。目前公司印刷年产能约为：制版12万块、彩色印刷1000万色令、报刊印刷160万令、书刊印刷300万令、印后加工200万令。商标年产能约为：防伪标识8-10亿枚、普通标识12-15亿枚、特殊标识6亿枚。

技改投入大，流程管理改善

得益于2008年大规模技改后的产能提升，2009年公司印刷业务实现营业收入6.6亿元，同比增长21.6%。其中教材、书刊、报印仍占绝对比重，贡献印刷收入总额的98.8%。防伪印刷业务因基数小而增长快，2007-09年间复合增速达35.7%，远超过整体的9.2%。由于公司开始推行以销定产看板生产管理的流程改善活动，2009年天闻印务实现利润6,590万元，同比增长56.9%，大幅超过收入增速。

行业地位高：中国百强、省内最大

天闻印务(原湖南新华印刷集团)于2005-09年连续荣登“中国印刷企业100强”排行榜，09年位列第32名，比08年上升11个位次。在全国新华印刷系统中排名第一。全国书刊印刷企业9项主要经济指标中有6项名列全国第一。公司印制的图书多次获全国“五个一工程奖”和“中国图书奖”，印制的教科书优秀品率在45%以上，“全国人教版中小学教材印装质量评比”连续三年全国前三。

2001-09 年间，天闻印务技改投入合计约 3.2 亿元，其中 2008 年投入 4,800 多万元用于购置品牌胶印机、轮转机、平装胶订线等 50 余台(套)设备，以满足高档彩印、课本“黑白改彩版”、装订能力提升的需求。2009 年，公司又投入 2,229 万元添置海德堡四色机设备和高速平装胶订联动生产线，进一步加强彩印及装订的生产能力。

后续将有大量技改投入，潜在市场需求可靠

本次募资中将有近 2 亿元用于天闻印务技改,建设期 2 年，其中天闻印务总部建设投资 16,980 万元，邵阳公司建设投资 1,180 万元，新华防伪建设投资 1,270 万元，另有 561 万元的铺底流动资金。与过去八年累计投入 3 亿余元相比，预算翻倍增长。后续印刷能力(尤其是承接社会业务的能力)大幅提高可期。与此对应的市场需求包括：《潇湘晨报》目前外流的 30%印刷量回归，预计可新增 3500 万元年收入；本地经济快速增长下的社会业务需求；承接广东、广西、湖北等邻近省份、沿海地区的社会业务转移等。

跨区域整合的可能

此外，改制上市后的天闻印务将积极考虑并购和整合其他印刷企业，不排除适时进行跨区域整合的可能。

印刷物资供应——对内配套为主

印刷物资业务主要是对内提供配套服务

湖南省印刷物资公司前身为 1982 年成立的湖南省印刷物资总公司，为省内最大的印刷物资供应企业。主要定位于公司内部的成本单元，保障每年教材、图书、报纸出版印刷的纸张供应等。在此基础之上，对外积极拓展社会业务，代销纸张、印刷器械以及油墨、木浆、PC 料等耗材。截至 2009 年末，印刷物资公司总资产为 2.7 亿元，净资产为 1.1 亿元，年内实现净利 188 万元。

合纵连横

随国务院出台《文化产业振兴规划》、文化体制改革进一步深化、湖南省建设文化强省，市场酝酿更多潜在的跨区域、跨行业、跨所有制的联合重组契机。

湖南出版投资控股集团连续上榜“中国文化企业 30 强”²，是国内第二大的出版发行类文化企业。由此亦成为中央、湖南省委、省政府重点扶持的文化产业平台之一。

无论是获取内容资源以强化现有内容集群，还是拓展新介质、新市场以扩大传播平台影响力，中南传媒对外的合纵连横始终围绕其“出版传媒骨干产业集团+文化产业战略投资者+华文全介质内容运营商”的战略定位。

省内资源获取的可能性较大

我们认为，利用省内出版传媒单位陆续转企改制，公司获得较好的省内文化资源的可能性较大。2005 年，公司成功重组红网，将红网资产、业务与《潇湘晨报》进行战略整合，取得显著成效。目前湖南省内正处于转企改制阶段的出版类企业包括长株潭报社(党政机关报)、湖南地图出版社(省内高校出版系统)。《长株潭报》是 2009 年由《湖南经济报》改名而来，预计改制后将由过去的经济类综合性报纸定位更精准缩窄至专业高端财经类报纸定位，填补省内报业空白。湖南地图出版社成立于 1982 年，隶属省国土资源厅，总资产 2,000 多万元，年发行码洋 2,000 万元以上。

²光明日报社和经济日报社联合举办，根据各企业的主营业务收入、税前利润、净资产及最近年度获得全国性奖项情况等指标进行综合排名。

跨所有制发展将不断持续

在与业外资本、民营资本合作方面，公司遵循“管控有力，合作有效”的原则：（1）公司2006年8月与湖南省教育科学研究院联合成立湖南珈汇教育图书发行公司，各持51%和49%股权。随09年下半年业务板块调整，珈汇图书发行公司目前主营中职教材教辅发行业务，与全国400多家出版社达成战略合作关系，年发行品种达7,000余种，发行规模居省内同行前茅。截止2010年上半年末，珈汇公司总资产3,530万元，净资产1,129万元，2009年和2010年上半年分别实现净利润381万元和43万元。（2）公司于2007年启动对民营发行公司湖湘公司的并购重组。2008年3月18日，联合王续文（原湖南教育报刊社发行部主任、原湖湘教育发行公司负责人）、蔡峰（原湖湘教育发行公司副总经理）、湖南教育报刊社工会成立湖南联合教育出版物发行公司，着眼于中职等细分教育市场的教材发行，开拓新市场。中南传媒和湖南省新华书店合计持有联合教育公司51%的股权。截止2010年上半年末，联合教育公司总资产达6,849万元，净资产为1,645万元，2009年和2010年上半年分别实现净利润848万元和540万元。（3）2009年12月24日，公司与知名策划人汪俊合作成立北京涌思图书公司，各持90%和10%股权。涌思图书涵盖作文、青春文学、名家名作、绘本等200多种选题，同时积极拓展日韩等海外出版发行通道。（4）2010年3月8日，与日本知名的角川集团合作成立广州天闻角川动漫公司，双方各持51%和49%股权。（5）2010年8月13日，与国内知名民营书商——北京博集天卷图书发行公司签署股权合作备忘录。上述动作，正是典型的与专业资源、外部资本、社会资本的合作，从业务层面看将增强公司在某细分领域的出版发行实力，从财务上看直接增厚500-1,000万元的利润。预计未来此类股权合作还将增加。

跨行业发展可能

新闻出版企业普遍具有良好的经营现金流，并因体制优势而具有较强的资源获取能力。公司“多介质、全流程”特征已蕴含跨行业、多元化经营元素，包括由平面媒体延伸出互联网、手机网、框架视频网、会展活动等全媒体传播平台；由图书出版进入动漫产业运营、画廊经营、数字出版等；充分利用新华书店优质物业将单一图书卖场转型为文化Mall等。除此之外，公司下属湖南红网新闻网络传播公司已具有广播电视节目制作相关牌照，亦考虑通过收购电台、电视台经营性资产等进入广电领域，进一步拓宽全媒体运营平台的广度。此外还考虑通过与民营资本合作成立影视公司，分享国内电影电视剧行业的快速成长。

跨区域发展积极

对目前呈诸侯割据的全国出版发行市场而言，未来区域壁垒将逐步被打破，市场集中度逐步提高，最终形成几大出版集团寡头垄断的市场竞争格局。而作为全国出版实力居于前三甲的中南传媒在此过程中将扮演战略整合者的角色，根据公司未来发展战略，公司的跨区域发展首先锁定北京、广州、上海等若干文化中心。北上广的政治文化中心地位决定了地方出版集团派驻分支机构的举措具有战略性意义，当地广泛的文化资源有助于地方企业实现平台式、跨越式发展。2009年公司已通过在北京、广州、上海等地设立分支机构的决议，统一向新闻出版总署申请设立具有出版权的分支机构，从而实现跨区域拓展。目前，公司对涌思图书、中广潇湘广告、天闻数媒等的股权投资即是落户北京。北京尚有众多的中央社、大学社资源及博集天卷等优秀民营书商。此外我们认为，选择可实现互补式合作的地区则是跨区域拓展相对可行的途径。2010年3月，公司与海南教材出版公司签署合作框架协议，拟设立合资公司重组教材经营业务。

募集资金投向

公司首次公开发行不超过4亿股，拟募集资金约18.5亿元，主要用于夯实出版、发行、印刷核心业务，企业信息化建设和补充流动资金。

图表 27. 公司募投项目

类别	序号	募集资金项目	募集资金使 用量(万元)	建设期	项目进展
出版板块	1	出版创意策划项目	29,695.00	1年	
	2	中南基础教育复合出版项目	20,013.00	1.5年	名师网于2008年秋进行策划和前期准备，2008年底上线运营
	3	数字资源全屏服务平台项目	30,262.00	3年	天闻数媒科技(北京)公司于2010年2月4日正式设立，开始打造“成长无忧”Web平台
发行板块	4	湖南省新华书店区域中心门店改造升级项目	31,982.13	2年	
	5	湖南省新华书店电子商务平台项目	9,888.00	1.5年	
	6	全国出版物营销渠道建设项目	9,772.43	2年	
印刷板块	7	湖南天闻新华印务有限公司技改项目	19,991.00	2年	
信息系统建设板块	8	中南出版传媒集团出版发行信息平台建设项目	15,118.00	2年	湖南省新华书店已启动商流、物流信息系统改造，采购和签订采购合同的约3,000余万元
补充流动资金	9	补充流动资金	18,500.00		
合计			185,221.56		

资料来源：公司招股意向书，中银国际研究

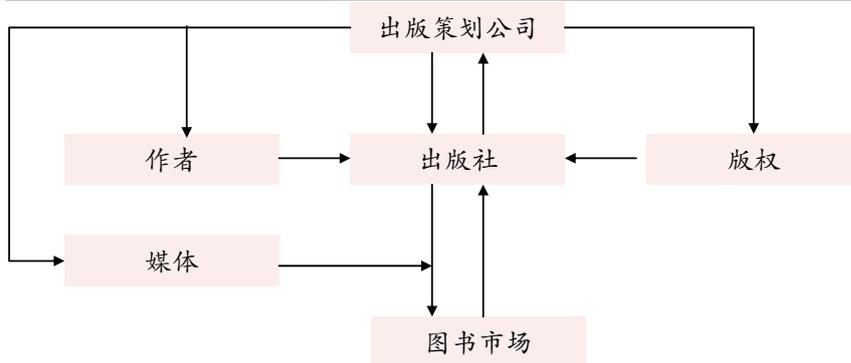
出版创意策划项目—夯实出版主业

大手笔投入围绕“作家、品牌、版权、资本”的版权运营，拟构建“三个中心一平台”

公司拟成立相关策划公司，通过围绕“作家、品牌、版权、资本”的版权运营来实现以市场需求为导向的产品研发，并构建内容资源集约化体系。目标是以3-5年时间将中南传媒打造成中国出版界的“三个中心一平台”——“目标消费者+图书市场+出版资源”信息中心、华语图书产品研发中心、版权交易中心和内容资源整合传播平台。

具体运营方式包括买断作者版权、签约作家、渠道定制、订单策划和版权合作等。盈利模式的确立遵循“一次开发、多次使用、多点获利”的思路，如纸质图书版权授权、周边版权授权、共同出版分成、版权拍卖、书业广告、数字版权授权等。同时辅以事件营销、节假日主题营销、网络营销、区域渗透、海外市场拓展等市场营销策略，并凭借ERP、CRM等信息化管理工具提高业务运作能力。

图 28. 策划业务运营模式图

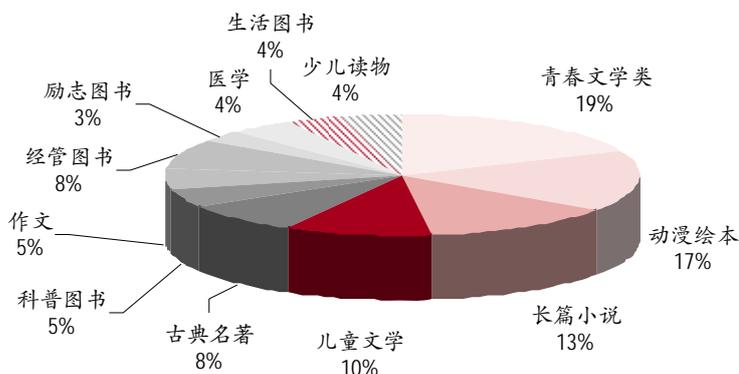


资料来源：公司招股意向书

预计出版策划选题将侧重现有强势品牌和战略板块，拟覆盖五大区域市场

我们判断，针对各个图书细分领域，公司选题策划项目集中于公司现有的强势品牌和战略板块。前者包括教材、科普、音乐、作文、古典名著等，后者主要指儿童文学、青春文学、经济管理、学术文化、美术教育等细分领域。以既有优势领域为切入点，可充分共享积累的市场基础、渠道关系，保障了项目运作的成功率。针对各地域市场，项目实施将逐步覆盖全国，可分为北京、华东、中南、华北和西南五大区域市场；同时积极拓展海外市场。

图表 29. 首期重点目标选题分布预测



资料来源：中银国际研究预测

支撑未来3至4年发展

项目总投入 29,695 万元，其中版权运营相关预备费约占 96%，包括选题稿酬版税款、策划宣传投入款和签约作者买断投入款。我们判断，此次募集资金规模可支撑未来 3 年平均每年约 100 个选题的投入和未来 4 年平均每年签约 50 多位著名和具潜力等各层级作者的投入。

侧重版权运营的出版商业模式创新符合公司战略发展方向

建立基于互联网信息技术的新型教辅出版流程和网络教育平台

项目核心名师网已上线，资源拓展顺利

我们认为，公司出版创意策划项目实质为侧重版权运营的出版商业模式创新，可直接有效地增强公司出版策划实力并丰富内容资源，是实现公司“做华文内容平台商”的战略的重要步骤之一。公司项目团队的市场眼光和策划运作水平以及公司投资决策预警机制的有效性将保障项目实施的成功。

基础教育复合出版项目——锁定教育服务发展方向

该项目主要是针对中小学基础教育阶段，建立基于互联网信息技术的新型教辅出版流程和网络教育平台。主要业务包括初期优先发力的实体教辅出版和作为后续业务核心的网络教育服务以及移动学习配套终端建设。项目阶段性目标明确，基本锁定教育服务业务发展方向。

我们认为，名师网(www.mingshi.com)被作为集聚教辅出版资源的平台和提供教育辅助服务的通道，是项目成败的关键。定位于国内首个基础教育领域的即时交互学习社区，将包括“名师工作室”、“网络课堂”、“考试频道”、“教育书城”、“题库系统”、“教材培训”、“家长咨询中心”、“学习社区”、“教育游戏”、“虚拟实验室”、“在线学力测评”等多个功能应用版块。多角度、多层次的产品应用开发有望增强对出版社、学校、教师、学生、家长等用户的粘性。

名师网 Beta 版已于 2008 年 12 月 31 日上线，2010 年 5 月 9 日改版公测，日 IP 访问量达 2-3 万次，日均访问量超过 10 万人次。资源储备方面，网站上已聚合 10 多万个课件、教案、试题等教学资源 and 万余个培训类视频资源；500 多名全国特级、高级优秀教师入签约入驻“名师工作室”；与 10 多个学校洽谈“网络课堂”项目，其中与湖南师大附中签署合作意向协议。

图表 30. 名师网首页界面



资料来源：公司网站

短期内，线下教辅出版流程创新

线下教辅出版方面：借力网络教育平台的资源聚合能力，新型实体教辅出版力求充分利用线上积累的名师、名校教学资源，并吸收教师、学生、家长、学校等各类用户的需求反馈信息，推出图书、期刊、光盘等产品；产品线完备，包括针对学生的同步类、非同步类、备考类教辅，针对教师的教师培训和教学设计指导类教辅以及针对学校的教学整体解决方案。

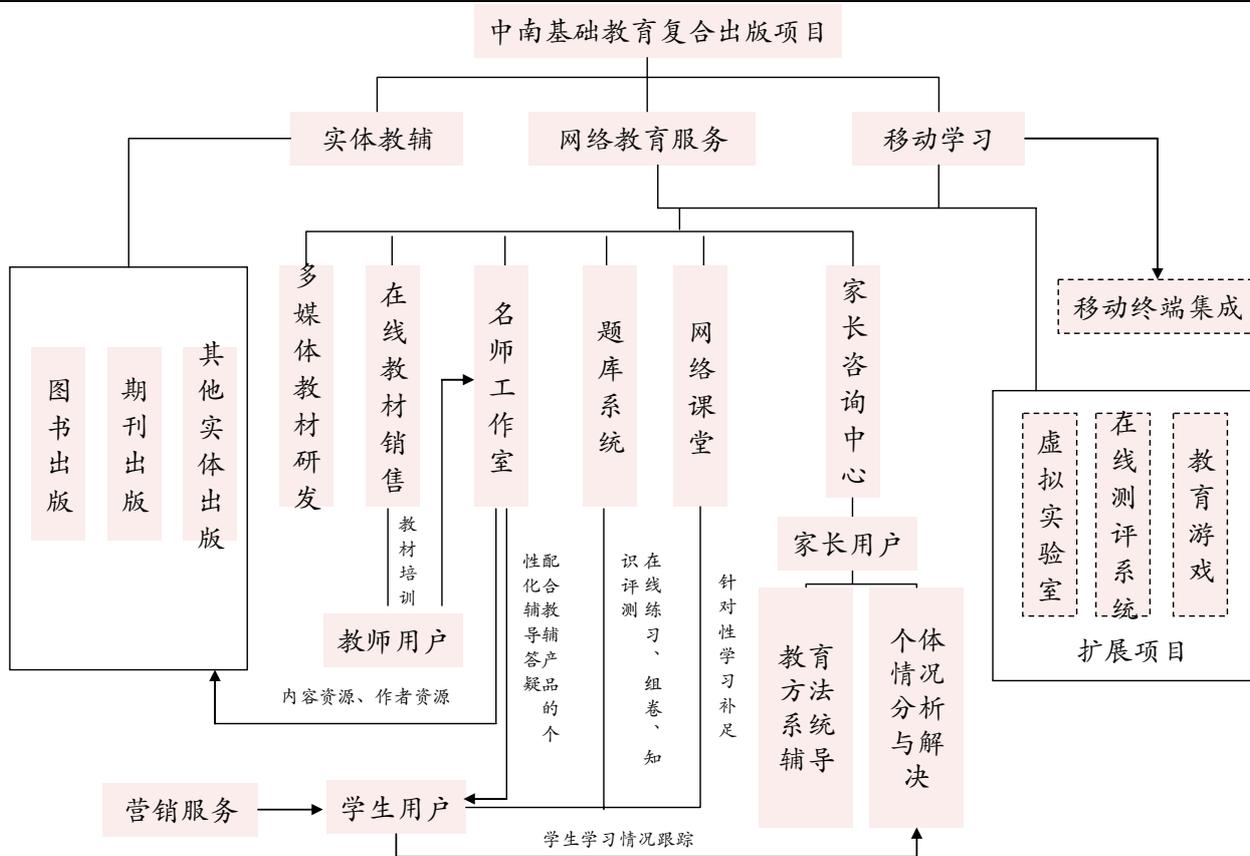
中长期内，网络教育服务由
辅助变为主体

网络教育服务方面：名师网初期将作为线下教材教辅出版业务的线上支撑平台，具备教辅内容资源集聚、教辅售前营销、教材教辅售后支持等功能。到项目中后期，网络教育服务功能将从辅助的定位升级为盈利主体之一，通过为湘版教材和省内发行的外版教材的出版机构配套教材培训和进行多媒体教材研发而收取费用，通过为学生提供教辅在线配套内容而收取辅导费、信息费，通过引入网站广告客户而获得广告收入，通过举办线下教育培训等获得活动营销收入，通过代理外版教辅获得代理收入等。

项目具有较好的启动基础

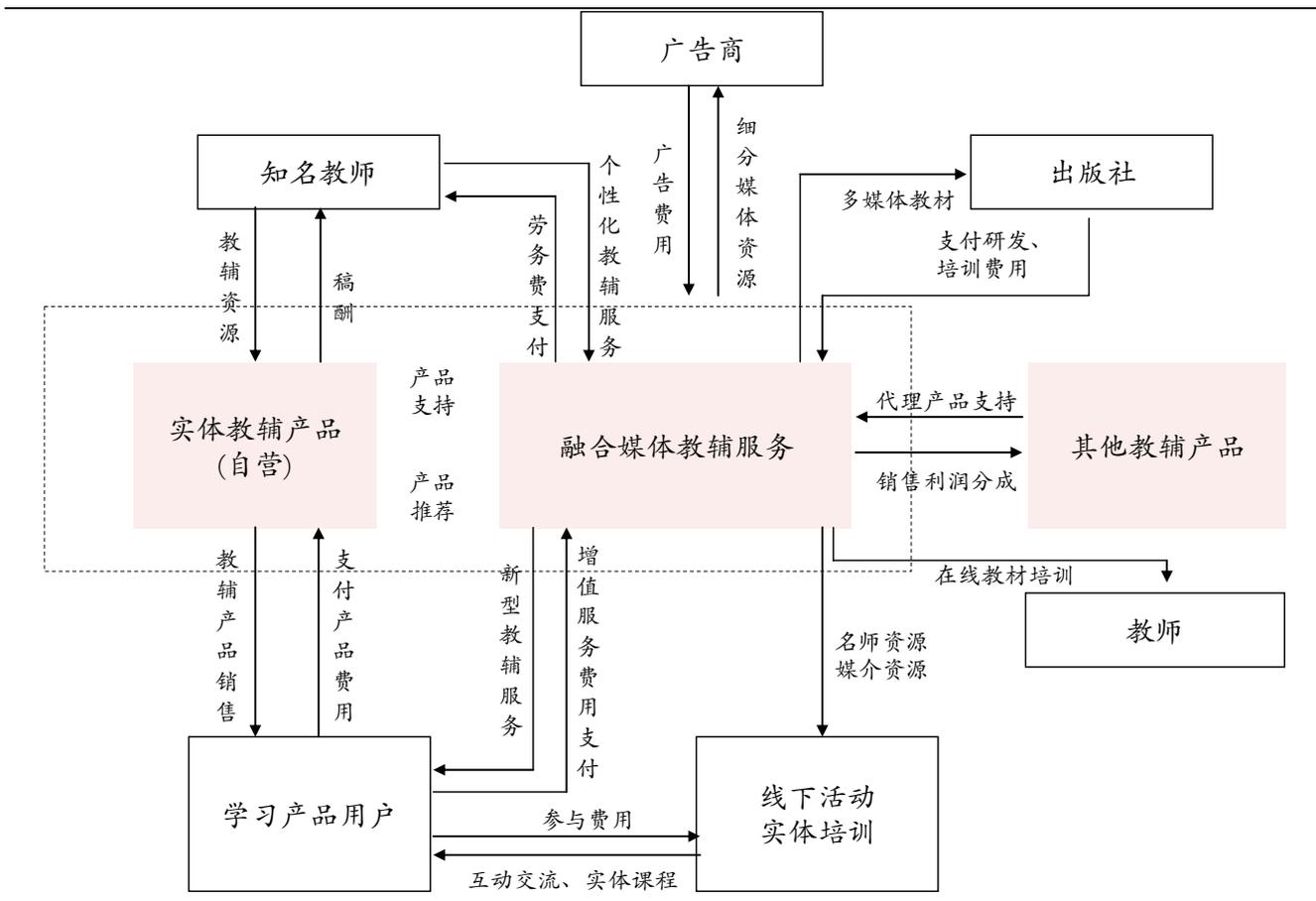
上述盈利模式确立前提是名师网知名度和平台影响力的逐步扩大。由于名师网短期内更多地是实现公司原有资源和客户关系从线下平移至线上，项目启动初期基础较好。后续持续运营还倚赖名师网本身的底层架构水准和上层应用开发水平。公司多年对中小学教育市场的运作经验、人脉积累和趋势把握，将有助于项目的实施。

图表 31. “中南基础教育复合出版项目”业务总体架构



资料来源：公司招股意向书

图表 32. “中南基础教育复合出版项目”成熟期盈利模式



资料来源：公司招股意向书

数字资源全屏服务平台项目——打造数字出版基地

以青少年教育服务 SNS 社区
切入数字出版

公司于 2010 年 2 月成立天闻数媒科技(北京)公司，拟打造数字资源全屏服务平台。此为进军数字出版业的重要举措。具体产品包括多应用平台的青少年“成长无忧”社区和中南数字传媒内容基地。

项目分为三个阶段

项目共分三个阶段。第一阶段为青少年“成长无忧”社区网站，主要包括三项功能：学习型亲子互动（宠物伙伴、成长银行和奇妙小屋）、知识资源聚合（学习资源库、儿童故事吧、心理听诊室和原创天空）和数字内容在线营销。第二阶段要将“成长无忧”社区由互联网单体平台拓展至移动教育平台与线下互动平台，前者要求与中移动等电信运营商合作开发短信、彩信、wap 网站、呼叫中心等产品，后者包括宠物手持终端内置客户端、成长银行对账单、线下出版、IPTV 游戏及节目等。第三阶段借“三网融合”、“三屏联动”东风，建立全方位的数字传媒内容基地和数字资源全屏服务平台。

由上述项目阶段分解可知，公司以青少年教育服务为切入点探索数字出版，较好地利用了现有的品牌和资源优势。在“成长无忧”多层次社区基础上积累的技术基础、运营经验将有助于在中长期内实现针对更多细分市场的数字传媒内容基地的目标。

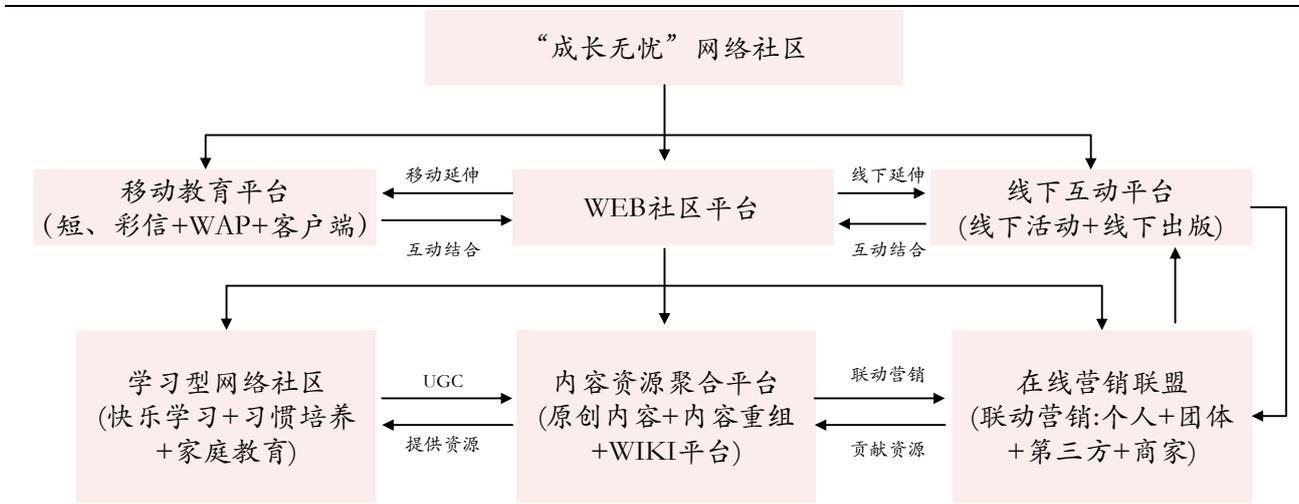
盈利点

项目盈利模式将包括内容直接售卖、网络营销、衍生产品等。其中，内容售卖基于“聚合、加工”的原则，将包括电脑终端的内容付费下载、手机终端的手机增值服务和手持阅读器终端的内容提供等。而网络营销主要是依赖平台影响力下的广告价值。最后，衍生产品诸如线下出版、电子商务等。

天闻数媒背靠集团资源,将成为数字出版内容商和平台商

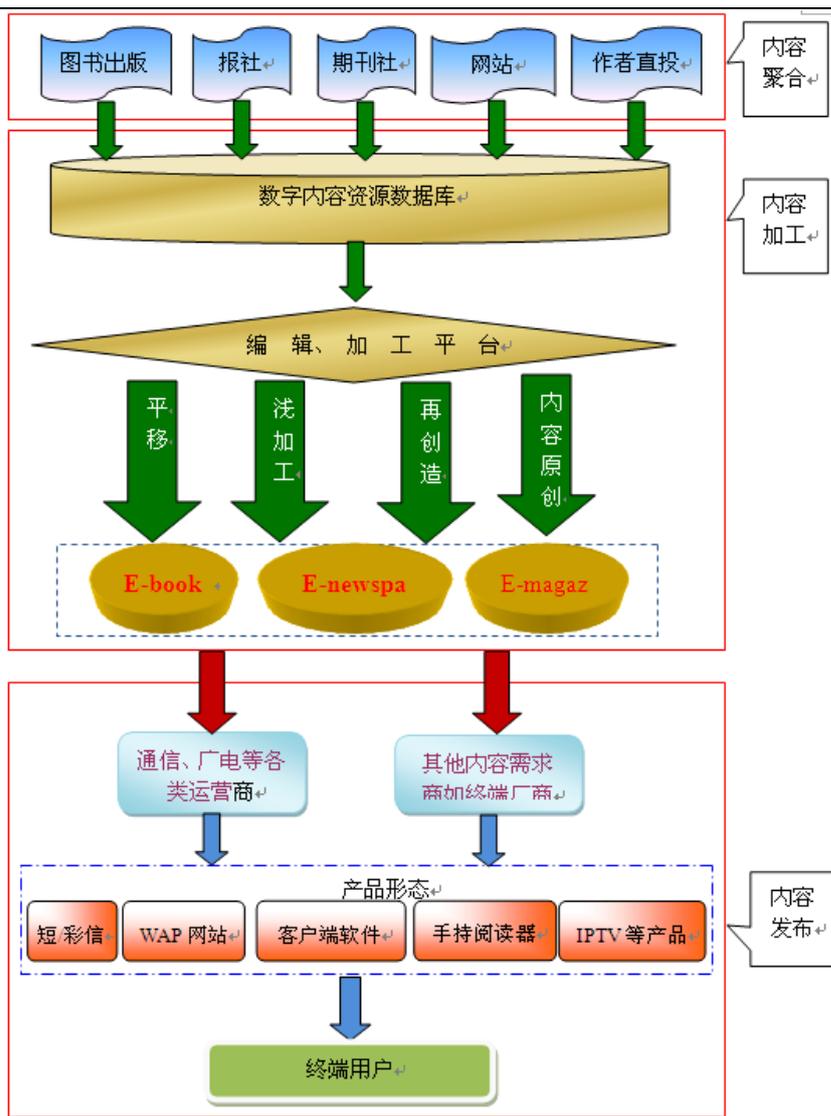
目前国内数字出版业尚无明晰且持续的盈利模式，涌现传统出版社、发行商、运营商、社会资本、设备商等多方市场参与主体。鉴于十余年互联网业中平台价值的体现，数字出版业仍将强调平台对产业链的串联。天闻数媒首先定位于数字出版平台商，同时背靠中南传媒而成为数字资源内容商，占据产业链份量较重的两极。

图表 33. “成长无忧”网络社区总体结构



资料来源：公司招股意向书

图表 34. 数字资源全屏服务平台工作流程



资料来源：公司招股意向书

新华书店改造升级项目——复合经营进一步深化

需改造的10家门店约贡献新华书店实洋总额的5%，属于区域中心店，改造后营业面积扩大37%

如前文所述，湖南省新华书店复合经营模式创新是公司发行业务渠道建设的重要组成部分。该项目中，公司拟对旗下300多家新华书店门市中的10家区域中心新华书店门市进行改造升级，总投资近3.2亿元，营业面积扩大37%。2009年，10家门店3万多平方米的总销售额为1.7亿元，约占湖南省新华书店实洋总额的5%。

类似于全国其他各省市新华书店实体门店的业务重构和定位转型，湖南省新华书店也将走文化百货的路线，实体书店业态由图书音像制品连锁零售升级为图书、音像制品、文化用品、数码产品等连锁零售，同时在少部分有条件的大店、中心店呈现包含茶座、咖啡馆、影院、教育培训等一站式购物的形式。此外，基于自有物业属性和既有区位优势，新华书店物业出租回报率高。文化百货的定位落实到数据层面即为对门店平效的拔高。我们预计10家门店改造升级完毕后第一年即可增加销售额5700多万元，相当于2009年门店销售额的三成。

图表 35. 湖南省新华书店门店改造升级计划

门店	营业面积(平方米)		投资额(人民币 万元)			扩大或新增的经营单元	备注
	改造前	改造后	建设投资	铺底流动 资金	合计		
芙蓉路图书城	7,482.22	7,482.22	6,797.71	311.9	7,109.61	办公用品、数码产品、体育用品	重新装修，更换设施，新增独立配电系统和独立空调系统
袁家岭新华书店	10,368.88	10,368.88	8,172.24	346.8	8,519.04	文化用品、数码产品、体育器材、学习功能性游戏室、培训项目、书吧茶座	4-7楼需全部改造成营业卖场，建设中南图书大厦
常德新华大厦	1,000	2,694.07	1,903.5	96.1	1,999.6	办公用品、数码产品、体育用品、书吧茶座	扩大规模，调整布局
衡阳图书城	1,400	3,100	1,992	79.67	2,071.67	文化用品、数码产品	扩大规模，调整布局
怀化市分公司中心门市部	1,200	1,500	879.75	65.1	944.85	数码产品	重新装修，扩大规模
邵阳市湘中图书城	3,600	5,600	3,487.48	159.5	3,646.98	文化用品、数码产品、眼镜、读者俱乐部、培训项目、物业出租	扩大规模，调整布局
永州市湘南图书城	2,000	3,800	2,282.05	141.21	2,423.26	文化用品、数码产品、书吧茶座、健身娱乐场所、物业出租	打造一个集文化、休闲、健身、娱乐为一体的文化综合体
岳阳新华书城	3,000	4,500	2,855	124.2	2,979.2	文化用品、数码产品、读者俱乐部	扩大规模，调整布局
张家界图书城	300	2,100	1,303	57.12	1,360.12	办公用品、数码产品、体育器材、培训项目	扩大规模，调整布局
郴州图书城	600	1,300	882.5	45.3	927.8	文化用品、小家电、读者俱乐部	扩大规模，调整布局
合计	30,951.1	42,445.17	30,555.2	1,426.9	31,982.1		

资料来源：公司招股意向书，中银国际研究

电子商务网站项目——携商品资源、物流配送优势

公司拟投入近亿元于新华书店电子商务网站的建设。湖南新华书店也曾开过网上书店，但当时定位于线下实体书店的线上信息发布通道，仅提供邮购服务，未公司化独立运作。

湖南省新华书店电子商务网站携原有的商品资源、物流配送优势切入网购市场

区域性物流配送优势十分显著，关键问题是观念和动力

看好电子商务网站前景，未来要求做到差异化竞争

新教材公司发力全国营销渠道建设，实现端对端直销，直接拉动销售

按照新规划，新华书店电子商务网站定位于网上购书、购物的B2B2C平台。首先基于传统线下产品线（图书、音像制品、文化体育用品和数码产品）打开线上销售渠道，随后丰富产品种类至日用品、服装、化妆品、奢侈品，自网上新华书店升级为网上购物平台。网购目标客户的网罗第一步是线下客户平移，包括图书馆、大中专院校、企事业单位等传统大客户和广大普通读者，最终面向广泛的网购人群，地域性方面，将由省内客户逐步扩展至省外、海外。

目前电子商务市场竞争主体众多，传统线下新华书店开网店的竞争优势和劣势都较为显著。与其他兄弟新华书店相似，湖南省新华书店新开网店的优势首先来自于多年积累的区域性物流配送网络。湖南省新华书店网络及下属华瑞物流，基本可实现省内当日或隔天到货，且无需新增仓储设施等成本投入。同时背靠集团产品资源和资金支持。但相比于社会资本，出版人办网店的观念和动力可能不足。

我们认为公司开设电子商务网站顺应互联网经济崛起的趋势。同时其将利用区域性优势，可较为顺利地拓展省内市场，成功实现线下渠道往线上拓展。此后随各电子商务网站的客户地理范畴重叠度越来越高，区域性市场双向进入加强。面对当当、卓越亚马逊、淘宝、京东商城、新蛋、1号店等体外资本以及具有一定先发优势的轩网、新华e店等体制内资本，湖南省新华书店电子商务平台必须去思考自身的定位、特色、差异化优势所在。比如，拟根据不同的消费群体构建不同的虚拟店，从而实现一对一营销；开设部分书籍和音像制品的在线预览、阅读和观看等。

全国出版物营销渠道建设项目——新教材公司发力

当前，公司下属湖南省新教材公司主要负责湘版教材省外推广及服务。2001年至今，依托新教材公司（原湖南省教材中心）湘版教材全系列已进入含湖南在内的全国29个省市区（含台湾地区），成就地方出版业翘楚。

全国出版物营销渠道建设项目即是以新教材公司为主进行出版物营销渠道的拓宽和深挖。具体而言，将组建25个省级分公司平台以建立辐射全国的渠道网；组建230个地市办事处以保障业务下沉至县级市场；配套以企业综合管理信息系统（包括支撑应用系统运行的网络平台和数据中心）。端对端渠道下沉有望直接拉动销售额。

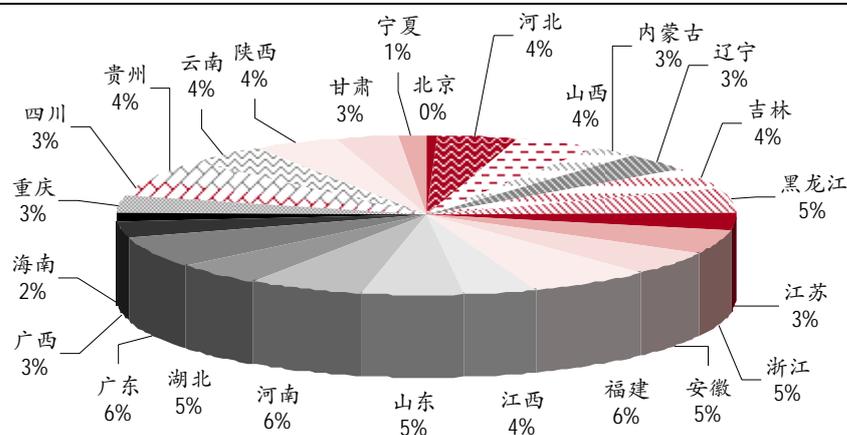
拓展全产业教育类图书市场
及馆配、集采等团购市场

渠道建设恰逢新教材启用、
农家书屋建设继续推进

借助渠道建设发力，公司希望将中小学教材市场拓展为包含幼教、职教、义教、高教教材、教辅、数字化教育产品在内的完整教育产品线，并实施区域化配套策略。除已取得一定成绩的教材教辅市场外，还决意进入馆配、教育装备、农家书屋等一般图书市场，同时开拓医卫、财政、税务、自考、交警等系统的专业图书团购市场。此外，全国直销渠道的建立将为新教材公司未来渠道资源整合打下基础。

此次启动全国营销渠道建设恰逢 2011 年全面使用新课标教材、各省继续推进农家书屋建设。市场变数为公司进入新区域市场、新细分图书领域增加胜算。

图表 36. 新教材公司地市办事处网点分布计划



资料来源：公司招股意向书，中银国际研究

技改投资巨大，大幅扩大产
能，消除产能瓶颈

天闻印务技改项目——大幅扩产、消除产能瓶颈

此次天闻印务技改项目拟投入近 2 亿元，远超既往单次投入规模。主要是为天闻印务及其下属子公司更新及添置 30 余台印刷设备（多是进口设备）和 1 套合版控制软件。项目实施主体为天闻印务总部、邵阳公司和新华防伪，将大幅扩大公司报印、彩印、商印、商标产能，有效为《潇湘晨报》等集团内报刊、防伪商标外部业务等消除产能瓶颈。

图表 37. 技改净增年产能情况

原有年产能		技改后净增年产能		增幅 (%)
项目	万令/万色令/亿枚	项目	万令/万色令/亿枚	
书刊印刷	160	书刊印刷	22	14
其中：报轮	35	报纸印刷	80	80
彩色平版印刷	262	商业轮转	19	173
装订	134	彩色平版印刷	28	11
其中：A 精装	2	商标	70	700
报纸	100			
商业轮转	11			
制版	11.6			
商标	10			

资料来源：公司招股意向书，中银国际研究预测

现代出版企业实施 ERP 大势所趋

从集团战略发展要求、日常经营需求、导入成本等角度考虑，公司上马 ERP 系统恰逢其时

项目包括三个板块

募投项目直接改善集团信息化现状，满足业务需求且有利于长期发展

集团出版发行信息平台建设——着眼于公司中长期发展

目前国际大型出版集团中有 80% 已采纳并实施 ERP，高教社、山东出版集团、外研社、江苏凤凰出版传媒集团等国内大型出版企业也已成功实施或正在实施 ERP。ERP 系统对公司加快内部信息传输、加强库存管理、提高工作效率、缩短决策时间等多方面有所帮助，有效地提高公司长期竞争实力。

公司于 2008 年底改制成立，2009 年底总资产达 56 亿元，下辖近 20 家二级子公司、若干三级子公司、300 余家实体新华书店和 7000 多名在职员工。我们认为公司大范围上马 ERP 有以下几项原因：（1）公司集团化、集约化、精细化管理要求符合实施 ERP 的初衷；（2）“编印发供”完整产业链中较高比例的内部业务往来也要求在公司对内整合商流、物流、信息流；（3）考虑到业务、财务规范度和信息化要求之间的平衡，公司完成改制不久，是导入大型 ERP 的较好时机。

此次集团主导的信息化建设具体包括（1）下属 8 家出版社信息系统，（2）湖南省新华书店商流和物流信息系统（商流系统覆盖总部、各业务总部、渠道分子公司、卖场等，物流信息系统包括华瑞物流、邵阳储运二公司及未来分物流仓库建设），以及（3）上述两大信息系统与公司总部信息系统的全面对接。

现阶段，公司出版发行业务具备一定的信息化基础。各出版社的出版业务信息化集中在财务、印制和发行的计算机管理，还未从图书出版供应链的角度完成一体化管理。新华书店各系统目前在用的商流信息系统共计 10 余套，系统多样化带来效率、维护、稳定性等问题。华瑞物流目前在用的物流信息系统 WMS(物流仓储管理系统)功能不足，缺乏完整的 WCS(自动化物流控制系统)机制，仓储动线不够合理。募投项目将帮助中南传媒建立出版发行 ERP 系统，并向外延伸至电子商务和供应链管理，有利于公司长期发展。

盈利预测及假设

收入预测

增长因素：中小學生人數維穩，圖書選題策劃、基礎教育複合出版、天聞數媒內容基地三大募投項目

增长因素：中小學生人數維穩，循環教材政策影響減弱，新教材公司渠道建設，連鎖零售網絡升級

增长因素：天聞印務大規模技改

增长因素：《晨報》及紅網的馬太效應，紅網傳媒網絡擴張

出版業務：我們預計，未來三年湖南省普通中小學學生人數開始趨於穩定且人均教材教輔保有量基本穩定，而公司教材教輔出版的省外市場增長良好，則預計公司教材教輔出版業務明年重回增長軌跡。名師網等數字出版相關項目的實施，有利於教育類圖書出版業務後續增長。一般圖書出版業務受益於圖書選題策劃項目運營和新教材公司全國營銷網絡建設而自明年起加快增長。音像製品等其他出版業務穩定。另有天聞數媒的數字出版項目貢獻收益。預計公司出版業務未來三年增速分別為 5.0%、11.2%和 18.3%。

發行業務：基於中小學生人數保持相對穩定、循環教材政策影響逐步減弱的判斷，並考慮新教材公司省外市場增長，預計公司教材教輔發行和一般圖書發行持續增長。由於受新媒體及盜版問題影響，判斷一般音像製品發行業務仍將下滑。隨省內新华書店陸續改造升級後的经营面積擴充、经营格局調整，預計公司文体用品銷售也將有較高增幅。預計未來三年公司發行業務增長分別為 15.5%、13.2%和 13.5%。

印刷和物資供應業務：由於公司印刷業務、物資供應業務主要對內提供配套服務，產品需求量與圖書出版發行、報紙發行需求量息息相關，同時兩項業務的收入規模與紙張採購價格相關。但受益於天聞印務技術改造的實施及新生產線調試完畢，預計公司印刷業務，特別是新华防偽的防偽產品生產將自 2012 年起出現較高增長。

報媒業務：公司報紙和新媒體業務持續快速增長。《瀟湘晨報》橫者恆強，而紅網傳媒網絡在省內迅速擴張，從而帶動廣告業務較快增長。紅網網站由於基數較低，而仍將有較快增長。預計公司報媒業務未來三年增速分別為 26.3%、25.1%和 22.8%。

內部抵消收入：假設有 55%的出版業務、95%的物資供應業務和 88%的印刷業務內部抵消。隨印刷等外部社會業務增長，內部抵消比重略有下降。

整體而言，預計公司主營業務收入未來三年的年均複合增長率達 15.1%。

图表 38. 公司主营业务收入预测

(人民币 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一般图书	186	214	236	266	411
教材教辅	981	951	976	1,066	1,133
期刊	6	8	10	12	15
音像制品	54	66	78	91	104
其他	7	5	6	18	55
出版 小计	1,235	1,244	1,306	1,452	1,718
增长率(%)	13.1	0.7	5.0	11.2	18.3
毛利率(%)	34.7	29.9	30.7	31.3	33.9
一般图书	365	371	377	384	396
教材教辅	2,078	2,493	2,941	3,377	3,876
音像制品	18	8	4	2	2
文化用品	94	86	94	104	114
发行 小计	2,555	2,957	3,416	3,867	4,388
增长率(%)	11.8	15.8	15.5	13.2	13.5
毛利率(%)	29.6	32.0	31.3	31.6	31.8
纸张、印刷耗材等	522	520	556	590	638
物资供应 小计	522	520	556	590	638
增长率(%)	9.2	(0.4)	7.0	6.0	8.2
毛利率(%)	4.8	4.4	4.2	4.3	4.4
印刷产品	534	649	746	880	1,056
防伪产品	6	8	10	13	20
印刷 小计	540	657	756	893	1,076
增长率(%)	(1.9)	21.6	15.1	18.1	20.6
毛利率(%)	18.1	17.7	18.1	17.9	18.4
报纸发行	37	41	45	48	51
广告发布	296	348	434	538	657
网站	9	20	37	59	82
其他	4	5	7	10	14
报纸和新媒体 小计	346	414	523	655	804
增长率(%)	26.8	19.7	26.3	25.1	22.8
毛利率(%)	34.3	36.3	40.3	45.2	49.2
汇总数	5,197	5,792	6,558	7,456	8,624
内部抵销	(1,713)	(1,809)	(1,971)	(2,205)	(2,548)
主营业务收入合计	3,484	3,983	4,587	5,251	6,076
增长率(%)	12.3	14.3	15.2	14.5	15.7
毛利率(%)	41.3	40.2	41.0	41.1	41.3

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

毛利率预测

公司主营业务成本包括外购图书成本、纸张材料费、印装费、稿费、编辑计费、直接人工等。我们将各项成本与相关收入挂钩，据此推算主营业务成本总额。预计公司未来三年综合毛利率分别为 41.2%、41.2%和 41.4%。其中，受益于图书选题策划项目、名师网实体教辅出版等的开花结果，出版业务毛利率有所提升。随业务规模扩大，发行业务毛利率稳中有升。印刷和物资供应业务毛利率受纸张价格等因素影响，但基本稳定。而报纸和新媒体业务毛利率受益于广告业务增长而提升较快。

期间费用预测

受益于业务规模增长、ERP 系统实施下的经营改善，长期内公司销售费用率基本稳定，管理费用率逐步下降。但我们谨慎预计 2011 年受募投项目运营投入的影响，管理费用率较 2010 年有所上升。此次股权融资资金在短期内进一步扩大公司净现金规模，直接增加利息收入。预计未来三年期间费用率稳定在 27.0%左右。

图表 39. 盈利预测假设

(人民币 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成本占收入的比重 (%):					
外购图书成本/发行总收入	34.5	35.2	35.4	35.7	35.7
纸张材料费/(物资收入+报纸发行收入)	138.6	145.7	143.7	143.7	143.6
印装费/出版总收入	11.2	16.4	16.4	16.4	16.4
稿费/出版总收入	4.0	5.1	5.2	5.7	5.7
租型费/教材教辅收入	7.3	6.4	6.3	6.4	6.4
编辑经费/(出版收入+报纸广告收入)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
直接人工/汇总收入	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
其他/汇总收入	1.4	2.5	3.5	4.5	5.5
营业收入总额 合计	3,550	4,052	4,660	5,328	6,155
增长率(%)	11.1	14.2	15.0	14.3	15.5
毛利率合计(%)	41.4	41.0	41.2	41.2	41.4
销售费用率(%)	10.7	11.4	11.4	11.4	11.4
管理费用率(%)	20.2	16.2	16.2	16.6	15.8
财务费用率(%)	(0.7)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.5)
实际所得税率(%)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

基于上述收入及利润率假设，暂不考虑收购兼并可能，我们预计公司 2010-12 年归属于上市公司股东的净利润分别为 5.60 亿元、6.31 亿元和 7.82 亿元，年均复合增长 18.2%。若假设此次公开发行 3.98 亿股，则公司总股本将达到 17.96 亿股，预计 2010-12 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.31 元、0.35 元和 0.44 元。

风险提示

无论从体制变革还是科技进步,我国新闻出版业均处于转型期。我们认为行业因素变化会导致公司面临以下风险:

1. 数字出版趋势明显,逐步给传统出版发行领域带来冲击,将改写出版业现有市场格局;
2. 我国新一轮教改启动,教材业务受政策法规影响较大;
3. 公司募投项目进展低于预期;
4. 改制文化企业相关税收优惠政策的持续性。

附录一、中国新闻出版产业概况

新闻出版产业具相当规模

中国新闻出版业总产值过亿

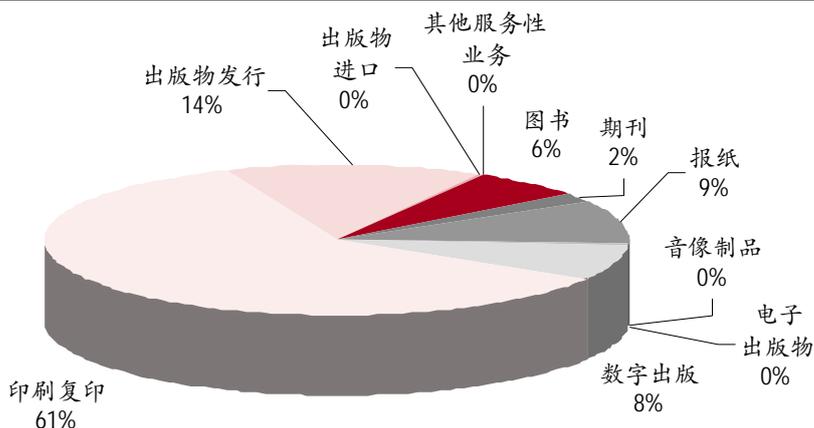
按国家统计局相关分类，我国新闻出版产业属文化产业核心层，各类出版物的出版、发行、印刷等相关产业增加值占文化产业核心层增加值的 60% 以上。2009 年全行业总产出 10,668.9 亿元，同比增长 20%，实现增加值 3,099.7 亿元，占 GDP 的 0.9%，约占文化产业增加值总额的 35-40%，实现营业收入 10,341.2 亿元，利润总额 893.3 亿元，具备相当规模。未来十年，随文化产业整体大发展大繁荣及新闻出版体制改革深化并发展，新闻出版产业将持续稳定增长，以 2020 年行业增加值占 GDP 5% 为目标。

产业结构改善，数字出版快速发展

以各类出版物出版为主

现阶段我国新闻出版业以出版业务为主的产业结构未有太大改变。2009 年，传统出版及数字出版的总产出、行业增加值、营业收入、利润总额占比分别为 19.7%、25.3%、19.9% 和 25.1%。而版权贸易与服务、内容策划、制作与提供等服务性业务的四项指标占比仅为 0.10%、0.11%、0.10% 和 0.09%。

图表 40. 2009 年中国新闻出版产业增加值构成

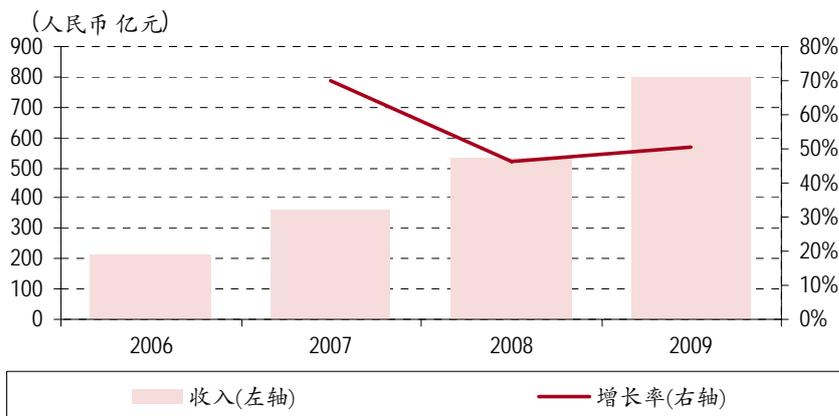


资料来源：《2009 年新闻出版产业分析报告》

数字出版快速发展

但出版业务内部的产业结构持续改善。2009 年，传统出版环节和数字出版分别贡献新闻出版业营业收入总额的 12.2% 和 7.7%。尽管短期内难以撼动传统出版业的主导地位，但数字出版业发展迅速，2006-09 年间年均增长 55.4%，比传统出版业快 4-5 倍。

图表 41. 我国数字出版产业收入规模



资料来源:《2009年新闻出版产业分析报告》等

图书报刊传统纸质出版物低速增长

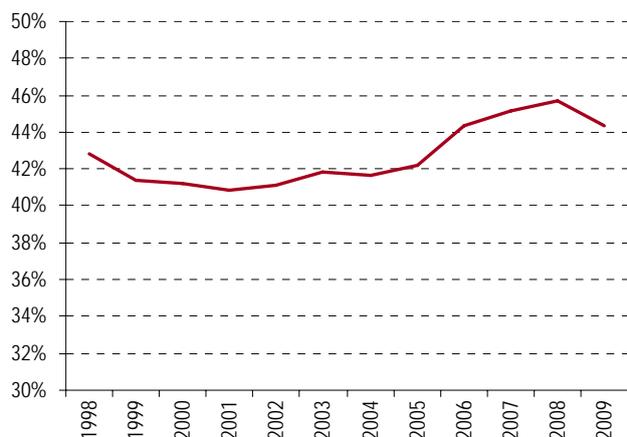
同时传统出版的产品结构亦有调整。图书、期刊、报纸三类纸质出版物的产值规模、出版规模、耗材规模等低速稳定增长。2009年三类出版物定价总金额同比增长7.2%至1402.11亿元,2004-09年间复合增长7.5%;同年,总印张数同比增长1.9%至2701.14亿印张,2004-09年间复合增长5.2%。然而受累于互联网冲击和盗版猖獗等因素,电子出版物和音像制品出版规模呈下滑态势。

图书重印率提高,一般图书占比上扬,专业类图书出版投入增加

传统图书出版业进入成熟期

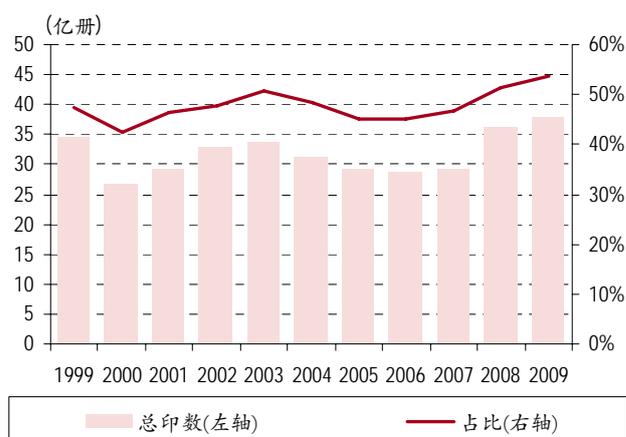
过去十余年间,我国图书重印率有所提升,近年来稳定在44-45%的水平,体现中国书业的逐步成熟:产品结构优化、运营成本下降等。除课本、图片外的一般图书占比提高,2009年总印数占比达53.8%,体现我国书业的教材课本依赖减弱、结构调整见效的市场化发展导向。从各门类图书细分结构看,社科人文类仍然是品牌中最多、规模最大的,但科学技术类的品种占比、总印数占比逐年上升,说明我国书业服务社会的专深度加强,产业的专业化水准提升。

图表 42. 图书重印率变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

图表 43. 一般图书总印数及占比变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

传统出版物影响力下降趋势趋缓

过去十年间, 受累于新媒体经济冲击, 我国图书报刊、电子音像制品等传统出版物的受众面、影响力明显减弱, 但逐步趋缓。

国有书业传统出版物库存增加

2008年, 全国新华书店系统、出版社自办发行单位年末库存51.1亿(册张份盒)、672.78亿元, 与上年相比数量增长14.1%, 金额增长18.9%。若干年内, 库存数量和金额增速始终快于销售额的增长, 传统出版物影响力减弱。

图表 44. 国有书业传统出版物发行库存数量变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

图表 45. 国有书业传统出版物库存金额变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

图书品种增长，但总印数起伏

2009年，全国图书出版总印数同比微降0.4%至70.36亿册(张)。过去十余年间，我国图书出版品种及新书品种持续增加，但总印数出现下降、徘徊、回升：“九五”期间从高点73.16亿册降至低点62.74亿册，“十五”期间始终徘徊在60余亿册，“十一五”期间自2008年起受一般图书增长拉动才重回70亿册量级。报刊出版期印数、总印数等指标略好于图书出版，“十一五”期间逐步攀升。

印张单价涨跌幅度不及纸张成本

从印张单价数据来看，三类纸质出版物的市场议价能力并不强。2009年，图书、期刊、报纸的印张单价分别为1.50元/张、1.22元/张和0.18元/张，比2008年同比增长4.9%、2.6%和8.4%，2008年则比2007年变动2.8%、9.6%和-8.6%。而2008年2009年国产新闻纸价格变动幅度达到19.2%和-13.4%。在纸张成本上涨期内，印张单价的调整未必足以弥补纸张成本。

国有书业传统出版物纯销售量波动，人均购买量初现回升

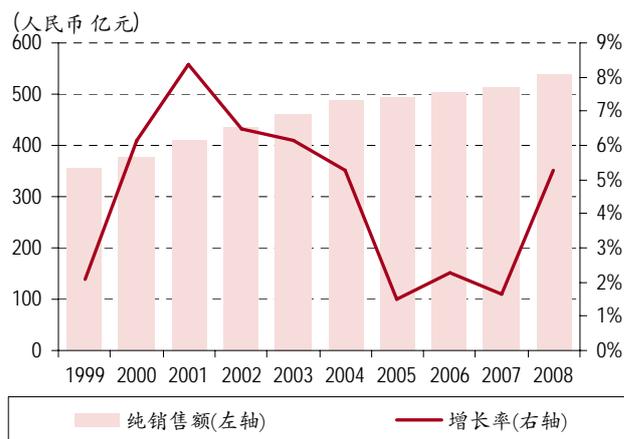
1998至2008年间，全国新华书店系统和出版社自办发行单位针对传统出版物的纯销售额持续小幅增长，但纯销售数量降多升少。纯销售量及人均购买量的波动表明图书报刊、电子音像制品的受众面收窄。2008年，全国新华书店系统、出版社自办发行单位纯销售67.09亿(册张份盒)、539.65亿元，与上年相比数量增长6.3%，金额增长5.3%，为多年来难得一见的较高幅度的双增长。

图表 46. 国有书业传统出版物纯销售数量变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

图表 47. 国有书业传统出版物纯销售金额变化



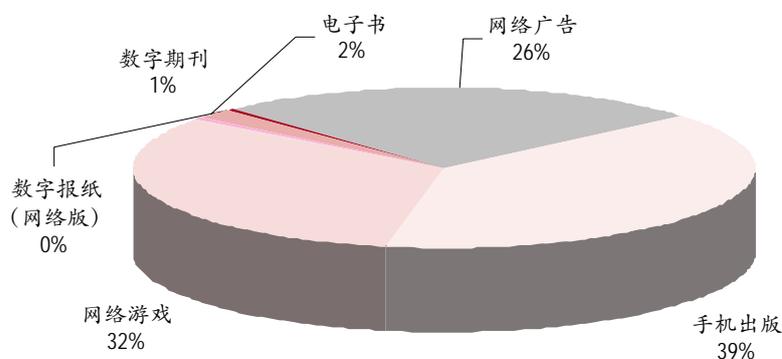
资料来源: 全国新闻出版业基本情况

传统出版的产业升级程度尚有空间

业态升级具潜力

尽管我国数字出版持续较快发展，但各个细分领域并未形成平衡发展格局。2009年，手机出版和网络游戏贡献数字出版营业收入总额的71.3%，电子书、数字期刊、和数字报纸三者合计不足3%，传统出版业态的转型升级相对落后。相比于欧美大型出版集团50-60%的数字出版及网络相关业务比重，我国大型出版发行集团的数字出版业务收入占比极低，利润贡献较小。

图表 48. 2009 年数字出版产业行业增加值构成



资料来源：《2009年新闻出版产业分析报告》

以图书数字化为例，电子图书交易册数和销售额正以年均20-25%的速度快速发展，是纸质图书的两倍。国外成熟电子书市场存在大量数字化内容、大量用户使用基础和严格的版权保护环境。相比而言，我国电子书市场存在若干问题：(1) 版权保护薄弱。目前互联网传播渠道下的原创阅读网站仅占总数的5%左右，更多的是无版权保护下的转载、盗版；(2) 盈利模式不清晰。已有的商业模式包括数字图书馆(方正、中文在线、书生、超星等)、网络原创(盛大文学、新浪读书等)、广告(新浪读书、Google等)、UGC(用户定制，豆瓣等)、海量版权(读吧等)等，但真正实现可观收益的仅限于以学校图书馆、城市图书馆等机构用户为主的数字图书馆、垄断收费渠道的手机阅读等。上述两点阶段性问题实则蕴含较大改善空间。

文化产业发展面临重大契机

2009年国务院出台《文化产业振兴规划》，确立文化产业国家战略支柱产业地位。明确提出将坚持以结构调整为主线，加快推进重大工程项目，以扩大产业规模，增强文化产业整体实力和竞争力。

八项重点工作包括：（1）加快发展文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫等重点文化产业。（2）充分调动社会各方面力量，加快推进具有重大示范效应和产业拉动作用的重大项目。

（3）推动跨地区、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业。

（4）统筹规划，加快建设一批产业示范基地，发展具有地域和民族特色的文化产业群。（5）不断适应城乡居民消费结构新变化和审美新需求，创新文化产品和服务，扩大文化消费。（6）发展文艺演出院线，推进有线电视网络、电影院线、数字电影院线和出版物发行的跨地区整合，繁荣城乡文化市场。（7）积极发展移动多媒体广播电视、网络广播影视、手机广播电视等新兴文化业态，推动文化产业升级。

八是落实鼓励和支持文化产品与服务出口的政策，扩大对外文化贸易。并表示：为确保各项任务落到实处，必须深化文化体制改革，激发全社会的文化创造活力。要降低准入门槛，积极吸收社会资本和外资进入政策允许的文化产业领域，参与国有文化企业股份制改造，形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局。要加大政府投入和税收、金融等政策支持，大力培养文化产业人才，完善法律体系，规范市场秩序，为规划实施和文化产业发展提供强有力的保障。

我们认为，《文化产业振兴规划》是对中央积极推进文化体制改革的延续，也是我国经济转型、扩大内需的重要举措。“十一五”期间，我国文化产业自起步、培育、探索的初级阶段基本进入快速发展时期。“十二五”期间，政策的呵护以及文化需求的升级使得全行业面临重大发展机遇，而走在改革前沿的子行业和龙头企业将从中受益。

行业加速整合,混合媒体介质逐步形成

行业在打破区域行政壁垒和媒体介质界限中加速整合

目前我国共有近 50 家出版发行集团,各地集团化发展路径表明产业集群发展模式符合全行业做大做强的要求。近两届“中国文化企业 30 强”名单中,中国出版集团、江苏凤凰出版集团、湖南出版投资控股集团、浙江出版联合集团、江西出版集团、四川新华发行集团、安徽出版集团、安徽新华发行集团等 8 家出版发行类企业连续两届上榜。居于行业前列的出版发行集团市场竞争实力加速提高,行业集中度不断提高。行业在打破区域行政壁垒和媒体介质界限中加速整合。

相比于欧美成熟市场,我国书业集团化发展的市场集中度较低,差异化不足,增长空间巨大

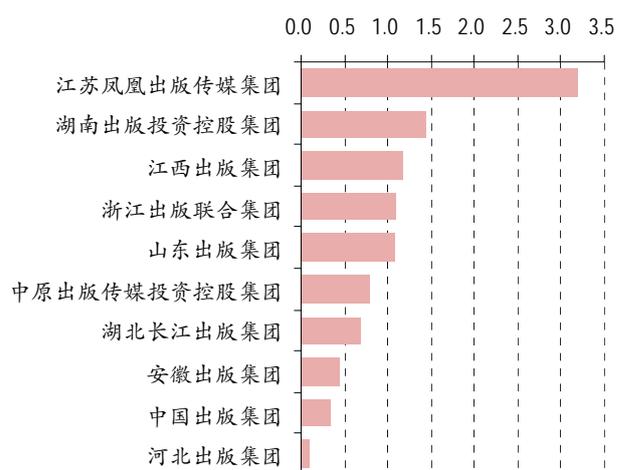
当前,欧美出版业早已形成若干大型出版集团格局。美国前十大出版商约占 60%左右的图书出版市场份额,前三大零售商约占据 50%的北美图书零售市场份额,市场集中度极高。同时,各个出版集团在某一细分领域往往具有较高话语权,一定程度上形成差异化竞争。相比欧美书业,我国前十大出版集团占据的市场份额约在 30%左右,随各地出版集团、发行集团的陆续成立,区域内产业链打通的同时,区域外市场份额的再扩大或多或少都存在行政区域壁垒。而媒体界限的相互渗透是内容产业规模经济的要求。在体制变化和技术革命背景下,跨区域、跨媒体的统一市场的形成将成为我国媒体产业未来一段时间的主题。

图表 49. 第二届中国文化企业 30 强出版发行类企业

排名	名称
1	中国出版集团公司
2	江苏凤凰出版传媒集团公司
3	湖南出版投资控股集团有限公司
4	浙江出版联合集团有限公司
5	江西省出版集团公司
6	中原出版传媒投资控股集团有限公司
7	四川新华发行集团有限公司
9	山东出版集团有限公司
10	安徽出版集团有限责任公司
11	安徽新华发行集团控股有限公司
12	湖北长江出版传媒集团有限公司

资料来源:网络信息

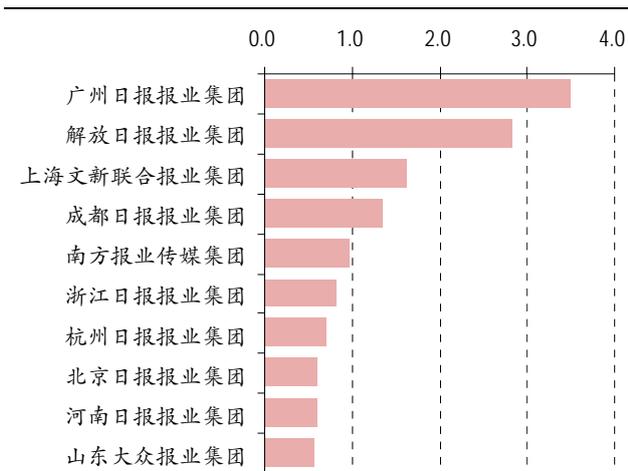
图表 50. 总体经济规模前十大出版集团



注:数值为根据资产总额、所有者权益、主营业务收入和利润总额四项指标的主成分分析法结果,仅代表差异

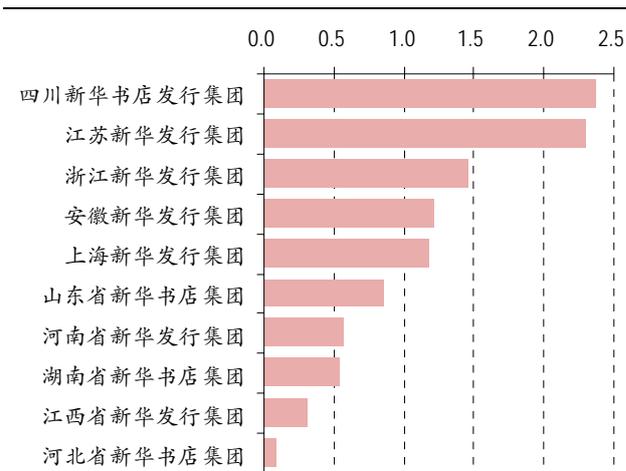
资料来源:《2009 年新闻出版产业分析报告》

图表 51. 总体经济规模前十大报业集团



注：数值为根据资产总额、所有者权益、主营业务收入和利润总额四项指标的主成分分析法结果，仅代表差异
资料来源：《2009年新闻出版产业分析报告》

图表 52. 总体经济规模前十大发行集团



注：数值为根据资产总额、所有者权益、主营业务收入和利润总额四项指标的主成分分析法结果，仅代表差异
资料来源：《2009年新闻出版产业分析报告》

多市场主体竞合关系逐步形成

我国非共有经济主体占比高

截止 2009 年底，全国 35.7 万家新闻出版单位中，非公有经济主体超过 32.4 万家，占 90.8%。11.5 万家企业法人中，72.0% 和 3.7% 分别为民营企业和港澳台、外商投资企业。非公有印刷复印企业的财务招标占比均在 80-85%，非公有出版物发行企业财务指标占比约在 69-80%。

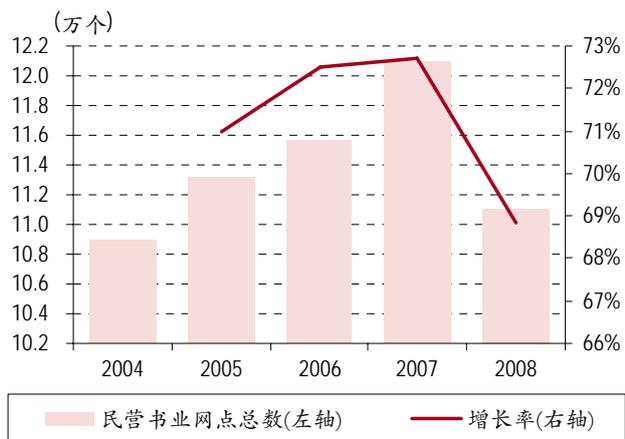
市场进一步开放

根据《出版市场管理规定》、《关于非公有资本进入文化产业的若干决定》、《关于促进民营文艺表演团体发展的若干意见》、《文化产业振兴规划》等相关政策，目前基本实现了在演出、娱乐、艺术品、网络文化、动漫游戏、出版物发行、印刷复制等领域对国内非公有资本全方位、全过程的开放。

书业非公有资本洗牌加剧，合作为未来发展方向

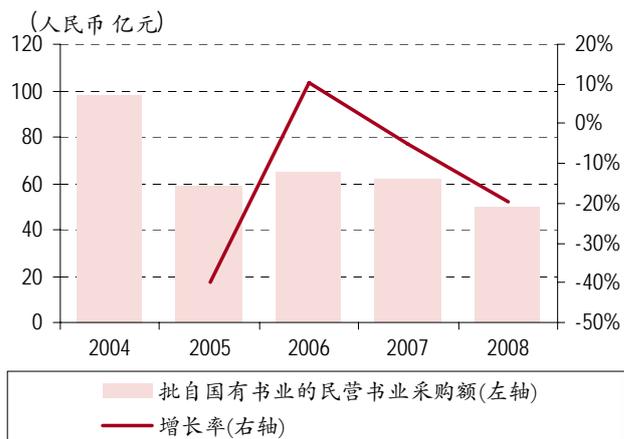
民营图书策划多集中在教辅、文学等一般图书领域，竞争激烈，利润率相对较低。随市场规范性（如书号实名申领制度的推行）提高，选题策划实力、经营管理水平兼备的民营书商才可生存。同时，国有和民营的取长补短、差异化合作将是趋势，包括以股权方式成立图书发行公司，凭收购兼并方式进行销售渠道的快速拓展等实现双赢。

图表 53. 民营书业发行网点数量变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

图表 54. 批自国有书业的民营书业采购额变化



资料来源: 全国新闻出版业基本情况

附录二、湖南省经济与教育情况

湖南——人口大省，将受惠于产业转移

全国第7大人口大省

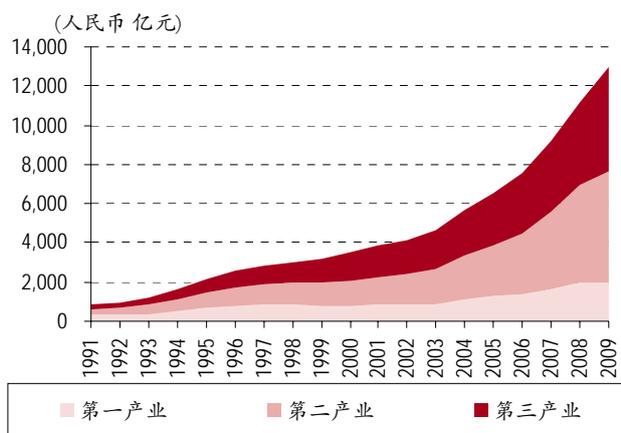
湖南省属我国中部六省之一，因大部分地区处于洞庭湖以南而得名，湘江贯穿全境。为著名“渔米之乡”、“有色金属之乡”和“非金属矿之乡”，拥有丰富历史人文资源、风景名胜资源。2009年末全省常住人口6,406万人，总人口6,900.2万人，增长0.8%，为我国第7大人口大省，位列广东、河南、山东、四川、江苏、河北之后。

经济增长快于全国平均水平

2009年湖南省实现地区生产总值12,930.69亿元，比上年同期增长13.6%，位居全国第十；人均地区生产总值20,226元，比上年同期增长13.1%。GDP与人均GDP增速均快于全国平均水平。省内区域经济协调发展。长株潭城市群“两型社会”试验区建设取得实质性进展，三市生产总值5506.71亿元，增长14.5%。全省农民人均纯收入4910元，实际增长9.3%，城镇居民人均可支配收入15084.31元，实际增长9.5%。人均收入水平处于全国中游。

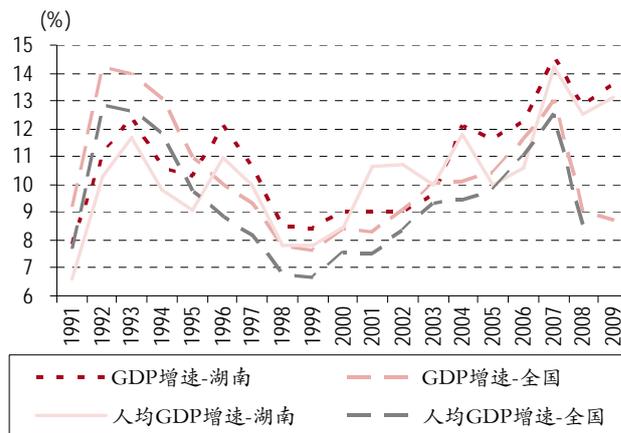
随着产业转移的推进，具有丰富劳动力资源的湖南将成为沿海经济发达地区尤其是临近的广东省劳动密集型产业内迁的首选之地，这也将从中长期推进湖南经济实现质的飞跃。

图表 55. 湖南省地区生产总值增长及三产构成



资料来源: 湖南统计年鉴, 统计公报

图表 56. 湖南与全国人均 GDP 增长之比较



资料来源: 湖南统计年鉴, 中国统计年鉴, 统计公报

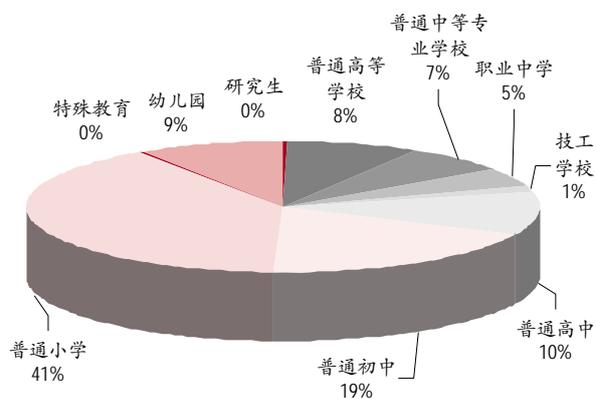
教育——惟楚有材，于斯为盛

“十一五”期间，湖南省推进教育强省建设。2007 年全面通过国家“两基”验收，全省“普九”人口覆盖率达 100%。2005-08 年，全省高校固定资产由 182 亿元增加到 235 亿元，增长 29%。其中归口省教育厅管理的普通高校投入近 52 亿元。

目前全省有 1,100 多万名在校学生分布于从幼儿园至研究生的各个教育阶段，学生人口规模全国第 8 位，位列河南、广东、山东、四川、江苏、河北、安徽之后。其中普通中小学在校学生约 790 万人，占学生人口总数的 70%，比全国整体水平低 7 个百分点，主要原因是湖南省办学主体多元化推动职业教育较好发展，招生规模扩大。

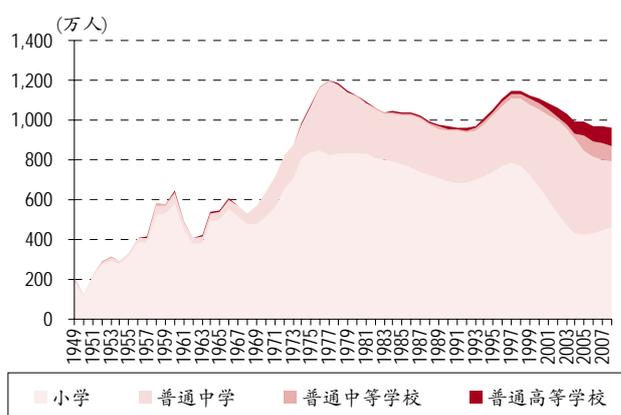
湖南省普通学校在校学生总人数在近十年间持续减少，但自 2005 年起下滑趋势放缓。得益于人口出生率自 2003 年起逐年回升和学龄儿童入学率高于全国整体水平(09 年为 99.62%)，湖南省普通小学在校学生人数持续上升，显著抵消初、高中学生数的减少。而湖南省小学升学率、初中升学率处于全国平均水平。

图表 57. 2008 年湖南各级学校在校学生构成



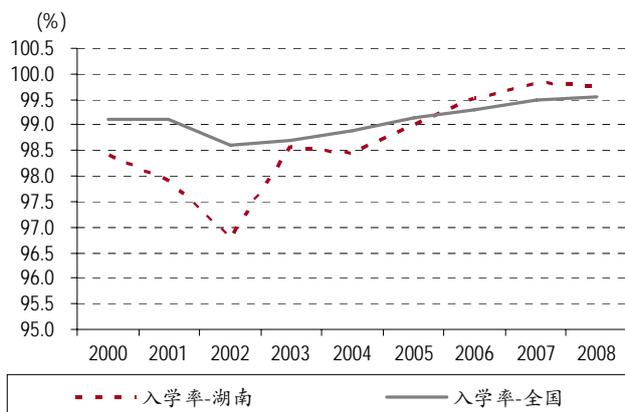
资料来源: 湖南统计年鉴

图表 58. 湖南省在校学生规模历年变化趋势



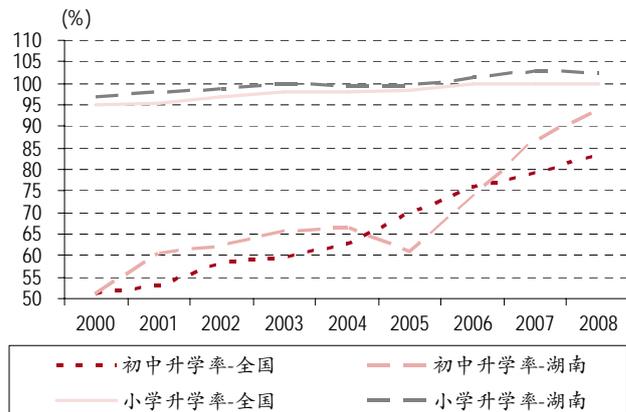
资料来源: 湖南统计年鉴

图表 59. 湖南与全国学龄儿童入学率之比较



资料来源: 湖南统计年鉴

图表 60. 湖南与全国小学/初中升学率之比较



注: 湖南省初中升学率自 2006 年起包括: 普通高中、职业高中、技工学校、普通中专、成人中专招收初中毕业生数

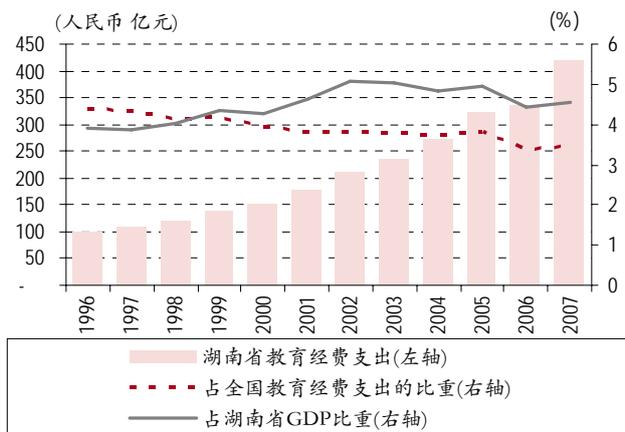
资料来源: 湖南统计年鉴

近十年来, 湖南省教育经费支出保持较快增长。按国家统计局披露口径, 2007 年全省教育经费支出达 420 亿元, 具全国第 9 名。其中预算内支出比上年增长 45.0%, 增幅居全国第 6 位; 预算内教育拨款比上年增长 46.5%, 比财政经常性收入增长比例高出 11.9 个百分点。2008 年, 省本级预算内新增教育经费突破性增长至 3.56 亿元, 全省新增预算内教育经费 77.1 亿元, 农村义务教育保障机制改革经费 39 亿元。预算内年生均公用经费由 2006 年的小学 10 元、初中 15 元提高到 2009 年小学 300 元, 初中 500 元。³

但由于其占全国教育经费支出的比重呈下降趋势, 表明湖南省教育经费支出仍然慢于中央及地方整体。并且各类教育生均预算内经费明显低于全国平均水平, 2007 年各项生均预算内经费指标的全国排名均在 21 位以下。此外, 从经费来源看, 财政性预算内教育经费和学杂费始终占较大比重。

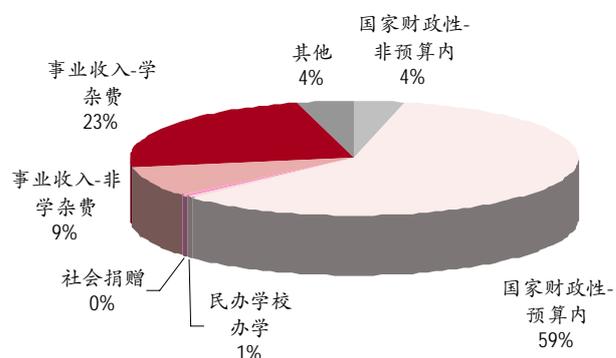
³ 张放平厅长, 《在 2009 年湖南全省教育财务建设工作会议上的讲话》, 2009 年 2 月 26 日

图表 61. 湖南省教育经费支出情况



资料来源: 中国统计年鉴

图表 62. 湖南省教育经费来源构成



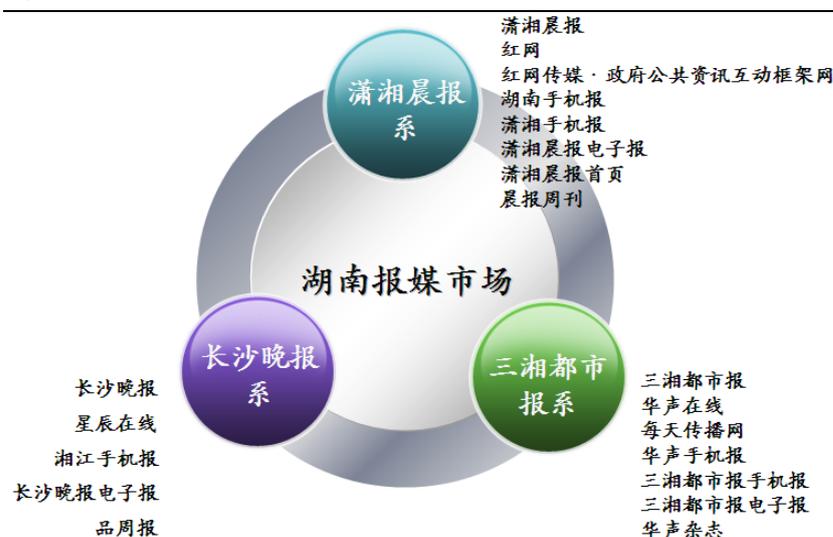
资料来源: 中国统计年鉴

附录三、湖南省报业市场

潇湘晨报系引领湖南报业市场

湖南省报业前三大报系分别是潇湘晨报系、长沙晚报系和三湘都市报系。随市场竞争加剧，品牌影响力和公信力逐步成为我国报业关注的焦点。报业品牌打造的过程中，湖南报业三杰均由最初的单一报纸平媒形式拓展为今天的“纸质报+网站+数字报+手机报+期刊”多层次架构。其中潇湘晨报系份额最高、品牌力最强、经济效益最佳。

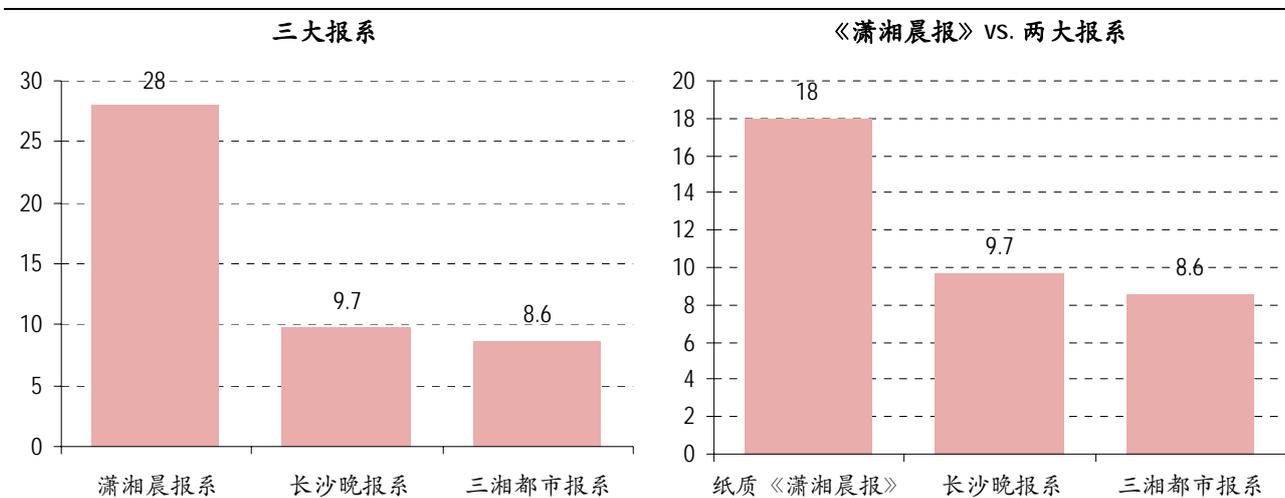
图表 63. 湖南省三大报系



资料来源：CTR,《湖南三报系媒体整合传播效果研究报告》，2009年7月

据 CTR 2009 年 7 月市场调查结果，《潇湘晨报》及下属媒体在湖南省内六大城市日到达率约是另外两个报系的 2-3 倍。

图表 64. 三大报系日到达率之比较(%)



注：样本量 n=1001, 其中长沙 300, 株洲、湘潭、衡阳各 150, 岳阳 151, 常德 100 个

资料来源：CTR,《湖南三报系媒体整合传播效果研究报告》，2009年7月

由 2008 年广告总量数据可知,《潇湘晨报》广告总量占据三大报的半壁江山,与其发行量、印数等指标相匹配。

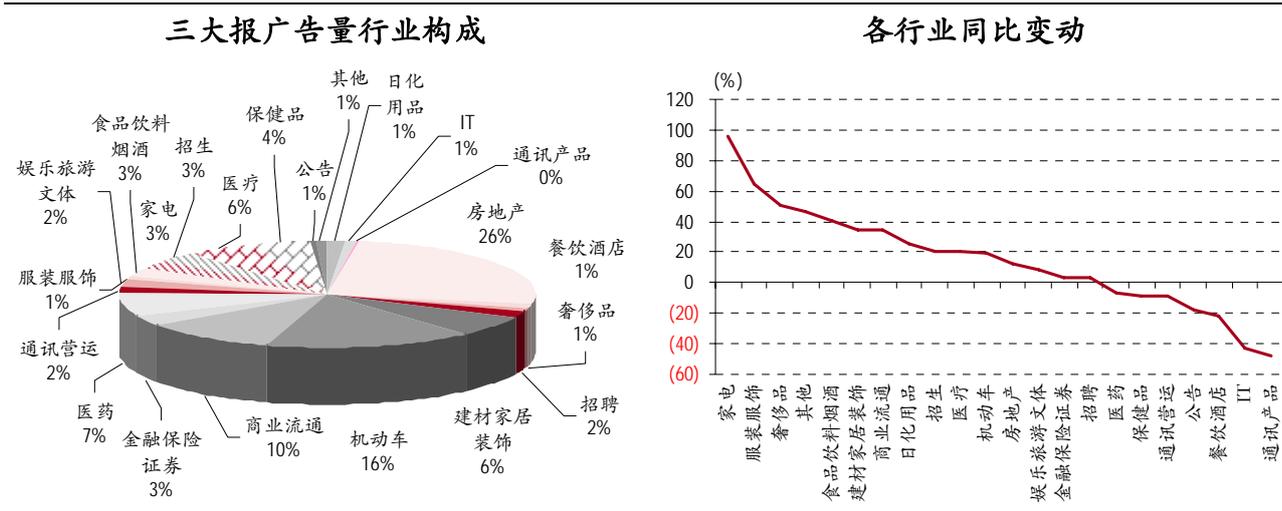
图表 65. 三大报基本情况

名称	创刊日	隶属	性质	08 年广告总量(人民币 亿元)	08 年平均期印数(万份)
长沙晚报	1956 年 7 月 1 日	长沙晚报报业集团	党报	1.63	n.a.
三湘都市报	1995 年 6 月 30 日	湖南日报报业集团	都市报	1.05	41.95
潇湘晨报	2001 年 3 月 9 日	中南出版传媒集团	都市报	3.77	51.00

资料来源:《2008 年度长沙报业广告市场蓝皮书》、《中国新闻出版统计资料汇编》

长沙报业广告投入前几大行业分别是房地产、机动车、商业贸易、金融保险、医药保健、食品饮料、家电等。其中增长最快的为家电、服装服饰、奢侈品、食品饮料、建材等。

图表 66. 2008 年三大报广告投放情况

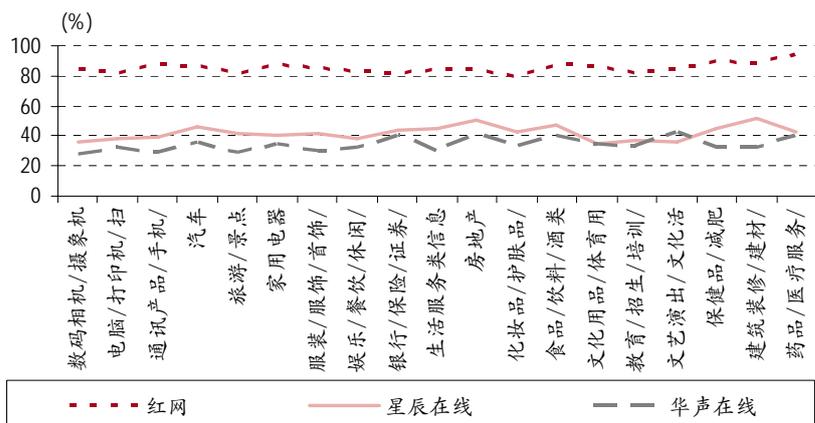


资料来源:《2008 年度长沙报业广告市场蓝皮书》

**红网的行业广告受众覆盖度
在三大报之间亦遥遥领先**

与报纸平面媒体影响力一致,红网在三大报系相关网站间的市场覆盖度最高,并且在各类较重要的广告行业均处于显著领先地位。究其原因,除《晨报》纸媒原有的市场高份额因素外,更在于红网自身营运能做到突破“报业数字化”达到“数字报业”造诣。两者的区别,即在于前者是将互联网等新媒体等定位于新闻纸传播手段的延伸,而后者从新媒体特点出发找到适合报业的新传播模式。

图表 67. 三大网站对各行业广告受众的覆盖度之比较



资料来源: CTR, 《湖南三报系媒体整合传播效果研究报告》, 2009年7月

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,550	4,052	4,660	5,328	6,155
销售成本	(2,122)	(2,440)	(2,798)	(3,199)	(3,685)
经营费用	(938)	(970)	(1,132)	(1,331)	(1,542)
息税折旧前利润	490	643	729	798	929
折旧及摊销	(161)	(147)	(155)	(163)	(138)
经营利润(息税前利润)	329	495	574	635	791
净利息收入(费用)	25	9	18	32	30
其他收益/(损失)	18	(16)	(21)	(21)	(22)
税前利润	373	488	571	645	799
所得税	(1)	0	(1)	(1)	(1)
少数股东权益	(2)	(8)	(11)	(14)	(17)
净利润	369	480	560	631	782
核心净利润	369	480	560	631	782
每股收益(人民币)	0.308	0.343	0.312	0.351	0.435
核心每股收益(人民币)	0.308	0.343	0.312	0.351	0.435
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.047	0.053	0.065
收入增长(%)	n.a.	14	15	14	16
息税前利润增长(%)	n.a.	51	16	11	25
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	31	13	9	16
每股收益增长(%)	n.a.	11	(9)	13	24
核心每股收益增长(%)	n.a.	11	(9)	13	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,404	2,179	5,312	4,848	4,805
应收帐款	229	292	331	378	432
库存	668	737	832	923	1,004
其他流动资产	553	279	342	390	450
流动资产总计	2,854	3,487	6,818	6,540	6,691
固定资产	1,364	1,325	1,551	2,012	2,190
无形资产	803	788	771	770	778
其他长期资产	6	7	10	16	25
长期资产总计	2,172	2,120	2,332	2,798	2,993
总资产	5,026	5,607	9,150	9,338	9,685
应付帐款	901	1,194	1,340	1,470	1,634
短期债务	17	430	0	0	0
其他流动负债	2,353	1,274	1,183	1,158	1,184
流动负债总计	3,271	2,897	2,523	2,628	2,818
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	10	9	9	9
股本	1,200	1,398	1,796	1,796	1,796
储备	540	1,276	4,786	4,856	4,996
股东权益	1,740	2,674	6,582	6,652	6,792
少数股东权益	15	25	36	49	66
总负债及权益	5,026	5,607	9,150	9,338	9,685
每股帐面价值(人民币)	1.45	1.91	3.66	3.70	3.78
每股有形资产(人民币)	0.78	1.35	3.24	3.27	3.35
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.16)	(1.25)	(2.96)	(2.70)	(2.68)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	n.a.	488	571	645	799
折旧与摊销	n.a.	147	155	163	138
净利息费用	n.a.	(9)	(18)	(32)	(30)
运营资本变动	n.a.	248	(192)	(130)	(56)
税金	n.a.	(252)	(1)	(1)	(1)
其他经营现金流	n.a.	314	453	343	172
经营活动产生的现金流	n.a.	936	969	988	1,022
购买固定资产净值	n.a.	(218)	(1,057)	(1,531)	(704)
投资减少/增加	n.a.	0	(115)	0	0
其他投资现金流	n.a.	8	0	0	0
投资活动产生的现金流	n.a.	(210)	(1,172)	(1,531)	(704)
净增权益	n.a.	458	3,880	0	0
净增债务	n.a.	413	(430)	0	0
支付股息	n.a.	(589)	(70)	(84)	(95)
其他融资现金流	n.a.	(231)	(44)	163	(266)
融资活动产生的现金流	n.a.	50	3,337	79	(361)
现金变动	n.a.	775	3,133	(463)	(43)
期初现金	n.a.	1,404	2,179	5,312	4,848
公司自由现金流	n.a.	725	(186)	(511)	348
权益自由现金流	n.a.	907	(615)	(511)	348

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	13.8	15.9	15.6	15.0	15.1
息税前利润率	9.3	12.2	12.3	11.9	12.9
税前利润率	10.5	12.0	12.3	12.1	13.0
净利率	10.4	11.8	12.0	11.8	12.7
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.2	2.7	2.5	2.4
利息覆盖率	164.4	100.3	32.4	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	0.9	2.4	2.1	2.0
估值(倍)					
市盈率	32.4-37.4	29.0-33.6	32.0-37.0	28.4-32.8	22.9-26.5
市净率	6.9-7.9	5.2-6.0	2.8-3.2	2.8-3.2	2.7-3.2
价格/每股经营现金流	n.a.	14.9-17.2	18.5-21.4	18.1-20.9	17.5-20.2
企业价值/息税折旧前利润	33.7-39.4	25.1-29.5	18.0-22.1	17.1-20.8	14.7-17.8
周转率					
存货周转天数	115.0	105.1	102.3	100.1	95.5
应收帐款周转天数	23.6	23.5	24.4	24.3	24.0
应付帐款周转天数	92.6	94.3	99.2	96.3	92.0
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	14.6	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	21.2	21.7	12.1	9.5	11.6
资产收益率	6.5	9.3	7.8	6.9	8.3
已运用资本收益率	20.1	20.8	12.5	10.0	12.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

新华文轩 (0811.HK/港币 4.16, 买入)
博瑞传播 (600880.SS/人民币 19.07, 买入)
新华传媒 (600825.SS/人民币 11.03, 持有)
出版传媒 (601999.SS/人民币 12.27, 未有评级)
时代出版 (600551.SS/人民币 16.90, 未有评级)
皖新传媒 (601801.SS/人民币 13.53, 未有评级)
华闻传媒 (000793.SZ/人民币 6.04, 未有评级)
中文传媒 (600373.SS/人民币 16.38, 未有评级)
粤传媒 (002181.SZ/人民币 15.10, 未有评级)
拓维信息 (002261.SZ/人民币 35.79, 未有评级)

以2010年9月30日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

免责声明

依据中国证券监督管理委员会发布的《证券发行与承销管理办法》，作为中南出版传媒集团股份有限公司（“发行人”）首次公开发行人民币普通股项目（“本次发行”）的主承销商，中银国际证券有限责任公司提供此投资价值研究报告。

此报告仅用于本次发行之初步询价之目的，仅由中银国际证券有限责任公司于询价时向询价对象提供。

中银国际证券有限责任公司及其关联公司（以下合称“中银国际”）、发行人及询价对象不得以任何形式公开披露此报告的内容，亦不得更改或以任何方式直接或间接发送、复制、传递、披露此报告的全部或部分材料、内容或其复印本予询价对象以外的机构或个人。作为询价对象的合格境外机构投资者（QFII），还需注意所在管辖区域内有关收取和使用此报告的法规限制。

此报告是由独立于发行人、其他发行相关机构及中银国际内部从事股票发行与承销业务的中银国际分析员独立、客观地编写的。中银国际已尽合理注意以保证此报告所述的事实准确，所载的资料及观点均具有可靠的来源或出处，且此报告中的预测性内容、预期、观点、判断和评估基于公平合理的假设作出，但中银国际无法独立验证该等事实或假设，不对该等事实或假设的准确性负责。

在此特别提示，由于报告中所载的预测性内容以多种假设为依据，并受多项已知或未知的风险所影响，此报告所述发行人或其证券的实际表现或业绩可能会与此报告所明示或暗示的有关预测产生重大差别。询价对象应当特别关注此报告中有关风险因素的描述。

此报告只供询价对象参考之用，并不构成且不应被视为任何认购或取得本次发行证券的邀请，更不构成任何性质及内容的认购或取得本次发行证券的要约。询价对象在作出任何有关认购或取得本次发行证券的决定时，应当完全基于发行人已发出或将发出的最终招股意向书（招股说明书）或相关的发行公告中所包括的信息，或听取询价对象自行聘用的独立投资顾问的意见，而不应基于此研究报告的内容。中银国际及其相应的董事、管理人员、雇员均不以任何方式对询价对象因使用此报告而遭受的任何损失负责。

中银国际在法律许可下可能会参与涉及此报告所述发行人或证券的融资交易，或向此报告所述发行人提供服务或招揽生意，或持有或买卖或投资此报告所述证券，或与此报告所述发行人或证券有利益关系或其他关连。如有需要，可根据法律、法规规定向中银国际索取有关上述利益关系的资料。

中银国际 2010 版权所有，保留一切权利。