



“多介质、全流程”的出版龙头

——中南出版（601098）新股定价报告——

估值区间：9.60 - 11.20 元

内容摘要：

- **具龙头地位的出版公司。**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。09年总资产56亿，净利润4.79亿，主营业务收入第一位。全国百家一类出版社中，中南传媒占有5席。
- **“多介质、全流程”影响力最大化。**传媒集团最大价值是影响力。中南传媒包括8家出版社、1家报社、1个网站、13个杂志社以及新华书店、印务等编、印、发、供全流程产业链。企业集团通过对资源的重复使用和多次开发，实现利润最大化，影响力最大化。
- **战略布局新传媒。**从2005年开始，公司并购红网、创办名师网、启动多种手机报、投资天闻数媒、建立中南国家数字出版基地等，布局谋划数字出版和新媒体，提升未来竞争潜力。
- **业绩预测与估值。**预计10-11年公司全面摊薄每股收益分别为0.32元、0.355元。据WIND数据，截止至10月14日，全部A股PE(TTM, 中值)为50.84X，传媒业为52.51X，公司所处细分行业出版业为46.08X。综合各方面因素，中南出版动态市盈率水平可取30-35倍，对应公司合理估值区间可为9.60-11.20元。

研究员

马凤桃
执业证号：S1250200010002
电话：010-57631231
邮箱：mft@swsc.com.cn

潘红敏
执业证号：S1250110030182
电话：010-57631226
邮箱：phm@swsc.com.cn

市场数据

原始股本(亿股)	13.98
拟发行股本(亿股)	3.98
总股本(亿股)	17.96
拟发行股份占总股本比例	22.2%

财务指标 (万元)

项目	2010.06
EPS(按最新股本:元)	0.198
营业收入	203471
毛利率	42.00%
费用率	26.70%
营业利润	24865
利润总额	28191
少数股东损益	512
归属母公司净利润	27669

科目	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4052	4697	5371
同比增长(%)	14.15	15.90	14.36
净利润(百万)	487	573	636
同比增长(%)	14	17.5	10.98
EPS(摊薄:元)	0.34	0.32	0.355

目 录

一、公司简介	1
1.1 公司股权结构与组织架构.....	1
1.2 主营业务构成.....	1
1.3 公司主要分公司、子公司.....	2
二、公司所处行业情况及行业地位	3
2.1 出版行业内增稳定 体制改革整合提速.....	3
2.2 身处行业第一梯队 总体规模第二.....	4
三、公司在行业中的竞争优势	5
3.1“多介质、全流程”业态多样 产业链完整.....	5
3.2 财务数据优于同业 盈利持续力强.....	6
3.3 合纵连横力量强 战略布局新传媒.....	7
四、募投项目分析	8
4.1 出版创意策划项目.....	8
4.2 基础教育复合出版项目.....	8
4.3 新华书店门店改造升级.....	9
4.4 天闻印务技改项目.....	10
五、风险提示	10
六、盈利预测与估值	10

插图目录

图 1: 发行后股权结构图	1
图 2: 公司主要产品占比	1
图 3: 开卷图书零售市场分析	3
图 4: 零售图书大市场低增速与小市场高发展相得益彰	3
图 5: 公司多介质、全流程的大集团、全产业链	5
图 6: “中南基础教育复合出版项目”成熟期盈利模式	9

表格目录

表 1: 公司主要分公司、二级子公司一览表	2
表 2: 出版集团总体经济规模	4
表 3: 公司旗下报刊资源	5
表 4: 中南出版五年一期损益表	6
表 5: 可比公司发行业务规模及盈利能力	7
表 6: 公司募投项目一览	8
表 7: 湖南省新华书店门店改造升级计划	9
表 8: 公司业绩预测与估值	11

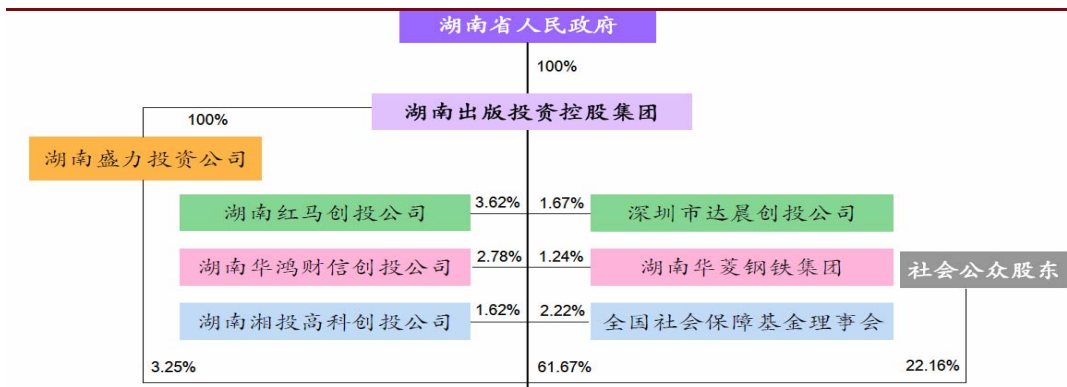
一、公司简介

1.1 公司股权结构与组织架构

中南出版于 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。若公开发行 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。

中南出版 IPO 拟发行 3.98 亿股 A 股，拟募集资金 18.52 亿元，用于出版、发行、印刷、信息系统建设等 8 大核心业务环节项目的建设及流动资金补充。公司未来致力于成为“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体内容运营商”。

图 1: 发行后股权结构图

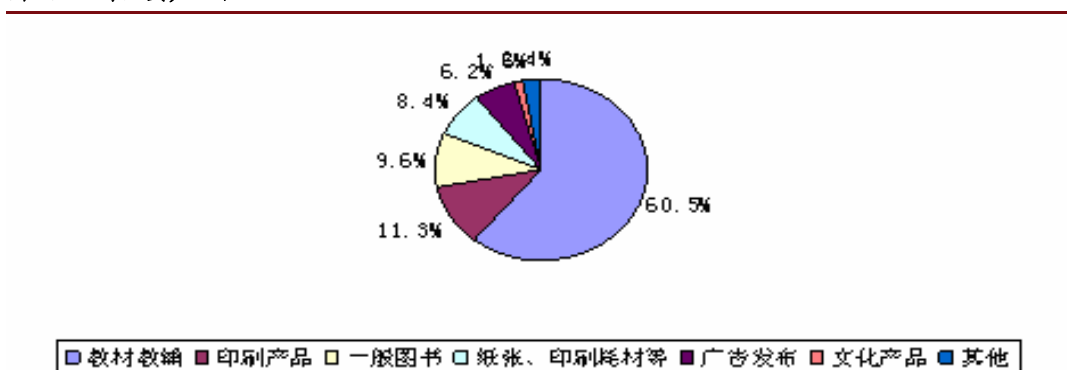


资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

1.2 主营业务构成

公司主业包括出版、发行、物资供应、印刷、报媒五大板块。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%。2010 年上半年, 公司实现营业收入 20.3 亿元, 净利润 2.77 亿元。

图 2: 公司主要产品占比



资料来源: 天相投资, 西南证券研发中心

1.3 公司主要分公司、子公司

表 1: 公司主要分公司、二级子公司一览表

	持股 比例	业务	总资产	净资产	净利润	
			2010 年上半年末	2009 年	2010 年上半年	
出版业务:	(%)		(人民币万元)			
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				
中南名师教育科技有限公司(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: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

二、公司所处行业情况及行业地位

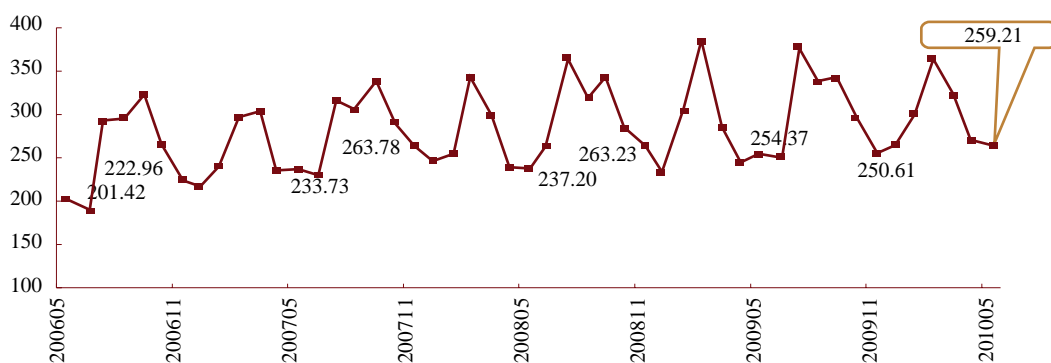
公司隶属于文化传媒产业中的子行业出版行业。顺应无烟工业化潮流，文化传媒行业倍受政策宠爱，09年9月国务院发布的《文化产业振兴规划》，更是将其提升至国家战略的高度。

2.1 出版行业内增稳定 体制改革整合提速

出版行业特性是内生增长稳定，历经市场考验，形成了较为成熟的商业模式。而目前国家政策扶优强烈，一旦他们与新技术相连，或向外复制其成功模式，其爆发力亦十分可观。

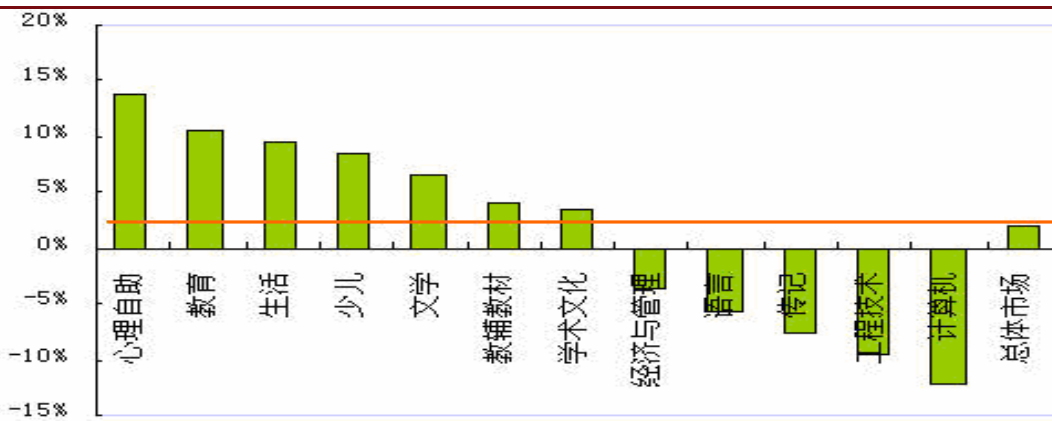
据开卷图书观测，我国图书零售市场持续增长，不过年增长率已经从最初的接近 20% 逐渐滑落，2008 年和 2009 年图书零售市场同比增长率仅为 4.44% 和 4.21%，2010 年上半年市场增速仅为 1.97%。但大市场的低增速和小市场的高增速相得益彰。2010 年上半年，中国图书零售市场动销品种数达到 85 万种，比去年同期增加了 3 万种左右。在图书零售市场上每年都不乏市场热点板块，少儿、文学和生活类已经连续数年保持较高的增长速度，可谓是这几年零售市场增长的主要推动力。畅销书对市场的贡献能力不断增强。今年上半年，市场销量前 5% 的动销品种为整个市场贡献了 59.56% 的销售码洋，这一数值比往年同期又有所提升。

图 3：开卷图书零售市场分析



资料来源：开卷研究，西南证券研发中心

图 4：零售图书大市场低增速与小市场高发展相得益彰



资料来源：开卷研究，西南证券研发中心

以下几个方面也确保了出版业的平稳持续增长:

一是中国是人口大国,目前人均年购书 5.3 册,人均购书金额为 4.3 美元,远低于其它主要国家。目前中国在校大学生人数超过 2000 万,青少年 3.7 亿,这是未来中国图书消费的主要群体。未来随着教育产业的不断发展,教育程度不断提高,图书消费也会出现平稳的增长。

二是去年开始强力推进的体制改革是推动出版业提升的强大动力。全国 580 家图书出版社,截止 09 年底 90% 已完成正在完善改制工作,其余 148 家的改制将在 2010 年全部完成。目前又有 24 家完成了改制工作,将纳入享受国家优惠政策的企业名单。同时提出今后 10 年出版目标:出版总产值占当年 GDP5% 左右,基本实现人均消费图书 6 册、期刊 3.2 册、报纸每千人 130 份以上;数字媒体等新兴产业的发展达到世界先进水平。

三是数字化出版提供新的增长点。目前 90% 的出版企业已涉及数字出版。而据 CMIC 分析师预计,今年中国数字出版产业规模将超 900 亿元。

2.2 身处行业第一梯队 总体规模第二

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。09 年总资产 56 亿,净利润 4.79 亿,主营业务收入位于第一位。全国百家一类出版社中,中南传媒占有 5 席,即人民社、科技社、岳麓社、美术社、文艺社等 5 家出版均为国家一级出版社。

公司在湖南省的中小学教材发行业务中占据主导地位,是 2009 和 2010 年度湖南省义务教育免费教材的独家发行商。公司经营的《潇湘晨报》2009 年发行总份数为 14389 万份。

表 2: 出版集团总体经济规模

排名	出版集团
1	江苏凤凰出版传媒集团
2	湖南出版投资控股集团
3	江西出版集团
4	浙江出版联合集团
5	山东出版集团
6	中原出版传媒投资控股集团
7	湖北长江出版集团
8	安徽出版集团
9	中国出版集团
10	河北出版集团

资料来源:新闻出版总署,西南证券研发中心

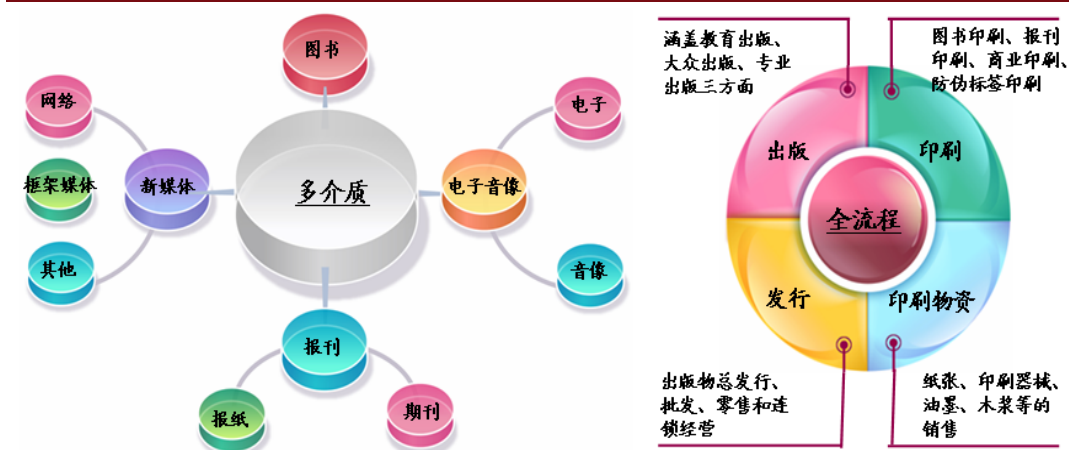
2006 年,据新闻出版总署图书司课题组发布的《谁是 2006 中国书业领跑者》,按照图书发货码洋统计,湖南出版投资控股集团位居第 3 位。2009 年 8 月,湖南出版投资控股集团被中宣部、文化部等主管部门评为“全国文化体制改革先进企业”。2010 年 5 月,在《光明日报》社和《经济日报》社联合举办的“第二届全国文化企业 30 强”推荐活动中,湖南出版投资控股集团集团位居第 2 位。

三、公司在行业中的竞争优势

3.1 “多介质、全流程”业态多样 产业链完整

中南传媒包括 8 家出版社、1 家报社、1 个网站、13 个杂志社以及新华书店、印务等编、印、发、供全流程的产业链。

图 5：公司多介质、全流程的大集团、全产业链



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

“多介质、全流程”的业务架构意味着产业链各个环节协同效应显著，规模化效益明显。在社会分工中，任何一个环节都需要利用资源并获得一定的利润率。在中南传媒“多介质、全流程”的独特业态下，企业集团通过对资源的重复使用和多次开发，最大限度地避免资源损耗，实现产业链利润的最大化。盈利模式遵循“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。

国际上的传媒企业，尤其是代表性的传媒企业几乎都是全流程的。因为对于传媒企业而言，全流程的企业更容易掌控成本，更容易标准化自己的服务，更能够形成产品的独特性。

传媒集团最大的价值是影响力。中南传媒同时还拥有时效性很强的报纸、网站、手机报、框架媒体等等，能够利用大众传媒产品在经济、社会等更广阔的层面上影响人群。媒体介质的丰富性使中南传媒实现了对不同人群的锁定，获得了比单一出版集团更为广阔深远的影响力。

表 3：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：公司招股说明书，西南证券研发中心

3.2 财务数据优于同业 盈利持续力强

中南传媒 2007-2009 年连续三年盈利都处于较高增长状态。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。今年上半年，中南传媒已经实现 2.77 亿元利润。

表 4：中南出版五年一期损益表

科目	2010H	2009A	同比增长	2008A	同比增长	2007A
EPS(按最新股本:元)	0.198	0.343	0.079	0.264	-0.014	0.278
营业收入	203471	405232	14.20%	354985	11.10%	319627
营业成本	117959	239006	14.80%	208108	10.20%	188893
毛利率	42.00%	41.00%	-0.4	41.40%	0.5	40.90%
销售费用	22766	46169	21.00%	38155	16.90%	32626
销售费用率	11.20%	11.40%	0.6	10.70%	0.5	10.20%
管理费用	32065	65588	-8.50%	71709	20.80%	59358
管理费用率	15.80%	16.20%	-4	20.20%	1.6	18.60%
财务费用	-496	-896	-	-2547	-	-1629
财务费用率	-0.20%	-0.20%	0.5	-0.70%	-0.2	-0.50%
费用合计	54334	110861	3.30%	107316	18.80%	90355
费用率	26.70%	27.40%	-2.9	30.20%	2	28.30%
公允价值变动	-	-	-	-	-	146
投资净收益	26	52	-55.30%	116	-41.40%	198
营业利润	24865	46094	36.40%	33805	0.30%	33715
营业利润率	12.20%	11.40%	1.9	9.50%	-1	10.50%
利润总额	28191	48774	30.80%	37276	-4.50%	39047
所得税	10	27	-76.20%	112	87.10%	60
所得税率	0.00%	0.10%	-0.2	0.30%	0.1	0.20%
净利润	28180	48748	31.20%	37164	-4.70%	38987
净利率	13.80%	12.00%	1.6	10.50%	-1.7	12.20%
少数股东损益	512	788	247.50%	227	48.30%	153
归属母公司净利润	27669	47959	29.80%	36937	-4.90%	38834

资料来源：天相投资，西南证券研发中心

表 5: 可比公司发行业务规模及盈利能力

收入	湖南			安徽			辽宁/北方联合		
	中南传媒			皖新传媒			出版传媒		
(人民币百万)	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		11.9	-7		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	-27.9		223.6	n.a.
文体用品及其他		174	-8.6		11	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	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	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	32.2	32.1	33.3	18	14.8	15.8

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

3.3 合纵连横力量强 战略布局新传媒

如果说图书和报刊代表着出版传媒集团当下的实力, 而数字出版和新媒体的布局谋划则代表未来竞争的潜力。

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。

从 2005 年并购红网, 启动多种手机报, 开始介入数字媒体。如今, 红网连续 7 年实现盈利, 成为了地方新闻门户网站的标杆。2009 年以来, 中南传媒加大对数字出版和新媒体的投入, 先后成立了天闻数媒科技(北京)有限公司、名师网、北京掌上红网文化传播股份有限公司等一批新技术企业。天闻数媒通过与多家运营商战略合作, 已有 7 个产品分别在江西移动和湖南联通上线测试。掌上红网积极开发手机上网、手机彩铃、手机视频、手机动漫等 3G 新业务, 构建多元化的产品格局。名师网正在成长为一个“网”聚名师资源, 提供标准化、个性化在线互动学习大型社区, 已经越来越受到广大师生的喜爱。

今年 8 月初, 国家新闻出版总署批准湖南建设“中南国家数字出版基地”。这是新闻出版总

署批准成立的第四个国家级的数字出版基地,也是第一家以出版集团为主体参与申报和建设的基地,势必极大推动中南传媒数字化出版业务的发展。

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,从财务上看增厚利润,提升未来竞争潜力。

四、募资项目分析

公司本次 IPO3.98 亿股,拟募集资金约 18.52 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。

表 6: 公司募投项目一览

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	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:公司招股说明书,西南证券研发中心

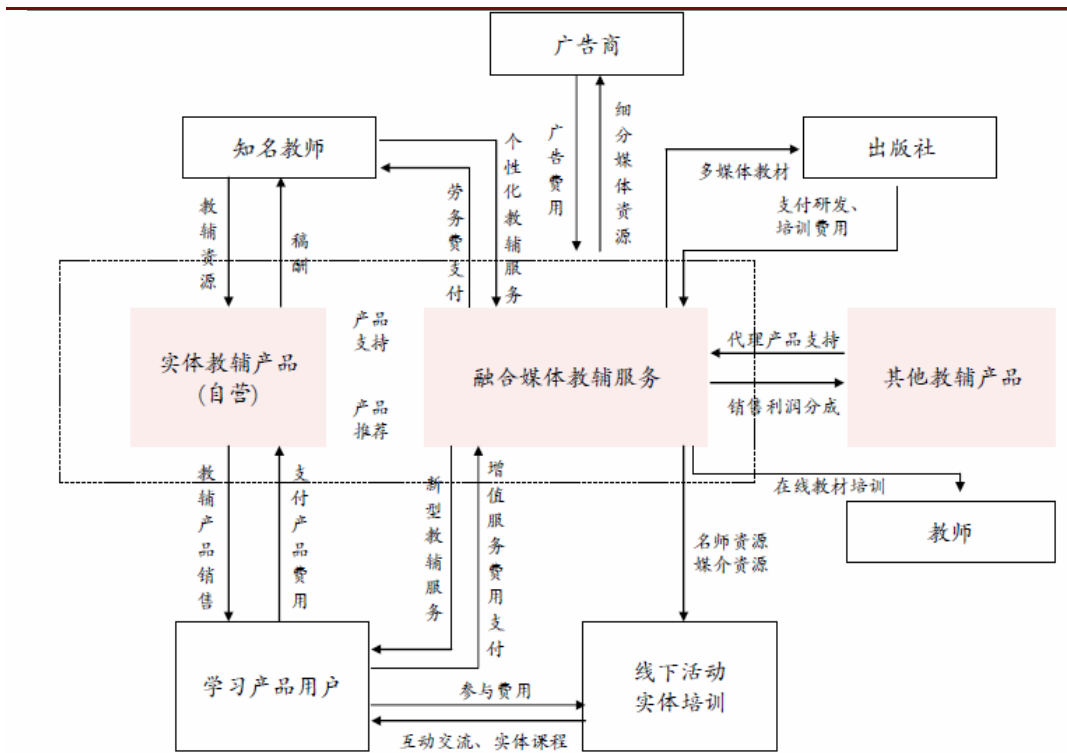
4.1 出版创意策划项目

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。

4.2 基础教育复合出版项目

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。

图 6：“中南基础教育复合出版项目”成熟期盈利模式



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

4.3 新华书店门店改造升级

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%。

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。

表 7：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	1,903.50	96.1	1,999.60	办公用品、数码产品、体育用品	扩大规模，调整布局

						用品、书吧茶座	
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	2,979.20	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	30,951.10	42,445.17	30,555.20	1,426.90	31,982.10		

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

4.4 天闻印务技改项目

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。

五、风险提示

- 1、教材业务受政策法规影响较大
- 2、募投项目进展低于预期
- 3、技术进步对传统出版冲击, 将改写现有市场格局

六、盈利预测与估值

公司多介质、全流程的独特业态, 使其尽管身处内生增长较为稳定的出版业, 但其持续发展力、盈利能力却极有可能超出远超行业平均水平。今年上半年, 公司已实现净利 2.77 亿, 根据出版业上半年与下半年四六比的行业特性, 稍微保守计算, 今年全年净利润预计 5.75 亿, 明年 6.38 亿。以此次公开发行 3.98 亿股计算, 预计 2010-11 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.32 元、0.355 元。

据 WIND 数据, 截止至 10 月 14 日, 全部 A 股 PE(TTM, 中值)为 50.84X, 传媒业为 52.51X,

公司所处细分行业出版业为 46.08X。综合各方面因素，中南出版动态市盈率水平可取 30 - 35 倍，对应公司合理估值区间可为 9.60 - 11.20 元。

表 8: 公司业绩预测与估值

科目 (万元)	2009 年	2010(E)	2011(E)
EPS(摊薄:元)	0.34	0.32	0.355
营业收入	405,232	469,664	537,107
营业成本	239,006	277,759	317,430
毛利率	41.02%	40.86%	40.90%
营业利润	46,094	44,126	50,129
利润总额	48,774	57327	63629
净利润	48,748	57326	63621
归属母公司净利润	48,748	57326	63621

资料来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>