

“全媒体出版”先行者

买入(首次)

投资要点:

- 📖 业态布局合理,各传统业务升级路径清晰
- 📖 全产业链、全媒体运营优势突出,毛利率高
- 📖 跨区域市场拓展较有潜力

报告摘要:

- **跨区域市场拓展与名师网做深教育产业链保障教材教辅出版发行业务稳健增长。**公司自主开发的教材跨区域发行有潜力,并且已经进入外省市场。名师网从网络教育市场入手,升级教辅出版业务,并突破区域限制。湖南省新教材公司在全国渠道网络铺开之后,具备进一步开拓省外教育市场与一般图书团购市场的潜力。
- **出版创意策划项目夯实一般图书出版业务,实体店升级改造提升效益。**“出版创意策划项目”以中南天闻出版策划公司为平台,针对文学艺术、生活科普等增长较快的细分市场,通过签约作者等创新运营模式整合优质出版资源。实体店升级改造符合新华书店业态转型趋势,文化用品、数码产品销售有望快速增长。
- **报纸与新媒体业务全媒体运营优势突出。**纸质《潇湘晨报》在省内主要发达城市日到达率18%,潇湘晨报系全媒体产品群日到达率28%,在湖南市场优势突出。区域经济景气度高,报纸与新媒体受众拓展仍有空间,红网打造综合性网络服务平台基础良好,几大因素驱动报纸与新媒体业务快速增长。
- **数字资源全屏服务平台项目是对数字出版、全媒体运营的战略准备。**“数字资源全屏服务平台项目”旨在构建“共同创造——广泛聚合——深度加工——全面分享”的开放的全媒体数字内容产业链;该平台意味着公司在数字出版领域,对建立整合优质内容资源、粘合用户的数字运营平台环节跑马圈地;也将带来对传媒运营中的流程再造等更高效的运作模式的探讨,为实现全媒体运营奠定基础。

分析师

王铮

电话: 010-88085968

Email: wangzheng@hysec.com

相关研究

- “十二五”新文化消费时代(一)
2010.10.15
- 寻找“全媒体出版”领军者
2010.8.4
- 传媒行业2010年下半年投资策略——“全媒体”浪潮
2010.6.17

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,549.85	4,052.32	4,918.92	5,581.16	6,371.94
同比增长率	11.06%	14.15%	21.39%	13.46%	14.17%
净利润	369.37	479.59	592.04	685.08	809.85
同比增长率	-4.88%	29.84%	23.45%	15.71%	18.21%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.33	0.38	0.45
净资产收益率	21.23%	17.93%	8.08%	8.56%	9.18%

目录

一、拥有完整产业链的“全媒体出版”先行者	5
(一) 公司主要业务与行业地位	5
(二) 公司股权结构与募集资金投向	7
二、行业分析：传统媒体转型在即，数字化经营势不可挡	8
(一) 图书市场销售缓慢增长，部分细分市场增速较高	8
(二) 传统出版转型数字出版将成为时代主题	9
(三) 传统发行业面临衰退，经营模式转型在即	12
(四) 报业经营进入缓慢增长期，日到达率让位于互联网	14
(五) “全媒体”经营浪潮	16
三、公司分析：传统业务稳健增长，业态升级路径清晰	18
(一) 教材教辅出版发行将维持稳定增长，出版发行业态升级将提升收入空间	18
(二) 报纸与新媒体业务全媒体覆盖率高，具备快速增长潜力	24
(三) 数字资源全屏服务平台项目为转型全媒体运营奠定基础	27
四、投资建议	29
(一) 投资要点	29
(二) 盈利预测与估值	29
(三) 风险点	30

插图

图 1: 2004-2009 年全国图书出版业纯销售额 (单位: 亿元)	8
图 2: 重点细分市场 2010 年上半年增长速度	9
图 3: 2006-2009 年中国数字出版市场规模 (单位: 亿元)	10
图 4: 2009 年中国数字出版市场结构	10
图 5: 新华书店系统、出版社自办发行单位销售量	12
图 6: 新华书店系统、出版社自办发行单位销售额	12
图 7: 2007-2013 年自主销售式购物网站交易规模	13
图 8: 2009 年中国自主销售式购物网站各商品品类市场份额	13
图 9: 单向街书店的文化沙龙活动	14
图 10: 2004-2009 年报纸广告经营额 (单位: 亿元)	14
图 11: 2004-2009 年报纸发行收入 (单位: 亿元)	14
图 12: 2010VS2009 上半年各媒体广告花费总量 (单位: 亿元)	15
图 13: 主要媒体日到达率变化趋势 (%)	15
图 14: 接触不同数量媒体用户占比的变化 (2007-2009)	16
图 15: “全媒体”经营先行者	17
图 16: 南方报业集团转型全媒体经营的路径	17
图 17: 公司主营业务收入情况 (单位: 万元)	18
图 18: 公司主营业务毛利情况 (单位: 万元)	18
图 19: 公司出版业务收入与教材教辅出版收入 (万)	18
图 20: 公司出版业务毛利与教材教辅出版毛利 (万)	18
图 21: 公司发行业务收入与教材教辅发行收入 (万)	19
图 22: 公司发行业务毛利与教材教辅发行毛利 (万)	19
图 23: 公司教材出版情况	19
图 24: 中南基础教育复合出版项目	20
图 25: 湖南省中小学生人数变动图 (单位: 万人)	21
图 26: 2005-2009 年磨铁图书出版码洋 (单位: 万元)	22
图 27: 新教材公司地市办事处网点分布计划	24
图 28: 公司报纸与新媒体业务收入情况 (万)	25
图 29: 公司报纸与新媒体业务毛利情况 (万)	25
图 30: 湖南三大报系媒体日到达率 (2009 年)	25
图 31: 湖南三大报系对高收入人群的覆盖 (2009 年)	25
图 32: 湖南三大报系覆盖受众情况 (2009 年)	26
图 33: 红网日均访问 IP&PV 量 (2010 年 10 月)	26
图 34: 红网截图	26
图 35: 湖南城镇居民家庭每百户移动电话拥有量	27
图 36: 湖南城镇居民家庭每百户电脑拥有量	27
图 37: 全媒体出版采用多种出版模式	28
图 38: 出版发行产业链的重构	28

表格

相关研究	1
表 1: 2009 年国内出版集团、发行集团总体经济规模综合评价	5
表 2: 公司主要业务与行业地位	5
表 3: 公司下属主要分公司、二级子公司简介	6
表 4: 公司发行前后股权结构 (单位: 万股)	7
表 5: IPO 募集资金投向	7
表 6: 2003-2008 年全国图书出版业主要指标数据	8
表 7: 2009 年全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物总销售情况	8
表 8: 2009 年新闻出版业主要经济指标 (单位: 亿元)	10
表 9: 2009 年数字出版总量规模 (单位: 亿元)	11
表 10: 2006-2009 年全国出版物发行网点统计 (单位: 处)	12
表 11: 2003-2009 年中国广告市场变化 (%)	15
表 12: 公司拥有的自主知识产权教材情况	19
表 13: 公司旗下较有影响力的教辅品种	20
表 14: 2007-2009 年湖南省小学、初中、高中招生及在校生人数	21
表 15: 2007-2009 年公司教材教辅销售情况	22
表 16: 2007-2009 年出版传媒出版发行业务数据	23
表 17: 公司出版的一般图书在各细分市场码洋占有率排名	23
表 18: 湖南省新华书店门店改造升级计划	23
表 19: 2003-2009 年全国与湖南省 GDP 增速对比 (%)	27
表 20: 中南传媒盈利预测	29

一、拥有完整产业链的“全媒体出版”先行者

(一) 公司主要业务与行业地位

中南传媒由湖南出版投资控股集团整体改制重组而成,承接母公司所有经营性主业和资产。公司主营业务涵盖出版、报媒、发行、物资供应、印刷五大板块,拥有完整的产业链,开发了图书、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,在“全媒体出版”浪潮中走在前列。

中南传媒旗下的出版、发行集团在国内综合排名靠前,整体实力强。

表 1: 2009 年国内出版集团、发行集团总体经济规模综合评价

综合排名	出版集团	综合排名	发行集团
1	江苏凤凰出版传媒集团	1	四川新华书店发行集团
2	湖南出版投资控股集团	2	江苏新华发行集团
3	江西出版集团	3	浙江新华发行集团
4	浙江出版联合集团	4	安徽新华发行集团
5	山东出版集团	5	上海新华发行集团
6	中原出版传媒投资控股集团	6	山东省新华书店集团
7	湖北长江出版集团	7	河南省新华发行集团
8	安徽出版集团	8	湖南省新华书店集团
9	中国出版集团	9	江西省新华发行集团
10	河北出版集团	10	河北省新华书店集团

资料来源:新闻出版总署,宏源证券

表 2: 公司主要业务与行业地位

		公司主要业务与行业地位
整体实力	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,公司旗下的湖南出版集团位居第 3 位。
		2.2008 年 2 月,《光明日报》和《经济日报》联合举办的“首届全国文化企业 30 强”推荐活动中,公司旗下的湖南出版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,公司下属的 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 7 月,在新闻出版总署发布的《2009 年新闻出版产业分析报告》中,湖南出版集团在出版集团总体经济规模总和评价排名中位列第 2。
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,湖南教育出版社自主开发的“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.中国古典文学码洋占有率在全国古典名著类细分市场排名第一。
		4.科普图书码洋占有率在全国科普图书细分市场排名第一。

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.网站“红网”。
印刷	印刷	湖南最大的书刊印刷企业。

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

表 3: 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	2010 年上半年	
出版业务:	(%)		(单位: 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	2,6140	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	省内教材发行与新华书店连锁 零售	315,704	161,959	20,209	12,83
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: 公司资料, 宏源证券

(二) 公司股权结构与募集资金投向

本次 IPO，公司发行 3.98 亿股，发行后总股本达 17.96 亿股，公司控股股东与实际控制人为湖南出版集团。发行后，湖南出版集团直接持有公司 61.46% 的股份，并通过全资子公司盛力投资持有 3.62% 的股份。

表 4: 公司发行前后股权结构 (单位: 万股)

股东	发行前		发行后	
	股份数量	持股比例	股份数量	持股比例
湖南出版投资控股集团有限公司 (SS)	114,000	81.55%	110,379	61.46%
湖南红马创业投资有限公司	6,500	4.65%	6,500	3.62%
湖南盛力投资有限责任公司 (SS)	6,000	4.29%	5,809	3.23%
湖南华鸿财信创业投资有限公司	5,000	3.58%	5,000	2.78%
湖南湘投高科技创业投资有限公司 (SS)	3,000	2.14%	2,905	1.62%
深圳市达晨创业投资有限公司	3,000	2.14%	3,000	1.67%
湖南华菱钢铁集团有限责任公司 (SS)	2,300	1.65%	2,227	1.24%
全国社保基金理事会 (SS)	-	-	3,980	2.22%
认购本次发行的股东	-	-	39,800	22.16%
合计	139,800	100%	179,600	100%

资料来源: 招股说明书, 宏源证券; 注: SS 即 State-own Shareholder, 指国有股东。

表 5: IPO 募集资金投向

类别	序号	募集资金项目	募集资金使用量 (万元)
出版板块	1	出版创意策划项目	29,695.00
	2	中南基础教育复合出版项目	20,013.00
	3	数字资源全屏服务平台项目	30,262.00
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
	5	湖南省新华书店电子商务平台项目	9,888.00
	6	全国出版物营销渠道建设项目	9,772.43
印刷板块	7	湖南天闻新华印务有限公司技改项目	19,991.00
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
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: 招股说明书, 宏源证券

二、行业分析：传统媒体转型在即，数字化经营势不可挡

(一) 图书市场销售缓慢增长，部分细分市场增速较高

1、近年图书销售市场增长缓慢

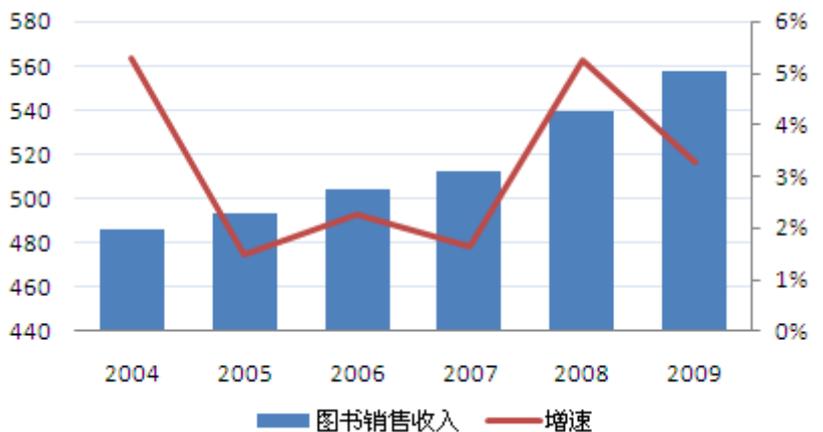
近年图书销售市场呈缓慢增长之势,2003-2008年全国图书出版业纯销售量徘徊不前,纯销售额缓慢增长,同比增速多年低于5%。根据开卷研究发布的2010年上半年数据,今年上半年全国图书零售市场较去年同期增幅仅为1.97%。

表 6: 2003-2008 年全国图书出版业主要指标数据

年份	图书总定价 (印制码洋, 亿元)	销售量 (亿册、张)	销售额 (销售码洋, 亿元)	纯销售数量 (亿册、张)	纯销售额 (实样, 亿元)	库存册数 (亿册)	库存金额 (亿元)
2003	561.82	157.54	1070.20	67.96	461.64	38.54	401.38
2004	592.89	156.10	1131.35	67.06	486.02	41.64	449.13
2005	632.28	157.98	1229.81	63.36	493.22	42.48	482.92
2006	649.13	156.53	1290.94	64.66	504.33	44.59	524.97
2007	676.72	161.19	1366.67	63.13	512.62	44.78	565.90
2008	791.43	166.43	1456.39	67.09	539.65	51.08	672.45

资料来源：中国新闻出版统计资料汇编，中国出版年鉴，宏源证券

图 1: 2004-2009 年全国图书出版业纯销售额 (单位: 亿元)



资料来源：中国新闻出版统计资料汇编，中国出版年鉴，宏源证券

2、教材教辅占据半壁江山，专业出版份额稳定，大众图书平稳增长

近年来中小学课本的销售数量占出版物总销售数量的50%左右,销售金额占比也维持在30%以上,专业出版份额较为稳定,大众图书销售保持稳定增长态势。

观测2006-2009年全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物销售情况,少儿读物、文学艺术、文化教育几个门类销售金额增速较高,大中专教材市场份额稳中有升。

表 7: 2009 年全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物总销售情况

类别	册数 (亿册)	比例	同比增长	金额 (亿元)	比例	同比增长
哲学、社科	6.37	4%	19.64%	128.82	8.27%	25.61%

文化、教育	48.4	30.37%	1.10%	428.01	27.49%	9.50%
文学、艺术	4.55	2.86%	0.90%	85.38	5.48%	11.87%
自然科学、技术	5.4	3.39%	5.44%	116.84	7.50%	6%
少儿读物	4.84	3.04%	5.50%	57.79	3.71%	20.41%
大中专教材	6.77	4.25%	-2.50%	129.81	8.34%	2.90%
中小学课本	74.18	46.53%	-8.25%	497.03	31.92%	1.81%
其他图书	3.23	2.03%	-8.37%	53.25	3.42%	6.60%
期刊	1.84	1.16%	-39.47%	21.73	1.40%	-16.05%
报纸	1.24	0.78%	-24.07%	2.82	0.18%	-14.96%
音像制品	2.29	1.44%	-13.25%	27.79	1.79%	-5.13%
电子出版物	0.24	0.15%	-23.03%	7.62	0.49%	-37.08%

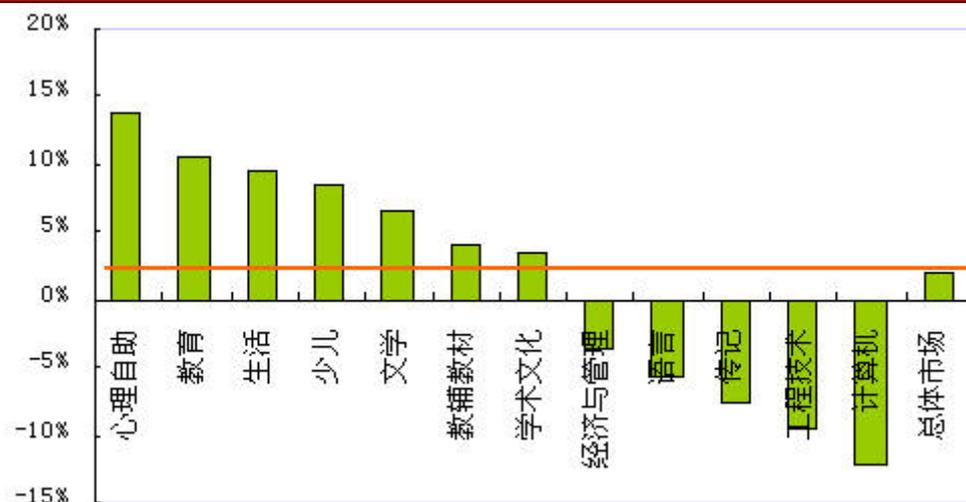
资料来源：新闻出版总署，宏源证券

3、大众图书部分细分市场仍较高速增长，畅销书对市场的贡献能力突出

虽然图书销售市场整体增长缓慢，但在大众图书领域，少儿、文学、生活等细分市场仍然连续几年保持较高增速。

根据开卷研究的数据，今年上半年，市场销量前5%的畅销书品种为图书零售市场贡献了59.56%的销售码洋，畅销书对市场的贡献能力不断增强。

图2：重点细分市场2010年上半年增长速度



数据来源：开卷研究

资料来源：开卷研究，宏源证券

(二) 传统出版转型数字出版将成为时代主题

数字出版在出版业内已经讨论多年，但真正受到瞩目得益于亚马逊找到具备市场潜力的商业模式，掀起全球出版发行业变革的浪潮。在中国市场，政策支持、用户阅读习惯转变与培育、众多市场参与者积极介入，几大因素推动传统出版发行业必须迎战迫近的数字出版时代主题。

1、政策驱动——至2015年，数字出版总值将达到新闻出版总产值的25%

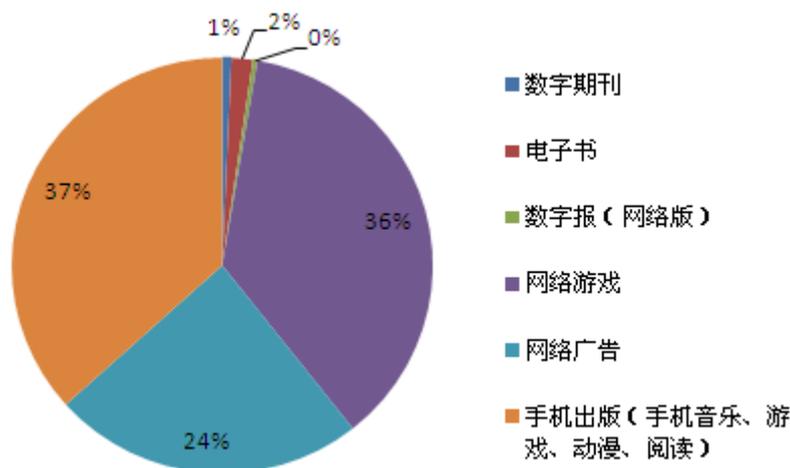
2010年中国出版科学研究所发布的《2010年数字出版年会年度报告》统计得我国数字出版产业规模从2006年213亿元起步,发展至2009年799.4亿元,但其中主要份额仍来自网络游戏、网络广告与手机出版,09年传统书报杂志内容实现的数字出版规模为23.1亿元。

图 3: 2006-2009 年中国数字出版市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 2010年数字出版年会年度报告, 宏源证券

图 4: 2009 年中国数字出版市场结构



资料来源: 2010年数字出版年会年度报告, 宏源证券

2010年9月,新闻出版总署发布《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》,提出发展指标,到“十二五”末,我国数字出版总产值应达到新闻出版产业总产值25%左右,整体规模居于世界领先水平。在全国形成8-10家各具特色、年产值超百亿的国家数字出版基地或国家数字出版产业园区,形成20家左右年主营业务收入超过10亿元的具有国际竞争力的数字出版骨干企业。到2020年,传统出版单位基本完成数字化转型,其数字化产品和服务的运营份额在总份额中占有绝对优势。

2009年,新闻出版行业总产出为10668亿,如果按年均10%的增速测算,至2015年将接近19000亿,25%的产值为4750亿。

表 8: 2009 年新闻出版业主要经济指标 (单位: 亿元)

经济指标	金额
行业总产出	10668.86

行业增加值	3099.74
资产总额	11848.45
净资产	6168.31
营业收入	10341.2
利润(结余)总额	893.28
纳税总额	620.29

资料来源：新闻出版总署，宏源证券；注：资产总额、净资产、纳税总额均未包括数字出版

表 9：2009 年数字出版总量规模（单位：亿元）

类别	总产出	增加值	营业收入	利润总额
手机出版	314.00	92.16	314.00	25.10
网络游戏	256.20	75.19	256.20	20.48
数字期刊	6.00	1.76	6.00	0.48
电子书	14.00	4.11	14.00	1.12
数字报纸(网络版)	3.10	0.91	3.10	0.25
网络广告	206.10	60.49	206.10	16.48
合计	799.40	234.62	799.40	63.91

资料来源：新闻出版总署，宏源证券

无论《文化产业振兴规划》中从文化产业升级的高度对发展数字内容的反复强度，还是新闻出版总署《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》中对于传统出版业数字化转型的发展目标，以及近期新出台的《新闻出版总署关于发展电子书产业的意见书》，都体现出政策层面对于发展数字出版的大力支持。

2、用户驱动——阅读习惯的转变、“便携式个人图书馆”的概念冲击

国民阅读习惯的转变：2010年4月，中国出版科学研究所发布“第七次全国国民阅读调查”成果，2009年18周岁以上成年国民数字出版阅读率为24.6%，网络在线阅读和手机阅读是两大主要数字化阅读方式，分别有16.7%的国民通过网络在线阅读，14.9%的国民接触手机阅读，另有1.3%的国民使用其他手持阅读器进行数字化阅读。从接触时长角度，2009年我国18-70岁国民人均每天通过手机阅读的时长为6.06分钟，与上年相比，国民每天平均接触报纸、图书、期刊的时间有所下降，而上网和进行手机阅读的时间在增加。同时，在接触过数字化阅读方式的国民中，有52.1%的读者表示能够接受付费下载阅读，能够接受的一本电子图书的平均价格为3.45元。

电纸书揭幕“便携式个人图书馆”时代：2009年，以kindle为代表的电子阅读器的热销在世界范围内掀起出版数字化的热潮。在中国，内容的匮乏、版权环境的不健全限制了“电纸书”带来理想的阅读体验；但2009年汉王科技电纸书26.63万的销量向阅读市场和出版产业强势推介了“便携式个人图书馆”的概念。“便携式个人图书馆/学习馆/娱乐馆”在存储和使用形态上的便利性使其具备了巨大的市场潜力。

3、市场驱动——出版商转型，发行商、运营商、设备商介入

根据《2010年传媒蓝皮书》数据，全国579家图书出版社中有90%开展了电子书业务；盛大文学、番薯网、中文在线高调打造数字出版平台；中国移动投资建设手机阅读基地；汉王、方正、大唐等厂商争夺电子阅读器市场。

众多厂商的投资和介入成为推动数字出版兴起、出版产业升级的最重要力量。

(三) 传统发行业面临衰退, 经营模式转型在即

1、实体发行网点遭遇生存压力, 教材教辅发行重要性进一步突出

近年来, 国内出版物发行网点增长缓慢甚至负增长。08、09 年全国出版物发行网点总量连续两年负增长。国有书店与国有发行网点、出版社自办发行网点数量也连续两三年以 3-5% 的速度下降。

近几年, 新华书店系统、出版社自办发行单位纯销售量同样增长缓慢, 纯销售额以低于 10% 的年增速平稳增长。

表 10: 2006-2009 年全国出版物发行网点统计 (单位: 处)

	2006	2007	2008	2009
合计	159706	167254	161256	160407
同比增长率		4.73%	-3.59%	-0.53%
国有书店与国有发行网点	11041	10726	10302	9953
同比增长率		-2.85%	-3.95%	-3.39%
供销社发行网点	2431	2103	1868	1636
同比增长率		-13.49%	-11.17%	-12.42%
出版社自办发行网点	561	562	534	508
同比增长率		0.18%	-4.98%	-4.87%
文化教育广电邮政系统发行网点	29883	32016	37516	38215
同比增长率		7.14%	17.18%	1.86%
新华书店外批发网点	5137	5946	5454	5800
同比增长率		15.75%	-8.27%	6.34%
集个体零售网点	110562	114965	105563	104269
同比增长率		3.98%	-8.18%	-1.23%

资料来源: 新闻出版总署, 宏源证券

图 5: 新华书店系统、出版社自办发行单位销售量



资料来源: 新闻出版总署, 宏源证券

图 6: 新华书店系统、出版社自办发行单位销售额



资料来源: 新闻出版总署, 宏源证券

与新华书店系统相比, 民营实体书店生存境况更加恶劣; 根据全国工商联书业商会统计, 10 年来, 全国 50% 的民营实体书店关门。号称“全球最大全品种书店”的第三极书局 3 年内亏损达 8000 多万元, 于今年年初倒闭; 曾试图打造国内最大图书销售连锁品牌的席殊书屋也以失败告终; 贝塔斯曼在华 18 个市的 36 家零售门店全部关闭; 广州经营接近 16 年的三联书店关停。

网络阅读对“纸阅读”的替代、电子商务网络购物日益壮大、租金人工等经营成本急

剧增加等因素对实体书店的经营形成了严峻的考验。

整体而言，教材教辅类书籍受网络阅读、网络书店、盗版影响较少；教材教辅的发行对于实体书店经营的重要性进一步突出。

2、网络发行快速增长，09年自主销售式网站图书音像交易规模约30亿

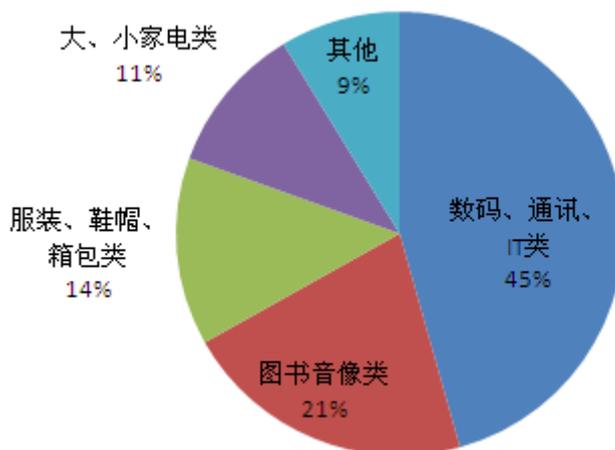
与实体图书音像发行网点的衰退形成鲜明对比的是，网络发行正在高速增长。根据iResearch数据，2007、2008、2009年自主销售式购物网站交易规模的年增长率分别为53%、61.6%、108.6%；2009年中国自主销售式购物网站交易规模为145亿，其中图书音像占据21.2%的份额，即30亿左右。2010-2013年，自主销售式购物网站交易规模仍将以年均接近100%的增长率高速扩张。

图 7：2007-2013 年自主销售式购物网站交易规模



资料来源：iResearch，宏源证券

图 8：2009 年中国自主销售式购物网站各商品品类市场份额



资料来源：iResearch，宏源证券

3、传统发行模式面临转型，单一经营模式转向一体化、多元化经营模式

传统发行模式遭遇严峻挑战，并非实体书店存在价值消退而导致，只是在新阅读世纪，文化经营模式亟需转型。对于传统发行网点而言，从单一的经营模式，转向集出版、发行、零售、网销为一体的全新经营模式，利用各环节之间的协同效应与规模优势，将是大型实

体书店的重要转型趋势；而融合文化沙龙、咖啡休闲等时尚文化元素，从单纯的图书音像售卖，转向多元化、多层次的文化体验升级则成为实体书店转型的另一大法宝。

图 9：单向街书店的文化沙龙活动



布朗丁·勒·加莱:文学与社会
时间：2010年10月22日（周五）
15:00-17:00
地点：单向街·蓝色港湾店



朱天文:从废墟到花园
时间：2010年8月17日（周二）
19:00-21:00
地点：单向街·蓝色港湾店

资料来源：单向街书店网站，宏源证券

（四）报业经营进入缓慢增长期，日到达率让位于互联网

1、报纸广告经营额、报纸发行收入在 2007 年之后年增速降至 10%以内

观察 2004-2009 年中国报纸广告经营额与报纸发行收入数据，2007 年之后，两个指标的增长率都下降至 10%之内，进入缓慢增长期。

图 10：2004-2009 年报纸广告经营额（单位：亿元）



资料来源：2010 年传媒蓝皮书，宏源证券

图 11：2004-2009 年报纸发行收入（单位：亿元）



资料来源：2010 年传媒蓝皮书，宏源证券

2、广告市场增速放缓，传统媒体日到达率让位于新媒体

中国广告市场在 2007 年之后增速放缓，2007-2009 年增速分别为 9%、15%、13.5%。广告投放与整体的经济景气度具有较高相关性，在金融危机后，全球经济回暖的背景下，广告市场的景气度也有所回升。

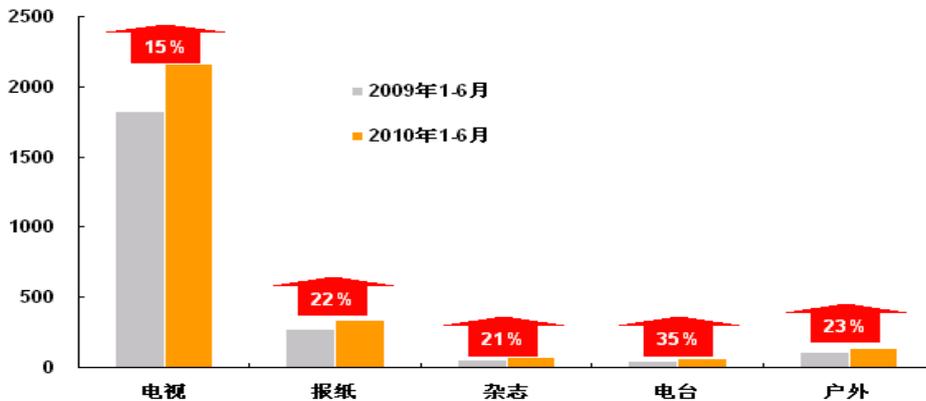
表 11: 2003-2009 年中国广告市场变化 (%)

年份	GDP 变化 (%)	中国广告市场变化 (%)
2003	9.1	39
2004	10.1	22
2005	10.2	18
2006	10.7	18
2007	11.4	9
2008	9.0	15
2009	8.7	13.5

资料来源: CTR, 宏源证券

图 12: 2010VS2009 上半年各媒体广告花费总量 (单位: 亿元)

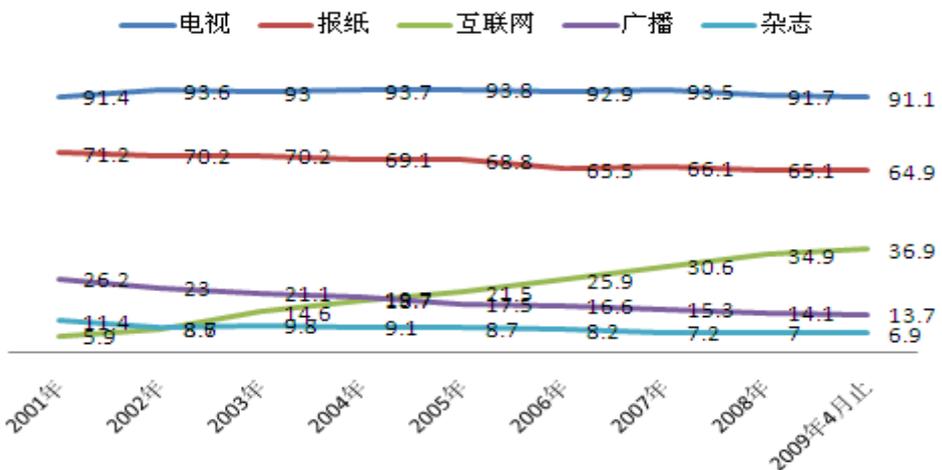
2010vs2009 各媒体广告花费总量 (单位: 亿元)



资料来源: CTR, 宏源证券

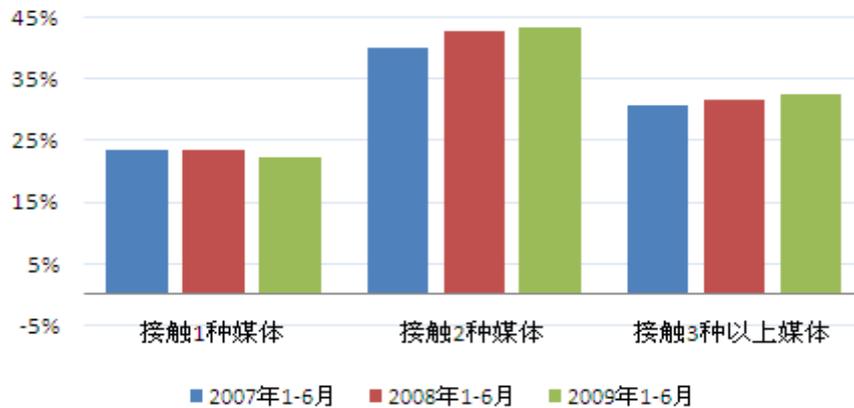
对于报纸广告而言, 起决定作用的广告投放是投放量前三大至前六大支柱性行业。2008 年底, 房地产、商业零售、汽车三大行业投放的广告数量占报纸广告的 60%, 而 2009 年该比例下降至 53.2%; 同时前六大行业的集中度也从 75% 下降至 68%。广告报纸投放的支柱性行业流失原因来自于在多元媒体时代, 受众对传统媒体的接触时间被新媒体分割, 传统媒体的日到达率正在让位于新媒体。

图 13: 主要媒体日到达率变化趋势 (%)



资料来源: CTR, 宏源证券

图 14: 接触不同数量媒体用户占比的变化 (2007-2009)



资料来源: CTR, 宏源证券

3、传统报业将向新媒体延伸，开拓多元经营方式

向新媒体延伸将成为全球报业未来发展的最重要主题，网络报纸、手机报已经普遍渗透普通民众的生活。国内具备较高影响力的不少报社已经在开拓报纸、网站、手机报、甚至电视媒体资源。同时从单纯的报纸电子版新闻传播方式，走向强调地域性、互动性、多样性，提高渗透性、黏着性、服务性也成为报业未来经营的重点。报业传递的价值将从单一的新闻传播走向更多元化的增值服务正在成为趋势。

(五) “全媒体”经营浪潮

1、转向“全媒体”经营在全球范围内成为传统媒体应对挑战的重要模式

传统媒体遭遇新媒体冲击是波及全球的普遍趋势。从单一媒介经营转向“全媒体”经营成为全球传统媒体应对挑战的重要模式。

全媒体是指打通传统的报纸、图书、电视、网络等媒介界限，在数字介质上，构建全新的融文字、图片、音频、视频、动画等多种表现形式为一体的内容平台，并打破原有的刊发和播出频率，实现全天 24 小时滚动内容与服务提供。

打破媒介界限，全媒体经营意味着将多种媒介的生产链予以融合，整合为新的、符合数字媒介传播规律的新生产链。国外媒体进行该尝试的典型例子包括英国的《每日电讯报》、美国的《今日美国》报等。

英国的《每日电讯报》将报纸、网站、手机媒体的采编人员整合进一间巨大的办公室共同办公，并引入“新闻制作人”的概念，将平面媒体、新媒体的编导环节进行专业分工与整合。

美国的《今日美国》将新闻采集全面数字化，通过数据库建设，将输出内容存储在一个独特的空间，各类媒介输出平台均从这个空间获得内容数据，套入符合该媒介传播特性的模板中，形成最终产品。

“全媒体”经营模式有益于整合内容资源，进行多层次的开发，在不同程度节省人工成本，提升企业的利润率。

2、国内转型“全媒体”经营的案例

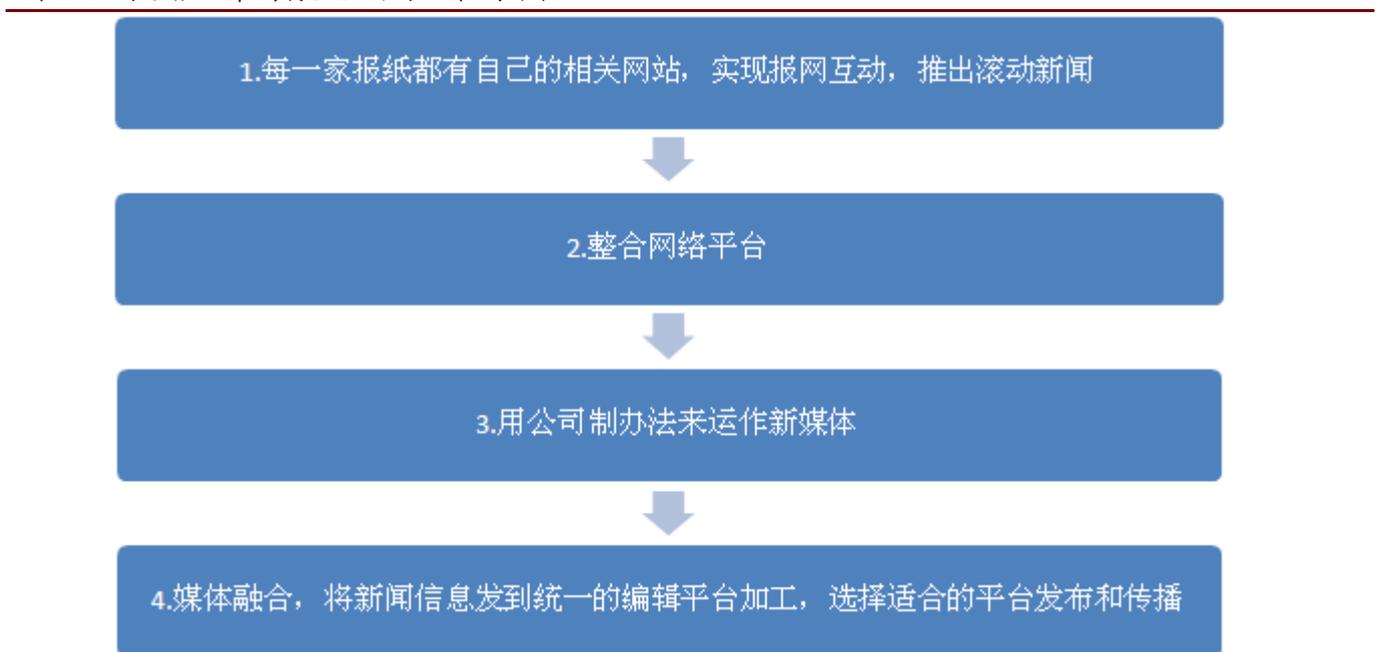
国内率先开展“全媒体”经营的典型案例包括南方报业、凤凰新媒体、第一财经。

图 15：“全媒体”经营先行者



资料来源：宏源证券

图 16：南方报业集团转型全媒体经营的路径



资料来源：南方报业，宏源证券

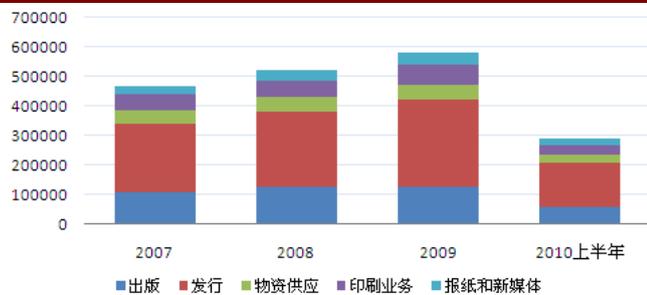
三、公司分析：传统业务稳健增长，业态升级路径清晰

(一) 教材教辅出版发行将维持稳定增长，出版发行业态升级将提升收入空间

1、出版发行业务是公司最重要的利润来源

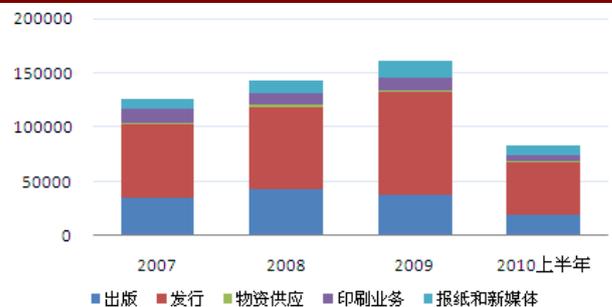
公司的五类主营业务出版、发行、印刷物资供应、印刷、报纸与新媒体经营中，出版和发行业务占比较高。就主营业务收入而言，出版和发行业务占比高于75%，是公司最重要的利润来源。

图 17：公司主营业务收入情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 18：公司主营业务毛利情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书，宏源证券

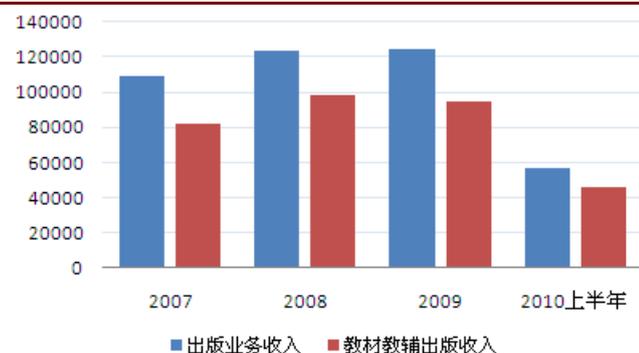
2、教材教辅出版业务收入占比达60%，毛利占比65%

公司的出版业务在主营业务收入占比在20%以上，其中教材教辅出版占出版业务收入的比例超过75%，一般图书出版占出版业务收入17%左右。

公司的发行业务在主营业务收入占比约50%，其中教材教辅发行占发行业务收入的比例超过80%，一般图书发行占发行业务收入12%左右。

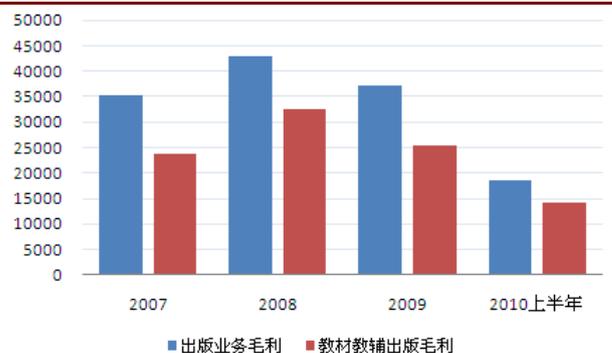
公司的出版发行业务对教材教辅的出版发行有较强的依赖性。在新业态业务成熟之前，教材教辅的出版发行将是公司最主要的利润贡献点。教材教辅的出版发行在公司主营业务收入占比为60%左右，毛利占比近三年维持在65%之上。

图 19：公司出版业务收入与教材教辅出版收入（万）



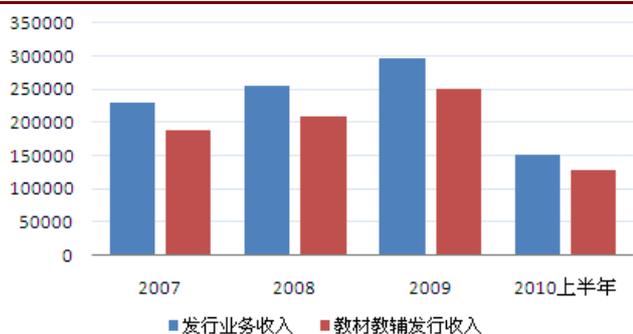
资料来源：招股说明书，宏源证券

图 20：公司出版业务毛利与教材教辅出版毛利（万）



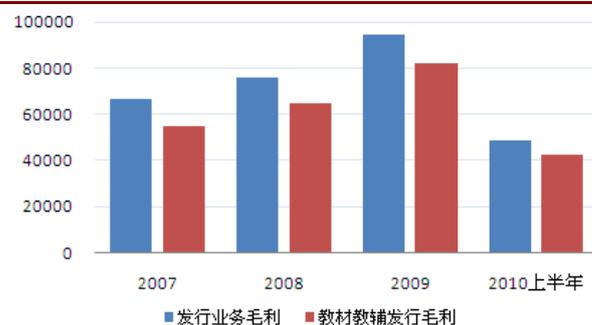
资料来源：招股说明书，宏源证券

图 21: 公司发行业务收入与教材教辅发行收入(万)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 22: 公司发行业务毛利与教材教辅发行毛利(万)

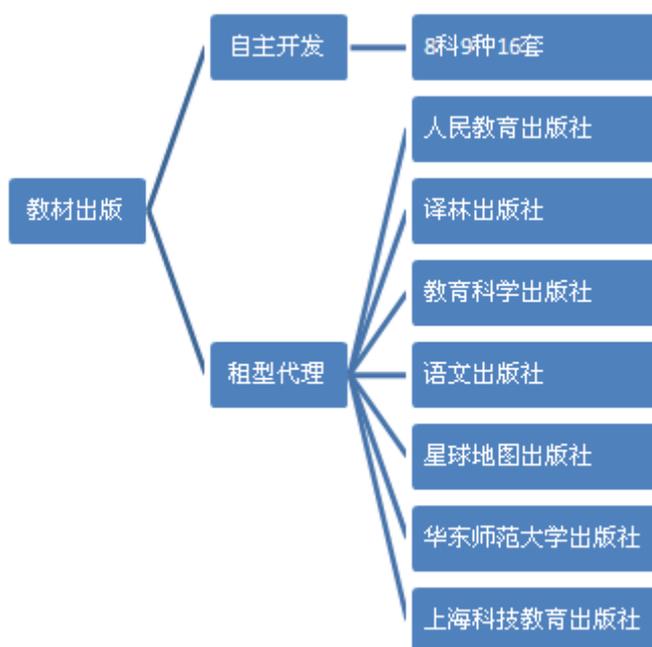


资料来源: 招股说明书, 宏源证券

3、自有教材开发跨区域市场有潜力, 名师网旨在做深做细教育产业链

公司在教材教辅出版领域的优势在于, 同时拥有自主开发型与租型代理两类教材出版, 其拥有自主知识产权的教材以素质教育科目为主, 跨区域发行有潜力, 并且已经进入外省市场。2007-2009年, 公司拥有的“湘版”教材教辅在省外的营业收入稳健增长。

图 23: 公司教材出版情况



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

表 12: 公司拥有的自主知识产权教材情况

科目	范围	备注
语文	小学	
数学	初中、高中	09年公司将七至九年级教科书中文繁体字版权输出至台湾
科学	小学	
英语	小学	
音乐	小学、初中、高中	在全国 26 个省(区、市)使用

美术	小学、初中、高中	在全国 28 个省（区、市）投入使用
历史	初中、高中	初中教材在 10 多个省使用，高中教材在 11 个省使用
地理	初中、高中	初中教材在 22 个省使用，高中教材在 12 个省使用

资料来源：招股说明书，宏源证券

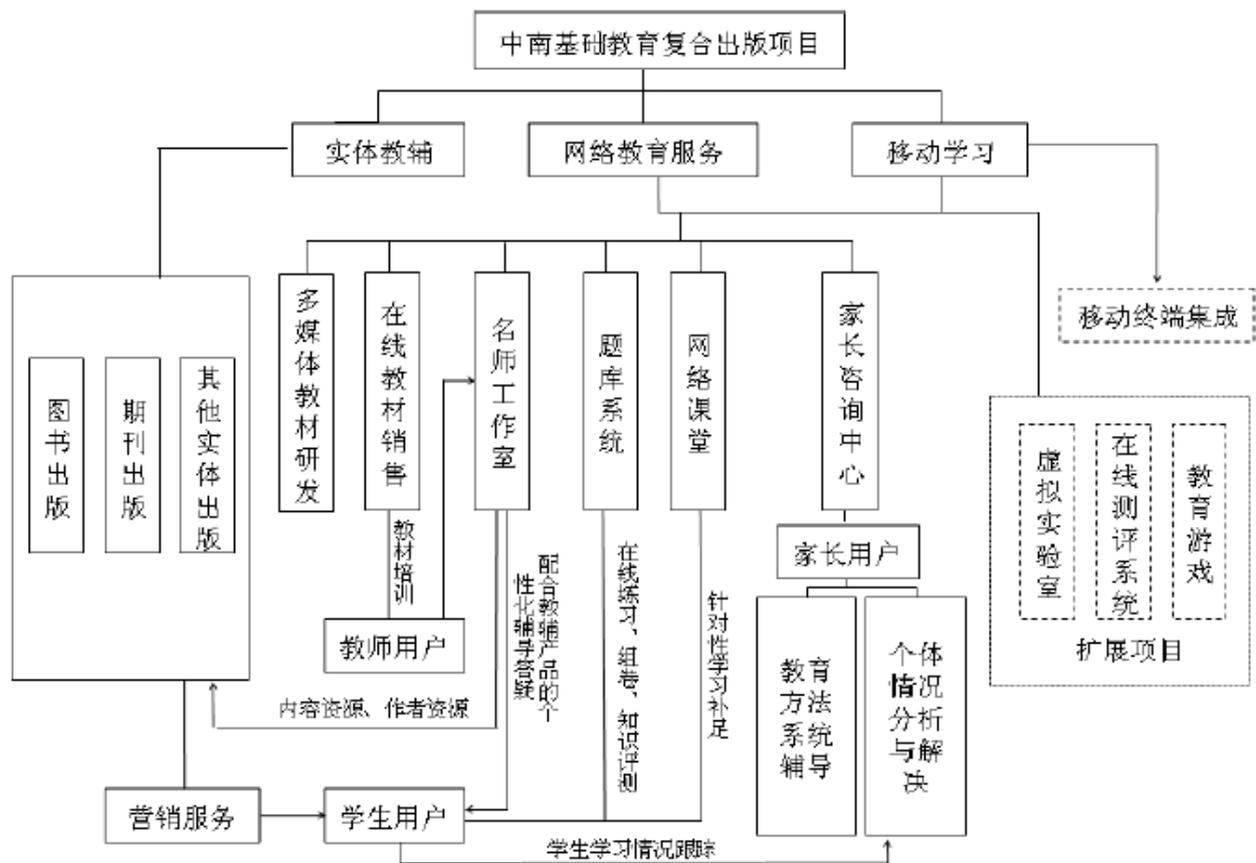
表 13: 公司旗下较有影响力的教辅品种

教辅品种
《新课标基础训练（小学至高中）》
《学法大视野》
《单元测试卷（小学、初中）》
《新课标实验探究指导（初中）》
《新课标实验指导和实验报告（高中）》

资料来源：招股说明书，宏源证券

公司募投的“中南基础教育复合出版项目”从网络教育市场入手，对原有的教辅出版业务进行升级，符合教育出版产品的转型规律，有利于公司整合原有的出版资源、品牌资源，做深做细教育产业链；不仅立足于湖南省内市场，也具备了面向全国市场的能力；在中小學生人数面临增长瓶颈的格局下，通过提升产品附加值，获得持续的利润增长。

图 24: 中南基础教育复合出版项目



资料来源：招股说明书，宏源证券

4、中小学生人数趋稳、省外与大中专市场拓展有助于教材发行稳健增长

公司凭借区域垄断性资金、渠道、响应速度、售后服务、印刷资源等优势，在湖南拥有教材独家发行权，预计公司在可预见的将来仍能垄断教材发行权。

教材教辅发行业务的主要挑战在于中小学生人数增长面临瓶颈、部分课程教科书循环使用政策开始试行、政府采购以及市场拓展过程中的让利。

近几年湖南省中小学生人数逐年递减，但根据过去三年湖南省中小学招生及在校生统计，普通小学总人数维持稳定且略有增长；未来几年湖南省中小学生人数有望趋于稳定。

图 25: 湖南省中小学生人数变动图 (单位: 万人)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

表 14: 2007-2009 年湖南省小学、初中、高中招生及在校生人数

	2007 年	2008 年	2009 年
普通高中 (单位: 万人)			
招生人数	43.81	39.24	35.65
同比增速(%)	-10.52	-10.5	-9.1
在学人数	130.73	119.54	106.43
同比增速(%)	-3.67	-8.6	-11
初中学校 (单位: 万人)			
招生人数	73.36	71.91	72
同比增速(%)	0.87	-2	0.1
在学人数	223.58	214.37	214.35
同比增速(%)	-10.18	-4.1	0
普通小学 (单位: 万人)			
招生人数	86.28	84.75	83.3
同比增速(%)	9.82	-1.8	-1.7
在学人数	444.84	458.44	469.15
同比增速(%)	3.62	3.1	2.3

资料来源: 湖南统计年鉴, 宏源证券

部分课程教科书循环使用政策开始试行、政府采购以及市场拓展过程中的让利对公司的教材教辅发行业务构成一定的不利影响，但 2007-2009 年公司教材教辅发行业务仍呈现

良好的增长势头，这与公司通过新教材公司大力拓展省外市场，并加强大中专教材市场的拓展有关。

表 15: 2007-2009 年公司教材教辅销售情况

	2007 年	2008 年	2009 年
教材教辅销售量 (单位: 万册)			
合计	35,033.74	39,205.29	41,936.33
同比增速		11.91%	6.97%
省内	28,375.74	32,143.29	35,903.23
省内/合计	81.00%	81.99%	85.61%
省外	6,658.00	7062.00	6033.10
省外/合计	19.00%	18.01%	14.39%
教材教辅销售码洋 (单位: 万元)			
合计	242,450.98	289,293.51	312,680.58
同比增速		19.32%	8.08%
省内	177,567.98	220,456.51	253,869.58
省内/合计	73.24%	76.21%	81.19%
省外	64,883.00	68,837.00	58,811.00
省外/合计	26.76%	23.79%	18.81%

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

5、一般图书出版业务增长潜力在于募投项目对出版资源的整合力度

报告第二章行业分析部分已提及，少儿、文学、生活等细分市场仍然连续几年保持较高增速，畅销书对市场的贡献能力突出。在一般图书出版市场，近年来风头最健的是理解市场并领先实践符合时代特色的运营模式的民营文化公司。其中的典型代表磨铁图书，出版码洋从 2005 年 3600 万，高速增长至 2009 年 5 亿。

图 26: 2005-2009 年磨铁图书出版码洋 (单位: 万元)



资料来源: 公司资料, 宏源证券

同为上市公司的出版传媒，在 2008 年下半年以万卷出版公司为平台，与国内知名文化策划人路金波、李克合作设立万榕书业与智品书业。2009 年万卷公司生产码洋 3.6 亿元，较 2008 年增长 5.5 倍，市场占有率迅速提升。2008 年、2009 年出版传媒的一般图书业务收入快速增长，在出版发行业务收入中的占比也有明显提升，改善了公司的业务结构。

表 16: 2007-2009 年出版传媒出版发行业务数据

销售收入(单位: 百万)	2007	2008	2009
按业务类别:			
出版业务	336.14	393.55	534.33
发行业务	577.54	627.73	621.26
按产品类别:			
一般图书出版发行	412.32	470.98	595.29
教材教辅出版发行	476.35	493.73	511.55

资料来源: 公司资料, 宏源证券

中南传媒在科普、作文、文学艺术等图书细分市场有较高的市场占有率, 并曾成功策划《时间简史》、《世界是平的》等畅销书。募投项目中的“出版创意策划项目”以中南天闻出版策划公司为平台, 把文学艺术、生活、科普、经管、医学、启蒙励志、学术文化、乐龄图书等十三条产品线为重点开发目标, 拟通过签约作者, 组合事件营销、主题营销、网络营销、区域渗透等推广模式整合优质出版资源。

公司定位的目标市场有较为广阔的发展空间, 一般图书出版业务的增长潜力将蕴涵于中南天闻出版策划公司对于优质出版资源的整合力度。

表 17: 公司出版的一般图书在各细分市场码洋占有率排名

图书类别	2009 年排名
科普	1
作文	2
医学	3
艺术	4
其中, 音乐	2
文学	9
其中, 中国古典文学	1
经济管理	5

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

6、发行业务未来增长空间在于业态升级与全国市场的拓展

公司发行业务未来的增长空间在于门店资源更有效的开发带来的实体店消费体验升级。传统的新华书店内置更多样化的文化用品、数码产品销售, 以及融合学习、休闲、沙龙元素的俱乐部运营模式, 将成为业态升级的重要趋势。新华书店的盈利模式将与零售商城业态更具有可比性。公司募投的门店改造升级项目将推动发行业务的增长模式转型。

表 18: 湖南省新华书店门店改造升级计划

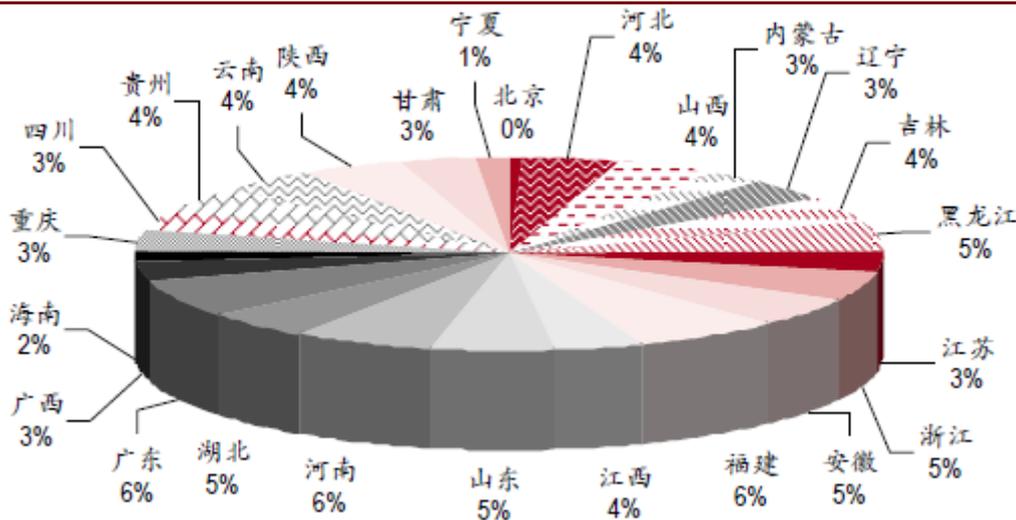
门店	营业面积(平方米)		投资额(万元)		扩大或新增的经营单元
	改造前	改造后	建设投资	流动资金	
芙蓉路图书城	7482	7482	6797.71	311.9	办公用品、数码产品、体育用品
袁家岭新华书店	10368	10368	8172.24	346.8	文化用品、数码产品、体育器材、学习功能性游戏室、培训项目、书吧茶座
常德新华大厦	1000	2694	1903.5	96.1	办公用品、数码产品、体育用品、书吧茶座
衡阳图书城	1400	3100	1992	79.67	文化用品、数码产品

怀化市分公司中心门市部	1200	1500	879.75	65.1	数码产品
邵阳市湘中图书城	3600	5600	3487.48	159.5	文化用品、数码产品、眼镜、读者俱乐部、培训项目、物业出租
永州市湘南图书城	2000	3800	2282.05	141.21	文化用品、数码产品、书吧茶座、健身娱乐场所、物业出租
岳阳新华书城	3000	4500	2855	124.2	文化用品、数码产品、读者俱乐部
张家界图书城	300	2100	1303	57.12	办公用品、数码产品、体育器材、培训项目
郴州图书城	600	1300	882.5	45.3	文化用品、小家电、读者俱乐部

资料来源：招股说明书，宏源证券

公司募投的全国出版物营销渠道建设项目，将依托湖南省新教材公司，组建 25 个省级分公司以建立辐射全国的渠道网络，组建 230 个地市办事处以保障业务下沉至县级市场。该项目针对义务教育和高中教育阶段课标教材教辅、高校高职教材、数字化教育产品的教育图书产品市场，和包括集中采购（包括公共图书馆采购、研究机构采购、公司采购、医卫系统等行业采购等方面）、农家书屋在内的一般图书团购市场进行开拓；市场定位明确，具备竞争优势，成长性较好。

图 27：新教材公司地市办事处网点分布计划



资料来源：招股说明书，宏源证券

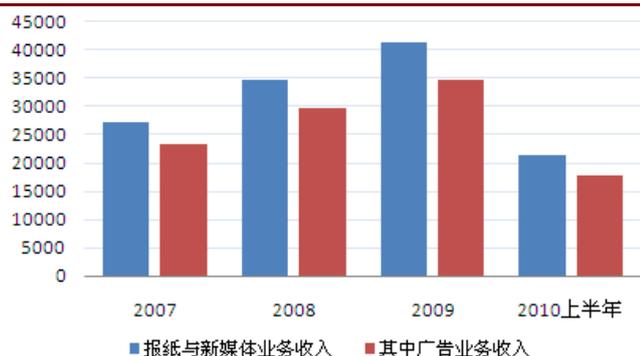
（二）报纸与新媒体业务全媒体覆盖率高，具备快速增长潜力

1、报纸与新媒体业务营业收入占比不断提升，2009 年超过 10%

公司报纸与新媒体业务近年增长较快，在营业收入中的比重不断提高，2009 年报纸和新媒体在收入占主营业务收入比例超过 10%。

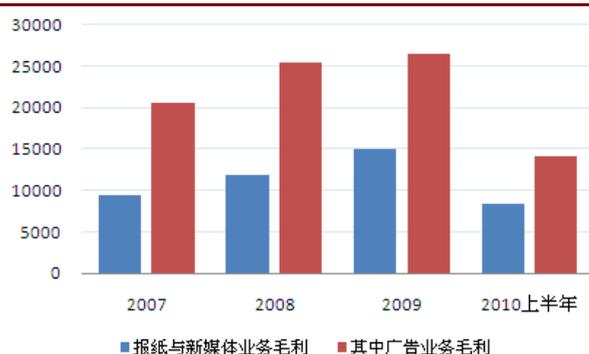
报纸与新媒体业务毛利率整体而言能维持在 35% 的水平，2010 年上半年提升至 39.60%；其中广告业务毛利率在 80% 左右，网站经营业务毛利率在 55% 以上。报纸与新媒体业务的主要利润来源在于广告业务。

图 28: 公司报纸与新媒体业务收入情况 (万)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 29: 公司报纸与新媒体业务毛利情况 (万)

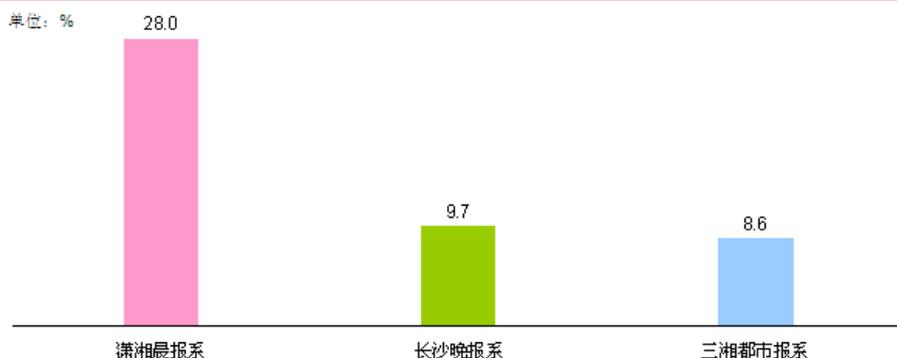


资料来源: 招股说明书, 宏源证券

2、潇湘晨报系全媒体日到达率 28%，在湖南市场优势突出

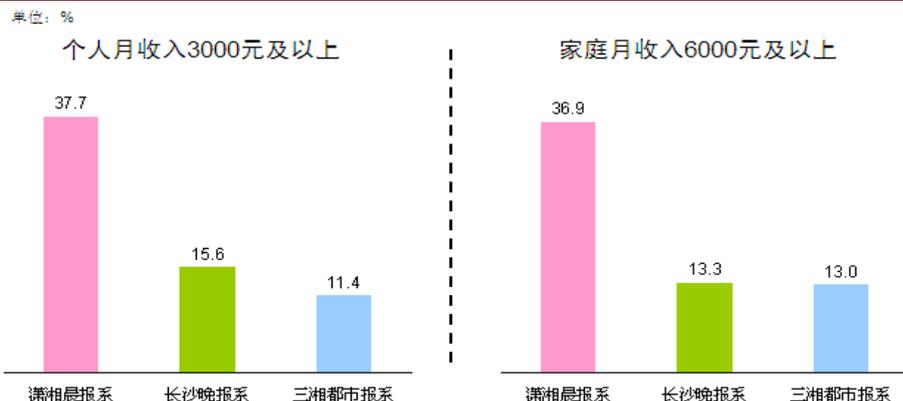
《潇湘晨报》在湖南省市场“一报独大”，覆盖受众超过 200 万；根据 CTR2009 年发布的数据，纸质《潇湘晨报》在湖南省主要发达城市日到达率 18%。同时潇湘晨报系旗下拥有的《潇湘晨报》、红网、红网框架传媒、湖南手机报、潇湘手机报、潇湘晨报电子版、潇湘晨报首页、晨报周刊等产品集群，以报纸、网站、杂志、手机报、户外媒体的全媒体传播模式覆盖受众，日到达率 28%，高收入受众覆盖率高，具有明显的领先优势。

图 30: 湖南三大报系媒体日到达率 (2009 年)



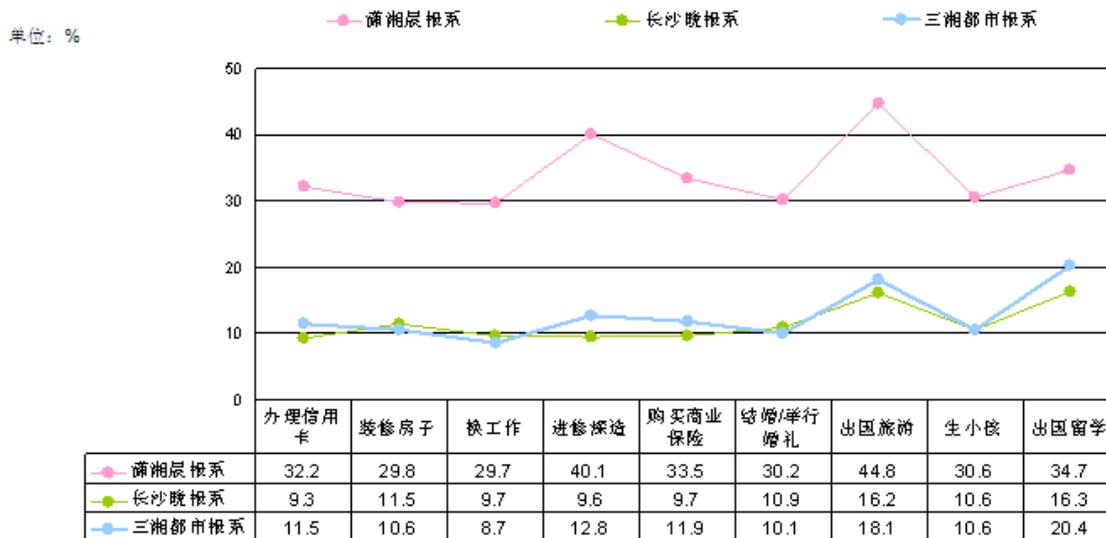
资料来源: CTR, 宏源证券

图 31: 湖南三大报系对高收入人群的覆盖 (2009 年)



资料来源: CTR, 宏源证券

图 32: 湖南三大报系覆盖受众情况 (2009 年)



资料来源: CTR, 宏源证券

3、红网 Alexa 中文排名 179 位，致力打造综合性网络服务平台

根据 Alexa 最新数据，红网在全球综合排名第 1313 位，中文排名第 179 位，日均 IP 访问量 59 万。红网立足于地方新闻网站的定位，同时开拓本地化的增值业务，过去三年收入快速增长，未来将发展基于 3G 的无线增值业务、网络电视、网络技术服务、电子商务、网络游戏等业务，致力打造以湖南新闻门户网为旗帜的综合性网络服务平台。

图 33: 红网日均访问 IP&PV 量 (2010 年 10 月)

根据 ALEXA 统计数据估算网站 IP & PV 值，以下数据仅供参考之用、根据网站工具条用户比例不同会产生不同误差率

日均 IP 访问量[一周平均]	日均 PV 浏览量[一周平均]
≈ 594,000	≈ 3,564,000

资料来源: ALEXA, 宏源证券

图 34: 红网截图



资料来源: 红网, 宏源证券

4、区域经济景气高、用户拓展潜力、增值服务的开展将驱动报纸与新媒体业务继续快速增长

近年湖南省经济增速高于全国经济增速，人均可支配收入增速位于全国前列，有利于区域广告市场维持较高景气度。截止 2008 年，湖南省城镇居民家庭平均每百户拥有移动电话 154 部，家用电脑 43 台，互联网与手机媒体用户基础广。

表 19: 2003-2009 年全国与湖南省 GDP 增速对比 (%)

年份	全国 GDP 变化 (%)	湖南 GDP 变化 (%)	中国广告市场变化 (%)
2003	9.1	9.6	39
2004	10.1	12.1	22
2005	10.2	12.2	18
2006	10.7	12.8	18
2007	11.4	15	9
2008	9.0	13.9	15
2009	8.7	13.7	13.5

资料来源: CTR, 国家统计局, 宏源证券

图 35: 湖南城镇居民家庭每百户移动电话拥有量



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

图 36: 湖南城镇居民家庭每百户电脑拥有量



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

纸质《潇湘晨报》在湖南省主要发达城市日到达率 18%，报系全媒体日到达率 28%，在湖南市场仍有提升空间；从全国报业发展趋势看，市场占有率在一二线城市日趋饱和之后，将向三四线城市扩张。较高的经济景气度与省内用户群体进一步拓展的潜力，有助于中南传媒报纸业务维持较快的增速。

而红网作为领先的地方新闻门户，为打造综合性网络服务平台，开展增值业务奠定了良好的基础，尤其是《潇湘晨报》所拥有的覆盖全省的发行队伍，对电子商务业务的发展，有更好的协同效应。

(三) 数字资源全屏服务平台项目为转型全媒体运营奠定基础

公司募投的“数字资源全屏服务平台项目”，旨在构建“共同创造——广泛聚合——深度加工——全面分享”的开放的全媒体数字内容产业链。

该平台的主流程包括内容聚合、内容加工、内容发布三大部分。在内容聚合层，该平台面向全国范围的出版社、报社、期刊社、网站、作者寻求合作；在内容加工层，平台将内容资源进行转化成统一格式的元数据，并进行加工；在内容发布层，平台提供面向各类终端的内容产品。

募投该项目彰显出公司在传统媒体运营面临全面升级的背景下，对数字出版、全媒体运营进行的战略准备。

就数字出版而言，该平台的建立意味着公司在出版产业生态复杂化的背景下（“全媒体”出版格局分析详见《寻找“全媒体出版”领军者》报告），在建立整合优质内容资源、

粘合用户的数字运营平台环节跑马圈地。

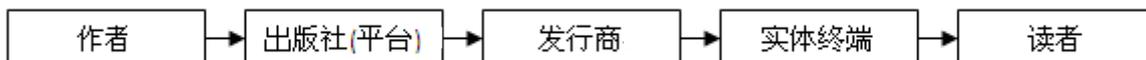
图 37: 全媒体出版采用多种出版模式



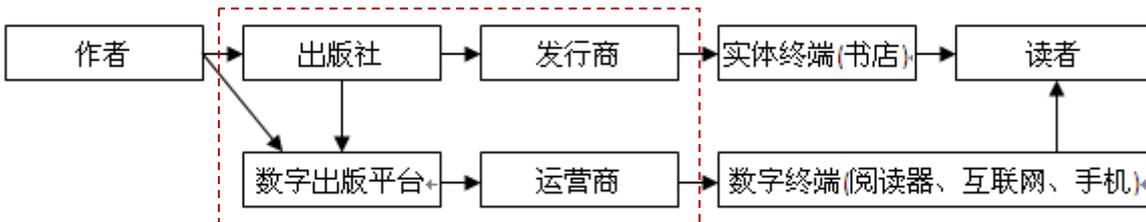
资料来源: 中文在线, 宏源证券

图 38: 出版发行产业链的重构

传统出版发行产业链:



全媒体出版发行产业链:



资料来源: 宏源证券

就转型全媒体运营而言, 该平台的建立不但将带来媒体素材的复用与全方位开发, 也意味着公司必须进一步探讨传媒运营中的流程再造等更高效的运作模式。对全媒体运营的准备, 将为公司成长为国内领先的综合性传媒集团奠定基础。

四、投资建议

(一) 投资要点

中南传媒的投资亮点在于:

1. 业态布局合理, 各传统业务升级路径清晰; 对数字出版、全媒体运营先行布局。
2. 全产业链、全媒体运营具备规模, 在出版发行、广告经营领域协同优势突出, 毛利率高。
3. 跨区域市场的拓展蕴含潜力。

(二) 盈利预测与估值

预测中南传媒 2010 年 EPS0.33, 2011 年 EPS0.38, 2012 年 EPS0.45, 参考出版发行类上市公司 2010 年 40 倍左右的平均市盈率, 我们认为可给予中南传媒 14.85 元的目标价位, 对应 2010 年 45 倍 PE, 评级“买入”。

表 20: 中南传媒盈利预测

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3,549.85	4,052.32	4,918.92	5,581.16	6,371.94
出版	1234.58	1243.56	1,424.30	1,566.73	1,770.40
发行	2554.61	2957.48	3,792.65	4,323.62	5,015.40
物资销售	521.78	519.9	520.00	546.00	560.00
印刷	540.11	656.73	653.64	699.39	734.36
报纸和新媒体	346.14	414.34	468.33	585.41	731.77
内部抵消	-1712.79	-1809.31	-2,000.00	-2,200.00	-2,500.00
二、营业总成本	3,212.96	3,591.90	4,347.29	4,916.39	5,582.27
营业成本	2,081.08	2,390.06	2,944.15	3,315.34	3,756.64
出版	805.81	871.36	968.5	1,049.7	1,186.2
发行	1798.19	2010.20	2,586.6	2,940.1	3,410.5
物资销售	496.94	496.97	499.0	524.2	537.6
印刷	442.51	540.69	537.9	575.6	604.4
报纸和新媒体	227.48	263.73	295.05	368.81	461.01
内部抵消	-1700	-1800.26	-1,950.00	-2,150.00	-2,450.00
毛利率	41.4%	41.0%	40.1%	40.6%	41.0%
出版	34.7%	29.9%	32.0%	33.0%	33.0%
发行	29.6%	32.0%	31.8%	32.0%	32.0%
物资销售	4.8%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
印刷	18.1%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
报纸和新媒体	34.3%	36.4%	37.0%	37.0%	37.0%
营业税金及附加	41.20	49.52	59.03	66.97	76.46
营业税金及附加比率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

三项费用	1,073.16	1,108.61	1,314.11	1,504.08	1,719.17
主营业务占比	30.2%	27.4%	26.7%	26.9%	27.0%
销售费用	381.55	461.69	550.92	625.09	713.66
主营业务占比	10.7%	11.4%	11.2%	11.2%	11.2%
管理费用	717.09	655.88	777.19	892.99	1,019.51
主营业务占比	20.2%	16.2%	15.8%	16.0%	16.0%
财务费用	-25.47	-8.96	-14.00	-14.00	-14.00
主营业务占比	-0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	17.52	43.71	30.00	30.00	30.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.16	0.52	1.00	1.00	1.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	338.05	460.94	572.64	665.77	790.67
加：营业外收入	48.89	35.77	35.00	35.00	35.00
减：营业外支出	14.18	8.96	10.00	10.00	10.00
五、利润总额	372.76	487.74	597.64	690.77	815.67
减：所得税	1.12	0.27	0.60	0.69	0.82
所得税率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
六、净利润	371.64	487.48	597.04	690.08	814.85
减：少数股东损益	2.27	7.88	5.00	5.00	5.00
归属于母公司所有者的净利润	369.37	479.59	592.04	685.08	809.85
七、每股收益：	0.21	0.27	0.33	0.38	0.45

资料来源：宏源证券

(三) 风险点

1. 出版发行业务省外市场开拓受阻。
2. 广告市场景气度低于预期。

分析师简介:

王铮: 宏源证券研究所传媒行业研究员，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士，2009年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。