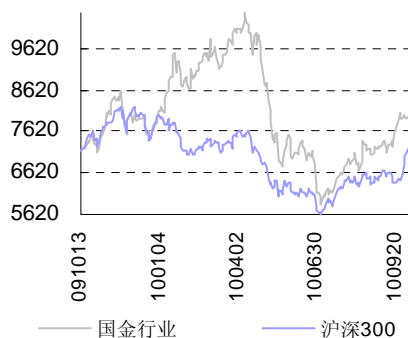


上市定价(人民币): 10.50-11.50元
 目标价格(人民币): 11.10-12.20元
 询价价格(人民币): 8.90-10.20元
 长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	398.00
总股本(百万股)	1,398.00
国金综合传媒指数	7928.71
沪深 300 指数	3217.58
上证指数	2861.36



毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
 (8621)61038204
 zhanglw@gjzq.com.cn

跨媒体、全产业链之出版传媒“新湘军”

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.206	0.267	0.319	0.369	0.429
每股净资产(元)	1.45	1.91	3.71	3.95	4.24
每股经营性现金流(元)	0.00	0.67	0.49	0.55	0.66
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	-4.88%	29.84%	19.49%	15.74%	16.20%
净资产收益率(%)	21.23%	17.93%	8.60%	9.36%	10.11%
总股本(百万股)	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

■ **关键假设 - 教材教辅相对稳定, 一般图书提升内容资源价值; 新媒体业务和印刷业务积极有效拓展新的增长点**

- ◆ 未来中小学学生人数将会维持相对稳定, 教材教辅的人均消费额稳中有升, 公司将通过提高职业教育、高等教育等方面的出版能力有效拓展中高职教育市场, 从而推动教材教辅业务呈小幅稳定增长态势。
- ◆ 公司在一般图书业务领域加强内容创新, 进军原创动漫领域、打造完整的一般图书出版体系从而推动一般图书收入增长。同时, 公司通过加强数字出版发行, 搭建数字内容传媒基地, 开创内容收入的多元化时代。
- ◆ 公司的新媒体业务经营良好, 同传统媒体协同效应明显, 已成为公司新的增长点; 另外, 印刷业务中票据印刷、防伪印刷成为公司新的发展亮点。目前呈现良性的发展势头, 未来有望保持较快的发展速度。

■ **我们与市场观点的不同之处 - 相对于传统业务, 更加看好其数字内容集聚基地的打造、“多媒介、全流程”的核心竞争力**

- ◆ 对于公司, 我们认可公司在出版内容集聚方面的积极举措。公司此次将借助 IPO 募集资金大力发展数字出版, 凭借自身在内容资源和渠道方面的优势构建一条全新的、开放的全媒体数字内容产业链, 依托“3网合一”打造首个企业承担的国家级数字内容产业基地, 此举符合产业发展的方向。面对传统业务增长动力不足、出版、发行行业数字化的趋势, 公司积极向新的领域延伸, 寻求新的增长点, 从而奠定公司未来几年成长性的基础, 不断推动其产品、服务品质的提升。
- ◆ “多媒介、全流程”的产业链有利于内容资源价值的最大化。公司的出版策划能力不断提升, 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, 多媒介形式可以实现内容资源的多次利用, 而全流程可充分发挥业务之间的协同效应, 公司主要盈利能力指标均高于同业其他公司, 近几年, 公司向新媒体领域的拓展积极有效, 凭借其强大的资源优势在打造全媒体的道路上不断迈进。

■ **估值与投资建议 - 未来 6-12 个月合理估值区间为 11.10~12.20 元**

- ◆ 公司此次 IPO 募投项目旨在进一步加强公司对内容资源的整合、完善其一体化的产业链优势和推动核心业务的发展, 并通过包括并购在内的方式实现跨区域整合和发展新的业务领域, 强化公司核心竞争力。我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.32、0.37、0.43 元。

- ◆ 参考传媒行业以及出版发行子行业的估值水平来看，公司未来 6~12 个月目标价为 11.1~12.2 元，对应 2011 年 30-33 倍 PE，建议询价区间为 8.9-10.2 元，对应 2010 年 28-32 倍 PE，结合近期以来上市首日新股的表现来看，我们认为，公司上市首日定价区间为 10.5~11.5 元。
- **股价催化剂----传统业务稳定基础上的数字出版发展超预期；战略并购、资源整合**
 - ◆ 此次通过 IPO 募集资金将进军数字出版领域，集聚数字出版资源，加强数据库、网络服务平台的建设，建立数字出版运营和以数字化内容盈利的商业模式。公司将充分利用在行业内的丰富经验和雄厚资源，以实现传统出版与数字出版的有效融合，并通过数字出版来拉动传统纸质图书的销售，实现出版业务线上线下的双赢，我们认为在保证传统出版发行业务稳定的基础上数字内容的盈利贡献超预期将成为推动公司股价上涨的重要催化剂。
 - ◆ 公司通过重组红网，将红网资产、业务与《潇湘晨报》进行战略整合，取得显著成效；文化体制改革的背景下，出版发行类传媒资源非常丰富，公司在优质出版传媒资源整合，跨地域扩张方面一直在积极的努力，积累了丰富的资源，超额募集资金将为其资源整合奠定基础，公司业务范围广、并购实力强是其并购工作的成功开展的重要条件，一旦实现并购将形成对股价的重要催化剂。
- **主要风险----循环教材使用政策，选题风险，专业人才欠缺带来的风险**
 - ◆ **循环教材使用政策带来的风险。**湖南省从 2009 年开始，义务教育阶段（小学和初中）音乐、美术、科学、信息技术、体育与健康教材开始实施为期 3 年的循环使用。循环教材的推行使纳入循环的教材供应周期变长，减少了相应科目教材的销售量，教材销售收入由此降低。如果公司不能在维护现有教育图书市场的基础上拓展新的市场，将会面临出版图书销售减少的风险。
 - ◆ **选题风险。**选题是公司出版业务的起点，决定所出版图书包含的内容、知识、信息、形式以及所满足的需求等产品属性。选题内容是否可行、是否具有一定的文化价值及市场价值、是否为市场和广大读者需要、喜爱，是图书能否适销、畅销，公司能否盈利的关键。尽管公司通过一系列的制度管理、流程设计等措施在一定程度上能够最大程度地保证对选题风险的控制，但仍存在因选题的定位不准备、内容不被市场接受和认可而导致的经营风险。
 - ◆ **专业人才欠缺带来的风险。**出版传媒行业属于知识和人才密集型行业，尤其近年来新媒体新技术应用的逐渐普及，消费者对差异化产品的需求愈加强烈，出版传媒企业对出版传媒专业人才的需求越来越大，针对专业人才展开的竞争越来越激烈。如果公司不能通过提供具有竞争力的薪酬水平和良好的职业发展前景等措施来吸引公司发展所需的优秀人才，将制约公司未来的可持续发展。

目录

1. 盈利预测及说明.....	5
1.1 预测假设及说明 - 现有业务稳定增长, 有效开发新业务.....	5
1.2 盈利预测.....	6
2. 估值及申购建议.....	7
2.1. PE 相对估值.....	7
2.2. DCF 绝对估值.....	7
2.3. 估值、上市定价及询价建议.....	9
3. 公司概况—拥有传媒完整产业链的出版传媒企业.....	9
3.1. 湖南省大型出版传媒企业 - 产业链完整、多介质融合.....	9
3.2. 多元化的股权结构.....	10
4. 行业分析: 数字化、网络化带来新的增长点.....	12
4.1. 文化传媒业蓬勃向上, 未来增长空间依然广阔.....	12
4.2. 出版业: 教材教辅仍是主导, 一般图书的数字化变局.....	12
4.3. 发行业: 具有稳定的盈利能力.....	14
4.4. 报业: 跨媒体发展开辟新天地.....	15
4.5. 新媒体业: 互联网和移动媒体双轮驱动.....	16
5. 主业分析: 稳定传统业务, 寻求新突破口.....	16
5.1. 实现“全流程、多介质”体系、区域优势明显.....	16
5.2. 出版业务: 打造完整图书出版体系.....	17
5.3. 发行业务: 完善发行渠道建设, 线上线下齐发力.....	19
5.4. 报纸与新媒体业务: 协同发展实现双赢.....	20
5.5. 印刷、物资业务: 抢占市场新亮点.....	20
5.6. 募投项目: 二次创业, 新战略、新梦想.....	21
6. 主要风险.....	21
6.1. 循环教材使用政策带来的风险.....	21
6.2. 选题风险.....	21
6.3. 专业人才欠缺带来的风险.....	21
附录: 三张报表预测摘要.....	22

图表目录

图表 1.中南出版主营业务收入预测假设(2007-2012F)	5
图表 2.中南出版业绩假设条件及盈利预测(2007-2012F)	6
图表 3: 传媒行业重点上市公司估值一览表	7
图表 4: DCF 估值主要假设条件	8
图表 5: 中南出版 DCF 估值表	8
图表 6: 中南出版主营业务收入构成(2009)	9
图表 7: 中南出版主要业务毛利率变化 (2007-2009)	9
图表 8: 2009 年全国百佳图书出版单位排名	10
图表 9: 2009 年中国主流地方新闻网站流量排行榜	10
图表 10: 中南出版股权结构及子公司	11
图表 11: 中南出版发行前后股本变化	11
图表 12: 2004-2010 年中国传媒产业规模与预测	12
图表 13: 2009 中国传媒产业各业态占比情况	12
图表 14: 全国图书出版定价总金额稳步提升	12
图表 15: 全国图书出版种类稳步增长	12
图表 16: 教辅教材在我国出版业中占据主要地位 (2008)	13
图表 17: 中小学教材教辅销售额占比有所下滑	13
图表 18: 大中专教材教辅销售额占比上升明显	13
图表 19: 2008-2009 全国零售市场畅销书码洋贡献情况	14
图表 20: 2006-2010 我国数字出版规模与预测	14
图表 21: 全国图书发行销售总金额情况 (1999-2009)	14
图表 22: 中国出版物网上零售市场交易规模	15
图表 23: 2008 中国 B2C 网络图书销售平台覆盖人数	15
图表 24: 中国报纸总印张出版情况 (2003-2009)	15
图表 25: 中国报业广告经营额情况 (2004-2009)	15
图表 26: 2002-2009 中国网民规模发展情况	16
图表 27: 2004-2009 中国移动传媒产业情况	16
图表 28: 湖南省人均 GDP 维持高增长 (2001-2009)	17
图表 29: 湖南人均可支配收入不断提升 (2001-2009)	17
图表 30: 公司出版业务收入情况 (2007-2009)	17
图表 31: 公司出版业务收入构成情况	17
图表 32: 湖南省中小学人数逐步下降	18
图表 33: 湖南省中高职教育人数稳步增长	18
图表 34: 公司拥有自主知识产权的教材一览表	18
图表 35: 公司发行业务收入稳步增长 (2007-2009)	19
图表 36: 公司发行业务毛利率有所上升 (2007-2009)	19
图表 37: 2009 年国内 B2C 市场主要网站渗透率 (%)	20
图表 38: 2009 年《潇湘晨报》在湖南省主要报纸广告收入中排名第一	20
图表 39: 公司募投项目情况	21

1. 盈利预测及说明

1.1 预测假设及说明 - 现有业务稳定增长，有效开发新业务

公司作为一家拥有完整的出版发行产业链的传媒公司，目前教材教辅与一般图书的出版发行业务是其营收的主要来源，而积极介入新媒体领域、把握物资印刷领域的新机会，有望成为公司未来业绩的增长点，我们在对公司未来3年业绩预测过程中，主要从以下几方面对公司主业经营和财务状况加以考虑：

■ 1、主营业务收入：

出版业务：其驱动因素为湖南省中小学在校学生、高中、中高职学生人数及教材教辅的人均消费，受益于中高职市场份额的提升，人均消费规模的稳步上升；一般图书进一步构建完善产品线、塑造品牌，打造更多的畅销书、畅销书，从而推动其收入规模的提升，总体来看该项业务有望保持稳定增长；

发行业务：驱动因素为图书发行量与销售单价，教材零售价根据印张基准价确定，发行业务的增长点源于省内网点优化以及省外业务拓展带来的发行量的提升，同时借助于新兴的网络发行渠道实现发行业务的多元化；

物资供应业务：其驱动因素为纸张价格与需求量，纸张业务基本稳定；

印刷业务：随着公司出版业务规模的增加以及扩大印刷的种类范围，未来该业务将稳步增长，同时在新的印刷业务的拓展上取得积极的成效有望成为印刷业务的亮点；

报纸和新媒体业务，随着新媒体的快速发展，公司报业和新媒体业务将相互结合产生协同效应。

图表1. 中南出版主营业务收入预测假设(2007-2012F)

项目(百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,677.17	5,197.22	5,792.02	6,497.95	7,322.04	8,285.18
出版业务	1,091.43	1,234.58	1,243.56	1,317.93	1,368.49	1,426.10
一般图书	205.01	186.36	213.85	241.49	269.09	285.65
教材教辅	819.97	980.81	950.82	992.73	1,028.16	1,066.32
期刊	5.76	6.07	7.74	8.51	9.02	9.38
音像制品	58.27	54.37	66.41	70.93	58.38	61.30
其他	2.43	6.97	4.75	4.27	3.84	3.46
发行业务	2,284.71	2,554.61	2,957.48	3,448.24	4,002.86	4,644.59
一般图书	355.68	365.42	371.03	381.38	384.11	393.33
教材教辅	1,877.07	2,077.64	2,492.63	2,970.39	3,518.76	4,147.11
音像制品	17.75	17.82	8.16	6.53	5.55	5.00
文化用品	34.21	93.73	85.65	89.94	94.43	99.16
物资供应业务	477.73	521.78	519.90	530.30	540.90	551.72
印刷业务	550.35	540.11	656.73	723.21	832.17	957.57
印刷产品	546.00	533.82	648.72	713.59	820.63	943.73
防伪产品	4.35	6.29	8.01	9.62	11.54	13.85
报纸和新媒体业务	272.95	346.14	414.34	478.27	577.61	705.19
报纸发行	30.81	36.87	40.81	42.31	44.42	46.20
广告发布	234.54	296.27	347.89	400.08	480.09	576.11
网站	6.99	9.15	20.35	28.49	42.74	68.38
其他	0.61	3.85	5.28	7.40	10.35	14.49
减：内部抵消数	-1573.24	-1712.79	-1809.31	-2077.98	-2341.82	-2650.15

来源：国金证券研究所

■ **2、毛利率：**传统业务相对稳定，我们预计各项业务的毛利率基本呈现稳定态势。

■ **3、期间费用：**随着未来业务规模的进一步扩大，期间费用相对营业收入的比率整体将呈下降趋势。

有关公司盈利预测的具体细项假设详见图表 2。

1.2 盈利预测

据测算，我们预计公司 2010~2012 年归属于母公司股东的净利润分别为 5.73 亿元、6.63 亿元和 7.71 亿元，分别较上年增长 19.5%、15.7%和 16.2%，3 年复合增长率为 17%。本次公司发行股本 3.98 亿股，发行后总股本 17.96 亿股，完全摊薄后 EPS 分别为 0.32、0.37、0.43 元。

图表2.中南出版业绩假设条件及盈利预测(2007~2012F)

百万	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,196.3	3,549.8	4,052.3	4,522.4	5,086.8	5,746.4
出版业务	1,091.43	1,234.58	1,243.56	1,317.93	1,368.49	1,426.10
发行业务	2,284.71	2,554.61	2,957.48	3,448.24	4,002.86	4,644.59
物资供应业务	477.73	521.78	519.90	530.30	540.90	551.72
印刷业务	550.35	540.11	656.73	723.21	832.17	957.57
报纸和新媒体业务	272.95	346.14	414.34	478.27	577.61	705.19
减：内部抵消数	-1,573.24	-1,712.79	-1,809.31	-2,045.51	-2,305.23	-2,608.74
其他收入	92.34	65.42	69.60	70.00	70.00	70.00
营业成本	1,888.93	2,081.08	2,390.06	2,691.32	3,025.69	3,420.71
外购图书	806.62	882.08	1,040.04	1,206.44	1,387.41	1,595.52
纸张材料费	653.42	774.33	816.89	857.74	900.62	954.66
印装费	114.62	137.77	204.41	255.51	306.62	367.94
稿费	38.86	49.92	63.42	81.18	101.48	126.85
租赁费	57.17	71.49	61.13	64.18	67.39	70.76
编辑经费	30.97	32.88	33.13	33.46	34.13	34.82
直接人工	19.48	20.53	21.28	22.13	23.23	24.40
其他	134.01	75.30	142.22	170.67	204.80	245.76
毛利率	40.90%	41.38%	41.02%	40.49%	40.52%	40.47%
营业税金及附加	31.39	41.20	49.52	54.27	61.04	68.96
营业外税金及附加比率	0.98%	1.16%	1.22%	1.20%	1.20%	1.20%
主营业务利润	1,275.95	1,427.57	1,612.74	1,776.85	2,000.08	2,256.78
销售费用	326.26	381.55	461.69	520.08	584.98	660.84
销售费用率	10.21%	10.75%	11.39%	11.50%	11.50%	11.50%
管理费用	593.58	717.09	655.88	700.98	763.02	833.23
管理费用率	18.57%	20.20%	16.19%	15.50%	15.00%	14.50%
财务费用	-16.29	-25.47	-8.96	-20.03	-37.63	-37.87
资产减值准备	38.69	17.52	43.71	25.00	40.00	40.00
加：公允价值变动损益	1.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.98	1.16	0.52	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业	0.86	0.78	0.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	337.15	338.05	460.94	550.83	649.70	760.57
营业外收入净额	53.31	34.72	26.80	30.00	25.00	25.00
利润总额	390.47	372.76	487.74	580.83	674.70	785.57
所得税	0.60	1.12	0.27	0.58	0.67	0.79
实际所得税率	0.15%	0.30%	0.05%	0.10%	0.10%	0.10%
净利润	389.87	371.64	487.48	580.25	674.02	784.79
减：少数股东损益	1.53	2.27	7.88	8.90	10.20	13.50
归属于母公司所有者的净利润	388.34	369.37	479.59	571.35	663.82	771.29
增长		-4.88%	29.84%	19.13%	16.19%	16.19%
每股收益	0.22	0.21	0.27	0.32	0.37	0.43

来源：国金证券研究所

2. 估值及申购建议

2.1. PE 相对估值

出版发行行业属于传统的媒体企业，未来的增长点更多的体现在新业务模式的开拓方面所取得的积极成效，通过募投项目的实施进一步增强其核心竞争力，奠定其内生性增长的基础以及适应未来发展企业转型的需求。从 A 股传媒企业来看，从事文化传媒类的上市公司 2010 年的平均市盈率达到 48 倍，中值也在 46 倍，而出版发行类企业 2010 年平均估值为 38 倍，其中估值最便宜的时代出版仅 26 倍，传媒行业以及出版发行子行业的整体估值水平对中南出版具有一定的参考性，我们认为公司的合理价值区间为 8.92-10.20 元，对应 2010 年 28-32 倍 PE。

图表3: 传媒行业重点上市公司估值一览表

代码	公司名称	价格 2010-10-12	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB 最新	EV/EBITDA 2010	投资建议
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E			
广电/有线网络														
600037.SH	歌华有线	13.96	148.03	0.31	0.34	0.31	0.37	44.84	41.30	44.46	37.73	3.16	21.02	买入
002238.SZ	天威视讯	22.89	61.12	0.29	0.46	0.66	0.92	78.18	49.98	34.95	24.85	4.89	18.23	买入
600831.SH	广电网络	10.19	57.41	0.18	0.20	0.25	0.30	56.61	51.46	40.92	34.08	4.62	16.76	买入
000917.SZ	电广传媒	22.15	90.01	0.07	0.29	0.41	0.53	316.43	76.38	54.02	41.79	4.55		持有
300027.SZ	华谊兄弟	29.88	100.40	0.25	0.42	0.62	0.79	118.74	70.81	48.27	37.68	7.01		买入
600088.SH	中视传媒	16.19	53.66	0.35	0.26	0.30	0.35	46.86	63.49	53.26	46.26	5.71		持有
报纸经营、广告														
600825.SH	新华传媒	10.42	108.88	0.22	0.29	0.34	0.38	46.73	35.68	30.83	27.64	5.09	33.81	买入
600880.SH	博瑞传播	18.60	114.54	0.44	0.57	0.65	0.74	42.48	32.52	28.70	25.17	7.81	23.36	买入
000793.SZ	华闻传媒	6.33	86.10	0.12	0.14	0.16	0.18	52.44	45.47	40.71	35.17	3.73		持有
002181.SZ	粤传媒	15.19	53.19	(0.27)	0.40	0.41	0.42		37.98	37.05	36.17	4.44		买入
600386.SH	北巴传媒	10.94	44.11	0.29	0.37	0.45	0.56	37.72	29.89	24.31	19.54	4.17		买入
002400.SZ	省广股份	43.60	35.91	0.65	0.89	1.18	1.55	67.39	48.93	36.83	28.15	3.69	37.41	持有
图书出版发行														
601999.SH	出版传媒	12.25	67.49	0.23	0.26	0.28	0.32	53.26	46.58	43.13	38.28	4.46	60.51	买入
600373.SH	鑫新股份	16.26	30.49	(0.46)	0.40	0.45	0.53		40.65	36.13	30.68	48.96		买入
600551.SH	时代出版	17.34	73.09	0.58	0.65	0.70	0.81	29.90	26.68	24.88	21.46	2.88		买入
601801.SH	皖新传媒	13.67	124.40	0.30	0.33	0.36	0.42	57.08	40.93	38.40	32.70	3.83		持有
新媒体及其它														
300058.SZ	蓝色光标	28.00	33.60	0.40	0.64	0.91	1.22	42.94	44.03	30.91	23.05	3.99	32.00	买入
300071.SZ	华谊嘉信	29.79	15.42	0.49	0.65	0.83	1.06	35.04	45.69	36.11	28.02	3.85	42.01	买入
300059.SZ	东方财富	48.20	67.48	0.51	0.65	0.90	1.20	94.98	74.04	53.50	40.33	4.28	57.33	持有
综合														
600832.SH	东方明珠	10.19	324.69	0.14	0.21	0.24	0.27	71.26	48.07	42.11	37.74	4.65	36.02	买入
000839.SZ	中信国安	15.37	240.99	0.39	0.29	0.39	0.75	39.24	52.66	39.74	20.55	4.20	25.75	持有
	Median	16.19	67.49	0.29	0.34	0.41	0.53	52.44	45.69	38.40	32.70	4.44	32.91	
	Average	19.59	91.95	0.26	0.41	0.51	0.64	70.11	47.77	39.01	31.76	6.66	33.68	

来源：国金证券研究所

2.2. DCF 绝对估值

图表4: DCF 估值主要假设条件

资产贴现率 K_a		股票贴现率 K_e	
行业 Beta	1.03	股本总额 (百万股)	1,798.00
无风险利率	3.62%	股价	9.80
风险溢价	6.45%	股票市值	17,620.40
资产贴现率 K_a	10.24%	债务总额	429.50
加权平均资本成本 WACC		债务利率	6.57%
		实际税率	0.10%
			0
D/(E+D)	2.38%	股票 Beta	1.05
E/(E+D)	97.62%		
WACC	10.30%	股票贴现率 K_e	10.39%

来源: 国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值, 估值结果分别为 8.54 元、9.05 元和 8.94 元(见图表 5)。

图表5: 中南出版 DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	8.54	FCFE	8.94
WACC	9.05		

I、APV

每股价值	8.54	TV增长率	4.0%
企业值	15,795.75	K_a	10.24%
股票价值	15,341.28	债务	429.50
		投资	131.86
		少数股东权益	24.97

会计年度截止日: 12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	649.02	154.50	639.13	792.91	1,052.74	1,201.34	1,309.19	1,430.12	1,656.89	1,758.52	29,320.85	39,965.23
ITS	0.01	0.00	0.00	0.30	0.39	0.48	0.56	0.65	0.74	0.82	13.72	17.67
PV(FCF)	588.75	127.14	477.09	536.92	646.66	669.41	661.76	655.75	113.63	116.96	11,063.34	15,657.41
PV(ITS)	0.01	0.00	0.00	0.21	0.24	0.27	0.28	0.30	0.00	0.00	5.18	6.48

II、WACC

每股价值	9.05	TV增长率	4.0%
企业值	16,711.10	WACC	10.30%
股票价值	16,256.63	债务	429.50
		投资	131.86
		少数股东权益	24.97

会计年度截止日: 12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	649.02	154.50	639.13	792.91	1,052.74	1,201.34	1,309.19	1,430.12	1,656.89	1,758.52	29,015.99	39,660.37
PV(FCF)	588.40	126.99	476.24	535.65	644.74	667.03	659.01	652.64	685.51	659.59	10,883.44	16,579.23

III、FCFE贴现

每股价值	8.94	TV增长率	4.0%
企业值	16,058.69	K_e	10.39%
股票价值	16,058.69	债务	429.50
		投资	131.86
		少数股东权益	24.97

会计年度截止日: 12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFE	218.71	158.98	643.26	797.00	1,056.57	1,204.91	1,312.50	1,433.17	1,659.69	1,761.05	28,643.07	38,888.93
PV(FCFE)	198.12	130.46	478.14	536.63	644.42	665.70	656.87	649.72	681.57	655.10	10,655.08	15,951.80

来源: 国金证券研究所

2.3. 估值、上市定价及询价建议

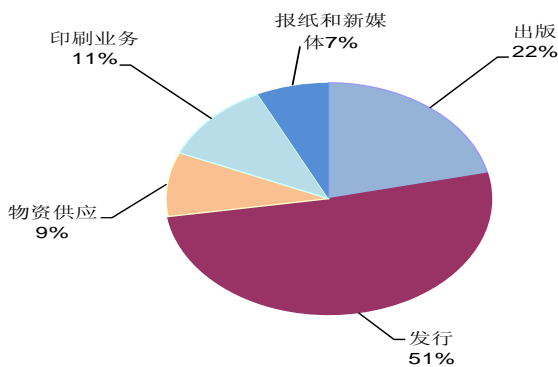
权衡以上相对估值和绝对估值的结果，我们以 2010 年的盈利预测作为当前发行定价的相对估值基准，以 2011 年预测作为未来 6-12 个月目标定价的估值基础；公司未来 6~12 个月目标价为 11.1~12.2 元，对应 2011 年 30-33 倍 PE，建议询价区间为 8.9-10.2 元，结合近期以来上市首日新股的表现来看，我们认为，公司上市首日定价区间为 10.5~11.5 元。

3. 公司概况—拥有传媒完整产业链的出版传媒企业

3.1. 湖南省大型出版传媒企业 - 产业链完整、多介质融合

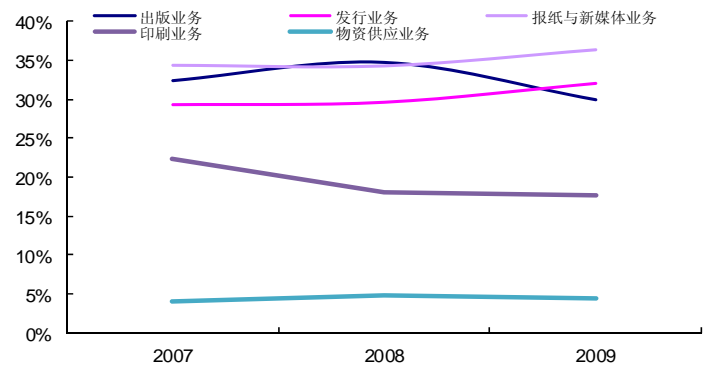
中南出版是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒企业，拥有“编（出版）-印（印刷）-发（从总发行到零售）-供（印刷物资销售）-媒（媒体经营）”一体化经营的完整产业链，集出版、发行、报刊经营等传统媒体业务与互联网、框架媒体、移动媒体等新媒体业务于一体，成功实现了图书、报刊、电子音像和新媒体等多种介质的融合。公司的业务构成中，出版、发行业务是公司收入、利润的主要来源，近年来由于新媒体的兴起，公司的新媒体业务发展较快，占主营收入的比重逐渐上升，同时各业务的毛利率总体来看保持稳定增长态势。

图表6：中南出版主营业务收入构成(2009)



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表7：中南出版主要业务毛利率变化(2007-2009)



公司在传统媒体和新兴媒体方面都显示了较强的市场竞争力。一方面，在 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 100 家一级出版社，获“全国十佳图书出版单位”荣誉称号，入选数量在全国地方出版集团中位居第 2，显示了较强的图书出版策划能力；另一方面，公司创立的新闻门户网站—红网凭借其近年来的飞速发展，已跻身全国地方重点新闻网站前十，成为公司开展新媒体业务的有利载体。

图表8: 2009年全国百佳图书出版单位排名

排名	出版集团	出版集团各单位入围数量
1	中国出版集团	6
	凤凰出版传媒集团	6
2	中南出版传媒股份公司	5
3	时代出版传媒股份公司	4
	浙江出版联合集团	4
4	上海世纪出版集团	3
	江西出版集团	3
5	吉林出版集团	2
	山东出版集团	2
6	中国国际出版集团	1
	长江出版集团	1
	广东出版集团	1
	北京出版社出版集团	1
	重庆出版集团	1
	广西出版总社(集团)	1

来源: 国金证券研究所

图表9: 2009年中国主流地方新闻网站流量排行榜

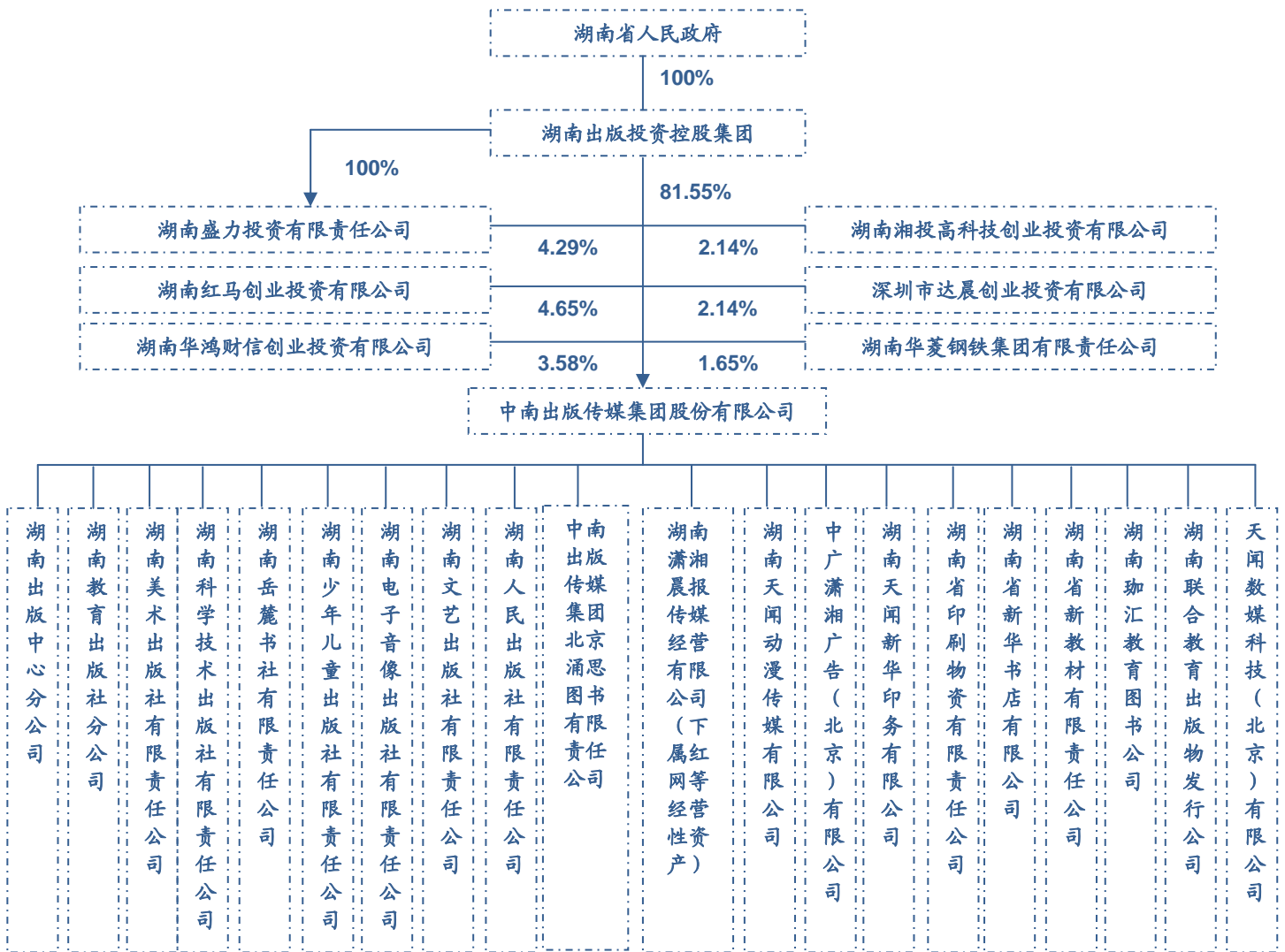
排序	网站名称	地区	国内排名	日均流量/百万
1	东方网	上海	170	2881
2	千龙网	北京	176	3232
3	浙江在线	浙江	198	3047
4	北方网	天津	200	2567
5	青岛新闻网	山东	246	1486
6	华龙网	重庆	275	1283
7	深圳新闻网	广东	276	1365
8	红网	湖南	282	1782
9	广西新闻网	广西	293	1329
10	中国宁波网	浙江	297	1794

来源: 中国互联网协会, 国金证券研究所

3.2. 多元化的股权结构

公司自 2008 年 12 月 25 日由湖南出版集团与其全资子公司盛力投资共同发起设立, 注册资本为 12 亿元, 其中, 湖南出版集团投入 174,011.08 万元, 折合股本 11.4 亿股, 占股本总额的 95%; 盛力投资投入 9,158.47 万元, 折合股本 0.6 亿股, 占股本总额的 5%。经过后续的增资扩股, 公司的股东结构趋向多元化, 于 2009 年 4 月正式更名为中南出版传媒集团股份有限公司, 公司下辖 17 家全资子(分)公司, 包括湖南人民出版社、湖南电子音像出版社等 8 家出版企业、湖南省新华书店等 3 家发行企业, 以及动漫期刊公司、传媒经营公司、新闻门户网站等。公司此次计划发行不超过 4 亿股, 占发行后公司股本总额的比例不超过 22.25%。

图表10: 中南出版股权结构及子公司



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表11: 中南出版发行前后股本变化

股东	发行前		发行后	
	股份数量 (万股)	持股比例	股份数量 (万股)	持股比例
湖南出版投资控股集团有限公司 (SS)	114,000	81.55%	110,361	61.45%
湖南红马创业投资有限公司 (SS)	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%	5,808	3.23%
湖南华鸿财信创业投资有限公司 (SS)	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%	2,904	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)			4,000	2.23%
认购本次发行的股东			39,800	22.16%
合计	139,800	100%	179,600	100%

来源: 国金证券研究所

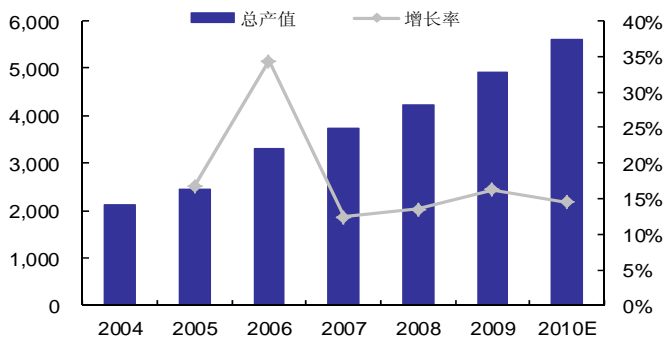
公司此次发行 3.98 亿股，4 家国有股东湖南出版集团、盛力投资、湘投高科和华菱集团按各自所持公司股份比例合计转持新发行股份总数的 10% 至全国社会保障基金理事会持有，控股股东湖南出版集团的股权比例将下降为 61.45%。

4. 行业分析：数字化、网络化带来新的增长点

4.1. 文化传媒业蓬勃向上，未来增长空间依然广阔

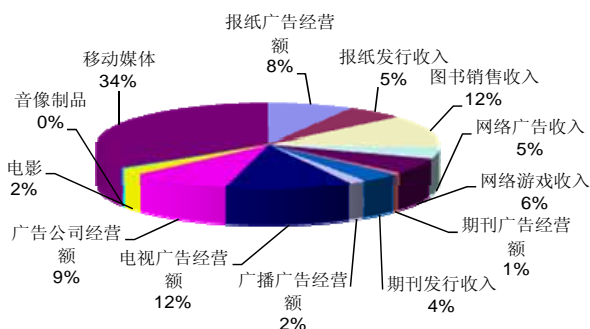
近年来，文化传媒业蓬勃发展，已经成为我国国民经济中具有巨大活力和成长前景的新支柱产业。据清华大学传媒经济与管理中心发布的《2010 中国传媒产业发展报告》显示，2009 年中国传媒产业总产值为 4907.96 亿元，同比增长 16.3%。从 2009 年我国文化传媒业各细分市场来看，新媒体对传媒总产值的贡献越来越大，移动媒体、网络游戏、网络广告收入总和占传媒产业总产值已达到 45%，而 08 年仅为 39%。目前，我国文化产业总产值占 GDP 的比重尚不足 3%，与发达国家相比（美国 12%，日本 2000 年即达到 17%），文化传媒业未来增长空间依然广阔。

图表12：2004-2010 年中国传媒产业规模与预测



来源：《2009 中国传媒产业发展报告》，国金证券研究所

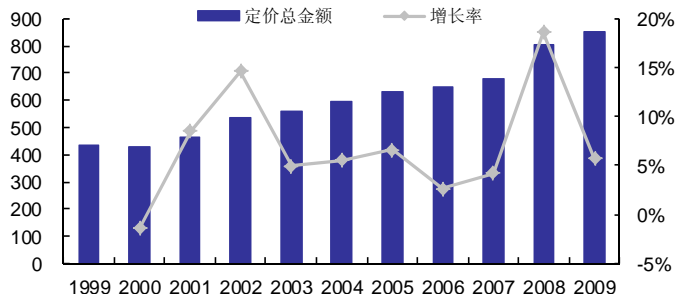
图表13：2009 中国传媒产业各业态占比情况



4.2. 出版业：教材教辅仍是主导，一般图书的数字化变局

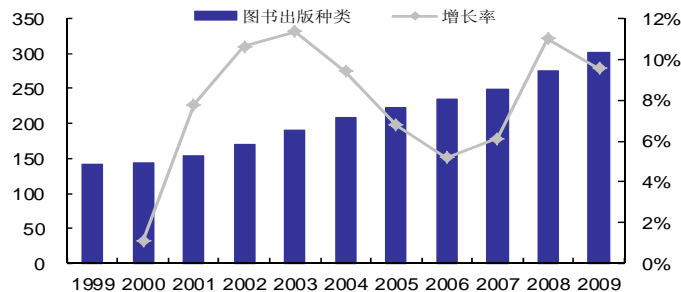
2009 年全国共出版图书 30.2 万种，其中新版图书 16.8 万种，重版、重印图书 13.3 万种，定价总金额 848.0 亿元；与上年相比，图书品种增长 10.2%，定价总金额增长 5.68%。

图表14：全国图书出版定价总金额稳步提升



来源：新闻出版总署，国金证券研究所

图表15：全国图书出版种类稳步增长

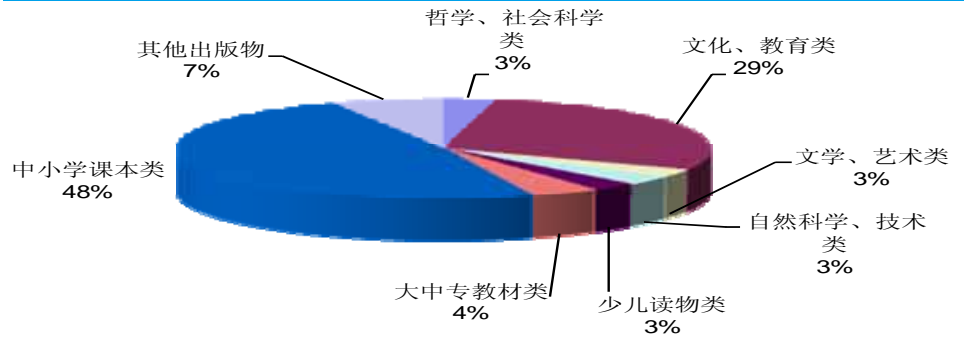


■ 教育出版仍是“根基”，一般图书“畅销书”空间大

据新闻出版总署统计，2009 年我国课本出版总印数占全国图书总出版的 45.97%，定价总金额占比 32.95%。我国教材教辅的增长空间仍然是相对稳定

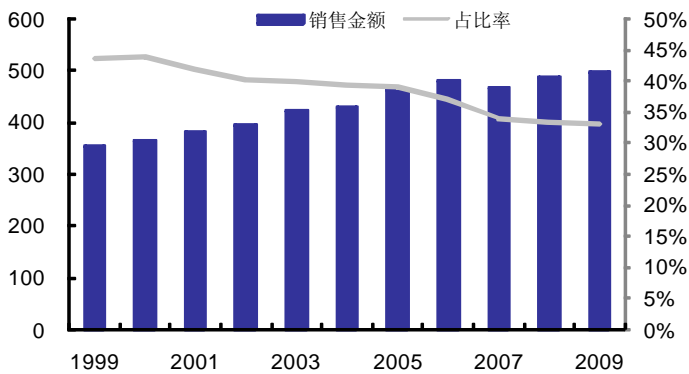
的。主要是由于我国对教材实行严格的特许经营和内容管制，长期以来，受众人口最多的中小学教材出版一直由国家及省级教育出版社垄断，各省“画地为牢”。近年来，图书市场的结构发生了一些变化，由于全国中小学学校数和学生人数呈现下降趋势等因素影响，中小学教材教辅的销量和销售金额在教育出版中的占比有所下滑；相比之下，全国中高职教育的招生数和在校生人数逐年上升，使得大中专教材的销量和销售金额持续上扬，未来有望成为稳定教育类图书市场份额的重要力量。

图表16: 教辅教材在我国出版业中占据主要地位(2008)

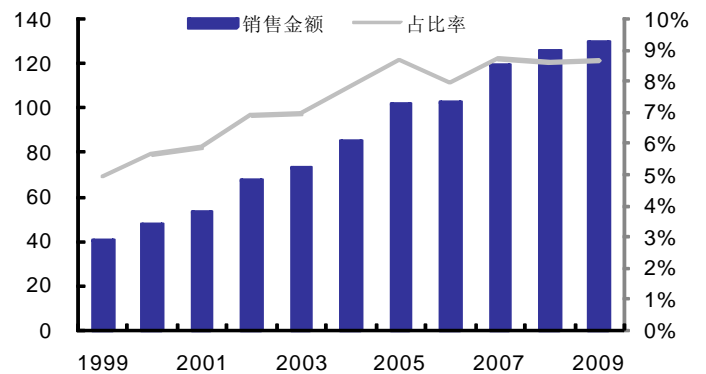


来源: 新闻出版总署, 国金证券研究所

图表17: 中小学教材教辅销售额占比有所下滑



图表18: 大中专教材教辅销售额占比上升明显



来源: 国金证券研究所

从国际图书出版市场来看，超级畅销书对图书市场有着巨大的影响，能够完全打破地域的限制，大众读物的销售高度集中于上榜畅销书。《哈利波特》系列在全球的销量超过4亿册；丹布朗的4部经典悬疑小说总销量超过550万册，营业额超过2600万英镑；吸血鬼女王史蒂芬·梅尔的《暮光之城》系列全球销量已突破1000万册，畅销书的出版越来越成为出版商营销策略的重要组成部分。在国内，一般超过10万册销量的即为畅销书，超过100万册销量的更是凤毛麟角，有畅销书投放的时候，图书零售市场就十分火爆，因此，畅销书对我国出版业市场的影响有较大的提升空间，这也是出版商未来出版业务能否实现突破的关键所在。

图表19: 2008-2009 全国零售市场畅销书码洋贡献情况

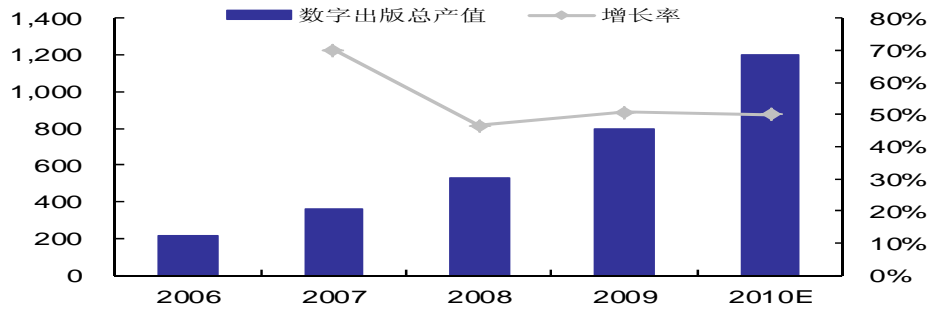
年份	销量	品种数	出版社	码洋贡献
2009	20万册及以上	20	6	1.47%
	15-20万册	12	9	0.50%
	10-15万册	24	18	0.94%
2008	20万册及以上	11	5	1.24%
	15-20万册	6	6	0.26%
	10-15万册	22	17	1.00%

来源: 国金证券研究所

■ “数字化”趋势明显, 数字出版超越传统出版

中国的数字出版已步入快速发展期, 据统计, 截至 2009 年底, 中国数字出版总产值达到 799.4 亿元, 比 2008 年增长 50.6%, 总产值首次超过传统书报刊出版物总值。专家预计 2010 年, 数字出版业的发展仍将保持快速增长态势, 整体收入将突破千亿元大关。

图表20: 2006-2010 我国数字出版规模与预测

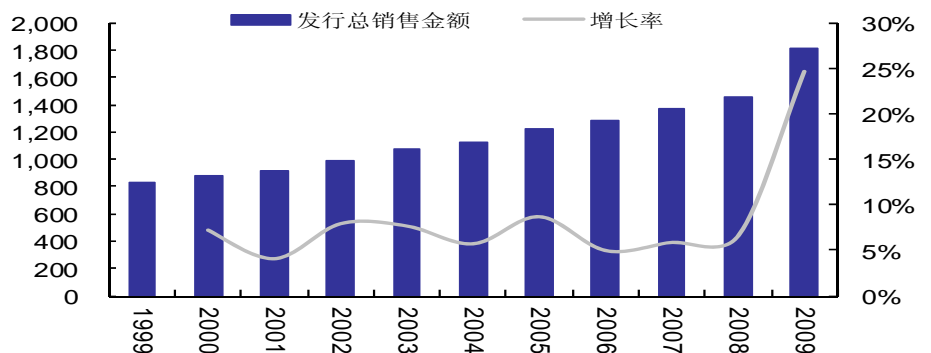


来源: 国金证券研究所

4.3. 发行业: 具有稳定的盈利能力

2009 年, 我国发行总销售金额为 1815.58 亿元, 同比增长 24.66%。在我国, 由于出版和发行部门的长期割裂, 中国的发行业类似于产品销售中的经销商角色, 以做渠道为主, 业务复杂性较低, 再加上发行商与出版社之间保持的长期代销关系以及与出版社延迟结算采购金额的惯例均使发行企业基本不用承担市场风险, 盈利能力稳定。

图表21: 全国图书发行销售总金额情况 (1999-2009)



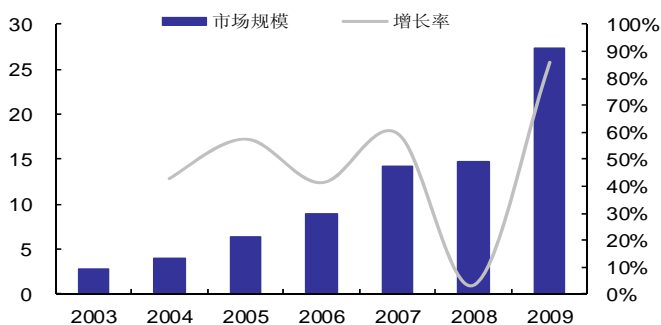
来源: 新闻出版总署, 国金证券研究所

■教材发行是稳定的利润来源，网上零售势不可挡

教材销售业务规模庞大，相对稳定，回款率优良，是大多数出版发行集团的主要收入及利润构成，占比往往超过 50%。在 2008 年秋中小学教材全面实行招标投标制度前，国家和省级教育行政部门审定颁布的《中小学教学用书目录》中的教材，均实行全国统一的发行费用标准，即黑白版(含双色版)30%，彩色版 28%。同时，国家还给予大多图书发行企业增值税免征和所得税减免等优惠政策，这些无疑为省级新华发行集团带来了稳定利润的重要来源。随着中小学教材招标投标制度在 2008 年的全面实行，国家将主要承担九年义务教育学杂、课本费用，而且对农村地区实行免费教育，因此，出版发行商逐步让利已是既成事实，教材在盈利构成中的比重及其变化趋势将成为未来 3 年影响出版发行企业盈利变化的关键因素。

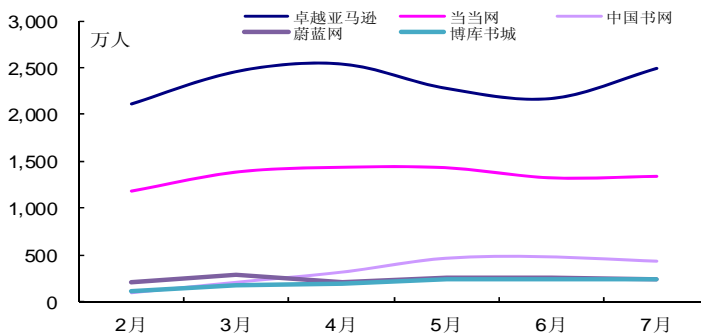
随着互联网的普及和电子商务的兴起，我国网上图书零售市场的交易规模不断扩大。国内以当当、卓越为代表的网络书店凭借多年的发展已逐步渗透广大的用户群，且拥有大批高黏性的优质用户，近年来，用户对网上书店的品牌认知度也在不断提升，网络零售市场可挖掘的市场空间还非常大。

图表22: 中国出版物网上零售市场交易规模



来源: 易观国际, 国金证券研究所

图表23: 2008 中国 B2C 网络图书销售平台覆盖人数

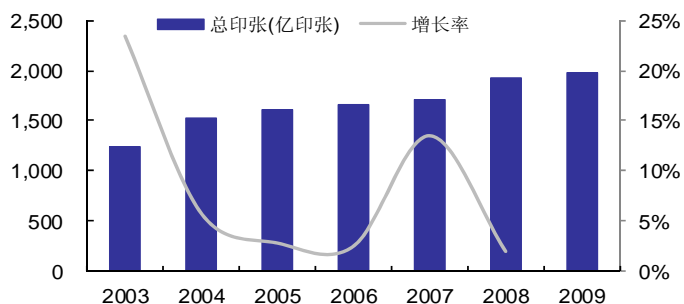


来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

4.4. 报业: 跨媒体发展开辟新天地

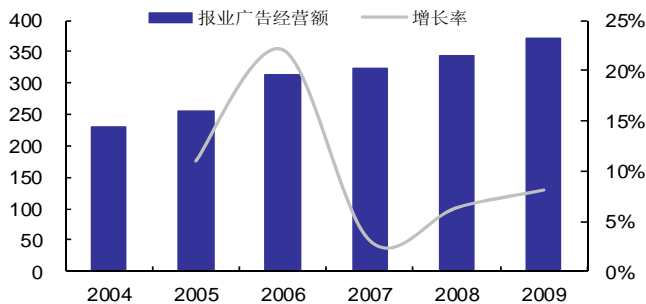
2009 年全国共出版报纸 1937 种, 总印张 1969.4 亿印张, 定价总金额 351.7 亿元, 报业广告经营额也保持稳步增长。我国日报出版规模已连续 9 年位居世界首位, 成为世界发行总量最大的报业市场。

图表24: 中国报纸总印张出版情况 (2003-2009)



来源: 新闻出版总署, 国金证券研究所

图表25: 中国报业广告经营额情况 (2004-2009)



为应对网络、手机等新媒体的冲击挑战，报业正积极通过数字化转型、除了建立报业网站以外，还积极的借助手机作为载体，如河南日报报业集团《大河报》与中国移动合作推出 14 个专栏的“手机版”，在业界开创先河；未来随

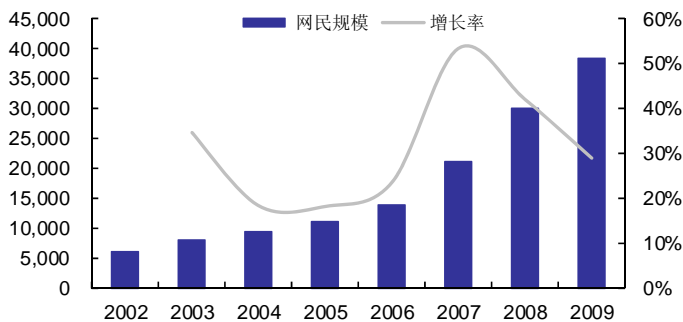
着 3G 时代的来临，手机网民的持续增加，报业有望借助新兴媒体创造新的广阔发展空间。

4.5. 新媒体业：互联网和移动媒体双轮驱动

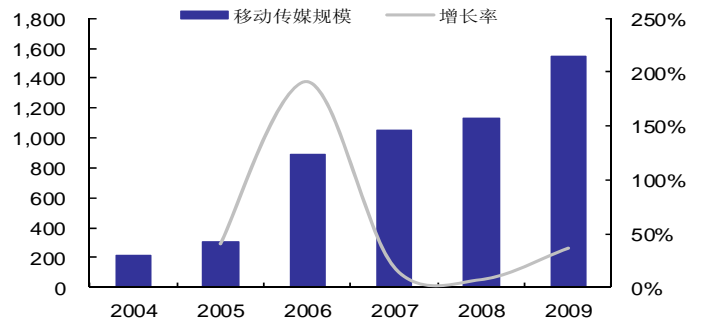
■ 网络媒体业高速发展，移动媒体业发展成亮点

近年来，新媒体迅速崛起，成为我国媒体阵营的一个重要组成部分。据估计，2008 年新媒体的市场规模超过了 1000 亿元，预计到 2011 年整个市场规模会超过 3000 亿元。据 CNNIC 统计，2009 年中国互联网整体市场规模达到 743 亿，网民规模达 3.84 亿人，跃居世界第一位，互联网普及率增至 31.8%，预计 2011 年互联网总用户数将达 6 亿，规模巨大的网民数量为网络媒体业奠定了坚实的基础。2009 年移动用户累计达到 7.47 亿户，普及率高达 52.5%。其中，手机网民规模达 2.33 亿，占网民总体的 60.8%。手机新闻网站、手机小说、手机报等业务已成为影响手机网民最重要的应用之一。3G 基础设施的完善将为移动传媒业的发展提供无限广阔的空间。

图表26：2002-2009 中国网民规模发展情况



图表27：2004-2009 中国移动传媒产业情况



来源：国金证券研究所

5. 主业分析：稳定传统业务，寻求新突破口

5.1. 实现“全流程、多介质”体系、区域优势明显

■ “编-印-发-供-媒”产业链完整、形成多媒介出版体系

各业务板块协同效应强，增强公司的盈利能力。公司业务囊括从图书出版到图书销售的整个产业链，集编印发供各环节于一体，实现了出版产业上下游之间的无缝链接，对图书、报刊产品的生产、销售进行全程管理和控制，最大限度获取整个图书产业链的利润；同时公司业务涵盖图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品、网络、手机媒体、户外框架媒体等多种媒介形式，内容资源可以得到多次利用，同一个选题既可实现纸质出版，也可实现数字出版。

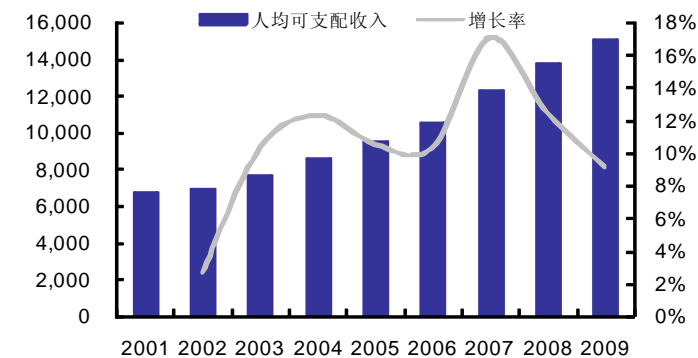
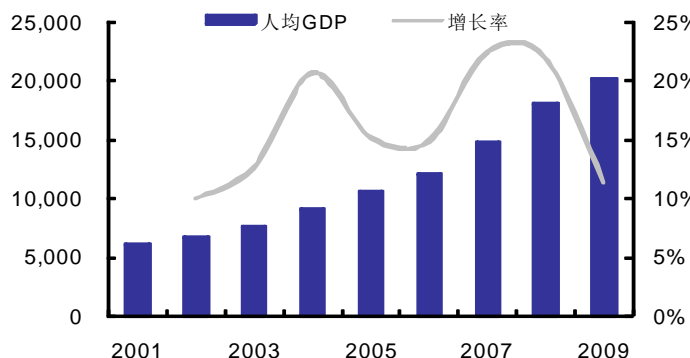
■ 湖南省经济进入了高速增长期，湖湘文化奠定文化产业发展基石

湖南省 GDP、人均可支配收入增速位于全国前列，近年来城镇居民人均可支配收入逐年增加，从 2001 年至 2008 年复合增长率达到 10.71%，随着收入的提高，城镇居民的全年教育文化娱乐消费支出也逐年上升，2009 年已增至 1207.72 元。GDP、人均可支配收入的快速提升成为拉动湖南省图书需求和文化消费的重要力量。湖南省非常重视文化产业的发展，坚持文化强省放在富民强省的大局中来推进。2008 年全省文化产业总产值突破 1,000 亿元、实现增加值 530 亿元，居全国各省区市前列，成为新的“领跑”产业。同时，众多革

命家和历史文化名人、独特的人文和自然景观所共同构成的湖湘文化底蕴优势，为湖南省文化产业的发展提供了丰富的内容资源，奠定产业发展的基石。

图表28: 湖南省人均 GDP 维持高增长 (2001-2009)

图表29: 湖南人均可支配收入不断提升 (2001-2009)



来源: 湖南省统计年鉴, 国金证券研究所

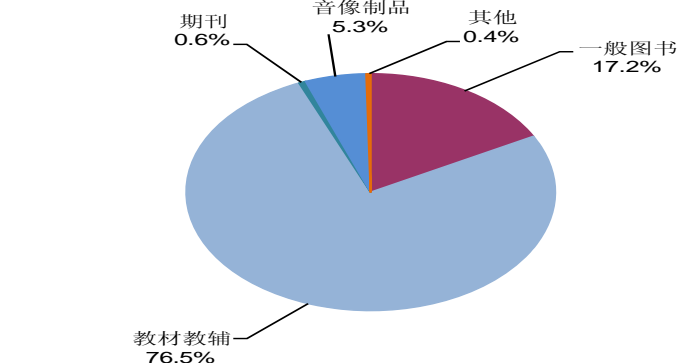
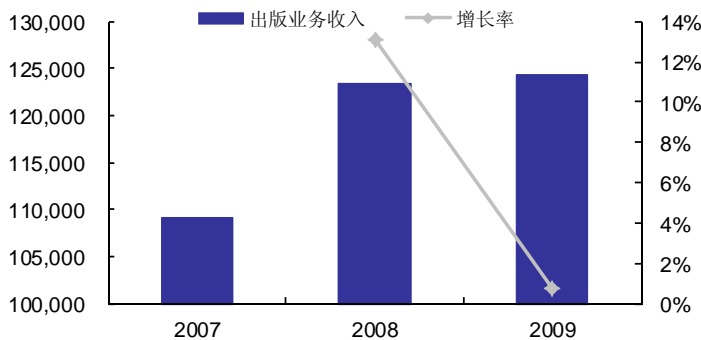
5.2. 出版业务: 打造完整图书出版体系

■ 教材教辅将形成完整体系, 自主创新和跨地域拓展能力强

公司作为湖南省义务教育教材政府采购的唯一供应商, 在湖南中小学教材市场上居主导地位。并与人民教育出版社、译林出版社、教育科学出版社等多家系统外出版单位签订了湖南省独家租型代理协议。2009 年教材教辅出版收入达 9.51 亿元, 占出版业务收入的比重达到 76.5%, 而一般图书的出版收入比例只有 17.2%。2009 年公司教材出版业务因受教材循环使用的政策影响, 比 2008 年度减少了 2999 万元, 同比减少 3.06%。

图表30: 公司出版业务收入情况 (2007-2009)

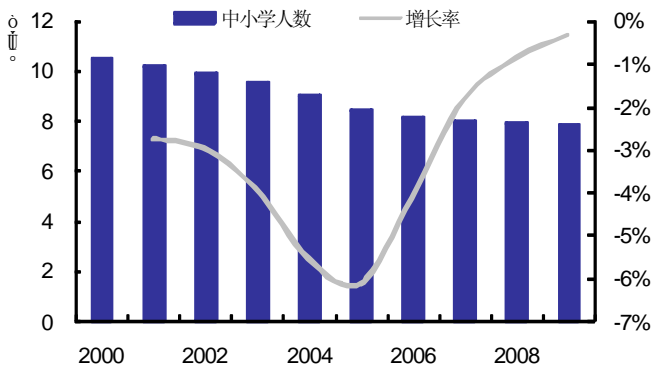
图表31: 公司出版业务收入构成情况



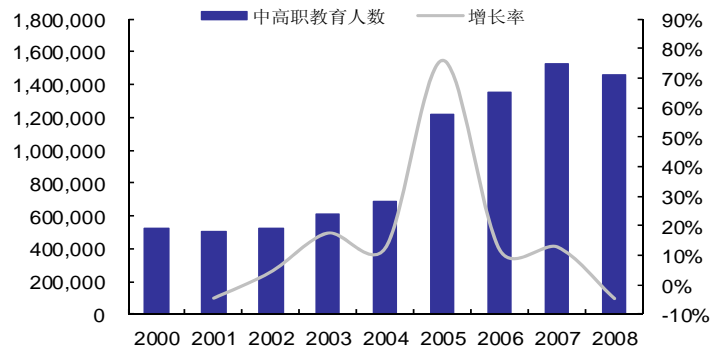
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

近年来, 湖南省中小学学生数呈下降趋势, 中高职教育人数逐年上升。中高职教育正越来越受到重视, 同时有可能会被纳入义务教育的范畴, 我们判断中高职学生人数有望进一步增长。图书市场上大中专教材的销量和销售金额也保持上扬趋势, 未来有望成为稳定教育类图书市场份额的重要力量。公司目前在中高职教育市场业务较小, 此次 IPO 募集资金后将投资出版策划创意项目, 提高职业教育、高等教育等方面的出版能力, 强化公司的教育出版, 未来高职教育有望成为公司重要的增长点, 并使公司真正成为教材、教辅出版体系完整, 且配套能力俱佳的教育类出版基地。

图表32: 湖南省中小学人数逐步下降



图表33: 湖南省中高职教育人数稳步增长



来源:《湖南省统计年鉴》、国金证券研究所

公司还拥有较强的自主创新和跨地域拓展能力,自主开发的 8 科 9 种 16 套“湘版”新课程标准实验教材通过教育部审定,除在湖南市场处于领先地位外,还成功打入全国 29 个省(市、区),尤其在中小学历史、地理、美术、音乐等科目上具有比较强的竞争力。

图表34: 公司拥有自主知识产权的教材一览表

科目	阶段	使用情况
语文	小学	-
数学	初中、高中	-
科学	小学	-
英语	小学(少儿社和教育社各有一种)	-
音乐	小学、初中、高中	从小学到高中各年级教材全部一次性通过了教育部专家组的审查,所有品种都被评为A级A类产品和免检产品,目前正在全国26个省(区、市)中小学使用
美术	小学、初中	在全国28个省(区、市)投入使用
	高中	覆盖课改实验区中的11个省、自治区、直辖市
历史	初中	进入全国10多个省(区、市)
	高中	-
地理	初中	在全国22个省(区、市)使用,单册使用学生人数为2100万左右
	高中	在浙江、湖南、黑龙江等12个省(区、市)使用,必修部分单册使用学生人数超过300万

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 一般图书业务-拓展产品线, 构建畅销书、畅销书、外向型三大产品群

目前,公司已形成四大全国性著名图书品牌,即音乐图书、古典名著、医卫和科普图书、以“开心作文”为代表的作文图书,并均已进入各细分市场前 3 名。2009 年公司获得国家“农家书屋”项目合同,增加了出版环节销售收入。湖南省“农家书屋”工程自 2007 年启动,已建成基层农家书屋 12030 个,储存各类书籍约 1901 万册,电子音像出版物 160 万张,到 2015 年底全省将建成 4.9 万个“农家书屋”,公司将继续受益于“农家书屋”项目。

公司具备较强的打造畅销书的能力。如出版的四大名著销量已超过 3600 多万册,《医学临床“三基”训练》丛书畅销 10 多年,《新开心作文》系列销售额已达全国第一。2010 年公司还将与日本角川中国有限公司合作,从事以动画、漫画为主的相关业务,深入挺进中国原创动漫领域,随着资源的不断积累和沉积,未来打造畅销书的空间和数量都有望进一步的提升。此次公司将通过

IPO 募集资金实施“出版创意策划项目”，拓展至 13 条产品线和 15-18 个图书品牌，构建畅销书、常销书、外向型三大产品体系，增强市场竞争力。

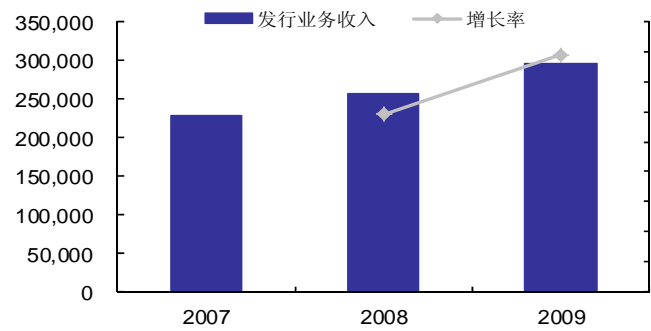
■ 进军数字出版领域-奠定未来发展基石，内容资源价值进一步显现

此次公司通过 IPO 募集资金将进军数字出版领域，集聚数字出版资源，加强数据库、网络服务平台的建设，建立数字出版运营和以数字化内容盈利的商业模式。公司将充分利用在行业内的丰富经验和雄厚资源，以实现传统出版与数字出版的有效融合，并通过数字出版来拉动传统纸质图书的销售，实现出版业务线上线下的双赢，奠定公司未来长期成长的基石。

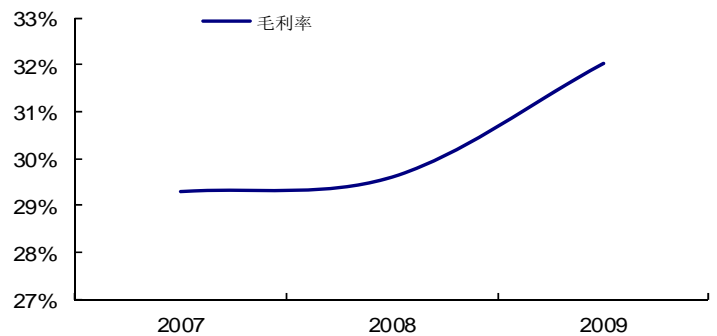
5.3. 发行业务：完善发行渠道建设，线上线下齐发力

自 2007 年以来，公司发行业务营业收入分别为 22.85 亿元、25.55 亿元和 29.57 亿元，年均增长率为 13.77%，从 07 年至今，占主营业务收入的比重由 49.15% 提高到 51.06%，同时毛利率也有所上升。

图表35：公司发行业务收入稳步增长（2007-2009）



图表36：公司发行业务毛利率有所上升（2007-2009）



来源：招股说明书，国金证券研究所

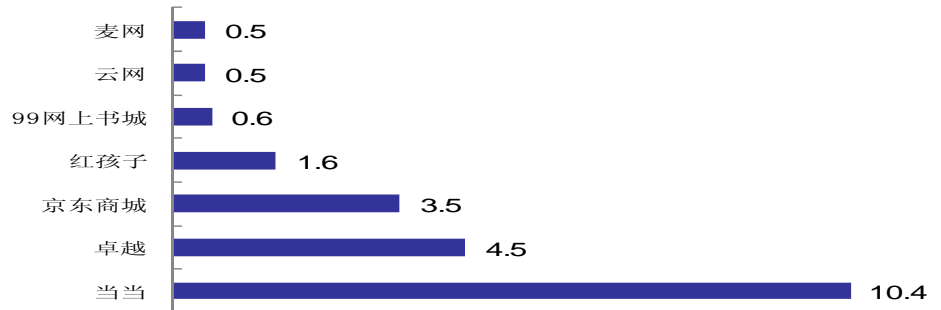
公司的教材发行业务是发行业务的主要收入来源，09 年占比高达 84.28%。凭借经验、资金和渠道等方面的优势，公司长期在湖南省中小学教材发行业务中占据绝对主导地位，成为 2009 和 2010 年度湖南省义务教育免费教材的独家发行商，先行优势明显。同时考虑到湖南省人口规模较大，且近 5 年来 0-14 岁人口比重维持高位，这为未来几年湖南省中小学教材市场的稳步增长奠定了庞大的人口基础，公司目前占有湖南省中小学教材发行市场 100% 的份额，未来将充分受益于湖南省人口红利，继续保持稳定增长。除了省内，公司还积极开拓省外市场，截至 2009 年底，公司教材教辅的发行区域已达 29 个省。

目前，公司拥有 14 个市分公司、86 个县分公司，门店 224 处，是湖南省唯一覆盖全省的图书销售网络。近年来，湖南省出版物和文化用品的市场规模发展迅速，公司营销网络的优势为今后拓展市场打下了坚实的基础。此次 IPO 募集资金后，将实施新华书店区域中心门店改造升级项目和营销渠道建设项目，进一步强化新华书店连锁经营体系，建成 20 个市州中心大型购书中心、50 个专业书店、200 个规范连锁门店、400 个校园书店和 200 个优质农村网点，建成覆盖全国主要市县的出版物营销服务网络。通过零距离营销，把公司教材、教辅和其他产品送到目标受众，牢牢掌握市场的主动权。

此外，随着网络电子商务的迅速发展和人工成本的大幅上升，网上书店成为新兴的销售渠道，09 年图书网上零售的交易规模达 27.27 亿元，未来随着互联网普及率的提高和网络购物环境的改善，网上书店将分流越来越多的读者人群。公司将通过此次 IPO 募集资金投资新华书店电子商务平台项目，建设 1 个中南

地区最大的电子商务平台、1-2 个特大型旗舰文化 MALL。公司利用新华书店发展电子商务业务，可充分利用现有的物流配送能力、现有的进货渠道资源和客户资源等，大幅度降低成本，同时也打破了图书发行的地域界限，能够吸引更多的业务伙伴和顾客，为公司图书发行零售业务带来更广阔的发展空间。

图表37: 2009 年国内 B2C 市场主要网站渗透率 (%)



来源：招股说明书，国金证券研究所

5.4. 报纸与新媒体业务：协同发展实现双赢

报纸业务规模稳定增长。公司创办的《潇湘晨报》09 年发行总份数高达 14,389 万份，发行覆盖湖南全省 14 个州，已成为湖南省最具影响力和公信度的平面媒体，截至 2009 年广告收入已达 2.92 亿元。目前广告客户已扩展至 22 个细分行业，形成了以房地产、机动车、药品医疗保健品、商业流通和建材装饰家居行业为主干，其余行业为枝叶的良性、稳定的广告业务结构，盈利能力和抗风险能力都得到进一步的增强。目前，一线城市受新媒体发展冲击较大，但二、三线城市的报纸市场还有增量，特别是经济活跃的中小城市，还有相当大的市场潜力。伴随着二、三线城市日益发展的步伐，广告商对报纸的广告需求将进一步上升，报纸业务的稳定的业务规模将得到保障。

媒体融合，协同效应明显。公司成立的新闻门户网站“红网”由于近年来的飞速发展。被称为湖南省“第四媒体”，目前已形成短信、广告和电子商务“一主两副”的营销模式。为了积极应对媒体走向融合的大趋势，“红网”与《潇湘晨报》进行战略整合，推出《湖南手机报》、《潇湘手机报》，传统媒体的内容优势与新兴媒体的受众优势通过结合产生了协同效应，不仅使得“红网”的网络影响力大大增强，也提高了《潇湘晨报》的收益。

图表38: 2009 年《潇湘晨报》在湖南省主要报纸广告收入中排名第一

排名	媒体名称	工商广告次数	广告投放金额 (万元)
1	潇湘晨报	9017	63380.28
2	长沙晚报	4437	32367.47
3	三湘都市报	5107	26019.97
4	体坛周报	748	7058.64
5	电脑商情报 (长沙)	387	130.07

来源：梅花网广告监测，国金证券研究所

5.5. 印刷、物资业务：抢占市场新亮点

公司下属印刷企业主要是承接公司出版发行图书和报刊印刷，2009 年印刷业务收入达 6.57 亿元，同比增长 21.85%。目前，公司印刷业务逐步扩大印刷范围，积极增加印刷业务品种，在教材教辅印刷的淡季承揽了大中型连锁超市企

业的直邮广告单印制业务，以及票据印刷、防伪产品印刷业务，创造了新的收入增长点。此次公司通过 IPO 募集资金进行印刷设备的技术更新和产能替代，提升其高端印刷的生产能力。积极把握票据印刷、防伪产品印刷市场逐步壮大的契机，抢占更多的市场份额。

5.6. 募投项目：二次创业，新战略、新梦想

通过募投项目，进一步夯实公司出版、发行、印刷等核心业务，企业信息化建设和补充流动资金，将加快公司的产业升级和战略转型的步伐，增强公司在各个产业链环节的竞争优势，在出版、发行行业数字化的浪潮中占领先机。

图表39：公司募投项目情况

类别	序号	募集资金项目	集资金使用量（万元）	建设期	进展情况
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	项目中的一部分名师网2008年12月31日上线运营
	3	数字资源全屏服务平台项目	30,262.00	3年	组建天闻数媒科技有限公司，2010年2月4日正式设立
发行板块	4	湖南省新华书店区域中心门店改造升级	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	15,118.00	2年	
补充流动资金	9	补充流动资金	18,500.00		
合计			185,221.56		

来源：国金证券研究所

6. 主要风险

6.1. 循环教材使用政策带来的风险

湖南省从 2009 年开始，义务教育阶段（小学和初中）音乐、美术、科学、信息技术、体育与健康教材开始实施为期 3 年的循环使用。循环教材的推行使纳入循环的教材供应周期变长，减少了相应科目教材的销售量，教材销售收入由此降低。如果公司不能在维护现有教育图书市场的基础上拓展新的市场，将会面临出版图书销售减少的风险。

6.2. 选题风险

选题是公司出版业务的起点，决定所出版图书包含的内容、知识、信息、形式以及所满足的需求等产品属性。选题内容是否可行、是否具有一定的文化价值及市场价值、是否为市场和广大读者需要、喜爱，是图书能否适销、畅销，公司能否盈利的关键。尽管公司通过一系列的制度管理、流程设计等措施在一定程度上能够最大程度地保证对选题风险的控制，但仍存在因选题的定位不准备、内容不被市场接受和认可而导致的经营风险。

6.3. 专业人才欠缺带来的风险

出版传媒行业属于知识和人才密集型行业，尤其近年来新媒体新技术应用的逐渐普及，消费者对差异化产品的需求愈加强烈，出版传媒企业对出版传媒专业

人才的需求越来越大，针对专业人才展开的竞争越来越激烈。如果公司不能通过提供具有竞争力的薪酬水平和良好的职业发展前景等措施来吸引公司发展所需的优秀人才，将制约公司未来的可持续发展。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,550	4,052	4,522	5,087	5,746
增长率	11.1%	14.2%	11.6%	12.5%	13.0%
主营业务成本	-2,081	-2,390	-2,691	-3,026	-3,421
% 销售收入	58.6%	59.0%	59.5%	59.5%	59.5%
毛利	1,469	1,662	1,831	2,061	2,326
% 销售收入	41.4%	41.0%	40.5%	40.5%	40.5%
营业税金及附加	-41	-50	-54	-61	-69
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-382	-462	-520	-585	-661
% 销售收入	10.7%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%
管理费用	-717	-656	-701	-763	-833
% 销售收入	20.2%	16.2%	15.5%	15.0%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	329	495	556	652	763
% 销售收入	9.3%	12.2%	12.3%	12.8%	13.3%
财务费用	25	9	20	37	37
% 销售收入	-0.7%	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-18	-44	-23	-40	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
% 税前利润	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	338	461	553	649	760
营业利润率	9.5%	11.4%	12.2%	12.8%	13.2%
营业外收支	35	27	30	25	25
税前利润	373	488	583	674	785
利润率	10.5%	12.0%	12.9%	13.3%	13.7%
所得税	-1	0	-1	-1	-1
所得税率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
净利润	372	487	582	673	784
少数股东损益	2	8	9	10	14
归属于母公司的净利润	369	480	573	663	771
净利率	10.4%	11.8%	12.7%	13.0%	13.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	582	673	784
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	129	181	226
非经营收益	0	0	-25	-24	-24
营运资金变动	0	0	193	162	191
经营活动现金净流	0	0	879	992	1,177
资本开支	0	-210	-199	-815	-515
投资	0	0	-48	-75	-92
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	0	-210	-248	-890	-607
股权募资	0	458	3,650	-7	0
债权募资	0	413	-133	0	0
其他	0	-820	-6	-234	-234
筹资活动现金净流	0	50	3,511	-241	-234
现金净流量	0	-160	4,142	-139	336

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,404	2,190	6,332	6,193	6,529
应收款项	707	516	500	563	635
存货	668	737	737	829	937
其他流动资产	75	44	56	63	70
流动资产	2,854	3,487	7,626	7,647	8,172
% 总资产	56.8%	62.2%	77.1%	71.8%	70.6%
长期投资	135	132	180	254	346
固定资产	1,232	1,198	1,305	1,970	2,290
% 总资产	24.5%	21.4%	13.2%	18.5%	19.8%
无形资产	805	791	782	776	771
非流动资产	2,172	2,120	2,269	3,003	3,409
% 总资产	43.2%	37.8%	22.9%	28.2%	29.4%
资产总计	5,026	5,607	9,894	10,650	11,581
短期借款	17	430	30	25	20
应付款项	2,329	2,323	2,528	2,835	3,196
其他流动负债	925	146	364	380	399
流动负债	3,271	2,898	2,922	3,240	3,615
长期贷款	0	0	5	10	15
其他长期负债	1	9	270	270	270
负债	3,272	2,907	3,197	3,520	3,900
普通股股东权益	1,740	2,674	6,664	7,086	7,623
少数股东权益	15	25	34	44	58
负债股东权益合计	5,026	5,607	9,894	10,650	11,581

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.206	0.267	0.319	0.369	0.429
每股净资产	1.450	1.913	3.710	3.946	4.245
每股经营现金净流	0.000	0.669	0.489	0.552	0.655
每股股利	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率					
净资产收益率	21.23%	17.93%	8.60%	9.36%	10.11%
总资产收益率	7.35%	8.55%	5.79%	6.23%	6.66%
投入资本收益率	18.51%	15.82%	8.25%	9.09%	9.87%
增长率					
主营业务收入增长率	11.06%	14.15%	11.60%	12.48%	12.97%
EBIT增长率	-7.63%	50.54%	12.24%	17.32%	16.97%
净利润增长率	-4.88%	29.84%	19.49%	15.74%	16.20%
总资产增长率		11.55%	76.47%	7.64%	8.74%
资产管理能力					
应收账款周转天数	11.8	23.3	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	58.6	107.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	79.0	153.5	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	126.5	106.9	104.7	141.5	146.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-79.04%	-65.23%	-94.02%	-86.37%	-84.55%
EBIT利息保障倍数	-12.9	-55.3	-28.1	-17.6	-20.4
资产负债率	65.09%	51.86%	32.31%	33.05%	33.68%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室