

# 中南传媒 (601098) 出版

——多介质、全流程促“新”“老”媒体共同发展

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 12.15 元

## 投资要点:

- ◆ **教育出版与发行业务仍将公司主要增长点** 根据中国教育报刊发的《2008 年度全国教材出版分析报告》，全国所有出版社中，56%都涉足教材出版，全国出版行业 70%左右的利润来自教材。公司出版和发行业务在主营业务收入中的比例高达 75%。目前，国家的多项教育体制改革对教育出版与发行业务略有影响，但中短期内仍不改教育出版与发行在公司主营业务中的地位，加大教辅出版以及数字出版等业务能有效降低政策影响，因此，教育出版与发行业务未来较长一段时间内，仍将是公司的主要增长点
- ◆ **多介质、全流程业务结构先驱者** 公司是拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒骨干企业集团。拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版业务产业链，还拥有报纸、网站、户外框架媒体等其他业务。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。全流程的业态使得整个产业链的效率大幅提高，最大限度地获取产业链的利润。多介质传播内容，使内容资源被多次有效利用，公司目前的业务结构是业内的先驱者。
- ◆ **收入规模与盈利能力行业居前** 图书出版必须支付较高的前期资本开支，对出版商的产业规模和资金实力提出了一定要求。规模效应使得较大的出版商能获得较高的利润率，公司超越同行的规模优势，使公司毛利率水平远高于可比上市公司，且处于行业领先水平；最新财务报表显示，公司的净利润率水平已上升可比上市公司第一位，净利润率水平稳步上升。
- ◆ **估值与投资建议** 我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.3/0.35/0.42 元。近期大盘进行了大幅调整，公司的估值水平已低于行业平均水平，股价已接近发行价，以我们对公司基本面的判断，我们认为，公司目前股价被低估，给予“推荐”投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4052	4573	5335	6257
营业收入增长率	14%	13%	17%	17%
净利润(百万元)	480	534	630	747
净利润增长率	30%	11%	18%	19%
EPS(元)	0.34	0.30	0.35	0.42
ROE	17.9%	7.4%	8.0%	8.7%
P/E	35.42	40.86	34.64	29.22
P/B	6.35	3.01	2.77	2.53
EV/EBITDA	44	36	30	24

2010 年 11 月 24 日

## 主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.39/12.15
上证指数/深圳成指	2828.28/12062.41
50 日均成交额(百万元)	0.00
市净率(倍)	8.16
股息率	

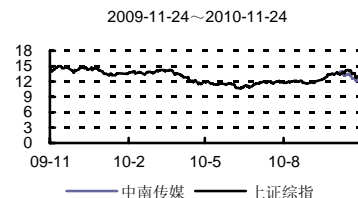
## 基础数据

流通股(百万股)	318.40
总股本(百万股)	1796.00
流通市值(百万元)	3868.56
总市值(百万元)	21821.40
每股净资产(元)	1.49
净资产负债率	108.71%

## 股东信息

大股东名称	湖南出版投资控股集团有限公司
持股比例	81.55%

## 52 周行情图



## 相关研究报告

## 联系方式

研究员:	邹翠利
职业证书编号:	S0020210070005
电话:	021-51097188-1922
电邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

## 目 录

教育出版与发行增长稳定 .....	3
多介质、全产业链业务拓展.....	5
收入规模与盈利能力行业居前 .....	7
估值与投资建议.....	9
风险提示.....	11
图 1 湖南省内中小學生人数变化情况.....	4
图 2 “基础教育复合出版项目”前期盈利模式示意图 .....	5
图 3 行业内相关上市公司教材教辅发行业务收入规模 .....	8
图 4 行业内相关上市公司教材教辅出版业务收入规模 .....	8
图 5 行业内相关上市公司毛利率水平.....	9
图 5 行业内相关上市公司净利率水平.....	9
图 6 近一个月 WIND 传媒行业指数与上证综指行情图.....	11
表 1 2008 年课本出版占出版总量比例.....	3
表 2 公司主营业务收入结构 .....	6
表 3 与盈利预测有关的假设表.....	10
表 4 相关上市公司未来三年动态 PE 情况 .....	10
表 5 估值与盈利预测表 .....	12

## 教育出版与发行仍将是公司主要增长点

教育出版占全国出版业半壁江山，行业高集中度下公司竞争实力居前三

按图书出版领域细分，我国各级各类出版社主要业务领域与国际上一样，分为教育出版、大众出版和专业出版。其中，教育出版是整个图书出版业的主要支柱。根据新闻出版总署统计，2008年，我国课本出版总印数占全国图书总出版的48.4%，定价总金额占全国的34.9%。其中，中小学课本总印数占全国图书总出版的42.5%，定价总金额占全国的22.4%。

表1 2008年课本出版占出版总量比例

	种数	总印数（亿册）	总印张（亿印张）	定价总金额（亿元）
课本总计	54013	34.21	262.1	280.36
图书总出版	274123	70.62	561.13	802.45
课本出版占图书总出版的比例	19.70%	48.44%	46.71%	34.94%
中小学课本占图书部出版比例	3.44%	42.51%	34.44%	22.35%

资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

在教育出版领域，根据中国教育报刊发的《2008年度全国教材出版分析报告》，全国所有出版社中，56%都涉足教材出版，全国出版行业70%左右的利润来自教材。在全国中小学教材（包括义务教育阶段教材和高中教材）出版方面，由于历史原因，人民教育出版社占优势地位，其研究、编写、出版的中小学教材占有了全国的50%市场。其余市场被三类市场主体占领：（a）北京师范大学出版社、华东师范大学出版社等依托学校资源的大学出版社；（b）江苏、湖南、广东、河北等竞争实力较强的地方综合出版集团；（c）语文出版社、人民美术出版社、人民音乐出版社等依靠自身专业特长而在所在的学科领域里广受认可的专业出版社。

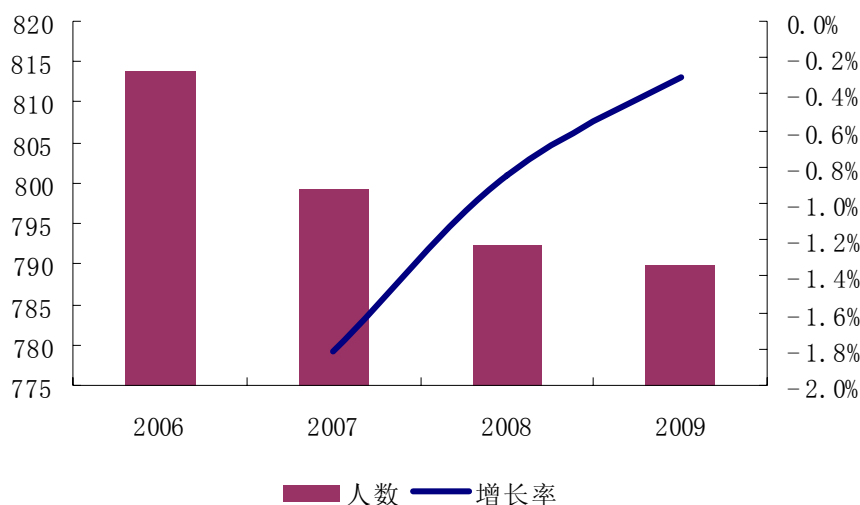
公司拥有自主开发的美术、音乐、历史、地理等8科9种16套中小学新课程标准试验教材，除本省外，还成功打入全国28个省（市、区），在全国地方出版集团中具有较强的竞争力。公司出版的中小学教材总品种规模为261种，年出版教材教辅2000余种；年出版一般图书3,000余种。从竞争实力来看，可以与公司匹敌的大型出版集团有，江苏凤凰出版集团、浙江出版联合集团、山东出版集团、湖南出版集团，公司位居行业第三。

中小学人数下降与循环教材使用的风险因素或将减小

根据中国统计年鉴，从2000年到2008年，我国普通小学数量下降了45.66%，在校人数下降了20.61%。截至2008年底，我国在校的高等学校人数（不含在职教育、网络教育）为2,698万人，普通中学人数为10,204万人，小学人数10,332万人。近些年新生人口高峰期已经过去，小学生人数总量下滑，这预示着未来的中小学教育类图书市场将面临需求人数下降的挑战。

中小学生数量的下降成为出版行业目前面临的主要的风险，湖南省中小学生人数近几年也出现了小幅下降，但下降幅度在逐年减小。中小学生人数的下降对公司主营业务的影响在趋于稳定。

图 1 湖南省内中小學生人数变化情况



资料来源：湖南省统计信息网 国元证券研究中心

近几年，国家对中小学教材实施了一系列的改革，2007年秋季开始，全国农村义务教育阶段1.5亿册（套）学生教材全部由政府采购。随后2008年春季，部分国家课程教科书循环使用政策开始试行，并鼓励各地对地方课程免费教材也实行循环使用。从2008年春季起，农村义务教育阶段学生教科书，包括国家课程教科书、省级地方教材和部分教学辅导资料由政府统一采购，免费向学生发放。2008年秋季起全国免除城市义务教育学杂费。与此同时，教材循环使用在部分城市经过试行后即将逐步推广至全国。这些政策的推行，对部分以教育类产品为主要收入的出版社和新华书店影响较大，同时，与教材发行权休戚相关的教辅读物，由于失去政策依托，被彻底推向市场，这也给一些大的出版集团整合教辅市场提供了良好的机遇

国家近几年进行了多项教材出版与发行业务进行试点改革，如之前的教材发行招投标制度，从2008年秋季开始在全国十多个区域试点，但最终由于发行单位资质审查严格，以及发行区域垄断性高，招投标意义不大等原因，至今没有推广至全国。虽然2009年开始，湖南也响应国家号召，对部分课程的教材实施了循环利用政策，公司2009年收入产生影响也已经完全体现出来，但公司2009年教材发行收入同比仍保持了增长。我们认为，公司在应对教材循环使用风险方面有了一定的能力，同时，根据我们的分析，教材循环使用政策从一定程度上来讲也具诸多的不可行性，如教材毁损影响下一次循环使用，教材循环使用带来的卫生等问题，都将给教材循环使用制造一定的客观障碍。因此，我们认为，全部免费教材循环使用的可能性还是比较小，教材循环使用政策的可实施性较差，因此，该政策是否会被取消还要看实行的结果。

#### 教辅市场空间还很大

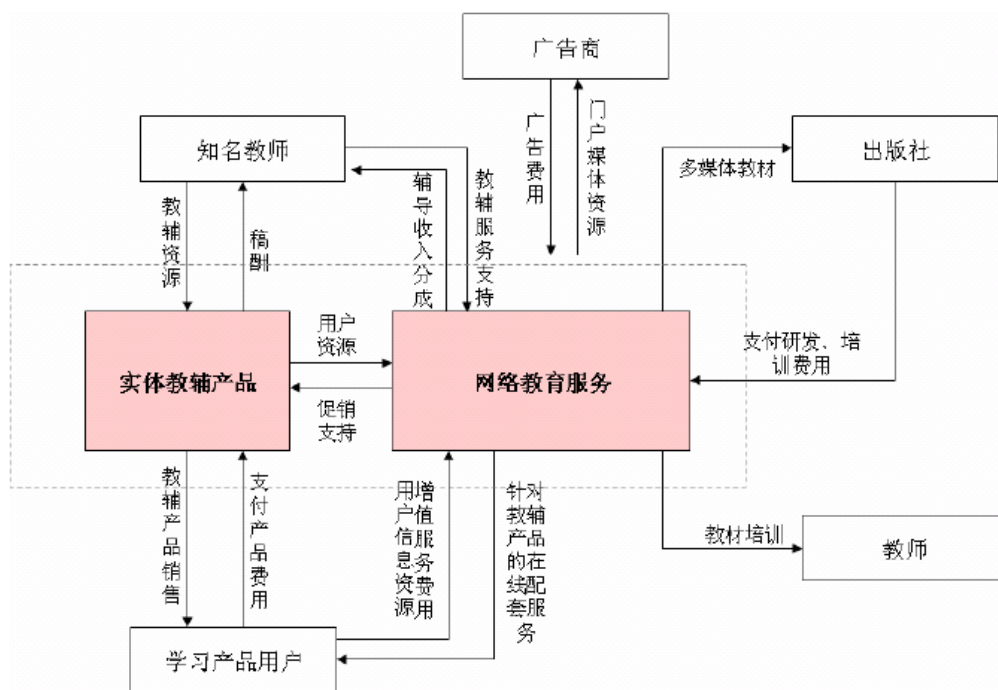
教辅与教材相比既有共同之处也有不同之处，不同之处在于教辅具有一般图书属性，毛利率水平高于教材，行业竞争比较充分，市场集中度较低；相同之处在于，国家对教辅的出版机构资质也有较为严格的管理。根据《中小学教辅材料管理办法》（新出联[2001]8号）和《〈中小学教辅材料管理办法〉的实施意见》（新出联[2001]26号）的规定，教辅材料的出版实行总量控制。教辅材料出版单位每年须向新闻出版总署提出选题计划，经批准后方可出版。教辅材料的出版坚持专业分工的原则，除出书范围含教辅材料的出版单位外，其他出版单位一律不得出版教辅材料。任何单位和个人不得擅自编印、出版、发行供学生有偿使用的教辅材料。

教辅与教材的配套是多对一的关系，教材与教辅的配套比例最高可达40—50种，目前的教辅市场远未达到该比例。教辅未来的增长空间还很大。同时，根据《2008—2012年中

国教辅图书行业市场监测与发展前景展望分析报告》，教辅图书在中国图书市场中约占20%的市场份额，全国每年中小学教辅图书类别超过10万种。我国教辅图书出版机构比较杂乱，市场主体众多，大多数市场主体规模较小，行业呈现“散、杂、小”的特点。据北京中经纵横经济研究院《中国教材教辅市场分析报告》显示，目前全国有530多家出版社介入教辅出版，从事教辅相关业务的民营机构多达2,000余家，大部分教辅出版机构营业额在2亿元以下，教辅市场迫切需要规模化的开发和运作。

新课程改革的推进将导致中小学教辅图书市场重新洗牌，为实力较强的出版机构带来扩张机会。新课程改革是教辅图书市场的风向标，在新课程改革的不断推进下，全国中小学教辅图书市场将实现优胜劣汰，出版门槛将大大提高，很多中小企业在产品研发和资金实力上都无法跟进，对版本情况的预测与流程管理都将力不从心。

图2 “基础教育复合出版项目”前期盈利模式示意图



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

公司以其拥有雄厚的经济实力和丰富的基础教育服务经验，未来将成为教辅图书市场强有力的开拓者和整合者，公司此次募投项目之一——基础教育复合出版项目，就是为了大力发展教材教辅、数字教辅、以及教辅服务业务，该项目具有与国内同行相比，较高的市场前瞻性，将“卖书”转变为“卖书+卖服务”。利用互联网技术的发展，发展数字出版，网络教育服务，大力开拓教辅市场。目前，公司教材与教辅的销售比例相差较大，教材的良好市场地位，给教辅提供了良好的市场开拓环境。未来公司的教辅业务将成为公司教育出版的主要增长点。

## 多介质、全产业链业务结构先驱者

公司出版业务中销售给本公司发行企业（新华书店公司、新教材公司等）产品的收入，合并后作为发行企业的成本内部抵销。由于本公司物资供应、印刷等业务在公司业务格局中主要为对本公司企业提供服务，内部销售比例高，合并后，出版和发行业务在主营业务收入中的比例高于75%。公司图书出版与发行业务，是公司最核心的主营业务，基于规模优势，公司大力拓展全产业链的经营模式，公司目前主营业务除了出版与发行，还有印刷物资供应、印刷、报纸和新媒体经营等四大主营业务。

对于公司的传统媒体业务来说，稳定增长是最大的亮点，但传统媒体业务无论是现在还

是将来，都缺乏爆发式增长的动力，而新媒体业务正处于发展初期，不仅现在有较高的增长，未来的市场规模潜力依然很大。未来传媒企业要实现做大做强，实现传媒业巨头的目标，进入新媒体领域是必不可少的一步。例如，博瑞传播 2009 年进入网游行业，实现主营业务的跨越式并购，在业界引起了强烈反响。再次证明，新旧媒体的共同发展，必将未来传媒行业的主要发展趋势。

公司多介质，全产业链的业务模式为公司打造传媒巨头奠定了良好的基础，公司的主营业务结构与同类上市公司相比，产业链更长，业务范围更广，新旧媒体协同效应较好，各业务板块之间在专业分工的基础上，密切协作，减少中间环节，可以有效缩短周期、降低交易成本，并减少损耗，从而提高盈利能力、提高公司快速应对市场变化的能力和整体竞争力。公司业务紧密围绕传媒产业实现多元化，既可以分散风险，又可以充分利用本公司长期积累的内容资源，实现深度开发、多维开发。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。

表 2 公司主营业务收入结构

项 目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
<b>一、出版</b>	<b>124,356.22</b>	<b>21.47%</b>	<b>123,458.23</b>	<b>23.75%</b>	<b>109,143.21</b>	<b>23.34%</b>
一般图书	21,384.60	3.69%	18,635.74	3.59%	20,500.80	4.38%
教材教辅	95,082.00	16.42%	98,081.09	18.87%	81,996.52	17.53%
期刊	773.91	0.13%	607.22	0.12%	575.76	0.12%
音像制品	6,641.02	1.15%	5,437.30	1.05%	5,827.15	1.25%
其他	474.68	0.08%	696.88	0.13%	242.98	0.05%
<b>二、发行</b>	<b>295,748.16</b>	<b>51.06%</b>	<b>255,460.80</b>	<b>49.15%</b>	<b>228,470.85</b>	<b>48.85%</b>
一般图书	37,103.28	6.41%	36,542.35	7.03%	35,567.77	7.60%
教材教辅	249,263.11	43.04%	207,763.50	39.98%	187,707.03	40.13%
音像制品	816.32	0.14%	1,782.24	0.34%	1,774.79	0.38%
文化用品	8,565.45	1.48%	9,372.71	1.80%	3,421.26	0.73%
<b>三、物资供应</b>	<b>51,990.01</b>	<b>8.98%</b>	<b>52,178.28</b>	<b>10.04%</b>	<b>47,773.12</b>	<b>10.21%</b>
纸张、印刷耗材等	51,990.01	8.98%	52,178.28	10.04%	47,773.12	10.21%
<b>四、印刷业务</b>	<b>65,673.46</b>	<b>11.34%</b>	<b>54,010.87</b>	<b>10.39%</b>	<b>55,035.05</b>	<b>11.77%</b>
印刷产品	64,872.04	11.20%	53,381.66	10.27%	54,599.68	11.67%
防伪产品	801.43	0.14%	629.21	0.12%	435.38	0.09%
<b>五、报纸和新媒体</b>	<b>41,434.43</b>	<b>7.15%</b>	<b>34,613.65</b>	<b>6.66%</b>	<b>27,294.76</b>	<b>5.84%</b>
报纸发行	4,081.46	0.70%	3,687.17	0.71%	3,080.61	0.66%
广告发布	34,789.49	6.01%	29,627.12	5.70%	23,453.79	5.01%
网站	2,035.24	0.35%	914.74	0.18%	699.43	0.15%
其他	528.24	0.09%	384.61	0.07%	60.93	0.01%
<b>汇总数</b>	<b>579,202.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>519,721.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>467,717.00</b>	<b>100.00%</b>
减：内部抵销数	-180,930.58		-171,279.17		-157,323.50	
<b>合计数</b>	<b>398,271.70</b>		<b>348,442.65</b>		<b>310,393.49</b>	

资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

#### 物资供应业务服务全产业链：

印刷物资供应业务主要以印刷物资公司主体，为本公司出版社和印刷企业供应纸张、耗材、印刷机械等，同时对外销售。印刷物资供应占公司主营业务的 10% 左，近几年呈下

降趋势，主要原因是：第一，非图书出版业务（发行业务、广告发布和网站经营业务等）对印刷物资的需求较小，报告期内非图书出版业务发展较快，在收入中的比重提高；第二，一些新出图书对纸张、印刷材料有特定要求，出版社直接选购纸张等原材料，委托印刷企业印刷，而未通过本公司的物资供应企业采购。未来随着新媒体业务的发展，物资供应业务的比重将进一步下滑，相对于公司目前的规模，物资供应收入比重虽然在下降，但却是公司全产业链中不可或缺的一部分。

#### **印刷业务主营业务的重要保障：**

印刷业务主要是确保本公司出版发行的图书、报纸印制工作的高质量和按时完成。在教材教辅印刷淡季承接票据、图书及防伪产品的印刷业务。公司印刷业务保持稳健增长，一方面，随着纸价的上涨、教材改版、以及教材印刷需求的变化，公司印刷业务收入同比都保持较高的增长；另一方在，公印刷业务承接了淡季票据业务的印刷，提高了印刷业务的效率。印刷业务是公司图书出版业务的重要保障。

#### **报纸与新媒体业务将成为重要的增长点：**

报纸和新媒体经营业务一直保持较快速度的增长。2009 年收入增加6,820.59 万元，同比增长19.71%；2008 年收入增加7,318.88 万元，同比增长26.81%。该业务的快速成长，主要原因是《潇湘晨报》的报纸发行和广告发布业务、以及网络媒体经营业务发展迅速。

《潇湘晨报》自2001 年3 月正式创刊后，以打造“新权威媒体”为目标，实现超常规增长，2009 年发行总份数14,389 万份，覆盖湖南全省14 个州（市），根据湖南省新闻出版局统计数据，在印数、广告收入等重要指标上稳居湖南省报业市场第一大报的位置；在广告业务方面，《潇湘晨报》在湖南报业市场遥遥领先，从2003 年广告收入突破亿元，到2009 年实现广告收入2.92 亿元，实现快速增长。“红网”自2001 年成立以来，以“打造以湖南新闻门户网为旗帜的综合网络服务平台”为目标，发展成为湖南省重点新闻门户网站。

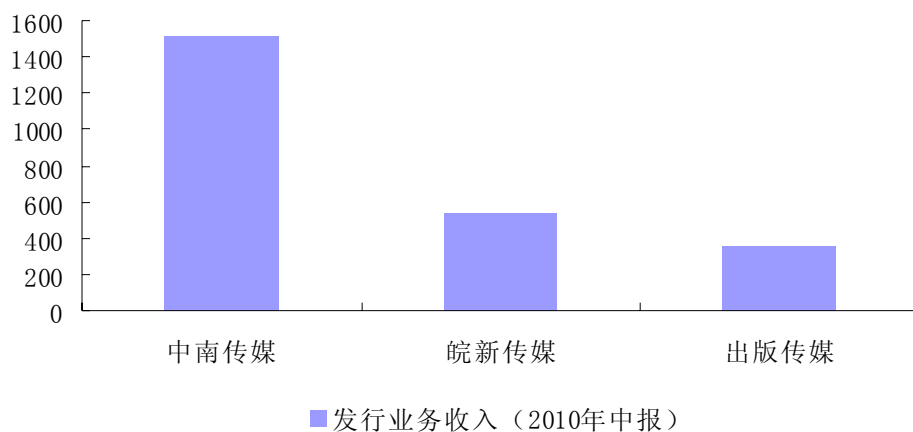
公司报纸与新媒体业务目前占主营业务收入的比重较低，但呈逐年上升的态势，得益于报纸与新媒体业务的快速增长，体现了本公司“多介质、全流程”的经营特点，未来随着新媒体超越传统业务的高速发展，新媒体业务将成为公司的重要增长点。

公司已经成立了专门的新媒体事业部，发展红网与移动终端媒体传播业务，公司与三大移动通信运营商签订合作协议，以自身的内容优势，结合运营商的客户资源，进行手机红网，手机报、手机图书等方面的数字化移动终端阅读的合作，探索可行的盈利模式。目前，红网与湖南移动合作，做县级手机媒体平台，实现各县区通过手机阅读有着“省市新闻+地方新闻”地方传媒平台。与拓维信息合作，开展掌上红网业务，目前该项目运营良好，是公司目前运营初见成效的数字出版业务。

## **收入规模与盈利能力行业居前**

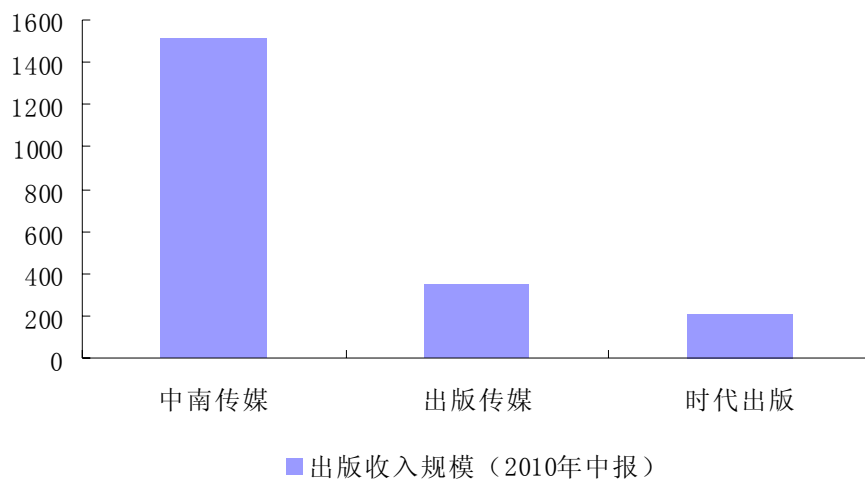
图书出版必须支付较高的前期费用，包括购买版权、支付稿酬、版税，支付编辑人员工资，承担纸张和印刷费用等。根据行业经验，对于一般的图书出版，在以 60%~70%的折扣出售给批发商时，通常只有达到 3,000 册以上的销量才能达到盈亏平衡。这对出版商的产业规模和资金实力提出了一定要求。

图 3 行业内相关上市公司教材教辅发行业务收入规模



资料来源: WIND 国元证券研究中心

图 4 行业内相关上市公司教材教辅出版业务收入规模

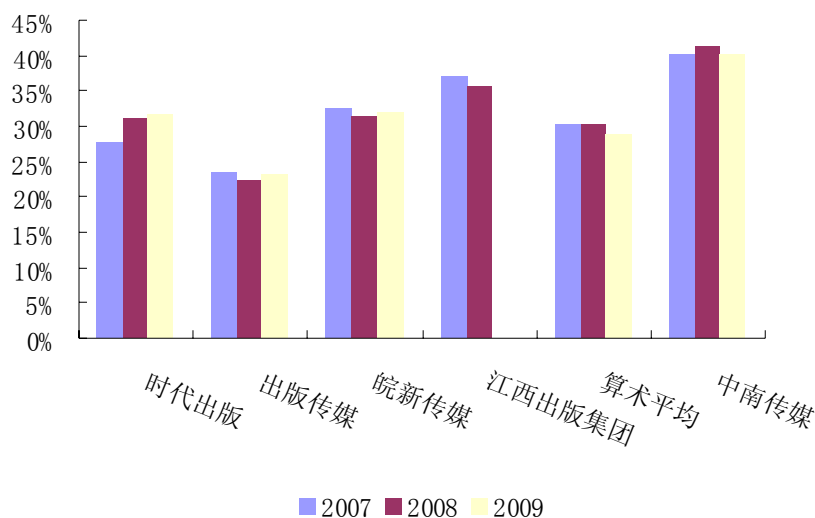


资料来源: WIND 国元证券研究中心

公司出版与发行收入规模在已上市公司中名列前茅，远超其他同类上市公司，较大的收入规模有利于公司降低单位成本、提高盈利能力和竞争力，有利于开拓市场，更好地为社会提供优质的产品和服务。



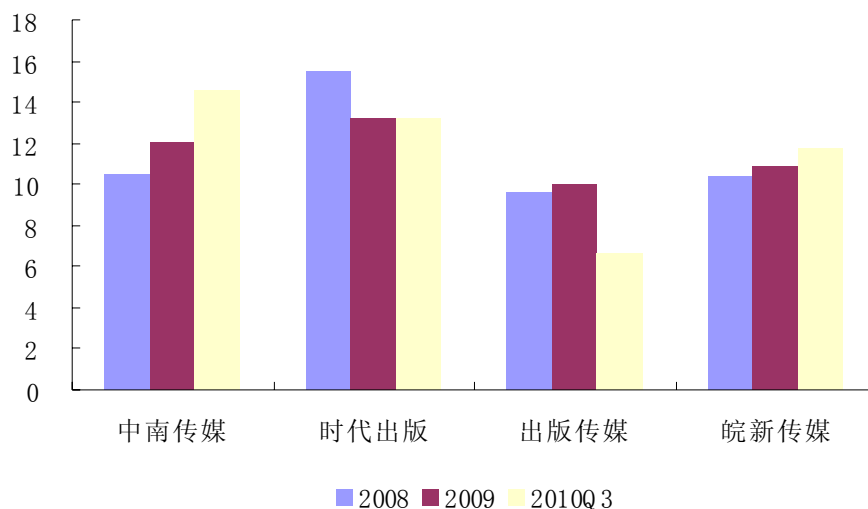
图 5 行业内相关上市公司毛利率水平



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

公司毛利率水平远高于可比上市公司，且处于行业领先水平。公司较高的毛利率水平一方面得益于公司在业内较高的收入规模；另一方面得益于公司多元化的业务结构，报媒经营与新媒体业务的高毛利率水平拉升了公司的整体毛利率水平。

图 5 行业内相关上市公司净利率水平



资料来源：WIND 国元证券研究中心

与相关上市公司相比，公司的净利润率水平仅次于时代出版，且净利润率水平处于不断上升的趋势，到 2010 年三季度，公司的净利润率水平已高于时代出版，公司的盈利能力稳步上升。

## 估值与投资建议

### 盈利预测

通过分析，我们依然看好公司未来的发展前景，我们维持此前对公司的盈利预测，以及相关盈利预测的假设。具体假设数据如下

表 3 与盈利预测有关的假设表

营业收入	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3484.43	3982.7	4572.57	5334.97	6256.59
发行	2,554.61	2,957.48	3401.10	4013.30	4775.83
毛利率	29.6%	32.0%	32.5%	32.5%	32.5%
出版	1,234.58	1,243.56	1305.74	1384.08	1494.81
毛利率	34.7%	29.9%	32.0%	32.0%	32.0%
印刷	540.11	656.73	722.40	794.64	874.11
毛利率	18.1%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
物资	521.78	519.9	545.90	573.19	601.85
毛利率	4.8%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
报媒	346.14	414.34	497.21	621.51	807.96
毛利率	34.3%	36.3%	36.0%	36.0%	36.0%
减:内部抵销数	(1,712.79)	(1,809.31)	(1990.24)	(2189.27)	(2451.98)
综合毛利率	41.4%	41.0%	41.4%	41.2%	41.1%

资料来源: 国元证券研究中心

根据我们的假设, 公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.3/0.35/0.42 元。

#### 估值与投资建议

我们选取了与公司业务近的 A 股上市公司的估值情况作为参考, 剔除估值过高的粤传媒和电广传媒, 目前与公司业务相近的上市公司 2010/2011/2012 年平均动态市盈率分别为 40/35/30 倍, 公司估值水平略低于行业平均水平。

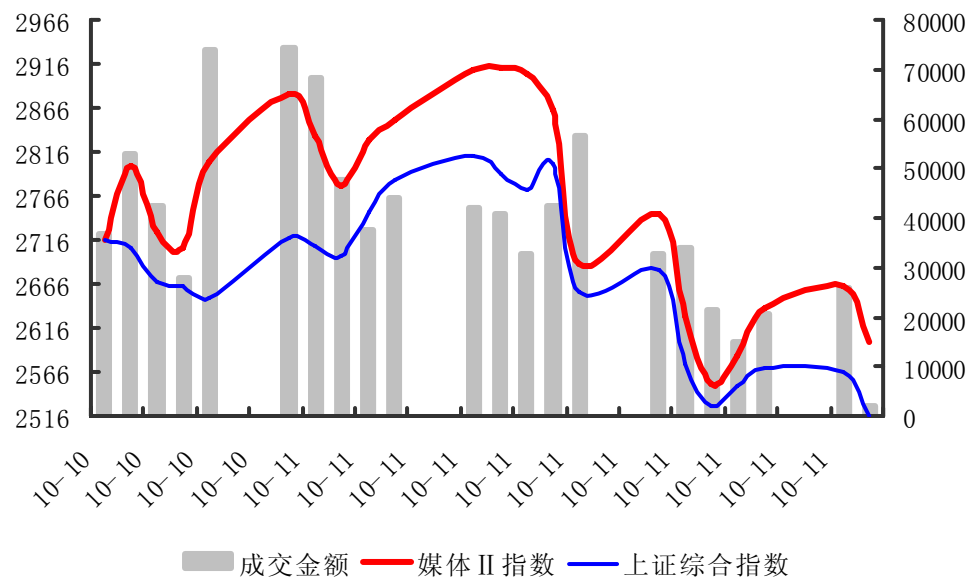
表 4 相关上市公司未来三年动态 PE 情况

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
601098.SH	中南传媒	38	32	28
600551.SH	时代出版	27	25	22
601999.SH	出版传媒	49	44	40
601801.SH	皖新传媒	42	38	33
600880.SH	博瑞传播	36	30	25
002400.SZ	省广股份	57	42	32
600825.SH	新华传媒	39	33	31
000793.SZ	华闻传媒	35	34	31
	算术平均	40	35	30

资料来源: WIND 国元证券研究中心

从 11 月 12 日开始, 大盘开始连续回调, 短短 9 个交易日, 大盘调整接近 10%, 传媒板块表现相对抗跌, 大多个股估值再次回归合理, 中南传媒自上市之日起, 跌幅达 20%, 作为刚刚上市 19 个交易日的次新股, 公司的新股溢价风险已大幅释放, 价格已经接近发行价水平, 估值水平已低于行业平均水平。如果大盘继续回调, 传媒板块仍能保持其相对抗跌的行业属性, 以我们对公司基本面一致看好, 我们认为, 公司的抗跌性会更强, 如果后市大盘能够触底反弹, 以公司目前的估值水平, 公司的股价将有较大的上涨空间, 因此, 我们给予公司“推荐”的投资评级。

图 6 近一个月 WIND 传媒行业指数与上证综指行情图



资料来源: WIND 国元证券研究中心

## 风险提示

- (一) 中小学教材出版与发行制度改革的风险
- (二) 税收优惠不能继续取得的风险
- (三) 知识产权保护存在的风险

表 5 估值与盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3487	7514	7621	7850	营业收入	4052	4573	5335	6257
现金	2190	5922	5812	5706	营业成本	2390	2680	3137	3685
应收账款	289	315	372	434	营业税金及附加	50	55	64	63
其它应收款	224	372	388	473	营业费用	462	502	591	694
预付账款	44	65	70	84	管理费用	656	819	945	1097
存货	737	838	976	1149	财务费用	-9	-28	-47	-46
其他	3	3	3	4	资产减值损失	44	34	35	36
非流动资产	2120	2384	3137	3966	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	1187	1440	2179	2991	营业利润	461	512	611	729
无形资产	788	788	788	788	营业外收入	36	40	39	39
其他	141	152	166	184	营业外支出	9	11	10	10
资产总计	5607	9898	10758	11817	利润总额	488	541	639	758
流动负债	2897	2617	2839	3140	所得税	0	0	0	0
短期借款	430	0	0	0	净利润	487	541	639	757
应付账款	1109	1216	1434	1680	少数股东损益	8	7	9	10
其他	1359	1402	1405	1460	归属母公司净利润	480	534	630	747
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	452	551	660	824
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.34	0.30	0.35	0.42
其他	10	10	10	10					
负债合计	2907	2627	2849	3150	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	25	32	41	51	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1398	1796	1796	1796	成长能力				
资本公积	812	4445	4445	4445	营业收入	14.2%	12.8%	16.7%	17.3%
留存收益	464	998	1628	2375	营业利润	36.4%	11.0%	19.3%	19.3%
归属母公司股东权益	2674	7239	7869	8616	归属于母公司净利润	29.8%	11.4%	17.9%	18.6%
负债和股东权益	5607	9898	10758	11817	获利能力				
					毛利率	41.0%	41.4%	41.2%	41.1%
<b>现金流量表</b>					净利率	11.8%	11.7%	11.8%	11.9%
					ROE	17.9%	7.4%	8.0%	8.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	55.2%	39.4%	28.5%	24.0%
经营活动现金流	936	433	692	817	偿债能力				
净利润	487	541	639	757	资产负债率	51.9%	26.5%	26.5%	26.7%
折旧摊销	0	67	96	141	净负债比率	14.77%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-9	-28	-47	-46	流动比率	1.20	2.87	2.68	2.50
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.92	2.52	2.30	2.09
营运资金变动	0	-170	-23	-70	营运能力				
其它	458	23	28	36	总资产周转率	0.76	0.59	0.52	0.55
投资活动现金流	-210	-330	-849	-969	应收账款周转率	13	13	13	13
资本支出	218	330	850	970	应付账款周转率	2.38	2.31	2.37	2.37
长期投资	-0	1	-0	0	每股指标 (元)				
其他	8	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.35	0.42
筹资活动现金流	50	3629	47	46	每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.24	0.39	0.46
短期借款	413	-430	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.49	4.03	4.38	4.80
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	198	398	0	0	P/E	35.42	40.86	34.64	29.22
资本公积增加	257	3633	0	0	P/B	6.35	3.01	2.77	2.53
其他	-818	28	47	46	EV/EBITDA	44	36	30	24
现金净增加额	775	3731	-110	-106					

资料来源：国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn