



未来的数字出版龙头企业

买入(维持)

事件:

- 中南传媒与华为技术共同向中南传媒下属子公司天闻数媒增资3亿元,增资后中南传媒拥有天闻数媒51%的股权,华为技术将持有天闻数媒49%的股权。增资后的天闻数媒将以数字阅读与出版、数字教育业务运营为主业,在全球范围内开发、运营数字内容资源。
- 中南传媒与博集天卷签署战略合作协议,共同出资成立中南博集天卷文化传媒有限公司,中南传媒持有中南博集天卷5%的股份。

报告摘要:

- 中南传媒携手华为打造全球行数字出版运营平台超出市场预期。1. 市场对国内出现大型数字出版平台的预期普遍在2012年之后,中南传媒此举超出市场预期。2. 中南传媒选择与华为进行合作,华为曾作为中国移动浙江阅读基地唯一的整体解决方案提供商,提供数字出版解决方案,并且拥有多种终端。3. 增资后天闻数媒将具备“内容+发行平台+终端”的全产业链运营潜力。
- 中南传媒将大举推进内容资源整合。博集天卷是国内领先的民营出版公司,曾创造“杜拉拉”、“浮沉”、“不抱怨的世界”系列畅销传奇。与博集天卷的合作实现了国内大型出版集团与民营出版力量的强强联合。我们认为中南传媒将在今后继续大力推进内容资源整合,打造大平台。
- 中南传媒将受益于快速增长的移动阅读市场。受益于移动终端的迅速普及、移动互联网的渗透率快速增长,移动阅读市场未来几年将迎来快速增长。拥有先发优势开展数字出版全产业链运营的稀缺性大平台,中南传媒将受益于移动阅读市场的爆发。预测2011年EPS0.40,2012年EPS0.50,给予2011年45倍,2012年35倍的估值,对应目标价18元,维持“买入”评级。

经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,549.85	4,052.32	4,918.92	5,585.06	6,545.53
同比增长率	11.06%	14.15%	21.39%	13.54%	17.19%
净利润	369.37	479.59	592.04	724.62	900.86
同比增长率	-4.88%	29.84%	23.45%	22.39%	24.32%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.33	0.40	0.50
净资产收益率	21.23%	17.93%	8.08%	8.56%	9.18%

分析师

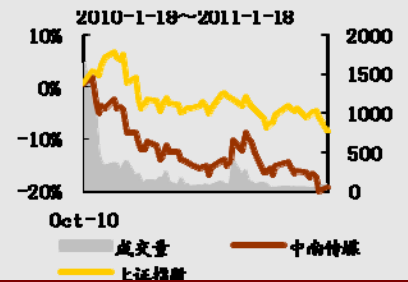
王铮

执业编号: S1180511010005

电话: 010-88085968

Email: wangzheng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 看好传统出版商数字内容资源整合能力
2010.12.15
- “十二五”产业与消费升级共舞——传媒行业2011年投资策略
2010.12.3
- 中南传媒:“全媒体出版”先行者
2010.10.28
- “十二五”新文化消费时代(一)
2010.10.15
- “全媒体”浪潮——传媒行业2010年下半年投资策略
2010.6.17

一、看好中南传媒成为数字出版龙头企业的前景

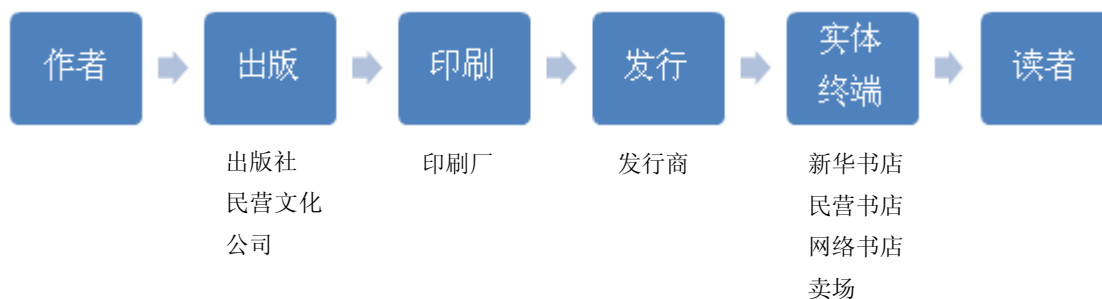
1、天闻数媒有望实现“内容+发行平台+终端”的数字出版全产业链运营

中南传媒是国内大型出版集团，具备海量内容资源与传统出版资质；而华为技术作为全球领先的通信解决方案供应商，在数字出版领域，曾作为中国移动浙江阅读基地唯一的整体解决方案提供商，为中国移动提供了包括用户门户、内容管理平台、版权保护、计费支撑、客户端软件、阅读器的端到端数字出版解决方案；并已开发 EINK 电子阅读器 T62，且运营手机、移动宽带、融合终端、视讯终端四类终端业务。

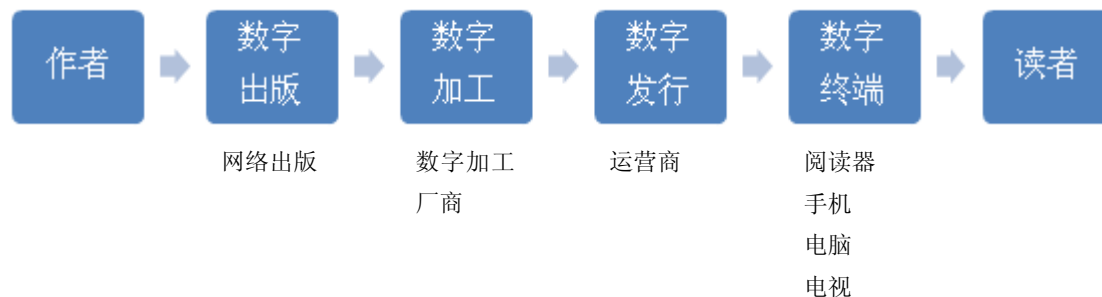
天闻数媒是目前唯一由大型内容提供商主导的，具备“内容+发行平台+终端”全产业链经营潜力的数字出版平台运营商。

图 1：传统出版与数字出版产业链

传统出版产业链：



数字出版产业链：



资料来源：宏源证券

2、看好中南传媒整合出版资源，打造大平台的能力

1. 中南传媒与博集天卷的合作实现了国有大型出版集团与领先民营出版企业的强强联合，有利于双方优势互补，促进内容资源整合；同时也将尝试体制和机制创新，进一步激发中南传媒的市场化活力。
2. 中南传媒在集团年度选题策划工作中，提出 2011 年要重点打造 100 种上架图书，包括 30 种市场畅销书。明年，集团重点出版工程专项基金将启动，用于对重点图书、畅销书的资助以及稀缺产品资源的购买，加大内容资源整合力度。
3. 预计中南传媒将进一步在业内整合内容资源；对内容资源整合的大举推进，为其打造拥有海量数字内容的发行平台奠定基础，看好天闻数媒成为国内规模最大数字内容运营商的前景。

图 2: 博集天卷旗下作品



资料来源: 博集天卷, 宏源证券

附: 博集天卷介绍

北京博集天卷图书发行有限公司自 2002 年 5 月成立, 平均每年生产码洋和销售实洋均呈高速增长, 2007 年生产总码洋突破一亿人民币, 成为中国民营书业亿元俱乐部会员; 2008 年造货码洋接近两亿, 2009 年接近 3 亿, 增长速度行业领先, 已经成为中国民营书业最具竞争力的核心企业之一。

过去三年里, 博集天卷不仅创造了“杜拉拉”系列 300 万册、“浮沉”上下册 80 万册、“不抱怨的世界”系列 100 万册等畅销传奇, 独特的竞争优势更体现在强调“单品种贡献率”上。公司已经形成了富有竞争力的产品线, 主要有“小说馆”、“历史馆”、“英语馆”、“励志馆”、“佛学馆”、“健康馆”、“风水馆”、“笑话王”、“绘本王”、“经典馆”等十条, 每一条都有若干响当当的作品。

3、中南传媒数字出版业务有望进一步获得新闻出版总署政策扶持

中南传媒与华为共同打造天闻数媒, 符合新闻出版总署发布的《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》中“鼓励传统出版企业与新媒体公司进行深层次合作, 探索新业务模式和营销模式, 拓展和延伸出版产业链; 倡导联合重组, 鼓励非公有制企业与拥有内容资源优势的国有出版企业嫁接重组, 拓展发展领域, 形成新的市场主体”的指导精神。

“十二五”期间, 新闻出版总署大力强调发展数字出版, 并明确提出要形成一批“数字出版龙头企业”。1 月 19 日的签约仪式, 有多位新闻出版总署的领导出席, 体现了对天闻数媒寄予厚望。“十二五”期间, 具备先发优势的数字出版运营平台的中南传媒有望从政策面获得更多扶持。

表 1: 《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》解读

章节	《意见》节选	点评
总体目标	要形成一批发展思路清晰、内容资源充沛、立足自主创新、出版方式多样、营销模式成熟、市场竞争力强、产品影响广泛的数字出版龙头企业	提出要形成一批“数字出版龙头企业”
主要任务	积极探索出版资源数字授权解决方案; 鼓励传统出版单位开展互联网出版业务; 支持传统出版单位设立完全市场化的数字出版公司, 尽快做大做强, 成为数字出版龙头企业。 支持非公有制企业从事网络出版活动。支持民营新技术公司研发基于不同传输平台和阅读终端的游戏、动漫、音乐等数字出版产品和具有自主知识产权的移动终端等硬件设备。建立数字出版企业评估体系, 对长期从事数字出版活动且出版导向正确、技术实力雄厚、竞争优势明显、发展前景广阔、经营业绩突出的非公有制企业予以重点扶持; 建立健全网络出版准入	体现出对传统出版单位设立数字出版公司并成为数字出版龙头企业的支持 对非公有制企业从事网络出版活动的鼓励主要在于“游戏、动漫、音乐等数字出版产品和具有自主知识产权的移动终端

	退出机制,完善准入退出评估标准。	等硬件设备”
		提出“网络出版准入退出机制”
保障措施	对内容资源丰富、具备技术和其他条件的传统出版单位优先赋予网络出版权;鼓励条件成熟的传统出版单位开发基于互联网和手机等移动终端的数字出版产品;鼓励传统出版企业与新媒体公司进行深层次合作,探索新型业务模式和营销模式,拓展和延伸出版产业链;倡导联合重组,鼓励非公有制企业与拥有内容资源优势的国有出版企业嫁接重组,拓展发展领域,形成新的市场主体。	对传统出版单位优先赋予网络出版权 鼓励非公有制企业与国有出版企业嫁接重组,形成新的市场主体
	加快修订《出版管理条例》、《互联网出版管理暂行规定》等法律法规,制定发布《手机媒体出版服务管理办法》、《数据库出版服务管理办法》、《互联网文学出版服务管理办法》和《互联网游戏审批管理细则》等部门规章,加快规范数字出版产业发展的法规体系建设。	法规的健全将进一步规范网络出版

资料来源:宏源证券

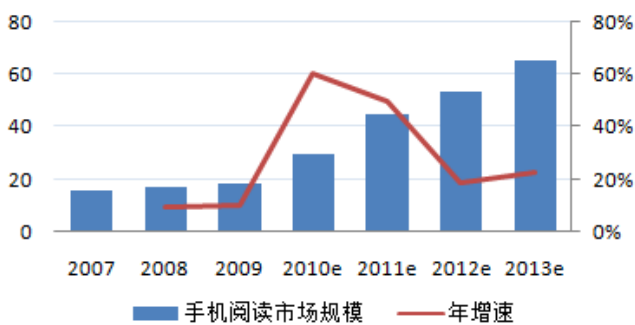
二、中南传媒将受益于快速增长的移动阅读市场

1、移动阅读市场将迎来快速增长

2010年中国的电子阅读器销量约在100万台左右;手机阅读领域,运营商布局阅读基地的推动下,2010年度收入规模有60.4%的增速。

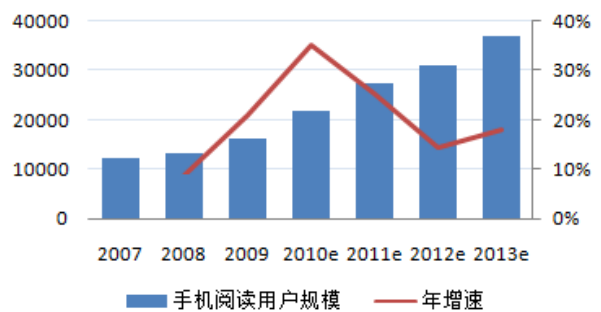
移动终端的普及、移动数据资费的下调,都将带动移动阅读市场快速发展。

图3:2010-2013年中国手机阅读市场规模预测(亿)



资料来源:enfodesk,宏源证券

图4:2010-2013年中国手机阅读用户规模预测(万)



资料来源:enfodesk,宏源证券

2、看好中南传媒转型数字出版后单品效益提升空间大

中南传媒出版的每本一般图书年均产量仅为15000册左右,销售量在10000册左右;虽然一般图书的出书总品种、新书品种明显高于教材教辅,但一般图书的产量却不到教材教辅的20%,销量仅勉强维持在教材教辅的10%左右。

转型数字出版后,海量内容资源的整合与全产业链运营的先发优势,使得中南传媒未来几年将明显受益于快速增长的移动阅读市场。

表2:中南传媒产销量均值

年份	产品种类	产量/出书总品种	销量/出书总品种	销售额/出书总品种
----	------	----------	----------	-----------

2007年	一般图书	15125.69	10134.47	99955.14
	教材教辅	122314.13	118219.77	432243.12
2008年	一般图书	14635.10	8034.78	75356.81
	教材教辅	126761.94	120489.03	484829.91
2009年	一般图书	14038.81	9099.44	70506.43
	教材教辅	102728.29	105671.71	430430.06
2010年1-6月	一般图书	12136.12	6129.92	49345.68
	教材教辅	89466.23	89832.87	369213.12

资料来源：宏源证券

表 3：中南传媒出版业务毛利率

毛利率	2007	2008	2009	2010年1-6月
一般图书	43.07%	42.26%	41.59%	41.87%
教材教辅	29.04%	33.24%	26.73%	30.86%
期刊	48.73%	47.56%	50.85%	52.81%
音像制品	40.09%	28.07%	32.29%	29.48%

资料来源：招股说明书，宏源证券

3、看好中南传媒转型数字出版后的盈利前景

预测天闻数媒旗下的数字出版运营平台将在 2011 年开始获得销售收入，随着中南传媒内容资源整合力度的进一步加大，以及移动终端普及率的快速增长，2012 年以后，数字内容运营将进入更快的盈利期。

预测中南传媒 2011 年 EPS0.40，2012 年 EPS0.50，当前股价 11.84 对应 2011 年 PE 为 30 倍，考虑到作为具备先发优势开展数字出版全产业链运营的稀缺性大平台，我们认为可给予中南传媒 2011 年 45 倍，2012 年 35 倍的估值，对应目标价为 18 元，评级“买入”。

表 4：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	5,585.06	6,545.53
出版	1234.58	1243.56	1,424.30	1,623.70	1,867.26
发行	2554.61	2957.48	3,792.65	4,383.62	5,197.33
物资销售	521.78	519.9	520.00	546.00	560.00
印刷	540.11	656.73	653.64	686.32	720.64
报纸和新媒体	346.14	414.34	468.33	585.41	790.31
内部抵消	-1712.79	-1809.31	-2,000.00	-2,300.00	-2,650.00
二、营业总成本	3,212.96	3,591.90	4,347.29	4,885.71	5,669.77
营业成本	2,081.08	2,390.06	2,944.15	3,283.56	3,794.84
出版	805.81	871.36	968.5	1,087.9	1,251.1
发行	1798.19	2010.20	2,586.6	2,980.9	3,508.2
物资销售	496.94	496.97	499.0	524.2	537.6
印刷	442.51	540.69	537.9	564.8	593.1
报纸和新媒体	227.48	263.73	295.05	368.81	497.90
内部抵消	-1700	-1800.26	-1,950.00	-2,250.00	-2,600.00
毛利率	41.4%	41.0%	40.1%	41.2%	42.0%

出版	34.7%	29.9%	32.0%	33.0%	33.0%
发行	29.6%	32.0%	31.8%	32.0%	32.5%
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	67.02	78.55
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	1,505.14	1,766.38
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	625.53	733.10
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	893.61	1,047.29
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	700.35	876.76
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	725.35	901.76
减：所得税	1.12	0.27	0.60	0.73	0.90
所得税率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
六、净利润	371.64	487.48	597.04	724.62	900.86
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	719.62	895.86
七、每股收益：	0.21	0.27	0.33	0.40	0.50

资料来源：宏源证券

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@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。