



2009 年 4 月 3 日

传媒

业绩回顾

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

推荐

时代出版(600551.CH)

亮丽转身，09 年增长可期

主要财务信息

(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	1,105	1,324	1,466	1,651	1,790
(+/-)		19.8%	10.7%	12.7%	8.4%
主营业务利润	380	389	420	501	531
(+/-)		2%	8%	19%	6%
营业利润	177	173	189	248	267
(+/-)		-3%	9%	31%	8%
净利润	193	207	226	260	283
(+/-)		7.0%	9.4%	15.0%	8.9%
归属股东权益	187	196	215	246	267
每股盈利 (元)	0.96	1.01	1.10	1.26	1.37
(+/-)		4.8%	9.2%	14.4%	8.9%
市盈率	29.1	27.8	25.5	22.3	20.4
市净率	3.6	3.4	3.0	2.6	2.3
净资产收益率	12.4%	12.0%	11.4%	11.6%	11.1%

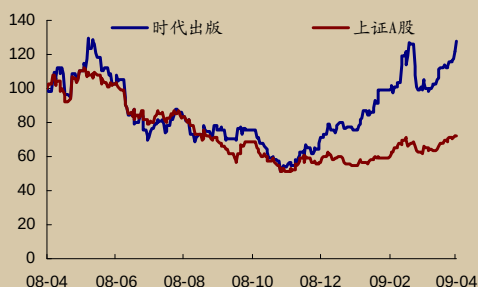
股票信息

	A股
当前股价	人民币28
股票代码	600551 CH EQUITY
日成交量 (百万股)	4.7
52周最高价/最低价	人民币29.58/11
总市值 (百万元)	5468.484
发行股数 (百万股)	195
其中: 流通股 (百万股)	52
主要股东 (持股比例)	安徽出版集团(61.6%)

最近股价走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[600551.CH]	+12.72	+28.91	+68.07	+61.48
[深证A股指数]	+2.69	+17.07	+33.16	+25.16
[中金传媒指数]	+3.76	+20.80	+43.19	+43.19

52 周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/04/30 1 季度业绩发布

08 年业绩符合预期

公司 08 年实现收入 14.7 亿元，归属母公司所有者净利润 2.15 亿元，对应每股收益 1.10 元。公司业务在 2008 年重组为图书出版和印刷，同比意义不大。公司 1 月 20 日已经公布业绩快报，市场对业绩已充分预期。公司分红方案为：每 10 股派发现金红利 1 元（含税），转增 10 股。（业绩对比见表 4）

正面：

- **重组正式完成，高资产质量和优厚送配方案。**公司在 2008 年正式完成了安徽出版集团的反向收购，通过注入优质出版、印刷类资产，安徽出版集团实现整体上市。重组后公司账面现金 4 亿元，仅有 1,500 万元短期借款。10 送 10，高送配符合市场预期。
- **出版印刷业务利润率提升。**公司 2008 年印刷出版业务毛利率为 34.8%，相比 2007 年提升 3.2%。公司及时抓住了 2008 年 4 季度纸张价格下降，有效控制了主营业务成本，提升了盈利能力。

负面：

- **出版业务成长性显不足。**对比注入资产表现，出版印刷业务 2008 年收入增长为 4.7%。教材教辅、一般图书的增长率都不到 10%。

发展趋势：2009 年业绩增长可期。公司年报中明确提出要做好以下重点工作：（1）抓好资本运营，搭建产业整合平台，加快跨地区、跨媒体、跨所有制发展步伐。（2）做强出版主业，扩大教材和教辅市场占有率。（3）开拓数字出版，开拓在线教育和动漫市场；整合营销资源，加强畅销书的策划和推广。公司 2009 年年度收入预算为 16.5 亿元，同比增长 12%，计划实现利润 2.2 亿元，同比基本持平。我们认为公司预算相对保守，稳步增长实可期待。

盈利预测：2008 年利润率改善说明公司能有效抓住原材料价格下滑的机会，改善盈利能力。下调 2009-2010 年主营业务成本预测，并上调 2009-2010 年盈利到 1.26 元/股和 1.37 元/股，上调幅度均为 20%，隐含同比增长率为 14.4%和 8.9%。

估值与建议：当前股价对应 2009 年动态市盈率为 22.3 倍，处于板块低端。我们喜欢公司的防御性和管理层的积极进取，认可文化体制改革背景下公司作为改革先行者的战略地位，重申推荐评级。

投资风险：过去一段时间股价上扬含有市场对高送配的预期，短期股价波动风险增加；中小学教材出版政策调整风险，主要是教材定价和循环使用。

2008 年业绩回顾

- 公司成功完成了反向收购，实现了安徽出版集团出版和印刷资产的整体上市。
- 2008 年公司出版图书品种和规模实现较大提升，其中累计出版图书 6,067 种，同比增加 1,628 种。其中新版图书 2,586 种，同比增加 762 种；重版图书 3,481 种，同比增加 866 种。其中新、重版图书占比分别为 43.6% 和 57.4%。重版率高出全国平均 10 个百分点。较高的重版率有效的降低的出版业务的推广和版权成本，有利于公司主业盈利能力的稳定。
- 品牌图书获奖数量居前。2008 年，公司先后获得中华优秀出版物奖、“第二届三个一百原创出版工程”、“十一五规划重点选题”。较好的品牌效应有利于公司获得更好的行业资源（如作者、选题、刊号）和政策资源（如监管部门对公司跨地域、跨媒体整合的支持）。
- 畅销书形成阵列。如小说《鬼吹灯》，儿童图书《鸿毛仗剑走天涯》、婴幼儿图书《好好玩泡泡书系列》等。从收入规模和利润贡献上分析，畅销书的影响相对有限，但畅销书的推出有利于提升品牌和社会效应，某种程度上也会有助于公司估值水平提升。
- 拓展新媒体。2008 年，公司先后和数字出版、图书在线营销、语音出版、国外在线教育等领域的领导企业建立的战略合作关系。公司依托内容资源优势，尝试打通新媒体渠道的努力值得肯定。
- 整合出版资源，提升管理效率。公司在 2008 年先后搭建和整合了公司的出版资源、发行资源和印刷资源，提升统一运营、规模运营和信息化管理能力。

2009 年展望

金融危机影响可控，教材教辅稳定增长可期。公司主营业务近 50% 来自于教材教辅业务。政府在过去几年不断加大教育支出，目前安徽省政府对农村义务教育学生免费发放教材。全免式义务教育有力的减轻的教育负担，有利于农村义务教育普及率，同时政府采购的形式也有助于教材的完整配套。我们预计，由于金融危机导致农民工回流，2008 年和 2009 年安徽省中小学在校人数不降反升的可能性较高，教材以及配套教辅的销量有望实现稳步增长。

中小学教材出版政策调整风险可控。中小学教材出版政策调整主要涉及政府采购的教材定价和循环教材使用两个方面。虽然政府要求出版集团让利的可能性存在，但考虑到过去两年纸张价格大幅上涨的过程中，教材价格没有相应涨价（我们了解到，过去两年出版集团多次向行业主管部门反映，要求涨价以缓解成本压力），2009 年教材价格大幅下降的可能性很低。对于循环教材来说，如果主要集中在《科学》、《音乐》、《美术》等副科，对公司影响相对有限。而且由于涉及卫生、保管等多方面

问题，循环教材的可操作性目前受到较大的质疑。正如公司年报披露，教材循环政策还存在调整可能。

纸张价格下降。书刊纸价格从 2008 年 10 月开始下滑。从公司 2008 年利润率分析，公司有效的抓住了成本下降这一机会，改善了公司的盈利能力。我们预计 2009 年书刊纸平均成本相比 2008 年将进一步下降，下降幅度将超过 10%。考虑到纸张成本占公司主营业务成本 40% 以上，2009 年公司主营业务利润率的改善可以期待。

整合预期。作为第二家上市的出版企业，公司一方面面临整合行业内资源的良好契机，如公司年报披露，公司有机会利用部委和大学出版社转企改制契机，整合优秀出版资源，将主业延伸到中心城市。另一方面，公司已经建立的资本平台，充裕的现金使得公司可以积极整合民营出版资源、手机、动漫等新兴媒体资源，实现内容的多媒体运营。

2009-2010 年盈利预测

从收入上看，我们维持公司出版和印刷业务收入增长率在 10% 左右的判断。随着重组结束，公司管理层精力将回归到经营层面，公司有机会、也有能力实现好于行业平均水平（6%）的增长。但综合考虑到金融危机对一般图书的影响，公司要实现 15% 以上的收入增长的可能性不高。

在公司的出版物中，教材定价受政府管控，教辅行业竞争不充分，只有一般出版物定价的弹性较大。考虑到教材和教辅占公司出版业务收入的 60% 以上，我们预计公司在 2009 年将继续受益于纸张成本的下降，利润率相比 2008 年会稳步提升。

综合分析，我们上调公司 2009 年和 2010 年盈利预测到 1.26 元/股和 1.37 元/股，上调幅度均为 20%，隐含的同比增长率为 14.4% 和 8.9%。

图表 1: 子公司盈利情况

时代出版子公司（百万元）	持股比例	主营业务收入	2007年	净资产	2008	净资产
			净利润		净利润	
安徽教育出版社	100%	217.2	33.5	433.9	33.4	450.7
安徽科学技术出版社	100%	40.9	4.1	26.0	7.0	33.0
安徽文艺出版社	100%	23.8	4.8	21.3	3.5	24.7
安徽美术出版社	100%	54.3	6.0	38.0	3.0	41.5
黄山书社	100%	51.2	7.0	25.5	13.2	38.6
安徽少年儿童出版社	100%	109.8	17.2	151.4	22.7	174.1
安徽画报社	100%	0.7	-0.7	0.8	-0.9	-0.1
安徽电子音像出版社	100%	2.0	-1.5	3.9	-1.3	2.6
安徽出版印刷物资有限公司	100%	91.4	-1.5	4.2	5.4	9.6
安徽新华印刷股份有限公司	65.92%	261.7	27.3	151.4	30.6	228.2
安徽旭日光盘有限公司	96%	44.6	-16.2	81.2	-9.2	71.9
新九雅图书发行有限公司	60%	3.0	-0.9	4.1	1.8	5.9

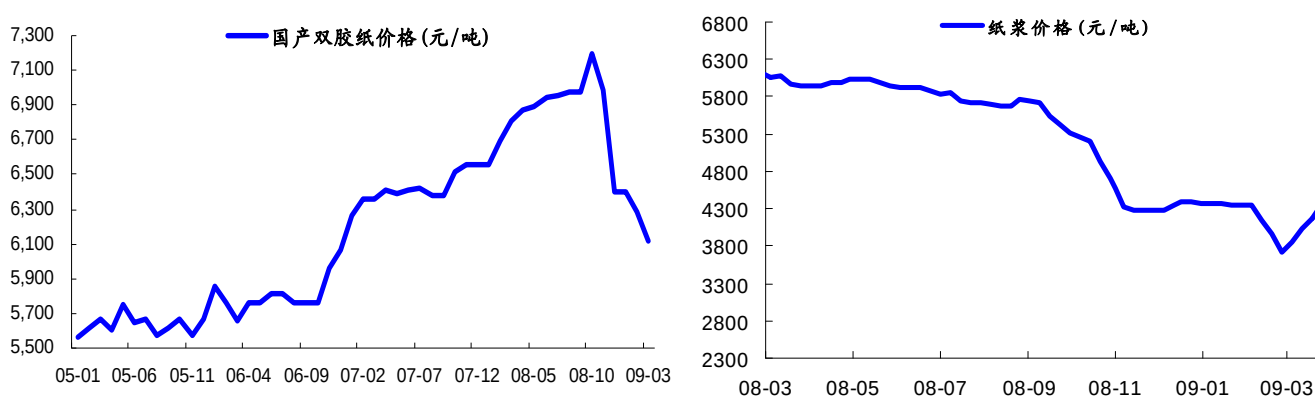
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	1,722	1,651	-4.1%	1,896	1,790	-5.6%
毛利率	25.7%	30.4%	4.7%	25.3%	29.7%	4.4%
三项费用率	12.6%	12.9%	0.3%	12.4%	12.7%	0.3%
有效税率	1.7%	2.0%	0.3%	1.7%	2.0%	0.3%
净利润	217	260	19.8%	235	283	20.3%
每股收益	1.05	1.26	20.2%	1.13	1.37	20.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 纸张价格下降



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：时代出版主要盈利预测（2006A-2010E）

人民币（百万）		Y2006	Y2007A	Y2008A	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	1,104.8	1,204.8	1,465.5	1,651.2	1,789.5
	出版业务	779.2	893.1	950.0	1,058.2	1,142.9
	印装业务	117.2	175.4	170.6	216.6	257.4
	电子化工	97.1	-	22.3	100.0	117.5
	房地产业务	14.5	7.0	111.7	38.9	3.9
	其他业务	96.8	129.3	211.0	237.5	267.8
毛利率	总计	34.4%	29.1%	28.7%	30.4%	29.7%
	出版业务	40.7%	35.7%	38.8%	38.9%	38.0%
	印装业务	6.4%	10.5%	12.7%	14.2%	15.1%
	电子化工	27.3%		30.6%	25.0%	25.1%
	房地产业务	48.8%	34.3%	-4.3%	21.0%	30.0%
	其他业务	22.5%	8.2%	13.6%	10.8%	10.2%
运营指标	三项费用	187.0	167.3	194.7	213.6	226.6
	主营业务占比	16.9%	13.9%	13.3%	12.9%	12.7%
	经营费用	50	42	61	66	70
	主营业务占比	4.6%	3.5%	4.1%	4.0%	3.9%
	管理费用	133	131	137	154	163
	主营业务占比	12.0%	10.8%	9.3%	9.3%	9.1%
	财务费用	3	-5	-3	-6	-6
	主营业务占比	0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
	营业利润	177	169	189	248	267
其他指标	营业利润率	16.1%	14.0%	12.9%	15.0%	14.9%
	投资收益	6.7	10.2	3.4	5.0	5.0
	所得税	1	2	1	5	6
	有效税率	0.6%	1.1%	0.5%	2.0%	2.0%
净利指标	少数股东权益	6	8	11	14	16
	净利润	187	191	215	246	267
	净利润率	17.0%	15.8%	14.7%	14.9%	14.9%
	每股盈利	0.96	0.98	1.10	1.26	1.37
	净利润率同比增长		-2.8%	12.6%	14.4%	8.9%
流动指标	现金	401	442	391	486	633
	应收帐款	461	368	373	452	539
	预付帐款	25	57	63	70	76
	应付帐款	139	213	175	192	210
	短期借款	119	38	15	15	15

资料来源：公司数据，中金公司研究部

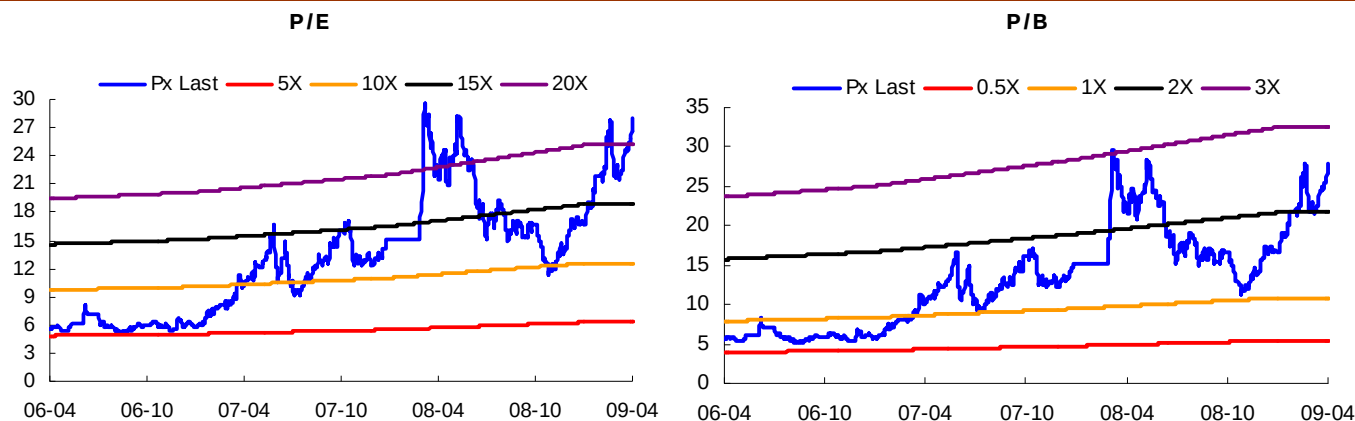
图表 5: 中金覆盖传媒类上市公司估值水平对比 (09/04/02)

公司列表	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
中金研究-A股														
有线网络														
天威视讯	推荐	52.8	47.0	32.6	3.4	3.2	3.0	10.9	10.8	9.9	6.4%	6.8%	9.1%	
歌华有线	审慎推荐	33.4	44.3	41.3	2.6	2.5	2.4	14.1	13.4	12.4	7.7%	5.6%	5.7%	
广电网络	中性	72.2	45.5	35.6	2.7	2.6	2.5	11.3	14.8	13.2	3.8%	5.7%	6.9%	
报纸经营														
博瑞传播	推荐	28.3	24.7	22.2	5.3	4.6	4.0	18.5	16.0	14.1	18.8%	18.5%	17.9%	
新华传媒	推荐	35.0	30.5	26.1	4.4	3.9	3.4	28.5	23.0	19.6	12.6%	12.6%	12.9%	
华闻传媒	中性	35.9	35.1	31.1	2.8	2.7	2.5	12.8	12.9	10.7	7.9%	7.6%	8.0%	
粤传媒		-2503.3	45.0	32.7	Na	Na	Na	27.1	15.1	12.9				
图书出版														
时代出版	推荐	25.5	22.3	20.4	3.0	2.6	2.3	59.6	17.2	15.8	11.6%	11.6%	11.1%	
出版传媒	中性	49.7	45.2	41.5	3.5	3.3	3.0	51.3	44.9	39.6	7.0%	7.2%	7.3%	
电视广告经营														
中视传媒	中性	64.8	59.1	53.9	3.5	3.4	3.2	18.5	17.1	15.6	5.3%	5.7%	6.0%	
户外广告经营														
北巴传媒		56.6	30.5	18.1	3.2	3.8	Na	Na	Na	Na				
综合														
中信国安	中性	56.6	49.4	36.1	3.9	3.7	3.5	65.0	47.4	36.7	6.9%	7.6%	9.6%	
电广传媒	中性	249.0	105.6	73.0	4.2	4.0	3.8	24.9	21.2	18.4	1.7%	3.8%	5.3%	
东方明珠	中性	66.2	62.1	57.6	4.9	4.6	4.2	43.3	36.8	33.9	7.4%	7.3%	7.3%	
中值		49.7	45.0	35.6	3.5	3.5	3.2	26.0	17.1	15.7	7.0%	7.9%	9.1%	
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万德平均预测均值														

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万德平均预测均值

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 时代出版历史价格市盈率、EV/EBITDA 区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。