

时代出版（600551） 出版

——业绩稳定增长的传统传媒企业

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 14.40 元

投资要点：

- ◆ **教材教辅是公司收入和利润的主要来源**，占公司 08 年主营业务收入的 48%，主营业务利润的 70%。教材教辅业务主要经营中小学教材，其收入和利润的相对稳定为公司投资价值提供了良好的防御性。
- ◆ **一般图书和印装业务的快速发展成为公司收入和利润的主要增长点** 多重因素导致公司教材教辅业务增长的动能不足，但公司一般图书和印装业务近几年快速增长，公司拥有一支优秀的编辑和策划团队，策划出版了一系列精品畅销和畅销书，如《鬼吹灯》、《虹猫蓝兔》等；此外，公司印刷业务除了承担集团的书刊印刷以外，还积极向商务印刷等领域拓展。预计公司一般图书和印装业务仍能保持 15% 左右的增长。
- ◆ **积极探索图书出版新模式** 今年美术社与时代漫游的合作采取项目组形式，共同开发《四大名著》漫画作品，按 1:1 比例出资和利润分配，预计总额为 920 万元，美术社主要负责图书编辑、出版、发行、对外版权贸易等；时代漫游主要负责图书作品的市场营销、协助美术社从事有关本图书作品的发行、电子网络销售和对外版权贸易等工作。
- ◆ **估值及投资建议** 我们预测公司 2009—2011 年分别实现营业收入 15.14 亿元、17.03 亿元和 18.32 亿元，实现净利润 2.25 亿元、2.53 亿元和 2.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.55 元、0.62 元和 0.68 元。公司目前股价对应 09 年动态市盈率为 26 倍，低于行业平均水平。考虑到公司未来几年成长性较慢以及本次收购资产已基本囊括了安徽出版集团的传媒类资产，我们认为公司估值应略低于行业平均水平，考虑到公司业绩稳定能提供较好的防御性，给予公司谨慎推荐的投资评级。
- ◆ **风险提示** 中小学教材出版政策不确定性风险；新兴媒体对传统媒体的冲击。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万）	1466	1514	1703	1832
同比(%)	22%	3%	12%	8%
归属母公司净利润	215	217	243	264
同比(%)	13%	1%	12%	9%
毛利率(%)	28.7%	28.0%	28.1%	28.2%
ROE(%)	12.4%	11.2%	11.2%	11.0%
每股收益(元)	1.10	0.55	0.62	0.68
P/E	13.10	25.97	23.18	21.32
P/B	1.62	2.91	2.61	2.34
EV/EBITDA	22	24	21	19

2009 年 6 月 24 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	33.38/11.28
上证指数/深圳成指	2892.70/11125.66
50 日均成交额(百万元)	58.71
市净率(倍)	3.24
股息率	0.69%

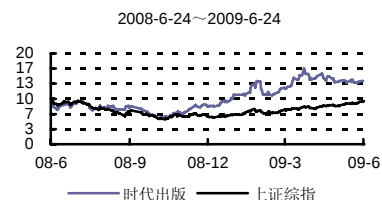
基础数据

流通股(百万股)	103.21
总股本(百万股)	390.61
流通市值(百万元)	1486.22
总市值(百万元)	5624.73
每股净资产(元)	4.45
净资产负债率	25.92%

股东信息

大股东名称	安徽出版集团有限责任公司
持股比例	61.60%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	邹翠利 杨培龙
电 话：	021-51097188-1922
电 邮：	
联系人：	朱厚中
电 话：	(86-21) 51097188-1853
电 邮：	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东新区南汇路 379 号金穗大厦 15F（200120）

目 录

第 1 部分 公司概况	4
1.1 公司上市历程	4
1.2 交易双方简介	4
1.3 公司主要控股及参股子公司	5
第 2 部分 图书行业市场分析	5
2.1 国际图书市场状况	5
2.2 国内图书市场状况	6
2.3 我国图书出版市场的竞争格局	7
2.4 中小学教材出版市场概况	8
第 3 部分 公司经营情况	10
3.1 教材教辅是收入和利润的主要来源	11
3.2 一般图书和印装业务增长迅速	12
3.3 积极探索新的发展模式	12
3.4 纸张成本和教材价格是影响盈利能力的主要驱动因素	13
3.5 主营业务毛利率稳定	14
第 4 部分 盈利预测与投资建议	15
第 5 部分 风险因素	16

图表目录

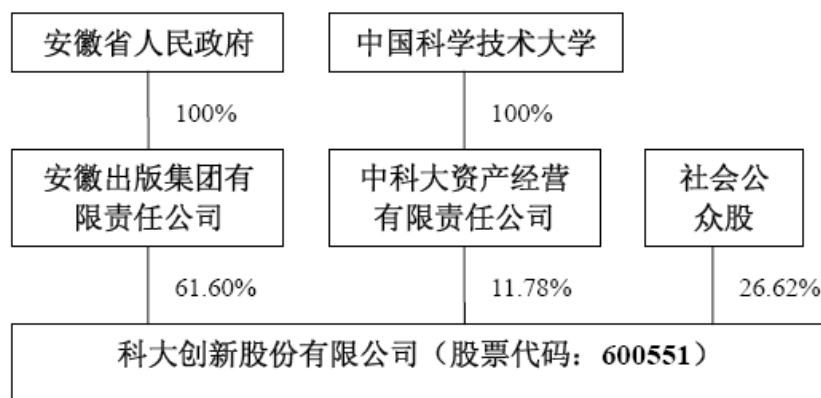
图 1:公司资产收购完成后的股权结构	4
图 2: 公司主要控股及参股子公司	5
图 3 图书总销售额国际比较（单位：亿人民币）	6
图 4 2007 年国内传媒产业各细分行业市场规模	6
图 5 2007 年国内传媒产业各细分行业市场结构	6
图 6 全部课本同比增长情况	9
图 7 中学课本同比增长情况	9
图 8 小学课本同比增长情况	10
图 9 幼儿教材的同比增长情况	10
图 10 2005—2007 年中小学教材及图书总定价金额（亿元）	10
图 11 2008 年各主营业务收入及同比增长率（单位：百万）	11
图 12 08 年公司主营业务收入构成	11
图 13 08 年公司主营业务毛利构成	11
图 14: 2005—2007 年公司一般图书和印装业务销售收入（万元）	12
图 15: 出版业务成本构成	13
图 16: 印刷业务成本构成	13
图 17 06—09 年又胶纸的价格走势图	13
图 18 各主营业务的毛利率（摘自 2008 年年报）	14
图 19 公司的三项费用率情况	14
表 1 2003—2007 年图书发展情况	7
表 2: 前十位出版集团发货码洋	7
表 3 2005—2007 年国内课书的市场分布情况	8
表 4 主营业务收入预测表	15
表 5 上市公司估值比较	16
表 6 资产负债表	17
表 7 利润表	18
表 8 现金流量表	18

第 1 部分 公司概况

1.1 公司上市历程

2008年1月2日，公司发布因筹划发行股份购买资产事项而停牌的公告，之后，中宣部、新闻出版总署、安徽省人民政府、安徽省财政厅等部门先后发文，同意安徽出版集团战略重组科大创新。2008年5月9日，公司发布《科大创新股份有限公司发行股份购买资产报告书》，计划以每股13.88元的价格向安徽出版集团发行1.203亿股，购买其拥有的出版、印刷等文化传媒类资产。2008年5月27日，科大创新股东大会通过了定向增发收购资产的决议，2008年7月31日，公司发行股份购买资产获证监会无条件通过。交易完成后，安徽出版集团直接持有公司61.60%的股权，成为公司的控股股东和实际控制人。实现了安徽出版集团出版、印刷类资产的整体上市，公司成为A股市场继辽宁出版传媒之后的第二家出版、印刷类上市公司。

图 1:公司资产收购完成后的股权结构



资料来源：资产收购说明书、国元证券研究中心

1.2 交易双方简介

科大创新

公司主要经营：电子和信息、光机电一体化、化工（不含危险品）、新材料、生物工程、环保、节能、医疗器械（限中佳分公司经营）、核仪器、等离子体、低温超导、电子电器、机械真空、离子束、微波通讯、自动控制、辐射加工、KG型纺织印染助剂、环保型建筑涂料开发、生产、销售及咨询服务、技术转让（以上经营范围需要许可证的一律凭证经营）。火灾自动报警系统产品开发、生产、销售、施工、技术咨询、技术转让（限天安分公司经营）。房屋租赁和涂料装饰工程施工。

公司第一大股东是中国科技大学资产经营有限责任公司，实际控制人是中国科技大学。

2007年公司实现营业收入1.19亿元，净利润775万元。

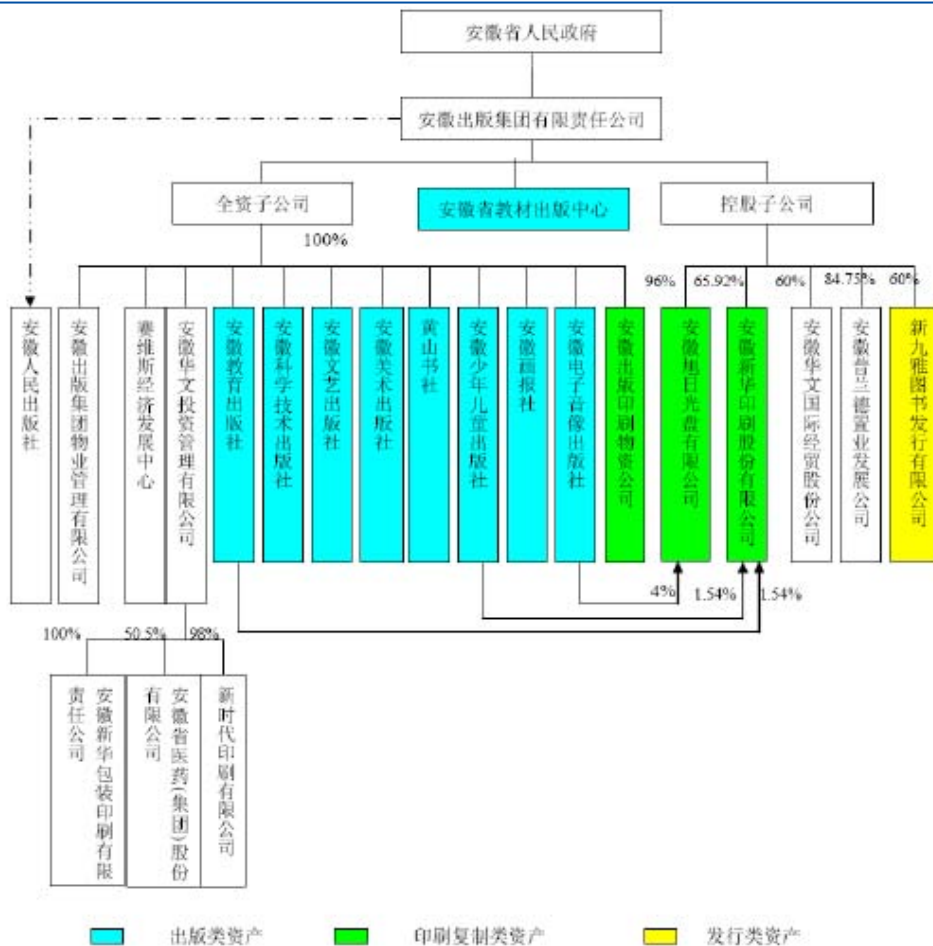
安徽出版集团

安徽出版集团是集图书、报刊、电子音像及网络出版物的编辑出版、印刷、复制、发行、物资供应与经营等业务于一体的大型文化产业集团。据国家新闻出版总署统计，2006年安徽出版集团资产总额和主营业务销售收入的增长率分别为19.21%和13.00%，在全国31家出版集团中名列第三，总资产和净资产排名第九，销售码洋和收入分别排名第十三和第十八，图书出版税后净利润名列第十一位。安徽出版集团所属少儿社和教育社的人均净利润分别高达13.74万元和13.58万元，在全国近六百家图书出版单位中名列前茅。2007年安徽出版集团总资产和净资产分别达37.2亿元和20亿，实现主营业务收入27.8亿元，净利润2.5亿元。

1.3 公司主要控股及参股子公司

公司 08 年通过发行股份购买的资产包括：安徽省教材出版中心全部净资产；安徽教育出版社、安徽科学技术出版社、安徽文艺出版社、安徽美术出版社、黄山书社、安徽少年儿童出版社、安徽画报社、安徽电子音像出版社、安徽出版印刷物资有限公司 100% 股权；安徽新华印刷股份有限公司 65.92% 股权；安徽旭日光盘有限公司 96% 股权；新九雅图书发行有限公司 60% 股权。

图 2：公司主要控股及参股子公司



注：彩色部分为拟注入上市资产。

资料来源：资产收购说明书、国元证券研究中心

此次收购的资产是安徽出版集团内主要的出版、印刷、发行类资产，基本实现了安徽出版集团文化传媒类资产的整体上市。该部分资产系安徽出版集团的核心类资产，2008 年，该部分资产共实现净利润 2.02 亿元，占公司 08 年净利润的 94%。收购完成后，安徽出版集团成为公司的第一大股东。

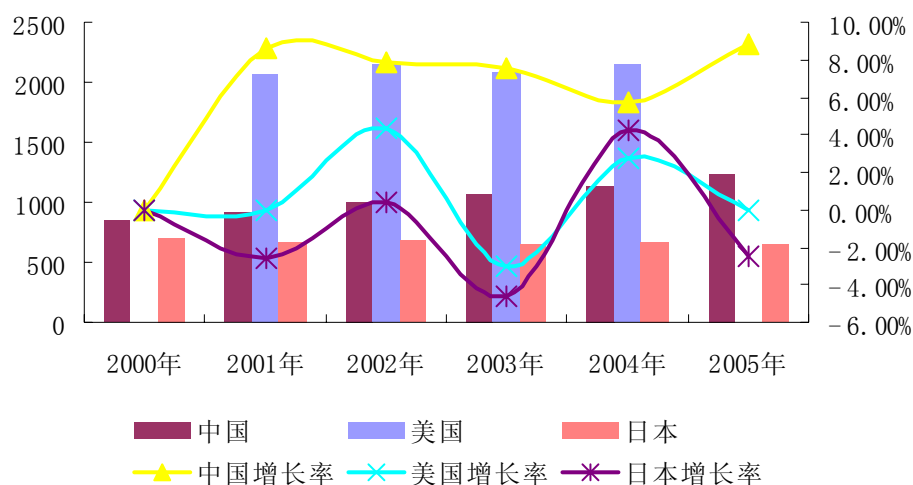
资产收购前，公司主营业务为化工新材料类产品及电子类产品。资产收购后，为了发挥原科大创新高新科技的优势，公司于 2009 年 1 月 1 日成立了安徽时代创新投资发展有限公司，该公司为公司的全资子公司，并通过该公司对原科大创新资产进行改制和整合。

第2部分 图书行业市场分析

2.1 国际图书市场状况

随着知识经济时代的到来，知识和文化产业处于飞速发展的进程之中，文化产业正在迅速成为新的全球增长的驱动轮。在西方发达国家，包括出版、传媒和信息服务在内的文化产业在 GDP 中的比重一般已超过 10%，成为国民经济的支柱产业。美国更是高达 25%，仅次于军事工业；且自 1996 年以来已成为第一大出口创汇产业。英国文化产业的产值在 2001 年时就已接近 900 亿英镑，超过了传统制造业部门。根据 ReportLinker 提供的报告显示，2006 年全球出版行业市场规模达到 3,836.46 亿美元，从 2002 年到 2006 年的年均复合增长率为 2.3%。根据该研究机构的预测，从 2006 年到 2011 年全球图书市场的年均复合增长率保持在 3% 左右，全球出版市场规模 2011 年将达到 4,446.40 亿美元。教育出版是世界图书市场的主要组成部分，发达国家图书销售收入中有近 50% 来自教育出版，发展中国家则要占到 2/3。世界图书出版有日益向教育出版倾斜的趋势，无论在发达国家和发展中国家都是如此。

图 3 图书总销售额国际比较（单位：亿人民币）



资料来源：中国传媒业发展报告 国元证券研究中心

在各国的图书产业中，美国图书产业的年销售额最高，大致在 2000 亿元左右。中国图书产业的销售额也比较高，维持在 1000 多亿元，大致是美国的一半，而且增长率平稳维持在较高的水平上（年均 8% 左右）。日本大致将近 700 亿元，增长率波动也较大，总的来说呈负增长。中国的图书产业，自 2001 年以来，一直保持 6% 的平稳增长。

2.2 国内图书市场状况

截至 2007 年的统计数据显示，在传媒产业各子行业中，图书的规模达到 1238 亿元，且连续三年超过 1100 亿元，位居传媒行业第一位。

图 4 2007 年国内传媒产业各细分行业市场规模

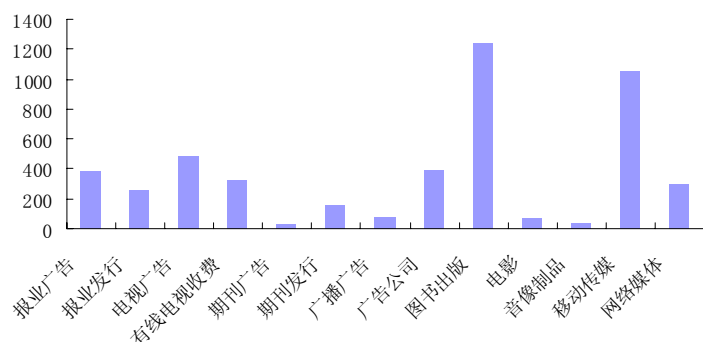
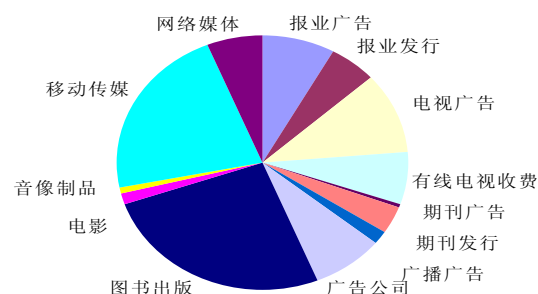


图 5 2007 年国内传媒产业各细分行业市场结构



资料来源：中国传媒产业发展报告 国元证券研究中心

2007 年全国共出版图书 248283 种，其中新版图书 136226 种，重版、重印图书 112057 种，总印数 62.93 亿册（张），总印张 486.51 亿印张，折合用纸量 114.42 万吨，定价总金额 676.72 亿元。与上年相比图书品种增长 6.12%，新版图书品种增长 4.58%，重版、重印图书品种增长 8.05%，总印数下降 1.79%，总印张下降 4.97%，定价总金额增长 4.25%。

表 1 2003—2007 年图书发展情况

年份/规模	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
品种(种)	190396	208294	222473	233971	248283
新版(种)	110845	121597	128578	130264	136226
重版、重印(种)	79611	86697	93895	103707	112057
重版、重印率	41.81%	41.62%	42.21%	44.32%	45.13%
总印数(亿册)	66.66	64.13	64.66	64.08	62.93
总印张(亿印张)	462.35	465.59	493.29	511.96	486.51
总金额(亿元)	561.98	592.89	632.28	649.13	676.72

资料来源：国家新闻出版总署 国元证券研究中心

十一五期间中国的 GDP 增长速度将保持在 10% 左右，从发达国家的经验和近几年中国图书出版产业增长的情况看，由于图书是超必需品，图书出版产业在越过某一门槛值后（一般是人均 GDP800 美元），增长速度将数倍于 GDP 的增长速度，这意味着图书出版产业的需求还有翻倍的空间。

我国图书阅读人群基数大，未来增长空间巨大。据统计，到 2005 年底我国国民平均图书阅读率 42.2%，每年人均阅读购买图书 4.5 本，不足发达国家的十分之一；人均购书消费为 34 元，图书每天接触率为 37.8%。目前中国在校大学生人数达 2000 万，预计 2010 年维持 2000 万，青少年 3.7 亿，这是中国图书消费的主要群体。未来随着教育产业的不断发展、国民消费水平的不断提高，图书消费也会出现平稳的增长。

2.3 我国图书出版市场的竞争格局

全国图书出版单位的规模结构呈橄榄形分布，两头小中间大，超大型图书出版单位和超小型图书出版单位很少，中型图书出版单位的数量最多且分布较均匀。中型图书出版单位占据了大部分行业资产，大型图书出版单位所起的主导作用不像国外那样明显。

从产业布局来看，目前我国出版业在计划经济条件下形成的产业格局基本没被打破。这种按行政区域划分形成的条块分割的产业结构、市场划分和出版资源的平均分布，使得在出版单位的构成及数量发展上，形成各地均衡发展和区域贸易壁垒。

截至 2007 年全国共有出版社 578 家（包括副牌社 34 家），其中中央级出版社 220 家（包括副牌 14 家），地方出版社 358 家（包括副牌 20 家）。经过重组，目前全国形成了 31 家综合出版集团为主体和分散单一出版社的竞争格局。

按照 2006 年的图书发货码洋统计，安徽出版集团位列行业内主要公司第 6 位

表 2：前十位出版集团发货码洋

排名	出版集团	2006 年发货码洋（亿元）
1	浙江出版集团	34.20
2	江苏凤凰出版集团	31.91
3	湖南出版集团	26.00
4	辽宁出版集团	18.21
5	中国出版集团	17.22
6	安徽出版集团	15.39
7	河南出版集团	15.38
8	上海世纪出版公司	15.08
9	湖北长江出版集团	13.56
10	广东出版集团	12.09

资料来源：新闻出版总署图书司，国元证券研究中心

2.4 中小学教材出版市场概况

在教育出版、大众出版、专业出版三大出版领域中，教育出版占有举足轻重的地位。在世界上大多数国家，教育出版都是出版产业中的重要支柱。一直以来，我国中小学教材出版和发行都是处于垄断状态：由人民教育出版社出版，各省出版集团下设本省的教材中心租型出版，当地新华书店发行。这种教材的出版发行模式持续了相当长一段时间，教材的规模经济成为各地教材中心长期而稳定的利润源，也是很多出版单位赖以生存的经济支柱。

表 3 2005—2007 年国内课书的市场分布情况

全部课本	2005	2006	2007
总定价（万元）	2667700	2582200	2541500
种类	50028	51925	53997
册数（万册）	352900	350700	332400
大专及大专以上	2005	2006	2007
总定价（万元）	661913	623493	686599
种数（种）	27459	30390	33525
册数（万册）	27756	24653	26868
中专课本	2005	2006	2007
总定价（万元）	108314	87060	95375
种数（种）	3565	3294	4126
册数（万册）	6808	5382	5276
中学课本	2005	2006	2007
总定价（万元）	1104240	1047433	1004915
种数	5949	5596	5028
册数（万册）	156573	154824	151841
小学课本	2005	2006	2007
总定价（万元）	672873	715615	635488
种数	6668	6316	5399
册数（万册）	152227	158476	140111
业余课本	2005	2006	2007
总定价(万元)	43871	45347	51195

种数	1519	2145	2113
册数（万册）	3481	2693	2770
扫盲课本	2005	2006	2007
总定价（万元）	489	77	303
种数	10	9	10
册数（万册）	56	5	23
教学用书	2005	2006	2007
总定价（万元）	76002	63129	67597
种数	4858	4175	3796
册数（万册）	6048	4710	5089
少儿读物	2005	2006	2007
总定价（万元）	182658	179501	243513
种数	9583	9376	10460
册数（万册）	22926	19975	24445

资料来源：中国新闻出版总署 国元证券研究中心

中小学教材种类较少，但数量较多。上表数据显示，2005—2007 年中小学教材定价总金额占到全部课本的 73%、75%、74%。中小学课本占到总定价金额占整体课本总定价金额比例稳定在 75%左右；分别占图书总定价金额的 30.79%、29.8%、27.79%。

图 6 全部课本同比增长情况

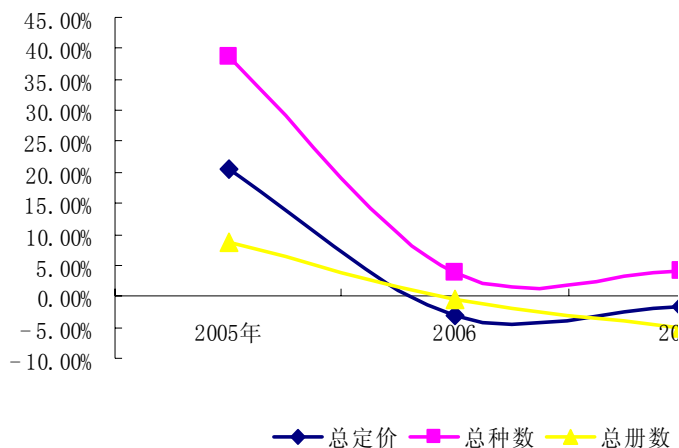
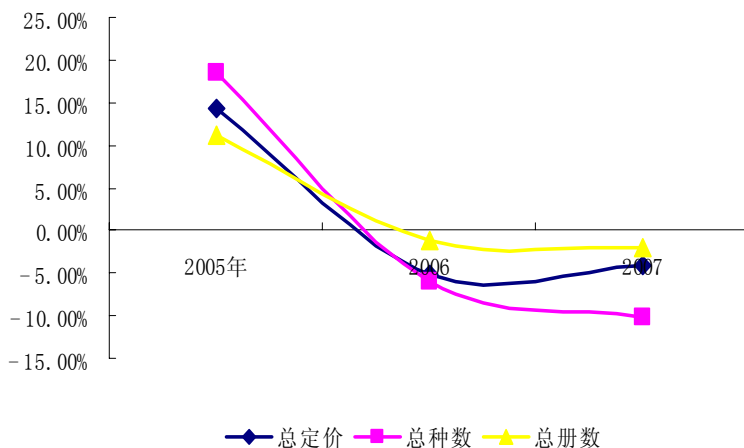


图 7 中学课本同比增长情况



资料来源：中国新闻出版总署 国元证券研究中心

图 8 小学课本同比增长情况

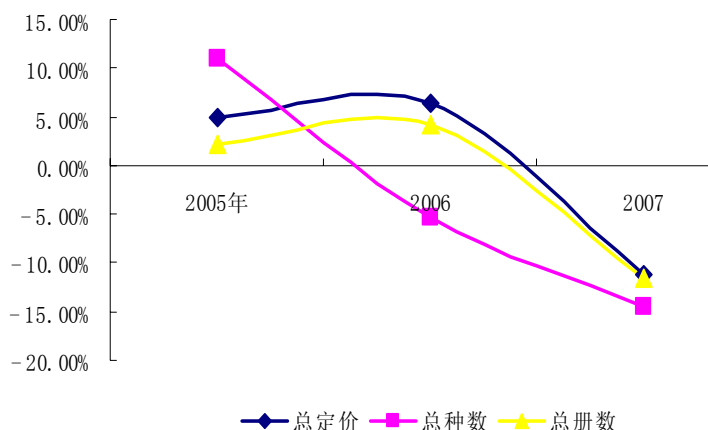
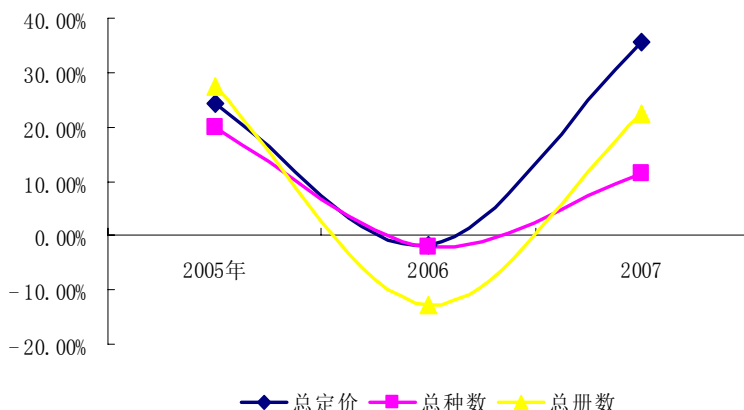


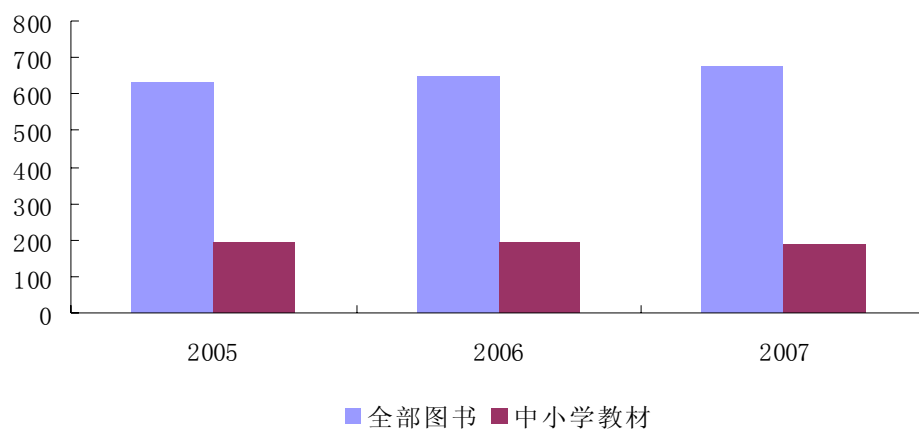
图 9 幼儿教材的同比增长情况



资料来源：中国新闻出版总署 国元证券研究中心

新闻出版总署等三部委从 2001 年开始联合推行教材出版发行体制改革，决定从 2002 年秋季开始在安徽等省进行中小学教材招投标试点，并拟从 2008 年秋季开始在全国范围内推行，但由于种种原因并未实施。但从上图来看，中学课本总定价有企稳的趋势，但中小学课本下降的趋势依然比较明显。随着中小学教材循环使用以及中小學生数量下降的影响，未来中小学课本的下降趋势已成定局，但少儿读物由于其品种的多样性，未来几年将呈现快速增长的状况。

图 10 2005—2007 年中小学教材及图书总定价金额（亿元）



资料来源：新闻出版总署图书司，国元证券研究中心

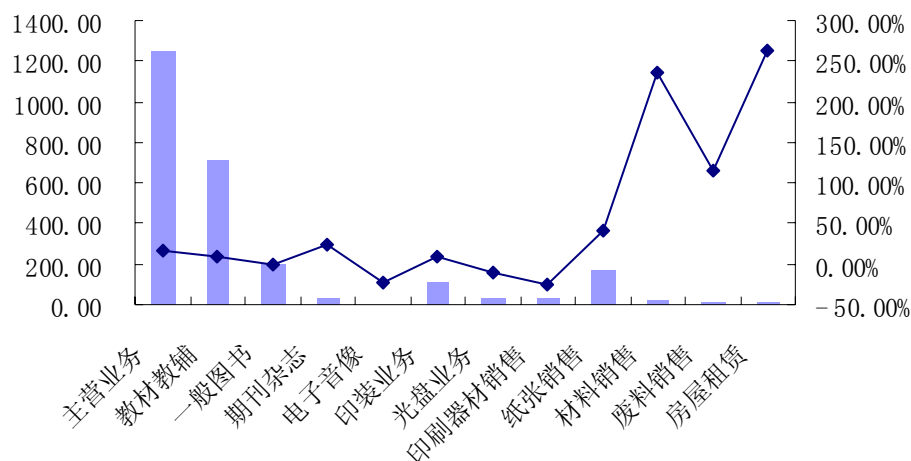
为加强中小学教学用书管理、降低教材价格、减轻学生家长经济负担、深化教材出版发行体制改革，我国在近年出台一系列政策，进行了包括中小学教材出版招投标、政府免费发放农村义务教育阶段教材、部分中小学教材循环使用等方面的改革。中小学教材出版是我国大部分出版社利润的主要支柱。中小学教材出版政策的改革，将对我国出版行业的传统盈利模式产生一定的冲击，特别是各地方出版社需要提高市场化程度，摆脱对中小学教材出版的依赖。

第 3 部分 公司经营情况

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。

2008 年，公司实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 21.65%，实现归属上市公司股东净利润 2.15 亿元，同比增长 12.58%。全面摊薄每股收益 1.10 元。公司 2008 年营业收入同比大增的主要原因是：第一、08 年出售房地产收入 2 亿元左右；第二、公司重组之后，业务范围扩大，电子类产品及辐射化工产品的收入纳入合并报表，使公司 208 年营业收入同比大幅增长。剔除该两项因素之后，公司 2008 年营业收入同比增长 10% 左右。

图 11 2008 年各主营业务收入及同比增长率（单位：百万）



资料来源：公司年报 国元证券研究中心

公司目前主要业务是教材、教辅、图书、期刊以及数字出版、新媒体业务的开发、策划、出版、印刷复制发行等业务。作为文化传媒产业，公司前 5 名主营业务收入占公司主营业务收入 56.53%，比去年同期的 65.32% 下降 10 个百分点左右，主要原因是，公司 2008 年与安徽出版集团重组后主营业务范围扩大所致。我们预计，公司未来几年的增长主要来自于前 5 位业务增长，前 5 位主营业务收入占比将不断扩大。公司目前业绩稳定，防御性强，未来主营将维持在一个基本稳定的增长水平

3.1 教材教辅是收入和利润的主要来源

教材中心主要经营中小学教材代理业务，自身不从事教材研究开发，主要采用租型形式取得教材原创出版社的代理权，向安徽省各地中小学供应教材。目前，教材中心的主要市场为安徽省内，市场占有率为 70% 左右。租型合作的教材原创出版单位为人民教育出版社、人民美术出版社、人民音乐出版社、江苏教育出版社等。

图 12 08 年公司主营业务收入构成

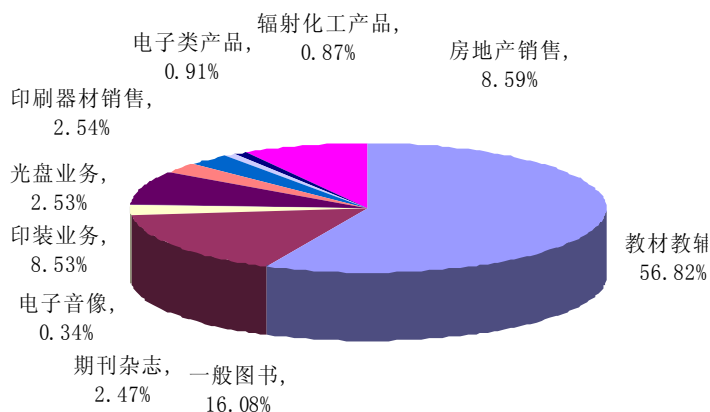
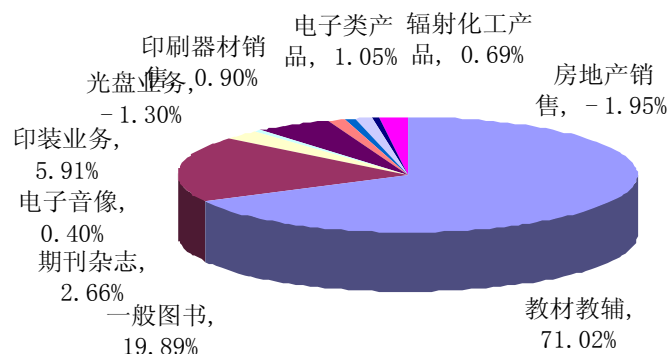


图 13 08 年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司年报 国元证券研究中心

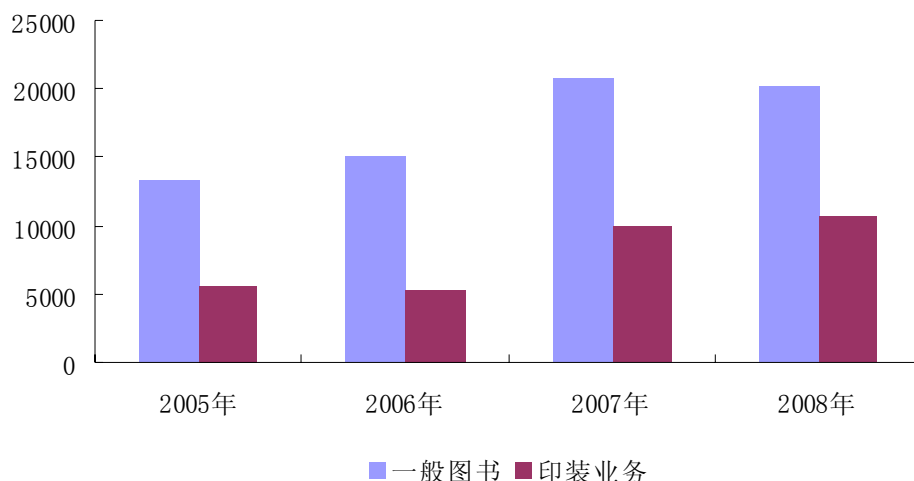
2008 年教材教辅实现营业收入 7.13 亿元，营业毛利 2.78 亿元，教材教辅业务占主营

业务收入的48.64%，占主营业务毛利的71.02%，教材教辅业务的收入和利润能基本维持稳定，从而给予了公司较好的防御性。

3.2 一般图书和印装业务增长迅速

尽管教材教辅是公司主营业务收入和利润的主要来源，但受教材招投标以及政府采购等政策的影响，教材价格将在一定程度上受到限制；此外，受教材循环使用政策的推行以及中小学学生数量减少的影响，教材销量也可能出现一定程度的下滑。因此，教材教辅业务增长的动力不足。

图 14：2005—2007 年公司一般图书和印装业务销售收入（万元）



资料来源：资产收购说明书、国元证券研究中心

为了改善公司对中小学教材的依赖，应对免费教材政策进一步扩大以及教材循环使用等政策给公司经营带来的风险，公司将在维护现有教育图书市场的同时，积极拓展职业教育图书出版业务，与海内外专业大型教育和出版机构合作开发成人教育、健康教育、技能教育等社会教育资源，研发高职中职、员工培训、继续教育以及 MBA 等教材，拓展教育读物市场，打造教辅品牌和课外读物品牌，提高服务教育能力。另外，公司还积极调整图书出版产品结构，并以市场需求为基础，巩固专业出版阵地，开拓学术出版业务，加大大众出版比重，逐步降低对中小学教材图书的依赖。从公司资产收购说明书的备考合并利润表可以看出，近几年安徽出版的一般图书和印装业务增长较为迅速，主要是公司拥有一支优秀的编辑和策划团队，策划出版了一系列精品畅销和畅销书，如《鬼吹灯》、《虹猫蓝兔》等。2008年公司一般图书与印装的增长低于此前的预期。但从近几年一般图书和印装业务的复合增长率来看，增长速度还是比较迅速的。我们预计公司未来几年一般图书的增长依然可以保持在15%的增长水平。

3.3 积极探索新的发展模式

公司今年4月份发布公告，公司旗下全资控股子公司美术社将与时代漫游合作，共同开发《四大名著》漫画作品，按1:1形式出资和利润分配，预计总额为920万元，美术社主要负责图书编辑、出版、发行、对外版权贸易等；时代漫游主要负责图书作品的市场营销、协助美术社从事有关本图书作品的发行、电子网络销售和对外版权贸易等工作。从《三国演义》的发行看，4月18日首发当日销量超过5000册，《三国演义》共20册，每册定价24元，总计480元，假定09年销售150万册，按10%的折扣以及15%的净利率计算，项目组净利润09年约为486万元，上市公司分成约243万元，增厚EPS为0.012元。本次合作的意义在于，时代出版正在探索出版和发行营销的新模式，这一

模式有望快速复制，并催生出更多畅销书。

3.4 纸张成本和教材价格是影响盈利能力的主要驱动因素

公司总成本中，纸张成本约占总成本的35%，其中纸张成本占出版业务成本的45%，占印刷业务成本的40%。

图15：出版业务成本构成

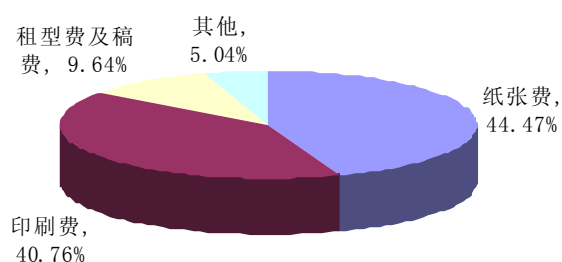
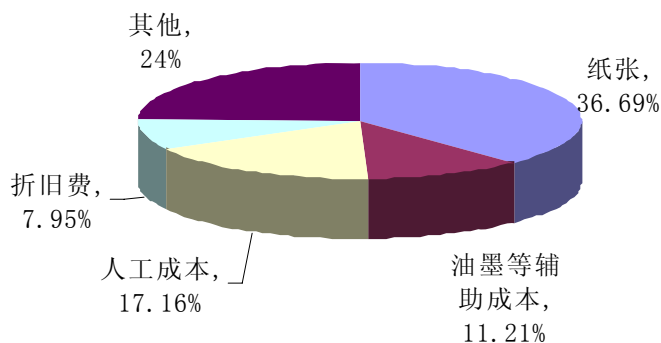


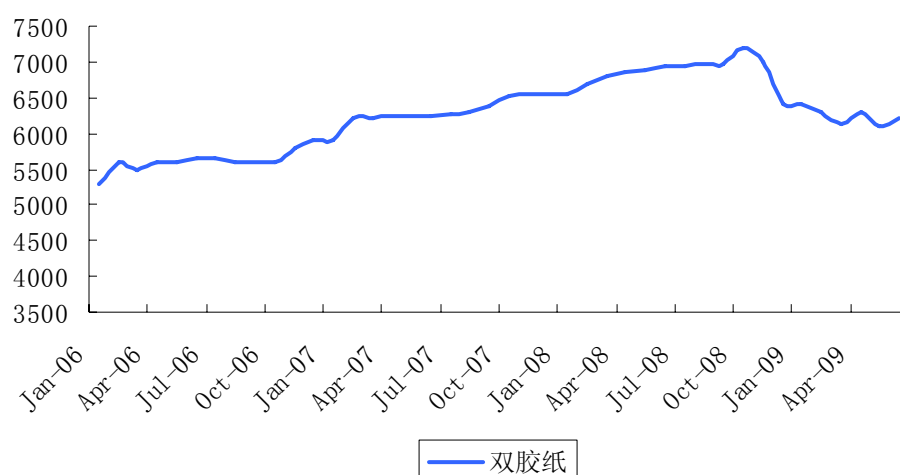
图16：印刷业务成本构成



资料来源：资产收购说明书、国元证券研究中心

根据公司资产收购报告，关于纸张价格上涨对公司业绩影响的敏感性数据显示，纸张价格上涨1%，将导致2007年度总成本上升327.26万元，导致净利润减少327.26万元，净利润变动幅度为减少1.67%，纸张价格相对于净利润的敏感系数为-1.67。2008年，国内九大文化出版纸张生产厂家纷纷宣布提高纸张出厂价，调价幅度在每吨200元到700元，上涨幅度约10%。公司针对纸张价格波动的主要对策是设立浆纸中心，集中采购生产所需用纸，并通过纸浆及纸张贸易，提高采购议价话语权，降低公司的原材料采购成本。由于2008年下半年整体经济的衰退，纸张价格也出现了一定程度的下滑，从而大大缓解了公司的成本压力。进入2009年，我们认为，纸价的趋势企稳回升的趋势已非常明显。

图 17 06—09 年又胶纸的价格走势图



资料来源：纸业资讯 国元证券研究中心

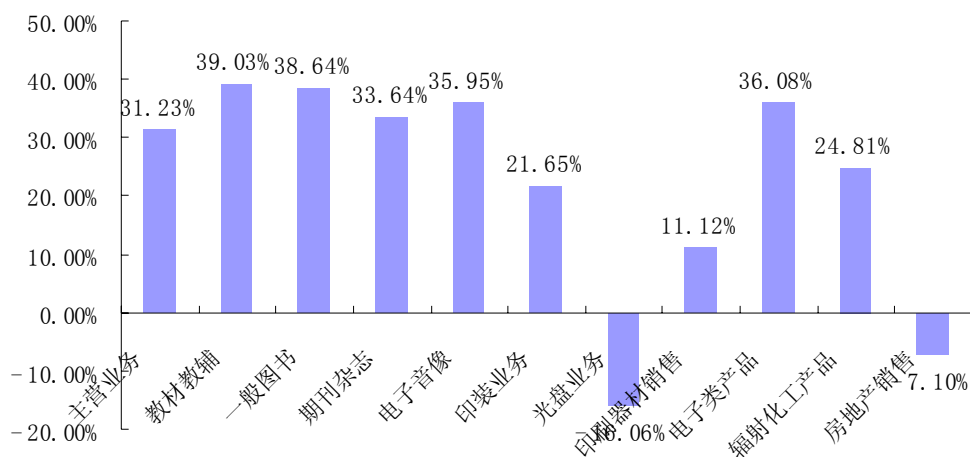
公司的中小学教材定价受国家相关政策限制，不具备完全的自主定价权。但根据国家相关政策，随着原材料价格的上涨，中小学教材的“中准价”也将进行调整。公司对教辅图书以及一般图书具备自主定价权。

3.5 主营业务毛利率稳定

公司 2008 年教材教辅毛利率为 39%，比去年同期提升 2 个百分点；一般图书毛利率 38.63%，比去年同期提升 7 个百分点左右；期刊杂志毛利率为 33.57%，与 2007 年的 33.82% 基本持平；电子音像毛利经为 35.95%，比去年同期提升 12 个百分点左右；印装业务毛利率 21.65%，比去年同期提升 2 个百分点左右。

出版业务毛利率下降的主要原因是占主要成本的纸的价格在 08 年四季度快速下降，使主营业务的毛利率小幅提升。公司 2008 年综合毛利率为 31.23%，比去年同期下降 0.34 个百分点。公司 08 年综合毛利率低于 07 年的主要原因是：一方面，主营业务范围扩大，高毛利率业务占比减小；另一方面，公司 08 年房产销售毛利率为负；这两个原因是拉低公司 2008 年综合毛利率的主要原因。

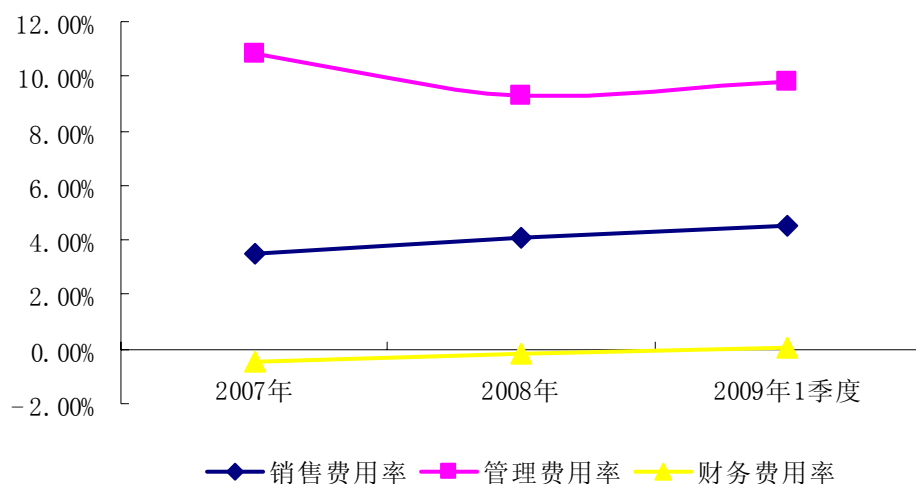
图 18 各主营业务的毛利率（摘自 2008 年年报）



资料来源：公司年报 国元证券研究中心

2009 年纸的产量及价格数据显示，纸的产量和价格有止跌企稳的迹象，随着经济的逐渐复苏，纸价将在 2009 年有一定的回调。同时，由于房地产销售将不再对公司的毛利率产生影响，我们认为，公司 2009 年的毛利率将略低于 2008 年的水平。

图 19 公司的三项费用率情况



资料来源：公司年报 国元证券研究中心

公司已公布的数据显示，资产注入上市公司之前，公司的管理费用略高于资产注入之后，销售费用与财务费用略低于资产注入之前。资产注入之后，从 08 年及 09 年一季度的情况来看，公司的三项费用率一直维持在一个较为平稳的水平，基本上波动不大。我们对

公司未来三项费用的预测也将维持目前的水平。

第 4 部分 盈利预测与投资建议

预测假设：

1. 考虑到教材招投标、政府采购对教材价格的限制以及教材循环使用、中小学学生数量减少对教材销量的影响，预计教材教辅 09、10、11 年分别增长 3%，3%，3%。
2. 一般图书和印装业务保持快速增长，预计 08、09、10 年一般图书业务分别增长 15%，15%，15%，印装业务分别增长 30%，30%，30%。
3. 公司原有业务电子和化工 09 年分别增长 8%和 5%。
4. 纸张价格的回暖短期内对公司 2009 的教材教辅和一般图书的毛利率提升起到一定的抵制作用，我们预计 09 年纸价回升的趋势将是非常明显的，保守预计 09 年教材教辅的毛利率将出现一个小幅下滑；但同时规模扩大使印装业务毛利率略有提升；公司 09、10 年综合毛利率分别为 28%、28.1%。

表 4 主营业务收入预测表

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务	1254579806.37	1236349092	1344208068	1474962426
教材教辅	712891346.01	734278086.4	756306429	778995621.9
一般图书	201750598.19	232013187.9	266815166.1	306837441
期刊杂志	30933632.01	40213721.61	52277838.1	65347297.62
电子音像	4325612.33	3893051.097	3698398.542	3698398.542
印装业务	106977967.90	139071358.3	180792765.8	235030595.5
光盘业务	31796453.54	28934772.72	26330643.18	23960885.29
印刷器材销售	31873977.21	30280278.35	28766264.43	30204577.65
电子类产品	11437586.76	12352593.7	13340801.2	14408065.29
辐射化工产品	10880386.27	11424405.58	11995625.86	12595407.16
房地产销售	107768110.02	0	0	0
其他	3884136.13	3884136.13	3884136.13	3884136.13
其他业务	210957644.50	278142264.1	358617857	463614013.6
纸张销售	162704782.20	211516216.9	274971081.9	357462406.5
材料销售	18013450.53	25218830.74	34045421.5	44259047.95
废料销售	10925516.08	16388274.12	24582411.18	36873616.77
房屋租赁	5186406.10	10891452.81	10891452.81	10891452.81
版权使用费	1634868.42	1634868.42	1634868.42	1634868.42
其他	12492621.17	12492621.17	12492621.17	12492621.17
合计	1465537450.87	1514487856	1702825925	1832424833

资料来源：国元证券研究中心

基于上述假设，我们预测公司 2009—2011 年分别实现营业收入 15.14 亿元、17.03 亿元和 18.32 亿元，实现净利润 2.25 亿元、2.53 亿元和 2.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.55 元、0.62 元和 0.68 元。

表 5 上市公司估值比较

代码	简称	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
		TTM	09E	10E	
000504	赛迪传媒	-11.40	0.00	0.00	7.23
000793	华闻传媒	43.79	32.06	28.21	3.17
000839	中信国安	66.53	48.66	34.71	4.56
000917	电广传媒	-1,529.84	56.41	45.83	3.84
002238	天威视讯	50.10	44.51	36.28	3.15
600037	歌华有线	39.30	47.12	37.99	2.84
600088	中视传媒	75.13	60.56	54.51	4.48
600551	时代出版	12.6	26.00	23.00	2.91
600825	新华传媒	43.48	38.72	33.77	5.45
600831	广电网络	124.89	36.07	27.50	2.99
600880	博瑞传播	39.28	33.07	28.04	7.68
601999	出版传媒	49.35	46.20	41.78	4.22

资料来源: wind, 国元证券研究中心

传媒板块 09 年 PE 中值为 45 倍, 板块整体估值偏高一是行业具有轻资产的特性, 此外行业内多数公司存在资产注入/整合的预期。公司目前股价对应 09 年动态市盈率为 26 倍, 大大低于行业平均水平。考虑到公司未来几年成长性较慢以及本次收购资产已基本囊括了安徽出版集团的传媒类资产, 我们认为公司估值应略低于行业平均水平, 09 年合理的 PE 为 30 倍, 对应目标价 16.5 元。考虑到公司业绩稳定能提供较好的防御性, 且公司的 PB 水平仍处于行业的较低水平, 给予公司谨慎推荐的投资评级。

第 5 部分 风险因素

中小学教材出版政策不确定性风险 由于中小学教材出版招投标在实践过程中存在的问题, 2008 年中小学教材出版招投标处于暂停阶段, 但中小学教材一系列相关政策的实施, 以及随着改革进一步深化所带来的不确定性, 将给本公司带来一定的影响。

与新兴媒体的竞争风险 近几年随着互联网的快速发展, 新兴媒体的发展非常迅速, 对于图书这样的传统传媒方式的冲击将是非常大, 虽然目前图书在媒体的主导地位暂时还无法动摇, 但未来与新兴媒体的竞争风险将是不可忽视的。

表 6 资产负债表

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1475	1641	1854	2069
现金	391	500	584	715
应收账款	373	409	455	487
其它应收款	36	48	54	59
预付账款	63	65	73	79
存货	600	608	676	718
其他	11	10	11	12
非流动资产	834	905	980	1060
长期投资	57	57	57	57
固定资产	658	657	658	661
无形资产	79	138	196	255
其他	40	53	69	87
资产总计	2309	2546	2834	3129
流动负债	434	469	520	559
短期借款	15	15	10	8
应付账款	175	185	220	250
其他	245	269	290	301
非流动负债	16	11	12	14
长期借款	0	0	0	0
其他	16	11	12	14
负债合计	450	480	532	572
少数股东权益	121	132	144	157
股本	195	391	391	391
资本公积	1166	970	970	970
留存收益	377	574	797	1039
归属母公司股东权益	1738	1935	2158	2400
负债和股东权益	2309	2546	2834	3129

资料来源：国元证券研究中心

表 7 利润表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1466	1514	1703	1832
营业成本	1045	1090	1224	1316
营业税金及附加	14	14	15	16
营业费用	61	63	72	77
管理费用	137	145	164	176
财务费用	-3	-9	-12	-14
资产减值损失	26	24	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	5	5	5
营业利润	189	192	219	242
营业外收入	40	38	39	39
营业外支出	3	2	3	3
利润总额	227	228	256	278
所得税	1	1	1	1
净利润	226	227	255	277
少数股东损益	11	11	12	13
归属母公司净利润	215	217	243	264
EBITDA	236	225	253	275
EPS (元)	1.10	0.55	0.62	0.68

资料来源: 国元证券研究中心

表 8 现金流量表

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	35	215	198	248
净利润	226	227	255	277
折旧摊销	50	43	45	48
财务费用	-3	-9	-12	-14
投资损失	-3	-5	-5	-5
营运资金变动	-250	-72	-120	-84
其它	16	32	34	27
投资活动现金流	12	-96	-102	-108
资本支出	83	38	44	50
长期投资	15	1	0	0
其他	110	-58	-58	-58
筹资活动现金流	-98	-10	-13	-10
短期借款	-42	0	-5	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	120	195	0	0
资本公积增加	1077	-195	0	0
其他	-1253	-10	-8	-8
现金净增加额	-51	109	84	131

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
谨慎推荐	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 $\pm 5\%$ ” 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

免责声明:

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