

资本运作预期提升出版类公司估值水平

推荐 维持评级

分析师: 许耀文 邮箱: xuyaowen@chinastock.com.cn 电话: 010-66568589

1. 事件

我们于近期调研时代出版, 结合调研情况与行业发展情况对公司进行跟踪分析。

2. 我们的分析与判断

出版行业已经成为文化体制改革先锋, 跨区域并购整合成为热点:

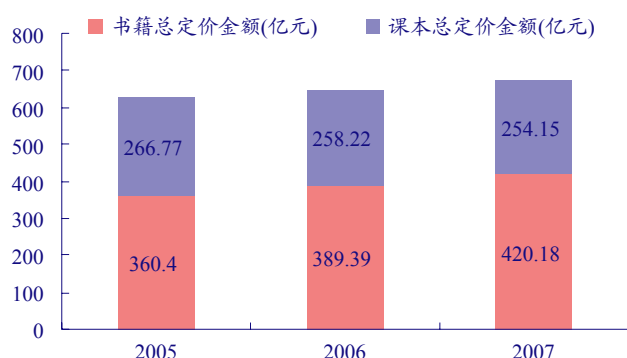
出版行业在文化体制改革方面走在前列的原因:

- 出版发行行业的意识形态色彩最弱, 而报纸和广电系统需要承担大量的意识形态宣传职能。
- 出版发行行业更容易整体上市。报纸的采编业务和广电系统的播出业务不能上市, 在上市过程中, 相关公司的业务链不仅被割裂, 而且还需要设立关联交易价格, 在集团和上市公司间进行利益分配, 而出版发行行业在整体上市方面受的限制很少。
- 监管部门更为积极。新闻出版署在推动出版发行企业的市场化改革方面不遗余力, 2009年4月6日, 国家新闻出版总署印发《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》, 明确指出推动联合重组, 加快培育出版传媒骨干企业和战略投资者。在三到五年内, 培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。

内生性增长具有弱周期性, 优胜劣汰日益明显:

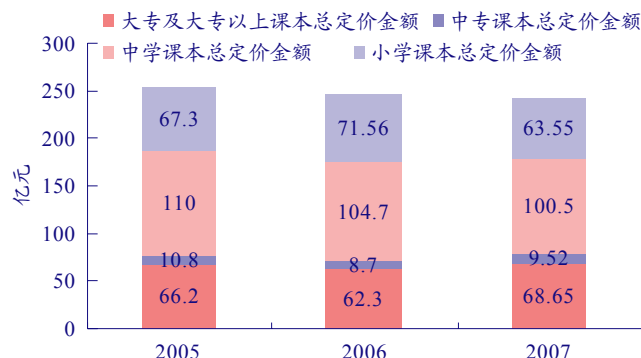
- 从行业总体的规模来看, 出版行业已经进入较为成熟的阶段, 中小学在校人数减少是影响行业增长的最大负面因素。中小学教材教辅占到国内图书定价总金额的37.5%左右, 2007年课本总印刷下降5.22%, 导致课本定价总金额下降1.58%。

图 1: 中国书籍定价总金额年度数据



资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 中国教材定价总金额年度数据



- 从行业周期性来看，出版行业也存在弱周期性。在面临金融危机的冲击，中国出版行业内部优胜劣汰的趋势更为明显。2008年美国出版行业销售金额同比下降2.8%，2009年1季度同比下滑6.8%。中国出版行业虽然没有具体的数据披露，但是据我们了解，总的销售规模也是同比下滑，其中一般图书增长，教材教辅继续下滑。行业内排名前列公司收入仍然保持增长态势，如湖南出版收入规模同比增长13%，时代出版收入同比增长3.4%，出版传媒收入同比增长16.2%。

出版发行行业的垄断优势更为明显：

有线网络、出版发行和报纸的区域垄断性都是其收入的基石，但是相比有线网络和报纸，出版发行的垄断优势更为明显。有线网络面临卫星电视和IPTV的潜在竞争，而报纸受众面临新媒体的持续分流影响。出版发行的垄断主要在于所在省份的教材教辅出版发行业务，由于地方保护主义的影响，这一垄断很难被打破，但是从另一个方面来看，这也制约了产业生产要素在全国范围内的流通。

公司教材教辅业务情况好于我们预期：

我们预期时代出版教材教辅业务依然有望保持10%以上的增长，主要原因包括：

- 时代出版占安徽省教材出版70%的市场份额，其余30%主要是北京师范大学直销的教材。其它很多省市如湖南地区的省出版集团占有本身100%的中小学教材教辅市场份额，时代出版仍有提升市场份额的空间
- 金融危机带来的民工回流潮使得安徽省的中小学在校学生人数出现恢复性增长
- 中高职教材教辅市场是新的增长点。随着政府对中高职教育的日益重视，安徽省的中高职教材也很可能会像中小学教材那样采取政府采购的方式。2008年安徽省有中小学在校生831万人、中等职业教育在校生88万人，如果中高职教育纳入政府采购，那么教材教辅市场规模有望增长10%以上，而公司控股的新九雅图书发行公司已经获得中高职教材发行权
- 教材循环使用有可能停止。教材循环使用对公司教材教辅业务产生一定负面影响，但是其产生教育不平等和卫生等诸多问题，很可能会停止。

公司的竞争优势：

我们认为出版行业的核心竞争力体现在三个方面：人才、创造力和品牌。时代出版在2005年即实施了事业单位体制向市场化体制的改革，是国内最早实施改革的出版集团之一，团队的激励体系和凝聚力在国内出版集团中位于前列。公司旗下的少儿社、美术社和黄山社等在各自的领域都处于国内一流出版社的地位，具有品牌优势。公司重版图书占总图书品种的比重为57.38%，高于全国平均重版率约10个百分点，有助于公司一般图书业务的稳定增长。

资本运作的可能方向：

公司并不主张盲目的扩张，而是要考虑收购价格和业务的互补性。我们预计公司可能的资本运作在于三个方面：

- 收购安徽出版集团的相关业务。多元化发展是公司提升成长性的重要战略，集团公司在贸易、医药流通和房地产等方面做得非常成功，我们认为集团有可能把这些资产注入上市公司
- 收购中央部委和大学附属出版社资产。新闻出版社规定2010年要实现全国中央部委和大学附属出版社的市场化改革，这类出版社全国共有约300多家。如果能以合适的价格收购这些出版社，将有助于拓展公司的出版领域。
- 拓展发行类资源。

3、投资建议

资本运作预期提升估值水平。我们认为出版行业正在迎来一个大整合的时代，行业集中度有望快速提升，时代出版有望利用最早进入资本市场的先发优势，通过跨区域跨媒体并购实现外延式增长。我们预计公司 09 和 10 年的 EPS 分别为 0.60 元和 0.66 元，对应目前股价的 EPS 分别为 24.1X 和 21.9X。传媒行业 09 年平均动态 PE 已经达到 47 倍，我们认为出版行业在整合预期推动下，动态 PE 至少会达到 30 倍，时代出版合理的估值水平为 18 元，给予公司“推荐”评级。

表 1：2006 年中国出版集团排名

排名	出版社（集团）	总资产(亿元)	净资产(亿元)	销售收入（亿元）	相关上市公司
1	江苏凤凰出版集团	88.94	48.55	84.04	拟分拆业务上市；房地产业务借壳 st 耀华
2	浙江出版集团	75.12	44.52	75.09	
3	山东出版集团	75	32	66	
4	湖南出版集团	68	32	61	未来 1 年内 IPO 上市
5	河南出版集团	63.82	29.48	58.84	
6	中国出版集团	52.69	18.17	35.31	S*ST 鑫安
7	河北出版集团	47.24	25.62	37.72	
8	江西出版集团	42.71	28.49	34.26	时代出版
9	广东出版集团	39.06	25.31	28.17	
10	安徽出版集团	31.46	18.92	10.14	计划 2010 年上市
11	湖北长江出版集团	26.7	17.54	17.75	
12	辽宁出版集团	23.86	8.55	16.18	出版传媒

资料来源：中国银河证券研究所

表 2: 时代出版三大报表预测 (百万元、元)

资产负债表	2006	2007	2008	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
货币资金	43	52	391	441	509	营业收入	112	119	1466	1654	1836
应收票据	8	5	10	12	13	营业成本	78	80	1045	1172	1304
应收账款	35	36	373	421	468	营业税金及附加	1	1	14	17	18
预付款项	3	2	63	87	113	销售费用	13	13	61	69	77
其他应收款	14	5	36	41	45	管理费用	17	17	137	157	174
存货	30	31	600	578	643	财务费用	5	4	-3	-1	-6
其他流动资产	0	0	1	1	1	资产减值损失	3	4	26	29	32
长期股权投资	9	12	57	57	57	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	92	87	658	651	653	投资收益	6	4	3	0	0
在建工程	3	28	11	56	78	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	2	2	2	营业利润	1	4	189	211	237
无形资产	16	15	79	71	63	营业外收支净额	4	5	38	39	39
长期待摊费用	0	0	17	15	14	税前利润	5	9	227	251	276
资产总计	256	275	2309	2440	2666	减: 所得税	0	1	1	2	2
短期借款	77	57	15	0	0	净利润	5	8	226	249	274
应付票据	0	0	32	36	40	归属母公司净利润	4	6	215	236	260
应付账款	9	9	175	160	179	少数股东损益	1	2	11	13	14
预收款项	9	40	56	56	56	基本每股收益	0.05	0.07	1.10	0.60	0.66
应付职工薪酬	5	4	16	16	16	稀释每股收益	0.05	0.07	1.10	0.60	0.66
应交税费	1	3	51	51	51	财务指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
其他应付款	5	5	87	87	87	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	1	营收增长率	9.1%	6.7%	1131.2%	12.9%	11.0%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	2.3%	204.2%	2537.4%	14.4%	9.7%
预计负债	0	0	2	2	2	净利润增长率	46.3%	39.7%	3769.0%	9.9%	10.0%
负债合计	108	120	450	423	446	盈利性					
股东权益合计	148	155	1859	1889	2093	销售毛利率	30.0%	32.5%	28.7%	29.2%	29.0%
现金流量表	2006	2007	2008	2009E	2010E	销售净利率	3.6%	4.7%	14.7%	14.3%	14.1%
净利润	5	8	226	249	274	ROE	2.7%	3.6%	11.6%	12.5%	12.4%
折旧与摊销	6	7	77	80	85	ROIC	1.15%	3.16%	11.08%	12.55%	12.43%
经营活动现金流	18	13	-337	262	232	估值倍数					
投资活动现金流	5	22	-150	-100	-100	PE	274.4	196.5	13.2	24.1	21.9
融资活动现金流	-14	-26	1107	-112	-64	P/S	9.8	9.2	1.9	3.4	3.1
现金净变动	10	9	621	50	67	P/B	7.4	7.0	1.5	3.0	2.7
期初现金余额	33	43	52	391	441	股息收益率	46.1%	0.3%	1.3%	24.4%	1.2%
期末现金余额	43	52	672	441	509	EV/EBITDA	126.6	77.0	9.0	16.7	15.2

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

许耀文

传媒、通讯行业分析师，毕业于中国人民大学会计系，2006 年加入中国银河证券研究所，负责传媒和通讯行业研究。具有 4 年证券研究经验。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908