



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 8 月 20 日

传媒行业

研究部

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

无评级

鑫新股份(600373.CH)

江西出版集团借壳上市

出版集团主要财务信息

人民币 百万	2006	2007	2008
总收入	2,269	2,143	3,127
+/- (%)		-5.6%	45.9%
利润总额	234	206	163
+/- (%)		-12.2%	-20.7%
净利润	131	225	184
+/- (%)		72.4%	-18.1%
总资产	3,658	4,520	4,760
净资产	2,364	2,729	2,769
资产负债率	35.4%	39.6%	41.8%

股票信息

A股	
当前股价	人民币8.87
股票代码	600373 CH Equity
日成交量 (百万股)	16.4
总市值 (百万元)	1,663
52周最高价/最低价	人民币8.99/2.02
发行股数 (百万股)	188
其中: 流通股 (百万股)	188
主要股东 (持股比例)	江西信江实业有限公司 (27.41%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[600373.CH]	+7.13	+7.13	+38.16	+194.68
[上证A股指数]	-10.51	-14.75	+5.05	+43.74
[中金传媒指数]	-4.75	-11.10	+0.34	+54.39

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/09/03-召开临时股东大会

公司近况:

江西出版集团将借壳鑫新股份(600373), 已于8月18日公布重组预案, 具体方案尚未披露。

评论:

- 江西出版集团综合实力较强, 资产和收入列于全国前 10 位。08 年, 江西出版集团营业收入 31.3 元, 净利润 1.8 亿元, 净资产 27.7 亿元。按收入计, 大致排在全国第 7 位, 总体规模要大于辽宁出版集团和安徽出版集团。
- 上市资产为集团核心资产, 涵盖“出版-印刷-发行”完整产业链。在重组预案中, 江西出版集团将非核心资产剥离, 拟注入包括“出版-印刷-发行”和进出口等在内的完整产业链 (在现有出版上市公司中, 时代出版缺乏发行环节, 新华传媒缺乏出版环节)。
- 09-10 年经营较为稳定, 可见度较高。从公司披露的资料看, 07 年净利润为 2.3 亿元, 08 年净利润仅为 1.8 亿元, 同比下滑 20%左右, 主要受改制成本增加、纸张成本上升和金融危机等一次性因素影响。我们认为 09 年这些因素均有所改善, 经营性业务将恢复正常, 09 年盈利水平达到 2.3 亿元以上的可见度较高。

估值与建议:

基于现有的资料, 我们假设 09 年盈利为 2.3-2.5 亿元, 发行股数为 4.24-5 亿股, 发行后为 6.1-6.9 亿股。悲观情形下, 09 年净利润 2.3 亿元, 总股数 6.9 亿股, EPS 为 0.33 元, 鑫新股份当前股价对应 09 年 PE 为 27x。乐观情形下, 09 年净利润 2.5 亿元, 发行股数 6.1 亿股, EPS 为 0.41 元, 鑫新股份当前股价对应 09 年 PE 为 22x。

A 股传媒公司 09 年 PE 中值为 46x, 鑫新股份当前估值仍有一定吸引力。如果给予 09 年 30xPE, 中性 EPS 为 0.38 元, 合理股价为 11 元左右, 还有 25%左右的空间。不过, 可比公司时代出版 09 年 PE 为 21.4x, 与乐观情形下鑫新股份估值相近。结合当前的市场状况和传媒股票事件驱动的特征, 我们认为该股当前具有一定的吸引力, 但大幅上涨的理由尚不充分, 建议投资者谨慎参与。

重组预案

- 大股东将现有的资产和负债全部转移，制造一个净壳。
- 江西出版收购大股东 4000 万股，作价每股 7.54 元。（鑫新股份现有股份为 1.875 亿股，股价为 8.87 元左右）
- 鑫新股份向江西出版定向增发不超过 5 亿股，发行价格为 7.54 元，收购江西出版下属部分资产，预计评估价值为 32 亿元左右。

评论

文化体制改革向纵深发展，出版发行业走在前列。（1）8 月 14-16 日，中央四部委（中宣部、文化部、新闻出版总署和广电总局）联合在江苏召开文化体制改革经验交流会，提出文化体制改革进入攻坚克难的关键阶段，进一步推动改革向纵深发展，向面上推开，加快转企改制-集团化重组-上市融资-跨区域整合的步伐。（2）出版发行业一直走在体制改革的前列，上海新华传媒（06 年借壳）、四川新华文轩（07 年香港 IPO）、辽宁出版传媒（07 年 IPO）、安徽出版集团（08 年借壳）、河南中原出版（09 年公告借壳）已经成功与资本市场对接。江西出版集团的借壳，符合文化体制改革的方向，有利于培育骨干企业和战略投资者，打造中国出版传媒业的航空母舰，早日实现版署“3-5 年内出现 5-6 家收入和资产双百亿集团”的目标。

江西出版集团综合实力较强，资产和收入列于全国前 10 位。（1）08 年，江西出版集团营业收入 31.3 元，净利润 1.8 亿元，净资产 27.7 亿元。按收入计，大致排在全国第 7 位，总体规模要大于辽宁出版集团和安徽出版集团。（2）08 年 3 月，江西出版集团与中国和平出版社（宋庆龄基金会主管）共同成立中国和平出版社有限责任公司，其中，江西出版集团持股 70%，开创了国内出版业跨地域并购的先河。

上市资产为集团核心资产，涵盖“出版-印刷-发行”完

整产业链。（1）在重组预案中，江西出版集团将房地产、酒店宾馆、资产经营公司等非核心资产剥离，不纳入注入资产范围。（2）注入资产范围较广，包括“出版-印刷-发行”和进出口等完整产业链（在现有出版上市公司中，时代出版缺乏发行环节，新华传媒缺乏出版环节）。

09-10 年经营较为稳定，可见度较高。（1）从行业角度看，随着 GDP 的平稳增长和新书的不断推出，未来 3-5 年图书出版发行业整体有望实现 10-20% 的内生增长。（2）从公司披露的资料看，07 年净利润为 2.3 亿元，08 年净利润仅为 1.8 亿元，同比下滑 20% 左右，主要受改制成本增加、纸张成本上升和金融危机等一次性因素影响。我们认为 09 年这些因素均有所改善，经营性业务将恢复正常，09 年盈利水平达到 2.3 亿元以上的可见度较高。

估值与建议

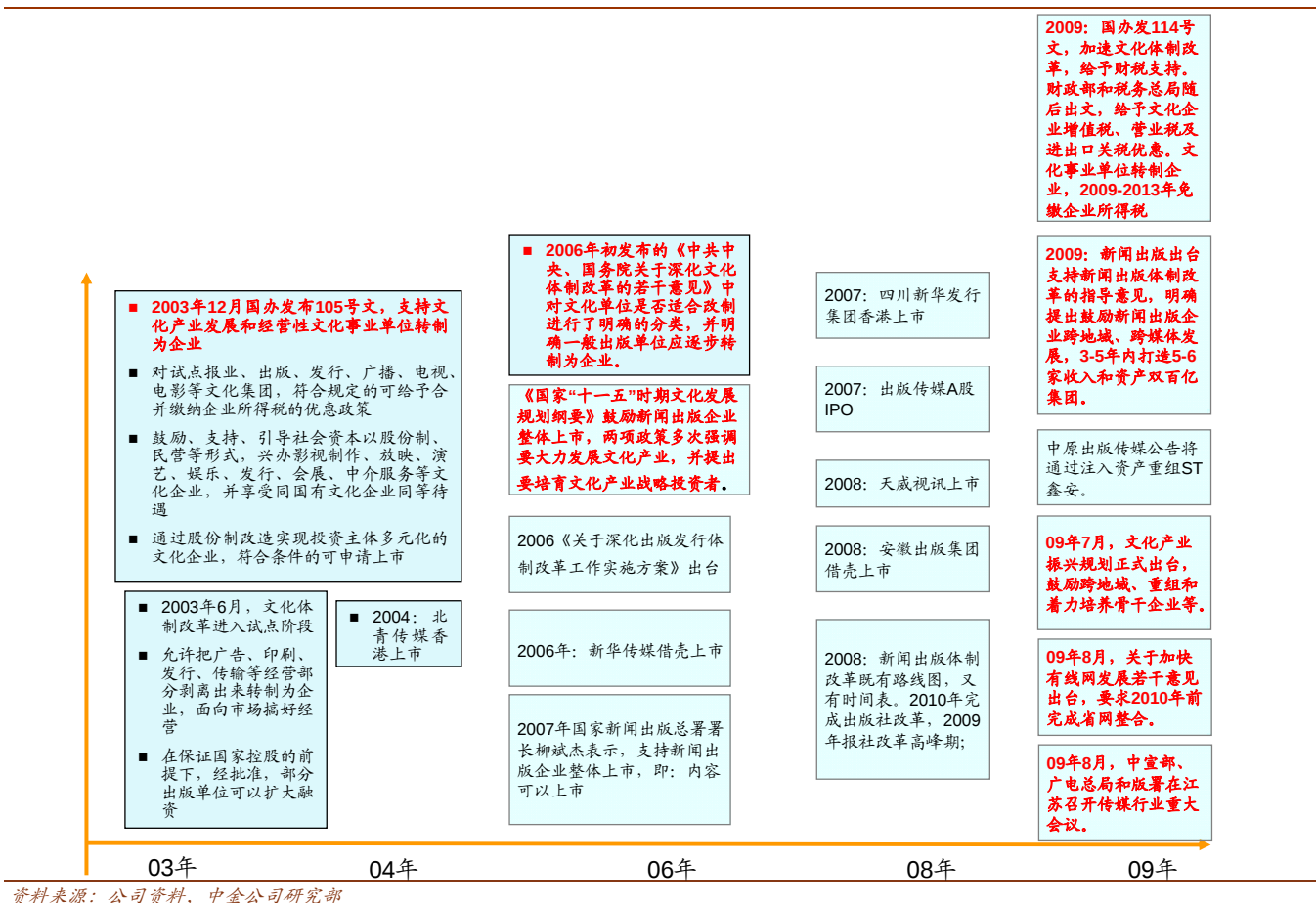
该股的投资空间取决于注入资产的盈利水平和发行股数。基于现有的资料，我们假设 09 年盈利为 2.3-2.5 亿元左右，发行股数为 4.24-5 亿股左右，发行后为 6.1-6.9 亿股左右。（1）悲观情形下，09 年净利润 2.3 亿元，总股数 6.9 亿股，EPS 为 0.33 元，鑫新股份当前股价为 8.87 元，对应 09 年 PE 为 27x。（2）乐观情形下，09 年净利润 2.5 亿元，发行股数 6.1 亿股，EPS 为 0.41 元，鑫新股份当前股价为 8.87 元，对应 09 年 PE 为 22x。

股价具有一定吸引力，但大幅上涨的理由尚不充分。（1）A 股传媒公司 09 年 PE 中值为 46x，鑫新股份当前估值仍有一定吸引力。如果给予 09 年 30xPE，中性 EPS 为 0.38 元，合理股价为 11 元左右，还有 25% 左右的空间。（2）可比公司时代出版 09 年 PE 为 21.4x，与乐观情形下鑫新股份估值相近。结合当前的市场状况和传媒股票事件驱动的特征，我们认为该股当前具有一定的吸引力，但大幅上涨的理由尚不充分，建议投资者谨慎参与。

风险提示

1) 发行股数和注入资产的盈利状况出现大幅差异；2) 后续重组流程出现障碍，借壳上市进程受阻。

图表 1：文化体制改革加速



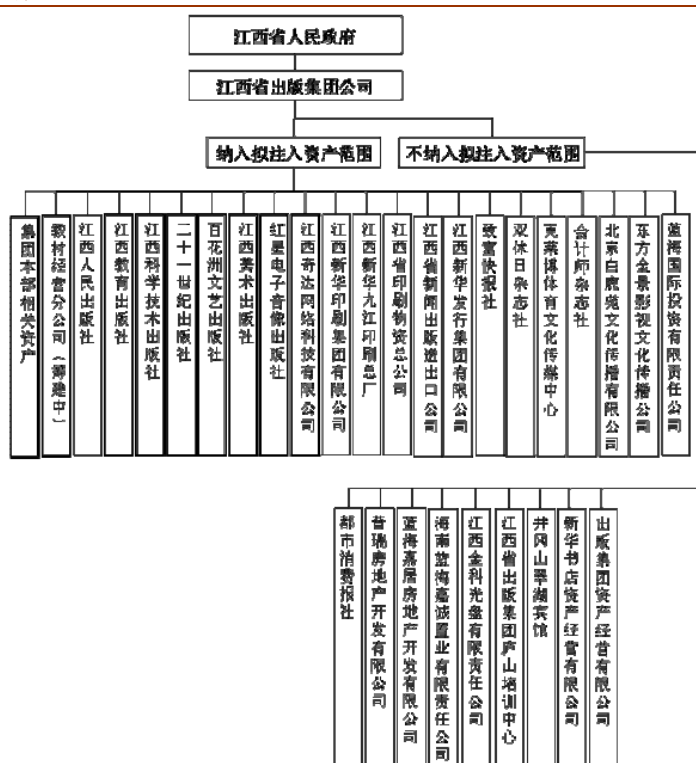
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：全国出版集团收入规模排序（2006）

单位：亿元	销售收入	总资产	资产
江苏凤凰出版集团	84	88.9	48.6
浙江出版集团	75.1	75.1	44.5
湖南出版集团	61	68	32
河南出版集团	58.8	63.8	29.5
中国出版集团	38.3	52.7	18.2
河北出版集团	37.7	47.2	25.6
江西出版集团	34.3	42.7	28.5
山东出版集团	33	75	32
山西出版集团	30.8	22.7	9.8
广东出版集团	28.2	39.1	25.3
云南出版集团	23.5	23.5	10.3
湖北长江出版集团	17.8	26.7	17.5
辽宁出版集团	16.2	23.9	8.6
贵州出版集团	15.5	14.5	8.7
黑龙江出版集团	13.8	13.3	7.1
高等教育出版社	11.8	22.8	18.8
吉林出版集团	11.1	21.8	7.2
安徽出版集团	10.1	31.5	18.9

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

图表 3: 江西出版集团资产注入情况



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值 (2009/08/19)

公司列表		股价货币	股价 (2009-8-19)	总市值 (百万元)	投资建议	08	P/E 09E	10E	08	P/B 09E	10E	EV/EBITDA		
												08	09E	10E
中金研究-A股														
有线网络														
天威视讯	CNY	14.95	3,992	推荐	52.7	48.6	35.0	3.4	3.2	3.0	10.8	10.9	10.3	
歌华有线	CNY	10.32	10,942	推荐	33.3	49.0	45.8	2.5	2.4	2.4	15.0	13.9	12.8	
广电网络	CNY	6.96	3,017	中性	69.7	43.9	34.3	2.6	2.5	2.4	8.8	11.6	10.3	
报纸经营														
博瑞传播	CNY	18.2	6,830	推荐	35.6	25.2	20.1	6.7	5.5	4.6	23.3	17.4	13.9	
新华传媒	CNY	9.84	8,568	中性	35.4	44.1	36.5	4.0	3.7	3.3	31.0	21.1	18.0	
华闻传媒	CNY	5.16	7,018	中性	42.2	41.2	36.5	3.3	3.1	2.9	15.1	15.8	12.9	
粤传媒	CNY	8.8	3,081		3142.9	61.7	343.8	2.4	2.3	2.3	63.4	24.9	18.3	
图书出版														
时代出版	CNY	12.85	5,019	推荐	23.4	20.4	18.8	2.7	2.4	2.1	54.1	15.6	14.4	
出版传媒	CNY	8.34	4,595	中性	39.8	35.5	31.5	3.4	3.1	2.9	38.4	30.9	26.7	
电视广告经营														
中视传媒	CNY	11.86	2,808	中性	51.8	57.8	51.6	3.3	3.2	3.1	22.1	25.3	21.4	
户外广告经营														
北巴传媒	CNY	10.19	4,109	推荐	45.8	25.4	19.7	4.7	4.0	3.3	12.6	12.6	10.3	
综合														
中信国安	CNY	14.76	23,026	中性	64.7	56.5	41.2	4.5	4.3	4.0	73.3	53.4	41.2	
电广传媒	CNY	14.56	5,917	中性	277.4	81.5	47.5	3.5	3.4	3.2	16.4	17.7	15.8	
东方明珠	CNY	9.2	29,314	中性	65.7	69.8	55.6	4.9	4.5	4.2	43.3	40.0	34.4	
中值		10.19	5,917		51.8	44.1	36.5	3.4	3.2	3.0	23.3	17.7	14.5	
Note: 黄色标记公司 不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万得平均预测均值														

资料来源：Wind、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。