

动态报告/公司快评

传媒

时代出版（600551）
推荐

平面媒体

签订三个战略合作协议点评

（维持评级）

2009 年 9 月 21 日

锁定出版策划资源

分析师： 廖绪发 CFA liaoxf@guosen.com.cn 0755-82133406

分析师： 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-68866236

事项：

9 月 18 日，时代出版分别与中国艺术研究院、雅昌企业（集团）有限公司以及联合出版集团广东联合图书有限公司签订了战略合作协议。

评论：

■ 战略合作协议：锁定出版策划资源，利好长期

时代出版本次签订的三个战略合作协议，签约对手涉及出版资源占有方（中国艺术研究院）、印刷企业（雅昌企业集团）和出版发行机构（广东联合图书有限公司）。

表 1：时代出版战略合作协议的主要内容

协议	公司方	交易对手	核心内容
协议之一	时代出版	中国艺术研究院 是全国唯一的国家级综合性艺术研究机构，现有 12 个研究所、16 个专业研究中心和创作机构、11 个杂志社和出版社及研究生院，拥有丰厚的文化艺术资源和一大批卓有建树的艺术家，代表了中国艺术研究的最高水平。	● 艺术研究院承诺给予公司优先使用其品牌、科研成果、作品出版、院（所）资料开发； ● 公司承诺给予艺术研究院一定的资金支持，或在项目开发上优先给予资金扶持，并给予艺术研究院优先使用公司品牌； ● 双方可优先策划、开发、出版重大出版工程或重点图书； ● 艺术研究院承诺给予公司优先锁定艺术研究院著名专家、学者及其他科研人才，并根据公司需要，在项目推广、品牌宣传等方面优先使用其专家资源； ● 双方约定，合作项目中具体事宜需在正式合同中进一步予以明确； ● 该协议有效期五年。
协议之二	时代出版	雅昌企业（集团）有限公司 雅昌是一家被文化部授予“全国文化产业示范基地”称号的文化产业公司，独创“传统印刷+IT 技术+文化艺术”商业模式，建设了全球最大的艺术品数据库，为艺术家、艺术机构提供全面的综合服务。	● 在文化艺术产业及相关的科技企业或项目上进行重点投资，共同开发并经营文化艺术、文化科技等方面的重大出版工程； ● 公司承诺优先选择雅昌作为设计、印刷方； ● 雅昌承诺向公司优先开放和使用其设计、印刷资源，并给予一定的优惠政策； ● 在条件成熟时，互相选择对方为参股方，进行资本合作； ● 双方互相向对方开放其资源，并根据对方需要，优先使用其资源和品牌； ● 该协议有效期五年。
协议之三	黄山书社	联合出版集团广东联合图书有限公司 联合出版集团建于香港，于 1988 年在商务印书馆、中华书局、三联书店的基础上组建而成，现已成为跨国综合性出版集团，拥有全资子公司 30 家，业务包括图书出版、发行、零售和印刷等；广东联合是 2005 年联合出版集团在内地建立的，第一家在中国内地取得图书发行牌照的境外企业。	● 双方组建合资公司，投资 2000 万元，广东联合占 45%，以其北京办事处评估后的净资产投资，多退少补；黄山书社占 55%，现金出资。 ● 新公司经营范围是代理出版物的发行以及开展出版物的选题策划和编辑业务； ● 新公司自主编辑策划的图书选题（包括引进项目）以及合作出版项目，由黄山书社无偿提供书号并负责办理相关手续，广东联合将积极把联合出版集团优质出版资源引入新公司； ● 双方合作期限为 10 年，合作期满后，经双方同意，可继续合作。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

关于本次签订的三个合作协议，我们的评论如下：

1、此次战略合作协议和先前的定向增发一脉相承。与艺术研究院的合作加强了公司出版资源的储备，与联合出版

集团的合作能够显著增强公司的出版策划能力，与雅昌企业的合作能够增强印刷能力和控制印刷成本。

- 2、**出版行业的价值核心在于内容，一系列的战略合作在于整合出版策划资源。**出版行业的价值核心在于内容，这一点基本达成共识，时代出版通过战略合作签约或者合资的方式来锁定出版策划资源，这一模式有望在未来不断复制，并抢得先机。
- 3、**利好业绩但幅度并不确定，简单计算增厚净利润 1%。**对于与艺术研究院以及雅昌的合作，较难以测算，与广东联合图书公司的合作，黄山书社出资 1100 万元，简单按照 20%的 ROIC 计算，增加净利润 220 万元，相当于增加 09 年净利润的 1%。

■ 安徽新华发行集团单独上市进入最后阶段

安徽新华发行集团于 9 月 17 日披露 IPO 申报稿，并于 9 月 21 日过会，计划单独上市。反映了安徽省独特的出版发行体系管理机制，与国家对新闻出版行业的改革思路，打造大型出版传媒集团的思路略有冲突，但是新闻出版总署仍旧通过了审批，反映了中国新闻出版行业监管的特殊性。未来的整合思路可能只能寄希望于安徽省国资委层面的整合。

■ 维持盈利预测和“推荐”评级

我们维持对时代出版盈利预测，暂不考虑增发，2009-11 年的 EPS 分别为 0.59、0.64 和 0.69 元，当前股价对应的 PE 分别为 27、25 和 24 倍，处于出版行业的估值低端，维持“推荐”的投资评级。股价表现的催化剂来自于三季度业绩可能超预期、通过合资或者协议的方式锁定其他出版策划资源等。

表 2：时代出版盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	391	493	651	831	营业收入	1466	1622	1753	1891
应收款项	420	533	576	622	营业成本	1045	1138	1229	1325
存货净额	600	667	719	774	营业税金及附加	14	16	18	19
其他流动资产	64	71	77	83	销售费用	61	70	75	81
流动资产合计	1475	1764	2023	2310	管理费用	137	162	174	187
固定资产	671	702	709	701	财务费用	(3)	(5)	(6)	(9)
无形资产及其他	79	73	67	61	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	(26)	(20)	(20)	(30)
长期股权投资	57	77	97	117	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2309	2644	2923	3216	营业利润	189	224	247	260
短期借款及交易性金融负债	15	30	30	30	营业外净收支	38	20	20	18
应付款项	207	303	327	352	利润总额	227	244	267	278
其他流动负债	213	213	230	247	所得税费用	1	2	2	2
流动负债合计	434	546	586	629	少数股东损益	11	12	13	14
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	215	230	251	262
其他长期负债	16	20	20	20					
长期负债合计	16	20	20	20	现金流量表 (百万元)				
负债合计	450	566	606	649		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	121	133	146	160	净利润	215	230	251	262
股东权益	1738	1945	2171	2406	资产减值准备	8	(19)	0	(0)
负债和股东权益总计	2309	2644	2923	3216	折旧摊销	46	56	61	66
					公允价值变动损失	26	20	20	30
					财务费用	(3)	(5)	(6)	(9)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(194)	(106)	(60)	(64)
	2008	2009E	2010E	2011E	其它	3	31	13	14
每股收益	1.10	0.59	0.64	0.67	经营活动现金流	104	212	285	308
每股红利	0.02	0.06	0.06	0.07	资本开支	(192)	(82)	(82)	(82)
每股净资产	8.90	4.98	5.56	6.16	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROIC	13%	14%	16%	16%	投资活动现金流	(203)	(102)	(102)	(102)
ROE	12%	12%	12%	11%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	29%	30%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(4)	(23)	(25)	(26)
EBITDA Margin	17%	18%	18%	18%	其它融资现金流	56	15	0	0
收入增长	22%	11%	8%	8%	融资活动现金流	48	(8)	(25)	(26)
净利润增长率	13%	7%	9%	4%	现金净变动	(51)	102	158	180
资产负债率	25%	26%	26%	25%	货币资金的期初余额	442	391	493	651
息率	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%	货币资金的期末余额	391	493	651	831
P/E	14.5	27.0	24.7	23.7	企业自由现金流	(132)	102	174	197
P/B	1.8	3.2	2.9	2.6	权益自由现金流	(76)	122	180	206
EV/EBITDA	24.4	20.8	19.1	17.7					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。