

关注下一个并购标的

研究结论

- 出版传媒公布与天津出版总社跨地区合作进展。出版传媒拟以收购部分股权的方式收购天津出版总社出版、发行资产，当前协议已经签署，将正式进入收购流程。
- 公司 6 月 26 日公布与内蒙古新华发行集团及天津出版总社签署战略框架协议，此后 8 月 26 日公告与内蒙发行集团签署正式协议，拟收购其部分股权。此次公告是整个战略合作框架的延续，属既定步骤，并没有超预期的因素。
- 整个收购预计 10 年上半年完成，按照惯例，传媒资产的收购一般收购市盈率不会超过 10 倍，假设此两地出版发行利润不低于 8000 万，按 12 元价格发行股份收购一半股权测算，增厚 10 年业绩约 0.04 元。虽然增厚并不大，但改制整合后利润增长可能会出现较好增长。
- 内蒙发行集团和天津出版总社的整合仅仅只是开始，全国多达 570 多家国有出版公司、近万家民营出版公司以及众多的发行机构均是潜在的下一步整合对象，利用上市公司平台对外整合将是其长期的投资逻辑。此外，在动漫、新媒体领域公司仍存在较多并购及发展机会。
- 我们维持公司 09-11 年每股收益分别为 0.23 元、0.26 元和 0.3 元，在新媒体的冲击下，公司内生性增长还是有限，外延式增长虽是公司既定的发展策略，但时间上存在一定不确定性。作为出版行业的改革先锋，公司注定要在出版行业的大变革中受益，其长期潜力看好，因此可从长期角度给予增持的评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

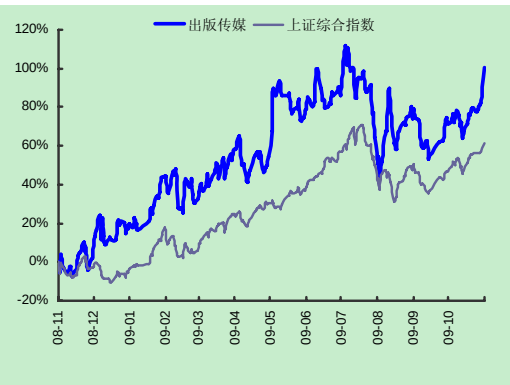
张小嘎 (博士) 家电、传媒行业资深分析师

8621-63325888 x 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (09 年 11 月 16 日)	11.68 元
目标价格 (12 个月)	12 元
总股本/A 股 (万股)	55091/55091
A 股市值 (百万元)	64.4 亿元
国家/地区	中国
行业	传媒
报告日期	2009 年 11 月 17 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	28.81	49.72	100.27
相对表现 (%)	14.12	29.81	38.98

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1178	1366	1511	1616
同比(%)	15%	16%	11%	7%
净利润	116	127	144	166
同比(%)	10%	10%	13%	15%
毛利率(%)	23.6%	24.7%	24.9%	24.9%
ROE(%)	8.5%	8.7%	9.1%	9.7%
每股收益(元)	0.21	0.23	0.26	0.30
P/E	55.69	50.61	44.68	38.86
P/B	4.72	4.40	4.08	3.77
EV/EBITDA	59	51	43	36

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1510	1614	1714	1821	营业收入	1178	1366	1511	1616
现金	697	686	690	725	营业成本	900	1029	1135	1213
应收账款	298	345	382	409	营业税金及附加	6	7	8	9
其它应收款	59	68	76	81	营业费用	69	83	91	89
预付账款	27	31	34	36	管理费用	126	150	163	170
存货	420	480	529	566	财务费用	-18	-10	-10	-11
其他	9	4	4	4	资产减值损失	7	5	6	6
非流动资产	435	513	586	655	公允价值变动收				
长期投资	20	20	20	20	益	0	0	0	0
固定资产	282	341	408	478	投资净收益	3	0	0	0
无形资产	112	106	99	93	营业利润	90	102	119	140
其他	21	46	58	64	营业外收入	26	26	26	26
资产总计	1945	2127	2301	2476	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	581	665	727	774	利润总额	115	127	144	165
短期借款	0	0	0	0	所得税	2	2	2	2
应付账款	477	545	601	643	净利润	114	125	142	163
其他	104	120	126	131	少数股东损益	-2	-2	-2	-3
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	116	127	144	166
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	97	112	133	159
其他	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.23	0.26	0.30
负债合计	581	665	727	774	主要财务比率				
少数股东权益	0	-2	-4	-6	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	551	551	551	551	成长能力				
资本公积	557	557	557	557	营业收入	15.2%	16.0%	10.6%	7.0%
留存收益	256	356	470	601	营业利润	28.9%	12.8%	16.5%	18.2%
归属母公司股东权益	1364	1463	1577	1708	归属于母公司净利润	10.3%	10.0%	13.3%	15.0%
负债和股东权益	1945	2127	2301	2476	获利能力				
现金流量表					毛利率	23.6%	24.7%	24.9%	24.9%
单位: 百万元					净利率	9.8%	9.3%	9.5%	10.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	8.5%	8.7%	9.1%	9.7%
经营活动现金流	-19	99	122	157	ROIC	11.4%	12.2%	12.6%	13.6%
净利润	114	125	142	163	偿债能力				
折旧摊销	25	20	24	29	资产负债率	29.9%	31.3%	31.6%	31.2%
财务费用	-18	-10	-10	-11	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-3	0	0	0	流动比率	2.60	2.43	2.36	2.35
营运资金变动	-154	-47	-42	-31	速动比率	1.80	1.63	1.55	1.54

其它	18	11	9	6	营运能力				
投资活动现金流	-46	-93	-98	-98	总资产周转率	0.62	0.67	0.68	0.68
资本支出	12	100	100	100	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-12	1	0	0	应付账款周转率	1.92	2.01	1.98	1.95
其他	-45	8	2	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-33	-17	-20	-24	每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.23	0.26	0.30
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.03	0.18	0.22	0.28
短期借款	-33	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.48	2.66	2.86	3.10
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	55.69	50.61	44.68	38.86
资本公积增加	-10	0	0	0	P/B	4.72	4.40	4.08	3.77
其他	10	-17	-20	-24	EV/EBITDA	59	51	43	36
现金净增加额	-97	-12	4	35					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张小嘎 (博士): 家电、传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn