

动态报告/公司快评

传媒

平面媒体

时代出版（600551）

推荐

与中国出版集团签署战略合作框架协议快评

（维持评级）

2009 年 11 月 24 日

再签战略合作协议，继续推进跨区域发展战略

分析师：廖绪发 CFA liaoxf@guosen.com.cn 021-60875168

分析师：陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163

事项：

时代出版与中国出版集团签订战略合作框架协议，合作内容包括 5 个方面。一、资本合作，双方互为资本合作优先单位，通过相互参股，择时开展资本合作；共同投资创建中国数字出版网公司；二、共同策划重大出版工程；三、与中国出版集团下属中国图书进出口总公司合作开拓图书出口业务，建设海外印刷基地；四、时代出版旗下新华印刷列为中国出版集团定点印刷企业；五、依托中国数字出版网，开展网络教育和数字教育等培训业务。

评论：

■ 与中国出版集团合作，延续跨区域发展战略

时代出版此次与中国出版集团签订战略合作协议，与公司跨区域发展战略一脉相承。8 月 26 日，公司与广东出版集团签订战略合作协议，9 月 19 日，与艺术研究院签订战略合作协议。此次与中国出版集团签约的内容和当时与广东出版签约的内容类似，既有业务层面的合作，也涉及未来资本层面的可能合作。就其方式和内容，要点包括：

- 1、时代出版的跨区域合作是一种自下而上的市场化行为，与广东、艺术研究院以及中国出版集团的合作可以为证，这不同于北方联合出版依托于中宣部推动的跨区域重组。
- 2、与广东、中国出版集团的协议中均谈到“择时开展资本合作、相互参股”等议题，结合中国“大并小”的整合思路，我们认为如果涉及资本合作，时代出版参股广东出版以及中国出版集团的可能较大，特别是这两个地方均计划 IPO，而广东、中国出版参股时代出版势必涉及增发，除非此次现金认购增发股份。
- 3、时代出版管理层在跨区域资源的整合中比较看重“成熟、并且有资源”的公司，这从公司上市以来签订的 13 个战略合作协议可见一斑。

■ 中国出版集团同样计划 IPO

中国出版集团简介：中国出版集团是 2002 年 4 月成立的国家级出版机构，2004 年 3 月，国务院授权成立中国出版集团公司，由人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、生活·读书·新知三联书店、中国对外翻译出版公司、东方出版中心、现代教育出版社、新华书店总店、中国图书进出口总公司、中国图书商报社、荣宝斋等 14 家子公司，以及中新联公司、中版联公司、中版集团数字传媒公司等 81 家控股公司、参股公司、关联公司组成。现有员工 9800 人，总资产 65 亿元人民币，年销售收入 39 亿元人民币。拥有各类出版社 30 家，每年出版图书、音像、电子、网络等出版物 1 万余种，出版期刊报纸 47 种；每年从事书刊版权贸易 1000 多种，进出口各类出版物 20 多万种。

关于中国出版集团，按照 2006 年销售收入排名全国第 5 位，2006 年销售收入 38.3 亿元，净利润 1.43 亿元，与公

开资料披露目前年销售收入 39 亿元相吻合。

另外，中国出版集团公司党组书记、副总裁李朋义在第 16 届北京国际图书博览会上表示，中国出版传媒股份公司的上市工作已全面启动，各项股改上市工作正在全面推进，计划明年上半年全面完成股份制改造工作，力争 2010 年，最迟 2011 年实现 A 股上市。因此，需要正确理解“择机资本合作，相互参股”的含义，真正发生并购的可能性很小。

■ 战略合作协议后股价表现远超市场

从时代出版上市以来所签订的 13 个战略合作协议来看，签订战略合作协议的当日以及一个月内，股价都远远跑赢大盘。1、2008 年 11 月 19 日签订 6 个战略合作协议后，在大盘下跌 6.4% 的情况下，上涨 9.94%，一个月内跑赢大盘 30.9%；2、2009 年 8 月 26 日与广东签订合作协议后，在大盘下跌 2.6% 的情况下，上涨 7.3%，一个月内跑赢 20.9%；3、2009 年 9 月 19 日与艺术研究院签订协议，当日跑赢大盘 6.3%，一个月累计跑赢 1.3%。

市场的表现也反映出对公司管理层跨区域发展战略的认可，自下而上推动区域间出版资源的合作实属不易。

■ 维持“推荐”评级

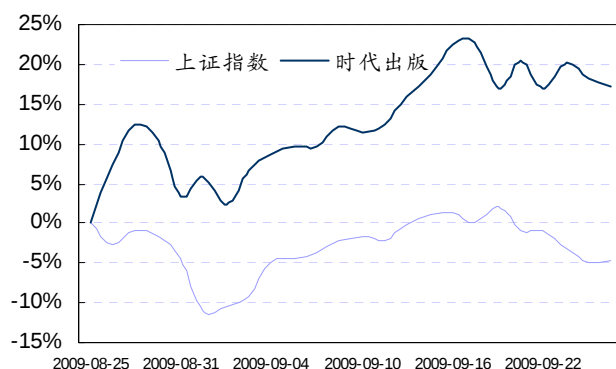
因此次协议并未披露细节，我们暂不调整对公司的盈利预测，2009-2011 年的 EPS 分别为 0.59 元、0.64 元和 0.67 元，当前股价下对应的 PE 分别为 30、27 和 26 倍，估值处于传媒行业低端，我们维持推荐的投资评级，6-12 个月目标价 23 元。股价表现的催化剂包括对外部出版策划资源的持续整合、并购等；而投资风险主要在于电子出版对传统出版的长期冲击。

图 1：11 月 19 日签约后后一个月内股价跑赢大盘 30.9%



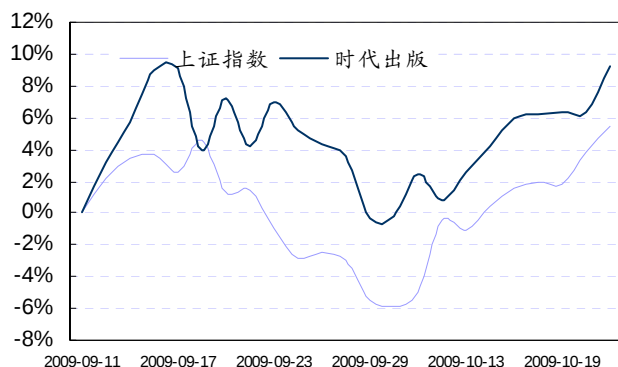
资料来源：国信证券经济研究所

图 2：8 月 26 日签约后一个月股价跑输大盘 21.9%



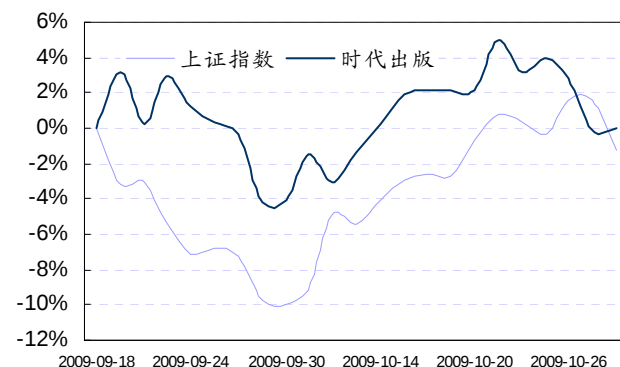
资料来源：国信证券经济研究所

图 3：9 月 14 日增发公告后一个月股价跑输大盘 3.8%



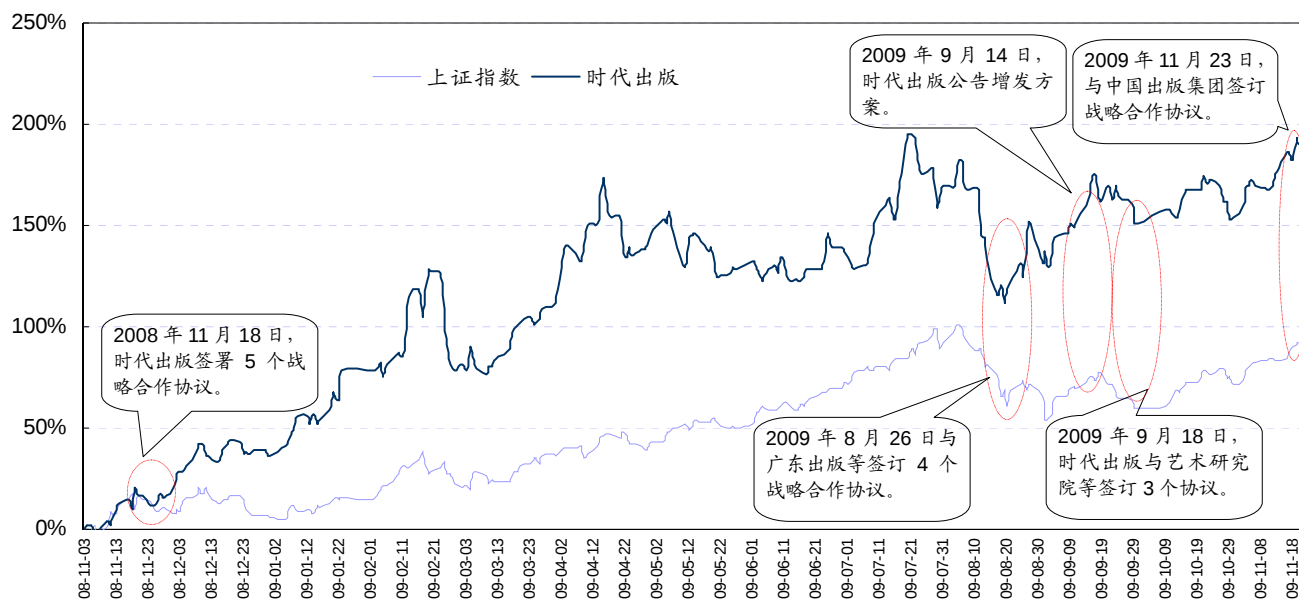
资料来源：国信证券经济研究所

图 4：9 月 19 日签约后一个月股价跑输大盘 1.3%



资料来源：国信证券经济研究所

图 5：时代出版历次签订战略合作协议后股价相对市场表现



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

表 1: 时代出版上市以来公告的主要战略合作协议

时间	签约方	签约对方	协议类型	对手简介	协议主要内容
2008-11-18	时代出版	UniServity	在线教育商务战略合作协议	UniServity 是英国著名的在线教育公司, 成立于 1999 年, 目前在 17 个国家拥有 200 多万参与用户。	双方同意在中国大陆地区推广 UniServityLc (互联学习社区) 平台, 公司负责本地化内容和用户资源的研发和管理, 对方负责技术平台的维护和国际社区的接入, 并对 cLc 平台进行本地化二次开发。
2008-11-18	安徽新华印刷股份有限公司	科尼希鲍尔印刷机械公司	《KBA 安徽技术服务中心》协议	德国科尼希鲍尔印刷机械公司是全球知名印刷设备制造商, 拥有国际高端印刷机械制造技术。	技术服务中心在 KBA 授权进行设备销售, 全系列设备的安装、搬迁、修理与维护工作。
2008-11-18	时代出版	北大方正电子公司	数字出版技术合作协议	北大方正跨媒体信息传播领域技术、产品和服务的领先提供商	公司将利用北大方正先进的数字出版技术, 开展数字教育和移动出版业务。
2008-11-18	时代出版	科大讯飞	语音出版合作协议		双方同意各自享有对方产品、技术、内容、资源等的优先合作权。
2008-11-18	时代出版	卓越亚马逊	网络战略合作协议	卓越亚马逊的前身是卓越网, 2004 年 8 月 20 日, 由亚马逊收购, 成为其全球第七个站点。	公司将与卓越亚马逊网就图书网络销售展开合作, 推动公司各出版社开辟图书网络销售渠道。
2009-8-26	时代出版	广东省出版集团有限公司	跨地区互利双赢战略合作框架协议	广东省出版集团有限公司是全国第一批文化体制改革试点单位和广东文化产业中重点扶持的七大龙头企业之一。	双方确立互为优先合作单位, 探索以现金、资源等出资的方式相互参股; 同意推进参股开发包括创意策划、出版发行、印刷复制、物流配送以及新媒体、数字出版、游戏动漫等相关文化产业; 双方确定将在重大出版项目等方面重点加强协作; 双方将建立对口业务交流机制, 成立相应的部门, 负责双方交流合作。
2009-8-26	安徽教育出版社	广东学而优图书文化发展有限公司	营销伙伴合作计划协议	广东学而优图书文化发展有限公司是广东地区目前规模最大、最具影响力的民营学术文化书店。	信息共享、建立整体营销链, 制定并实施终端营销方案, 加强品牌建设, 开创新的营销渠道; 双方建立服务、宣传、奖励的支持系统。
2009-8-26	安徽少年儿童出版社	《动漫周刊》	动漫产品开发与推广战略合作协议	《动漫周刊》是中国第一份全方位报导动漫资讯的周刊报纸。	少儿社对《动漫周刊》出版资源的开发与推广有优先选择权; 借助《动漫周刊》的策划与包装优势, 共同开发具有创新性的、适合中国市场的动漫产品。
2009-8-26	安徽电子音像出版社	俏佳人传媒股份有限公司	签署战略合作框架协议	俏佳人是一家专业从事音像制作、影视专题拍摄、原创动漫及其衍生产品、网络新媒体、海外文化交流以及演艺事业于一体的中国文化企业。	俏佳人同意在其市场推广或项目涉及出版时优先选用电子社的产品和资源, 电子社同意在其市场推广或项目涉及出版发行时优先选用俏佳人的系统产品, 具体项目再另行制定合同。
2009-9-18	时代出版	中国艺术研究院	战略合作框架协议	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。	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。
2009-9-18	时代出版	雅昌企业(集团)有限公司	战略合作框架协议	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”全新商业模式。	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; 双方有意加强资本层面的合作和融合, 条件成熟时, 互相选择对方为参股方进行资本合作。
2009-9-18	黄山书社	联合出版集团广东联合图书有限公司	签署投资合作协议	联合出版集团建基香港, 于 1988 年由商务印书馆、中华书局、三联书店等出版机构组建而成, 现已发展成跨地域的综合性出版集团, 拥有全资子公司 30 家; 广东联合是 2005 年联合出版集团在内地建立的, 是第一家在内地取得图书发行牌照的境外企业。	双方共同组建合资公司, 投资总额 2000 万元人民币左右, 广东联合占 45%, 以其北京办事处评估后的净资产作为投资, 多退少补; 黄山书社占 55%, 按股权比例投入现金。新公司主要经营范围是代理出版物的发行业务以及开展出版物的选题策划和编辑业务。
2009-11-24	时代出版	中国出版集团公司	战略合作框架协议	中国出版集团隶属于中共中央宣传部, 是一家以出版物生产和销售为主业, 经营多元化的大型企业集团。	一、双方互为资本合作优先单位, 通过相互参股方式, 择时开展资本合作; 共同投资创建中国数字出版网股份公司; 二、双方共同策划出版具有影响力的重大出版工程; 三、公司将通过中国图书进出口总公司出版物实物出口, 并探讨在海外建立印刷基地; 四、中国出版集团确定将新华印刷列为其定点印刷企业; 五、开展网络教育和数字教育等各种培训业务。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 2：2006 年全国出版集团资产、收入规模排序

亿元，%	总资产	净资产	销售收入	税前利润	造货码洋	发货码洋	销售利润率
江苏凤凰出版集团	88.9	48.6	84.0	6.4	32.3	31.9	7.6%
浙江出版集团	75.1	44.5	75.1	3.6	17.1	34.2	4.8%
湖南出版集团	68.0	32.0	61.0	3.1	18.5	26.0	5.1%
河南出版集团	63.8	29.5	58.8	1.5	15.7	15.4	2.5%
中国出版集团	52.7	18.2	38.3	1.4	22.1	17.2	3.7%
河北出版集团	47.2	25.6	37.7	1.8	10.5	9.9	4.9%
江西出版集团	42.7	28.5	34.3	2.1	..	..	6.0%
山东出版集团	75.0	32.0	33.0	1.8	15.0	..	5.5%
山西出版集团	22.7	9.8	30.8	0.6	9.3	6.3	1.9%
广东出版集团	39.1	25.3	28.2	1.6	14.9	12.1	5.5%
云南出版集团	23.5	10.3	23.5	1.4	8.7	8.0	6.0%
湖北长江出版集团	26.7	17.5	17.8	1.1	12.2	13.6	6.4%
辽宁出版集团	23.9	8.6	16.2	1.0	11.4	18.2	6.1%
贵州出版集团	14.5	8.7	15.5	0.8	5.0	4.6	5.0%
黑龙江省出版总社	13.3	7.1	13.8	0.4	6.2	1.8	2.8%
高等教育出版社	22.8	18.8	11.8	3.1	24.0	25.4	26.0%
吉林出版集团	21.8	7.2	11.1	0.9	4.6	4.0	8.1%
安徽出版集团	31.5	18.9	10.1	1.6	16.9	15.4	16.1%

资料来源：新闻出版总署 国信证券经济研究所

表 3：时代出版财务预测与估值

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)
					营运资本变动	(194)	(106)	(60)	(64)
					其它	3	31	13	14
					经营活动现金流	104	212	285	308
					资本开支	(192)	(82)	(82)	(82)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					投资活动现金流	(203)	(102)	(102)	(102)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(4)	(23)	(25)	(26)
					其它融资现金流	56	15	0	0
					融资活动现金流	48	(8)	(25)	(26)
					现金净变动	(51)	102	158	180
					货币资金的期初余额	442	391	493	651
					货币资金的期末余额	391	493	651	831
					企业自由现金流	(132)	102	174	197
					权益自由现金流	(76)	122	180	206

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.10	0.59	0.64	0.67
每股红利	0.02	0.06	0.06	0.07
每股净资产	8.90	4.98	5.56	6.16
ROIC	13%	14%	16%	16%
ROE	12%	12%	12%	11%
毛利率	29%	30%	30%	30%
EBIT Margin	14%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	17%	18%	18%	18%
收入增长	22%	11%	8%	8%
净利润增长率	13%	7%	9%	4%
资产负债率	25%	26%	26%	25%
息率	0.1%	0.7%	0.7%	0.8%
P/E	16.1	30.0	27.5	26.3
P/B	2.0	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	27.1	23.1	21.2	19.6

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。