

动态报告/公司快评

传媒

时代出版（600551）
推荐

平面媒体

收购安徽人民出版社点评

（维持评级）

2009 年 12 月 29 日

文化体制改革的又一重大突破

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：

时代出版公告：以现金 2572 万元收购安徽人民出版社 100% 的股权，该交易已经获得了安徽省财政厅核准同意。

评论：

■ 图书出版领域体制改革的又一大突破

收购安徽人民出版社，不仅对时代出版，对整个图书出版领域的改革也是意义非凡。各省的人民出版社，意识形态色彩浓烈，以出版马列、毛邓和“三个代表”等社科类图书为主，国家对此严格控制，不允许民营资本进入，也不允许上市。而此次时代出版收购安徽人民出版社，突破了图书出版领域体制改革的最后一道槛。有两个重要的意义：

（1）国家对意识形态色彩浓烈的出版社（以各地人民社为主）的管理方式发生了根本转变，从国家独占变成了绝对控股。就上市公司而言，出版传媒和鑫新股份的人民社同样可以注入。（2）既然国家已经对意识形态强烈的图书出版社都放开了，未来对都市报、专业报甚至党报和党刊等的采编业务放开也并非没有可能。

■ 收购价格合理，股东支持明显

按照公司披露的财务数据计算，安徽人民出版社 2008 年的净资产 1750 万元，营业收入 2821 万元，净利润 414 万元，此次收购价格为 2572 万元，对应的静态 PB 为 1.5 倍、PS 为 0.9 倍、PE 为 6.2 倍。均低于 A 股平面媒体收购的平均定价，行业平均的 PE 分别为 8.6 倍、PB 为 2.2 倍，显示了大股东安徽出版集团对上市公司支持的决心和力度。在公司定向增发预案披露后，公司先后与中国艺术研究院、中国出版集团等签订了战略合作协议，此次又收购集团资产，一方面说明公司对增发成功志在必得，另外一方面也显示了管理层的雄心和魄力，安徽周边的出版集团强者众多，时代出版内外兼修，实属不易。

■ 增厚 2010 年 EPS 为 2%

因收购发生在 2009 年年底，按照会计准则的要求，2010 年才能并表，因此本次收购并不影响 2009 年的 EPS，如果假定安徽人民出版社 2009-10 年净利率的 CAGR 为 10%，预计人民社 2010 年的净利润为 501 万元，增厚 EPS 为 0.0128 元，增厚 2010 年 EPS 为 2%，从 0.643 元增厚到 0.656 元。

■ 维持“推荐”评级

根据本次收购，我们调整了 2010-11 年的盈利预测，从原来的 0.64 元和 0.67 分别调高到 0.66 元和 0.68 元，上调幅度分别为 2% 和 1.6%，维持 2009 年 0.59 元的盈利预测。当前股价下对应的 2009-11 年的 PE 分别为 30、27 和 26 倍，估值处于传媒行业的低端，维持“推荐”的投资评级。

表 1: 时代出版对人民社的收购价格低于行业平均

公司	公告时间	资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	P/S	市盈率	市净率
东方明珠	2001-11	两报一刊	80%	400	8.3	10.1	..
新华传媒	2006-8	新华发行集团资产	100%	649	0.5	18.2	1
	2007-5	解放日报资产	51-100%	2026	1.8	12.8	7.6
	2008-4	杨航传媒	70%	34	0	6.6	..
	2008-5	嘉美广告	100%	112	0.6	6.5	9.1
华闻传媒	2006-8	时报传媒	84%	84	0.6	2.1	1
	2007-4	华商传媒	31%	270	1.1	7.4	1.7
	2007-12	辽宁盈丰	85%	20	0.2	18	1.1
		重庆华博	85%	20	0.4	..	1.2
		天津华商	90%	10	..	..	1.4
		北京华商	85%	10	57	..	1.2
博瑞传播	2000-9	博瑞广告	35%	50	..	..	1
	2001-4	博瑞广告	6%	9	..	..	1
	2001-11	博瑞印务	100%	80	2.9	5.7	2.3
		博瑞广告	39%	55	2.9	5.5	2.5
时代出版	2008-2	安徽出版集团资产	60-100%	1581	1.2	8.3	1.1
	2009-12	安徽人民出版社	100%	26	0.9	6.2	1.5
出版传媒	2008-7	辽少社	100%	22	0.9	12.1	1.1
	2008-7	春风社	100%	3	0.1	1.3	1.4
	2008-7	音像社	100%	3	0.4	5.1	1.5
mean					4.9	8.6	2.2
median					0.8	7.0	1.2

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

表 2: 安徽人民出版社 2006-2008 年财务资料

项目	2006	2007	2008
总资产	25.6	41.1	37.66
总负债	15.1	27.7	20.16
净资产	10.4	13.4	17.50
主营业务收入	25.0	30.1	28.21
利润总额	2.5	3.6	4.14
净利润	2.5	3.6	4.14

资料来源: 公司公告, 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	638	822	营业收入	1466	1622	1791	1928
应收款项	420	533	589	634	营业成本	1045	1138	1256	1352
存货净额	600	667	736	791	营业税金及附加	14	16	18	19
其他流动资产	64	71	78	84	销售费用	61	70	77	83
流动资产合计	1475	1764	2041	2331	管理费用	137	162	178	191
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	2941	3237	营业利润	189	224	252	265
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	334	360	利润总额	227	244	272	283
其他流动负债	213	213	235	253	所得税费用	1	2	2	2
流动负债合计	434	546	599	642	少数股东损益	11	12	14	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	256	266
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	619	662		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	121	133	146	160	净利润	215	230	256	266
股东权益	1738	1945	2175	2415	资产减值准备	8	(19)	0	(0)
负债和股东权益总计	2309	2644	2941	3237	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)	(78)	(64)
					其它	3	31	13	14
					经营活动现金流	104	212	272	313
					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)	(26)	(27)
					其它融资现金流	56	15	0	0
					融资活动现金流	48	(8)	(26)	(27)
					现金净变动	(51)	102	144	184
					货币资金的期初余额	442	391	493	638
					货币资金的期末余额	391	493	638	822
					企业自由现金流	(132)	102	161	202
					权益自由现金流	(76)	122	167	210

资料来源: 国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.10	0.59	0.66	0.68
每股红利	0.02	0.06	0.07	0.07
每股净资产	8.90	4.98	5.57	6.18
ROIC	13%	14%	16%	17%
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%	10%	8%
净利润增长率	13%	7%	11%	4%
资产负债率	25%	26%	26%	25%
息率	0.1%	0.7%	0.7%	0.8%
P/E	16.2	30.2	27.2	26.1
P/B	2.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	27.3	23.3	21.1	19.5

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。