

2010 年 03 月 30 日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.92
已上市流通A股(百万股)	150.00
总市值(百万元)	8,171.48
年内股价最高最低(元)	21.99/12.84
沪深 300 指数	3366.71
上证指数	3128.47
2008 年股息率	0.00%


毛峥嵘

(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

时代出版 (600551.SH)

——具有较强内生性增长的出版内容提供商


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.009	0.014	0.549	0.596	0.687	0.753
净利润增长率	32.35%	54.40%	3769.12%	8.46%	15.29%	9.64%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.598	N/A	N/A
市盈率(倍)	626.60	1,067.43	30.34	35.12	30.47	27.79
行业优化市盈率(倍)	102.54	100.80	41.45	90.05	90.05	90.05
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	19.37	19.62	0.01	4.15	1.99	2.88
已上市流通A股(百万股)	33.25	47.72	51.60	150.00	150.00	150.00
总股本(百万股)	75.00	75.00	195.30	390.61	390.61	390.61

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论
■ 出版业务：教材教辅是公司业绩的“稳定器”，一般图书的利润贡献有望逐步加大

- ◆ 尽管现有的中小学生数量在不断的减少，但教材教辅的人均消费有望维持 10%左右的增速，从而保证教材教辅业务的自然增长性。同时公司将积极开拓高中教育、中高职市场的教材教辅业务，作为新的业务增长点，空间广阔，尤其是中高职教育有望纳入义务教育的范畴，公司在中高职领域的市场占有率仅有 20%，具有很大的市场空间。
- ◆ 近年来一般图书在品牌推广上取得了一些成果，但在实质性的利润贡献方面较少，未来公司受益政策因素和出版策划能力提升实现一般图书业务的稳定增长。**政策因素：**参与“农家书屋”和中小学馆配工程，在政府采购方面发挥积极的作用，开拓一般图书业务的“稳定空间”；另外，公司不断整合出版策划资源使得出版策划能力不断得到提升，未来仍将坚持以畅销书为主，努力打造畅销书的战略，我们认为，一般图书有望步入一个快速的增长轨道。
- ◆ **数字出版着眼于长远**，将奠定公司未来价值的基础。公司在数字化方面迈出实质性的步伐，付诸内容资源更多的载体，可有效的提升内容资源的价值，为赢得未来的竞争提供保障，在移动互联网、电子终端越来越普及化的未来，内容资源的价值将得到最大化的体现。

- **加强出版物物流和印刷项目建设，进一步完善公司的出版业产业链，发挥业务之间的协同效应，有效提升公司的估值水平**
 - ◆ 出版物物流项目将通过整合内部物流资源，构建信息管理系统物流设备，构建自身的发行体系，加大一般图书新华书店之外的发行量，可有效的降低发行费率，更好的控制销售进度，提升综合毛利率的同时，也可有效提升图书本身的竞争力。
 - ◆ 在印刷高峰期，公司面临印刷业务产能不足的情况，印刷业务超过 50% 比例需要外包，此次增资印刷项目将增加公司的印刷产能，保证出版物印刷品质，同时更新印刷设备，拓展高端的印刷业务，有利于提升公司的总体经济效益。
- **积极推进资源整合，加快实现外延式扩张步伐**
 - ◆ 公司一直致力于加强出版策划力量，同外界的合作也在不断的加强，公司整合资源的原则主要是**拥有出版资源和拥有平台资源**。从之前战略合作协议到近期重组中央社企业，表明公司在跨地域、跨行业整合方面已经迈出了实质性的步伐，提升了市场对于公司跨地域整合的预期，我们认为 2010 年在出版行业的整体改革的背景下，依靠上市公司在平台整合方面的优势，公司的扩张步伐有望进一步加快。
- **股价催化剂**
 - ◆ 整合更多的出版资源
 - ◆ 与民营机构良好的合作
 - ◆ 跨地域扩张方面迈出实质性的步伐
- **盈利预测和投资建议**
 - ◆ 尽管增发项目已经获批，但是具体的发行份额还有待确定，因此我们暂不考虑增发项目带来的股权稀释和盈利影响。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.596，0.687，0.753 元，对应当前的股价 PE 分别为 35.12，30.47，27.79 倍，处于传媒板块估值低端，估值安全边际较高，公司未来有望整合更多的内容资源实现内生性增长，同时加紧对外扩张步伐，因此，我们维持公司“买入”评级，目标价 24.06 元，对应 2010 的 PE 为 35 倍。
 - ◆ 如考虑到增发因素，由于项目有一定的投入期，增发项目 2010 年的业绩贡献有限，因此对业绩会有一定程度的稀释，而 2011、2012 随着项目进入创收期，公司的盈利步伐将有望进一步加快，从而降低公司的估值水平，我们会在发行份额确定之时调整我们的盈利预测。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	110	119	1,466	1,637	1,793	1,957
增长率		8.5%	1131.2%	11.7%	9.5%	9.2%
主营业务成本	-77	-80	-1,045	-1,168	-1,279	-1,396
% 销售收入	70.4%	67.5%	71.3%	71.3%	71.3%	71.3%
毛利	32	39	420	469	514	561
% 销售收入	29.6%	32.5%	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%
营业税金及附加	-1	-1	-14	-16	-18	-20
% 销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-13	-13	-61	-74	-81	-88
% 销售收入	11.7%	10.8%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-20	-17	-137	-160	-176	-192
% 销售收入	18.0%	14.0%	9.3%	9.8%	9.8%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	-1	8	209	219	240	262
% 销售收入	n.a	6.7%	14.3%	13.4%	13.4%	13.4%
财务费用	-2	-4	3	11	15	16
% 销售收入	1.6%	3.2%	-0.2%	-0.67%	-0.81%	-0.82%
资产减值损失	0	-4	-26	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	4	3	5	5	5
% 税前利润	117.6%	47.7%	1.5%	2.0%	1.7%	1.6%
营业利润	3	4	189	230	257.689	281
营业利润率	2.5%	3.7%	12.9%	14.0%	14.4%	14.4%
营业外收支	2	5	38	20	30	35
税前利润	5	9	227	250	288	316
利润率	4.6%	7.7%	15.5%	15.3%	16.0%	16.2%
所得税	-1	-1	-1	-4	-5	-6
所得税率	13.3%	15.7%	0.5%	1.5%	1.6%	1.8%
净利润	4	8	226	246	283	311
少数股东损益	1	2	11	13	15	16
归属于母公司的净利润	4	6	215	233	268	294
净利率	3.3%	4.7%	14.7%	14.2%	15.0%	15.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	4	0	226	246	283	311
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	9	0	76	81	91	106
非经营收益	-4	0	-7	-24	-35	-40
营运资金变动	6	0	-262	-85	-72	-76
经营活动现金净流	16	0	34	218	267	301
资本开支	-8	13	-77	-111	-190	-185
投资	6	7	70	0	0	0
其他	7	3	19	5	5	5
投资活动现金净流	5	22	12	-106	-185	-180
股权募资	0	0	0	151	5	5
债权募资	-8	-20	-105	-29	0	1
其他	-3	-6	6	-4	-39	-39
筹资活动现金净流	-11	-26	-98	118	-34	-33
现金净流量	10	-4	-52	229	48	88

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	43	52	391	621	669	757
应收款项	56	46	420	461	505	551
存货	30	31	600	640	701	765
其他流动资产	3	2	64	93	102	112
流动资产	133	131	1,475	1,815	1,976	2,184
% 总资产	52.7%	47.5%	63.9%	67.2%	66.1%	65.9%
长期投资	8	12	64	64	64	64
固定资产	109	115	671	738	863	974
% 总资产	43.2%	41.9%	29.1%	27.3%	28.9%	29.4%
无形资产	3	15	96	83	87	90
非流动资产	120	145	834	885	1,015	1,129
% 总资产	47.3%	52.5%	36.1%	32.8%	33.9%	34.1%
资产总计	252	275	2,309	2,700	2,991	3,313
短期借款	77	57	15	0	0	0
应付款项	26	54	349	356	389	425
其他流动负债	4	7	71	128	136	145
流动负债	107	118	434	483	526	570
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	3	16	0	0	0
负债	108	120	450	483	526	571
普通股股东权益	128	137	1,738	2,082	2,316	2,577
少数股东权益	17	18	121	134	149	165
负债股东权益合计	252	275	2,309	2,700	2,991	3,313

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.009	0.014	0.549	0.596	0.687	0.753
每股净资产	1.702	1.823	8.897	5.330	5.930	6.596
每股经营现金净流	0.208	0.170	0.179	0.557	0.684	0.771
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	2.82%	4.06%	12.36%	11.19%	11.59%	11.42%
总资产收益率	1.42%	2.02%	9.30%	8.63%	8.98%	8.88%
投入资本收益率	-0.17%	3.16%	11.10%	9.71%	9.56%	9.37%
增长率						
主营业务收入增长率	7.29%	8.51%	1131%	11.68%	9.55%	9.16%
EBIT增长率	N/A	-1893%	2537%	4.46%	9.65%	9.18%
净利润增长率	32.35%	54.40%	3769%	8.46%	15.29%	9.64%
总资产增长率	1.43%	9.05%	738.66%	16.92%	10.79%	10.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	119.1	108.0	50.9	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	158.0	140.3	110.3	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	45.2	42.7	32.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数		267.9	163.9	153.3	153.5	150.3
偿债能力						
净负债/股东权益	23.47%	3.46%	-20.23%	-28.00%	-27.12%	-27.56%
EBIT利息保障倍数	-0.3	2.1	-69.2	-19.8	-16.5	-16.4
资产负债率	42.76%	43.76%	19.51%	17.91%	17.58%	17.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	4	23
买入	0	2	2	2	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.40	1.38	1.31

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。