

赵宇杰
0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn

2010年4月5日

时代出版(600551.SH)/20.6元

借助充裕资金支持，未来看点在于跨区域整合并购

工业·综合

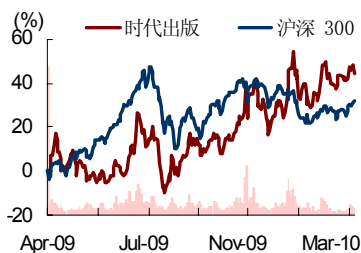
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3,158
总股本(万股)	39,061
已上市流通股(万股)	15,000
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	24.1%
主要股东	安徽出版集团
主要股东持股比例	61.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	35	55
相对表现	-6	21	23



相关报告

1、《时代出版股东大会纪要：整合收购将成为公司阶段性发展的主旋律》

10/21/09

2、《时代出版3季度纸张销售唱主角，4季度增长看印装业务》

10/16/09

3、《时代出版教材教辅与印刷业务增势强劲，现金充沛期待跨区整合》

8/10/09

□ 公司09年业绩略低于我们和市场预期。公司09年实现收入17.5亿，同比增长18%；归属母公司净利润为2.3亿，同比增长2.9%；实现每股盈利0.58元，拟10股分红1元（含税）。

公司业绩低于预期的主要原因是资产减值损失明显增加，而营业外收入低于预期。公司09年资产减值损失合计为0.36亿，与08年的0.25亿相比增加了0.11亿，这主要是受存货跌价损失增加所影响；同时公司09年营业外收入为0.28亿，虽公司此前公告获得国家出版基金及各种发展基金共计0.35亿，但在09年实际仅确认了约0.1亿的补贴收入。

□ 公司09年主营贡献较高的三大业务中，教材教辅和印刷业务表现较好，而一般图书则相对平淡。

教材教辅业务方面（9.1亿元），有效化解了循环教材使用造成的不利影响，实现了28%的强劲增长，我们认为其中教材业务相对比较稳定，增长主要靠教辅市场拉动。

印刷业务方面（0.9亿元），从报表上看收入下降14%，但实际情况是印刷产量有明显提升。公司印刷业务分为外接订单和内部订单，过去公司由于产能不足和承接中高端印刷业务能力薄弱，因此公司旗下众多出版社的印刷业务都进行外包，公司09年通过技术改造、引进国外先进设备和整合并购等方式使公司扩大了印刷产能和业务范围，因此公司09年承接了大量内部订单，同时减少了外接业务量，而报表体现的刚好是外接印刷收入。

一般图书方面（2.2亿元），同比略微下降0.5%，主要原因是09年与08年相比，缺少“鬼吹灯”系列和《虹猫仗剑走天涯》系列这类表现突出的畅销书；不过公司也加大了在中小学馆配和农家书屋领域的开拓力度，分别实现销售码洋0.5亿和0.67亿。

□ 我们判断公司未来将有足够的资金围绕出版主业展开一系列收购整合，这将成为公司阶段性发展的主旋律。公司09年经营活动产生的现金流净增加了3.1亿，使公司账上现金从08年底的3.9亿增加到了5.6亿，而公司在今年顺利完成募集资金发行后（计划募集5.2亿），公司资金规模将大幅增加到10亿元以上，资金实力将大大增强。我们判断在中央级出版社纷纷要在今年底完成事转企的背景下，公司凭借充裕的资金实力和较为丰富的市场化运营经验，公司后续对中央级出版社以及高校出版社的整合仍值得期待。

□ 维持“审慎推荐-A”的投资评级。我们预测公司10~12年EPS分别为0.68元、0.71元和0.76元；其中10年预测的EPS比09年高0.1元，主要原因是资产减值损失与09年相比减少0.1亿，而营业外收入则比09年多0.17亿（假设今年将包括国家出版基金在内的0.35亿补贴的剩余0.25亿部分全部确认）。

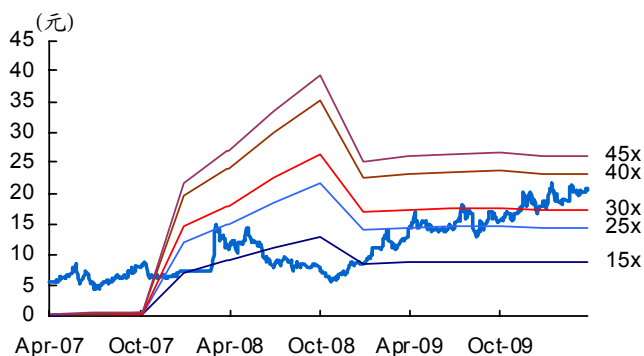
公司股价催化剂在于跨地域出版资源的整合，如中央级或高校出版社的整合；同时也有可能涉足其他媒体领域，如动漫、影视娱乐等。

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	08N	09N
营业收入	414	413	456	470	1,485	1,752
营业成本	300	296	351	315	1,058	1,263
营业费用	19	16	16	41	62	91
管理费用	41	39	31	38	141	149
财务费用	0.1	(3.3)	0.8	(2.0)	(3.1)	(4.4)
营业外收入	2	12	6	8	42	28
营业利润	52	55	51.6	54	192	212
归属母公司净利润	51	62	55.0	58	219	225
EPS (元)	0.13	0.16	0.14	0.15	0.56	0.58
主要比率	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	08N	09N
毛利率	27.4%	28.2%	23.0%	32.9%	28.7%	27.9%
营业费用率	4.6%	3.8%	3.5%	8.6%	4.2%	5.2%
管理费用率	9.8%	9.5%	6.8%	8.1%	9.5%	8.5%
营业利润率	12.6%	13.2%	11.3%	11.4%	12.9%	12.1%
有效税率	0.4%	0.7%	0.9%	3.4%	0.5%	1.4%
净利率	13.0%	15.0%	12.3%	12.7%	15.5%	13.2%
YoY	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	08N	09N
收入	3.4%	60.1%	0.2%	26.2%	23.3%	18.0%
归属母公司净利润	15.6%	6.6%	3.2%	-9.5%	14.8%	2.9%

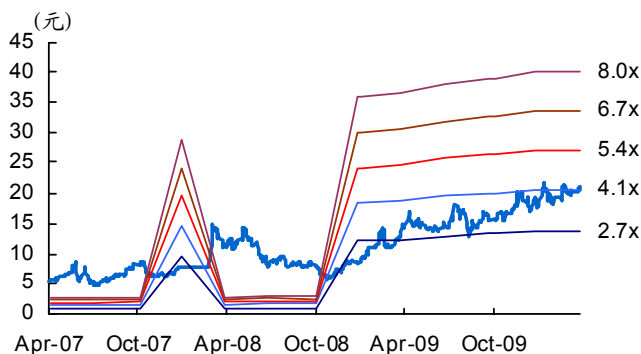
资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图 1、时代出版历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2、时代出版历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

表 2、盈利预测简表

营业收入(百万元)	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E	08H1	09H1	08H2	09H2
一、主营业务	1,274	1,466	1,627	1,796	1,958	2,114	2,290	566	670	708	796
教材教辅	713	914	1,052	1,188	1,307	1,412	1,525	355	408	358	506
一般图书	222	220	227	238	257	283	317	93	92	129	128
期刊杂志	31	28	29	30	33	36	40	13	13	18	14
电子音像	4	6	6	7	7	8	9	3	4	2	2
印装业务	107	92	97	104	115	126	139	46	61	61	31
光盘销售	32	24	21	19	17	16	14	15	13	17	10
印刷器材销售	32	42	48	54	60	65	70	16	18	16	24
电子类产品	11	40	43	47	51	54	57	0	25	11	15
辐射化工产品	11	66	70	73	77	81	85	0	23	11	43
房产销售	108	16	16	16	16	16	16	24	0	84	16
二、其他业务	211	287	374	465	579	707	838	92	157	119	130
合计	1,485	1,752	2,001	2,261	2,538	2,821	3,128	658	826	827	926
增速	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E	08H1	09H1	08H2	09H2
一、主营业务	7%	15%	11%	10%	9%	8%	8%		18%		12%
教材教辅	8%	28%	15%	13%	10%	8%	8%		15%		41%
一般图书	10%	-1%	3%	5%	8%	10%	12%		-1%		0%
期刊杂志	25%	-11%	5%	5%	8%	10%	12%		1%		-20%
电子音像	-22%	30%	10%	10%	10%	10%	10%		35%		20%
印装业务	10%	-14%	5%	8%	10%	10%	10%		34%		-50%
光盘销售	-10%	-25%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%		-10%		-39%
印刷器材销售	-26%	31%	15%	13%	10%	8%	8%		9%		55%
电子类产品	-80%	245%	10%	8%	8%	6%	6%				28%
辐射化工产品	-78%	510%	5%	5%	5%	5%	5%				299%
房产销售	3292%	-85%	0%	0%	0%	0%	0%		-100%		-81%
二、其他业务	62%	36%	30%	24%	25%	22%	19%		71%		9%
合计	12%	18%	14%	13%	12%	11%	11%		26%		12%
毛利率	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E	08H1	09H1	08H2	09H2
一、主营业务	31%	32%	31%	31%	31%	32%	32%	31%	31%	31%	32%
教材教辅	39%	36%	35%	35%	35%	35%	35%	37%	36%	41%	38%
一般图书	38%	30%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	30%	43%	42%
期刊杂志	34%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	32%	25%	35%	25%
电子音像	36%	16%	20%	20%	20%	20%	20%	21%	13%	60%	40%
印装业务	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	22%	21%	22%	21%
光盘销售	-16%	-8%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-6%	-29%	-25%	-25%
印刷器材销售	11%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	10%	10%	11%
电子类产品	36%	21%	20%	20%	20%	20%	20%		32%	36%	30%
辐射化工产品	25%	36%	25%	25%	25%	25%	25%		35%	25%	25%
房产销售	-7%	-12%	0%	0%	0%	0%	0%	-7%	0%	-7%	0%
二、其他业务	14%	8%	14%	14%	14%	14%	14%	50%	12%	-14%	15%
合计	29%	28%	27%	27%	27%	27%	26%	34%	28%	25%	28%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,475	1,742	1,973	2,228	2,487
现金	391	561	778	876	967
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	136	16	18	20
应收款项	373	432	500	565	634
其它应收款	36	42	50	57	63
存货	600	529	583	660	744
其他	64	42	46	52	58
非流动资产	834	959	950	973	994
长期股权投资	57	64	64	64	64
固定资产	658	587	618	653	685
无形资产	79	106	95	86	77
其他	40	203	174	171	169
资产总计	2,309	2,701	2,923	3,201	3,482
流动负债	434	613	635	697	764
短期借款	15	23	20	20	20
应付账款	175	219	248	281	316
预收账款	56	57	73	83	93
其他	189	313	294	314	335
长期负债	16	39	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	39	20	20	20
负债合计	450	652	655	717	784
股本	195	391	391	391	391
资本公积金	1,166	976	976	976	976
留存收益	377	592	804	1,012	1,219
少数股东权益	121	90	97	105	113
母公司所有者权益	1,738	1,959	2,171	2,379	2,586
负债及权益合计	2,309	2,701	2,923	3,201	3,482

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	35	309	332	236	248
净利润		225	265	277	295
折旧摊销		0	56	57	58
财务费用		0	(5)	(7)	(8)
投资收益		0	(4)	(4)	(4)
营运资金变动		0	11	(95)	(101)
其它		84	8	8	8
投资活动现金流	12	(83)	(55)	(80)	(80)
资本支出		0	(80)	(80)	(80)
其他投资		(83)	25	0	0
筹资活动现金流	(98)	(62)	(60)	(58)	(77)
借款变动		0	(3)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(53)	(69)	(89)
其他		(62)	(4)	11	12
现金净增加额	(51)	164	217	98	92

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,485	1,752	2,001	2,261	2,538
营业成本	1,058	1,263	1,457	1,651	1,859
营业税金及附加	14	12	14	18	20
营业费用	62	91	100	113	127
管理费用	141	149	180	203	228
财务费用	(3)	(4)	(5)	(7)	(8)
资产减值损失	25	36	25	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	6	4	4	4
营业利润	192	212	234	267	295
营业外收入	42	28	45	25	15
营业外支出	3	5	4	4	4
利润总额	231	235	275	288	306
所得税	1	3	3	3	3
净利润	230	231	272	285	303
少数股东损益	11	6	7	7	8
母公司所有者净利润	219	225	265	277	295
EPS (元)	0.56	0.58	0.68	0.71	0.76

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23%	18%	14%	13%	12%
营业利润	14%	10%	10%	14%	11%
净利润	15%	3%	18%	5%	7%
获利能力					
毛利率	28.7%	27.9%	27.2%	27.0%	26.8%
净利率	14.7%	12.9%	13.2%	12.3%	11.6%
ROE	12.6%	11.5%	12.2%	11.7%	11.4%
ROIC	10.0%	9.9%	9.9%	10.3%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	24.1%	22.4%	22.4%	22.5%
净负债比率	0.6%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
流动比率	3.4	2.8	3.1	3.2	3.3
速动比率	2.0	2.0	2.2	2.2	2.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.9	2.2	2.6	2.7	2.6
应收帐款周转率	4.0	4.4	4.3	4.2	4.2
应付帐款周转率	5.5	6.4	6.2	6.2	6.2
每股资料(元)					
每股收益	0.56	0.58	0.68	0.71	0.76
每股经营现金	0.09	0.79	0.85	0.60	0.64
每股净资产	4.45	5.01	5.56	6.09	6.62
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.18	0.23
估值比率					
PE	36.8	35.7	30.4	29.0	27.2
PB	4.6	4.1	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	17.6	19.9	14.5	13.0	12.0

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2007 年从事传媒行业研究，获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 5 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。