

跨区域、跨媒体、跨所有制，大踏步向综合传媒集团迈进

时代出版 (600551)

评级: 买入 (维持)

股价: 18.32 元

跟踪报告

2010 年 06 月 09 日 星期三

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
010-59707103
kzy@longone.com.cn
通信及传媒

联系人: 郑永双
010-59707120
zhengys@longone.com.cn
传媒

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

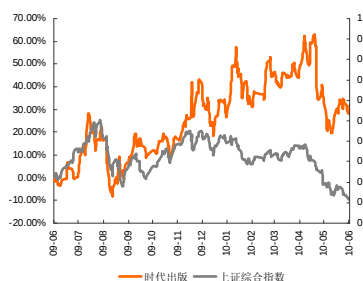
重要数据

总股本(亿股)	3.91
流通股本(亿股)	1.50
总市值(亿元)	71.56
流通市值(亿元)	27.48

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-3.3	3.2
3 个月	-7.6	10.0
6 个月	-0.7	22.1

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 事件:

6 月 9 日公司发布公告: 1) 与黑龙江出版集团共同出资设立新公司, 重组黑龙江新华书店出版物连锁经营业务, 新公司总投资不超过 3 亿元, 公司不低于 51%; 2) 通过了与故宫博物院合作开发文物出版工程的议案; 3) 通过了与中国移动通信集团浙江有限公司开展手机阅读内容合作的议案; 4) 通过了与中青网络科技合作开展新媒体数字出版项目的议案; 5) 通过了与安徽广电传媒产业集团合作开展影视剧播放和版权交易的议案; 6) 通过了与上海美月之歌合作拍摄电视剧的议案; 7) 通过了子公司安徽教育出版社重组武汉现代外国语言研究所, 与王迈迈合资设立传媒公司的议案; 8) 中标安徽省农家书屋采购合同金额 3300 万元, 中标四川、湖南农家书屋采购合同 1522 万元。

□ 评论:

- **公司大力开展跨区域、跨媒体、跨所有制合作, 外延式扩张大幕拉开。**在 2009 年 9 月国家出台《文化产业振兴规划》的大背景下, 整个传媒行业迎来了前所未有的发展机遇, 公司充分发挥政策优势、集群优势, 与多家省内外国有、民营企业, 基于自身业务优势, 开展大量跨媒体、跨产业链的合作, 全面迈开外延式扩张步伐, 未来的综合传媒集团隐约可见。
- **重组黑龙江新华书店使公司填补公司发行市场空白。**安徽省内的出版业务、发行业务走的是分别单独上市的路, 这使得公司收入结构相对单一, 业绩过度依赖图书出版。对黑龙江新华书店出版物连锁经营业务的重组使公司彻底打通了图书出版发行的产业链, 完善了收入结构; 此举更深远的意义, 在于为公司进一步进行跨区域发行业务的扩张提供了样板。
- **与故宫博物院、武汉外研所的合作进一步增强公司的出版实力。**故宫博物院拥有总数超过 150 万件独特馆藏珍品, 此次合作出版史料、内容均属故宫博物院文史出版的首次发布, 资源价值、稀缺性非常高; 武汉外研所在外语教材中占有较大专业市场份额, 重组后公司将控股合资公司并接手生产经营, 进一步提升外语教材市场的出版实力。
- **开展就手机阅读, 数字出版的合作顺应了行业发展的趋势, 公司未雨绸缪, 突显战略眼光。**中国手机阅读正成为继无线音乐之后众多电信厂商又一个无线互联网业务的营收增长点, 09 年中国手机阅读活跃用户达 1.61 亿, 收入 5.55 亿元, 而其中 5.11 亿元为手机报贡献, 用户阅读习惯正逐渐养成, 未来手机报以外的阅读市场可拓展空间巨大, 5 月初, 中国移动浙江阅读基地宣布正式运营, 公司与浙江移动合作, 为自身丰富的内容资源拓展了新的出口; 09 年中国数字出版总产值 795 亿元, 首度超越传统书报刊出版物的生产总产值, 预计 2010 年总产值有望超过 1000 亿元, 图书出版业发展的大方向已然明确, 公司与中青网合作开展数字出版项目, 进一步布局数字出版, 在业务上积极进取, 未雨绸缪。

- **进军广播电影电视业，跨媒体布局内容产业。** 2010 年 1 月国务院出台了推进“三网融合”的总体方案，试点方案将于近期出台，方案将对广电系有利，在试点阶段会给予广电系企业一定程度的保护，鉴于三网融合主要影响的是广电与电信两大行业，而由于融合后传播渠道的拓宽，广电行业中相对确定性受益于三网融合的便是处于上游的内容产业，我们认为公司在此时涉足电影电视剧的制作、播出业务，是非常明智的选择，短期来看丰富了公司经营业态，与自身丰富的内容资源形成联动；长期来看，向成为综合传媒集团的目标跨出了标志性的一步。
- **中标农家书屋，预计原有业务将保持稳定增长。** 2009 年公司农家书屋项目总码洋 6708 万元，目前公司中标合同合计 4822 万元，与去年销售额已相差不多，在国家政策的推动下，预计公司该项业务收入将实现稳步增长；而对比公司 09 年图书出版 11.3 亿元的收入规模，农家书屋的收入占比不大，对公司传统业务收入的增长贡献有限。
- 公司定向增发在即，增发完成将进一步提升公司资金实力和营运能力，为公司的进一步扩张打下坚实的基础。预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.66 元、0.71 元，动态市盈率为 27x、26x，估值仍处于板块低端，安全边际很高，维持公司“买入”的投资评级。

主要财务指标					
	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	119.0	1,465.5	1,752.4	1,882.5	2,050.6
营业收入增长率（%）	6.7%	1131.2%	19.6%	7.4%	8.9%
营业利润（百万元）	4.4	189.4	211.6	243.3	262.9
营业利润增长率（%）	491.4%	4237.7%	11.7%	15.0%	8.0%
净利润（百万元）	5.5	214.7	225.2	257.3	275.6
净利润增长率（%）	39.7%	3769.1%	4.9%	14.3%	7.1%
营业利润率（%）	3.7%	12.9%	12.1%	12.9%	12.8%
每股收益（元）	0.01	0.55	0.58	0.66	0.71
每股净资产（元）	0.35	4.45	5.02	5.68	6.39
PE (X)	1,289.5	33.3	31.8	27.8	26.0
PB (X)	52.3	4.1	3.6	3.2	2.9
ROE (%)	4.1%	12.4%	11.5%	11.6%	11.0%

表 1. 时代出版盈利预测

单位: 百万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	102.2	111.6	119.0	1,465.5	1,752.4	1,882.5	2,050.6	21.7%	19.6%	7.4%	8.9%
增长率	0.0	9.1%	6.7%	1131.2%	19.6%	7.4%	8.9%	1124.5%	-1111.6%	-12.2%	1.5%
综合毛利率	33.7%	30.0%	32.5%	28.7%	27.9%	27.6%	27.3%	-3.8%	-0.8%	-0.4%	-0.2%
营业成本	67.8	78.1	80.4	1,045.1	1,263.1	1,363.8	1,490.0	1200.6%	20.9%	8.0%	9.3%
营业税金及附加	0.9	1.3	1.2	13.6	11.6	11.3	12.3	1011.6%	-14.5%	-2.6%	8.9%
期间费用率	33.5%	30.6%	28.0%	13.3%	13.5%	12.7%	12.7%	-14.7%	0.2%	-0.8%	0.0%
销售费用	14.4	12.9	12.8	60.8	91.1	94.1	102.5	373.0%	50.0%	3.3%	8.9%
销售费用率	14.1%	11.5%	10.8%	4.1%	5.2%	5.0%	5.0%	-6.6%	1.1%	-0.2%	0.0%
管理费用	16.5	16.7	16.7	136.9	149.1	150.6	164.0	720.9%	8.9%	1.0%	8.9%
管理费用率	16.2%	15.0%	14.0%	9.3%	8.5%	8.0%	8.0%	-4.7%	-0.8%	-0.5%	0.0%
财务费用	3.3	4.6	3.8	(3.0)	(4.4)	(5.6)	(6.2)	-180.6%	45.5%	28.4%	8.9%
财务费用率	3.2%	4.1%	3.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0.0	3.1	4.2	26.3	36.0	30.0	30.0	521%	36.9%	-16.7%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	NA	NA	NA
投资净收益	1.0	5.7	4.4	3.4	5.7	5.0	5.0	-21.6%	65.7%	-12.3%	0.0%
营业利润	2.5	0.7	4.4	189.4	211.6	243.3	262.9	4237.7%	11.7%	15.0%	8.0%
增长率		-71.0%	491.4%	4237.7%	11.7%	15.0%	8.0%	3746.3%	-4226.0%	3.3%	-7.0%
营业利润率	2.5%	0.7%	3.7%	12.9%	12.1%	12.9%	12.8%	9.3%	-0.8%	0.9%	-0.1%
加: 营业外收入	0.0	4.4	4.9	40.4	28.4	30.0	30.0	724.8%	-29.6%	5.6%	0.0%
减: 营业外支出	0.1	0.3	0.1	2.6	5.5	5.0	5.0	4053.8%	109.3%	-9.1%	0.0%
利润总额	4.0	4.8	9.2	227.1	234.5	268.3	287.9	2369.6%	3.2%	14.4%	7.3%
减: 所得税	0.6	0.1	1.4	1.1	3.3	4.0	4.3	-26.5%	211.0%	22.0%	7.3%
实际所得税率	15.5%	1.1%	15.7%	0.5%	1.4%	1.5%	1.5%	-15.2%	0.9%	0.1%	0.0%
净利润	3.4	4.8	7.8	226.0	231.2	264.3	283.6	2816.1%	2.3%	14.3%	7.3%
减: 少数股东损益	0.7	0.8	2.2	11.3	6.0	7.0	8.0	414.0%	-47.0%	16.7%	14.3%
归属于母公司所有者的净利润	2.7	4.0	5.5	214.7	225.2	257.3	275.6	3769.1%	4.9%	14.3%	7.1%
增长率		46.3%	39.7%	3769.1%	4.9%	14.3%	7.1%	3729.5%	-3764.3%	9.4%	-7.2%
净利润率	2.7%	3.6%	4.7%	14.7%	12.8%	13.7%	13.4%	10.0%	-1.8%	0.8%	-0.2%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.01	0.55	0.58	0.66	0.71	3769.1%	4.9%	14.3%	7.1%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 2. 可比公司估值

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	08A	09A	每股收益 10E	08A	09A	市盈率 10E	CAGR 08/10年	PEG 09A	最新 市净率
有线网络														
歌华有线	600037.SH	增持	170.9	170.9	16.12	0.31	0.31	0.32	52.0x	51.8x	50.8x	-2.8%	NA	3.9x
天威视讯	002238.SZ	增持	63.5	24.5	23.80	0.28	0.29	0.34	83.9x	81.3x	69.0x	8.9%	9.1x	5.2x
广电网络	600831.SH	增持	53.4	53.4	9.47	0.08	0.14	0.16	123.9x	68.3x	57.7x	31.2%	2.2x	4.5x
平均值									86.6x	67.1x	59.2x			4.5x
报纸														
博瑞传播	600880.SH	买入	117.7	76.8	19.12	0.31	0.43	0.55	61.4x	44.8x	34.5x	36.2%	1.2x	9.6x
华闻传媒	000793.SZ	中性	82.6	82.5	6.07	0.12	0.12	0.13	49.7x	50.3x	47.1x	5.7%	8.8x	3.7x
平均值									55.5x	47.5x	40.8x			6.7x
图书出版发行														
时代出版	600551.SH	买入	71.6	27.5	18.32	0.55	0.58	0.67	33.3x	31.8x	27.5x	260.4%	0.1x	3.7x
出版传媒	601999.SH	增持	73.4	19.7	13.32	0.21	0.23	0.26	63.5x	56.7x	51.2x	11.0%	5.1x	5.2x
新华传媒	600825.SH	增持	102.8	69.8	11.81	0.28	0.27	0.30	42.5x	44.1x	39.9x	54.9%	0.8x	5.1x
皖新传媒	601801.SH	增持	115.8	14.0	12.72	0.28	0.30	0.33	45.9x	41.9x	38.0x	12.9%	3.2x	6.0x
平均值									46.3x	43.6x	39.1x			5.0x
广告营销														
中视传媒	600088.SH	中性	58.4	29.6	24.68	0.23	0.48	0.48	107.7x	51.0x	51.8x	28.2%	1.8x	6.8x
北巴传媒	600386.SH	增持	41.9	41.9	10.40	0.22	0.29	0.49	46.7x	35.6x	21.2x	60.8%	0.6x	4.3x
蓝色光标	300058.SZ	买入	36.3	9.1	30.25	0.36	0.40	0.61	83.7x	74.9x	49.8x	29.5%	2.5x	18.0x
平均值									79.4x	53.9x	40.9x			9.7x
其他														
中信国安	000839.SZ	-	198.8	198.7	12.68	0.23	0.39	0.30	55.9x	32.5x	42.1x	13.2%	2.5x	3.5x
东方明珠	600832.SH	中性	296.3	296.3	9.30	0.14	0.14	0.19	66.4x	65.1x	48.6x	-1.4%	NA	4.2x
鹏博士	600804.SH	-	133.0	114.9	9.94	0.13	0.16	0.27	76.6x	63.5x	36.3x	29.6%	2.1x	7.2x
电广传媒	000917.SZ	中性	73.1	57.3	17.99	0.05	0.07	0.31	342.7x	248.5x	57.6x	3.9%	64.5x	4.3x
奥飞动漫	002292.SZ	增持	73.0	18.2	28.51	0.25	0.40	0.54	112.0x	71.8x	52.4x	2.7%	26.7x	6.3x
华谊兄弟	300027.SZ	增持	130.0	32.5	38.70	0.20	0.25	0.47	191.0x	153.8x	81.7x	39.8%	3.9x	45.8x
平均值									140.8x	105.9x	53.1x			11.9x
板块均值									85.9x	66.5x	44.8x			7.7x

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

郑永双, 传媒行业研究员, 毕业于清华大学数学系, 获硕士学位。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122