

动态报告/公司快评

传媒

平面媒体

时代出版（600551）

与新浪网、复旦大学签约点评

谨慎推荐

（维持评级）

2010年6月18日

与新浪合作，布局数字出版

分析师： 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163 SAC 执业证书编号：S0980210040007

事项：

时代出版发布两项公告：1、拟与新浪签约，在数字出版和人才培养等方面展开合作；2、与复旦大学签约，联合培养博士后。

评论：

■ 与新浪读书频道合作，在数字出版领域的又一战略安排

时代出版与新浪网全面合作的方案中，有两个核心要点：（1）2011年6月30日之前，时代出版向新浪网读书频道提供1000本优质图书的电子版权，新浪网在其读书频道下开设“时代出版”内容专区。（2）新浪网向时代出版提供原创文学、作者等资源。

从合作动机看，时代出版看中新浪的运营平台（读书频道）和原创文学和作者资源；新浪网看中时代出版的书号资源以及存量图书版权和原创内容。因此，合作是双方追求共赢的结果。

但双方的合作并非毫无保留：（1）时代出版只是承诺在2011上半年之前提供1000本优质图书，而并非其所有存量及新增图书的电子版权，公司仍旧担心电子图书影响到纸质图书的销量，但又必须在数字出版中做出战略安排，这从公司与浙江移动合作手机阅读也可见一斑。（2）新浪向时代出版提供原创文学的出版权，但并非意味着独家合作，新浪看中时代出版的书号资源，但是全国存在579家出版社，书号资源并不算少，新浪读书频道的合作方也包括诸多出版社。

按照教育出版、专业出版、大众出版进行分类，数字出版对传统出版构成的挑战主要表现在大众出版领域，例如文学作品。在数字出版对传统出版替代的过程中，运营平台将作为主要的受益方，而内容提供商将陷入逐步被动的局面。目前新浪读书频道的主要盈利模式为免费内容吸引用户，给VIP用户提供付费内容，例如一本电子图书收入3元就可以阅读全部内容。总体看，向新浪网提供1000本电子图书版权，对公司的短期盈利贡献并不大。

■ 建立博士后流通站，积蓄新媒体运营能量

与复旦大学建立博士后流通站，短期内需要承担相关费用，但因研究成果归属于公司，有利于时代出版的长期发展。并且新浪也将参与这一流通站的建立，主要研究方向集中于多媒体传播和新媒体运营，这将为公司未来在新媒体的发展上提供战略指导。

■ 维持盈利预测和“谨慎推荐”的投资评级

我们维持2010年下半年策略对时代出版的“谨慎推荐”评级，2010-12年EPS分别为0.67元、0.62元和0.67元

(考虑增发股本), 其中 2010 年 EPS 考虑了出版基金带来的补贴收入, 扣除这一影响, 2010 年 EPS 为 0.59 元。当前股价下对应的 PE 分别为 28、30 和 28 倍, 估值处于传媒行业低端, 具备较高的安全边际。

图表 1: 时代出版盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	561	1212	1398	1614	营业收入	1752	1865	2014	2158
应收款项	610	613	662	709	营业成本	1263	1330	1436	1547
存货净额	529	783	845	910	营业税金及附加	12	13	14	15
其他流动资产	42	45	49	52	销售费用	91	97	105	108
流动资产合计	1742	2653	2953	3285	管理费用	149	169	192	194
固定资产	629	654	645	622	财务费用	(4)	(12)	(18)	(21)
无形资产及其他	106	97	88	80	投资收益	6	3	3	3
投资性房地产	161	161	161	161	资产减值及公允价值变动	(36)	(20)	(20)	(30)
长期股权投资	64	84	104	124	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2701	3649	3952	4271	营业利润	212	250	268	287
短期借款及交易性金融负债	23	30	30	30	营业外净收支	23	55	18	18
应付款项	356	356	384	413	利润总额	235	306	286	305
其他流动负债	233	249	270	288	所得税费用	3	3	4	3
流动负债合计	613	635	684	732	少数股东损益	6	8	7	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	225	295	274	294
其他长期负债	39	43	43	43					
长期负债合计	39	43	43	43	现金流量表 (百万元)				
负债合计	652	678	727	774	2009	2010E	2011E	2012E	
少数股东权益	90	97	104	111	净利润	225	295	274	294
股东权益	1959	2874	3121	3386	资产减值准备	10	(30)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	2701	3649	3952	4271	折旧摊销	51	55	60	64
					公允价值变动损失	36	20	20	30
					财务费用	(4)	(12)	(18)	(21)
					营运资本变动	(27)	(271)	(65)	(68)
					其它	(4)	37	7	7
					经营活动现金流	290	106	295	327
					资本开支	18	(62)	(62)	(62)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					投资活动现金流	11	(82)	(82)	(82)
					权益性融资	2	650	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(23)	(29)	(27)	(29)
					其它融资现金流	(88)	7	0	0
					融资活动现金流	(131)	628	(27)	(29)
					现金净变动	170	651	186	216
					货币资金的期初余额	391	561	1212	1398
					货币资金的期末余额	561	1212	1398	1614
					企业自由现金流	275	(25)	195	224
					权益自由现金流	187	(7)	213	245

关键财务与估值指标				
2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益	0.51	0.67	0.62	0.67
每股红利	0.06	0.07	0.06	0.07
每股净资产	5.01	6.52	7.08	7.68
ROIC	12%	14%	15%	16%
ROE	11%	10%	9%	9%
毛利率	28%	29%	29%	28%
EBIT Margin	14%	14%	13%	14%
EBITDA Margin	16%	17%	16%	17%
收入增长	20%	6%	8%	7%
净利润增长率	5%	31%	-7%	7%
资产负债率	27%	21%	21%	21%
息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
P/E	36.5	27.9	30.0	27.9
P/B	3.7	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	28.6	25.7	24.5	22.4

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。