

审慎推荐-A (维持)

时代出版 600551.SH

目标估值: NA
当前股价: 19.0 元
2010 年 8 月 22 日

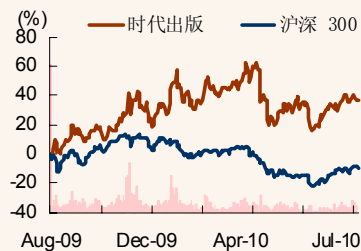
上半年业绩符合预期, 后续充裕资金带来较大想象空间

基础数据

上证综指	2642
总股本(万股)	42152
已上市流通股(万股)	15000
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	28
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	19.0%
主要股东	安徽出版集团
主要股东持股比例	57.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-1	44
相对表现	-2	10	53



相关报告

- 1、《时代出版借助充裕资金支持, 未来看点在于跨区域整合并购》
4/5/10
- 2、《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
- 3、《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

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

- 公司业绩符合我们和市场预期: 上半年实现收入 9.2 亿, 同比增长 11%; 归属母公司净利润 1.3 亿, 同比增长 11%; 实现每股盈利 0.3 元。

教材教辅方面, 上半年实现收入 4.1 亿, 同比仅微增 0.1%; 但毛利率却提升 1.8 个点达到 38%。该业务收入增速放缓, 预计是受循环教材推广影响; 而毛利率提升, 可能与公司在毛利率相对较高的细分教育市场和教辅市场加大开拓力度有关系。

一般图书方面, 上半年实现收入 1.2 亿, 同比增长 27%; 毛利率提升 3 个点达到 33.5%。去年同期该业务是同比下降 1%, 今年上半年表现好于去年同期, 与公司强化选题管理和广泛积聚优秀作者资源等的努力是分不开的。

印刷业务方面, 上半年实现收入 0.7 亿, 同比增长 21%; 毛利率 20%保持稳定。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, 并有效提升了外接印刷业务能力, 从而今年上半年该业务表现良好。

- 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, 而公司在今年上半年又顺利成功募集 5 亿资金, 公司资金规模大幅增加到 10 亿以上, 资金实力大大增强。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; 同时公司在新媒体和数字出版领域也在加快战略布局。

- 维持“审慎推荐-A”的投资评级。预测公司 10~12 年 EPS 分别为 0.66 元、0.69 元和 0.76 元。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。

- 风险提示: 公司对外整合收购整合低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,485	1,752	1,908	2,121	2,336
同比增长	23%	18%	9%	11%	10%
营业利润(百万元)	192	212	248	277	310
同比增长	14%	10%	17%	12%	12%
净利润(百万元)	219	225	278	292	319
同比增长	15%	3%	24%	5%	9%
每股收益(元)	0.56	0.58	0.66	0.69	0.76
PE	33.8	32.9	28.7	27.3	25.0
PB	4.3	3.8	3.0	2.8	2.6

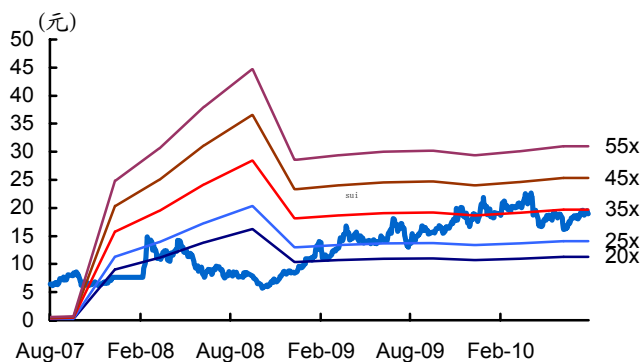
资料来源: 招商证券

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
营业收入	448	471	826	919	1,752	1,908
营业成本	329	344	597	673	1,263	1,376
营业费用	20	25	34	46	91	95
管理费用	42	34	80	76	149	162
财务费用	0	(2)	(3)	(2)	(4)	(8)
投资收益	1	1	1	2	6	4
营业利润	55	65	107	120	212	248
归属母公司净利润	55	69	112	125	225	278
EPS (元)	0.13	0.16	0.27	0.30	0.53	0.66
主要比率	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
毛利率	26.5%	27.0%	27.8%	26.8%	27.9%	27.9%
营业费用率	4.5%	5.4%	4.2%	5.0%	5.2%	5.0%
管理费用率	9.4%	7.2%	9.7%	8.3%	8.5%	8.5%
营业利润率	12.2%	13.8%	12.9%	13.0%	12.1%	13.0%
有效税率	0.1%	0.7%	0.6%	0.4%	1.4%	1.0%
净利率	12.6%	15.2%	14.0%	13.9%	13.2%	15.0%
YoY	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
收入	7.3%	15.3%	25.6%	11.2%	18.0%	8.9%
归属母公司净利润	10.5%	11.9%	10.5%	11.2%	2.9%	23.6%

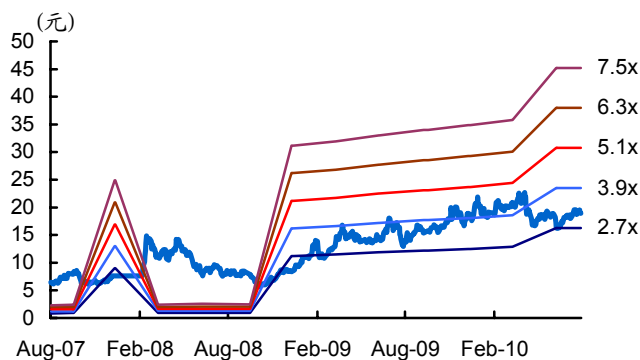
资料来源：招商证券

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 (百万元)

营业收入	09N	10E	11E	12E	13E	14E	09H1	10H1	09H2	10H2
一、主营业务	1,466	1,580	1,737	1,892	2,052	2,228	670	701	796	878
教材教辅	914	960	1,037	1,120	1,209	1,306	408	409	506	552
一般图书	220	275	331	380	426	477	92	116	128	159
期刊杂志	28	29	30	33	36	40	13	12	14	17
电子音像	6	5	5	4	4	3	4	3	2	2
印装业务	92	109	125	137	151	166	61	74	31	35
光盘销售	24	21	19	17	16	14	13	12	10	9
印刷器材销售	42	44	46	49	51	53	18	18	24	26
电子类产品	40	36	38	39	41	43	25	20	15	16
辐射化工产品	66	62	66	69	72	76	23	21	43	41
房产销售	16	16	16	16	16	16	0		16	16
合计	1,752	1,908	2,121	2,336	2,566	2,812	826	919	926	989
增速	09N	10E	11E	12E	13E	14E	09H1	10H1	09H2	10H2
一、主营业务	15.0%	7.8%	9.9%	8.9%	8.5%	8.6%	18.3%	4.7%	12.4%	10.4%
教材教辅	28.3%	5.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	14.9%	0.1%	41.5%	9.0%
一般图书	-0.5%	25.0%	20.0%	15.0%	12.0%	12.0%	-1.1%	26.6%	-0.1%	23.9%
期刊杂志	-11.2%	5.0%	5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	1.2%	-5.4%	-20.0%	14.5%
电子音像	29.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	35.5%	-25.6%	20.3%	18.1%
印装业务	-13.9%	18.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	33.8%	20.6%	-49.8%	12.9%
光盘销售	-25.3%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-9.5%	-8.0%	-39.1%	-12.5%
印刷器材销售	31.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.9%	3.6%	54.9%	6.0%
电子类产品	245.4%	-8.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		-18.1%	27.7%	9.2%
辐射化工产品	510.1%	-6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%		-8.6%	298.5%	-4.6%
房产销售	-84.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-100.0%		-80.5%	0.0%
合计	18.0%	8.9%	11.2%	10.1%	9.9%	9.6%	25.6%	11.2%	11.9%	6.8%
毛利率	09N	10E	11E	12E	13E	14E	09H1	10H1	09H2	10H2
一、主营业务	31.7%	31.9%	32.0%	32.5%	32.9%	33.0%	31.5%	32.7%	31.9%	31.2%
教材教辅	35.8%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	36.4%	38.2%	38.0%	36.1%
一般图书	29.9%	33.0%	33.0%	35.0%	36.0%	36.0%	30.5%	33.5%	42.0%	32.6%
期刊杂志	24.1%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.4%	27.6%	25.0%	24.8%
电子音像	15.6%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	12.8%	25.7%	40.0%	9.3%
印装业务	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.5%	20.3%	20.5%	19.4%
光盘销售	-8.3%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-28.7%	-7.0%	-25.0%	-9.4%
印刷器材销售	12.7%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	9.9%	8.1%	11.0%	7.9%
电子类产品	21.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	32.3%	27.8%	30.0%	21.4%
辐射化工产品	36.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	34.9%	15.4%	25.0%	14.8%
房产销售	-12.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	100.0%
合计	27.9%	27.9%	27.5%	27.7%	27.6%	27.4%	27.8%	26.8%	28.0%	28.9%

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	2,450	2,707	2,967
现金	391	561	1,317	1,444	1,577
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	136	15	17	19
应收款项	373	432	477	530	584
其它应收款	36	42	48	53	58
存货	600	529	551	615	676
其他	64	42	43	48	53
非流动资产	834	959	959	981	1,002
长期股权投资	57	64	64	64	64
固定资产	658	587	626	661	692
无形资产	79	106	95	86	77
其他	40	203	174	171	169
资产总计	2,309	2,701	3,409	3,688	3,969
流动负债	434	613	609	660	709
短期借款	15	23	20	20	20
应付账款	175	219	234	261	287
预收账款	56	57	69	77	84
其他	189	313	286	302	318
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	629	680	729
股本	195	391	422	422	422
资本公积金	1,166	976	1,446	1,446	1,446
留存收益	377	592	815	1,034	1,257
少数股东权益	121	90	98	106	114
母公司所有者权益	1,738	1,959	2,682	2,902	3,125
负债及权益合计	2,309	2,701	3,409	3,688	3,969

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	35	309	369	264	291
净利润		225	278	292	319
折旧摊销		0	57	58	59
财务费用		0	(8)	(13)	(14)
投资收益		0	(4)	(4)	(4)
营运资金变动		0	154	(78)	(78)
其它		84	(108)	8	9
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)	442	(56)	(78)
借款变动		0	(3)	0	0
普通股增加		0	31	0	0
资本公积增加		0	470	0	0
股利分配		0	(56)	(73)	(96)
其他		(62)	(1)	17	18
现金净增加额	(51)	164	756	127	133

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	1,908	2,121	2,336
营业成本	1,058	1,263	1,376	1,537	1,689
营业税金及附加	14	12	13	17	19
营业费用	62	91	95	106	117
管理费用	141	149	162	180	199
财务费用	(3)	(4)	(8)	(13)	(14)
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	248	277	310
营业外收入	42	28	45	30	25
营业外支出	3	5	4	4	4
利润总额	231	235	289	303	331
所得税	1	3	3	3	3
净利润	230	231	286	300	328
少数股东损益	11	6	7	8	9
母公司所有者净利润	219	225	278	292	319
EPS (元)	0.56	0.58	0.66	0.69	0.76

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23%	18%	9%	11%	10%
营业利润	14%	10%	17%	12%	12%
净利润	15%	3%	24%	5%	9%
获利能力					
毛利率	28.7%	27.9%	27.9%	27.5%	27.7%
净利率	14.7%	12.9%	14.6%	13.8%	13.7%
ROE	12.6%	11.5%	10.4%	10.1%	10.2%
ROIC	10.0%	9.9%	8.5%	8.7%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	24.1%	18.5%	18.5%	18.4%
净负债比率	0.6%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
流动比率	3.4	2.8	4.0	4.1	4.2
速动比率	2.0	2.0	3.1	3.2	3.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.9	2.2	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	4.0	4.4	4.2	4.2	4.2
应付帐款周转率	5.5	6.4	6.1	6.2	6.2
每股资料(元)					
每股收益	0.56	0.58	0.66	0.69	0.76
每股经营现金	0.09	0.79	0.88	0.63	0.69
每股净资产	4.45	5.01	6.36	6.88	7.41
每股股利	0.10	0.10	0.13	0.17	0.23
估值比率					
PE	33.8	32.9	28.7	27.3	25.0
PB	4.3	3.8	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	17.5	19.8	13.8	12.7	11.6

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。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，招商证券研发中心研究副董事。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 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面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。

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。