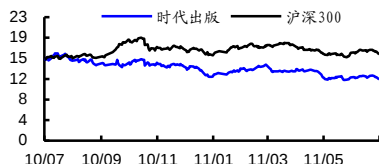


证券研究报告—动态报告
传媒
平面媒体
时代出版(600551)
2011 年半年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 7 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本(百万股)	505.8/217.1
总市值(百万元)	5,791.7/2,485.8
沪深 300/深圳成指	2,688.75/11,966.24
12 个月最高/最低(元)	19.57/11.36

相关研究报告:

《时代出版-600551-大股东逆市增持股份,传递积极信息》——2011-1-26

《时代出版-600551-投资券商,凸显资金过度宽裕》——2010-10-20

《时代出版-600551-竞拍电视剧等协议点评:试水影视市场,延伸内容价值》——2010-9-28

《时代出版与新浪网、复旦大学签约点评:与新浪合作,布局数字出版》——2010-6-18

证券分析师: 陈财茂

电话: 010-88005322

E-mail: chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

半年报点评

业绩符合预期, 大股东继续增持

●业绩符合预期

时代出版 2011 年上半年实现营业收入 11.4 亿元, 同比增长 23.6%, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.51 亿元, 同比增长 21%, EPS 为 0.30 元, 符合预期, 二季度单季 EPS 为 0.16 元, 同比和环比分别增长 13% 和 8.7%, 较一季度同比增长 30% 有所放缓。以 EBIT 衡量, 时代出版 2011 年上半年同比增长 12%, 毛利同比增长 9%, 因此业绩增长的贡献可以分解为: (1) 核心业务贡献 9%; (2) 费用控制贡献 3%; (3) 利息收入和非经常性收益贡献 9%。

●大股东继续增持, 传递积极信息

时代出版大股东安徽出版集团自 2011 年 1 月 25 日开始增持, 截止 3 月 31 日, 共计增持 153 万股 (除权后股本), 二季度再次增持 173 万股, 合计增持 325 万股, 占到总股本的 0.64%, 年内还可继续 687 万股, 至 2% 的上限。另外, 2010 年参与增发的股东安徽省技术进出口股份有限公司也增持 4.8 万股, 增持后占总股本的比例达到了 1.2%。大股东增持再次传递出积极信息。

●小非解禁前 4 个交易日未减持, 目前破发 17.5%

时代出版 2010 年增发 3091.5 万股, 除权后相当于 3710 万股, 发行价 13.88 元, 于 6 月 27 日解禁, 截止上半年末, 小非均未减持, 其中安徽技术进出口公司还增持 4.8 万股。目前股价相比发行价破发 17.5%。

●维持“谨慎推荐”评级

我们维持之前的盈利预测, 2011-13 年 EPS 分别为 0.54/0.58/0.62 元, 同比分别增长 10%、7%、7%; 当前估值分别为 21/20/18 倍, 市值 58 亿元, 账上净现金 9.7 亿元, 占比 17%, 估值较低, 维持“谨慎推荐”投资评级。

独立性声明:

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。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,752.35	1,833.40	2,014	2,158	2,308
(+/-%)	17.98%	4.63%	9.8%	7.1%	7.0%
净利润(百万元)	225.19	247.59	272	291	313
(+/-%)	2.88%	9.95%	9.9%	7.1%	7.4%
每股收益(元)	0.58	0.59	0.54	0.58	0.62
EBIT Margin	13.48%		13.0%	13.3%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	11.50%	9.30%	9.4%	9.2%	9.1%
市盈率 (PE)	19.86	19.49	21.3	19.9	18.5
EV/EBITDA	15.49		17.6	16.2	14.9
市净率 (PB)	2.28	1.81	1.99	1.83	1.68

业绩符合预期

时代出版 2011 年上半年实现营业收入 11.4 亿元, 同比和环比分别增长 23.6% 和 24.3%, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.51 亿元, 同比和环比分别增长 21% 和 23%, EPS 为 0.30 元, 符合预期。

二季度单季实现营业收入 5.96 亿元, 同比增长 26.5%, 环比增长 10.2%, 实现归属于母公司的净利润 7850 万元, 同比和环比分别增长 13% 和 8.7%, 二季度单季 EPS 为 0.16 元。

以 EBIT 衡量, 时代出版 2011 年上半年为 1.34 亿元, 同比和环比分别 12% 和 16%, 同期毛利为 2.68 亿元, 同比和环比分别增长 9% 和 4%。因此业绩增长的贡献可以分解为: (1) 核心业务贡献 9%; (2) 费用控制贡献 3%; (3) 利息收入和非经常性收益贡献 9%。

核心业务增长主要依赖于教材教辅和一般图书, 两者毛利合计占比超过 80%, 分别增长了 7% 和 26%。在安徽中小学生数量持续下降的情况下, 实现持续增长, 实属不易。

表 1: 时代出版利润表 (2Q2010-2Q2011)

单位, 百万元	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	2H10	1H11	YoY	HoH
营业收入	471.0	484.1	430.1	540.5	595.7	26.5%	10.2%	919.2	914.2	1,136	23.6%	24.3%
营业成本	343.7	375.7	280.7	416.2	452.1	31.5%	8.6%	673.1	656.3	868.2	29.0%	32.3%
营业税金及附加	2.7	2.2	5.6	1.3	3.8	37.8%	196%	4.4	7.8	5.0	14.3%	-35%
销售费用	25.4	18.6	16.8	21.6	28.0	10.2%	30.0%	45.5	35.4	49.6	8.9%	40.0%
管理费用	33.9	41.0	57.9	42.6	36.9	8.7%	-13.4%	76.3	98.9	79.5	4.2%	-19%
财务费用	(2.4)	(0.4)	(3.4)	(2.4)	(1.5)	-37.2%	-38.6%	(2.0)	(3.8)	(3.9)	93.2%	2.8%
资产减值损失	3.0	(0.7)	31.6	1.5	7.1	134%	383%	4.3	30.9	8.6	101%	-72%
投资收益	0.7	1.1	5.0	1.6	3.9	487%	140%	2.1	6.1	5.5	165%	-8.6%
营业利润	65.2	48.9	45.8	61.5	73.2	12.3%	19.0%	119.7	94.7	134.7	12.5%	42.2%
营业外收入	7.7	9.5	25.6	13.4	8.5	10.8%	-36.2%	9.8	35.1	21.9	123%	-38%
营业外支出	0.7	0.3	2.2	1.1	0.5	-35.5%	-57.8%	0.9	2.5	1.6	70.6%	-38%
利润总额	72.1	58.1	69.2	73.8	81.3	12.7%	10.2%	128.6	127.3	155.1	20.5%	21.8%
所得税	0.5	0.2	3.4	0.6	1.5	217%	162%	0.5	3.6	2.1	294%	-42%
净利润	71.7	57.9	65.9	73.2	79.8	11.3%	9.0%	128.1	123.7	153.0	19.4%	23.6%
少数股东损益	2.2	1.0	0.0	1.0	1.3	-41.2%	28.3%	3.2	1.1	2.3	-27.9%	119%
母公司的净利润	69.5	56.9	65.8	72.2	78.5	13.0%	8.7%	124.9	122.7	150.7	20.6%	22.8%
EPS	0.14	0.11	0.13	0.14	0.16	13.0%	8.7%	0.25	0.24	0.30	20.6%	22.8%
毛利	127.3	108.4	149.4	124.3	143.6	12.8%	15.5%	246.1	257.9	268.0	8.9%	3.9%
gross margin	27.0%	22.4%	34.7%	23.0%	24.1%	-2.9%	1.1%	26.8%	28.2%	23.6%	-3.2%	-4.6%
EBIT	65.2	46.6	69.1	58.9	74.9	15.0%	27.1%	119.9	115.8	133.8	11.7%	15.6%
EBIT per share	0.13	0.09	0.14	0.12	0.15	15.0%	27.1%	0.24	0.23	0.26	11.7%	15.6%
EBIT margin	13.8%	9.6%	16.1%	10.9%	12.6%	-1.3%	1.7%	13.0%	12.7%	11.8%	-1.3%	-0.9%
营业税金率	0.6%	0.5%	1.3%	0.2%	0.6%	0.1%	0.4%	0.5%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.4%
销售费用率	5.4%	3.8%	3.9%	4.0%	4.7%	-0.7%	0.7%	5.0%	3.9%	4.4%	-0.6%	0.5%
管理费用率	7.2%	8.5%	13.5%	7.9%	6.2%	-1.0%	-1.7%	8.3%	10.8%	7.0%	-1.3%	-3.8%
营业利润率	13.8%	10.1%	10.7%	11.4%	12.3%	-1.5%	0.9%	13.0%	10.4%	11.9%	-1.2%	1.5%
所得税率	0.7%	0.4%	4.9%	0.8%	1.9%	1.2%	1.1%	0.4%	2.8%	1.4%	0.9%	-1.5%
净利率	15.2%	12.0%	15.3%	13.5%	13.4%	-1.8%	-0.2%	13.9%	13.5%	13.5%	-0.5%	-0.1%

资料来源: 公司公告、Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

表 2: 时代出版各业务收入成本 (1H2010-1H2011)

单位: 百万元	1H2010	2H2010	1H2011	YoY	HoH
营业收入	919	914	1136	23.6%	24.3%
教材教辅	409	397	446	9.3%	12.5%
一般图书	116	180	142	21.6%	-21.4%
印装业务	74	87	102	37.6%	16.9%
纸张销售	192	24	231	20.6%	856.5%
电子类产品	20	21	9	-56.5%	-58.4%
辐射化工产品	21	24	20	-4.3%	-16.8%
其他	87	180	186	114.0%	3.0%
营业成本	673	656	868	29.0%	32.3%
教材教辅	252	257	279	10.5%	8.6%
一般图书	77	127	92	19.2%	-27.4%
印装业务	59	57	81	36.8%	40.3%
纸张销售	186	23	224	20.4%	889.1%
电子类产品	15	11	6	-60.1%	-45.6%
辐射化工产品	18	21	17	-2.7%	-16.3%
其他	66	161	170	156.7%	5.4%
毛利	246	258	268	8.9%	3.9%
教材教辅	156	140	168	7.3%	19.7%
一般图书	39	53	49	26.4%	-7.2%
印装业务	15	30	21	41.1%	-28.6%
纸张销售	6	2	8	26.1%	393.1%
电子类产品	6	11	3	-47.2%	-71.6%
辐射化工产品	3	4	3	-13.1%	-20.0%
其他	21	19	16	-22.2%	-16.8%
gross margin	26.8%	28.2%	23.6%	-3.2%	-4.6%
教材教辅	38.2%	35.3%	37.6%	-0.7%	2.3%
一般图书	33.5%	29.5%	34.8%	1.3%	5.3%
印装业务	20.3%	34.0%	20.8%	0.5%	-13.2%
纸张销售	3.2%	6.6%	3.4%	0.1%	-3.2%
电子类产品	27.8%	49.4%	33.7%	5.9%	-15.7%
辐射化工产品	15.4%	14.5%	14.0%	-1.4%	-0.5%
其他	23.9%	10.7%	8.7%	-15.2%	-2.1%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

小非未减持，大股东继续增持

2011 年 1 月 25 日，时代出版之大股东安徽出版集团公告，在未来 12 个月内，增持时代出版股票，增持量不超过总股本的 2%。截止 3 月 31 日，共计增持 153 万股（除权后股本），二季度再次增持 173 万股，合计增持 325 万股，占到总股本的 0.64%，年内还可继续 687 万股，至 2% 的上限。

另外，2010 年参与增发的股东安徽省技术进出口股份有限公司也增持 4.8 万股，增持后占总股本的比例达到了 1.2%。大股东持续增持传递出积极信息。

但是，消费解禁也是一个压力，时代出版 2010 年增发 3091.5 万股，除权后相当于 3710 万股，占到总股本的 7.3%，发行价 13.88 元，于 6 月 27 日解禁，截止上半年末，小非均未减持，其中安徽技术进出口公司还增持 4.8 万股。目前股价相比发行价破发 17.5%。

设立创投公司，凸显资金宽裕

时代出版公告：（1）出资 3000 万元，设立独资创业投资管理公司；（2）出资 3000 万元，独资设立北京时代京徽书局。两笔投资总计 6000 万元，占到了货币资金余额的 6%。

时代出版从事创投业务的优势为：（1）资金相对宽裕，账面货币资金约 10 亿元，且经营性现金持续流入。（2）出版行业具备内容资源，版权方面的合作伙伴较多。公司前期也在电影、电视剧、动漫、数字出版、在线教育等领域进行了一些积累。但是劣势也比较明显：缺乏从事创投的核心团队，公司目前的激励机制下难以引进优秀的团队。

维持“谨慎推荐”评级

我们维持之前的盈利预测，2011-13 年 EPS 分别为 0.54/0.58/0.62 元，同比分别增长 10%、7%、7%；当前估值分别为 21/20/18 倍，市值 58 亿元，账上净现金 9.7 亿元，占比 17%，估值较低，但后续缺乏明显的催化剂，且解禁的压力仍旧较大，故而维持“谨慎推荐”投资评级。

表 3：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)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1062	900	1085	1299	营业收入	1833	2014	2158	2308
应收款项	624	662	709	759	营业成本	1329	1444	1554	1669
存货净额	628	851	915	983	营业税金及附加	12	14	15	16
其他流动资产	216	238	255	272	销售费用	81	105	108	113
流动资产合计	2530	2651	2964	3313	管理费用	175	188	194	195
固定资产	639	662	651	628	财务费用	(6)	(14)	(13)	(16)
无形资产及其他	108	99	91	82	投资收益	8	3	3	3
投资性房地产	201	201	201	201	资产减值及公允价值变动	(35)	(20)	(20)	(30)
长期股权投资	122	142	162	182	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3601	3756	4070	4405	营业利润	214	260	283	304
短期借款及交易性金融负债	1	30	30	30	营业外净收支	42	20	18	18
应付款项	543	387	416	447	利润总额	256	280	301	322
其他流动负债	242	271	290	309	所得税费用	4	3	5	3
流动负债合计	786	688	736	785	少数股东损益	4	5	5	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	248	272	291	313
其他长期负债	44	48	48	48					
长期负债合计	44	48	48	48	现金流量表 (百万元)				
负债合计	829	736	784	833		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	109	112	117	121	净利润	248	272	291	313
股东权益	2662	2907	3170	3451	资产减值准备	(1)	(29)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	3601	3756	4070	4405	折旧摊销	57	57	61	65
					公允价值变动损失	35	20	20	30
					财务费用	(6)	(14)	(13)	(16)
					营运资本变动	(129)	(434)	(81)	(85)
					其它	4	32	4	5
					经营活动现金流	214	(81)	296	327
					资本开支	(31)	(62)	(62)	(62)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(89)	(82)	(82)	(82)
					权益性融资	518	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(42)	(27)	(29)	(31)
					其它融资现金流	(57)	29	0	0
					融资活动现金流	376	2	(29)	(31)
					现金净变动	501	(161)	185	214
					货币资金的期初余额	561	1062	900	1085
					货币资金的期末余额	1062	900	1085	1299
					企业自由现金流	128	(179)	200	229
					权益自由现金流	71	(136)	214	245

资料来源：wind，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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn