



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 6 月 29 日

传媒行业

研究部

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

出版业的跨地域整合提速

——出版传媒签署战略合作框架协议

行业近况：

出版传媒公告，6 月 26 日，公司与内蒙古新华发行集团和天津出版总社签署战略合作框架协议。出版业的重组整合乃大势所趋，2009 年下半年提速的可能性较高。此次战略合作有望进一步提升资本市场对出版业的重组预期，提示投资者关注此中投资机会，综合考虑到重组可见度和估值水平，我们重点推荐时代出版，出版传媒和新华传媒则主要提示交易性机会。

评论：

- ▶ **战略合作获主管部委大力支持。**新闻出版总署署长柳斌杰出席签字仪式，并明确表示出版传媒集团通过跨地区联手打造大型出版传媒产业集团和战略投资者符合新闻出版业体制改革方向。
(http://news.xinhuanet.com/newmedia/2009-06/27/content_11610157.htm)
- ▶ **出版业跨地域整合提速。**近年来，出版业体制改革提速，转企改制、上市融资和兼并重组等都已无政策障碍，跨地域整合符合政策导向和行业发展趋势，并有望在今明两年加速推进（见图表 1）。2009 年 4 月份，新闻出版总署在《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》明确指出，出版业未来改革方向，一是加速改制，鼓励改制企业上市融资。二是通过支持跨地域、跨媒体、跨行业、跨所有制的战略重组，在 3-5 年的时间内，培育出 6-7 家资产超百亿，收入超百亿的大型出版传媒集团。
- ▶ **整合进程和效果还需跟踪。**在更名为“北方联合出版传媒（集团）”之后，出版传媒此次与内蒙古新华发行集团和天津出版总社签署战略合作框架协议，联手打造大型出版传媒产业集团和战略投资者，迈出了跨地域扩张的第一步。虽然主管机构大力支持，但考虑到微观层面，合作伙伴之间仍有大量的具体利益需要平衡，其中不乏地方利益等难以协调的因素，因此具体合作进程，尤其是何时在资本层面启动实质合作，尚需进一步跟踪。

估值与建议：

- ▶ **时代出版：(14.54 元，推荐)。**时代出版 09 年 PE 为 23x，处于板块最低端；受益于成本下降，09 年盈利将稳步增长 10-15%；借助上市公司的品牌和资本优势，公司有望大幅提升畅销书策划能力，打造出版界的“超女效应”；新闻出版体制改革加速，公司有机会实现跨地域、跨媒体、跨所有制扩张，成为文化产业战略投资者之一，下半年最可预测的整合包括：收购中央部委或大学出版社、介入动漫内容、整合安徽省内其他类型媒体资源等。
- ▶ **出版传媒：(11.71 元，中性)。**出版传媒 2009 年将加强出版和发行两大主业的经营能力，我们预计盈利将有 10-20% 的增长；公司在跨地域、跨所有制扩张将提速，通过并购实现跨越式发展的可能性较高，但考虑到公司 09 年 PE 为 50x，估值偏高，提示交易性机会。
- ▶ **新华传媒：(18.26 元，中性)。**“世博概念”和上海市文化传媒资产加速整合预期，是驱动公司股价上涨的两大因素，但可预测性在目前仍处于较低水平；受制于报业（广告）同比增长压力巨大，公司 09 年盈利增长不确定性较高，加上 09 年 PE 为 59x，估值偏高，提示交易性机会。

风险提示：

体制改革进程低于预期；教材出版改革和文化纸价格波动，增加了行业经营的不确定性。

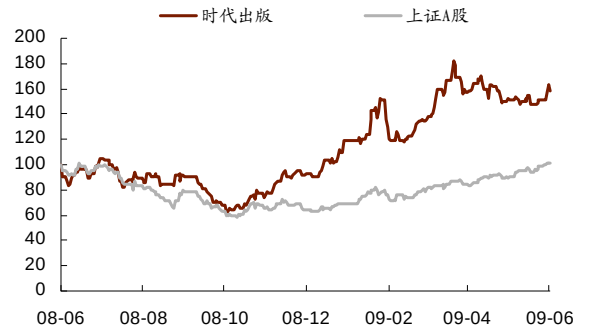
图表 1：图书出版体制改革走在文化体制改革的前列，跨地域整合提速

类型	时间	事件	所属行业
资本市场对接	2006年	上海新华传媒借壳上市	新闻出版
	2007年	四川新华文轩香港IPO	出版
		广州粤传媒转板上市	新闻出版
	2008年	辽宁出版传媒IPO	出版
		安徽出版集团借壳上市	出版
		深圳天威视讯IPO	有线网络
	2009-2010年	广东奥飞动漫IPO	动漫
		河南中原出版借壳上市	出版
跨地域			
	2008年3月	江西出版集团与中国和平出版社（宋庆龄基金会主管）共同成立中国和平出版社有限责任公司，由江西出版集团控股80%。	出版
	2008年5月	海南省新华书店集团与江苏省新华书店集团整体重组的海南凤凰新华发行有限责任公司成立	出版发行
	2008年7月	中国出版集团邀请广东省出版集团、中国科学出版集团有限公司、北京出版社出版集团、长江出版传媒集团等8家出版集团共商合作建设中国数字出版网，进军数字出版领域。	出版
		江苏新华发行集团与陕西新华发行集团签订《战略合作意向书》，展开以资本为纽带的合作	出版发行
	2008年9月	吉林出版集团与中华工商联合出版社重组成立中华工商联合出版社有限公司	出版
		中国出版集团与山东出版集团达成合作协议，双方将采取股权平等（等值）置换的方式，相互参股对方改制或重组的股份公司	出版
		太原市新华书店与浙江省新华书店集团以技术和业务为链接，展开一般图书的跨区域连锁合作	出版发行
	2008年12月	辽宁出版传媒公司更名为北方联合出版传媒公司	出版
	2009年6月	辽宁出版传媒与内蒙古新华发行集团和天津出版总社签署战略合作框架协议	出版
	2007年	东方明珠收购太原有线50%的股权，参股广电网络	有线网络
	2008年	中信国安陆续收购7省18市的有线网络部分股权	有线网络
跨媒体	2007年	新华传媒从报业、图书出版进入卡通制作	新闻出版
	2009年	博瑞传播进入网络游戏行业	新闻出版
跨产业链	2008年	凤凰出版整合出版和发行环节	出版
跨所有制	2008年	辽宁出版传媒下属万卷出版与民营资本（路金波、李克）成立合资经营的辽宁万榕书业和智品书业。	出版
		安徽出版集团与北京弘文馆出版策划公司合资。	出版
	2009年4月	山东出版集团与星球地图出版社、志鸿教育集团签署战略合作协议	出版
跨行业		东方明珠具有旅游和传媒两大主业	综合
		中信国安拥有有线电视、矿产资源和高新技术材料三大主业	综合
		电广传媒拥有广告、电视剧、有线网络和对外投资诸多业务	综合

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 时代出版主要财务、股票信息

(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	1,105	1,324	1,466	1,651	1,790
(+/-)		19.8%	10.7%	12.7%	8.4%
主营业务利润	380	389	420	501	531
(+/-)		2%	8%	19%	6%
营业利润	177	173	189	248	267
(+/-)		-3%	9%	31%	8%
净利润	193	207	226	260	283
(+/-)		7.0%	9.4%	15.0%	8.9%
归属股东权益	187	196	215	246	267
每股盈利(元)	0.48	0.50	0.55	0.63	0.68
(+/-)		4.8%	9.4%	14.4%	8.9%
市盈率	30.3	28.9	26.5	23.1	21.2
市净率	3.8	3.5	3.1	2.7	2.4
净资产收益率	12.4%	12.0%	11.4%	11.8%	11.3%

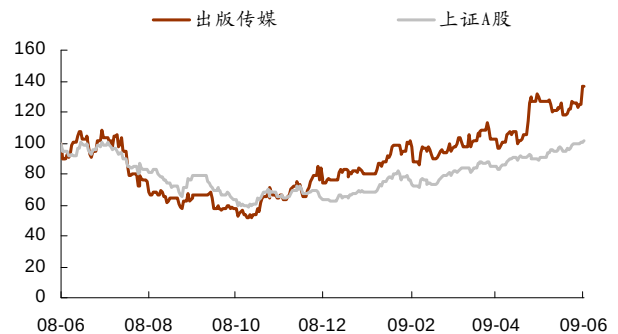


当前股价	人民币14.54
股票代码	600551 CH EQUITY
日成交量(百万股)	4.1
52周最高价/最低价	人民币16.945/5.5
总市值(百万元)	5679
发行股数(百万股)	391
其中:流通股(百万股)	103
主要股东(持股比例)	安徽出版集团(61.6%)

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 3: 出版传媒主要财务、股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,010	1,023	1,178	1,340	1,444
(+/-)		2%	1%	15%	8%
主营业务利润	236	240	271	317	345
(+/-)		-8%	2%	13%	9%
营业利润	80	70	90	110	127
(+/-)		-17%	-13%	29%	15%
净利润	91	105	116	129	146
(+/-)		38%	15%	10%	13%
每股盈利(元)	0.22	0.19	0.21	0.23	0.27
市盈率	53.0	61.6	55.8	49.9	44.2
市净率	14.41	5.13	4.73	4.40	4.07
EV/EBITDA	44.0	55.2	56.6	45.8	40.0
净资产收益率	40.6%	12.3%	8.8%	9.1%	9.6%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
每股经营现金流(元)	0.20	0.20	(0.03)	0.15	0.19
股价/经营现金	n.a	58.2	(344.4)	76.4	61.5

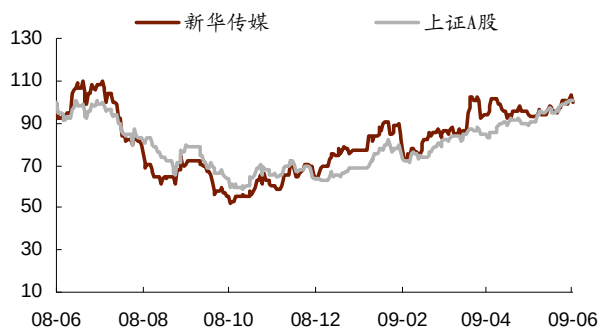


当前股价	人民币11.71
股票代码	601999 CH Equity
日成交量(百万股)	21.6
总市值(百万元)	6,451
52周最高价/最低价	人民币12.22/4.36
发行股数(百万股)	551
其中:流通股(百万股)	148
主要股东(持股比例)	辽宁出版集团有限公司(73.14%)

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 4：新华传媒主要财务、股票信息

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,648	1,678	2,905	2,404	2,626
(+/-)	77.7%	-36.6%	73.1%	-17.2%	9.2%
主营业务利润	626	398	819	686	776
(+/-)	43.9%	-36.4%	105.9%	-16.3%	13.2%
营业利润	212	62	247	181	237
(+/-)	74.0%	-70.9%	299.2%	-26.6%	31.2%
净利润	200	69	247	183	223
(+/-)	127.1%	-65.3%	256.1%	-26.2%	22.2%
归属母公司净利润	197	69	242	180	220
每股收益-全面摊薄（元）	0.51	0.12	0.42	0.31	0.38
市盈率（倍）	35.9	152.7	43.8	58.8	48.1
市净率（倍）	5.6	7.8	5.0	4.6	4.2
每股经营现金流	n.m	n.m	0.34	0.45	0.52
股价/经营现金	n.m	n.m	53.7	40.6	35.1
EV/EBITDA		132.5	38.3	26.1	22.3



A股	
当前股价	人民币18.26
股票代码	600825.CH
日成交量（百万股）	5.85
52周最高价/最低价	人民币23.13/9.01
总市值（百万元）	10600
发行股数（百万股）	580
其中：流通股（百万股）	256
主要股东（持股比例）	上海新华发行集团有限公司(30.58%)

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 5：可比公司估值（2009/06/26）

公司列表	股价 (2009-6-26)	总市值 (百万元)	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA				ROE		
				08	09E	10E	08	09E	10E	07A	08	09E	10E	08E	09E	10E
中金研究-A股																
有线网络																
天威视讯	14.37	3,837	推荐	50.7	46.7	33.6	3.2	3.1	2.9	12.9	10.4	10.4	9.8	6.4%	6.6%	8.6%
歌华有线	11.38	12,066	推荐	36.7	54.0	50.5	2.8	2.7	2.6	17.4	16.8	15.6	14.4	7.6%	4.9%	5.1%
广电网络	8.08	3,502	中性	80.9	50.9	39.8	3.0	2.9	2.8	23.9	10.0	13.1	11.6	3.8%	5.7%	7.0%
报纸经营																
博瑞传播	21.94	8,234	推荐	43.0	30.6	24.3	8.1	6.7	5.5	31.9	28.2	21.2	16.8	18.8%	21.9%	22.7%
新华传媒	18.26	10,600	中性	43.8	58.8	48.1	5.0	4.6	4.2	132.5	38.3	26.1	22.3	11.3%	7.8%	8.7%
华闻传媒	5.02	6,828	中性	41.1	40.1	35.5	3.2	3.0	2.8	20.2	14.7	14.8	12.3	7.9%	7.6%	8.0%
粤传媒	9.9	3,467		3535.7	69.4	386.7	2.7	2.6	2.6	44.6	67.6	26.6	19.5			
图书出版																
时代出版	14.54	5,679	推荐	26.5	23.1	21.2	3.1	2.7	2.4	Na	62.2	17.9	16.5	11.6%	11.8%	11.3%
出版传媒	11.71	6,451	中性	55.8	49.9	44.2	4.7	4.4	4.1	55.2	56.6	45.8	40.0	8.5%	8.8%	9.2%
电视广告经营																
中视传媒	15.43	3,653	中性	67.3	75.1	67.2	4.3	4.2	4.1	23.5	31.3	36.1	30.9	6.4%	5.6%	6.0%
户外广告经营																
北巴传媒	11.54	4,653		52.5	34.8	21.2	5.3	4.4	3.6	52.9	12.8	13.0	10.2			
综合																
中信国安	15.28	23,837	中性	67.0	58.5	42.7	4.6	4.4	4.1	79.9	75.7	55.0	42.5	6.9%	7.6%	9.6%
电广传媒	15.65	6,360	中性	298.2	87.6	51.0	3.8	3.6	3.4	24.5	17.2	18.5	16.5	1.3%	4.2%	6.7%
东方明珠	10.87	34,635	中性	77.6	82.5	65.7	5.7	5.4	5.0	32.0	51.5	47.4	40.7	7.4%	6.5%	7.6%
鹏博士	8.35	9,649	未评级	55.6	25.1	18.7	5.8	2.5	2.0		27.8	19.5	14.7			
中值	11.71	6,451		55.6	50.9	42.7	4.3	3.6	3.4	32.0	28.2	19.5	16.5	7.8%	7.1%	8.0%

资料来源：Wind、彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。