



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

行业动态

2009 年 8 月 26 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

杨 磊 联系人 yanglei3@cicc.com.cn

出版业跨地域整合提速

提示板块机会，重点推荐时代出版

行业近况：

出版传媒和时代出版今日同时发布公告，出版传媒与内蒙古新华发行集团签署《合作实施协议》，时代出版与广东省出版集团等 4 家单位签署《战略合作框架协议》，具体内容可见附件。

评论：

- ▶ **出版传媒的跨地域整合有望进入实质阶段。**《合作实施协议》约定，公司将以收购部分股权的形式收购内蒙古新华发行集团的有关发行业务和资产，目前处于中介机构进场尽职调查的阶段，符合我们之前的预期。在此，我们重申之前的研究观点，内蒙古新华发行集团的股权收购对公司盈利的增厚幅度有限（10%以内），公司当前估值水平（09 年 PE41.6x）已经较为充分的反映了该收购的影响。从历史波动来看，公司股价受事件驱动的交易性机会明显，但我们认为该股还不符合我们给机构投资者的推荐逻辑，故维持中性评级。
- ▶ **时代出版的重组整合才刚刚开始。**公司此次签署的《战略合作框架协议》，表明公司正在积极寻求各种方式的整合扩张：跨地域重组（与广东出版集团），跨所有制合作（与广东学而优图书），跨媒体尝试（与《动漫周刊》）等，虽然还没有看到实质性的东西，但我们认为未来 6-12 个月实现突破（或部分突破）的可能性较大。并且，我们认为公司当前股价对重组整合的反映不足，09 年 PE 仅为 21.6x，安全边际十足，重申推荐评级，投资者可大胆配置。
- ▶ **出版业整合向纵深发展，全面提速，提示板块机会。**我们观察到，8 月中旬文化体制改革经验交流会召开后，出版业的整合呈现出从点到面，并向纵深发展的态势。根据传媒股票受主题和事件驱动的特点，我们认为，出版传媒和时代出版的整合尝试，有望提升资本市场对于出版业重组的预期，并带来投资机会。

投资建议：

综合考虑重组的可见度和估值水平，我们重点推荐时代出版（600551，推荐），出版传媒（601999，中性）和新华传媒（600825，中性）则主要提示交易性机会，近期借壳上市的鑫新股份（600373，无评级）也可关注。

附件1：《时代出版传媒股份有限公司关于签署有关战略合作框架协议提示性公告》

近日，公司及公司控股子公司与合作伙伴签署了一系列战略合作框架协议，现将有关情况公告如下：

1、公司与广东省出版集团有限公司签署跨地区互利双赢战略合作框架协议。广东省出版集团有限公司具有丰富的出版资源，是全国第一批文化体制改革试点单位和广东文化产业中重点扶持的七大龙头企业之一。根据协议，双方确立互为优先合作单位，可以探讨探索以现金、资源等出资的方式相互参股，开展资本市场合作，逐步成为“开放、发展、合作、共赢”的战略合作伙伴；双方同意，将在资源、市场等方面加强合作，发挥双方的区域、资源、品牌及发展优势，推进参股开发包括创意策划、出版发行、印刷复制、物流配送以及新媒体、数字出版、游戏动漫等相关文化产业，共同探讨跨地域、跨所有制、跨媒体合作新模式，促进双方利好发展，力争成为创新发展典范；双方确定，将在重大出版项目、新媒体和数字出版、“走出去”等方面重点加强协作，共同打造企业品牌、产品品牌，文化走出去品牌，提升双方的出版策划力、文化传播力、装备制造力、行业影响力；双方将建立对口业务交流机制，成立相应的部门，负责双方交流合作，近期双方就相关合作、高层会谈，将进一步深入研究，逐步使合作活动成为现实，为互惠共赢奠定基础。

2、公司控股子公司安徽教育出版社与广东学而优图书文化发展有限公司签署营销伙伴合作计划协议。广东学而优图书文化发展有限公司是广东地区目前规模最大、最具影响力的民营学术文化书店。为进一步加强社店双方的合作关系，在越加激烈的市场竞争中开拓更大市场，实现共同繁荣的合作目标，双方相互确定对方为营销伙伴，共同致力于建立更紧密的合作伙伴关系，建立安徽教育出版社“编辑素材及精品读物销售基地”。根据协议，双方互为伙伴、紧密合作、共生共赢；双方合作框架为：信息共享、建立整体营销链、制定并实施终端营销方案，加强品牌建设，开创新的营销渠道；双方建立服务、宣传、奖励的支持系统。

3、公司控股子公司安徽少年儿童出版社（以下简称“少儿社”）与《动漫周刊》签署动漫产品开发与推广战略合作协议。《动漫周刊》是中国第一份全方位报导动漫资讯的周刊报纸，也是全球第一份集新派动漫作品介绍、动漫新闻资讯于一体的华文动漫时尚专业报。为推动中国原创动漫的繁荣与发展，充分利用少儿社广泛的市场资源优势和《动漫周刊》良好的宣传营销优势，双方自愿结成战略合作伙伴关系，实现动漫产品开发与推广的一体化运作。根据协议，少儿社对《动漫周刊》出版资源的开发与推广有优先选择权；借助《动漫周刊》的策划与包装优势，共同开发具有创新性的、适合中国市场的动漫产品；《动漫周刊》有义务协助少儿社搞好重点项目、重点产品的营销推广工作；双方在动漫数字研发与推广、互联网出版、手机动漫等动漫领域开展全方位的合作。双方约定，如达成具体合作项目再另行签订具体合同。

4、公司控股子公司安徽电子音像出版社（以下简称“电子社”）与俏佳人传媒股份有限公司（以下简称“俏佳人”）签署战略合作框架协议。俏佳人是一家专业从事音像制作、影视专题拍摄、原创动漫及其衍生产品、网络新媒体、海外文化交流以及演艺事业于一体的中国文化企业。根据协议，俏佳人同意在其市场推广或项目涉及出版时优先选用电子社的产品和资源，电子社同意在其市场推广或项目涉及出版发行时优先选用俏佳人的系统产品；双方将努力在影视、风光片、电视频道等文化领域共同打造产品，并积极推广。双方约定，具体项目再另行制定合同。

附件2：《北方联合出版传媒关于与内蒙古新华发行集团开展跨地区合作进展情况的公告》

北方联合出版传媒（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）与内蒙古新华发行集团股份有限公司，以合作、互利、双赢和共同发展为宗旨，为抓住机遇，乘势而上，共同做强做大，打造质量效益型大型出版发行骨干企业和战略投资者，双方以共同真诚合作的愿望，于2009年6月26日签署了《战略合作框架协议》。为尽快实现跨区域合作，双方就合作事宜进行了实质性的有效工作，已就推进双方合作的有关事项进一步达成一致，于2009年8月25日签署了《合作实施协议》。

内蒙古新华发行集团股份有限公司是内蒙古地区最大的出版物发行企业，自治区内唯一一家取得国家新闻出版总署核发的出版物总发行资质的单位，也是北方地区最大的出版物发行企业之一。公司与内蒙古新华发行集团股份有限公司的合作，为探索国内出版产业强强联合与以资本运作方式进行资源整合的有效途径迈出了重要一步，对行业格局调整，具有借鉴意义和示范效应。

《合作协议》约定：公司拟以收购部分股权的形式收购内蒙古新华发行集团有关发行业务和资产。双方将选聘中介机构，按照规范程序，开展财务审计、资产评估、法律验证等一系列工作。待条件成熟时，双方按照各自规范程序提请审议批准关于此项合作的具体内容及实施方式。

公司按照《上海证券交易所股票上市规则》的规定，公告提示上述合作尚存在不确定性，预计公司本次收购不构成重大资产重组，并将对合作的进展情况及时履行相关信息披露义务，敬请广大投资者注意投资风险。

图表 1: 传媒上市公司估值对比 (09/08/25)

公司列表	股价货币	股价	总市值	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		(2009-8-25)	(百万元)		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
中金研究-A股													
有线网络													
天威视讯	CNY	15.65	4,179	推荐	52.9	48.7	35.1	3.4	3.2	3.0	10.9	10.9	10.3
歌华有线	CNY	11.45	12,141	推荐	34.8	43.3	39.2	2.7	2.5	2.4	15.8	13.6	12.4
广电网络	CNY	7.66	3,320	中性	74.2	33.9	29.7	2.8	2.6	2.5	9.3	11.5	10.6
报纸经营													
博瑞传播	CNY	20.11	7,547	推荐	38.5	27.1	21.7	7.2	6.0	4.9	25.2	18.8	15.1
新华传媒	CNY	10.56	9,195	中性	38.3	47.8	39.5	4.3	4.0	3.6	33.5	22.9	19.5
华闻传媒	CNY	5.76	7,834	中性	46.1	45.0	39.9	3.6	3.4	3.2	16.5	17.3	14.1
粤传媒	CNY	9.8	3,432		3500	214.0	148.3	2.6	2.6	2.6	65.9	25.9	19.0
图书出版													
时代出版	CNY	13.6	5,312	推荐	24.7	21.6	19.9	2.9	2.6	2.2	57.7	16.6	15.3
出版传媒	CNY	9.76	5,377	中性	46.5	41.6	36.8	3.9	3.7	3.4	46.1	37.2	32.3
电视广告经营													
中视传媒	CNY	13.22	3,130	中性	55.9	62.3	55.7	3.6	3.5	3.4	24.5	28.1	23.9
户外广告经营													
北巴传媒	CNY	11.26	4,540	推荐	49.8	27.6	21.4	5.1	4.3	3.6	13.6	13.6	11.3
综合													
中信国安	CNY	17.2	26,832	中性	75.0	32.2	44.0	5.2	4.6	4.3	83.8	52.2	42.7
电广传媒	CNY	16.8	6,827	中性	309.6	91.0	53.0	3.9	3.8	3.5	17.7	19.0	16.9
东方明珠	CNY	9.49	30,238	中性	68.4	72.7	57.9	5.1	4.7	4.4	45.2	41.7	35.8
动漫													
拓维信息	CNY	32.11	3,590		45.8	39.2	31.3	6.7	5.3	4.6	30.0	26.4	20.9
中值		11.36	6,102		51.3	42.4	38.0	3.9	3.6	3.4	27.0	19.6	16.1
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万得平均预测均值													

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万得平均预测均值

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

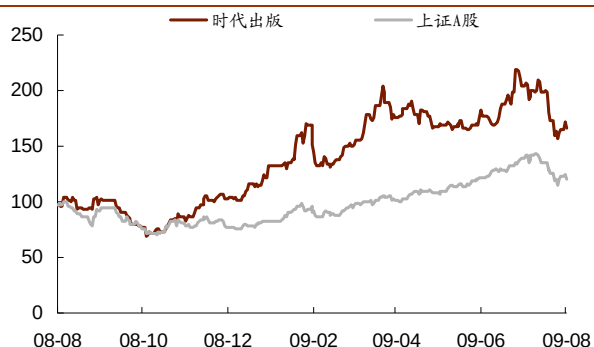
图表 2: 传媒板块对大盘溢价率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3：时代出版主要财务、股票指标

(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	28.4	27.1	24.7	21.6	19.9
市净率	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2
净资产收益率	12.4%	12.0%	11.4%	11.8%	11.3%

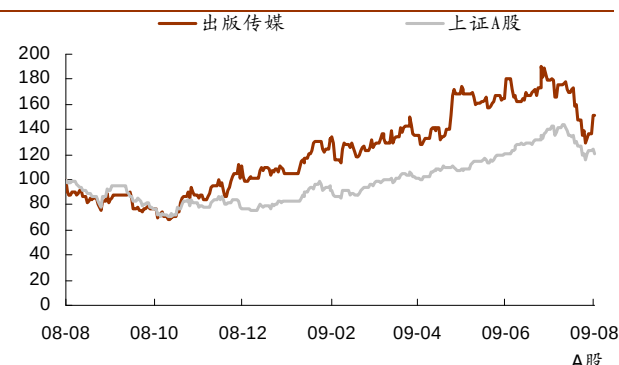


当前股价	人民币13.6
股票代码	600551 CH EQUITY
日成交量 (百万股)	3.0
52周最高价/最低价	人民币18.77/5.5
总市值 (百万元)	5312
发行股数 (百万股)	391
其中：流通股 (百万股)	150
主要股东 (持股比例)	安徽出版集团(61.6%)

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：出版传媒主要财务、股票指标

(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%	12%
每股盈利 (元)	0.22	0.19	0.21	0.23	0.27
市盈率	44.2	51.3	46.5	41.6	36.8
市净率	12.01	4.27	3.94	3.67	3.39
EV/EBITDA	36.6	44.8	46.1	37.2	32.3
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%	0.5%	0.5%	0.5%
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	48.5	(287.0)	63.7	51.3



当前股价	人民币9.76
股票代码	601999 CH Equity
日成交量 (百万股)	8.7
总市值 (百万元)	5,377
52周最高价/最低价	人民币12.58/4.36
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：公司资料，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。