

评级：审慎推荐（维持）

传媒

公司年报点评

证券研究报告

分析师 任文杰 S1080510120006

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

时代出版(600551)—稳守本省教材同时寻找新机会

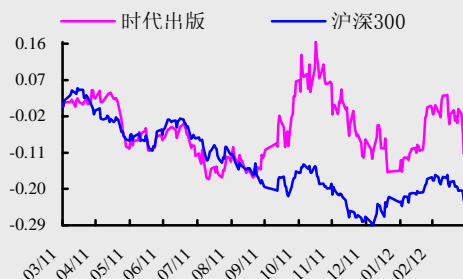
交易数据

上一日交易日股价（元）	11.28
总市值（百万元）	5,706
流通股本（百万股）	217
流通股比率（%）	42.92

资产负债表摘要（09/11）

股东权益（百万元）	2,826
每股净资产（元）	5.59
市净率（倍）	2.02
资产负债率（%）	23.90

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

事件：

时代出版公布了 2011 年年报，2011 年营业收入 24.38 亿元，比上年增长 32.99%，归属于上市公司股东的净利润为 2.73 亿元，比上年增长 10.15%，每股收益为 0.54 元，每股净资产为 5.71 元。分红方案为向全体股东每 10 股派发现金股利 1.4 元（含税）。

点评：

利润增长平稳 2011 年营业收入增长的大部分来自毛利率只有 2.97% 的商品贸易收入增长了 146% 到 8.72 亿元，而利润的主要贡献新闻出版业的收入增长了 4.89%。最后净利润同比增长 10.15%，对净利润增长有正面贡献的是营业收入的增长，财务净收入的增长，资产减值损失的减少，投资收益的增加，对净利润增长有负面贡献的主要是毛利率的降低、管理费用的增加。

教材收入增长放缓 2011 年教材教辅收入增长 1.7% 到 8.19 亿元，毛利率 36.8%，与上年基本一致。由于安徽省内中小学生人数稳定，我们预计未来教材教辅收入的增长难以大幅增加。

向畅销书策划方向转变 2011 年一般图书收入增长 13.1% 到 3.36 亿元，毛利率比上年增加 1.1 个百分点至 32.24%。公司一般图书全年出书 9639 种，其中新书 3525 种，同比分别增长 15% 和 26%，重印率约 60%。出品了《淘气包马小跳(漫画版)》《动画中国》《中国红》等一批畅销书。随着公司在北京设立的全资子公司北京时代华文书局有限责任公司为平台，开展出版策划、创意、数字出版研发、数字印刷、发行物流等业务，充分利用北京各类资源汇聚的优势，着力打造人文社科、文学艺术等多类长销书与畅销书。我们预计一般图书有可能会成为公司的增长看点。

受益图书政府采购 公司全面参与政府招标采购项目，在图书馆馆配、农家书屋、留守儿童书屋、职工书屋等的招标采购上取得明显成效，其中农家书屋实现销售收入 5618.30 万元，同比增长 236.35%，图书馆馆配实现销售收入 932.05 万元，同比增长 60.25%。中标范围也由安徽本省扩大至四川、黑龙江、上海等 13 个省市。随着政府对公共图书馆投入的持续增加，公司未来将会继续受益。

以影视剧本切入投资影视 公司影视中心策划并掌握了一批具有市场开发潜质的影视剧本，已与几家影视公司达成合作；由公司与中影集团、国家广电总局卫星频道联合出品，导演冯小宁执导的电影《一八九四甲午大海战》目



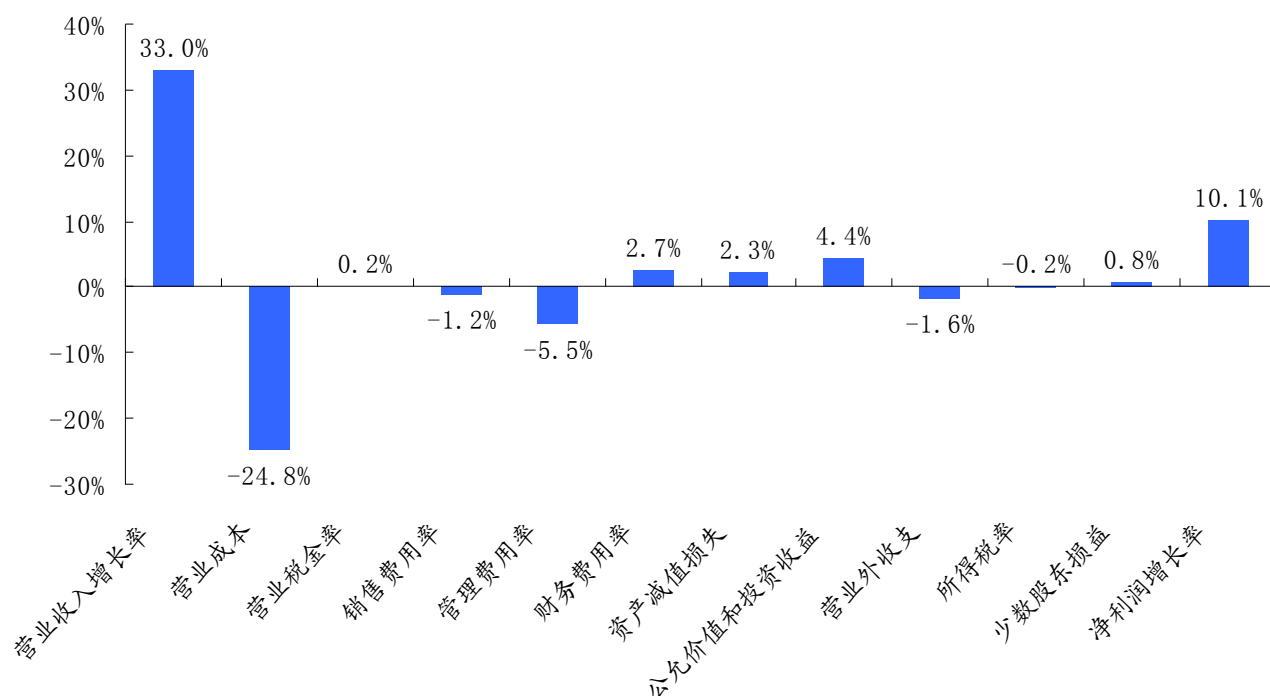
前已完成后期制作，预计今年暑期档正式上线公映；参与投资的电视剧《老爸驾到》将于4月12日在北京、湖北、广西、深圳四家卫视同时播出；参与投资的《决战前》《江山风雨几多情》《东方开埠》《大码头》等十余部影视剧也正在积极参与投资拍摄。我们预计2012年和2013年影视投资将会逐步产生收入。

盈利预测 我们预计2012年到2014年EPS将分别为0.55元、0.62元、0.68元，当前股价对应的PE分别为20倍、18倍、16倍。公司的市盈率在传媒行业内处于较低的区间。维持“审慎推荐”评级。

风险提示 中小学教材改革的长期趋势将可能对各省教材市场带来新的变化

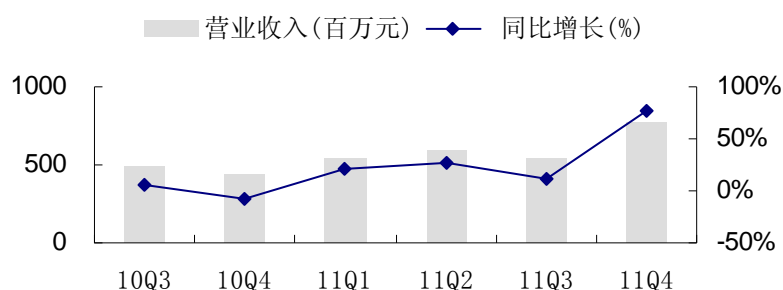


图 1、2011 年净利润增长率分解



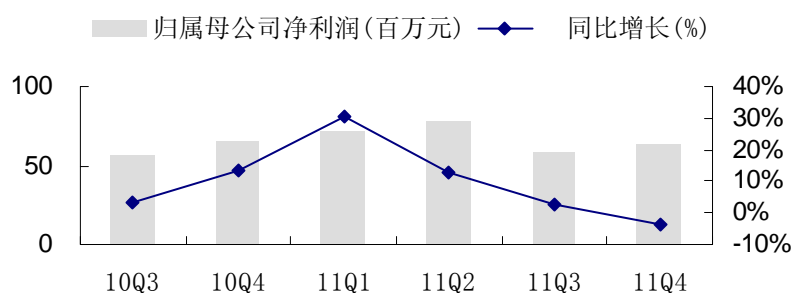
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 2、2011Q4 单季度营业收入增长 78%



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

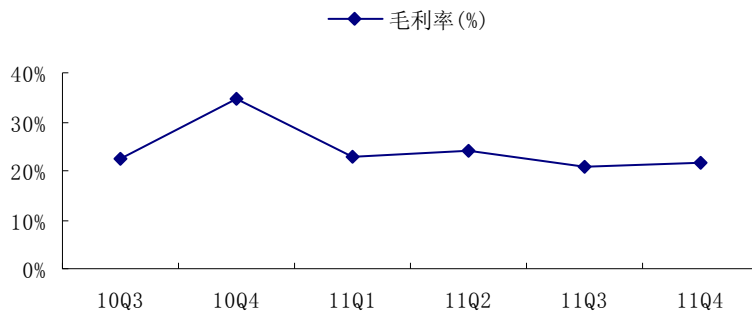
图 3、2011Q4 单季度归属于母公司股东净利润同比下降 3.36%





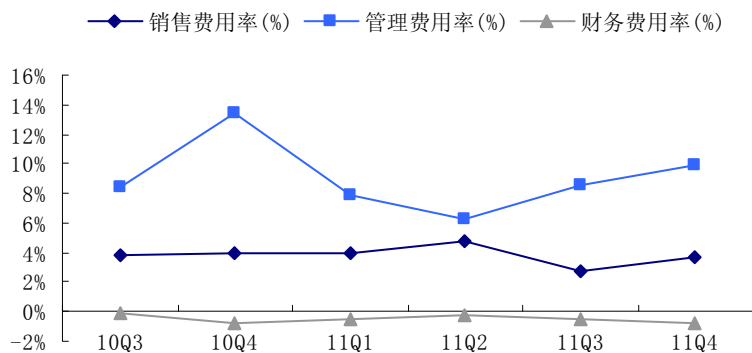
资料来源：Wind、第一创业证券研究所

图 4、2011Q4 单季度毛利率 21.6%



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

图 5、2011Q4 单季度销售费用率 3.7%，管理费用率 9.9%



资料来源：Wind、第一创业证券研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	2,529.8	2,924.4	3,291.5	3,626.3	一、营业收入	1,833.4	2,438.2	2,702.6	3,072.4
货币资金	1,061.8	1,026.7	1,197.0	1,433.0	减: 营业成本	1,329.4	1,892.9	2,124.0	2,412.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	12.2	12.1	13.5	15.4
应收款项	579.6	523.5	592.4	673.4	销售费用	81.0	92.7	94.6	107.5
预付款项	212.8	420.4	465.5	528.7	管理费用	175.2	200.8	216.2	245.8
存货	627.7	766.7	849.6	804.1	财务费用	-5.8	-12.3	-11.5	-12.6
其他流动资产	48.0	187.0	187.0	187.0	资产减值损失	35.2	32.0	33.4	34.1
非流动资产	1,070.7	1,176.5	1,229.1	1,289.0	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	159.7	195.5	212.4	231.1	投资收益	8.2	18.0	9.3	10.3
投资性房地产	141.8	161.3	161.3	161.3	其中: 联营企业收益	6.0	6.2	9.3	10.3
固定资产	627.4	614.6	659.3	704.1	二、营业利润	214.4	238.1	241.7	280.1
在建工程	11.8	78.2	72.8	72.8	加: 营业外收入	45.0	44.4	44.8	45.3
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	3.4	2.3	2.5	2.8
无形及递延性资产	130.1	126.9	123.3	119.7	三、利润总额	256.0	280.2	284.0	322.6
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	4.1	4.9	4.3	4.8
资产总计	3,600.6	4,100.8	4,520.6	4,915.3	四、净利润	251.8	275.2	279.8	317.8
流动负债	785.7	1,011.9	1,203.5	1,339.2	归属母公司净利润	247.6	272.7	277.2	314.9
短期借款	0.0	24.1	24.1	24.1	少数股东损益与调整	4.2	2.5	2.6	2.9
应付账款	542.5	628.7	872.9	991.4	五、总股本(百万股)	421.5	505.8	505.8	505.8
预收帐款	85.4	178.5	125.9	143.1	EPS (元/股)	0.59	0.54	0.55	0.62
其他	157.8	180.6	180.6	180.6					
长期负债	43.8	77.2	81.1	85.2	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	43.8	77.2	81.1	85.2	营业收入	4.6%	33.0%	10.8%	13.7%
负债合计	829.5	1,089.1	1,284.6	1,424.4	营业毛利	3.0%	8.2%	6.1%	14.1%
少数股东权益	108.6	121.4	124.0	127.0	EBIT	-0.8%	1.7%	6.1%	14.6%
股本	421.5	505.8	505.8	505.8	净利润	9.9%	10.1%	1.6%	13.6%
资本公积	1,518.8	1,440.1	1,440.1	1,440.1	获利能力				
留存收益	722.1	944.3	1,166.1	1,418.0	毛利率	27.5%	22.4%	21.4%	21.5%
股东权益合计	2,771.1	3,011.7	3,236.1	3,490.9	EBIT/收入	12.9%	9.8%	9.4%	9.5%
负债和股东权益	3,600.6	4,100.8	4,520.6	4,915.3	净利率	13.5%	11.2%	10.3%	10.2%
					ROE	9.3%	9.4%	8.9%	9.4%
					ROIC	9.1%	9.1%	8.6%	9.0%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	23.0%	26.6%	28.4%	29.0%
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	利息保障倍数	-43.3	-22.3	-24.2	-25.3
经营活动现金流	246.3	228.6	268.8	341.5	速动比率	2.36	1.95	1.87	1.97
净利润	251.8	275.2	279.8	317.8	经营现金净额/当期债务	n/a	9.47	11.14	14.15
折旧摊销	5.7	5.7	4.5	4.3	营运能力				
财务费用	-6.4	-12.7	-11.5	-12.6	总资产周转率	0.51	0.59	0.60	0.63
投资损失	-8.2	-18.0	-9.3	-10.3	应收账款天数	113.81	77.30	78.90	78.90
营运资金变动	-86.3	-118.3	-5.2	36.9	存货天数	170.0	145.8	144.0	120.0
其它	32.2	32.3	5.4	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-191.2	-238.1	-58.4	-59.2	EBIT/股本	0.56	0.47	0.50	0.58
资本支出	-98.8	-90.6	-50.8	-50.8	每股经营现金流	0.58	0.45	0.53	0.68
长期投资	-106.1	-182.7	-17.0	-18.7	每股净资产	6.32	5.71	6.15	6.65
其他	13.7	35.2	9.3	10.3	估值比率				
筹资活动现金流	445.8	-25.5	-40.0	-46.4	P/E	18.76	20.44	20.11	17.70
债务融资	-23.0	10.1	0.0	0.0	P/B	1.74	1.93	1.79	1.66
权益融资	517.8	9.5	0.0	0.0	P/S	2.53	2.29	2.06	1.81
其它	-49.0	-45.2	-40.0	-46.4	EV/EBITDA	19.24	22.82	21.63	18.93
汇率变动影响	0.1	-0.1	0.0	0.0					
现金净增加额	500.9	-35.1	170.3	236.0					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135