

2009 年 04 月 27 日

**市场数据(人民币)**

市价(元)	8.81
已上市流通A股(百万股)	148.00
总市值(百万元)	4,853.56
年内股价最高最低(元)	13.98/4.43
沪深 300 指数	2572.89
上证指数	2448.59
2007 年股息率	0.00%


**相关报告**

- 1 《现有主业增长空间有限, 外延扩张首先防范风险》, 2009.1.19
- 2 《教材教辅盈利能力稳定, 出版策划业务发展任重道远》, 2008.8.29

**传媒旅游研究小组**
**毛峥嵘**

(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

**唐建伟**

(8621)61038290  
tangjw@gjzq.com.cn

**联系人: 朱莉**

(8621)61038271  
zhuli@gjzq.com.cn  
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 出版传媒 (601999.SH)

——非经常性收益致业绩超预期, 更名战略意在长远

卖出

减持

**持有**

买入

强买

**公司基本情况(人民币)**

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.165	0.190	0.210	0.248	0.263	0.284
净利润增长率	N/A	15.31%	10.31%	18.17%	5.93%	8.24%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.230	0.260	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	35.52	33.50	31.02
行业优化市盈率(倍)	102.54	100.80	48.59	48.59	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	1.84	5.65	3.76
已上市流通A股(百万股)	N/A	112.00	148.00	148.00	148.00	148.00
总股本(百万股)	410.91	550.91	550.91	550.91	550.91	550.91

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论**
**■ 非经常性收益致 08 年业绩超预期**

- ◆ 公司公布 2008 年报, 全年实现销售码洋 18.23 亿元, 同比增长 18.9%, 实现营业收入 11.78 亿元, 同比增长 15.16%; 实现营业利润 9033.37 万元, 同比增长 28.92%; 实现归属上市公司股东的净利润 11554.23 万元, 增长 10.31%, 完全摊薄后每股收益为 0.21 元。
- ◆ 公司 08 年实现业绩高于我们此前的预测, 究其原因, 在实际营业收入与我们此前 12 亿元的营收预测大致相当的情况下, 非经常性收益成为导致业绩超预期的主要原因。08 年公司出售交易性金融资产和可供出售金融资产取得投资收益达到 533.76 万元, 与此同时, 公司获得政府补贴多达 2061.34 万元, 其中除常规的增值税返还 1101.34 万元外, 公司还获得政府的重点图书补贴 550 万元以及更名费 260 万元。我们一方面在庆幸辽宁文化传媒事业能够获得政府大力支持的同时, 政府补贴的“钱出多门”多少也让市场的预测难以完全跟上公司的“节奏”。
- ◆ 08 年公司拟按年末公司总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.50 元(含税), 共计分配现金红利 2754.57 万元。本年度拟不进行资本公积金转增股本。
- ◆ 与此同时, 公司公布 09 年 1 季报, 今年前 3 个月实现营业收入 33235.84 万元, 较上年同期增长 16.18%; 实现归属上市公司股东的净利润 3284.36 万元, 较上年同期增加 391.56 万元, 增长 13.54%, 每股收益为 0.06 元, 由于 1 季度是春季开学教材销售的结算期, 实现业绩水平基本符合预期。

**■ 教材教辅利润率下降符合预期, 一般图书出版市场化之路初现端倪**

- ◆ 作为国内出版业第一家上市公司，公司主营业务涵盖图书经营的从内容选题、编审到出版、印刷、发行完整产业链，行业特征十分突出。正如我们之前所分析的，由于受农村九年义务制教育教材由政府统一采购、中小学教材教辅全面推行招投标以及适龄人口结构基本稳定等因素的影响，教材教辅的出版发行业务将呈现出营收规模总体稳定、利润率下降的变化特点。从公司主营业务分行业、分产品的构成(见图表 1)来看，教材教辅出版业务在收入同比减少 4.44%的同时，毛利率亦下降了 1.4 个百分点；教材教辅发行尽管收入同比增长 12.33%，但毛利率也同样下降了 0.65 个百分点。

图表1.出版传媒主营业务分行业、分产品构成(2008 年)

分行业或分产品	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	毛利率比上年同期 增减(%)
一、出版业务	393.55	265.11	32.64	17.08	16.36	增加 0.42 个百分点
一般图书	140.56	90.25	35.79	76.79	68.42	增加 3.19 个百分点
教材教辅	235.62	164.62	30.14	-4.44	-2.48	下降 1.40 个百分点
其他(含期刊)	17.37	10.24	41.03	72.44	88.31	下降 4.97 个百分点
二、发行业务	627.73	520.52	17.08	8.69	10.13	下降 1.08 个百分点
一般图书	330.42	276.98	16.18	-0.72	1.26	下降 1.64 个百分点
教材教辅	258.11	212.91	17.51	12.33	13.23	下降 0.65 个百分点
其他(含音像、文化用品等)	39.19	30.64	21.84	162.19	176.2	下降 3.96 个百分点
三、物资销售业务	246.19	230.78	6.26	63.87	65.51	下降 0.93 个百分点
四、印刷业务	28.17	19.76	29.86	9.28	13.86	下降 2.82 个百分点
五、抵销数	-136.95	-136.89				
合 计	1,158.69	899.28	22.39	15.01	16.24	下降 0.82 个百分点

来源：公司年报，国金证券研究所

- ◆ 然而，我们在关注传统主要利润来源之教材教辅业务出现下滑的同时也欣喜地看到，公司一般图书的出版在 08 年实现了较快增长。08 年公司一般图书出版收入达到 1.41 亿元，同比增长 76.79%，毛利率提高了 3.19 个百分点。其中除了公司收购万卷出版公司等所致致合并范围扩大的影响外，我们认为，公司上市后在内部体制、机制创新上的“化学反应”使得公司一般图书出版的市场化运作模式初现端倪 - 以资本运营为支点、收购优势出版资源为特征、强势主业发展为目标的全新发展方式初步形成，图书出版主业选题策划能力和市场竞争能力得到迅速增强，重点图书、畅销书获得能够得以批量涌现的生长土壤。
- ◆ 公司以变更募股资金投向收购万卷出版公司为契机，与国内颇有成就的知名出版策划人、出版职业经理人路金波、李克和汪俊合作，在北京、上海等地设立具有较强图书策划和市场开发能力的万榕(上海)书业发展有限公司、智品(北京)书业有限公司、万邦(北京)书业发展分公司等，通过与有丰富出版策划资源之民营工作室和文化公司的全面合作，为公司提供强有力的选题策划能力和内容资源，将使得一般图书之“畅销书”的出版发行模式能够在国有资本控股的体系内逐步建立起来，这对国内出版发行企业摆脱对教材教辅盈利能力的高度依赖具有十分重要的意义。

#### ■ 公司更名，发展战略意在长远

- ◆ 公司 09 年第一次临时股东大会审议通过了公司名称由“辽宁出版传媒股份有限公司”变更为“北方联合出版传媒(集团)股份有限公司”的议案(公司股票简称“出版传媒”不变)。我们认为，公司更名旨在通过资本运作，整合图书出版发行资源、实现跨区域发展的第一步。从中宣部及国家新闻出版总署关于推动出版发行产业体制改革、市场化发展的政策精神来看，优化产业结构、打造图书出版航母、加速出版业证券化进程无疑是近几年产业发展的重要目标，避免出现一省一家出版上市公司的情况，因此，利用已上市出版企业进行跨区域整合资源、进行战略投资则将成为加速出版产业市场化进程的重要手段。
- ◆ 我们认为，从公司的地理位置来看，以出版传媒为资本平台，整合东北三省甚至包括北京在内的国有出版发行集团可能是中宣部、新闻出版总

署希望推动之出版业跨区域整合的方向。然而，鉴于国内出版发行体系，尤其是中小学教材教辅出版发行的显著区域分割，其间整合工作的难度无疑是十分艰巨的。对于整合过程的复杂性和困难，我们应有充分的思想准备。

#### ■ 盈利预测及投资评级

- ◆ 根据以上分析，我们上调公司 2009~2011 年的盈利预测，每股收益分别为 0.248 元、0.263 元和 0.284 元。在此需要说明的是，根据国务院 08 年 114 号文，我们在盈利预测中假设，公司转制的文化企业享受免征所得税政策延期至 2013 年底，中小学课本及科技类、少儿类图书享受增值税“先征后退”政策也将延期至 2013 年底。
- ◆ 按照 4 月 24 日收盘价计算，2009~2011 年公司动态市盈率分别为 35.5 倍、33.5 倍和 31.02 倍。出版业作为现已全面放松管制、证券化率最高的文化传媒子行业，我们认为，行业合理估值区间应为 18~23 倍，公司现有估值已部分反映公司未来可能推进的跨区域出版资源整合和战略投资，当前股价缺乏足够的安全边际，我们建议投资者对公司后续可能推进的资本运作予以关注。据此，我们维持对公司“持有”的投资评级。

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	1	1	1	4
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.30

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-29	持有	5.87	N/A
2 2009-01-19	持有	6.91	5.50 ~ 6.20

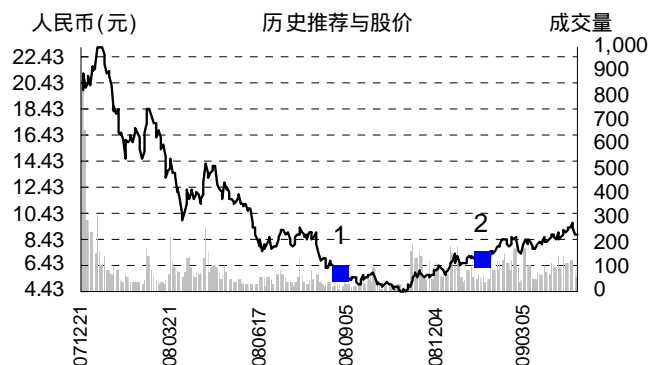
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。