



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 传统出版集团开启改革转型征途

### ——出版传媒（601999）深度报告

2016年10月31日

强烈推荐/首次

出版传媒 深度报告

#### 报告摘要：

**公司背景深厚，主营业务竞争优势明显。**北方联合出版传媒集团股份有限公司是国内最著名的出版集团之一--辽宁出版集团有限公司控股的大型综合性出版传媒公司。公司于2007年12月21日成为国内第一家实现编辑业务和经营业务整体上市的出版企业。公司目前主营业务包括一般图书和教材教辅的出版发行，旗下北方图书城是东北地区最大、图书种类最全的大型书城。

**公司积极响应全方位布局。**出版传媒于2015年8月完成领导层换届，新管理层积极推广“大出版、大发行、大教育、泛娱乐+文化金融、文化贸易”的六大产业布局，并以“二次创业”为发展目标。全面推进整合资源、做强主业，并购重组、跨界扩张，实现公司整体发展的战略转型，力争打造现代化、国际化的大型文化企业集团，快速进入国内出版第一方阵。

**内容制作能力是公司的核心竞争力所在。**公司是人民教育出版社在辽宁省的总代理，旗下辽海社、辽美社、万卷出版，辽科社，电子社，春风社，辽少社、音像社等共同从事教材教辅及一般图书和电子音像产品的出版业务。公司内容制作优势明显，多种图书获得，旗下《尖子生》、《好课堂堂练》等皆为当地中小学普遍使用的名牌教辅材料。

**线上教育、线下体验，公司新业务多点开花。**旗下辽海社与东方云码网络科技2015年上线的《辽海微课堂》迈出了公司布局线上K12教育的第一步。同时《大耳娃魔法帝国》、《大象生活馆》开启了公司优质内容线下衍生的大门。预计未来公司将以优质教育内容为本，积极布局线上K12教育和线下幼教领域，成为横跨线上线下和多年龄层的综合性教育集团。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为17.2亿元、19.8亿元和21.9亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.45亿元、1.61亿元和1.84亿元；每股收益分别为0.22元、0.25元和0.27元，对应PE分别为45.6、39.7和37.2倍。鉴于公司主营业务的稳定增长和大教育业务未来的发展潜力，我们给予公司70倍的市盈率，6个月目标价15.4元，给予公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,496.27	1,537.75	1,723.27	1,976.63	2,194.09
增长率(%)	12.68%	2.77%	12.06%	14.70%	11.00%
净利润(百万元)	75.34	80.22	120.03	137.84	147.29
增长率(%)	6.97%	6.48%	49.63%	14.84%	6.86%
净资产收益率(%)	4.15%	4.30%	6.14%	6.71%	6.82%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.22	0.25	0.27
PE	71.00	66.27	45.64	39.74	37.19
PB	3.03	2.94	2.80	2.67	2.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

#### 联系人：

#### 季龙飞

010-66554090

jilf@dxzq.net.cn

#### 刘巍放

010-66554151

liuwf@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	12.65-10.6
总市值(亿元)	69.69
流通市值(亿元)	69.69
总股本/流通A股(万股)	55091/55091
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.43

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

1、《出版传媒（601999）：国企改革初见成效，业绩拐点已现》2016-10-24

## 目 录

1. 出版传媒-东北地区的出版发行业龙头 .....	4
2. 国有文化传媒企业改革符合国家大战略.....	6
2.1 国有文化传媒类企业改革进入深水区 .....	6
2.2 公司积极响应国家做大做强国有传媒集团号召 .....	7
3. “四+二”的六大产业布局 .....	7
3.1 大出版是公司内容优势的保证 .....	8
3.1.1 教辅教材出版业务 .....	8
3.1.2 一般图书出版业务 .....	9
3.2 大发行为公司建立渠道优势.....	9
3.2.1 教辅教材发行业务 .....	10
3.2.2 一般图书发行业务 .....	10
3.3 大教育是公司未来的发展方向 .....	11
3.4 泛娱乐是公司主业的有效辅助 .....	14
3.5 推动文化金融产业发展.....	14
3.6 着力打造文化贸易行业.....	16
4. 收购新华印务公司和物资配送产业园完善全产业链条 .....	16
5. 盈利预测及估值 .....	17
6. 风险提示 .....	18

## 表格目录

表 1:文化传媒体制改革政策一览.....	6
表 2:出版传媒旗下名牌教辅材料介绍.....	8
表 3: 同类型传媒上市公司市盈率比较表 .....	18

## 插图目录

图 1:出版传媒公司情况 .....	4
图 2:出版传媒 2015 年收入构成.....	4
图 3:出版传媒 09-15 年各版块收入占比变化.....	4
图 4:出版传媒三项费用率情况 .....	5
图 5:出版传媒三项费用率与去年同期相比增减 .....	5
图 6:公司旧管理层资料 .....	7
图 7:公司新管理层资料 .....	7

图 8:四+二的产业布局.....	7
图 9:一般图书出版营销模式对比.....	9
图 10:包退经销模式发货码洋与退货码洋变化.....	9
图 11:北方图书城地域分布.....	10
图 12:北方图书城实体店影像.....	10
图 13:大象生活馆场景 1.....	10
图 14:大象生活馆场景 2.....	10
图 15:互联网教育市场分类和公司竞争格局.....	11
图 16:辽海微课堂宣传广告.....	12
图 17:大耳娃智趣学习宝典产品套装.....	13
图 18:辽美社近三年净利润及增长率.....	13
图 19:《大耳娃魔法帝国》实景.....	13
图 20:出版传媒文化金融产业布局.....	14
图 21:铁岭新星村镇银行.....	15
图 22:辽宁出版印刷物资配送产业园实景.....	16
图 23:教材教辅业务收入、增长率及毛利率预测.....	17
图 24:一般图书业务收入、增长率及，毛利率预测.....	17
图 25:纸张、印刷耗材收入、增长率及毛利率.....	18
图 26:其他业务收入、增长率及毛利率.....	18

## 1. 出版传媒-东北地区的出版发行业龙头

北方联合出版传媒集团股份有限公司是国内最著名的出版集团之一--辽宁出版集团有限公司控股的大型综合性出版传媒公司。公司于2007年12月21日成为国内第一家实现编辑业务和经营业务整体上市的出版企业。目前主要从事教辅材料、一般图书的出版、发行并逐步由传统内容提供商向内容服务商转变。公司通过立足“专、精、特、新”，形成内容资源优势，构建核心品牌和主导产品线开拓建立“大出版产业、大发行产业、大教育产业、泛娱乐产业+文化金融产业、文化贸易产业”产业布局。利用资本优势，进行传统传媒产业链横向纵向延伸，布局相关产业。

图 1:出版传媒公司情况



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

公司立足精耕辽宁省中小学教辅材料市场，2007 年上市以来一般图书和教材教辅所占比例一直在 75%左右较为稳定。从 2007 年开始，公司的纸张耗材和票据业务稳健增长，从 2007 年占比 17%增长至 2015 年 29%；公司未来将以辽宁省教辅龙头为优势，以教辅图书市场为根基进行书店升级，并积极布局线下、线上教育转型以及教育产业链延伸。

图 2:出版传媒 2015 年收入构成

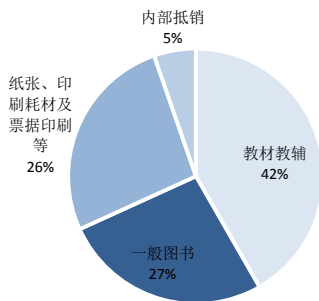
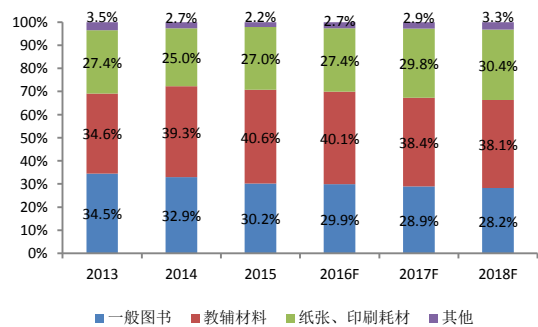


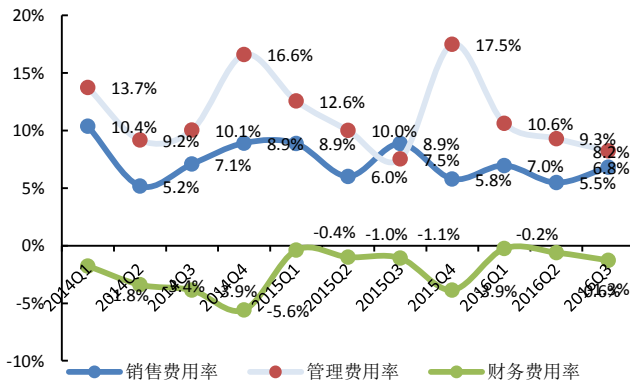
图 3:出版传媒 09-15 年各版块收入占比变化



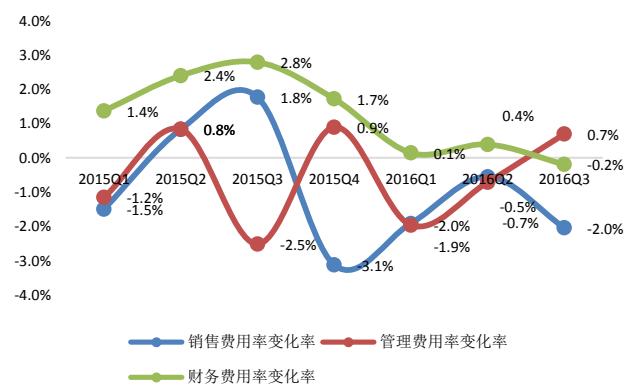
资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

公司 2016 年前三季度营收 13.03 亿, 同比增长 0.89%; 归属于母公司净利润 0.84 亿, 同比增长 42.48%; 每股收益 0.15 元。归属于母公司的净利润增长主要归因于公司严格控制销售费用支出所致。根据过去 7 个季度每季的三项费用变化趋势, 我们发现公司 2015 年 8 月新管理层任职以来, 公司每季销售费用率与去年同期相比都在降低, 管理费用率和财务费用率的波动趋势也逐渐向下。我们认为公司新领导层上任后, 对三项费用率尤其是销售费用的控制力度明显加大。未来此趋势有望保持, 并进一步增加公司净利润空间。

**图 4: 出版传媒三项费用率情况**


资料来源: 东兴证券研究所

**图 5: 出版传媒三项费用率与去年同期相比增减**


资料来源: 东兴证券研究所

根据不同产品划分,

- ◆ 教材教辅业务营收 2013 年以来一直保持增长, 其中 2016 年上半年增速 14.95%, 增幅比 2015 年同比增速 6.2% 扩大。毛利率 21.77% 比过去两年均值 20.63% 微幅增长 1.14 个百分点。我们认为公司 2016 年上半年教材教辅业务营收增幅扩大和毛利增厚的主要原因为公司新管理层上任后, 充分发挥集团集约优势, 教材教辅征订、印制、发行各环节互相协同, 效率增加。
- ◆ 一般图书业务营收过去三年复合增长率为 -2.65%, 但 2016 年上半年一般图书业务收入增长率由负转正, 比去年同期增长 10.51%。毛利率也从过去三年平均 19.17% 增加至 21.08%。一般图书业务的改善源自于公司线上线下销售渠道的拓展和营销手段的加强。
- ◆ 纸张、印刷耗材业务增速由 2015 年的 11.3% 回落至 2016 年上半年的 6.3%, 毛利也从 2015 年的 8% 下降至 3.6% 左右。公司 2016 年印刷耗材业务毛利下降的原因主要为公司增加了无碳防伪纸的销售。未来公司收购新华印务有限公司等资

产有望帮助公司印刷业务的收入大幅增加，但此行业毛利率较低，预计未来将回稳至 8% 左右。

## 2. 国有文化传媒企业改革符合国家大战略

### 2.1 国有文化传媒类企业改革进入深水区

2003 年国务院启动了文化体制改革，各地文化事业单位纷纷转型，参与市场竞争。但是近年来以互联网为代表的新媒体在社会舆论传播中占据越来越重要的地位，传统媒体市场话语权渐弱。为应对话语权逐渐丧失的困境，新一轮国有传统传媒集团改革正式拉开帷幕：

表 1: 文化传媒体制改革政策一览

时间	政策	内容
2003 年 12 月	《文化体制改革试点中支持文化产业发展的规定（试行）》 《文化体制改革试点中经营性文化事业单位转制为企业的规定（试行）》	文化产业改革第一步，从财政税收、投融资、资产处置、工商管理、价格等方面对 21 家试点单位进行改革
2006 年 1 月	《关于深化文化体制改革的若干意见》	把人民出版社转为公益性事业单位
2009 年 3 月	《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	对广播电影电视行业税收减免
2009 年 4 月	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	坚持一手抓公益性新闻出版事业，一手抓经营性新闻出版产业
2011 年 10 月	《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	实行依法治国和以德治国相结合，促进文化事业和文化产业同发展，推动文化建设不断取得新成就
2013 年 11 月	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	加快完善文化管理体制和文化生产经营机制，建立健全现代公共文化服务体系、现代文化市场体系，推动社会主义文化大发展大繁荣。
2014 年 4 月	《2014 年文化系统体制改革工作要点》	建立健全现代文化市场体系、推动文化产业转型升级
2014 年 11 月	《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》	在增值税、关税等税务项目上为文化企业提供减免
2015 年 9 月	《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的指导意见》	进一步进行市场化改革，对组织架构、绩效考评、股份制改造等提出具体意见
2016 年 9 月	《关于深化国有文化企业分类改革的意见》	按功能区别分类进行不同改革

资料来源：东兴证券研究所，互联网

其中：2015 年 9 月发布的《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的指导意见》重点对组织结构、绩效和薪酬考核、股份制改造、

兼并重组、资产运营人才管理提出具体意见，明确了社会效益第一的总原则。2016年8月发布的《关于深化国有文化企业分类改革的意见》则对传媒国企进行界定和分类，并提出了分类改革意见。这两份意见代表国有文化企业改革进入深水区，实质性改革正式拉开帷幕。

针对国有传统传媒集团改革的步伐，我们认为有两条思路：

- ◆ **跨行业并购重组：**通过外延并购的方式从传统媒体集团转型为新媒体集团。涵盖领域包括在线 K12 教育、婴幼儿教育、主题书城、影视娱乐等。
- ◆ **混合所有制或管理层股权激励：**引进更多民间资本和机构投资者来逐渐完善股权结构，或进行高管股权激励计划激发公司活力。

## 2.2 公司积极响应国家做大做强国有传媒集团号召

出版传媒集团于 2015 年 8-10 月分别完成董事长、总经理和董事的换届，公司从此迈出“二次创业”的步伐。全新管理层积极响应国家做大做强国有传媒集团的号召，全面推进整合资源、做强主业，并购重组、跨界扩张，融合创新、品牌经营，实现公司整体发展的战略转型。

图 6:公司旧管理层资料

# 旧

董事长 李家巍  
 年龄：60  
 简历：在职研究生学历，编审。曾任辽宁出版集团有限公司副董事长、总经理、本公司董事、董事长。

总经理 刘红  
 年龄：58  
 简历：大学学历，编审。曾任本公司董事、总经理，现任辽宁出版集团有限公司董事、总经理。

总会计师 徐学阳  
 年龄：60  
 简历：大学学历，高级会计师。曾任本公司董事、副总经理兼总会计师。

资料来源：东兴证券研究所，公司公告

图 7:公司新管理层资料

# 新

董事长 杨建军  
 年龄：52  
 简历：研究生学历，博士学位。曾任中共盘山县委书记、北方联合广播电视网络股份有限公司董事长、党委书记，2015年8月任辽宁出版集团有限公司董事长、党委书记，2015年9月至今兼任本公司董事长。

总经理 张东平  
 年龄：50  
 简历：大学学历，编审。曾任辽宁出版集团有限公司董事、常务副总经理，2015年10月至今任本公司董事、总经理。

董事 袁小星  
 年龄：56  
 简历：研究生学历，高级经济师。辽宁出版集团有限公司董事、副总经理，2015年12月至今兼任本公司董事。

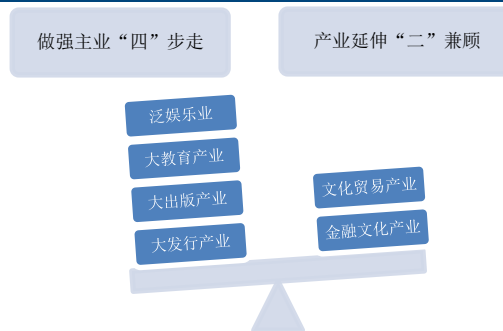
资料来源：东兴证券研究所，公司公告

## 3. “四+二”的六大产业布局

公司新管理层就职后，提出了“四+二”的六大产业布局，包括大出版、大发行、大教育、泛娱乐、文化金融、文化贸易。

图 8:四+二的产业布局





资料来源：东兴证券研究所


### 3.1 大出版是公司内容优势的保证

公司寻求以各出版社形成的产品线为核心，以数字化内容资源整合为拓展，整合全国出版资源，构建大出版产业体系，形成产品特色突出、品牌声誉良好，并能够以长远眼光布局相关产业的核心业务。

#### 3.1.1 教辅教材出版业务

公司拥有人民教育出版社、北京师范大学出版社、外语教学与研究出版社等 9 家原创国审教材及同步教辅编写授权。旗下教辅材料主要在省内发行。公司教辅材料内容制作能力极强，已有自编中小学教材教辅产品 646 个，涵盖数学、语文、英语、物理、化学、生物、历史、地理、政治等九个科目。旗下《尖子生》、《好课堂堂练》皆是辽宁地区十余年经久不衰的优质教辅材料品牌。

表 2: 出版传媒旗下名牌教辅材料介绍

名称	涵盖范围	图例	介绍
《好课堂堂练》	中小学教辅材料		<p>本系列丛书特邀辽沈地区部分专家、教研员及各重点学校一线骨干教师编写，供中小学生在学教材时配套使用。本丛书分为三个板块，基础知识、综合提升、开放创新，难度及题量适中，便于广大学生课堂练习及作为课后作业使用。</p>



《尖子生题库》

小学数学、语文、英语等所有学科  
学科



本丛书以新课标单元内  
容为编写单位,依据单元  
检测—阶段提升—专题  
训练—期中、期末检测的  
螺旋上升思路,使各卷难  
度阶梯依次加深,思维依  
次开放,既注重基本功和  
基本技能的训练,又考察  
学生综合知识运用的能  
力。

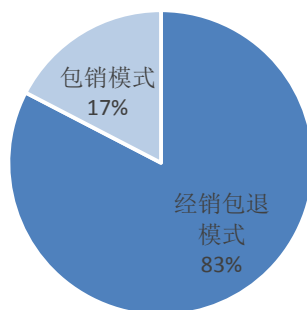
资料来源:东兴证券研究所,公开资料

### 3.1.2 一般图书出版业务

一般图书出版业务分为经销包退模式和包销模式,其中经销包退模式销售占比 80% 以上。近年来,发货码洋在缓慢增长的同时,退货码洋却在降低。我们认为这表明公司一般图书出版产品从受欢迎程度和质量都在不断提高,未来随着公司内容优势进一步扩大,退货码洋占比有望进一步缩小。

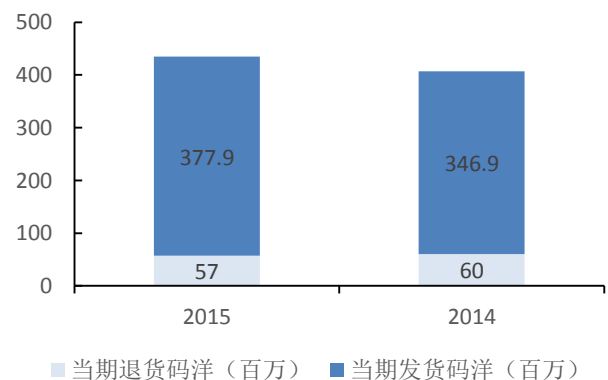
公司现有编辑人员 142 人,其中高级职称人数占比 42%。公司具有优势的图书板块包括:时政板块、少儿板块、文史版块、文学板块、建筑设计板块、医学保健板块等。此外,公司积极借助外脑,设立专家委员会进而提升精品图书选题与研发能力。

图 9:一般图书出版营销模式对比



资料来源:东兴证券研究所,公司公告

图 10:包退经销模式发货码洋与退货码洋变化



资料来源:东兴证券研究所,公司公告

## 3.2 大发行为公司建立渠道优势

公司以北方配送公司为载体,打造中盘物流发行体系;以北方图书城为载体,打造融入“互联网+书店零售”发行体系;整合新华书店,完善教材教辅发行网络,打造教

育系统发行体系；积极和线上渠道建立战略合作，打造线上平台发行体系；依托票据公司，打造印务生产和物资供应体系。

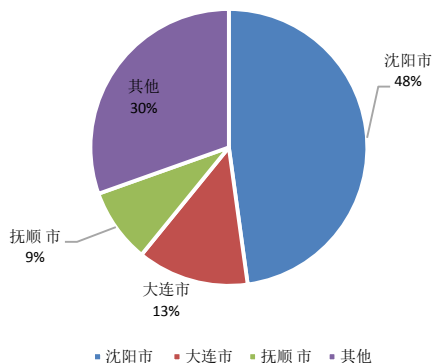
### 3.2.1 教辅教材发行业务

公司教辅发行业务主要通过辽宁省新华书店承担；教材发行业务除省新华书店承担外，还直接通过省政府采购，分发给各中小学。据统计，公司旗下两款品牌教辅《尖子生题库》和《好课堂堂练》年码洋总和约 1 亿元，按照每册 15 元的定价，两种教辅销售册数和约为 667 万册，假设每位覆盖学生每年购买 6 本同样品牌的教辅产品，两款产品覆盖人数约为 111 万。据统计，辽宁地区 2015 年小、初、高在校总人数为 360 万左右。我们认为，公司教辅材料至少覆盖了 30% 的辽宁省中小小学在校人群，发行渠道的优势显而易见，未来强大的渠道铺设极易为公司开展其他教育业务打开大门。

### 3.2.2 一般图书发行业务

公司旗下北方图书城是东北地区最大、图书种类最全、服务最佳的大型书城。截止 2015 年底，北方图书城共拥有 23 余家直营连锁店，以遍布全省的连锁书店为辐射，建立了领先的区域性出版物零售网络。

图 11:北方图书城地域分布



资料来源：东兴证券研究所，公司财报

图 12:北方图书城实体店影像

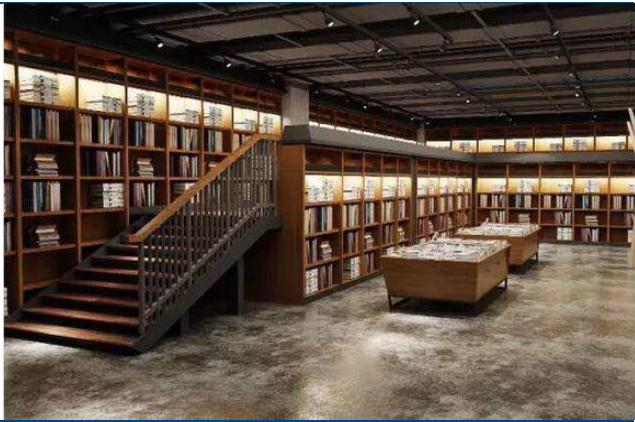


资料来源：东兴证券研究所，网络资料

**“大象生活馆”开启书店运营新模式。**2015 年 12 月，北方图书城豫陇城店开业，该店以“大象生活馆”为主题，将图书、文创产品与大象生活馆的咖啡、服饰、首饰等周边商品相融合，形成复合式的经营方式，将传统的书店升级为新文化的休闲场所，是北方图书城在书店运营模式的一次创新和尝试。我们认为，大象生活馆意味着出版传媒开始探索线下书店升级，未来“图书+周边产品+生活体验”的一站式书店将逐渐取代传统书店，出版传媒在辽宁地区一般图书出版业务的领军地位不可撼动。

图 13:大象生活馆场景 1

图 14:大象生活馆场景 2



资料来源：东兴证券研究所，互联网



资料来源：东兴证券研究所，互联网

### 3.3 大教育是公司未来的发展方向

依托公司教育出版研究提供的内容资源和教育图书出版资源、教材教辅发行渠道资源，向中小学（K12）教育培训、职业教育、幼儿教育等教育领域拓展延伸，打造大教育资源平台，形成“内容+渠道+平台”的大教育产业体系。

- ◆ **教育内容是公司的核心竞争力之一**，公司拥有包括人民教育出版社在内的九家国审教材及同步教辅编写授权，旗下自编教辅材料产品 646 个，涵盖所有九门中小学主要学科。
- ◆ **渠道优势给公司拓展教育产业带来无限可能**，公司旗下教辅材料覆盖了 30% 以上的辽宁中小学生在生，渠道优势明显。
- ◆ **线上线下平台齐发力**，公司教育平台布局初露峥嵘，《辽海微课堂》成为公司布局线上 K12 教育的开始，《大耳娃魔法帝国》表明公司已有意识的将自有教育 IP 进行线下变现。

公司未来有望继续向线下幼教和线上 K12 教育产业发力。积极布局涵盖从幼儿园到高中的全年龄段教育产业。

**国内 K12 教育产业未来有望高速增长，出版传媒内容端、渠道端优势明显。**根据《互联网教育行业报告》互联网 K12 教育市场规模有望在五年内达到 1500 亿元，其盈利模式是 B2C 直接向学员收费，学员付费意愿较高。教学内容是互联网教育的核心竞争力，拥有优质教育内容的平台有望在竞争中脱颖而出。我们认为，凭借出版传媒优质的教学内容优势和中小学渠道优势，未来将有望成为东北地区 K12 在线教育的龙头企业。

图 15:互联网教育市场分类和公司竞争格局





资料来源：东兴证券研究所

出版传媒集团进军互联网教育市场有其独特的优势。内容方面，由于深耕出版发行业，出版传媒集团拥有丰富的教育内容储备，并且对内容有专业性的判断能力，对适于数字化的内容有较强的甄别能力，容易从内容端出发，做大做强；渠道方面，由于出版传媒集团与辽宁各中小学校、教育管理部门联系较为密切，通过学校部门与学生建立联系，渠道拓展更为轻车熟路，推广更为容易。

《辽海微课堂》打开公司线上 K12 教育的大门。公司在教辅业务上积极推动同步类教辅市场的深度开发，打造了全新的“二维码数字微课堂”，在 2015 年秋季上目教辅《新课程能力培养》系列图书中正式使用。目前，初中阶段已经实施了 29 个品种。读者在手机上下载 APP 之后，通过扫描习题后的二维码，可以观看名师对试题的讲解，并配有 350 万道文字试题。APP 上还包括了初、高中的物理、生物、化学实验视频，以及各学科市场热门教辅书专题精讲视频。我们认为，《辽海微课堂》是公司布局线上 K12 教育的第一步，未来公司有望依靠名牌教辅材料的内容优势和辽宁地区的渠道优势，进一步拓展公司线上 K12 教育业务。

图 16:辽海微课堂宣传广告



资料来源：东兴证券研究所，辽海出版社

《大耳娃魔法帝国》打造全媒体儿童乐园。2012 年，辽美出版社推出拥有自主知识产权的针对幼儿智力开发的《大耳娃智趣学习宝典》系列教材，以平板电脑为媒介，

装有包括学前教育、艺术启蒙、亲子游戏、育英宝典、亲子阅读在内的全方位开发幼儿智力的 9 个板块、282 个原创学习和娱乐软件，融动漫、音乐、图像、游戏、学习为一体，对提高幼儿记忆力、分析能力、逻辑思维能力具有很好的帮助，也因此荣获多个国内奖项。

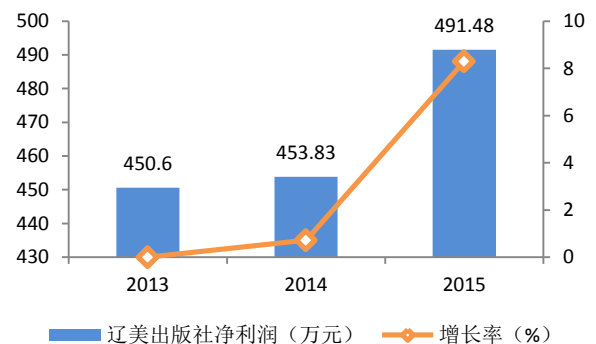
该项目是国家新闻出版广电总局立项项目“幼儿启智工程数字化出版产业基地”核心子项目，受到国家政策支持，符合国家产业政策和发展方向，未来发展前景广阔。“大耳娃”产品的推出也使辽美出版社近年来的利润大幅提升。

图 17:大耳娃智趣学习宝典产品套装



资料来源: 东兴证券研究所, 互联网

图 18:辽美社近三年净利润及增长率



资料来源: 东兴证券研究所, 公司年报

大耳娃智趣学习宝典是一次动漫、教育、数字化出版结合的成功尝试，随着大耳娃产品不断推广，公司有望开发出新型儿童智力开发教育模式，以全新的动漫形象和创新的数字化渠道拓展动漫教育市场。

2016 年 6 月，辽美出版社在《大耳娃智趣学习宝典》知识产权的基础上，投资 2000 万元推出针对 2-12 岁儿童的大耳娃魔法帝国项目，属于数字化儿童交互式体验场馆。大耳娃魔法帝国五大场馆包括：魔法帝国儿童 CS 镭射馆、魔法帝国亲子 DIY 馆、魔法帝国泡泡池馆、魔法帝国淘气堡海洋馆、魔法帝国儿童体验馆，集科学探索、文体娱乐、艺术体验、技能训练等功能于一身，以高科技手段及以玩为主的探究式学习模式。

图 19:《大耳娃魔法帝国》实景



资料来源: 东兴证券研究所, 大众点评

我们认为, 公司幼教业务的发展前景广阔基于三大逻辑:

- ◆ 公司幼教领域 IP 优势明显, 且《大耳娃魔法帝国》证明公司已开始尝试利用自有 IP 优势向线下延伸。
- ◆ 随着中国二胎政策的放开和父母对幼教的逐渐重视, 整体行业将维持高速增长。
- ◆ 东北地区幼教领域尚无龙头企业, 也没有吸引全国性幼教龙头企业的充分重视, 公司依靠东北地区的渠道资源和 IP 资源, 极有可能成为当地的幼教行业龙头。

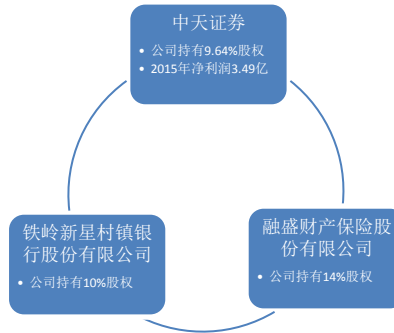
### 3.4 泛娱乐是公司主业的有效辅助

公司依托博鸿投资基金, 确定影视、动漫、手游等泛娱乐产业投资方向, 构建形成泛娱乐产业的发展基础。重点关注数字化文化产业、新媒体及其他新兴产业方向, 加速公司做强做大。我们认为, 公司未来或不会全面广泛进军泛娱乐产业, 公司作为东北地区地域性传统传媒集团, 未来泛娱乐产业的延伸更多的是以公司自有内容优势为基础, 进行泛娱乐行业的延伸探索。

### 3.5 推动文化金融产业发展

目前公司已持股中天证券、融盛财产保险有限公司, 与国泰君安成立文化产业投资基金可以使公司在文化+金融产业更快地发展同时为公司带来新的效益来源。

图 20: 出版传媒文化金融产业布局

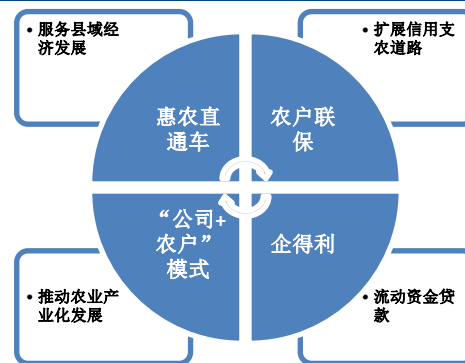


资料来源: 东兴证券研究所

中天证券有限责任公司是经辽宁省政府批准, 由原辽宁东方证券公司、辽宁省信托投资公司、辽宁省国际信托投资公司、辽宁省华盛信托投资股份有限公司的证券类资产重组设立的综合类证券公司, 于2004年7月经证监会核准成立。目前中天证券大股东是辽宁省国资委, 占比66.19%。公司于2009年通过增资扩股的方式取得中天证券9.64%的股份。公司现有员工720人, 证券营业部55家。其中, 营业部主要分布在辽宁省内。公司目前的业务范围包括证券经纪; 证券自营; 证券承销; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券资产管理; 证券投资基金代销; 为期货公司提供中间介绍业务; 融资融券; 代销金融产品; 中国证监会批准的其他业务。

铁岭新星村镇银行成立于2008年8月18日, 是经国家银监会批准、省政府同意开设的辽宁首批村镇银行。公司持有10%的股份。铁岭新星村镇银行自开业以来, 坚持以“三农”为主要服务对象, 积极深入中小企业进行实地调研活动, 通过广泛深入的信贷调研活动了解中小企业的信贷需求, 加强银行与客户的沟通了解, 掌握金融创新工作第一手资料。通过推出“惠农直通车”、开展“农户联保”方式、探索“公司+农户”模式为农村经济发展提供了有力的支持。

图 21: 铁岭新星村镇银行



资料来源: 东兴证券研究所, 互联网



### 3.6 着力打造文化贸易行业

公司拥有大量优质教育资源，成立文化贸易公司将会大大提高公司版权利用率。2015年公司实现版权出口（含实物出口）243项，比上年增加74项，增长43.8%。在图书出口方面，公司积极参加各国书展，组织了百余种优秀图书参展。我们认为，公司对贸易文化产业的推动也会加快公司书店转型，以较低成本获取文化商品以增厚公司利润率。

## 4. 收购新华印务公司和物资配送产业园完善全产业链条

公司于10月22日发布关于《拟收购辽宁出版集团有限公司相关资产的提示性公告》，拟以四亿元左右的现金收购公司控股股东辽宁出版集团有限公司全资子公司辽宁新华印务有限公司全部股权及出版集团拥有的辽宁出版印刷物资配送产业园相关资产。

其中，辽宁新华印务有限公司截至2015年末总资产1.05亿元，净资产4879万元，主营业务收入8208万元，净利润366万元。

辽宁印刷物资配送产业园于2013年9月17日开工建设，该项目列入新闻出版改革发展项目库，实现了图书出版、物资供应、印刷生产、物流配送的业务衔接。绿色产业园占地68658.48平方米，总建筑面积接近10万平方米，由印刷公司、票据中心、物资公司仓储中心、图书配送中心和办公楼五部分构成。投资总额2.2亿元。该产业园的建设借助高新技术和生产工艺的结合实现了印刷与绿色环保概念的融合。打造了全新理念的现在印刷企业。

我们认为，公司此次收购促使公司完成了“编、印、发、供”的全产业链条，有助于形成出版业务不同环节之间的协同作用，提高效率。未来公司传统出版业务的盈利能力有望进一步加强。

图 22:辽宁出版印刷物资配送产业园实景



资料来源：东兴证券研究所，互联网

## 5. 盈利预测及估值

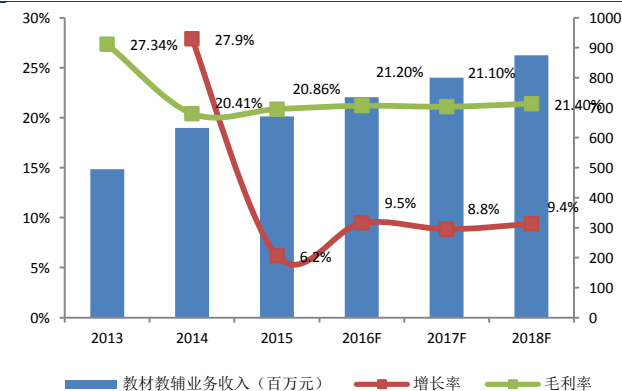
一般图书业务:

公司一般图书业务已进入稳定发展阶段, 根据半年报显示公司 2016 年上半年一般图书出版收入同比增长 10.51%, 毛利率微降 1.88 个百分点。我们认为此块业务未来收入增长将保持稳定, 毛利率也将维持在 21% 左右波动。

教辅材料业务:

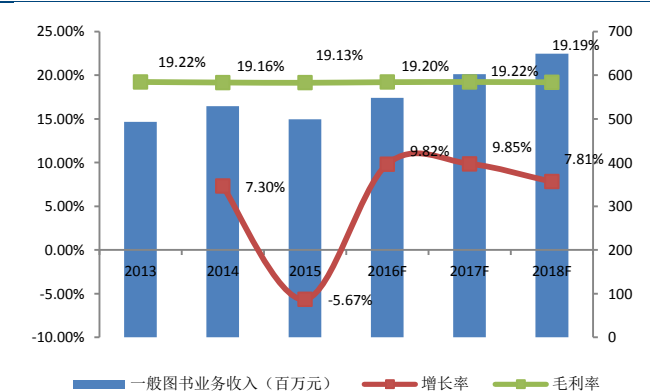
教辅材料是公司主营业务之一, 对公司整体业绩有重要贡献, 也是未来转型的核心竞争力所在。2016 年上半年, 教材教辅业务收入同比增加 14.95%, 毛利率 21.77% 比上年同期增加了 1.58 个百分点。我们认为, 公司教材教辅业务仍将保持较好的增长, 且毛利率有望进一步提高。

图 23: 教材教辅业务收入、增长率及毛利率预测



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

图 24: 一般图书业务收入、增长率及, 毛利率预测



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

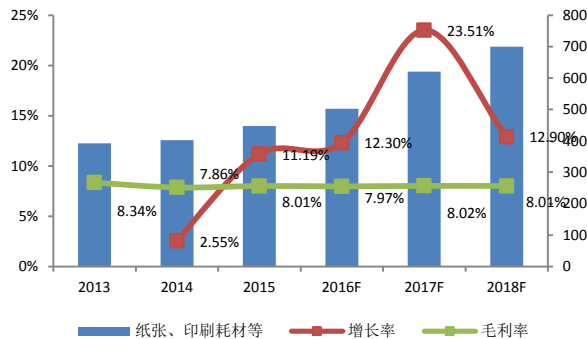
纸张、印刷耗材及票据印刷业务:

此块业务过去数年增长略快于其他传统业务, 但此块业务毛利率较低, 预计未来随着公司吞并新华印务之后, 此业务营收将增加 20% 左右, 毛利率维持在 8% 左右。

其他业务:

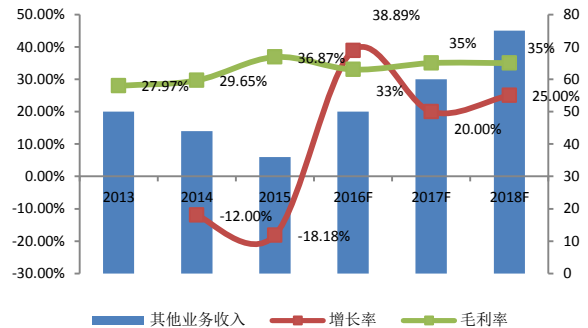
其他业务主要包括文化用品、期刊、音像制品和公司其他新业务。2016 年上半年, 其他业务收入同比增长 12%, 毛利率 32% 高于其他所有业务。我们预计, 未来随着公司线上线下教育业务的落地, 此块业务会有爆发式的增长。但基于公司目前还并未有相关并购披露, 所以我们仍旧采取保守的预测方式, 随着公司新传媒业务的拓展, 此业务也将根据公司进展进行重估。

图 25: 纸张、印刷耗材收入、增长率及毛利率



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

图 26: 其他业务收入、增长率及毛利率



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 17.2 亿元、19.8 亿元和 21.9 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.45 亿元、1.61 亿元和 1.84 亿元；每股收益分别为 0.22 元、0.25 元和 0.27 元，对应 PE 分别为 45.6、39.7 和 37.2 倍。鉴于公司主营业务的稳定增长和大教育业务未来的发展潜力，我们给予公司 70 倍的市盈率，6 个月目标价 15.4 元，给予公司“强烈推荐”评级。

表 3: 同类型传媒上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
601999.SH	出版传媒	12.65	0.15	0.26	0.29	0.33	84.3	45.6	39.7	37.2
002292.SH	长江传媒	8.71	0.27	0.44	0.53	0.62	32.6	19.7	16.3	14
600551.SH	时代出版	20.27	0.78	0.81	0.93	1.06	26	25	21.9	19.2
022292.SZ	奥飞娱乐	27.72	0.39	0.51	0.66	0.81	71.71	54.45	42.21	34.34
002599.SZ	盛通股份	36.04	0.14	0.26	0.41	0.55	255.12	143.04	90.2	66.75
	平均 PE						93.94	57.6	42.1	34.3

资料来源: 东兴证券研究所, 万得

## 6. 风险提示

**公司经营风险:** 公司主营业务目前仍属于传统出版、发行、印刷等业务，行业增长较新传媒业务相比较为缓慢，毛利率、净利率也较低。加上公司所处东北地区经济环境较差，公司未来业绩大幅增长存在不确定性风险。

**公司新业务开展风险:** 公司尝试布局新业务的同时，存在较大的不确定性。因公司传统业务与互联网交集不大，在公司开发新业务时，产品的质量或成绩存在较大的不确定性风险。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2234	2370	2833	3161	3495	<b>营业收入</b>	1496	1538	1723	1977	2194
货币资金	876	870	1139	1168	1251	<b>营业成本</b>	1178	1219	1358	1568	1741
应收账款	235	282	283	325	361	营业税金及附加	6	5	6	7	8
其他应收款	37	52	59	67	75	营业费用	114	117	112	119	132
预付款项	110	101	101	101	101	管理费用	180	168	188	208	230
存货	686	689	782	902	1002	财务费用	-19	-9	-11	-12	-14
其他流动资产	283	371	464	590	699	资产减值损失	30.14	44.71	30.00	30.00	30.00
<b>非流动资产合计</b>	568	555	300	270	240	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	23.72	33.32	30.00	30.00	30.00
固定资产	180.02	169.80	149.63	129.47	109.31	<b>营业利润</b>	32	27	70	87	97
无形资产	103	100	90	80	70	营业外收入	43.85	53.42	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.66	0.42	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	2802	2924	3133	3431	3735	<b>利润总额</b>	75	80	119	137	146
<b>流动负债合计</b>	938	996	1119	1318	1516	所得税	-1	-1	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	15	<b>净利润</b>	75	80	120	138	147
应付账款	631	621	670	773	859	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	108	165	225	294	371	归属母公司净利润	75	80	120	138	147
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	131	133	89	105	113
<b>非流动负债合计</b>	55	61	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.14	0.15	0.22	0.25	0.27
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	993	1057	1119	1318	1516	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2	2	2	2	2	营业收入增长	12.68%	2.77%	12.06%	14.70%	11.00%
实收资本(或股	551	551	551	551	551	营业利润增长	88.90%	-15.39%	161.37%	25.38%	10.74%
资本公积	559	559	559	559	559	归属于母公司净利	49.63%	14.84%	49.63%	14.84%	6.86%
未分配利润	583	625	532	424	309	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1807	1865	1953	2052	2158	毛利率(%)	21.27%	20.73%	21.18%	20.65%	20.64%
<b>负债和所有者权</b>	2802	2924	3133	3431	3735	净利率(%)	5.03%	5.22%	6.97%	6.97%	6.71%
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	2.68%	2.74%	3.83%	4.02%	3.94%
						ROE(%)	4.15%	4.30%	6.14%	6.71%	6.82%
<b>经营活动现金流</b>	251	57	68	56	95	<b>偿债能力</b>					
净利润	75	80	120	138	147	资产负债率(%)	35%	36%	36%	38%	
折旧摊销	118.55	115.43	0.00	30.20	30.20	流动比率	2.38	2.38	2.53	2.40	2.31
财务费用	-19	-9	-11	-12	-14	速动比率	1.65	1.69	1.83	1.71	1.65
应收账款减少	0	0	-1	-42	-36	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	60	69	77	总资产周转率	0.55	0.54	0.57	0.60	0.61
<b>投资活动现金流</b>	208	-53	224	0	0	应收账款周转率	5	6	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.51	2.46	2.67	2.74	2.69
长期股权投资减	0	0	224	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	24	33	30	30	30	每股收益(最新摊	0.14	0.15	0.22	0.25	0.27
<b>筹资活动现金流</b>	-22	-14	-23	-26	-13	每股净现金流(最新	0.79	-0.02	0.49	0.05	0.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.28	3.38	3.55	3.73	3.92
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	71.00	66.27	45.64	39.74	37.19
资本公积增加	3	0	0	0	0	P/B	3.03	2.94	2.80	2.67	2.54
<b>现金净增加额</b>	437	-9	269	29	82	EV/EBITDA	35.07	34.74	48.59	40.88	37.38

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 季龙飞

悉尼科技大学会计学金融学双硕士；土木工程学士。台湾元大证券一年行业研究经验。曾在互联网领域创业。

### 刘巍放

北京大学数学科学学院金融数学系本科及硕士，曾供职平安银行投资银行部从事权益类投融资项目

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

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，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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。