

中国科传 (601858. SH)

科技出版龙头，中央机构首次登陆 A 股

评级：**暂无** 前次：
 目标价 (元)：**暂无**
 分析师 康雅雯 联系人 熊亚威
 S0740515080001
 021-20315097
 kangyw@r.qlzq.com.cn xiongyw@r.qlzq.com.cn
 2017 年 01 月 24 日

基本状况

总股本(百万股)	791
流通股本(百万股)	131
市价(元)	13.11
市值(百万元)	10370
流通市值(百万元)	1711

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,424.3	1,603.1	1,792.9	1,967.2	2,151.2
营业收入增速	5.16%	12.55%	11.84%	9.72%	9.35%
归属于母公司的净利润	225.41	252.45	277.19	306.30	340.25
净利润增长率	13.63%	11.99%	9.80%	10.50%	11.08%
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.38	0.42	0.39	0.43
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	33.83	30.46
PEG	0.00	0.00	0.00	3.22	2.75
每股净资产 (元)	2.55	2.90	3.32	4.23	4.66
每股现金流量	0.38	0.54	0.08	0.43	0.44
净资产收益率	13.39%	13.18%	12.64%	9.17%	9.24%
市净率	0.00	0.00	0.00	3.10	2.81
总股本 (百万股)	660.00	660.00	660.00	790.50	790.50

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **中国科传是我国最大的综合性科技出版机构，同时也是第一家登陆 A 股的中央出版机构。**隶属于中国科学院，底蕴深厚。自 1954 年成立至今，累计出版图书 4 万余种，出版期刊 300 多种。主营业务包括：图书出版、期刊出版、图书进口等。
- **行业增速放缓，中国科传受益行业集中度提升及新媒体冲击下“内容为王”的趋势。**
 - 在图书行业增速放缓，市场集中度提升的趋势下，中国科传将凭借规模、品牌、资源等优势，进一步提升在产业链中的议价能力。
 - 在新媒体冲击，行业利润分配进一步向内容方倾斜的趋势下，中国科传将凭借内容、人才等方面的优势进一步提升盈利能力。
- **专业出版仍有增长空间，央企更具优势，中国科传市场份额提升空间大。**
 - **专业出版市场相对稳定，未来仍有增长空间。**专业出版主要面向专业技术人才，市场需求最为稳定，少数种类图书增长迅速。受益于国家对科技领域的支持，未来仍有增长空间。
 - **中国科传市场份额提升空间大。**作为中央出版机构，背靠中科院，是科技出版领域龙头。但目前市场仍然较为分散，我们预测中国科传市占率仅为 4.95%-5.85%，未来提升空间大。
- **主营业务夯实，品牌内容人才等优势明显。**

- **未来科技出版业务仍是重要利润来源，进口业务毛利率提升空间大。**公司归母净利润近三年保持 10% 以上的增速，高于市场平均。营收方面，图书出版与进口业务并驾齐驱，2016 年应收占比分别有望保持在 50% 与 45% 的水平。但图书业务贡献了超过 80% 的毛利，进口业务未来毛利率提升空间大。
 - **利润率有望维持稳定，“小众市场、高定价”模式效果显著。**公司毛利率在 30% 左右，净利率在 16% 左右，保持相对稳定，高于行业平均。中国科传在没有高毛利率的发行业务的情况下维持了毛利率在行业中的优势地位，得益于“小众市场、高定价”的战略。
 - **公司品牌、内容、人才、资源等优势明显，积极实施国际化战略，或称为新的增长点。**中科院给予大力支持，作译者中，两院院士有 800 余位。公司积极实施国际化战略，引进输出并重。
- **调整产业结构，募投助力转型升级。**
- **全面实施五大战略，为转型升级奠定基础：**资源集聚战略、产业链一体化战略、出版数字化战略、队伍专业化战略、企业国际化战略。为转型升级成为中国最大的科技内容集成商和科技信息服务商奠定基础。
 - **扩大主业优势，数字出版业务有望成为新增长点，出版发行一体化将有效提升利润率。**公司本次共发行 1.305 亿股，占发行后总股本的比例为 16.51%，募集资金净额 8.34 亿元，将用于图书出版、数字出版、出版物营销、资源管理等项目。其中数字出版是趋势，有望成为新的业绩增长点。出版物营销体系建设将补强发行实力，出版发行一体化将有效提升公司利润率。
- **盈利预测：**我们预测中国科传 2016-2018 年实现收入分别为 17.93 亿元、19.67 亿元、21.51 亿元，同比增长 11.84%、9.72%、9.35%；实现归母净利润 2.77 亿元、3.06 亿元、3.40 亿元，同比增长 9.80%、10.50%、11.08%；对应 2017-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.43 元。
- 中国科传作为科技出版龙头及第一家 A 股上市的中央出版机构，在专业出版领域拥有品牌、内容、人才、资源等多方面的优势及壁垒，稀缺性标的，后续国际化业务及数字出版业务或成业绩新增长点，转型升级值得期待，建议关注。
- **风险提示：**出版行业不景气；公司经营风险；转型升级不达预期；市场风险偏好下行风险。

内容目录

中国科传：我国最大的综合性科技出版机构.....	- 5 -
发展历程：可追溯至 1930 年龙门书局成立，底蕴深厚.....	- 5 -
股权结构：实际控制人为中国科学院.....	- 5 -
业务状况：图书期刊多线发展，科技高教类图书贡献大.....	- 6 -
行业增速放缓，央企受益集中度提升.....	- 8 -
出版发行行业整体增速放缓，中国科传受益出版行业集中度提升.....	- 8 -
教育出版占据重要地位，专业出版业务仍有增长空间.....	- 9 -
行业内两大阵营各具特色，央企专业出版更具优势.....	- 10 -
主营业务夯实，品牌内容人才等优势明显.....	- 11 -
未来科技出版业务仍是重要利润来源，进口业务毛利率提升空间大.....	- 11 -
品牌内容人才等优势明显，积极实施国际化战略，或成新增长点.....	- 14 -
调整产业结构，募投助力转型升级.....	- 14 -
“中国科技文库”重大图书出版项目——扩大主业竞争优势.....	- 15 -
中国科技信息数字出版项目——为转型奠定基础，有望成为新增长点.....	- 16 -
中国科技出版物营销体系项目——补强发行实力，一体化将有效提升利润率.....	- 16 -
中国科技出版资源管理平台项目——提升管理水平及运营效率.....	- 17 -
盈利假设与预测.....	- 17 -
风险提示.....	- 18 -

图表目录

图表 1：中国科传发展历程.....	- 5 -
图表 2：中国科传上市前股权结构.....	- 6 -
图表 3：本次发行前后各股东所持股本情况.....	- 6 -
图表 4：图书出版产销情况.....	- 7 -
图表 5：期刊业务产销情况.....	- 7 -
图表 6：出版物进出口业务流程.....	- 8 -
图表 7：出版物进出口产销情况.....	- 8 -
图表 8：出版传媒产业增速放缓.....	- 8 -
图表 9：图书报刊出版行业 2012 年后负增长.....	- 8 -
图表 10：中国科传将从两种行业趋势中受益.....	- 9 -
图表 11：图书出版营收与利润平稳增长.....	- 10 -
图表 12：出版发行上市公司教材教辅整体贡献大.....	- 10 -
图表 13：中国科传市占率预测.....	- 10 -
图表 16：2013-2016H 中国科传营收及其增速.....	- 11 -

图表 17: 2013-2016H 中国科传净利润及其增速	- 11 -
图表 18: 中国科传营收及归母净利增速	- 11 -
图表 19: 2013-2016H 中国科传营收结构	- 12 -
图表 20: 各业务毛利占比	- 12 -
图表 21: 各业务毛利率情况	- 12 -
图表 22: 主营业务增速变化	- 13 -
图表 23: 2011-2015 毛利率与净利率保持稳定	- 13 -
图表 24: 可比上市公司综合毛利率水平	- 14 -
图表 25: 中国科传五大发展战略	- 15 -
图表 26: 募集资金用途	- 15 -
图表 27: “中国科技文库”重大图书出版项目投资明细	- 16 -
图表 28: 中国科技信息数字出版项目投资明细	- 16 -
图表 29: 中国科技出版物营销体系项目投资明细	- 17 -
图表 30: 中国科技出版资源管理平台项目投资明细	- 17 -
图表 31: 公司分项目收入预测 (百万元)	- 18 -
图表 32: 可比公司估值比较	- 18 -
图表 33: 中国科传财务报表预测	- 19 -

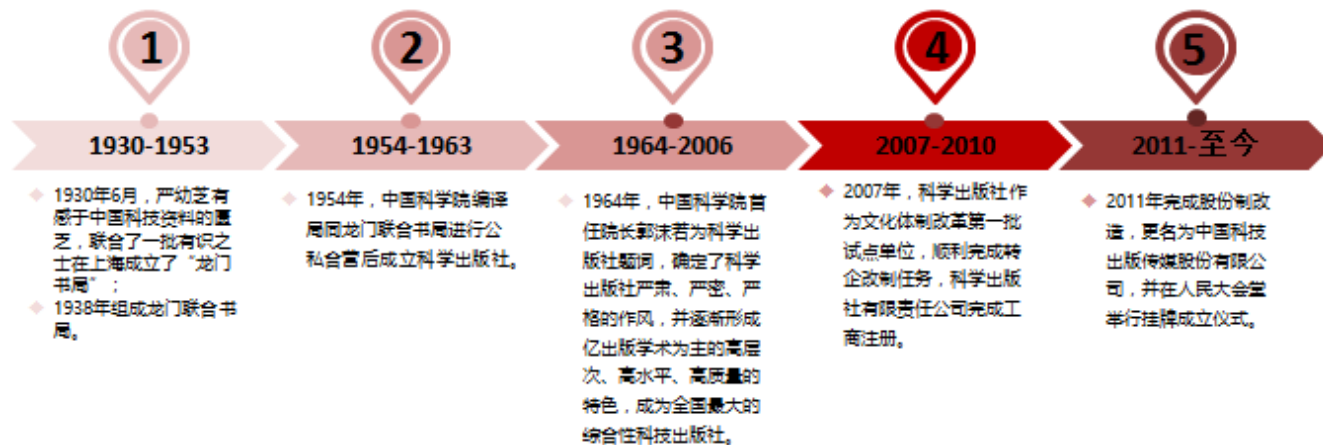
中国科传：我国最大的综合性科技出版机构

- 科学出版社是一家隶属于中国科学院的综合性科技出版机构，自 1954 年成立至今，累计出版图书 4 万余种，出版期刊 300 多种。主营业务包括：图书出版、期刊出版、数字出版、图书进口等。图书出版主要涵盖科学、技术、医学、教育、社科等领域。作为科技出版的中央机构，与中国科技事业一路同行，见证和记录了新中国科技发展的历程与成就。

发展历程：可追溯至 1930 年龙门书局成立，底蕴深厚

- 中国科传前身为科学出版社，由中国科学院编译局与龙门书局于 1954 年 8 月合并成立，为中科院所属事业单位（1993 年 8 月恢复使用“龙门书局”副牌）。1954 年，中国科学院编译局同龙门联合书局进行公私合营后成立科学出版社。1964 年，中国科学院首任院长郭沫若为科学出版社题词，确定了科学出版社严肃、严密、严格的作风，并逐渐形成以出版学术为主的高层次、高水平、高质量的特色，成为全国最大的综合性科技出版社。2007 年，科学出版社作为文化体制改革第一批试点单位，顺利完成转企改制任务，科学出版社有限责任公司完成工商注册。2011 年完成股份制改造，更名为中国科技出版传媒股份有限公司，并在人民大会堂举行挂牌成立仪式。

图表 1：中国科传发展历程

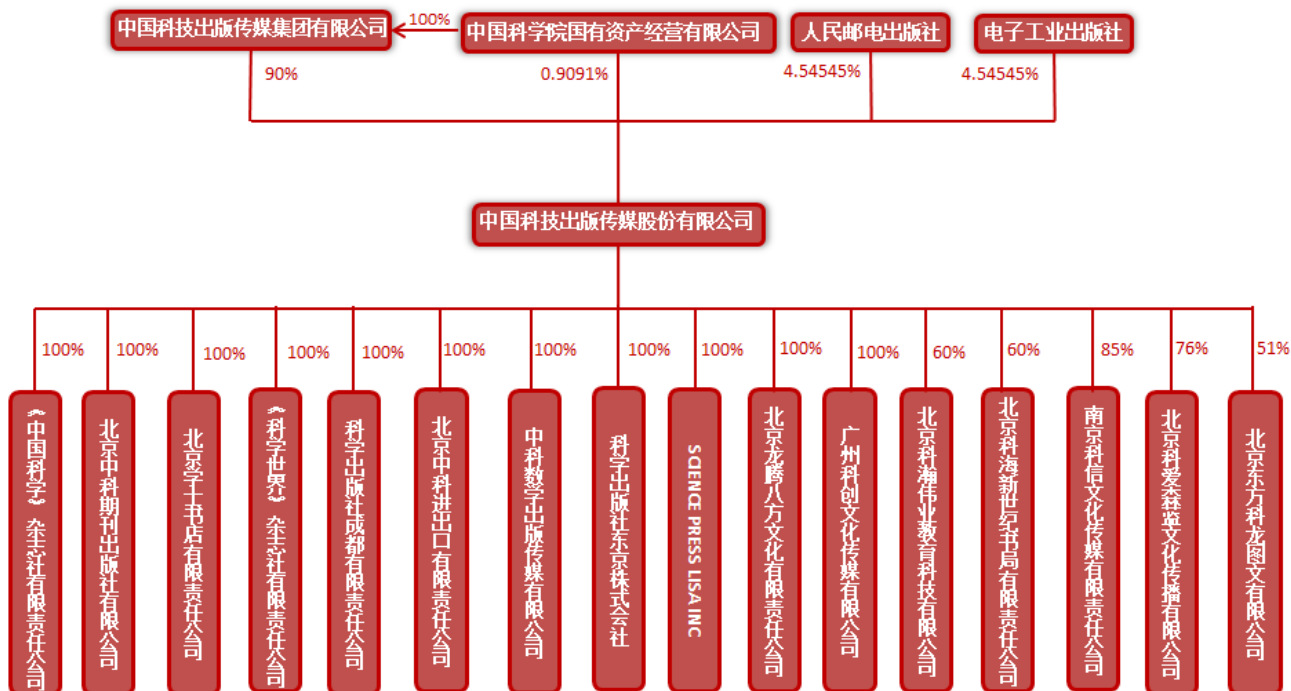


来源：招股说明书，中泰证券研究所

股权结构：实际控制人为中国科学院

- 2011 年 5 月 12 日，股份公司成立，科技出版集团和国科控股持股比例分别为 99%和 1%。
- 2011 年 12 月，股份公司增资扩股。扩股后，中国科技出版传媒股份有限公司由中国科技出版传媒集团有限公司、中国科学院国有资产经营有限公司、人民邮电出版社、电子工业出版社共同持股，其中出版集团持股 90%，中科院直接或间接持股共计 90.91%。

图表 2：中国科传上市前股权结构



来源：中泰证券研究所

- 公司于 2017 年 1 月 18 日成功登陆 A 股，成为第一只 A 股上市的中央出版机构。本次共发行 1.305 亿股，占发行后总股本的比例为 16.51%，募集资金总额 8.93 亿元。

图表 3：本次发行前后各股东所持股本情况

股东	发行前	股份划转		发行后
	持股数 (万股)	股数 (万股)	股数 (万股)	持股比例 (%)
出版集团 (SS)	59,400	1,174.50	58,225.50	73.6565
国科控股 (SS)	600	11.8636	588.1364	0.744
人邮社 (SS)	3,000	59.3182	2,940.68	3.72
电子社 (SS)	3,000	59.3182	2,940.68	3.72
社会公众股股东	-	-	13,050.00	16.5085
社保基金	-	-	1,305.00	1.6509
合计	66,000	1,305.00	79,050.00	100

注：SS 代表 State-owned Shareholder，即国有股股东。

来源：招股说明书，中泰证券研究所

业务状况：图书期刊多线发展，科技高教类图书贡献大

- 业务整体稳定，图书出版与进口业务在收入占比方面两分天下，图书出版贡献超 80% 毛利润。公司整体稳健发展，营收增速于 2013 年触底回

升，从 2013 年的 2.82% 增加至 2015 年的 12.55%，净利增速近三年都保持在 10% 以上。公司整体利润率保持平稳，2013-2015 年毛利率维持在 30% 左右，净利率维持在 15-16%。公司业务主要分图书出版、期刊出版、图书进口三块，其中收入方面 2015 年图书出版占 50.99%，图书进口占 45.06%，而由于图书出版毛利较高，2015 年图书出版的毛利润占比达 84.2%。

- **图书出版业务：科技高教类在图书里贡献近七成收入，出版社分成比例高。**目前图书出版业务包含科技高教类图书和中小学文化教育类。从数量来看，中小学文教类图书占据绝对优势，2015 年印数在图书中占比为 77.9%。而科技高教类图书则在收入上占据大头，2015 年收入占图书总收入比例为 68%。主要因为高教类图书单价较高，相比其他品类图书有较强的壁垒性，出版社分成比例高。中小学教材出版社分成占码洋比例约 20%-30%，而高教类图书约为 55%-65%。

图表 4：图书出版产销情况

年份	类别	总印数 (万册)	码洋 (万元)	销售收入 (万元)	占比	平均单 价	收入码 洋比
2013 年	科技高教类	1,848	78,899	49,893	70%	42.69	63%
	中小学文化教育类	5,896	88,394	21,251	30%	14.99	24%
	合计	7,744	167,293	71,143	100%		
2014 年	科技高教类	1,618	88,668	50,592	69%	54.80	57%
	中小学文化教育类	6,320	99,511	22,226	31%	15.75	22%
	合计	7,938	188,179	72,818	100%		
2015 年	科技高教类	1,887	86,568	48,367	68%	45.88	56%
	中小学文化教育类	6,658	117,286	23,268	32%	17.62	20%
	合计	8,545	203,853	71,635	100%		
2016 年 1-6 月	科技高教类	869	51,966	20,861	73%	59.80	40%
	中小学文化教育类	2,747	51,798	7,884	27%	18.86	15%
	合计	3,616	103,764	28,745	100%		

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **期刊出版业务：业务稳定占比小，专业类期刊受新媒体冲击有限。**期刊出版业务在 2015 年收入占比仅为 3.73%，而毛利占比仅为 2.3%，整体表现稳定，受新媒体冲击较小。

图表 5：期刊业务产销情况

类别	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
期刊出版 总印数 (万册)	109	217	189	113
期刊合作经营 合作期刊数量 (种)	248	252	245	244
期刊业务收入合计 (万元)	3468	5,776	4,921	5,133

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **出版物进口业务：收入贡献逐年提升，毛利率水平有较大提升空间。**主要为图书、期刊等出版物的引进及销售。主要客户为国内高校和科研

机构，供应商则多为境外大型出版机构。主要包括采购和销售。2015年出版物进口收入占比达 45.06%，但毛利占比仅为 6.5%，毛利率水平还有较大提升空间。

图表 6: 出版物进出口业务流程



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 7: 出版物进出口产销情况

类别		2013年 (万元)	2014年 (万元)	2015年 (万元)	2016年1-6 月 (万元)
图书	进口	5,451	4,085	5,693	2,470
	销售	5,480	4,838	5,632	1,973
期刊及相关数字产品	进口	45,139	48,384	61,609	35,993
	销售	37,267	64,179	50,724	47,608
合计	进口	50,590	52,469	67,302	38,463
	销售	53,088	55,562	69,811	39,240

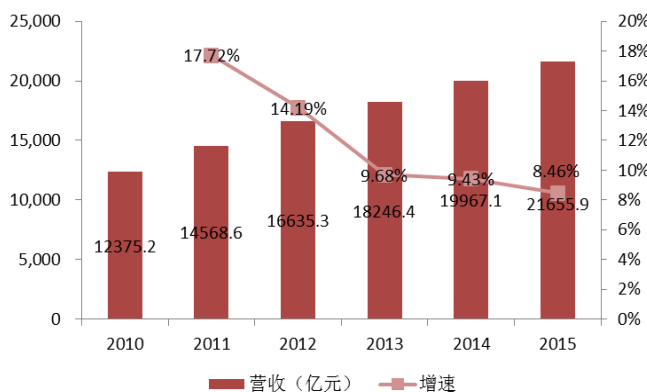
来源：招股说明书，中泰证券研究所

行业增速放缓，央企受益集中度提升

出版发行行业整体增速放缓，中国科传受益出版行业集中度提升

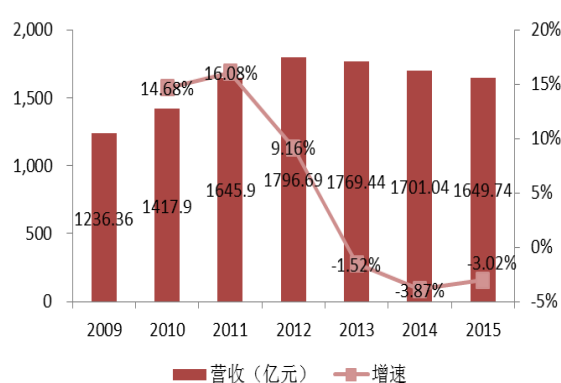
- 2015年全国出版、印刷和发行服务营收突破 2.1 万亿元，同比增速相比于 2011 年的 17.72% 出现较大幅度下滑，仅为 8.5%。其中，图书、期刊、报纸的出版行业从 2012 年开始出现负增长。

图表 8: 出版传媒产业增速放缓



来源：中国新闻出版广电报，中泰证券研究所

图表 9: 图书报刊出版行业 2012 年后负增长

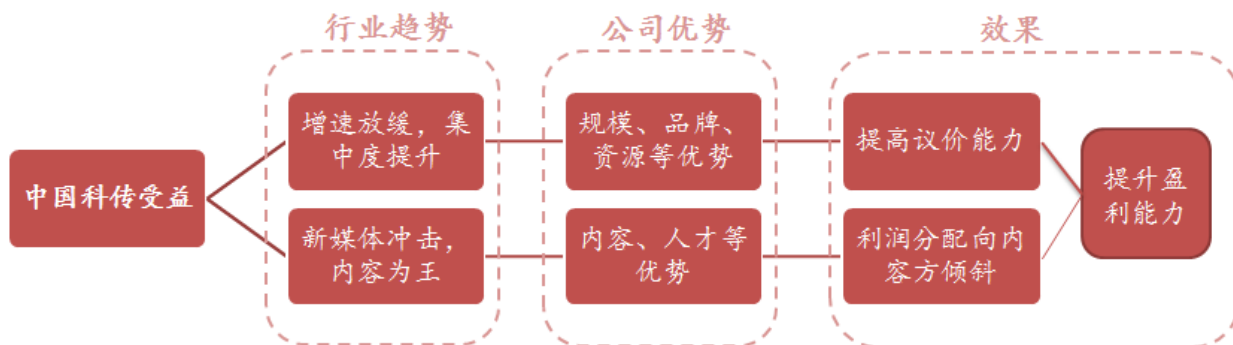


来源：中国新闻出版广电报，中泰证券研究所

- 我国出版行业的平均利润率一般为 15% 左右，行业集中度将进一步提升

- 升。行业平均利润水平的变动与行业未来发展趋势紧密相关。
- 一方面,行业集中度的提高将促使综合性大型出版传媒集团的出现,这些出版集团凭借规模效应、资源优势和知名品牌,将进一步提高其在产业链中的议价能力,保证利润水平;
 - 另一方面,新媒体带来的竞争以及数字出版带来的新模式将导致出版行业利润分配进一步向内容提供者倾斜,有利于出版商提高盈利能力。

图表 10: 中国科传将从两种行业趋势中受益

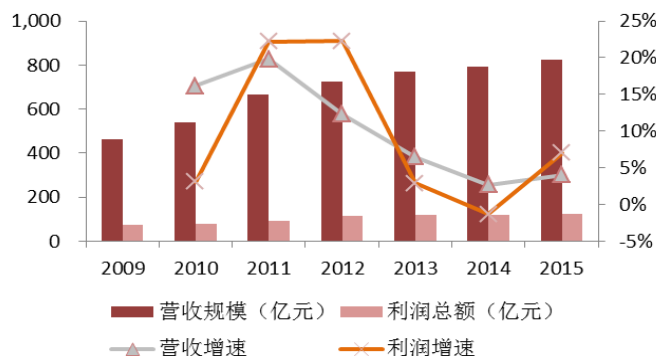


来源: 中泰证券研究所

教育出版占据重要地位, 专业出版业务仍有增长空间

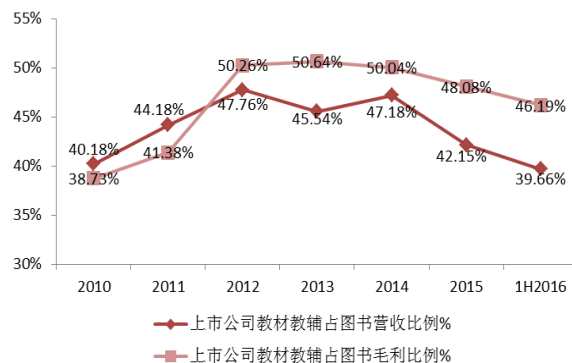
- 按出版领域细分, 我国各级各类出版社分为教育出版、专业出版和大众出版, 其产品对应为教育图书、专业图书和一般图书。中国科传的业务主要包含专业出版和教育出版。
 - 教育出版主要面向学生, 分为基础教育出版和高等教育出版。从统计数据来看, 教育出版是我国图书出版业的主要支柱。课本是教育出版领域最主要的产品类型, 其市场需求与学生人数紧密相关。
 - 专业出版主要面向专业技术人才。在国际出版界, 专业出版以职业和行业为分类标准, 通常包括四大类: 财经、法律、科技与医学。专业出版的市场需求最为稳定, 少数种类图书增长迅速。
 - 大众出版面向所有类型的读者, 是指与大众的日常生活、休闲阅读以及文化体验相关的出版, 通常以人们的生活和娱乐兴趣来分类, 常见的类别有小说、传记、少儿、艺术、旅游、保健、文化、科普、理财、自助、励志等。大众出版的市场需求弹性较大。

图表 11：图书出版营收与利润平稳增长



来源：中国新闻出版广电总局，中泰证券研究所

图表 12：出版发行上市公司教材教辅整体贡献大



来源：wind，中泰证券研究所

- 作为重要的毛利贡献来源，专业出版业务未来仍有增长空间。中国科传科技高教类图书毛利贡献从 2011 年-2015 年占比均保持在 65% 以上。其营收在 2015 年达到 5.49 亿元。根据中国新闻出版广电发布的《2015 年全国新闻出版业基本情况》，科技类图书总定价约 170.5 亿元，若按照 55%-65% 的出版分成，则对应科技类图书出版市场规模约为 93.78-110.83 亿元，推断中国科传科技类图书出版业务市占率约 4.95%-5.85%。一方面科技类图书是科教兴国的重要基础，国内经济结构处于转型期，未来专业出版市场仍有增长空间；另一方面，行业分散，中国科传市占率依然较小，增长潜力大。

图表 13：中国科传市占率预测

	2015 中国科传科技出版业务营收(亿元)	2015 科技类图书定价总额 (亿元)	出版分成	2015 科技类图书出版市场空间	中国科传科技出版业务市占率
假设一	5.49	170.5	55%	93.78	5.85%
假设二			65%	110.83	4.95%

来源：中泰证券研究所

行业内两大阵营各具特色，央企专业出版更具优势

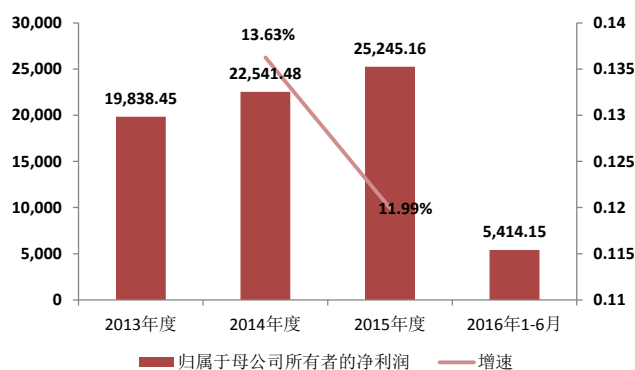
- 出版集团分为两大阵营——中央级出版集团和地方级出版集团：
 - 中央级出版集团，包括以教育出版为主要定位的中国教育出版传媒集团有限公司、以专业出版为主要定位的中国科技出版传媒集团有限公司、以大众出版为主要定位的中国出版集团公司等；
 - 地方级出版集团，包括江苏凤凰出版传媒股份有限公司、中南出版传媒集团股份有限公司等，以中小学教材的出版、发行为主要盈利来源，同时在大众出版、专业出版领域也占据一定市场地位。
- 中国科传科技高教类图书出版业领域的竞争对手主要是一些中央级出版机构，如机械工业出版社、化学工业出版社、高等教育出版社等。地方出版集团在教材教辅的出版发行领域更具优势。
- 中国科传作为中央出版机构，背靠中科院，受益国家对科技领域的政策支持，拥有多重优势，将在下一章详细论述。

主营业务夯实，品牌内容人才等优势明显

未来科技出版业务仍是重要利润来源，进口业务毛利率提升空间大

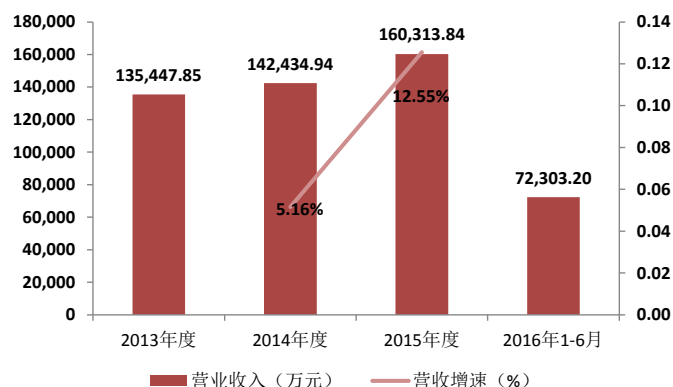
- 中国科传营业收入持续增长，业绩良好。主营业务非常突出，2013年度、2014年度、2015年度和2016年1-6月，主营业务收入占营业收入的比重分别为97.53%、96.78%、96.69%和98.51%。其他业务收入占比较低，主要为各项版税收入及与业务相关的其他服务费。

图表 14: 2013-2016H 中国科传营收及其增速



来源：招股说明书，中泰证券研究所

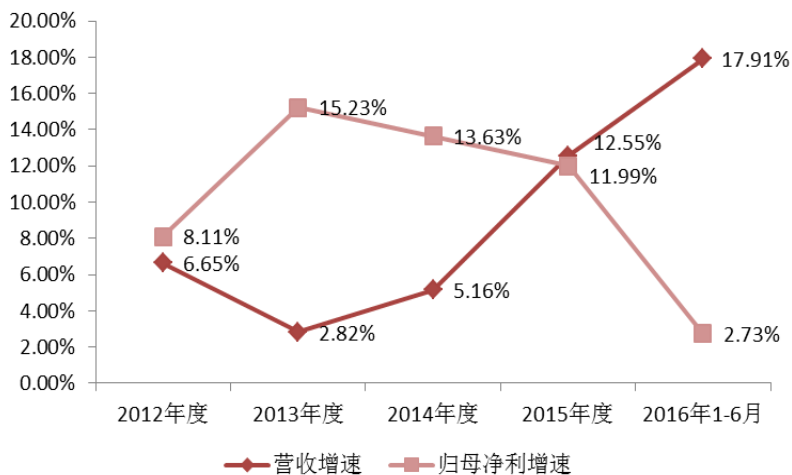
图表 15: 2013-2016H 中国科传净利润及其增速



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 营收净利有望实现较高增长。公司营收增速自2013年触底反弹，而归母净利润则保持了10%以上的增长，高于行业平均水平。由于公司很大一部分业务收入确认在下半年，因此上半年的同比增速参考意义较弱。之所以营收与净利增长出现不同步的情况，主要是因为2013年起毛利率较低的出版物进口业务占比持续增长。

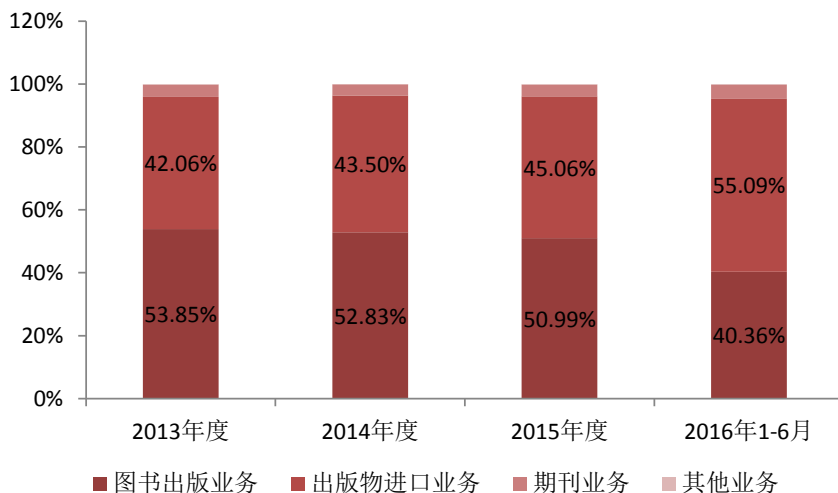
图表 16: 中国科传营收及归母净利增速



来源：wind，中泰证券研究所

- 营收方面图书出版与进口业务并驾齐驱，未来有望维持这一格局。公司主营业务按业务类型分类主要包括三大类业务，即图书出版业务、出版物进口业务和期刊业务，出版物进出口业务占比上升。2013年度、2014年度、2015年度和2016年1-6月，公司图书出版业务收入占主营业务收入的比重分别为53.85%、52.83%、50.99%和40.36%；公司出版物进口业务收入呈稳定增长趋势，占主营业务收入的比例分别为42.06%、43.50%、45.06%和55.09%。随着第四季度图书类业务的大量收入确认，全年进口业务收入占比有望维持在45%左右。

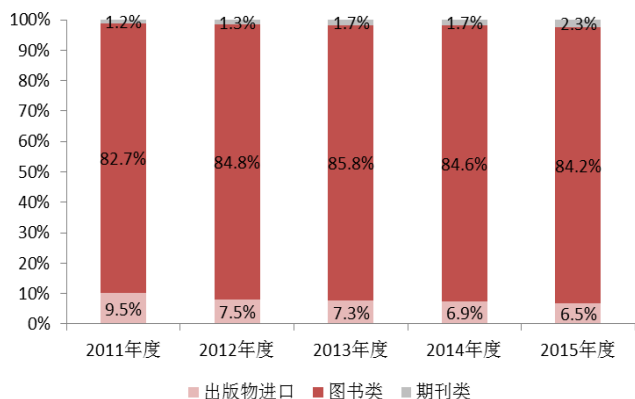
图表 17: 2013-2016H 中国科传营收结构



来源：招股说明书，中泰证券研究所

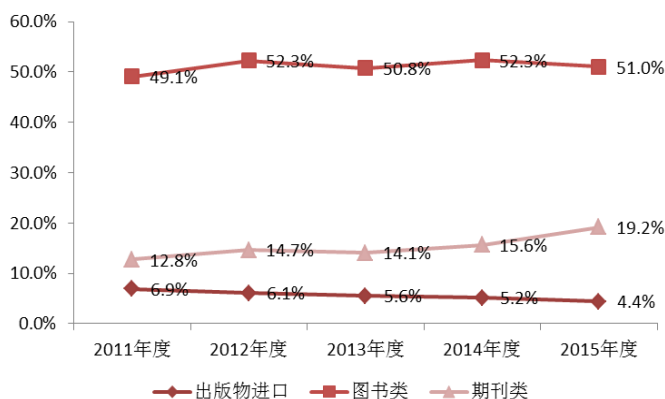
- 图书贡献大部分毛利，结构稳定，出版物进口毛利率有较大提升空间。图书业务保持了较高较稳定的毛利率水平，这一趋势有望延续。

图表 18: 各业务毛利占比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 19: 各业务毛利率情况



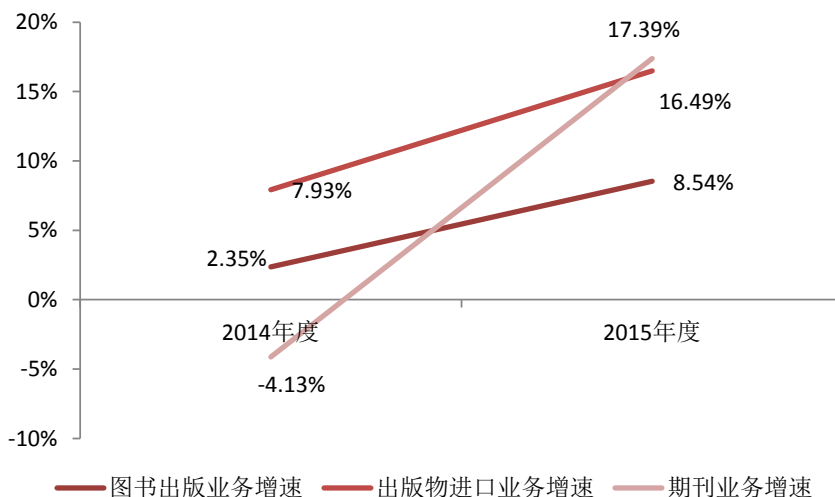
来源：wind，中泰证券研究所

- 公司出版物进口业务收入逐年增长，未来有望成为利润的新增长引擎。2014年度本公司出版物进口业务收入较2013年度增加4406.25万元，

增长 7.93%，2015 年度本公司出版物进口业务收入较 2014 年度增加 9886.23 万元，增长 16.49%。报告期内，本公司主要是通过以下方式保证了进口业务的增长：

- (1) 加快转型，将服务产品化，不断开拓新的产品以保障持续增长的动力；
- (2) 通过调整图书业务板块，改善地区销售策略，从而赢得了华南、华中等重点地区的重点客户。

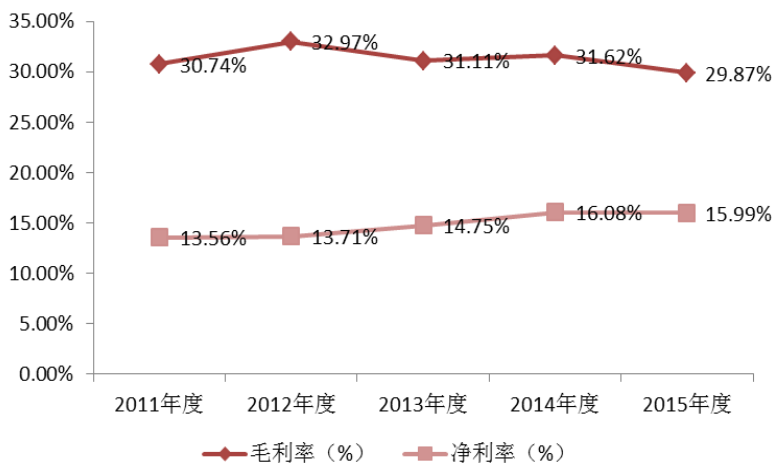
图表 20：主营业务增速变化



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **公司利润率有望维持稳定。**公司毛利率相对稳定，保持在 30%左右。整体呈现出略微下滑的态势。净利率略微提升，维持在 16%左右。2016 年上半年毛利率仅为 27.44%主要是因为公司有很大一部分收入在第四季度确认，而成本已提前计入。

图表 21：2011-2015 毛利率与净利率保持稳定



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **中国科传毛利率在行业中具有优势，“小众市场、高定价”模式效果显**

著。中南传媒和凤凰传媒主营业务中发行业务占比较高，综合毛利率均较高；时代出版主营业务中商品贸易占比较高，综合毛利率低于本公司；出版传媒出版业务主要是教材教辅和一般图书，其综合毛利率较低。中国科传在没有高毛利率的发行业务的情况下维持了毛利率在行业中的优势地位，得益于“小众市场、高定价”的战略。

图表 22：可比上市公司综合毛利率水平

项目	时代出版 (600551)	中南传媒 (601098)	皖新传媒 (601801)	出版传媒 (601999)	凤凰传媒 (601928)	平均	中国科 传
2013 年度	24.03%	39.24%	27.01%	24.03%	37.82%	30.43%	31.11%
2014 年度	13.30%	40.67%	23.61%	21.27%	36.75%	27.12%	31.62%
2015 年度	11.00%	41.10%	21.78%	20.74%	37.99%	26.52%	29.87%
2016 年 1-6 月	11.20%	43.69%	21.19%	18.40%	39.82%	26.86%	27.44%

来源：中泰证券研究所

品牌内容人才等优势明显，积极实施国际化战略，或成新增长点

- 品牌优势与内容优势：专业出版市场受众比较特定，图书针对性、实用性强、价格弹性较小，市场需求相对稳定。专业出版领域形成了以中央部委所属出版社为主，地方科技出版社、专业大学出版社和一些综合性出版社为辅的市场格局。近年来，一批国家重点科研出版项目和原创科技著作落户中国科传，品牌影响力和竞争力优势凸显。
- 人才与资源优势：公司实际控制人为中科院。自设立以来，在中国科传的作译者中，两院院士有 800 余位，一些杰出的科学家（如陈省身、丘成桐、钱学森、华罗庚等），甚至一些境外著名科学家，都把重要学术著作交由中国科传出版。《中国科学》和《科学通报》作为国内重要的学术交流平台，通过院士平台办刊，集聚一大批优秀且具有国际水平的编委和作者群。
- 作为中国科技出版“走出去”的中央机构，中国科传积极实施国际化战略，采取“引进输出并重”的发展策略。
 - 一方面，建立了“走出去”的长效机制，取得了丰硕成果。2012 年 10 月及 2014 年 5 月，中国科传被中宣部、财政部等部委联合评为 2011-2012 年度、2013-2014 年度“国家文化出口重点企业”。
 - 另一方面，中国科传每年向国外输出优秀科技图书版权数量一直位居全国出版单位前列。以《中国科学》和《科学通报》为代表的国内高水平英文版科技期刊通过与国际知名科技出版机构开展合作，在国际上的影响力和显示度大幅提升，《中国科学》和《科学通报》国际全文下载量由 2006 年的年 9 万篇次上升到 2015 年的年 119 万篇次。

调整产业结构，募投助力转型升级

- 中国科传将统筹规划，优化产品与资本结构，创新体制机制，全面实施

五大战略：资源集聚战略、产业链一体化战略、出版数字化战略、队伍专业化战略、企业国际化战略。五大战略的实施，将使公司在行业整体增速放缓的情况下实现破局，为将公司打造成为**中国最大的科技内容集成商和科技信息服务商**，成为“中国科技出版旗舰”奠定坚实基础。

图表 23：中国科传五大发展战略



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 公司本次共发行 1.305 亿股，占发行后总股本的比例为 16.51%，募集资金净额 8.34 亿元，将按轻重缓急顺序投资于以下项目：

图表 24：募集资金用途

序号	募集资金投资项目	募集资金使用量(万元)
1	“中国科技文库”重大图书出版项目	26,546.33
2	中国科技信息数字出版项目	36,259.54
3	中国科技出版物营销体系项目	5,731.33
4	中国科技出版资源管理平台项目	6,372.57
5	补充流动资金	8,500.00
	合计	83,409.77

来源：招股说明书，中泰证券研究所

“中国科技文库”重大图书出版项目——扩大主业竞争优势

- “中国科技文库”重大图书出版项目包括基础研究成果文库、技术创新成果文库、科学文化书系与医药卫生书系 4 个子项目。通过项目建设，公司将在未来 6 年内，瞄准科技发展前沿与国家重大战略需求，编辑、出版基础科学研究、工程技术、科学文化与医药卫生等方面 14 个系列 89 种丛书（系列书），共计 3649 种图书。
- 该项目建成后，将极大增强科技类图书出版业务在行业中的竞争优势，

助力公司在市场集中度提升的大背景下脱颖而出。同时将兼顾社会效益与经济效益，服务国家科教兴国战略的需要。项目投资回收期预计 6 年，内部收益率预计 12.95%。

图表 25：“中国科技文库”重大图书出版项目投资明细

序号	“中国科技文库”重大图书出版项目——投资 明细	募集资金使用量（万 元）
1	基础研究成果文库	6,769.22
2	技术创新成果文库	10,187.31
3	科学文化书系	6,768.81
4	医药卫生书系	2,820.99
	合计	26,546.33

来源：招股说明书，中泰证券研究所

中国科技信息数字出版项目——为转型奠定基础，有望成为新增长点

- 中国科技信息数字出版项目包括科技内容资源集成与技术平台建设 2 个子项目。通过项目建设，公司计划在 3 年内建立起生命科学、资源环境科学、数理科学、化学化工、工程技术、理科基础和文博考古七大主题内容资源数据库，在生命科学、数理科学、资源环境科学与文博考古四大主题中搭建主题关联的结构化数据库，并完成与之配套的技术平台建设。
- 该项目建设顺应科技发展的潮流，公司积极拥抱新媒体，为转型奠定基础，有望成为新的业绩增长点。为公司在未来 5 年转型成为中国最大的科技内容集成商和科技信息服务商奠定基础。项目投资回收期预计 6 年，内部收益率预计 13.42%。

图表 26：中国科技信息数字出版项目投资明细

序号	中国科技信息数字出版项目——投资明细	募集资金使用量（万元）
1	科技内容资源集成	20,410.00
2	技术平台建设	15,549.54
3	日常运营费用	300.00
	合计	36,259.54

来源：招股说明书，中泰证券研究所

中国科技出版物营销体系项目——补强发行实力，一体化将有效提升利润率

- 中国科技出版物营销体系项目包括电子商务平台建设和全国发行与营销网络建设两个子项目。通过项目建设，公司计划在 2 年内建成高效的 B2B、B2C 电子商务平台，为各类机构客户与个人读者统一且低成本地提供及时、便捷、优质服务；同时利用 3 年时间，在全国各大地区及主要省市设立 6 个地区发行与营销分部与 10 个办事处，前移市场端口，与当地市场、客户保持“零距离、全方位”的密切接触。

- 该项目建成将补强公司的发行实力，出版发行一体化将进一步发挥公司的内容及出版优势，有效提升公司利润率。

图表 27：中国科技出版物营销体系项目投资明细

序号	中国科技出版物营销体系项目——投资明细	募集资金使用量（万元）
1	电子商务平台建设	915.77
2	全国发行与营销网络建设	4,815.56
	合计	5,731.33

来源：招股说明书，中泰证券研究所

中国科技出版资源管理平台项目——提升管理水平及运营效率

- 中国科技出版资源管理平台，主要包括基础系统、业务管理系统、业务支持系统、财务核算系统和决策支持系统 5 大功能模块。
- 项目建成将有效提升公司管理水平及运营效率。

图表 28：中国科技出版资源管理平台项目投资明细

序号	中国科技出版资源管理平台项目——投资明细	募集资金使用量（万元）
1	机房工程建设	505.28
2	系统开发与软件购置费用	3,970.00
3	硬件购置费用	1,286.00
4	日常运营费用	611.29
	合计	6372.57

来源：招股说明书，中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 根据公司现有业务及行业发展，我们给出以下核心假设：
 - 出版行业稳定发展，不发生重大变化；
 - 各业务经营状况保持现有态势，不发生重大变化；
 - 相关行业不发生重大政策变化；
- 我们预测中国科传 2016-2018 年实现收入分别为 17.93 亿元、19.67 亿元、21.51 亿元，同比增长 11.84%、9.72%、9.35%；实现归母净利润 2.77 亿元、3.06 亿元、3.40 亿元，同比增长 9.80%、10.50%、11.08%；对应 2017-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.43 元。

图表 29: 公司分项目收入预测 (百万元)

项目	2015	2016E	2017E	2018E
出版物进口				
营业收入	698.54	803.32	907.75	1016.68
增长率	16%	15%	13%	12%
科技高教类图书				
营业收入	549.36	648.24	700.10	756.11
增长率	9%	18%	8%	8%
中小学文教图书				
营业收入	240.98	254.23	268.22	282.97
增长率	8%	6%	6%	6%
期刊				
营业收入	57.76	58.92	60.09	61.30
增长率	17%	2%	2%	2%

来源: 中泰证券研究所

图表 30: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
601928	凤凰传媒	25.45	265.6876	10.44	0.52	0.57	0.64	20.07	18.20	16.36
601999	出版传媒	5.51	60.5455	10.99	0.21	0.25	0.27	52.56	44.86	40.95
600551	时代出版	5.06	102.7837	20.32	0.86	1.00	1.17	23.49	20.24	17.34
600757	长江传媒	12.14	99.8834	8.23	0.45	0.54	0.63	18.40	15.29	13.00
600229	城市传媒	7.02	74.7732	10.65	0.38	0.43	2.95	28.06	24.52	3.61
600373	中文传媒	13.78	283.3045	20.56	1.01	1.25	1.53	20.40	16.43	13.46
平均 PE								27.16	23.26	17.45

来源: WIND, 中泰证券研究所

- 中国科传作为科技出版龙头及第一家 A 股上市的中央出版机构, 在专业出版领域拥有品牌、内容、人才、资源等多方面的优势及壁垒, 稀缺性标的, 后续国际化业务及数字出版业务或成业绩新增长点, 转型升级值得期待, 建议关注。

风险提示

- **出版行业不景气。**出版行业可能受到新媒体等多因素冲击, 导致行业整体低迷。
- **公司经营风险。**公司上市后利用募投资金扩展业务, 带来相关的管理问题、人才不足等问题。
- **转型升级不达预期。**公司的发展会根据具体的情况进行调整, 存在不确定性。
- **市场风险偏好下行风险。**现阶段, A 股市场分歧较大, 风险偏好有下降的可能, 会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 31：中国科传财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,354	1,424	1,603	1,793	1,967	2,151
增长率	2.82%	5.2%	12.6%	11.8%	9.7%	9.4%
营业成本	-933	-974	-1,124	-1,257	-1,378	-1,508
% 销售收入	68.9%	68.4%	70.1%	70.1%	70.0%	70.1%
毛利	421	450	479	536	589	643
% 销售收入	31.1%	31.6%	29.9%	29.9%	30.0%	29.9%
营业税金及附加	-9	-9	-11	-12	-14	-15
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-91	-92	-96	-108	-114	-125
% 销售收入	6.7%	6.5%	6.0%	6.0%	5.8%	5.8%
管理费用	-132	-149	-166	-185	-199	-217
% 销售收入	9.7%	10.5%	10.4%	10.3%	10.1%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	190	200	205	231	263	286
% 销售收入	14.0%	14.1%	12.8%	12.9%	13.4%	13.3%
财务费用	21	30	36	18	14	27
% 销售收入	-1.6%	-2.1%	-2.2%	-1.0%	-0.7%	-1.2%
资产减值损失	-38	-43	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	9	10	8	10	10
% 税前利润	3.3%	3.7%	4.0%	2.8%	3.2%	2.8%
营业利润	179	197	228	257	287	323
营业利润率	13.2%	13.8%	14.2%	14.3%	14.6%	15.0%
营业外收支	24	37	32	30	30	30
税前利润	203	234	261	287	317	353
利润率	15.0%	16.4%	16.3%	16.0%	16.1%	16.4%
所得税	-3	-5	-4	-6	-6	-7
所得税率	1.6%	2.1%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	200	229	256	282	311	346
少数股东损益	1	4	4	4	5	5
归属于母公司的净利润	198	225	252	277	306	340
净利率	14.6%	15.8%	15.7%	15.5%	15.6%	15.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,289	1,525	1,805	1,438	2,659	3,047
应收款项	118	108	95	174	164	179
存货	479	430	402	517	566	620
其他流动资产	30	58	65	119	129	139
流动资产	1,917	2,120	2,367	2,247	3,517	3,985
% 总资产	84.4%	84.5%	84.5%	72.8%	81.6%	84.3%
长期投资	136	134	127	262	262	262
固定资产	112	133	196	401	356	311
% 总资产	4.9%	5.3%	7.0%	13.0%	8.3%	6.6%
无形资产	71	68	74	141	136	132
非流动资产	354	389	434	842	792	742
% 总资产	15.6%	15.5%	15.5%	27.2%	18.4%	15.7%
资产总计	2,271	2,509	2,801	3,089	4,309	4,727
短期借款	12	8	10	0	0	0
应付款项	603	581	645	666	729	798
其他流动负债	17	34	36	31	34	38
流动负债	633	624	691	697	764	836
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	136	158	148	148	148	148
负债	769	782	838	845	911	984
普通股股东权益	1,459	1,684	1,915	2,193	3,341	3,682
少数股东权益	43	43	47	52	57	62
负债股东权益合计	2,271	2,509	2,801	3,089	4,309	4,727

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.301	0.342	0.383	0.420	0.387	0.430
每股净资产 (元)	2.211	2.551	2.902	3.322	4.227	4.657
每股经营现金净流 (元)	0.420	0.382	0.536	0.077	0.428	0.440
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.60%	13.39%	13.18%	12.64%	9.17%	9.24%
总资产收益率	8.74%	8.98%	9.01%	8.97%	7.11%	7.20%
投入资本收益率	211.29%	256.52%	487.36%	41.67%	54.03%	64.48%
增长率						
营业总收入增长率	2.82%	5.16%	12.55%	11.84%	9.72%	9.35%
EBIT增长率	-3.42%	5.67%	2.54%	12.65%	13.65%	8.73%
净利润增长率	15.23%	13.63%	11.99%	9.80%	10.50%	11.08%
总资产增长率	13.34%	10.48%	11.64%	10.29%	39.51%	9.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.6	23.3	17.7	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	186.7	170.4	135.0	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	179.8	165.7	126.6	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	27.3	29.8	31.0	41.4	45.5	33.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-85.04%	-87.82%	-91.43%	-64.06%	-78.24%	-81.38%
EBIT利息保障倍数	-8.9	-6.6	-5.8	-13.0	-18.3	-10.8
资产负债率	33.84%	31.16%	29.92%	27.34%	21.15%	20.81%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	200	229	256	282	311	346
少数股东损益	0	0	0	4	5	5
非现金支出	52	57	40	38	50	50
非经营收益	-6	-7	-10	-38	-40	-40
营运资金变动	32	-26	67	-231	17	-7
经营活动现金净流	277	252	354	55	343	353
资本开支	20	27	79	280	-30	-30
投资	0	-3	0	-136	0	0
其他	19	16	15	8	10	10
投资活动现金净流	-1	-14	-64	-407	40	40
股权募资	0	0	0	0	843	0
债权募资	-30	-4	2	-10	0	0
其他	26	1	-20	0	0	0
筹资活动现金净流	-4	-3	-18	-10	843	0
现金净流量	272	235	272	-363	1,226	393

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。