

强烈推荐-A (首次)

大地传媒 000719.SZ

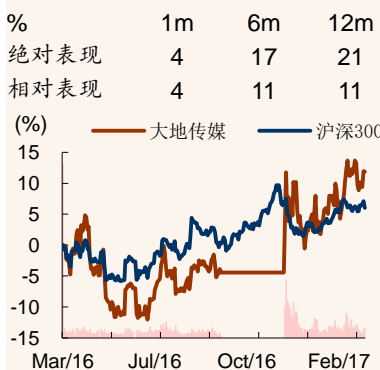
目标估值: 15 元
当前股价: 12.95 元
2017 年 03 月 19 日

传统出版企业布局大出版、大教育初见规模

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	102320
已上市流通股(万股)	66715
总市值(亿元)	133
流通市值(亿元)	86
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	36.5%
主要股东	中原出版传媒投资控股
主要股东持股比例	77.13%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司立足人口大省河南,深耕出版主业。2014 年以来,公司业务逐渐向发行倾斜,围绕“三中心”、“五平台”建立大出版数字产业体系。随着国企改革的深化,公司积极尝试外延并购,未来有望与现有业务形成强力协同。我们看好公司发展前景,当前股价对应 17 年 PE 仅 18 倍,首次给予“强烈推荐-A”评级。

- **河南省出版传媒龙头公司,规模庞大,实力雄厚。**公司是河南省唯一的文化上市企业,也是河南省文化体制改革和文化产业发展的旗帜,在财政、税收、土地、人才、经营活动等方面享有国家战略的综合性政策支持。主营业务包括出版、发行、物资销售和印刷业务。2014 年以来,公司的发行业务规模逐渐增加,印刷业务规模逐渐减小。未来营业收入的增长点依赖于数字出版产业体系和“大教育”体系的构建。
- **国企改革概念不断发酵,公司积极尝试外延并购转型。**近年来传统出版发行行业增速放缓,叠加国企改革政策不断出台,公司先后在影视、整合营销等领域尝试外延并购。我们认为随着领导班子的稳定,公司有望立足河南继续积极尝试外延并购,力求将公司的资源优势与新业务进行有效结合实现转型。
- **围绕“三中心”、“五平台”建立“大出版”数字出版产业体系。**“三中心”包括策划中心、编校中心、加工中心,“五平台”包括投约稿平台、数字内容资源管理平台、按需印刷平台、云书网电子商务平台和数字化物流平台。其中,投约稿平台、数字内容资源管理平台为整个产业体系提供了运营基础,也催生了数字内容的生产,电商平台、数字化物流平台拓展线上销售渠道。此外,公司还涉足文化地产,拓展文化产业链。公司“大出版”产业体系已完成布局,格局清晰、分工明确,自我形成闭环,盈利能力有望进一步增强。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2016-18 年营业收入分别为 78 亿/80.9 亿/84 亿元,归母净利润分别为 7.1 亿/7.3 亿/7.5 亿元;每股收益分别为 0.7/0.72/0.73 元,对应 PE 分别为 18.6/18.1/17.6 倍。给予公司 6 个月目标价 15 元,首次给予公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**公司传统主营业务增速缓慢风险;外延并购及新业务转型风险。

顾佳

gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

方光照

S1090515090002

朱璿

S1090516080002

王光兵

S1090516080004

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	7103	7139	7797	8094	8403
同比增长	146%	1%	9%	4%	4%
营业利润(百万元)	584	608	618	637	656
同比增长	137%	4%	2%	3%	3%
净利润(百万元)	642	703	713	732	751
同比增长	125%	10%	1%	3%	3%
每股收益(元)	0.63	0.69	0.70	0.72	0.73
PE	20.6	18.8	18.6	18.1	17.6
PB	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、大地传媒-河南出版龙头，文化发展标杆旗帜	4
1.1 河南出版传媒龙头，发行业务占比超过一半	4
二、国企改革助力国有传媒企业转型，中央政策利好公司未来发展	5
2.1 传媒国改政策不断松绑，改革进度滞后得到改善	5
2.2 产业政策红利频现，助力公司业务拓展转型	5
三、大出版：数字出版产业体系格局初现	7
3.1 数字内容整合平台提供运营基础	7
3.2 数字内容生产源源不断	7
3.3 电商、O2O 双管齐下	8
3.4 布局城市文化综合体，涉足文化地产	9
四、大教育：内容、产品全面开花	10
4.1 教育出版全年龄层覆盖	10
4.2 打造数字化教育品牌产品	11
4.3 “教育 IP+影视”探索	12
五、强力打造“新华快递”，解决农村物流“最后一公里”	13
六、盈利预测及投资评级	15
七、风险因素	17

图表目录

图 1：大地传媒 2016 年上半年收入构成	4
图 2：大地传媒 2011-16H1 各业务板块收入占比	4
图 3：大地传媒主营业务毛利率变化	4
图 4：大地传媒营业收入及增长率	4
图 5：近年文化国企体制改革重要政策	5
图 6：中阅网投约稿平台	7
图 7：中阅网众筹界面	7
图 8：中国三农出版网	8
图 9：玩美手工网	8
图 10：云书网首页	9
图 11：尚书房实景图	9

图 12: 城市文化综合体模拟图	9
图 13: 海燕社《宝宝系列》	10
图 14: 海燕社《笨笨熊系列》	10
图 15: 海燕社出版智力开发画报.....	11
图 16: 大象社出版中职教材	11
图 17: 中教网掌上学堂	11
图 18: MPR 产品示例	11
图 19: 海燕社《呵护生命。平安成长》系列科教片	12
图 20: 《足球梦 中国梦》校园足球系列科教片	12
图 21: 河南省新华书店分布图	13
图 22: 公司“新华快的”物流布局.....	14
图 23: 发行业务营收增长及毛利水平	15
图 24: 出版业务营收增长及毛利水平	15
图 25: 物资销售业务营收增长及毛利水平	16
图 26: 印刷业务营收增长及毛利水平	16
表 1: 2013 年来公司享受的政策优惠与税收优惠	6
表 2: 出版类上市公司估值比较.....	16
附: 财务预测表	18

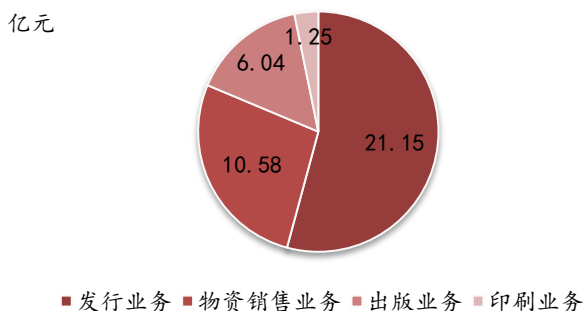
一、大地传媒-河南出版龙头，文化发展标杆旗帜

1.1 河南出版传媒龙头，发行业务占比超过一半

拥有国企背景的大地传媒是河南省唯一的文化上市企业，是河南省文化体制改革和文化产业发展的旗帜。在财政、税收、土地、人才、经营活动等方面享有国家战略的综合性政策支持。在国家新闻出版广电总局发布的《2015 年新闻出版产业分析报告》中，公司被列为营业收入前 10 的内地上市出版传媒公司，以及利润总额前 10 的内地上市出版传媒公司。2016 年，公司被中宣部、新闻出版总署评为“全国文化体制改革优秀企业”、“全国文化企业 30 强”。

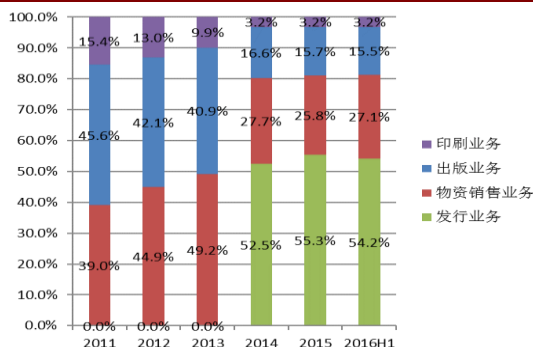
公司的主营业务包括出版、发行、物资销售和印刷。2014 年并入发行业务以来，其占据公司 50% 以上的收入，各板块业务占比逐渐稳定。

图 1：大地传媒 2016 年上半年收入构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：大地传媒 2011-16H1 各业务板块收入占比



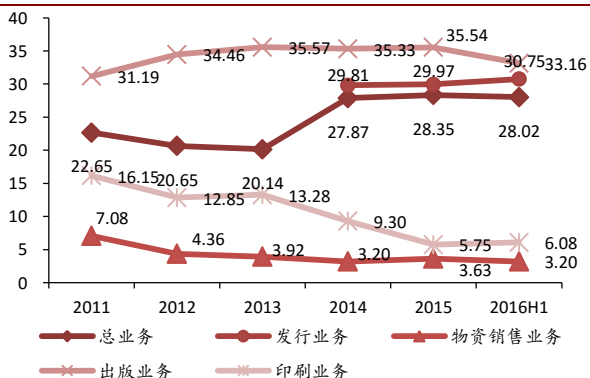
资料来源：公司公告、招商证券

公司 2016 年前三季度实现营业收入 50.73 亿，同比增长 7.97%；归母净利润 4.58 亿，同比下降 4.17%。公司的盈利水平基本保持稳定。

利润率方面，公司的各业务板块中，出版业务毛利率最高，发行其次，物资销售和印刷业务的毛利率较低，且仍在逐年下降，这也是公司近年来大力发展发行业务的原因。

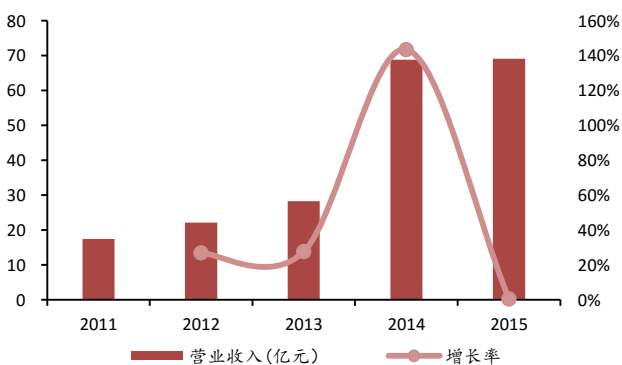
公司 2014 年营业收入因并入发行业务翻倍，之后各业务收入稳定增长，未来营业收入的增长点依赖于数字出版产业体系和大教育体系的构建。

图 3：大地传媒主营业务毛利率变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：大地传媒营业收入及增长率



资料来源：公司公告、招商证券

二、国企改革助力国有传媒企业转型，中央政策利好公司未来发展

2.1 传媒国改政策不断松绑，改革进度滞后得到改善

2003年，国务院颁布《文化体制改革试点中支持文化产业发展的规定（试行）》和《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）》，开启了文化国企改革的新历程。但由于文化传媒行业的特殊性，改革面临多部门、多层级的审核批示，举步维艰、进度缓慢。直到2013年，中共中央提出探索实行特殊管理股制度，随后出台一系列政策补充推进公司制股份制改革；2015年9月，中央出台《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》，明确了文化国改的纲领和路径，为实现深化改革指明方向；2016年8月，中央出台《关于深化国有文化企业分类改革的意见》，对国有文化企业进行分类改革，有效管理；2017年国家新闻出版广电总局提出上市国有出版传媒企业开展股权激励试点，向市场发出了积极信号。目前文化上市国企主要改革方式有：资产剥离、资产注入、外延并购、股权激励。

图5：近年文化国企体制改革重要政策

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。	把人民出版社转为公益事业单位。	对广播电影电视行业税收减免；坚持“公益性新闻出版事业”和“新闻出版产业”两手抓。	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。
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）》	2006年1月 《关于深化文化体制改革的若干意见》	2009年3月、4月 《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》、《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	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》
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》	2014年4月、11月 《2014年文化系统体制改革工作要点》、《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》	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》	2016年9月 《关于深化国有文化企业分类改革的意见》
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。	建立健全现代文化市场体系、推动文化产业转型升级；在增值税、关税等税务项目上为文化企业提供减免等优惠。	进一步推进市场化改革，明确文化国改路径和纲领；对组织架构、绩效考评、股份制改造等提出具体意见。	按功能细化分类，进行分类改革。

资料来源：互联网，招商证券

随着一系列政策不断放松改革路径中的束缚、补充完善对国企改革的支持，为文化国企发展、转型提供了良好的条件和外部发展环境，不断涌现出各种方式下的文化国企改革样板，文化国企改革进度滞后的状态有所扭转。

2.2 产业政策红利频现，助力公司业务拓展转型

随着文化体制改革的推进，产业政策也得到进一步完善。公司充分利用国家近期出台的产业政策，加快相关新兴产业发展，同时公司于2013年起开始享受特殊税收优惠，进一步释放利润空间。

表 1：2013 年来公司享受的政策优惠与税收优惠

	政策	内容效果
产业政策优惠	<p>《关于支持实体书店发展的指导意见》： 国家和河南省政府支持“全民阅读”、建设“书香中原”的有关政策；</p> <p>国务院关于鼓励文化下乡、电商进村、开展跨境电商产业的相关支持政策</p>	<p>有助于加强与省市政府有关部门的沟通对接，加快推进全省书店卖场改造和大型书城、文化综合体、现代复合式书店、云书网网上书城、尚书房社区书店、乡村文化站等基础设施建设。</p> <p>有助于加快云书网电商业务、“新华快的”物流业务、印刷物流、国际贸易的创新拓展和转型升级。</p>
税收优惠	<p>财政部、国家税务总局《关于继续实行宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》</p> <p>财政部、国家税务总局《关于继续执行宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》</p>	<p>出版物：符合文件第一条第一款规定的出版物(包括：专为少年儿童出版发行的报纸和期刊, 中小学的学生课本)享受增值税 100%先征后退的优惠政策；</p> <p>出版物：符合第一条第二款规定的出版物享受增值税 50%先征后退优惠政策。</p>

资料来源：公司公告、招商证券

近年关于深化体制改革、支持实体书店发展、支持“互联网+物流”相关产业发展、推进国有企业兼并重组等政策的相继出台，为公司实施资本运作、发展电子商务、物流快递、扩大实体书店连锁经营等提供了难得的发展机遇。

公司作为典型的传统出版传媒企业，积极响应国企改革，进行业务创新、转型与结构优化。公司在过去几年的发展当中积累了大量用户，近年主动融合新旧媒体，着重布局出版与教育，实现了线上业务与线下业务两手抓。

三、大出版：数字出版产业体系格局初现

公司围绕“三中心”、“五平台”建立数字出版产业体系。“三中心”包括策划中心、编校中心、加工中心，“五平台”包括投约稿平台、数字内容资源管理平台、按需印刷平台、云书网电子商务平台、数字化物流平台。其中，投约稿平台、数字内容资源管理平台为整个产业体系提供了运营基础，也催生了数字内容的生产；电商平台、数字化物流平台拓展线上销售渠道，同时公司还涉足文化地产，拓展文化产业链。

我们认为，公司“大出版”体系已经完成布局，格局清晰、分工明确，自我形成闭环，未来盈利能力有望进一步增强。

3.1 数字内容整合平台提供运营基础

公司已经建成以“中阅网”投约稿平台为核心的平台集群。中阅网成功测试上线，实现了公司系统投约稿自动化、授权自动化和自助出书。在中阅网平台上，用户只需进行注册就可以投稿，图书最终能否出版以众筹的方式决定，众筹热度（评论、点赞）达到要求就可以进行出版。投、约稿平台实现了自动化模式，提高了出版发行的运营效率，并且能够使公司直接获得新增图书的数字化产品。

图 6：中阅网投约稿平台



资料来源：公开资料整理、招商证券

图 7：中阅网众筹界面



资料来源：公开资料整理、招商证券

公司还全面建立数字内容资源管理平台，构建公司资源、资产运营管理的核心枢纽。以募集资金构建总投资额 1.17 亿元的“数字内容发行平台项目”，截至 2016 上半年项目已完成 46.03%。该项目由三部分组成，分别是大象社、音像社负责的数字内容管理平台；天中数媒、音像社负责的数字内容投放平台；新华书店负责的全媒体数字加工中心。目前，三部分的平均完成度超过 40%。三部分分工各不相同，数字内容投放平台主要负责搭建平台解决数字资源向终端用户投送问题，实现现代读者对数字化内容最便捷、最丰富的选择和获取。全媒体数字加工中心主要围绕数字版权内容构建数字技术的加工系统，实施全流程的数字化加工。截至 2015 年底全媒体数字加工中心已承接了 30 多家单位的档案数字化、出版物数字化、报刊资料数字化等方面的业务。数字内容管理平台主要整合、管理数字化资源，选择合理渠道进行投放。数字内容资源管理平台也是公司所有数字化产品的基石，是未来所有资源、资产运营管理的核心。

3.2 数字内容生产源源不断

对数字出版产业来说，无论何种商业模式，数字内容来源都是制约整个产业链的关键所在。2015 年，公司实现了所有新增图书 100%数字化、100%上传资源管理平台的目标

任务，逐步实现了纸电同步出版，完成了存量资源数字化加工 2375 种。

除此之外，公司在美术手工、线装图书、武术、农业等许多专业图书上颇有建树。拥有配套的专业网站群：绘本网、三农出版网、方志出版物、书法美术出版网、玩美手工网、戏曲出版网、武术出版网等。

图 8：中国三农出版网



资料来源：公开资料、招商证券

图 9：玩美手工网



资料来源：公开资料、招商证券

凭借专业的书籍和与之配套的专业网站，公司未来有望构建线上的信息平台，甚至数据库、培训系统和移动终端产品，也能与电商平台联结，为电商平台导入原创资源。如中国三农出版网，未来的发展方向是打造以信息平台系统之中国三农出版网、数据库系统之三农信息数据库(粮仓信息数据库)、视频库系统之基于 MPR 的农业关键技术视频库、信息交互系统之专家在线咨询服务平台、农民教育培训系统之新型职业农民培育体系、电商平台系统之三农读物及产品购物网站。逐步组建农业科技服务合作社、打造“三农”移动智能终端应用产品。可见，公司的大众出版物和专业出版物给数字内容的生产提供了源源不断的供应。

3.3 电商、O2O 双管齐下

公司依托全省新华书店线下实体渠道网络，建立云书网电子商务平台。2015 年，公司积极响应国家和河南省大力推进电子商务进农村的政策机遇，依托全省新华书店线下实体渠道网络和“云书网”线上电商平台，建立乡村合伙人制度。2015 年特色产品上线数量 26 万余种；乡村服务站投入运营 8000 余家；共有 36 个市县级地方政府与新华书店签订电子商务战略合作协议。

为支撑全省书店创新业务物流体系的通畅，新华书店专门成立创新物流项目部，租赁 2400 余平米仓库，尝试开展了服务云书网电商物流配送的第三方物流业务，搭建数字化物流平台。截至 2015 年末，全省已有 119 家店取得快递代理权，4 家店已开通快递班车，部分店正在积极整合当地快递、物流市场资源，逐步承接其他物流公司在全县乡村的配送业务。

结合云网线上平台，新华书店着力打造“尚书房 O2O 社区连锁书店”，实现线上线下资源的联通。目前尚书房在郑州地区已运营尚书苑店等 10 家；各地市店结合正在建设的电子商务运营中心，引入尚书房品牌和文化产品服务，已有台前县等 5 家社区书店投入运营，另有开封市等 3 家正在建设中。O2O 社区居民可以通过云书网官网、云书网手机客户端等线上平台下单，或通过公共微信电话等方式预订图书报刊等销售、租借阅读以及文化体验等。线下书店将不定及期举办各种讲座和活动，2015 年全年共开展

店内店外文化类营销活动 180 多场。

图 10：云书网首页



资料来源：官网、招商证券

图 11：尚书房实景图



资料来源：公开资料整理、招商证券

作为数字出版产业体系中的一环，电商平台和 O2O 的开拓，能够有效打开公司的线上销售渠道，带动公司传统出版物和数字内容的变现，有助于公司拓展线上的市场份额。

3.4 布局城市文化综合体，涉足文化地产

城市文化综合体是将城市公共文化事业、城市文化产业、城市文化消费融为一体的文化建筑群体。华谊兄弟、凤凰传媒等巨头公司都在纷纷斥巨资布局。大地传媒在城市文化综合体项目上也有涉足，公司的物流配送暨文化综合体运营中心项目总投资 2.7 亿元，预计 2017 年底完工；河南省淮滨县新华书店图书音像综合楼项目已完工；河南正阳县图书超市综合楼建设项目总投资 2,500 万，已完工 5.2%；河南平舆县新华文化商城项目总投资 2,163 万，已完工 35.65%；驻马店市图书影视艺术中心建设项目总投资 4000 万，已完工 41.81%。公司的城市文化综合体项目还获得了政府补助共 1,831 万元。

布局城市文化综合体，公司有先天的优势。首先，公司的本土化特色使得公司在河南省影响力很大，在河南省开展文化地产项目可谓水到渠成。其次，公司的新华书店和其他出版社的图书资源丰富，是文化产业中重要的一环，公司的文化产业优势可以更好地发挥。

图 12：城市文化综合体模拟图



资料来源：公司公告，招商证券

四、大教育：内容、产品全面开花

公司积极介入数字教育市场，借力教育信息化的快速发展，紧跟政府“三通两平台”建设，研发产品营销策略，在数字教育市场发展迅猛。公司教育类出版物全年龄段覆盖，数字化产品包括移动学习终端和 MPR 产品也初具品牌。此外，公司还探索“教育 IP+ 影视”模式，涉足影视行业，未来想象空间较大。

我们认为，公司“大教育”体系已经初具规模，强烈看好未来发展前景。

4.1 教育出版全年龄段覆盖

公司在婴幼儿教育、K-12 教育、职业教育和高等教育中均取得了一定的市场地位，教育内容出版物覆盖全年龄段，为公司数字化教育战略打下了坚实的基础。

婴幼儿教育方面，海燕出版社出版以“宝宝系列”和“笨笨熊系列”为代表的低幼读物畅销书和长销书，并正在规划建设学前教育网络平台，其中幼儿园课程多媒体互动教材已进入幼儿园课堂。海燕出版社《幼儿智力开发画报》入选向全国推荐的优秀少儿报刊，《莫忘国耻》《双筒望远镜》入选向青少年推荐的百种优秀出版物。

图 13：海燕社《宝宝系列》



资料来源：公开资料整理、招商证券

图 14：海燕社《笨笨熊系列》



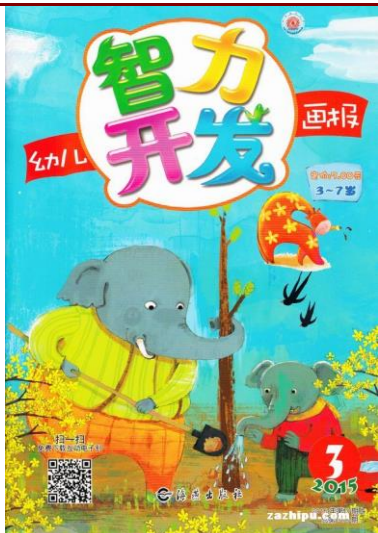
资料来源：公开资料整理、招商证券

K-12 教育方面，公司在教材教辅业务上有得天独厚的优势。公司是人民教育出版社、人民音乐出版社等主流教材出版社在河南省内的独家租型代理商；公司下属 8 家企业获得了教辅全科或部分学科出版资质，成功开发出多套全学科、全品类、全版本品牌系列教辅，在区域市场内处于领先地位，且推向全国市场。

职业教育和高等教育方面，大象社组织编写了中职汽车系列教材；科技社依托 30 种国家级规划教材和 60 种省级规划教材，在医卫、机电等五个板块形成品牌优势。

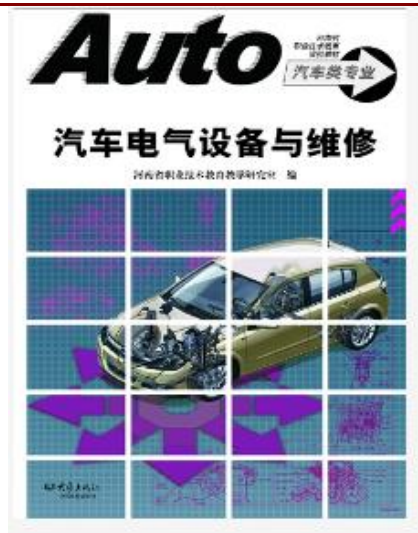
同时，河南省是全国人口大省，公司又是深耕河南省教育出版的唯一上市公司，河南省的幼儿教育、初高中教育、职业教育为公司教育出版服务提供了广阔的市场空间。

图 15: 海燕社出版智力开发画报



资料来源: 公开资料整理、招商证券

图 16: 大象社出版中职教材



资料来源: 公开资料整理、招商证券

4.2 打造数字化教育品牌产品

公司的移动学习终端产品已经打出品牌。中教网完成了移动学习终端产品“掌上学堂”、“智慧教育人人通解决方案”、“教师进修与考评系统”等教育信息化产品的研发，在全球排名已进入 5 万名以内。

公司较早布局 MPR，在国家新闻出版广电总局部署的 MPR(多媒体印刷读物)国家标准产业化应用试点工作已经展开，大地传媒成为首批试点单位之一。公司完成了 MPR 应用环节企业级标准建设，编制了《中原大地传媒 ISLI/MPR 复合数字出版企业标准》。公司的数字出版也围绕 MPR 技术开发出了一系列产品。目前，大地传媒 MPR 体验馆全部建成，并开展了系统内相关数字教学解决方案展示等一系列活动。公司还按照总局统一部署，组织了 6 个省辖市 13 所试点学校的 1000 多名学生的 MPR 教材教辅示范应用，已形成 19 个项目 159 种产品体系，初步形成打包整合销售、一支笔对应的产品服务形式。

图 17: 中教网掌上学堂



资料来源: 公开资料整理、招商证券

图 18: MPR 产品示例



资料来源: 公开资料整理、招商证券

公司进一步规划利用丰富的教辅资源，围绕中小学数字图书馆、智慧题库、试卷自动生成、阶段测评、综合测评等产品进行开发。凭借公司的产品开发能力，未来公司的数字

化产品将会更加丰富，品牌效果更加突出。

4.3 “教育 IP+影视”探索

公司在影视方面积极探索合作。海燕社积极探索出版与影视结合的经营模式，与河南影视集团联合拍摄了《呵护生命，平安成长》校园安全教育系列电影科教片、与河南影视集团和人民教育出版社签订了联合拍摄《足球梦 中国梦》校园足球系列电影科教片协议。此外，总投资 4000 万的驻马店市图书影视艺术中心建设项目截至 2016 年上半年已完工 41.81%，打造以复合式书店为主要内容的大型城市文化综合体。

图 19：海燕社《呵护生命。平安成长》系列科教片



资料来源：公开资料、招商证券

图 20：《足球梦 中国梦》校园足球系列科教片



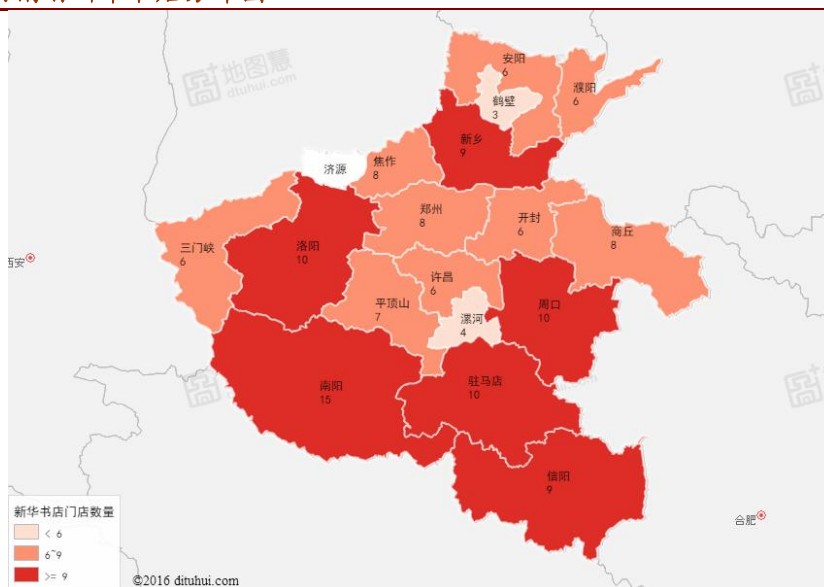
资料来源：公开资料、招商证券

五、强力打造“新华快递”，解决农村物流“最后一公里”

公司依托新华书店物流仓储经验等资源优势，建立专属物流快递业务。公司全资子公司河南省新华书店发行集团具有覆盖河南省 18 个(地)市、县、乡(镇)发行渠道，拥有渠道网络、物流仓储、社会资源、质量信誉等方面的资源优势和丰富的服务经验。公司在开拓电子商务农村市场服务的同时，着力推进物流快递市场资源整合，培育发展可面向社会的第三方物流，打造公司自有的“新华快递”物流品牌，介入各地物流产业园的建设和运营，推动公司物流产业的快速发展。

公司利用国务院关于支持“互联网+物流”相关产业发展，加快“新华快的”物流业务、印刷物流、国际贸易的创新拓展和转型升级，加快推进乡村文化站等基础设施建设。目前河南省拥有 131 家新华书店，公司在河南省 128 个县建立了新华书店电商物流配送中心，各个 2000 人以上行政村服务站共 8000 多家，覆盖全省 7000 多万人口。

图 21：河南省新华书店分布图



资料来源：新华书店网，招商证券

解决“最后一公里”问题，辅助农村内需外销。公司在河南省内建立从县级新华书店物流配送中心分发到各个行政村服务站物流服务布局，使用专属物流“新华快递”解决了普通快递无法直接到达村民手中的“最后一公里”问题。另外，在云书网上展示售卖的当地特色农产品，都由新华书店自有物流配送，为老百姓农资的售卖提供渠道。公司自有物流服务不仅可以降低销售成本，在与第三方物流合作中还能采取物流费用分成的方式获得盈利。

图 22：公司“新华快的”物流布局



资料来源：新华书店网，招商证券

六、盈利预测及投资评级

发行业务:

公司发行业务占公司整体收入的 65%左右,并进入稳定增长阶段,根据 2016 年半年报,公司发行业务营收同比增加 2.23%,毛利率 30.75%同比下降 0.77%。我们认为发行业务未来增长率将保持稳定,毛利率也将维持在 30%上下波动。

出版业务:

公司出版业务占公司整体营收 19%左右,根据 2016 年半年报,公司出版业务营收 6.04 亿元,比上年同期增长 0.69%。毛利率 33.16%略高于发行业务但毛利下滑幅度达 5.75%。我们认为,公司出版业务毛利下滑主要因为期刊市场环境恶化,公司期刊出版业务毛利下滑超过 30%并拖累整体出版业务毛利水平。未来公司出版业务毛利有望维持在较为稳定的水平波动

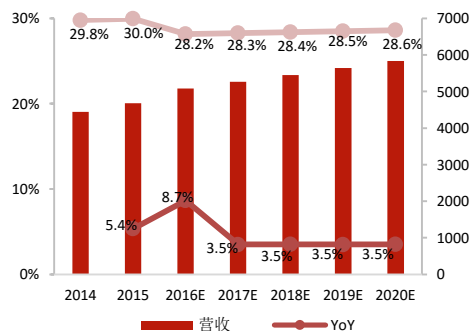
物资销售业务:

物资销售业务占公司整体营收 33%左右,2016 年上半年物资销售业务营收同比增长 3.46%,毛利率维持稳定,但此业务毛利水平较低,仅为 3.2%。我们认为,物资销售业务作为出版发行中重要的一环,起到的协同作用远大于其盈利贡献作用。

印刷业务:

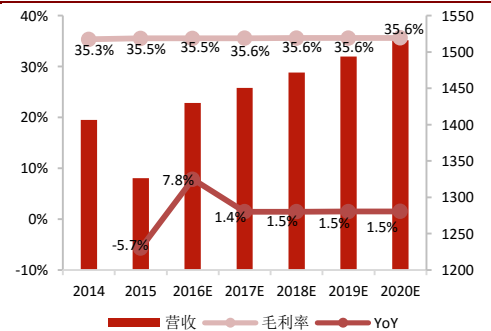
印刷业务在公司整体营收中占比较小,仅为 3.9%。2016 年上半年此块业务营业收入增长 6.08%快于其他业务,其毛利率微增 0.7 个百分点至 7.02%。印刷业务增长主要受益于公司出版发行领域的资源优势,未来此业务有望继续保持营收和毛利的增长。

图 23: 发行业务营收增长及毛利水平



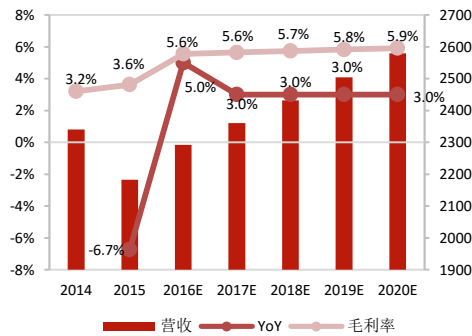
资料来源: 公司财报、招商证券

图 24: 出版业务营收增长及毛利水平



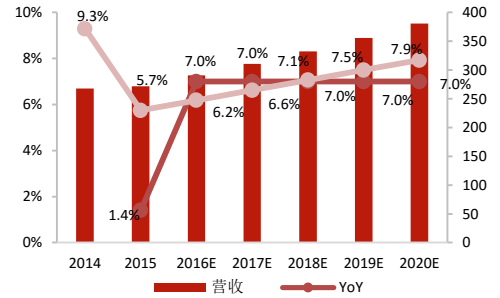
资料来源: 公司财报、招商证券

图 25: 物资销售业务营收增长及毛利水平



资料来源: 公司财报、招商证券

图 26: 印刷业务营收增长及毛利水平



资料来源: 公司财报、招商证券

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 78 亿/80.9 亿/84 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 7.1 亿/7.3 亿/7.5 亿元；每股收益分别为 0.7/0.72/0.73 元，对应 PE 分别为 18.6/18.1/17.6 倍。给予公司 6 个月目标价 15 元，首次给予公司“强烈推荐”评级。

表 2: 出版类上市公司估值比较

公司	代码	当前股价	EPS				PE			
			2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
大地传媒	000719.SZ	12.95	0.69	0.70	0.72	0.73	18.8	18.6	18.7	17.6
出版传媒	601999.SH	11.31	0.15	0.21	0.25	0.27	75.4	53.9	45.2	41.9
长江传媒	600757.SH	8.57	0.27	0.45	0.54	0.63	31.7	19.0	15.9	13.6

资料来源: 公司数据、招商证券

七、风险因素

- 1、**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，司未来业绩大幅增长存在不确定性风险。
- 2、**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。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5485	6083	6608	7322	8040
现金	3582	3722	4047	4662	5278
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	59	76	83	86	89
应收款项	690	831	886	920	955
其它应收款	121	103	112	117	121
存货	829	776	849	882	917
其他	205	576	631	656	681
非流动资产	3091	3215	3087	2973	2870
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1207	1179	1153	1130	1110
无形资产	1019	993	894	804	724
其他	865	1043	1040	1038	1036
资产总计	8576	9299	9695	10295	10911
流动负债	2381	2523	2723	2810	2901
短期借款	16	10	0	0	0
应付账款	1451	1505	1663	1728	1796
预收账款	228	266	294	305	317
其他	686	743	767	777	787
长期负债	600	646	646	646	646
长期借款	0	0	0	0	0
其他	600	646	646	646	646
负债合计	2981	3169	3369	3456	3547
股本	787	787	787	787	787
资本公积金	2986	2987	2987	2987	2987
留存收益	1795	2327	2529	3047	3579
少数股东权益	26	29	23	18	12
归属于母公司所有者权益	5569	6101	6303	6821	7352
负债及权益合计	8576	9299	9695	10295	10911

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1186	906	932	911	914
净利润	642	703	713	732	751
折旧摊销	176	180	243	229	217
财务费用	15	17	(12)	(16)	(19)
投资收益	1	(17)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	355	30	9	(13)	(14)
其它	(3)	(8)	(4)	(5)	(5)
投资活动现金流	(703)	(649)	(115)	(115)	(115)
资本支出	(267)	(274)	(115)	(115)	(115)
其他投资	(436)	(376)	0	0	0
筹资活动现金流	856	(157)	(493)	(181)	(184)
借款变动	(1783)	239	(10)	0	0
普通股增加	347	0	0	0	0
资本公积增加	2204	0	0	0	0
股利分配	(512)	(512)	(512)	(214)	(220)
其他	598	114	29	33	36
现金净增加额	1338	99	325	615	615

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7103	7139	7797	8094	8403
营业成本	5034	5033	5562	5781	6009
营业税金及附加	37	38	42	43	45
营业费用	625	700	765	794	824
管理费用	773	768	839	871	904
财务费用	(2)	(52)	(12)	(16)	(19)
资产减值损失	50	60	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	17	17	17	17
营业利润	584	608	618	637	656
营业外收入	85	116	116	116	116
营业外支出	17	9	9	9	9
利润总额	652	714	724	744	763
所得税	14	16	17	17	17
净利润	638	698	708	727	745
少数股东损益	(4)	(5)	(5)	(6)	(6)
归属于母公司净利润	642	703	713	732	751
EPS (元)	0.63	0.69	0.70	0.72	0.73

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	146%	1%	9%	4%	4%
营业利润	137%	4%	2%	3%	3%
净利润	125%	10%	1%	3%	3%
获利能力					
毛利率	29.1%	29.5%	28.7%	28.6%	28.5%
净利率	9.0%	9.9%	9.1%	9.0%	8.9%
ROE	11.5%	11.5%	11.3%	10.7%	10.2%
ROIC	10.2%	8.8%	9.3%	8.9%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	34.1%	34.8%	33.6%	32.5%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.4	2.4	2.6	2.8
速动比率	2.0	2.1	2.1	2.3	2.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	7.5	6.3	6.8	6.7	6.7
应收帐款周转率	12.2	9.4	9.1	9.0	9.0
应付帐款周转率	5.4	3.4	3.5	3.4	3.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.63	0.69	0.70	0.72	0.73
每股经营现金	1.16	0.89	0.91	0.89	0.89
每股净资产	5.44	5.96	6.16	6.67	7.19
每股股利	0.50	0.50	0.21	0.21	0.22
估值比率					
PE	20.6	18.8	18.6	18.1	17.6
PB	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	18.7	19.4	16.0	16.0	15.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015年加入招商证券，2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名成员。

朱璿，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。

王光兵，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。