

公司研究/首次覆盖

2018年10月21日

传媒/传媒 II

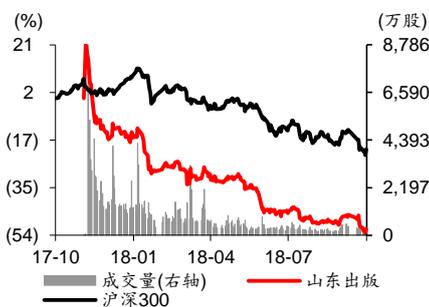
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.89
合理价格区间(元): 7.20~8.64

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

吕默馨 0755-23952835
联系人 lvmoxin@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

全产业链龙头，未来十年受益于人口红利

山东出版(601019)

立足山东的全产业链龙头，首次覆盖给予“增持”评级

公司立足教育大省山东，是具备完整产业链的出版龙头。公司是山东省教材和评议教辅唯一发行商，2017年教材省内市占率超过70%。K12教育出版能力突出，未来十年将受益于人口红利。一般性图书方面，公司拥有两家百佳出版单位，少儿门类实力强劲。预计2018-2020年归母净利润15.02、16.55、18.64亿元，参考可比公司2018年平均PE 10.5X，给予公司2018 PE 10-12X的估值，目标价7.20-8.64元，首次覆盖给予增持评级。

立足教育大省山东，具备完整产业链的出版龙头

公司是立足于山东的出版发行集团，山东出版集团是公司控股股东及实际控制人。公司主营业务涵盖出版、发行、印刷、物资贸易四个业务板块，形成了以出版、发行为核心，上游印刷加工、物资贸易为补充的全产业链一体化的经营格局。其中，出版和发行业务收入合计约占2017年总营收的70%，为公司最主要的收入来源。

K12教育出版能力突出，预计未来十年受益于人口红利

2017年山东省K12阶段在校学生规模超千万人，在全国排名前三。山东省生育意愿相对较强，过去十年新生儿人口数量增速在全国位居前列，二胎政策以来，人口增速位列各省首位。目前庞大的学生基数和未来较高的待入学新生儿人口将成为公司教材教辅业务未来增长的有力支撑。

山东省教材和评议教辅唯一发行商，2017年教材省内市占率超过70%

自主开发的自主版权教材有助于出版公司巩固本省市场，提升本省市场占有率。对比来看，自主版权教材的毛利率略高于人教版租型教材。2017年公司自有版权“鲁版”教材及代理的人教版教材在山东省内的市占率超过70%。除在山东省内市场发行外，公司教材教辅的销售也面向全国，已覆盖16个省。公司深耕山东省内市场，是山东省教材和评议教辅唯一发行商。

拥有两家百佳出版单位，少儿门类实力强劲

公司旗下出版社人民社、明天社进入全国百佳出版单位行列。公司一般图书码洋效率高于市场平均水平，少儿门类实力强劲。《笑猫日记》累计发行量超过5300万册，成为超级畅销书。公司与著名童书作家杨红樱、伍美珍、尚晓娜、郁雨君、庞婕蕾、曹文轩等均建立起良好的合作关系，童书品牌已经成为公司最具成长力和影响力的图书品牌。

教材教辅稳健增长，少儿图书增速与行业同步，首次覆盖给予增持评级

过去三年，公司出版业务增长由学生数增长、教育出版研发能力提升、精品图书共同带动，发行业务增长由深耕市场、门店升级、多渠道销售带动。预计未来教材教辅保持稳健增长，少儿类图书增速与行业同步。我们预测公司2018-2020年将实现营业收入98.57、104.56、111.23亿元，实现归母净利润15.02、16.55、18.64亿元，EPS分别为0.72、0.79、0.89元。参考同行业可比公司2018年平均PE 10.5X，给予公司2018年PE 10-12X的估值，目标市值150-180亿，目标价7.20-8.64元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：教材统编等政策范围扩大；新生儿数量大幅下滑。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,087
流通A股(百万股)	266.90
52周内股价区间(元)	6.69-17.70
总市值(百万元)	14,379
总资产(百万元)	13,624
每股净资产(元)	4.29

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,034	8,901	9,857	10,456	11,123
+/-%	3.66	10.79	10.74	6.07	6.38
归属母公司净利润(百万元)	1,047	1,365	1,502	1,655	1,864
+/-%	6.41	30.32	10.03	10.17	12.66
EPS(元, 最新摊薄)	0.50	0.65	0.72	0.79	0.89
PE(倍)	13.33	10.23	9.30	8.44	7.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

立足教育大省山东，具备完整产业链的出版龙头.....	3
公司具有“编印发供”完整出版产业链，出版发行板块贡献主要收入利润.....	3
近三年来公司主营业务稳健增长.....	5
发行业务是最主要收入来源，其中 70%以上由 K12 教材教辅发行业务贡献.....	5
K12 教材教辅是公司的业务支柱，一般图书中少儿门类实力强劲.....	8
K12 教育出版能力突出，预计未来十年受益于人口红利.....	8
山东是教育大省，学生规模居全国前三，K12 教育需求总量大.....	8
全国新生儿规模 2010 年后稳定增长，2013 年起在校学生规模止跌回升.....	8
山东省生育率居全国前列，未来十年内仍将受益于人口红利.....	10
教材能力突出，自有版权教材及代理教材在山东省内市占率超过 70%.....	12
深耕省内市场，公司是山东省教材和评议教辅唯一发行商.....	13
一般图书方面拥有两家百佳出版单位，少儿门类实力强劲.....	13
发行业务将加强校园书店建设和门店升级改造.....	14
盈利预测与估值.....	15
出版业务增长由学生数增长、教育出版研发能力提升、精品图书共同带动.....	15
发行业务增长由深耕市场、门店升级、多渠道销售带动.....	15
预计未来教材教辅保持稳健增长，少儿类图书增速与行业同步.....	16
盈利预测和估值.....	17
风险提示.....	18
PE/PB - Bands.....	18

立足教育大省山东，具备完整产业链的出版龙头

山东出版传媒股份有限公司是经中宣部、原国家新闻出版总署和山东省委、省政府批准同意，山东出版集团有限公司经整体重组，与集团旗下全资子公司山东新地投资有限公司于2011年12月28日共同发起设立的股份公司。公司于2017年11月22日在上海证券交易所上市。

公司拥有出版物（纸质图书、电子音像制品和期刊）编辑、印刷复制、发行及零售、物资贸易全产业链传统业务，并融合移动媒体、互联网媒体、数字出版等新兴业态业务，是现代大型综合文化产业经营实体。

截至2018年6月30日，公司前十大股东持股18.22亿股，占比87.28%。公司第一大股东山东出版集团持股比例达76.81%，是公司控股股东及实际控制人。山东出版集团是有山东省人民政府出资的国有独资公司。

图表1：山东出版前十大股东明细（2018年6月30日）

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
山东出版集团有限公司	160,294.45	76.81%
中国文化产业投资基金(有限合伙)	6,404.72	3.07%
山东新地投资有限公司	3,271.42	1.57%
中国信达资产管理股份有限公司	3,000.00	1.44%
全国社会保障基金理事会转持一户	2,624.96	1.26%
新华出版社	1,970.64	0.94%
山东省文化产业投资有限公司	1,970.64	0.94%
中国教育出版传媒集团有限公司	1,970.64	0.94%
中国新闻出版传媒集团有限公司	492.53	0.24%
中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	155.12	0.07%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司具有“编印发供”完整出版产业链，出版发行板块贡献主要收入利润

山东出版的主营业务涵盖出版、发行、印刷、物资贸易四个业务板块，形成了以出版、发行为核心，上游印刷加工、物资贸易为补充的全产业链一体化的经营格局。其中，出版和发行业务的营业收入合计约占公司2017年总营收的70%，为公司最主要的收入来源。

发行业务方面：发行业务约占2017年主营业务收入（汇总数）的50%。公司拥有新华书店集团及其下属279家分公司。山东新华书店集团是全国最早成立的省级新华书店集团之一，经营教材教辅、一般图书及电子音像产品、报纸期刊等出版物的发行、批发、零售、连锁经营业务，以及多元产品的经营业务；除新华书店集团外，公司下属出版社均有自办发行体系，主要向省内外发行各社出版的教材、教辅、一般图书及电子音像产品等出版物。

出版业务方面：出版业务约占2017年主营业务收入（汇总数）的20%。公司拥有山东人民出版社、山东文艺出版社、明天出版社等十家出版社；拥有一家数字出版传媒公司-山东数字出版传媒有限公司；画报社等三家期刊社。公司出版板块主要从事教材教辅、一般图书、期刊和电子音像产品、数字产品的出版业务。

物资贸易方面：物资贸易业务收入约占2017年主营业务收入（汇总数）的23%。公司拥有2家印刷物资贸易公司：物资公司和外贸公司。物资供应业务主要为公司出版、印刷业务供应纸张、油墨及其他印刷耗材等印刷物资，在满足公司内部出版、印刷需求的基础上，同时对外开展物资贸易业务。外贸业务主要经营进口木浆等进口物资的贸易，其商品通常不对内供应。

印刷业务：主要为公司内部出版业务提供印刷服务，同时承接外部印刷业务，约占2017年主营业务收入（汇总数）的2%。

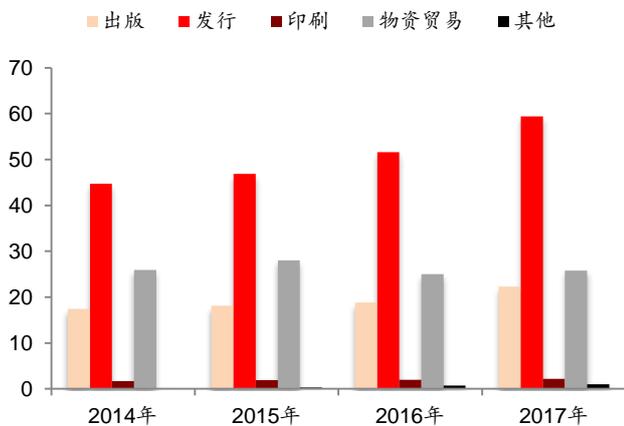
注：由于公司出版与发行业务为产业链上下游，业务数据存在内部抵消。汇总数为内部抵消前，各业务营业收入的汇总。

图表2：山东出版旗下主要子公司情况

公司名称	业务性质	主要产品或服务	持股比例	净利润		备注
				2016A	2017A	
山东人民出版社有限公司	图书出版	一般图书、教材教辅	100%	7,474.57	5,420.71	百佳出版社
山东文艺出版社有限公司	图书出版		100%	2,463.08		
山东教育出版社有限公司	图书出版		100%	6,404.24	6,453.35	
山东科技出版社有限公司	图书出版		100%	3,760.88	5,480.58	
明天出版社有限公司	图书出版	一般图书、教材教辅	100%	8,372.83	7,271.07	百佳出版社
山东齐鲁书社出版有限公司	图书出版		100%	2,052.14		
山东美术出版社有限公司	图书出版		100%	163.21		
山东友谊出版社有限公司	图书出版		100%	1,110.30		
山东画报社有限公司	期刊出版		100%	224.61		
《爱尚美术》杂志社有限公司	期刊出版		100%	-243.69		
山东画报出版社有限公司	图书出版		100%	263.73		
山东电子音像出版社有限公司	图书出版		100%	579.22		
山东《新校园》杂志社有限公司	期刊出版		100%	15.00		
山东数字出版传媒有限公司	数字出版		100%	21.67		
山东新华书店集团有限公司	发行	教材教辅、一般图书销售	100%	59,479.88	86,521.14	
山东省印刷物资有限公司	物资		100%	2,673.14	2,363.48	
山东出版对外贸易有限公司	物资		100%	2,264.25	3,206.57	
山东明天传媒科技有限公司	科技服务		100%	147.47		
山东新华印务有限责任公司	印刷		100%	700.87		
山东德州新华印务有限责任公司	印刷		100%	-25.32		
山东金坐标印务有限公司	印刷		100%	-2.73		
山东泰安新华印务有限责任公司	印刷		100%	-42.01		
山东新华物流有限公司	物流		100%	40.43		
山东东方教育科技有限公司	网络教育		100%	-573.40		
烟台新锐教育咨询有限公司	教育咨询		60%	-98.38		

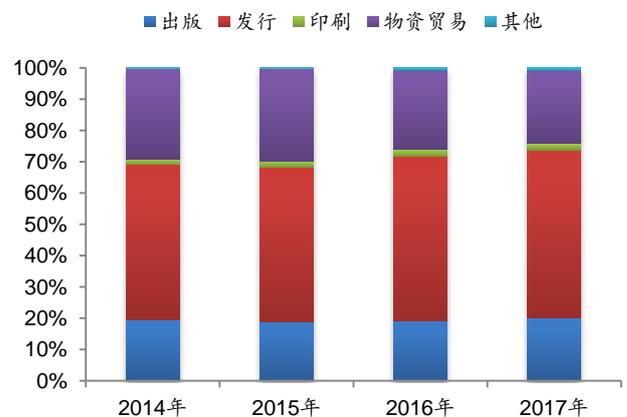
资料来源：招股说明书、年度报告、华泰证券研究所

图表1：2014-2017年各项主营业务收入（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2014-2017年各项主营业务收入占比

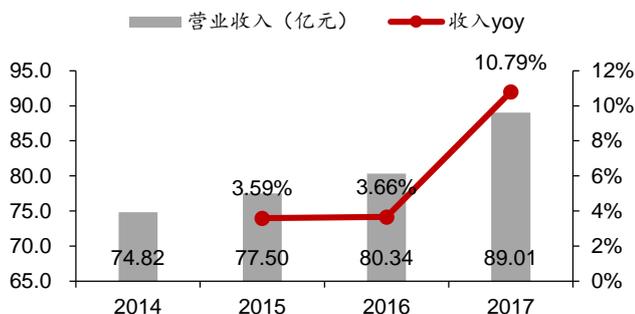


资料来源：Wind，华泰证券研究所

近三年来公司主营业务稳健增长

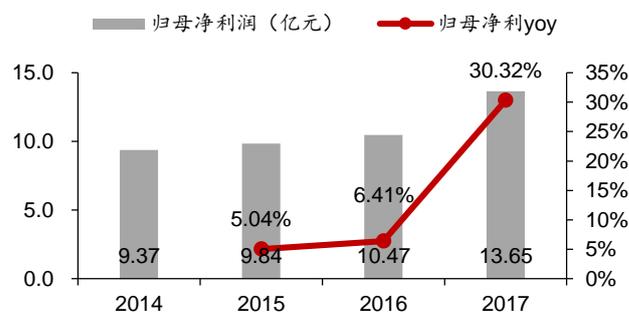
根据公司招股说明书及年度报告，公司2014-2017年分别实现营业收入74.82、77.50、80.34、89.01亿元，2015至2017年营收增速分别为3.59%、3.66%、10.79%，总体上保持平稳增长，增量主要由发行业务和出版业务贡献。2015-2017年公司发行业务和出版业务的营业收入分别增长4.85%、10.12%、14.99%和3.93%、3.73%、18.88%。

图表3：2014-2017年主营业务收入稳健增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2014-2017年归母净利润增速高于营收增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

发行业务是最主要收入来源，其中70%以上由K12教材教辅发行业务贡献

在各项业务中，发行业务是公司最核心的业务之一。公司旗下开展图书发行业务的经营主体分为两类：

1. 新华书店集团及其下属279家分公司，为全国最早成立的省级新华书店集团之一。新华书店集团经营教材教辅、一般图书及电子音像产品、报纸期刊等出版物的发行、批发、零售、连锁经营业务，以及多元产品的经营业务；
2. 除新华书店集团外，公司下属出版社均有自办发行体系，主要向省内外发行各社出版的教、教辅、一般图书及电子音像产品等出版物。

按业务类型划分，出版业务和发行业务是公司最主要的收入来源。在不扣除关联交易产值的情况下，以2017年的数据计算，营收占比较高的分别是发行业务（51.3%）、物资贸易业务（27.5%）和出版业务（19.3%）；其中发行业务占比最高。

按产品类型划分，K12教材教辅是公司最重要的收入来源。以2017年年报为例，教材教辅出版及发行环节共实现营收60.58亿元，占抵消前总营收的54.7%。公司发行业务实现营收近60亿元，而教材教辅业务发行实现营收43.08亿元，一般性图书发行实现营收12.36亿元。公司出版业务实现营收22.34亿元，其中教材教辅实现营收17.50亿元，一般性图书实现营收3.88亿元。

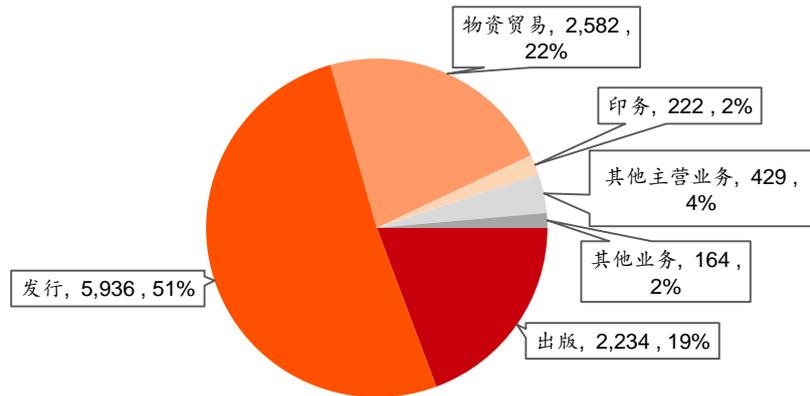
图表5： 山东出版主营业务情况（单位：百万元，抵消前）

	2014年	2015年	2016年	2017年
主营业务营业收入	7,330.23	7,604.11	7,874.33	9,070.30
YoY		3.74%	3.55%	15.19%
出版业务营业收入	1,743	1,812	1,879	2,234
YoY		3.93%	3.73%	18.88%
发行业务营业收入	4,471	4,688	5,162	5,936
YoY		4.85%	10.12%	14.99%
物资贸易营业收入	2,592	2,796	2,500	2,582
YoY		7.88%	-10.60%	3.29%
印务业务营业收入	166	190	203	222
YoY		14.85%	6.66%	9.61%
其他主营业务收入	24	30	69	429
YoY		27.16%	128.03%	520.60%
广告业务收入	18	9	5	-
YoY		-49.71%	-45.57%	-
分部间抵消	-1,683	-1,921	-1,944	-2,333

注：表格内各主营业务的营业收入为分部间抵消之前的数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 公司主营业务结构（以2017年营业收入数据为例，抵消前）（单位：百万元）



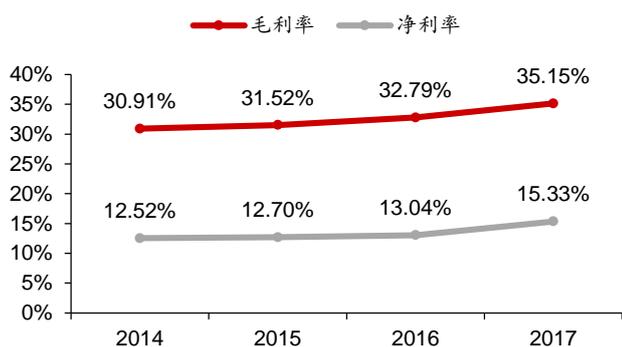
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2014-2017年，公司毛利率、净利率水平稳步提升，费用率基本稳定。

公司发行业务毛利率在规模效应下不断提升，出版业务毛利率由于纸价上涨而略有下滑，但发行业务在总收入中占比更高，因此综合毛利率呈现稳步上升态势。此外，由于环保限产的影响逐步充分释放，2018年下半年纸价有望见顶回落，出版业务毛利率也有望迎来拐点。

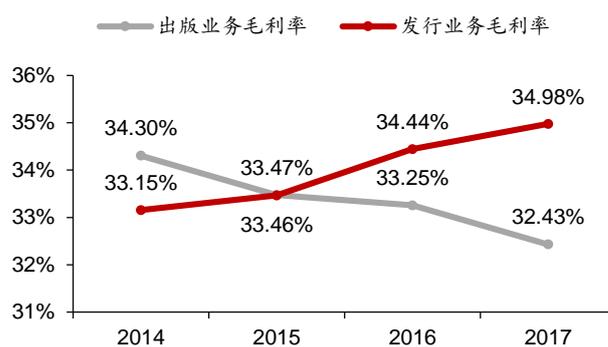
公司费用率基本稳定，其中销售费用率由于市场开拓力度不断加大略有提升，管理费用保持稳中有降。销售费用和管理费用主要由员工薪酬组成，由于山东省平均工资相对处于全国较低水平，因此山东出版的费用率低于同行业其他上市公司。

图表7：2014-2017年毛利率、净利率逐步提升



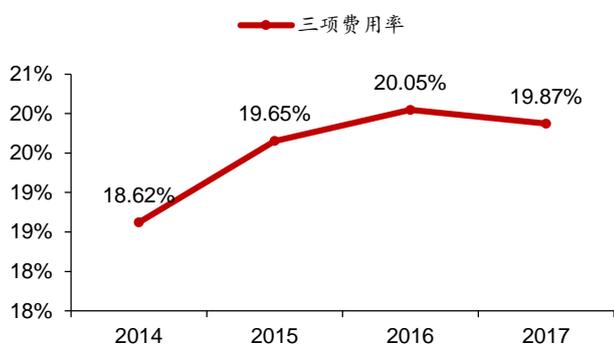
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：2014-2017年发行业务毛利率稳步上升，出版毛利率略有下滑



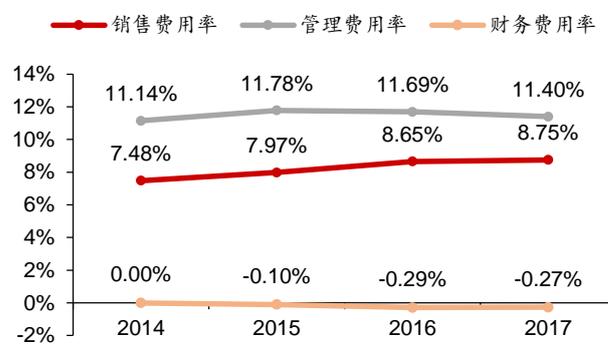
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2014-2017年费用率水平基本稳定



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2014-2017年销售费用略有提升，管理费用稳中有降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

K12 教材教辅是公司的业务支柱，一般图书中少儿门类实力强劲

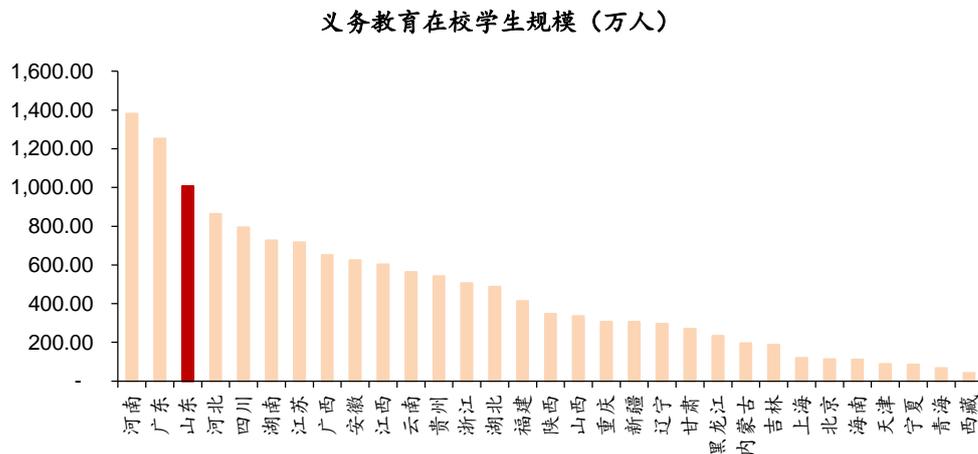
山东是教育大省，K12 教育需求总量大，受益于在校学生数回升和新生人口数触底回升，教材教辅业务未来十年内仍将受益于人口红利。一般性图书方面，公司旗下出版社人民社、明天社进入全国百佳出版单位行列，少儿门类实力强劲。

K12 教育出版能力突出，预计未来十年受益于人口红利

山东是教育大省，学生规模居全国前三，K12 教育需求总量大

山东是教育大省，各层级教育在校生过千万人，其中义务教育（小学+初中）在校学生规模在全国各省份中位居前三。据国家统计局公布的数据，2016 年山东省全省小学教育在校生 691.31 万人，初中教育在校生 315.91 万人，高中教育在校生 166.49 万人。中等职业学校在校生 80.98 万人，普通本专科在校生 199.59 万人，研究生 10.97 万人。山东省共有义务教育在校生 **1007.22 万人**，K12 教育出版需求总量大，庞大的学生规模为公司 K12 教材教辅出版奠定扎实的基础。

图表11：山东省义务教育在校学生规模位居全国前三（2016年）

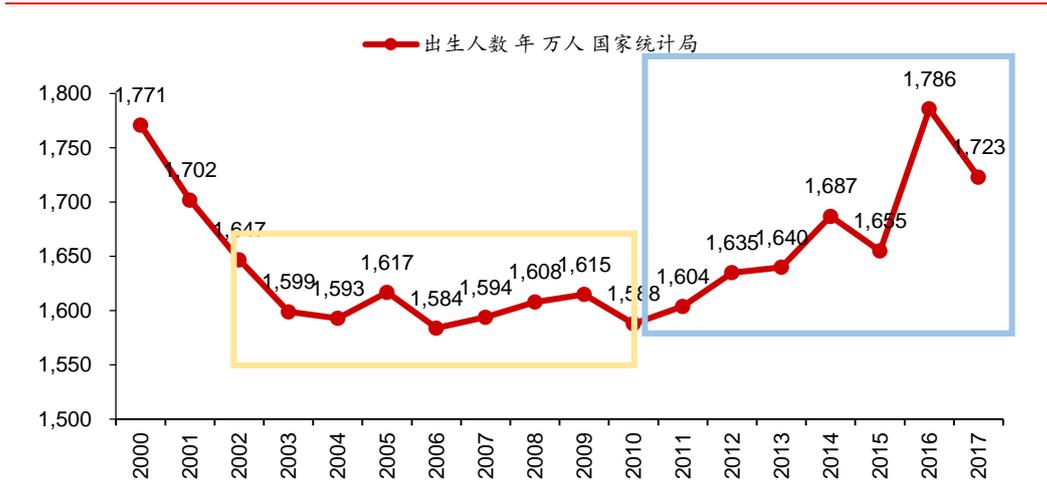


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

全国新生儿规模 2010 年后稳定增长，2013 年起在校学生规模止跌回升

中国自 2000 年以来，出生人口低点分别出现在 2006 年、2007 年和 2010 年，出生人数分别为 1584 万人、1594 万人、1588 万人。2010 年之后新出生人口数逐步增加，小学招生人数 2014 年起逐步增加。对应存量指标的在校学生数，自 2013 年起触底反弹。我们预计，由于新生人口数 2010 年起逐步增加，小学/初中/高中学生数量将陆续迎来稳步增加趋势。

图表12: 2010年后中国出生人口数触底反弹(万人)



资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

2013年以来,全国小学在校学生数触底回升。受学龄人口的影响,自2004年以来,每年小学招生人数维持在1700万左右,几乎没有变化。但2015年开始出现反弹迹象,当年小学招生人数为1729.04万,比上年增长70.62万;2016年全国小学招生人数再次增加23.42万人,招生人数达到1752.47万人。同时在校生数量也止跌回升,2015年全国小学在校生人数达9692.2万,比上年增长241.1万。2014年至2017年,在校小学生人数以每年1%-3%的速度稳步增长。表明此轮人口低谷基本探底,将进入缓慢回升阶段。新生人口和幼儿入学人数的稳步增长保证了未来小学入学人数的持续增长。

随80后生育周期开始,叠加二胎政策影响,将开启长达十年的增长周期。根据国家统计局发布的《国民经济和社会发展统计公报》,2007-2012年,中国每年新生婴儿约1,600万。2013年“单独二胎”政策出台后,2014年,人口出生率达12.37%,出生人口1,687万,同比增长2.87%,创近十年以来的新高。另一方面,基于回声婴儿潮的测算,由于第三次婴儿潮人群(1986-1990年)在2010年后进入生育旺盛期。居民生活水平提高及城市生活压力变大,使得平均婚育年龄推迟。受“全面二胎”的政策支持,第四轮婴儿潮有望到来,我们预计将持续至2022年。大量的新生儿数量为义务教育阶段在校学生人数提供较大的成长空间。

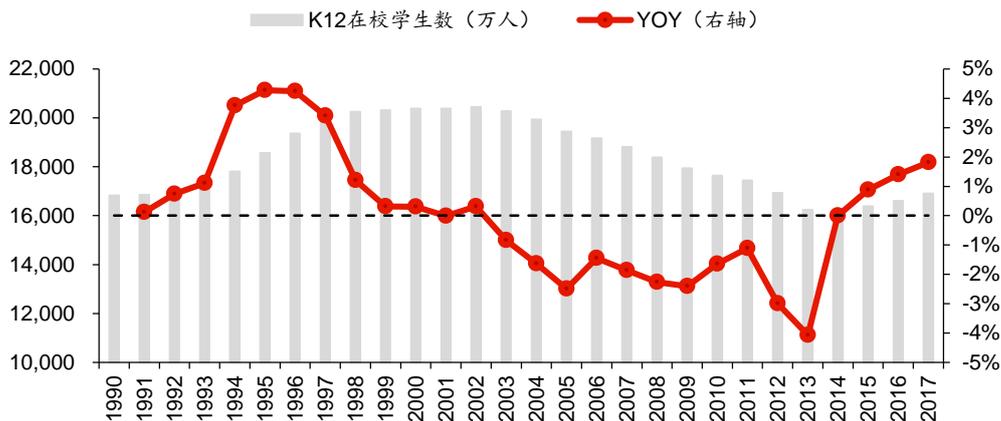
图表13: 6-12年前、12-15年前、15-18年前的出生人数直接决定目前小学、初中、高中各阶段学生基数



注:黄色方框为目前处于小学阶段,绿色方框为目前处于初中阶段,蓝色方框为目前处于高中

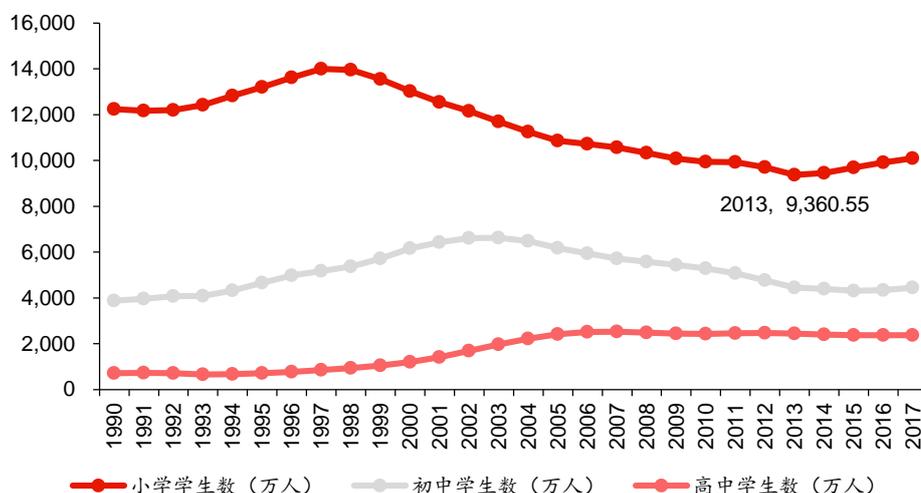
资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

图表14: 2013年后全国K12在校学生规模触底回升



资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

图表15: 2013年之后, 全国小学在校学生数触底回升, 初高中在校学生数基本稳定



资料来源:教育部, 国家统计局, 华泰证券研究所

山东省生育率居全国全列, 未来十年内仍将受益于人口红利

小学、初中在校学生规模已进入上升通道, 高中在校学生规模预计也将于2018年触底回升, 在校学生规模增长成为教材教辅业务增长的坚实基础。

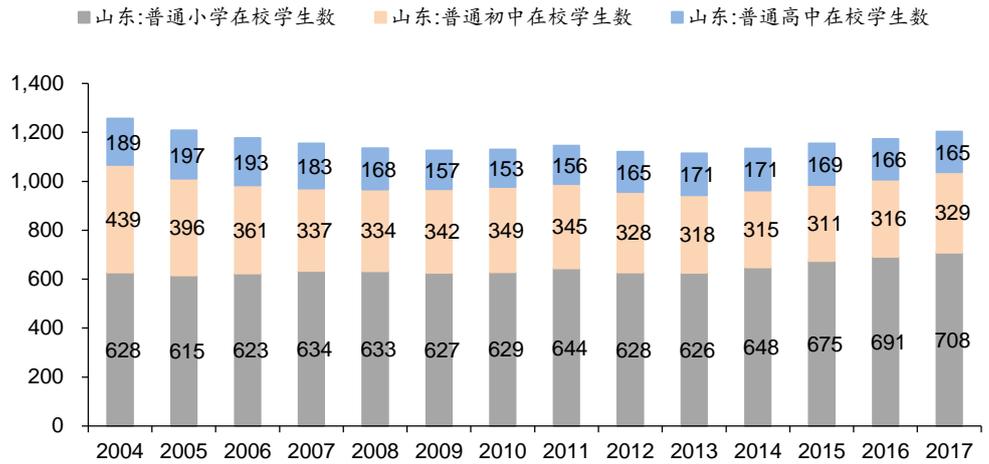
根据国家统计局披露的各阶段在校学生数据, 山东省小学在校学生规模已于2013年见底, 初中在校学生规模于2015年见底, 高中在校学生规模仍在缓慢下滑中, 我们预计将于2018年触底, 未来将迎来各阶段在校学生规模全面增长的阶段。

图表16: 山东省小学在校学生规模2014年开始增长, 初中在校学生规模2016年开始增长

指标名称	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
山东 K12 在校学生数	1,256	1,208	1,177	1,154	1,135	1,126	1,130	1,146	1,120	1,114	1,135	1,155	1,174	1,203
yoy	-	-3.8%	-2.5%	-1.9%	-1.7%	-0.8%	0.4%	1.4%	-2.2%	-0.5%	1.8%	1.8%	1.7%	2.5%
山东小学在校学生数	628	615	623	634	633	627	629	644	628	626	648	675	691	708
yoy	-	-2.0%	1.2%	1.8%	-0.2%	-1.0%	0.4%	2.4%	-2.5%	-0.3%	3.6%	4.0%	2.5%	2.5%
山东初中在校学生数	439	396	361	337	334	342	349	345	328	318	315	311	316	329
yoy	-	-9.9%	-8.9%	-6.7%	-0.9%	2.4%	2.0%	-1.0%	-4.9%	-3.1%	-1.0%	-1.3%	1.6%	4.3%
山东高中在校学生数	189	197	193	183	168	157	153	156	165	171	171	169	166	165
yoy	-	4.0%	-1.7%	-5.0%	-8.2%	-6.5%	-3.2%	2.6%	5.2%	3.6%	0.4%	-1.3%	-1.6%	-0.6%

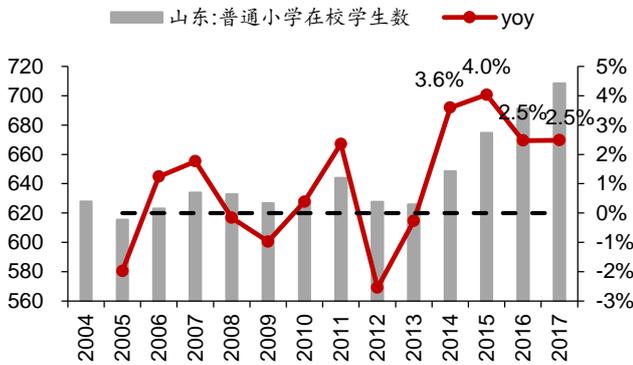
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表17：山东省K12在校学生规模2014年开始触底回升（单位：万人）



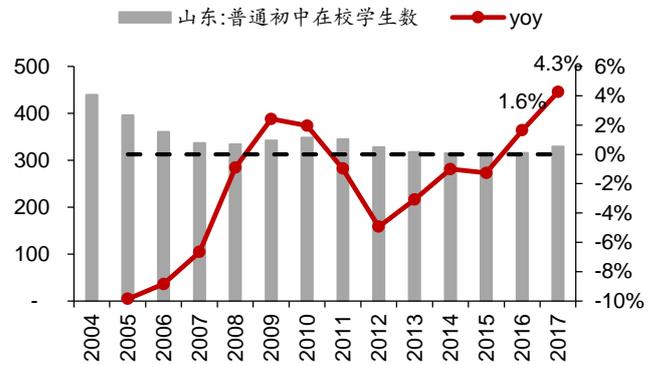
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表18：山东省小学在校学生规模2014年开始增长（单位：万人）



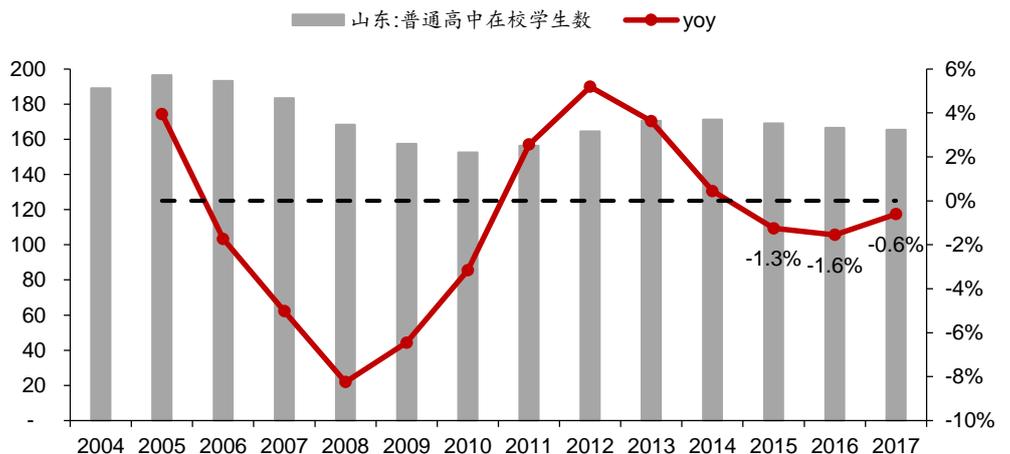
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表19：山东省初中在校学生规模2016年开始增长（单位：万人）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表20：山东省高中在校学生规模有望于2018年触底回升（单位：万人）

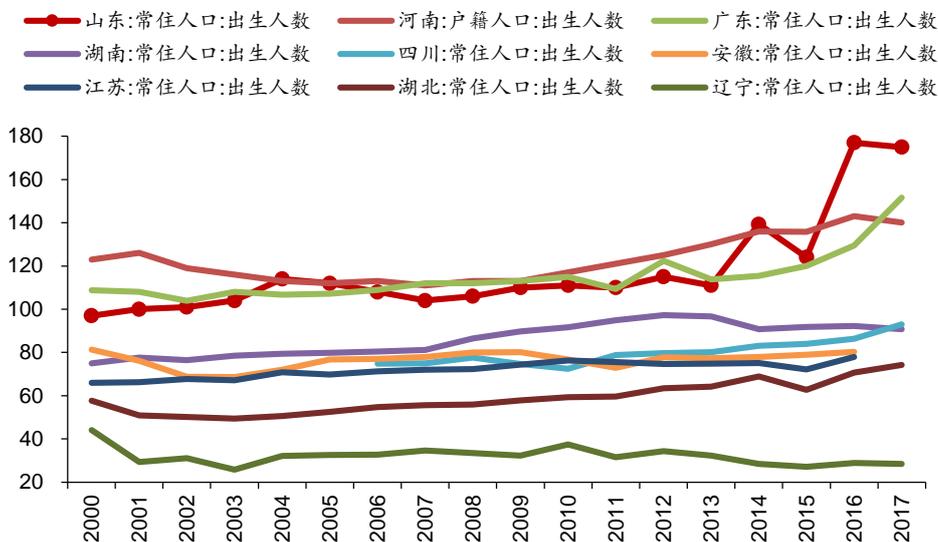


资料来源：华泰证券研究所

山东省生育意愿在全国位居前列，二胎政策下的新生儿数量增长显著。全国新生儿数量2010年后步入稳定增长通道，基本各省新生儿数量变化趋势与全国同步，但省份之间的情况略有差别，山东省新生儿增长趋势尤为明显。考虑到新出生人口将在6年后成为适龄学生，因此山东省K12在校学生规模将进入长达十年的增长周期。

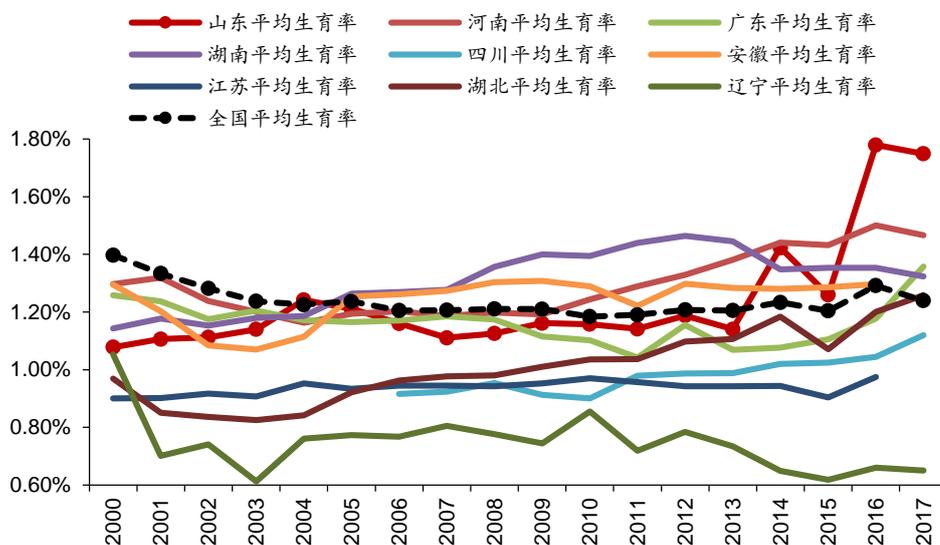
展望未来十年，一方面，山东省新出生人口增长强劲，另一方面，小学生逐步进入初中、高中后，教材教辅的使用量将显著增加。两方面因素共同作用，将使得山东出版成为省内学生规模潜力十足的上市公司。

图表21：二胎逐步放开以来山东省出生人口增长最为明显



资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

图表22：二胎逐步放开以来山东省生育意愿强烈，生育率位居全国第一



资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

教材能力突出，自有版权教材及代理教材在山东省内市占率超过70%

K12 教材出版具有严格的资质审核。各公司出版教材有自主开发和租型出版两种方式，自主开发指公司所属出版社自主编写、出版自主版权的教材；租型出版指与原创出版单位签订代理合同，经授权在授权区域内出版教材。同时针对相应教材开发配套教辅。

自主开发的自主版权教材有助于出版公司巩固本省市场，提升本省市场市占率。对比来看，自主版权教材的毛利率略高于人教版租型教材。此外，自主版权教材可以面向全国销售，渗透省外市场。

基础教育教材方面，根据公司年报，2017年公司自有版权教材及代理教材在山东省内的市场占有率超过70%。公司作为国家教材重要出版基地之一，开发的“鲁版”国标学科教材共14科、30种、246册，包括鲁教版、鲁人版、鲁科版等多版本小学、初中、高中各科目教材。

具体为鲁人版小学品德与生活、小学品德与社会、初中思想品德（六三学制、五四学制）、高中语文；鲁教版五四制小学：品德与生活、品德与社会、音乐、美术、语文；五四制初中：语文、数学、英语、音乐、美术、地理、化学、历史、体育与健康，以及六三制初中化学、高中地理；鲁科版小学五四制英语，初中五四制生物、物理，鲁科版高中物理、化学；鲁美版小学品德与生活、小学品德与社会，高中美术。五四制教材除化学学科之外都属于共有知识产权、专有出版权的一套教材，其中初中数学是与北京师范大学出版社合编，小学英语是买断河北教育出版社著作权，其余学科均与人民教育出版社合编。

除在山东省内市场发行以外，公司教材教辅的销售也面向全国，已覆盖16个省。

基础教育教辅方面，2017年全年山东出版传媒教辅（含教辅读物）品种共计11000余种。影响力较突出的有：《基础训练》《金钥匙试卷》《分层检测卷》《非常学案》《学案导学》《伴你学高效导学》等。

公司充分把握国家教辅新政机遇，借助山东省内图书市场的发行渠道优势，积极推进教辅新书的选题、策划，出版的教辅品种不断增加。2008年，义务教育阶段《配套练习册》入选山东省教育厅评议推荐目录，2013年秋季学期开始，《高中同步练习册》入选山东省教育厅评议推荐目录。

深耕省内市场，公司是山东省教材和评议教辅唯一发行商

山东省对义务教育阶段中小学教材供应实行政府公开招标采购政策，公司旗下全资子公司新华书店集团已通过公开招标获取2017-2018年发行资质，是山东省唯一具备教材发行业务资质的公司。

此外，公司旗下的新华书店集团是山东省义务教育阶段和高中阶段评议教辅的唯一发行商。

一般图书方面拥有两家百佳出版单位，少儿门类实力强劲

公司旗下出版社人民社、明天社进入全国百佳出版单位行列。公司一般图书码洋效率高于市场平均水平，少儿门类实力强劲。根据开卷监测数据，2017年，公司在全国整体零售市场的码洋占有率为1.25%，整体图书收益能力优于综合零售整体市场上出版机构的平均水平，在少儿文学、少儿绘本、马列综合、历史、哲学、艺术综合、设计、原创文学、文学理论、数理化、医学骨科、农业等细分市场都有较好表现。2017年度公司26种图书登上开卷实体店市场三大畅销榜、5种图书登上网店市场三大畅销榜，66种次登上开卷2017年实体店、网店市场月度三大畅销榜。

公司少儿出版实力强劲，截止2017年末《笑猫日记》累计发行量超过5300万册，成为超级畅销书。在开卷2017年三大年度畅销榜的少儿榜TOP10中，《笑猫日记-樱花巷的秘密》、《猜猜我有多爱你》分列第5、6名。根据开卷数据，公司在零售市场第一大门类中的少儿类，具有品牌集群优势，2017年在实体店市场的出版效率达到2.67，为少儿类领先集团TOP10中最高者。

根据开卷监测数据,2017年,公司在少儿文学市场排名第3,其中实体店排名第2;少儿文学市场中,少儿小说实体店排名第2,少儿故事网店排名第2。《笑猫日记》累计发行量超过5300万册,成为超级畅销书,《阳光姐姐小书房》累计发行1200多万册,《辫子姐姐心灵花园》累计发行560多万册。公司在少儿绘本市场排名第4,其中实体店排名第2,《猜猜我有多爱你》为儿童绘本经典品牌,累计发行量超过250万册。公司与著名童书作家杨红樱、伍美珍、尚晓娜、郁雨君、庞婕蕾、曹文轩等均建立起良好的合作关系,童书品牌已经成为公司最具成长力和影响力的图书品牌。

此外,公司在马列综合、历史、哲学、艺术综合、设计、原创文学、文学理论、数理化、医学骨科、农业等细分市场都有较好表现。

根据开卷监测数据,2017年,公司在马列综合类图书市场排名第2,公职类考试丛书累计发行超过500万册。在艺术综合类图书市场排名第4,影视艺考丛书累计发行100万册。在设计类图书市场排名第5,其中设计综合类排名第2,平面设计类排名第7,《设计中的设计》长居设计类图书年度畅销榜前列,累计销量超过30万册。在骨科类图书市场排名第3,其中实体店排名第2。农业类图书市场排名第4,其中实体店排名第2。在健美健身图书市场排名第4,德拉威尔肌肉训练系列常居健美健身畅销榜前列,累计销售23万册。《怀孕圣经》畅销多年,累计销售60多万册,与期刊《妈妈宝宝》相互发力,成为国内知名的孕育品牌,并已形成纸质、网站、移动推送、广告、衍生品的产业链。

公司大众图书出版采取专业化经营管理模式。经过六十多年的发展传承,公司积累了丰富的出版资源及老中青结合、专业素质高的编辑队伍,并通过出品牌书、创品牌社的“双品工程”及其“金牌编辑”“新锐编辑”评选奖励机制,激发出版人才成长与创优的积极性。

发行业务将加强校园书店建设和门店升级改造

一般图书发行主要依靠子公司新华书店集团,2017年一般图书实现销售码洋14.49亿元,营业收入12.36亿元。根据《2016年新闻出版产业分析报告》,公司发行业务位列全国发行集团第六名。

截至2017年末,新华书店集团共有412家直营营业网点,经营面积约24万平方米。其中,综合性门店148家,校园书店192家,社区商圈书店29家,乡镇发行网点43家。上述网点中,114家为自有产权,298家为联营租赁(其中189家为合作免租方式)。

2018年,书店集团将进一步加强网点建设拓展的整体规划,重点加强校园书店的建设,并新建或改扩建部分区域中心门店。

盈利预测与估值

出版业务增长由学生数增长、教育出版研发能力提升、精品图书共同带动

2015-2017年，公司出版业务收入分别较上年增长了3.93%、3.73%及18.88%。出版业务收入的增长来自于（1）教材教辅方面，2015-2017年收入分别增长5.01%、3.66%、20.08%。公司充分把握国家教辅新政机遇，借助山东省内教图市场的发行渠道优势，积极推进教辅新书的选题、策划，出版的教辅品种不断增加。此外，部分中小学教材陆续改版，改版后教材印张增加、售价提高。（2）一般图书方面，2015-2017年收入分别增长4.54%、13.06%、15.45%。公司以图书消费市场需求为导向积极进行选题策划，不断推出精品图书，出书品种持续增加。公司出版的少儿、马列、学术文化、艺术、大农业等类别图书中已有多个书种在全国范围内的细分市场有较高影响力。

图表23：2014-2017年出版业务收入（万元）

	2014年	2015年	2016年	2017年
出版业务收入	174,315.51	181,173.87	187,939.93	223,422.61
YoY	9.25%	3.93%	3.73%	18.88%
教材教辅	133,905.79	140,612.04	145,763.12	175,029.76
YoY	8.90%	5.01%	3.66%	20.08%
占比	76.82%	77.61%	77.56%	78.34%
一般图书	28,469.81	29,761.64	33,648.14	38,845.78
YoY	13.97%	4.54%	13.06%	15.45%
占比	16.33%	16.43%	17.90%	17.39%
音像制品	3,732.06	5,850.65	5,499.85	
YoY	-12.55%	56.77%	-6.00%	
占比	2.14%	3.23%	2.93%	
其他	8,207.86	4,949.54	3,028.83	
YoY	11.85%	-39.70%	-38.81%	
占比	4.71%	2.73%	1.61%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

发行业务增长由深耕市场、门店升级、多渠道销售带动

2015-2017年，公司发行业务收入分别较上年增长了4.85%、10.12%及14.99%。发行业务收入增长来自于（1）教材教辅方面，2015-2017年收入分别增长9.75%、10.70%、11.91%。公司进一步加大了教辅类图书的市场开拓力度，进行了教辅市场的区域精耕，重点加大了高中教辅类图书的发行力度；各级门店积极推进经营升级，通过改善阅读环境、增加适销书品等有效提高了读者的消费粘性和图书的动销率，带动了门店销售额的提高。（2）一般图书方面，2015-2017年收入分别增长-6.60%、3.65%、10.75%。门店升级改造带动一般图书销售。若剔除2014年上述馆配图书取得的发行收入，2015年一般图书销售收入同比增加17.10%。新华书店集团借助“智慧书城”“新华阅购”两个自建线上平台挖掘销售潜力。2017年新华书店集团一般图书销售码洋14.49亿元，营业收入12.36亿元。

图表24： 2014-2017年发行业务收入（万元）

	2014年	2015年	2016年	2017年
发行业务收入	447081.25	468755.12	516206.36	593563.38
YoY	10.27%	4.85%	10.12%	14.99%
教材教辅	316794.88	347695.50	384903.64	430762.44
YoY	7.16%	9.75%	10.70%	11.91%
占比	70.86%	74.17%	74.56%	72.57%
一般图书	115303.77	107693.42	111623.74	123620.69
YoY	17.72%	-6.60%	3.65%	10.75%
占比	25.79%	22.97%	21.62%	20.83%
音像制品	4422.52	4127.15	3546.70	
YoY	-33.46%	-6.68%	-14.06%	
占比	0.99%	0.88%	0.69%	
其他	10560.08	9239.04	16132.28	
YoY	102.25%	-12.51%	74.61%	
占比	2.36%	1.97%	3.13%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计未来教材教辅保持稳健增长，少儿类图书增速与行业同步

主营业务收入方面，按教材教辅出版发行业务、一般图书出版发行业务、物资贸易业务、印刷业务分别预测。

教材教辅业务：在校学生数规模增长以及教材教辅开发工作持续推进，有望稳健增长。教材教辅出版业务 2018 上半年增长 14.8%，保守预计下半年增长 10%，预计 2018-2020 年教材教辅出版业务增速分别为 11.94%、10.0%、8.0%。教材教辅发行延续过去较为稳定的增长趋势，预计 2018-2020 年增速分别为 10.0%、10.0%、10.0%。

一般图书：公司旗下明天出版社是著名的学前教育出版社，其营收规模为 25 亿元左右，除 K12 教材教辅业务之外，来自于幼儿和少儿出版的营收约为 4 亿元左右。由于少儿图书行业增速 2018 年上半年略有下滑至 15% 左右，预计公司 2018 下半年一般图书增速与行业增速同步，增长 15%。预计 2019-2020 年图书行业增速逐步回落至 10% 左右。因此我们预期 2018-2020 年一般图书出版业务增速分别为 23.44%、10.0%、10.0%。一般性图书发行业务主要来自省内新华书店的门店零售，行业层面线下图书零售规模基本维持在年规模 330-350 亿元上下波动，预计优越的地位和逐步进行的门店改造计划将为门店零售带来增长，预计 2018-2020 年一般图书发行业务增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%。

物资贸易业务、印刷业务：均为出版发行的配套产业链上游，规模增长较为稳定，预计 2018-2020 年增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%

毛利率方面，公司按出版业务、发行业务、物资贸易、印刷业务分别披露。

出版业务毛利率由于纸张成本的上升，2016-2017 毛利率有所下降，目前纸价仍处在高位，2018 年下半年有望见顶回落，预计 2018 年毛利率较 2017 年仍有小幅下降，预计 2018-2020 年毛利率为 32.0%、32.0%、32.0%。

发行业务毛利率由于收入增加带来的规模效应毛利率逐渐提升，预计 2018-2020 年毛利率为 35.5%、36.0%、36.5%

物资业务、印刷业务由于规模效应毛利率逐年小幅提升，预计物资业务 2018-2020 年毛利率分别为 6.0%、6.3%、6.6%，预计印刷业务 2018-2020 年毛利率分别为 20.0%、20.2%、20.4%。

费用方面，销售费用率自2014年以来逐年小幅增长，主要由于公司业务结构中，边际销售费用低的物资贸易业务比重逐步下降，而边际销售费用高的出版发行业务占比逐步上升。此外公司加大品牌宣传和市场推广力度也带来销售费用增加。预计未来销售费用率稳中有升，预计2018-2020年销售费用率分别为8.9%、9.1%、9.3%。

管理费用方面，公司管理费用率稳中有降，预计2018-2020年费用率分别为11.3%、11.2%、11.1%。

图表25：盈利核心假设（单位：百万元）

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,750.31	8,033.96	8,900.92	9,857.01	10,455.54	11,122.75
	3.59%	3.66%	10.79%	10.74%	6.07%	6.38%
出版	1,812	1,879	2,234	2,469	2,713	2,938
	3.93%	3.73%	18.88%	10.50%	9.88%	8.30%
一般图书	1,406.12	1,457.63	1,750.30	1,959	2,155	2,328
YOY	5.01%	3.66%	20.08%	11.94%	10.00%	8.00%
教材教辅	297.62	336.48	388.46	480	527	580
	4.54%	13.06%	15.45%	23.44%	10.00%	10.00%
发行	4,688	5,162	5,936	6,297	6,675	7,075
	4.85%	10.12%	14.99%	6.09%	6.00%	6.00%
一般图书	3,476.96	3,849.04	4,307.62	4,738	5,212	5,733
	9.75%	10.70%	11.91%	10.00%	10.00%	10.00%
教材教辅	1,076.93	1,116.24	1,236.21	1,298	1,363	1,431
	-6.60%	3.65%	10.75%	5.00%	5.00%	5.00%
物资贸易	2,796	2,500	2,582	3,062	3,215	3,375
	7.88%	-10.60%	3.29%	5.00%	5.00%	5.00%
印务	190	203	222	233	245	257
	14.85%	6.66%	9.61%	5.00%	5.00%	5.00%
主营业务综合毛利率	31.52%	32.79%	35.15%	36.26%	36.85%	37.81%
出版业务	33.47%	33.25%	32.43%	32.00%	32.00%	32.00%
发行业务	33.46%	34.44%	34.98%	35.50%	36.00%	36.50%
物资贸易	4.09%	4.41%	5.68%	6.00%	6.30%	6.60%
印刷业务	18.67%	19.21%	19.74%	20.00%	20.20%	20.40%

资料来源：华泰证券研究所

盈利预测和估值

我们预测公司2018-2020年将实现营业收入98.57、104.56、111.23亿元，营收增速分别为10.7%、6.1%、6.4%，将实现归母净利润15.02、16.55、18.64亿元，归母净利润增速分别为10.0%、10.2%、12.7%，EPS分别为0.72、0.79、0.89元。参考同行业可比公司2018年平均PE 10.5 X，给予公司2018年PE 10-12X的估值，目标市值150-180亿，目标价7.20-8.64元，首次覆盖给予增持评级。

图表26：可比公司估值表（2018.10.19）

Wind 代码	股票简称	预期来源	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	PE			净利润(亿元)		
					17A	18E	19E	17A	18E	19E
601098.SH	中南传媒	WIND 一致预期	202	71	13.4	15.0	14.3	15.13	13.47	14.09
601811.SH	新华文轩	WIND 一致预期	85	16	9.2	9.3	8.6	9.24	9.15	9.87
000719.SZ	中原传媒	WIND 一致预期	67	15	9.7	8.6	7.9	6.93	7.82	8.43
601900.SH	南方传媒	WIND 一致预期	60	12	9.8	8.6	7.5	6.11	7.01	8.00
600229.SH	城市传媒	WIND 一致预期	43	18	13.0	11.3	9.5	3.29	3.79	4.50
	平均				11.0	10.5	9.6			
	中位数				9.8	9.3	8.6			

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1、教材统编等政策范围扩大

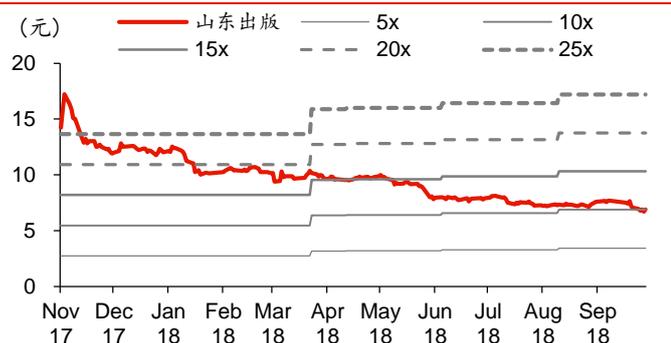
教育部对道德与法治、语文、历史教材三科教材统编统用，2017年9月起三年实现全覆盖，上市公司对于统编教材通过租型的方式在省内进行出版发行，毛利率低于自编教材。若教材统编范围由三科继续扩大，将会对上市公司自编教材产生一定冲击。

2、新生儿数量大幅下滑

学生数是教育出版的基础，若新生儿数量大幅下滑，将会对 5-10 年后教育出版的学生基础产生较大影响。

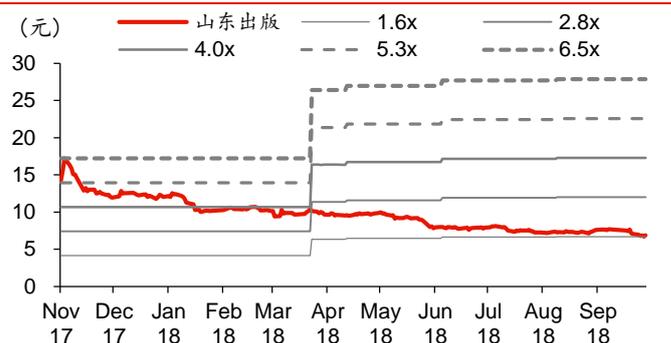
PE/PB - Bands

图表27: 山东出版历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 山东出版历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,610	9,867	11,700	13,435	15,454
现金	3,498	6,111	8,225	9,778	11,613
应收账款	824.18	1,204	998.45	1,060	1,178
其他应收账款	58.14	62.97	61.67	61.04	67.38
预付账款	169.62	226.41	202.07	220.75	235.58
存货	1,334	1,508	1,432	1,507	1,575
其他流动资产	725.99	755.08	780.64	808.84	784.31
非流动资产	3,319	3,514	3,498	3,448	3,398
长期投资	2.38	1.60	2.40	2.25	2.16
固定投资	1,466	1,671	1,786	1,826	1,826
无形资产	740.72	754.08	734.08	714.08	694.08
其他非流动资产	1,110	1,087	975.48	906.03	875.28
资产总计	9,930	13,380	15,198	16,884	18,851
流动负债	3,335	3,321	3,966	4,035	4,156
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,905	2,086	2,279	2,362	2,481
其他流动负债	1,431	1,234	1,687	1,673	1,675
非流动负债	1,500	1,355	1,485	1,447	1,429
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,500	1,355	1,485	1,447	1,429
负债合计	4,835	4,675	5,451	5,481	5,585
少数股东权益	5.02	2.14	2.14	2.14	2.14
股本	1,820	2,087	2,087	2,087	2,087
资本公积	(155.61)	2,186	2,186	2,186	2,186
留存公积	3,494	4,458	5,473	7,127	8,991
归属母公司股东权益	5,090	8,703	9,746	11,400	13,264
负债和股东权益	9,930	13,380	15,198	16,884	18,851

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,166	659.66	2,631	1,576	1,849
净利润	1,047	1,359	1,502	1,655	1,864
折旧摊销	177.94	200.06	148.67	157.19	163.20
财务费用	(23.46)	(23.94)	(43.01)	(54.01)	(64.17)
投资损失	(23.56)	(22.41)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(113.59)	(946.03)	1,004	(137.94)	(97.14)
其他经营现金	101.17	92.99	48.91	(14.21)	13.39
投资活动现金	(248.07)	(264.06)	(100.10)	(78.24)	(78.77)
资本支出	250.09	403.30	70.00	70.00	70.00
长期投资	40.00	(108.56)	20.56	(1.76)	(1.23)
其他投资现金	42.01	30.69	(9.54)	(10.00)	(10.00)
筹资活动现金	(582.05)	2,198	(416.11)	55.01	65.17
短期借款	(1.93)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	266.90	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.00	2,341	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(586.12)	(409.92)	(416.11)	55.01	65.17
现金净增加额	336.07	2,594	2,115	1,552	1,836

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,034	8,901	9,857	10,456	11,123
营业成本	5,400	5,772	6,283	6,603	6,917
营业税金及附加	51.60	58.48	69.00	73.19	77.86
营业费用	695.04	778.39	877.27	951.45	1,034
管理费用	938.87	1,014	1,114	1,171	1,235
财务费用	(23.46)	(23.94)	(43.01)	(54.01)	(64.17)
资产减值损失	77.44	69.05	70.00	70.00	70.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.56	22.41	30.00	30.00	30.00
营业利润	922.77	1,362	1,517	1,671	1,883
营业外收入	142.24	5.54	10.00	10.00	10.00
营业外支出	16.09	12.15	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,049	1,356	1,517	1,671	1,883
所得税	1.43	(3.22)	15.17	16.71	18.83
净利润	1,047	1,359	1,502	1,655	1,864
少数股东损益	0.19	(5.83)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,047	1,365	1,502	1,655	1,864
EBITDA	1,077	1,538	1,623	1,774	1,982
EPS (元, 基本)	0.58	0.65	0.72	0.79	0.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	3.66	10.79	10.74	6.07	6.38
营业利润	4.51	47.64	11.34	10.17	12.66
归属母公司净利润	6.41	30.32	10.03	10.17	12.66
获利能力 (%)					
毛利率	32.79	35.15	36.26	36.85	37.81
净利率	13.04	15.33	15.23	15.82	16.76
ROE	20.58	15.68	15.41	14.51	14.05
ROIC	38.12	39.43	60.37	64.96	73.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.69	34.94	35.86	32.47	29.63
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.98	2.97	2.95	3.33	3.72
速动比率	1.58	2.39	2.49	2.85	3.23
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.76	0.69	0.65	0.62
应收账款周转率	10.06	7.85	7.47	8.48	8.30
应付账款周转率	2.85	2.89	2.88	2.85	2.86
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.65	0.72	0.79	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.32	1.26	0.76	0.89
每股净资产(最新摊薄)	2.44	4.17	4.67	5.46	6.36
估值比率					
PE (倍)	13.33	10.23	9.30	8.44	7.49
PB (倍)	2.74	1.60	1.43	1.22	1.05
EV_EBITDA (倍)	6.70	4.69	4.45	4.07	3.64

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com