



“A+H”双板上市的出版发行旗舰

投资要点

- 两地上市,业绩稳步增长:**公司是西南地区出版发行龙头企业,于2007和2016年分别登陆香港联交所和上海交易所,是国内首家“A+H”两地上市的出版发行公司。借助资本市场优势,公司已形成覆盖出版发行全产业链的战略格局,2016前三季度实现营业收入43.5亿元,同比增长11.3%,归母净利润4.8亿元,同比增长2.3%,业绩稳步提升。
- 背靠四川新华发行集团,渠道遍布全国。**公司继承了四川新华发行集团全部发行主业资产,2016年上半年,公司发行业务实现营收24.9亿元,同比增长8.9%,其中互联网渠道贡献4.5亿,同比增长33.5%,是增长最快的领域。公司渠道布局全面,覆盖现有出版发行业所有渠道类型,已构建了扎根四川省,辐射全中国的销售渠道网络:1)由18个市级管理机构、116个市县分公司组成的省内征订渠道网络;2)拥有近200家覆盖四川省的连锁零售渠道;3)覆盖全国25个省区的近1000家商超书店网络;4)以“文轩网”、“九月网”为核心的互联网销售平台。同时,公司将新建“西部文化物流配送基地”,整合物流配送资源,打造现代化物流体系。
- 传统出版稳步经营,数字出版占得先机。**公司对旗下11家图书音像出版单位、13个报刊品牌进行专业化管理,旨在集中资源优势,专注打造内容产业的精品力作,获得多项国家出版大奖。2016年上半年,公司出版业实现营收5亿元,同比减少18%,主要受春季开学时间影响,部分教育类产品已于上年度确认收入。国家政策鼓励国有文化企业实行跨地区、跨行业兼并重组,公司依托强大的资本市场优势有望成为文化产业跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制的战略重组的主导者和先行者。顺应行业发展趋势,公司积极探索数字出版转型之路,在教育数字出版、大众和专业数字出版方面均取得进展,先行优势显著。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2016-2018年归母净利润为7.1亿、7.5亿和7.8亿元,未来三年将保持6.4%的复合增长率,对应的EPS分别为0.57元、0.60元和0.63元。公司是国内首家“A+H”双板上市的出版发行集团,覆盖出版发行全产业链,深入挖掘互联网渠道,领先布局数字出版业务,我们看好公司未来大文化产业布局,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**宏观经济不景气的风险,行业竞争过于激烈的风险,跨区域发展不及预期的风险,规模扩张带来的管理风险。

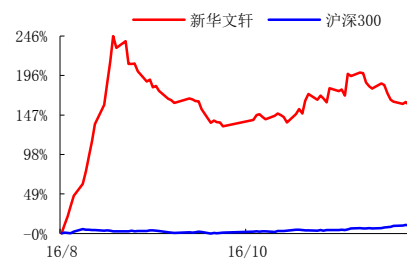
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5732.69	6470.98	6723.69	7031.84
增长率	5.85%	12.88%	3.91%	4.58%
归属母公司净利润(百万元)	647.27	705.55	746.20	780.40
增长率	2.29%	9.00%	5.76%	4.58%
每股收益EPS(元)	0.52	0.57	0.60	0.63
净资产收益率ROE	8.49%	11.91%	11.87%	11.75%
PE	51	47	45	43
PB	4.60	5.89	5.56	5.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.34
流通A股(亿股)	0.99
52周内股价区间(元)	10.25-35.42
总市值(亿元)	328.57
总资产(亿元)	120.06
每股净资产(元)	6.52

相关研究

目 录

1 公司概况：“A+H”双板上市的出版发行企业	1
2 产业链解构：出版、发行环节是核心	3
3 互联网渠道引领发行业务稳步增长	4
3.1 阅读习惯改变助推辅业爆发式增长	4
3.2 总发权解绑，传统格局受到挑战	4
3.3 背靠四川新华发行集团，渠道优势显著	5
4 坐拥优质出版资源，资本优势助力腾飞	6
4.1 传统业务盈利稳健，数字出版发展迅猛	6
4.2 “二孩”政策放开，义务教育教材教辅需求上升	7
4.3 专业分工铸造精品，数字出版占得先机	7
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2011 以来公司营业收入及增速情况.....	1
图 3: 2011 年以来公司净利润及增速情况.....	1
图 4: 公司 2015 年主营业务结构情况.....	2
图 5: 公司 2015 年毛利占比情况.....	2
图 6: 公司股权结构.....	2
图 7: 出版发行业产业链结构.....	3
图 8: 2010-2015 年全国国民阅读调查结果.....	4
图 9: 2006、2015 年全国出版物、非出版物销售额对比.....	4
图 10: 2011 以来公司发行业务营业收入.....	5
图 11: 公司发行业务渠道结构.....	5
图 12: 2011-2015 年全国新闻出版产业市场规模.....	6
图 13: 2015 年全国出版发行业产业结构.....	6
图 14: 我国历年新生儿数量（单位：万人）.....	7
图 15: 我国在校生人口结构（单位：万人）.....	7
图 16: 2011 年以来公司出版业务营业收入.....	8
图 17: 公司出版业务收入结构.....	8

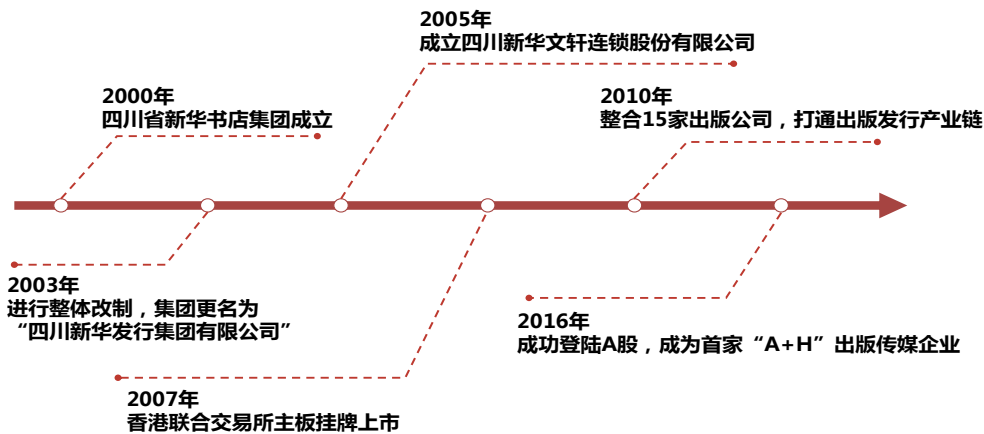
表 目 录

表 1: 新华文轩发行前后股权结构对比（单位：百万股）.....	2
表 2: 图书出版发行业收入分配情况.....	3
表 3: 2015 年度国内综合评价前十位的发行集团（按经济规模排名）.....	5
表 4: 近年公司及旗下出版单位所获奖项一览.....	7
表 5: 分业务收入及毛利率.....	9
附表: 财务预测与估值.....	11

1 公司概况：“A+H”双板上市的出版发行企业

公司是西南地区出版发行龙头企业，成立于 2005 年，是由四川新华发行集团在重组改制基础上，联合成都华盛集团、四川出版集团、川报集团、四川少儿出版社和辽宁出版集团发起设立的。公司继承了四川新华发行集团的发行资产和四川出版集团旗下出版资产，是集出版物生产、加工、销售和文化产业发展于一体的文化产业经营实体。公司分别于 2007 年、2016 年在香港联交所和上交所上市，是国内首家“A+H”两地上市的出版发行企业。

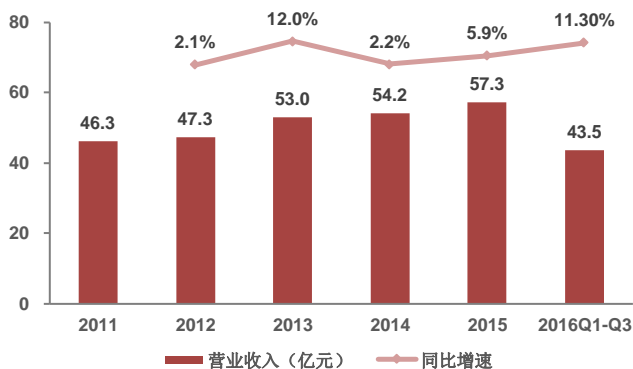
图 1：公司发展历程



数据来源：西南证券

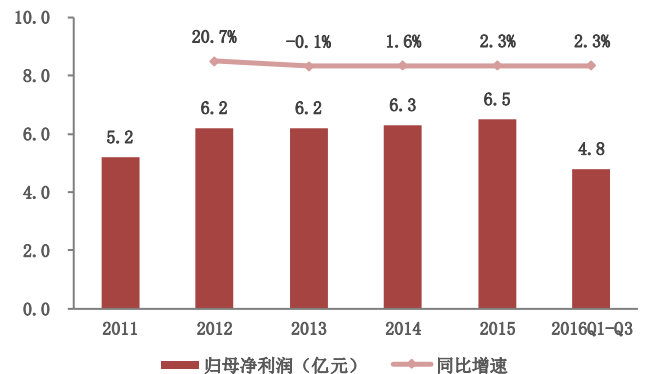
公司业绩状况：近年，公司营收和利润规模保持稳步增长，2011-2015 年复合增速分别为 5.5%和 5.8%，主要得益于互联网销售业务及教育服务业务销售的增长。2013 年公司营业收入增长高达 12%，主要是因为公司当年积极准备 A 股上市事宜，剥离了房地产等非核心业务，并将出售收益计入一般营运资金。公司归母净利润近几年均维持在 6 亿左右，增长幅度有所下降。2016 年前三季度，公司实现营业收入 43.5 亿元，同比增长 11.3%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 2.3%，业绩变动主要系电商业务、数字化教学业务增长导致。

图 2：2011 年以来公司营业收入及增速情况



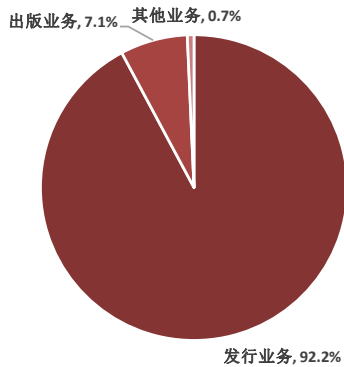
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2011 年以来公司净利润及增速情况

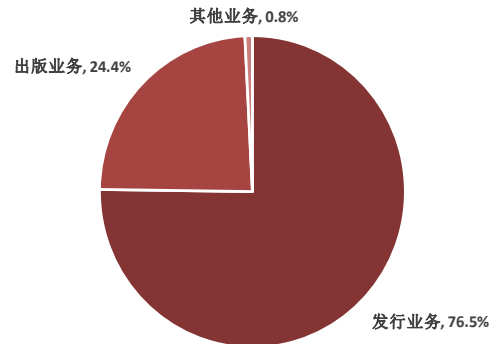


数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务结构：公司营收主要来源于发行和出版业务，占比达 99.3%，其中发行业务占比 92.2%，贡献 76.5%毛利，是公司最大的收入来源；出版占比 7.1%，以其较高的毛利率水平贡献 24.4%毛利，是公司业绩的有力补充。

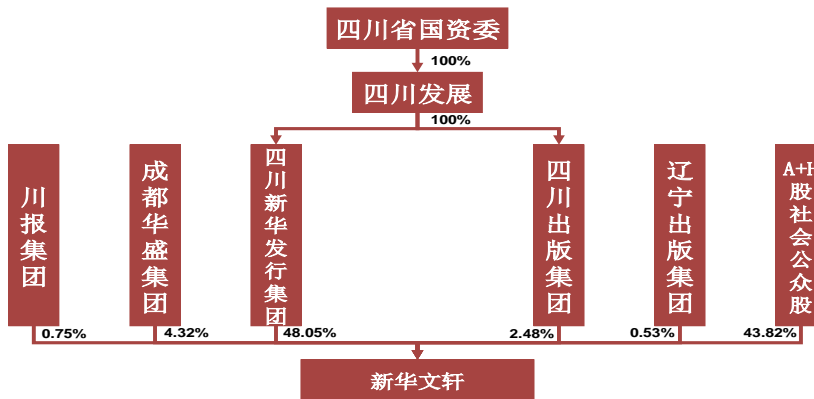
图 4：公司 2015 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2015 年毛利占比情况


数据来源：Wind，西南证券整理

股权结构：公司是由四川新华发行集团联合成都华盛集团、四川出版集团、传报集团、四川少儿出版社和辽宁集团发起设立。其中四川新华发行集团持有 48.05%股权，为公司控股股东，四川省国资委通过四川新华发行集团和四川出版集团间接持有公司 50.53%股权，为公司实际控制人。发行前公司的总股本为 11.35 亿股，本次向社会公开发行 9871 万股新股，发行后公司的总股本为 12.34 亿股。

图 6：公司股权结构


数据来源：招股书，西南证券整理

表 1：新华文轩发行前后股权结构对比（单位：百万股）

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
四川新华发行集团	592.51	52.22%	592.81	48.05%
四川出版集团	31.05	2.74%	30.75	2.48%
川报集团	9.41	0.83%	9.26	0.75%
辽宁出版集团	6.59	0.58%	6.49	0.53%

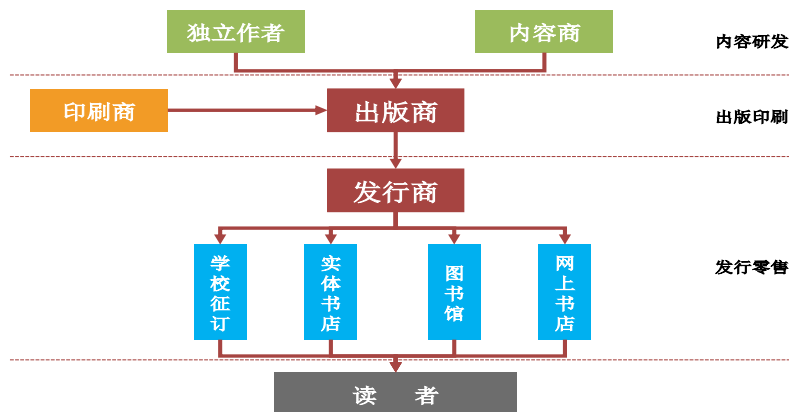
股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
成都华盛集团	53.34	4.70%	53.34	4.32%
全国社保基金	-	-	0.73	0.06%
其他 A 股股东	-	-	98.71	8.00%
H 股社会公众股	441.94	38.93%	441.94	35.82%
合计	1135.13	100%	1233.84	100.00%

数据来源：招股书，西南证券整理

2 产业链解构：出版、发行环节是核心

出版发行业的产业链包含内容研发、出版印刷和发行零售等环节。其中，内容研发主要以专业结构、工作室或者个人的形式存在，通过向各出版社提供内容服务收取稿酬或版税的形式盈利。出版印刷环节在相关政策法规规范下，对内容研发环节提供的稿件进行审核，并进行印刷和装订。发行零售环节向出版商采购图书，并经过不同渠道将图书出售给读者。

图 7：出版发行业产业链结构



数据来源：西南证券

根据产研智库数据，以占码洋的比例来测算，出版发行业整体收入在内容研发、出版印刷和发行零售等环节的分配比例大概是 10%、30%和 50%，此外还有 10%的其他费用。可见，出版发行业的整体利润被出版印刷和发行零售环节占有，而内容研发环节相对弱势，盈利较少。

表 2：图书出版发行业收入分配情况

产业链环节	内容研发	出版	印刷	发行	零售	其他费用
占码洋比例	10%	10%	20%	20%	30%	10%

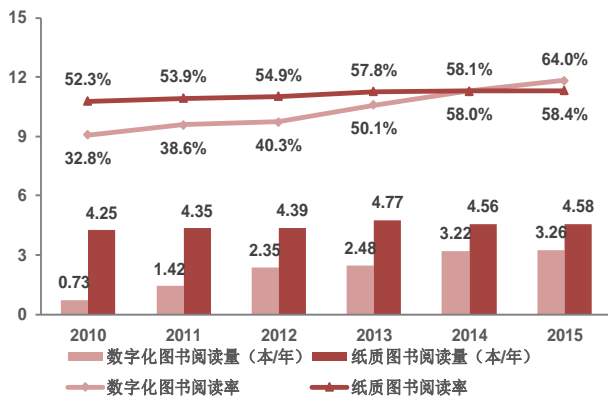
数据来源：产研智库，西南证券整理

3 互联网渠道引领发行业务稳步增长

3.1 阅读习惯改变助推辅业爆发式增长

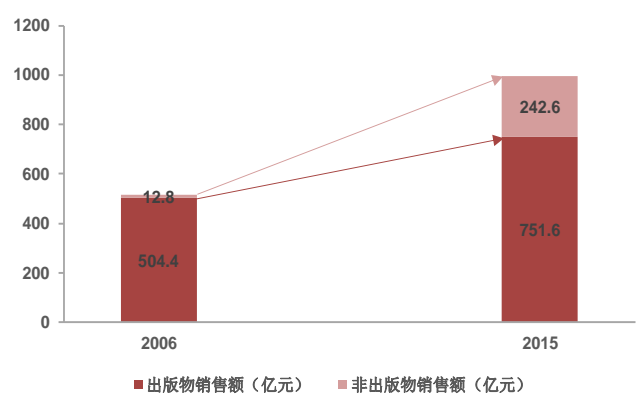
随着科学技术突飞猛进的发展，人们获取信息的途径日益多元化，加上生活节奏加快，国民阅读方式和阅读载体发生很大变化，数字化阅读逐渐成为新的潮流。2010-2015年，我国数字化阅读率和阅读量增长迅速，增幅远超传统纸质图书，2015年数字化图书阅读率首次超过纸质图书阅读率。数字化阅读的兴起一定程度上抑制了传统图书市场需求的增长。

图 8：2010-2015 年全国国民阅读调查结果



数据来源：《全国国民阅读调查报告》，西南证券整理

图 9：2006、2015 年全国出版物、非出版物销售额对比



数据来源：中国出版网，西南证券整理

受大众阅读方式、阅读载体改变的影响，全国新华书店系统、出版社自办发行单位图书销售数量呈螺旋走向，销售数量从 2001 年的 69.3 亿册下降至 2015 年的 63.7 亿册。然而，受同期图书平均印张单价持续增长的影响，全国图书销售额从 2001 年的 409 亿元持续增长至 2015 年的 752 亿元，增幅为 84%，年均复合增长率为 4.5%。尽管如此，同期全国图书出版定价金额从 467 亿元增长至 1476 亿元，增幅为 216%，相较之下图书发行业务受影响仍较为明显。在此影响下，出版发行业务加速转型，开始多元化经营，大力发展辅业——非出版物商品销售。2006-2015 年，非出版物商品销售金额从 12.8 亿元增长至 242.6 亿元，复合增速达 38.7%。2006 年其与出版物发行业务主业图书销售的规模相比为 1:39，2015 年二者规模相比为 1:3，体现了非出版物商品销售在出版物发行业务中的经营比重增长势头强劲。

3.2 总发权解绑，传统格局受到挑战

从渠道来讲，我国图书发行市场主要分为国有渠道、各类民营书店和其他。其中，国有渠道包括国有新华书店、邮政系统和出版社自办发行，民营渠道为民营批发企业和集个体零售商。2003 年 9 月重新修订的《出版物市场管理规定》不再将总发行权和全国连锁经营权的准入条件限定于“国有”资本，向民营全面放开，民营书店借此契机充分发挥其机制灵活、快速应对市场需求变化的优势，大力拓展图书发行业务。目前各地已经出现了一批具有一定规模的民营图书发行企业，这些民营书店创造了多种经营模式并实现盈利性扩张。同时，各地新华书店也开始区域竞争和集团化经营，初步形成了 27 家新华书店发行集团，在图书发行领域的绝对优势地位依旧强大。此外，随着电子技术的发展、网络普及率的提高，网上书店的销售份额迅速增加。如运营较为成功的当当网、卓越网等网上书店，其发展潜力及在发行领域内的竞争力，未来将有更大拓展。

3.3 背靠四川新华发行集团，渠道优势显著

公司是国内图书出版发行行业龙头，继承了四川新华发行集团全部发行主业资产。四川新华发行集团是国内综合实力排名前列的发行集团，连续六年名列中国发行集团排名前两名，连续入选由光明日报社和经济日报社联合评选的五届“中国文化企业 30 强”名单。

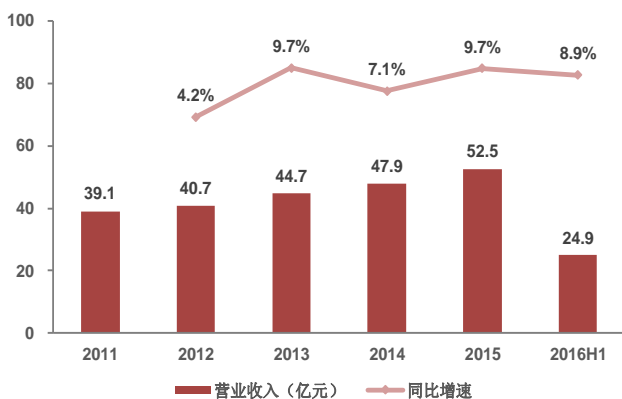
表 3：2015 年度国内综合评价前十位的发行集团（按经济规模排名）

综合排名	集团名称	综合得分	2014 年排名	排名变化
1	安徽新华发行（集团）控股有限公司	3.5047	1	0
2	四川新华发行集团有限公司	2.0019	2	0
3	湖南省新华书店有限责任公司	1.2257	3	0
4	浙江省新华书店集团有限公司	0.7177	4	0
5	江西新华发行集团有限公司	0.7098	5	0
6	河北省新华书店有限责任公司	0.4643	9	3
7	山东新华书店集团有限公司	0.3345	6	-1
8	上海新华发行集团有限公司	0.3042	7	-1
9	河南省新华书店发行集团有限公司	0.2856	8	-1
10	重庆新华书店集团公司	0.1728	10	0

数据来源：《2015 年新闻出版产业分析报告》，西南证券整理

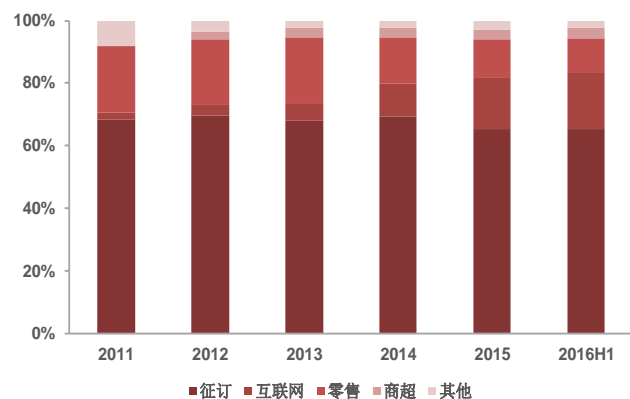
近年，公司发行业务实现平稳增长，2010-2015 年复合增速达 7.6%，主要系公司积极开拓市场，征订业务、互联网销售及商超等业务收入增长所致。2016 年上半年，公司发行业务实现营业收入 24.9 亿元，同比增长 8.9%，其中征订渠道 16.3 亿、零售渠道 2.7 亿、商超渠道 0.8 亿、互联网 4.5 亿元。随着国内电子商务消费兴起，公司通过提升电商商品组织能力与物流配送能力，拓展互联网销售渠道，互联网销售业务延续了高速增长的发展态势，成为公司发行业务板块增长最快的子板块。

图 10：2011 年以来公司发行业务营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：公司发行业务渠道结构



数据来源：Wind，西南证券整理

渠道布局全面，优势显著

公司拥有完善的渠道网络资源，覆盖现有出版发行行业所有渠道类型，包括征订、零售、商超和互联网等。

- 1) **征订渠道：**公司不仅在四川省内构建了一个由 18 个市级管理机构、116 个市、县分公司组成的销售网络，在北京、重庆、云南、贵州等地设有拓展中心（或服务中心）。公司征订渠道凭借出色的渠道控制能力，保持了助学类读物销售的稳定增长。截至 2015 年，助学类读物销售占教材及助学类读物总销售的比例由 2007 年的 38.78% 提高到 56.11%，显示出征订渠道出色的市场化运作能力。
- 2) **零售渠道：**公司是四川省出版物零售行业旗舰企业，拥有近 200 家门店，覆盖四川省各市、县（区），构建了营业面积近 20 万平方米的连锁销售网络，设有西南书城、成都购书中心、天府书城等知名书城。同时，公司致力于发展文轩会员俱乐部培养忠实客户，如今已拥有近 32 万俱乐部会员。
- 3) **商超渠道：**公司自 2012 年起涉足“超市书店”业务，致力于构建国内最大的商超书店连锁网络。目前，本公司已与沃尔玛、家乐福、大润发等大型商超集团签订了合作协议，形成了覆盖全国 25 个省区、近 1,000 家商超书店网络规模。
- 4) **互联网渠道：**公司成立了“文轩网”和“九月网”开展互联网销售。其中，文轩网发展迅速，已成为仅次于当当网、卓越网等的国内互联网书店著名品牌，2015 年，文轩在线被商务部评为“2015-2016 年度电子商务示范企业”。2015 年，公司通过互联网渠道销售码洋超过了 13 亿元，成为公司发行业务的有力补充。

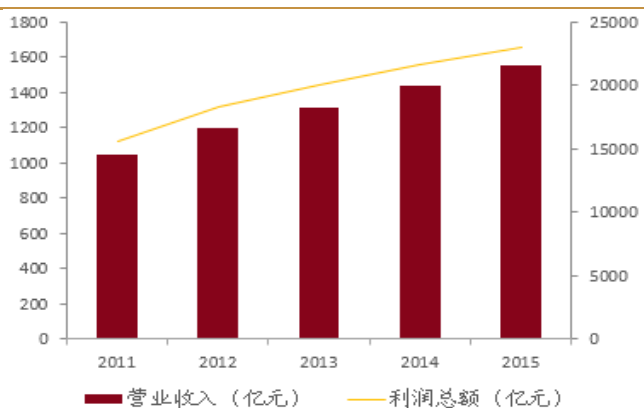
此外，公司拥有国内唯一的全国性分销网络，在全国设有 24 家销售分公司，辐射全国 700 多个目标城市。公司强大的渠道布局不仅满足消费用户差异化需求，同时也确保了公司产品广泛的市场覆盖，加强公司在产业链上的优势地位。

4 坐拥优质出版资源，资本优势助力腾飞

4.1 传统业务盈利稳健，数字出版发展迅猛

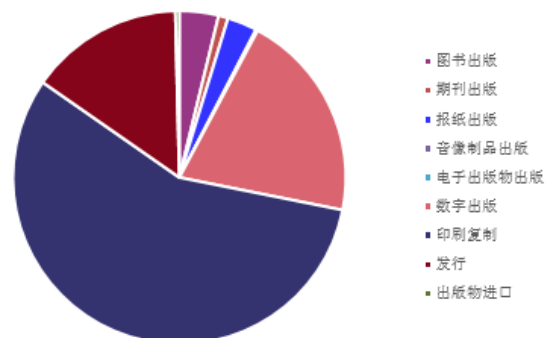
根据《2015 年新闻出版产业分析报告》，2015 年全国出版、印刷和发行服务业实现营业收入 2.2 万亿元，同比增长 8.5%，利润总额 1662 亿元，同比增长 6.3%，表明新闻出版产业在国民经济“新常态”背景下仍继续保持了较好的可持续发展态势。其中，数字出版作为新兴产业类别，增长动力强劲。

图 12：2011-2015 年全国新闻出版产业市场规模



数据来源：《新闻出版产业分析报告》，西南证券整理

图 13：2015 年全国出版发行业产业结构



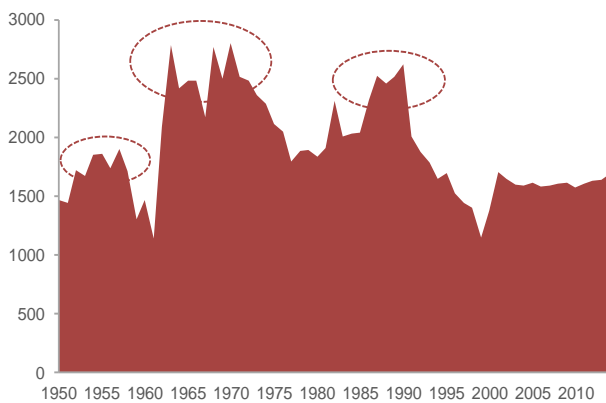
数据来源：《新闻出版产业分析报告》，西南证券整理

2015年，全国数字出版实现营业收入4404亿元，同比增长30%，利润总额266亿元，同比增长33%，增长速度在新闻出版各类别中继续名列前茅，总体经济规模超过出版物发行，跃居行业第二。由于其海量存储、搜索便捷、传输快速、成本低廉、互动性强等特点，数字出版仍将进一步快速增长，并渗透到出版发行产业链的各个环节。而目前优质数字内容缺乏，同质化严重和版权保护是制约数字出版产业进一步发展的一大障碍。未来，在产业发展需要和传统内容提供商数字化进程不断加快、话语权不断提升的情况下，数字出版将在内容生产和提供环节实现更大的突破。

4.2 “二孩”政策放开，义务教育教材教辅需求上升

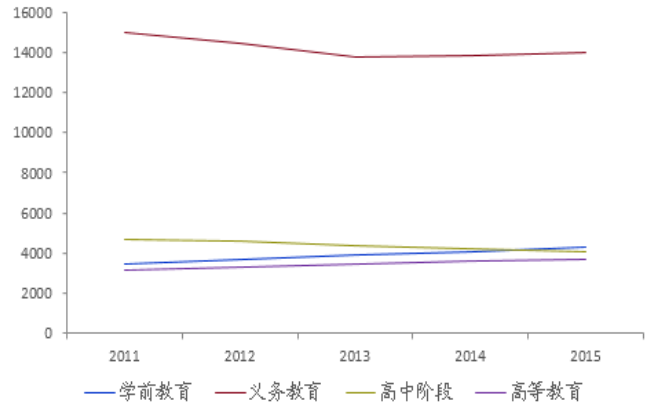
近年来，我国义务教育在校学生人数一直处于下降状态，但随着80后及90后人口逐步步入生育年龄，预计在未来5-10年中我国在校学生人数有望触底回升呈增长态势。2015年，“二孩”政策落地，我国在校学生人数预计将出现进一步增长。随着人口年龄结构的调整，中小学教材教辅出版的需求也将相应上升。此外，学前教育、高中专教育、高等教育及职业教育的在校生人数也将处于同等上升趋势，各类教育的教材及专业图书需求相应也会上升。

图 14：我国历年新生儿数量（单位：万人）



数据来源：世界人口网，西南证券

图 15：我国在校人口结构（单位：万人）



数据来源：教育部，西南证券

4.3 专业分工铸造精品，数字出版占得先机

2010年，公司收购四川出版集团旗下四川人民出版社等十五家出版资源，大规模涉入上游出版业务领域，并对旗下出版资源采取专业化分工，集中资源发展自身特长，最大程度避免产品同质化、减少内部冲突，从而提高在细分领域的竞争力。在专业化管理模式下，公司旗下11家图书及电子音像出版单位、13个报刊品牌专注打造内容产业的精品力作，在其各自专业领域分别获得一系列卓越成就，先后获得十项“中国出版政府奖”、十五项“中国优秀出版物奖”和三项“中宣部精神文明建设‘五个一工程’奖”等国家出版大奖。

表 4：近年公司及旗下出版单位所获奖项一览

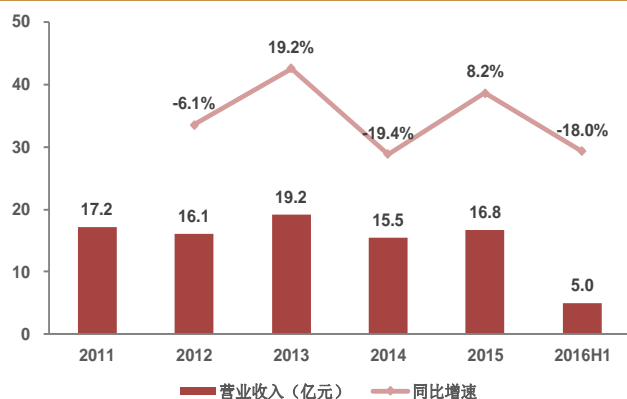
年份	所获荣誉
2016年	(1) 商务部、中宣部、财政部、文化部、国家新闻出版广电总局等国家五部委联合评选的“2015-2016年度国家文化出口重点企业”（本公司及四川少儿出版社） (2) 2015年度四川电子商务特别贡献奖（文轩在线）

年份	所获荣誉
2015年	(1) 第五届中华优秀出版物奖《今注本二十四史三国志》(巴蜀书社)、《吐鲁番出土文献词典》(巴蜀书社)、《藏传噶玛嘎孜画派唐卡艺术(上、下)》(美术出版社)、《米小圈上学记(8册)》(四川少儿出版社)、《中国大型真菌彩色图谱》(科技出版社)获得第五届中华优秀出版物奖图书提名奖;《从拼音读物的高差错率看汉语拼音亟待规范化》(教育出版社)获得第五届中华优秀出版物奖获奖论文 (2) 中国广播电视大奖第30届电视剧“飞天奖”优秀电视剧奖《历史转折中的邓小平》(本公司)
2014年	(1) 中宣部第十三届精神文明建设“五个一工程”优秀电视剧作品奖《历史转折中的邓小平》(华影文轩) (2) 中宣部第十三届精神文明建设“五个一工程”优秀图书作品奖《让兰辉告诉世界》(天地出版社)
2013年	(1) 中国版权协会命名的“2013年中国版权最具影响力企业”(本公司) (2) 国家新闻出版广电总局命名的“首批数字出版转型示范单位”(本公司) (3) 中华全国总工会命名的“全国五一巾帼标兵岗”(本公司) (4) 第三届中国出版政府奖先进出版单位奖(本公司) (5) 第三届中国出版政府奖《汉语大字典(第二版)》(辞书出版社)获得第三届中国出版政府奖图书奖
2012年	(1) 世界知识产权组织版权最高奖——“推广应用奖”金奖(本公司) (2) 中宣部、新闻出版总署、商务部、财政部、广电总局、文化部国家六部门联合评选的“2011-2012年度国家文化重点出口企业”(本公司) (3) 中宣部第十二届精神文明建设“五个一工程”文艺类图书奖《雷锋》(文艺出版社)
2011年	(1) 第二届中国出版政府奖先进出版单位奖(本公司) (2) 第二届中国出版政府奖《中国近代边界史》(四川人民出版社)获得第二届中国出版政府奖图书奖;《纯影》(美术出版社)获得第二届中国出版政府奖装帧设计奖提名奖;《崛起——“5.12”四川抗震救灾启示录》(中英文珍藏版)(数字出版公司)获得第二届中国出版政府奖音像电子网络奖提名奖;四川少儿出版社的王建平女士获得“第二届中国出版政府奖优秀出版人物奖”

数据来源: 招股书, 西南证券整理

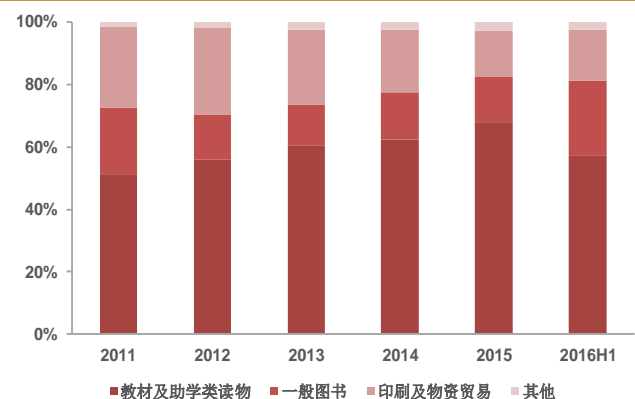
公司出版业务可分为教材及助学类读物、一般图书、印刷及物资贸易等。其中又以教材及助学类读物为主, 而教材及助学类读物受到春季开学时间影响, 导致公司出版业务呈现波浪式起伏。2016年上半年, 公司出版业实现营收5亿元, 同比减少18%, 主要受2016年春季开学时间的影响, 部分教育类产品已于上年度确认内部销售收入。

图 16: 2011 年以来公司出版业务营业收入



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 公司出版业务收入结构



数据来源: Wind, 西南证券整理

双板上市助力出版业务扩张

现阶段，我国出版业经营主体较多，单个企业规模较小，产业集中度较低。而出版行业业务运营从客观上需要大规模的流转资金、较强的业务协同性和广泛的销售渠道，才能实现规模经济。近年来，国家不断出台相关政策，鼓励和支持大型国有文化企业和企业集团实行跨地区、跨行业兼并重组。这意味着政策指导下的资本运营作为一种资源配置的新手段，将在我国出版传媒业中发挥越来越重要的作用。而率先进行改制上市的出版集团，势必将在政策推动下成为跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制的战略重组的主导者和先行者。作为国内首个“A+H”双板上市的出版发行集团，将借助资本市场优势充分利用国际和国内两个资本市场优势，促进公司实业经营与资本经营协调发展，推动公司整体规模的持续扩张。

数字出版先行优势明显

此外，为顺应数字化高速发展的趋势，公司自成立以来一直积极探索数字化业务转型之路。在教育数字出版领域，公司已建立了面向基础教育行业、以提供教育信息化产品和运营服务为核心的教育数字出版平台运营模式，其中 2009 年底推出的以向中小学校提供信息化教学整体解决方案为目标的“文轩数字校园”项目已在全国教育信息化领域特别是四川区域形成了良好的市场影响力；在大众和专业数字出版方面，公司在 2010 年开始通过自建电子商务平台“九月网”进行电子图书的销售，同时与中国移动、美国麦格劳-希尔教育出版集团等公司开展合作，进行数字出版的跨领域、跨国合作。

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司不断完善发行渠道布局，互联网销售业务有望实现新突破，有望带动公司发行业务实现稳步增长，毛利率维持在 33%；

假设 2：2016 年春季开学时间拖累全年出版业务，随着公司募投项目的渐次落地，出版业务有望企稳，毛利率保持在 35%；

假设 3：随着公司相关业务拓展，其他业务将实现平稳增长，预计毛利率为 42%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
发行业务	收入	5250.74	5,775.81	6,064.60	6,367.83
	增速	9.7%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	32.95%	33.00%	33.00%	33.00%
出版业务	收入	1676.25	1,508.63	1,553.88	1,600.50
	增速	8.2%	-10.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	32.95%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	收入	46.99	55.45	60.99	67.09
	增速	-61.5%	18.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	36.43%	42.00%	42.00%	42.00%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
内部抵消	收入	-1241.29	-868.90	-955.79	-1,003.58
	增速	-19.0%	-30.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	2.94%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
合计	收入	5,732.69	6,470.98	6,723.69	7,031.84
	增速	5.85%	12.88%	3.91%	4.58%
	毛利率	39.48%	38.65%	38.95%	38.96%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年归母净利润为 7.1 亿、7.5 亿和 7.8 亿元，未来三年将保持 6.4% 的复合增长率，对应的 EPS 分别为 0.57 元、0.60 元和 0.63 元。公司是国内首家“A+H”双板上市的出版发行集团，覆盖出版发行全产业链，深入挖掘互联网渠道，领先布局数字出版业务，我们看好公司未来大文化产业布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

宏观经济不景气的风险，行业竞争过于激烈的风险，跨区域发展不及预期的风险，规模扩张带来的管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5732.69	6470.98	6723.69	7031.84	净利润	614.92	674.08	711.58	744.66
营业成本	3469.41	3970.21	4105.10	4291.93	折旧与摊销	145.34	253.34	253.34	253.34
营业税金及附加	14.70	16.04	16.86	17.56	财务费用	-4.91	2.07	3.40	1.43
销售费用	743.70	825.49	861.74	901.67	资产减值损失	81.21	0.00	0.00	0.00
管理费用	977.38	1093.31	1139.45	1190.47	经营营运资本变动	721.62	-72.71	63.71	45.78
财务费用	-4.91	2.07	3.40	1.43	其他	-541.52	-34.24	-39.39	-36.00
资产减值损失	81.21	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1016.65	822.54	992.65	1009.21
投资收益	75.90	45.00	45.00	45.00	资本支出	-148.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	56.78	165.00	45.00	45.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-91.37	165.00	45.00	45.00
营业利润	527.11	608.86	642.13	673.78	短期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	90.60	67.28	71.84	73.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	617.71	676.13	713.97	747.23	股权融资	-47.86	0.00	0.00	0.00
所得税	2.79	2.05	2.39	2.57	支付股利	-340.54	-348.33	-379.70	-401.58
净利润	614.92	674.08	711.58	744.66	其他	-8.23	-1905.36	-3.40	-1.43
少数股东损益	-32.35	-31.46	-34.62	-35.74	筹资活动现金流净额	-446.63	-2253.69	-383.10	-403.01
归属母公司股东净利润	647.27	705.55	746.20	780.40	现金流量净额	478.65	-1266.15	654.55	651.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1929.03	662.88	1317.43	1968.63	成长能力				
应收和预付款项	794.40	941.70	959.29	1010.30	销售收入增长率	5.85%	12.88%	3.91%	4.58%
存货	1464.18	1700.52	1761.82	1847.38	营业利润增长率	-6.66%	15.51%	5.47%	4.93%
其他流动资产	151.84	35.94	37.34	39.05	净利润增长率	0.56%	9.62%	5.56%	4.65%
长期股权投资	650.74	650.74	650.74	650.74	EBITDA 增长率	-3.65%	29.47%	4.00%	3.30%
投资性房地产	61.15	61.15	61.15	61.15	获利能力				
固定资产和在建工程	1642.48	1443.80	1245.12	1046.44	毛利率	39.48%	38.65%	38.95%	38.96%
无形资产和开发支出	911.88	859.28	806.68	754.08	三费率	29.94%	29.68%	29.81%	29.77%
其他非流动资产	3137.59	3135.54	3133.48	3131.42	净利率	10.73%	10.42%	10.58%	10.59%
资产总计	10743.29	9491.55	9973.05	10509.20	ROE	8.49%	11.91%	11.87%	11.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.72%	7.10%	7.14%	7.09%
应付和预收款项	3051.97	3329.39	3465.98	3640.99	ROIC	23.54%	32.45%	38.49%	48.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.64%	13.36%	13.37%	13.20%
其他负债	451.81	500.18	513.21	531.26	营运能力				
负债合计	3503.78	3829.57	3979.19	4172.25	总资产周转率	0.58	0.64	0.69	0.69
股本	1135.13	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	4.27	4.94	6.05	7.70
资本公积	2073.00	1974.29	1974.29	1974.29	应收账款周转率	7.62	7.73	7.46	7.49
留存收益	2159.25	2516.47	2882.97	3261.80	存货周转率	2.29	2.32	2.21	2.22
归属母公司股东权益	7270.67	5724.60	6091.11	6469.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.19%	—	—	—
少数股东权益	-31.16	-62.62	-97.24	-132.98	资本结构				
股东权益合计	7239.51	5661.98	5993.87	6336.95	资产负债率	32.61%	40.35%	39.90%	39.70%
负债和股东权益合计	10743.29	9491.55	9973.05	10509.20	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.28	0.90	1.06	1.20
					速动比率	0.85	0.44	0.60	0.74
					股利支付率	52.61%	49.37%	50.88%	51.46%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.57	0.60	0.63
					每股净资产	5.87	4.59	4.86	5.14
					每股经营现金	0.82	0.67	0.80	0.82
					每股股利	0.28	0.28	0.31	0.33
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	667.53	864.27	898.87	928.55					
PE	51.49	47.23	44.66	42.70					
PB	4.60	5.89	5.56	5.26					
PS	5.81	5.15	4.96	4.74					
EV/EBITDA	38.10	33.97	31.94	30.22					
股息率	1.02%	1.05%	1.14%	1.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn