

## 经营稳健、蓄势待发

### 投资要点

- **事件:** 公司2016年实现营业收入约79亿, 同比2015年约71亿的水平增长10.52%; 实现归母净利润6.73亿, 同比2015年7.03亿的水平下降了4.28%。
- **经营性业务稳定。** 虽然公司2016年归母净利润出现了小幅度的下调, 但是主要原因是: 1) 公司的财务费用收入较2015年减少了约1800万; 2) 公司在2016年收到了约7083万元的政府补贴, 而2015年该项收入为9721万元(公司因为经营情况特殊, 所以政府补贴之中, 只有2842万计入非经常性损益)。所以如果不考虑政府补贴和财务费用收入, 公司2016年的经营情况和2015年几乎持平。
- **公司业务结构基本稳定。** 公司出版业务2016年实现收入约14亿, 占比18%, 同比增长约6%; 发行业务2016年实现收入约49亿, 占比62%, 同比增长约5%, 发行和出版业务的毛利率基本稳定, 成为公司的主要利润贡献力量, 整体而言, 保持和过去同样的水平。
- **新兴业务尝试稳步推进。** 除了传统主业之外, 公司正在积极推进各项新兴业务的尝试: 1) 以解决农村电商“最后一公里”为出发点设立的电商物流业务; 2) 加速推进数字出版业务, 美术社、农民社等子公司的数字产品已经相继上线; 3) 和国际儿童出版社的合作, 引进了包括《哈利波特》电影书、《魔兽世界》原画集等知名IP作品。
- **公司有极为充沛的现金储备。** 截止到2016年年底, 大地传媒账上有约38亿现金, 除去10亿左右的运营资金以外, 有接近30亿的可运用资金, 以大地传媒的企业规模, 该现金储备在文化上市企业之中属于非常充沛的水平。该资金一方面为公司赚取稳定的货币资金回报; 另一方面, 为公司未来的资源整合以及其他投资项目提供了异常从容的流动性, 将有力的支持公司夯实传统业务、拓展新兴业务。
- **盈利预测。** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.72元、0.79元、0.84元, 对应的PE分别为17倍、16倍、15倍, 考虑到: 1) 公司估值优势明显、现金充足, 有足够的安全垫; 2) 公司国企改革预期强烈, 通过混改实现转型的意图明显, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、出版政策或发生改变。

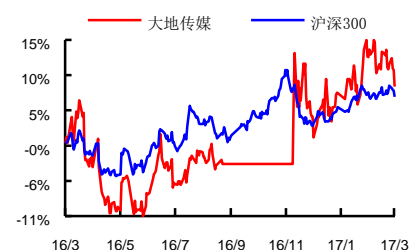
| 指标/年度         | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E    |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 7889.68 | 8943.74 | 9790.71 | 10799.16 |
| 增长率           | 10.52%  | 13.36%  | 9.47%   | 10.30%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 673.07  | 735.10  | 809.79  | 860.76   |
| 增长率           | -4.28%  | 9.22%   | 10.16%  | 6.29%    |
| 每股收益EPS(元)    | 0.66    | 0.72    | 0.79    | 0.84     |
| 净资产收益率ROE     | 10.05%  | 9.88%   | 9.81%   | 9.75%    |
| PE            | 19      | 17      | 16      | 15       |
| PB            | 1.89    | 1.70    | 1.54    | 1.44     |

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)     | 10.23       |
| 流通A股(亿股)    | 6.67        |
| 52周内股价区间(元) | 10.18-15.98 |
| 总市值(亿元)     | 126.57      |
| 总资产(亿元)     | 101.48      |
| 每股净资产(元)    | 6.51        |

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：公司的发行和出版业务毛利率维持在过去的平均水平，即出版业务 35%、发行业务 30%；

假设 2：市场的平均货币理财产品的回报率不发生较大变动，年化收益维持在 4% 左右；

假设 3：人教版的语文、历史、政治教材能够得到如期的替代推广。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表（因为存在较大的内部抵消，故导致分项收入合计大于利润表中的收入）：

**表 1：分业务收入及毛利率预计**

| 百万元  |     | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E |
|------|-----|--------|--------|--------|-------|
| 发行   | 收入  | 4904   | 5574   | 5988   | 6571  |
|      | 增速  | 4.80%  | 13.66% | 7.43%  | 9.74% |
|      | 毛利率 | 30.31% | 30%    | 30%    | 30%   |
| 出版   | 收入  | 1405   | 1522   | 1609   | 1719  |
|      | 增速  | 5.95%  | 8.33%  | 5.72%  | 6.84% |
|      | 毛利率 | 35.06% | 35%    | 35%    | 35%   |
| 物资销售 | 收入  | 2619   | 3174   | 3514   | 3818  |
|      | 增速  | 19.98% | 21%    | 11%    | 9%    |
|      | 毛利率 | 3.06%  | 3%     | 3%     | 3%    |
| 印刷   | 收入  | 267    | 279    | 318    | 347   |
|      | 增速  | -1.82% | 4.49%  | 13.98% | 9.12% |
|      | 毛利率 | 9.3    | 9%     | 9%     | 9%    |

数据来源：wind、西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 营业收入          | 7889.68         | 8943.74         | 9790.71         | 10799.16        | 净利润               | 672.04         | 733.98         | 808.56         | 859.45         |
| 营业成本          | 5618.67         | 6337.23         | 7069.87         | 7726.80         | 折旧与摊销             | 191.25         | 219.08         | 219.08         | 219.71         |
| 营业税金及附加       | 61.34           | 62.30           | 70.84           | 77.17           | 财务费用              | -34.50         | 31.97          | 33.40          | 36.82          |
| 销售费用          | 778.73          | 939.99          | 898.79          | 1074.52         | 资产减值损失            | 88.05          | 0.58           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 772.46          | 919.06          | 982.34          | 1096.62         | 经营营运资本变动          | 515.13         | -137.93        | 135.04         | -4.75          |
| 财务费用          | -34.50          | 31.97           | 33.40           | 36.82           | 其他                | -729.60        | 68.79          | -15.03         | -29.42         |
| 资产减值损失        | 88.05           | 0.58            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>702.38</b>  | <b>916.46</b>  | <b>1181.05</b> | <b>1081.80</b> |
| 投资收益          | 14.53           | 15.52           | 15.03           | 15.27           | 资本支出              | -124.94        | 0.00           | 0.00           | -13.23         |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -313.28        | 530.53         | 15.03          | 15.27          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-438.22</b> | <b>530.53</b>  | <b>15.03</b>   | <b>2.04</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>619.46</b>   | <b>668.15</b>   | <b>750.50</b>   | <b>802.51</b>   | 短期借款              | 4.00           | -14.00         | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 77.62           | 85.88           | 81.75           | 83.82           | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>697.09</b>   | <b>754.03</b>   | <b>832.25</b>   | <b>886.33</b>   | 股权融资              | 0.28           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 25.04           | 20.05           | 23.69           | 26.88           | 支付股利              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | -283.43        |
| 净利润           | 672.04          | 733.98          | 808.56          | 859.45          | 其他                | -188.62        | -21.64         | -33.40         | -36.82         |
| 少数股东损益        | -1.03           | -1.12           | -1.24           | -1.32           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-184.34</b> | <b>-35.64</b>  | <b>-33.40</b>  | <b>-320.25</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 673.07          | 735.10          | 809.79          | 860.76          | <b>现金流量净额</b>     | <b>79.81</b>   | <b>1411.34</b> | <b>1162.68</b> | <b>763.59</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 货币资金          | 3788.68         | 5200.02         | 6362.70         | 7126.30         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1491.21         | 1574.18         | 1766.84         | 1934.01         | 销售收入增长率           | 10.52%         | 13.36%         | 9.47%          | 10.30%         |
| 存货            | 819.84          | 964.16          | 1039.19         | 1174.63         | 营业利润增长率           | 1.95%          | 7.86%          | 12.33%         | 6.93%          |
| 其他流动资产        | 68.48           | 235.77          | 200.39          | 242.25          | 净利润增长率            | -3.69%         | 9.22%          | 10.16%         | 6.29%          |
| 长期股权投资        | 0.35            | 0.35            | 0.35            | 0.35            | EBITDA 增长率        | 5.50%          | 18.42%         | 9.11%          | 5.59%          |
| 投资性房地产        | 515.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1749.08         | 1634.22         | 1519.35         | 1417.09         | 毛利率               | 28.78%         | 29.14%         | 27.79%         | 28.45%         |
| 无形资产和开发支出     | 1007.67         | 906.90          | 806.14          | 705.37          | 三费率               | 19.22%         | 21.14%         | 19.55%         | 20.45%         |
| 其他非流动资产       | 708.01          | 704.56          | 701.11          | 697.67          | 净利率               | 8.52%          | 8.21%          | 8.26%          | 7.96%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>10148.31</b> | <b>11220.14</b> | <b>12396.07</b> | <b>13297.66</b> | ROE               | 10.05%         | 9.88%          | 9.81%          | 9.75%          |
| 短期借款          | 14.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 6.62%          | 6.54%          | 6.52%          | 6.46%          |
| 应付和预收款项       | 2476.05         | 2767.26         | 3091.31         | 3377.62         | ROIC              | 22.29%         | 27.45%         | 32.81%         | 37.92%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 9.84%          | 10.28%         | 10.24%         | 9.81%          |
| 其他负债          | 972.52          | 1022.83         | 1066.15         | 1105.41         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>3462.56</b>  | <b>3790.10</b>  | <b>4157.46</b>  | <b>4483.03</b>  | 总资产周转率            | 0.81           | 0.84           | 0.83           | 0.84           |
| 股本            | 1023.20         | 1023.20         | 1023.20         | 1023.20         | 固定资产周转率           | 6.61           | 7.77           | 9.44           | 11.63          |
| 资本公积          | 2750.92         | 2750.92         | 2750.92         | 2750.92         | 应收账款周转率           | 8.50           | 8.41           | 8.37           | 8.35           |
| 留存收益          | 2894.55         | 3629.65         | 4439.45         | 5016.78         | 存货周转率             | 6.07           | 6.78           | 6.51           | 6.52           |
| 归属母公司股东权益     | 6658.35         | 7403.77         | 8213.57         | 8790.90         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 89.01%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 27.40           | 26.28           | 25.04           | 23.72           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>6685.75</b>  | <b>7430.05</b>  | <b>8238.60</b>  | <b>8814.62</b>  | 资产负债率             | 34.12%         | 33.78%         | 33.54%         | 33.71%         |
| 负债和股东权益合计     | 10148.31        | 11220.14        | 12396.07        | 13297.66        | 带息债务/总负债          | 0.40%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.18           | 2.53           | 2.66           | 2.72           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.89           | 2.22           | 2.37           | 2.42           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 32.93%         |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 | 每股指标              |                |                |                |                |
|               | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| EBITDA        | 776.21          | 919.19          | 1002.98         | 1059.04         | 每股收益              | 0.66           | 0.72           | 0.79           | 0.84           |
| PE            | 18.80           | 17.22           | 15.63           | 14.70           | 每股净资产             | 6.53           | 7.26           | 8.05           | 8.61           |
| PB            | 1.89            | 1.70            | 1.54            | 1.44            | 每股经营现金            | 0.69           | 0.90           | 1.15           | 1.06           |
| PS            | 1.60            | 1.42            | 1.29            | 1.17            | 每股股利              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.28           |
| EV/EBITDA     | 8.58            | 7.38            | 5.60            | 4.59            |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 2.24%           |                   |                |                |                |                |

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       |
|    | 郎珈艺  | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟  | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威 | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@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   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷   | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁   | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫  | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |
|    | 熊亮   | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳  | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |