

日期: 2017年08月18日

行业: 新闻和出版业



分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120025
研究助理: 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116120003

IPO 询价区间 RMB3.34 元
上市合理估值 RMB4.8-6.4 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 364.5
发行后总股本 (百万股) 1822.5
发行数量占发行后总股本 20%

保荐机构 中银国际

主要股东 (IPO 前)

中国出版集团公司 97.50%
中国文化产业投资基金 1.00%
中国联合网络通信集团有限公司 1.00%
文化产业基金与学习出版社 0.50%

收入结构 (2016)

出版 68.76%
发行 11.42%
物资供应 8.88%

报告编号:

首次报告日期: 2017年08月18日

国内最具影响力的出版集团

■ 投资要点

公司简介

公司是一家以图书、报刊、电子音像等出版物出版为主业,集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司旗下拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社,其中,下属公司人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、生活-读书-新知三联书店、中国民主法制出版社等7家出版社被评为国家一级出版社,进入“中国百佳出版社”行列。公司的出版业务以大众出版和专业出版为主,同时涉及教育出版,出版品种丰富,拥有庞大的作者资源和读者群体,在中国具有强大的文化影响力。

公司承继了出版集团的出版、发行业务,自2008年以来连续八年入选“中国文化企业三十强”,自2013年以来连续四年入选“全球出版业五十强排行榜”。根据《2015年新闻出版产业分析报告》,在总体经济规模方面,公司在119家出版传媒集团中位居第八。2016年度,公司在整体图书零售市场中监控销售码洋最多,在实体书店和网上书店(电商)的码洋占有率分别为7.3%和6.5%,均排名第一。

盈利预测

我们预计公司2017-2019年归母净利润增速分别为0.09%、4.16%、4.75%,相应的稀释后每股收益分别为0.32、0.33、0.35元。

定价结论

公司计划发行股份不超过36,450万股,对应发行价3.34元。预计募集资金净额114,529.96万元,发行费用7,213.04万元。对应2016年PE为10.44倍。

参考同行业公司的估值水平,同时考虑到公司在出版业内具有较高的声誉与较强的竞争优势,我们认为给予公司2017年每股收益15-20倍市盈率较为合理,对应估值区间为4.8元-6.4元。

■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4156.50 | 4464.54 | 4625.60 | 4827.14 |
| 年增长率 | 1.37% | 7.41% | 3.61% | 4.36% |
| 归母净利润 | 580.99 | 581.53 | 605.74 | 634.51 |
| 年增长率 | -11.51% | 0.09% | 4.16% | 4.75% |
| 每股收益 (元) | 0.32 | 0.32 | 0.33 | 0.35 |

注: 有关指标按最新股本摊薄

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是一家以图书、报刊、电子音像等出版物出版为主业，集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司主营业务收入主要来源于出版业务收入，其余业务收入占比较小。

公司出版业务主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关的版权业务。本公司拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社，其中，下属出版社人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、生活·读书·新知三联书店、中国民主法制出版社等7家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。公司的出版业务以大众出版和专业出版为主，同时涉及教育出版，出版品种丰富，涵盖工具书、文学、语言、法律、经济与管理、音乐、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、传记、动漫、政治、古籍等多个细分领域，拥有庞大的作者资源和读者群体，在中国具有强大的文化影响力。

其余业务中，公司的发行业务主要通过下属子公司中版教材开展，业务范围包括中华书局、商务印书馆、现代教育、华文出版社等子公司出版的教材发行业务及其他出版单位的教材发行业务。公司物资供应业务通过下属子公司中版联物资开展，主要业务为向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品。公司印刷业务主要通过下属子公司新华印刷开展，主要业务为出版物及其他印刷品的印刷与装订。

表 1 公司主要下属出版社及代表出版物

| 出版单位 | 简介 | 代表出版物 |
|-------|----------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 人民文学 | 1951年3月创立，是新中国成立最早、历史最长、规模最大的文学专业出版机构 | 《林海雪原》、《白鹿原》、《莎士比亚全集》、《鲁迅全集》、《老舍全集》、《尘埃落定》、《长征》、《围城》等 |
| 中华书局 | 1912年由陆费逵先生创办，是一家大型综合性出版社，是中国现代出版业的代表。 | 点校本“二十四史”及《清史稿》、《资治通鉴》、《全唐诗》、《全宋词》、《永乐大典》、《中华大藏经》（汉文部分）等 |
| 商务印书馆 | 1897年创办，是中国第一家现代出版企业，也是中国唯一跨越三个世纪的出版社 | 《新华字典》、《现代汉语词典》、《牛津高阶英汉双解词典》、《四部丛刊》、《万有文库》、《东方杂志》、《辞源》等 |
| 大百科 | 1978年成立，百科全书领域市场占有率全国第一，儿童百科和学生工具书位居前列 | 《中国大百科全书》、《不列颠百科全书》（国际中文版）、《中国儿童百科全书》、《学生规范字典》、《小学生必背古诗词》等 |

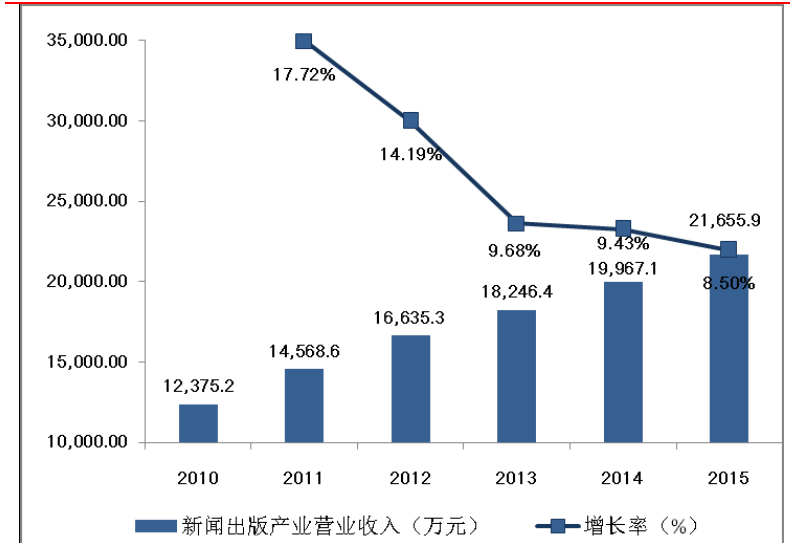
| | | |
|--------|----------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 美术总社 | 1998年5月成立，旗下人民美术出版社是新中国第一家国家设立的美术出版机构。 | 《连环画报》、《漫画大王》、《中国美术馆》、《中国艺术》、《艺术沙龙》、《中国美术》、《中国美术全集》、《中国碑刻全集》等 |
| 人民音乐 | 前身为万叶书店，1938年创建，是我国历史上第一家音乐专业出版机构。 | 《中国音乐辞典》、《音乐百科词典》、《音乐理论基础》、《先秦音乐史》、《中国古代音乐史稿》、《中国音乐美学史》等 |
| 三联书店 | 前身是生活书店、读书出版社和新知书店，是中国思想学术文化出版重镇和影响力最大的出版社之一 | 《读书》、《三联生活周刊》、《爱乐》、《新知》、《陈寅恪集》、《钱钟书集》、《傅雷家书》、《现代西方学术文库》、《学术前沿》、《金庸作品集》等 |
| 中译出版 | 成立于2015年3月，源于中国对外翻译出版有限公司出版板块 | 中译经典文库·中华文化精粹（双语版）、《中国通史》（英文版）、《中亚文明史》、《非洲通史》等 |
| 东方出版中心 | 成立于1995年12月，前身是中国大百科全书出版社上海分社 | 《文化苦旅》、《中国诗学》、《中国科举史》、《中国学案史》、《香港金融业百年》、《国史札记·事件篇》、《国史札记·史论篇》 |
| 现代教育 | 国家级出版机构，创立于2004年4月 | 中小学国学教材系列丛书、“国宝书法”系列丛书、《清·孙温绘全本红楼梦》、《白话精华二十四史》、《牛津经典童书系列》 |
| 传媒商报社 | 1955年前身《图书发行》报创刊，该报系新中国出版业最早的行业报 | 中国出版传媒商报、法兰克福书展专刊（英文）、“中国书业书系”丛书等 |
| 民主法制社 | 创立于1989年，原隶属于全国人大常委会办公厅的一家中央级出版社 | 《大国崛起》、《复兴之路》《中国特色社会主义政治制度丛书》、《全品种法律单行本》等 |
| 华文出版社 | 创立于1987年，原为中央统战部直属事业单位，现成为国内传记文学出版重镇 | 《天下为公：孙中山传》、《鲁迅传》、《蒋介石传》、《斯大林传》、《丘吉尔自传》、《耶稣传》、《释迦牟尼传》等 |
| 世图公司 | 前身光华出版社，目前是中国出版旗下唯一一家科技类出版社 | 《周原甲骨文》、《创新药物化学》、《现代日语语法》、《现代手术并发症学》、《哲学要义》、《世界最新英汉医学辞典》等 |
| 现代出版社 | 成立于2006年，是全国首家通过ISO9001质量体系认证的出版单位 | 《星空》、《我的错都是大人的错》、《国家救援：一切为了人民》、“朱德庸都市生活漫画系列”、“蔡志忠漫画系列” |
| 中版数字 | 2008年4月成立，是本公司大力推进数字化战略、资源集聚、统一运营的主体。 | 中国数字出版网（大佳网）、中国可供书目数据库、中国图书对外推广网 |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

2015年，我国图书出版业平稳增长。全国出版、印刷和发行服务实现营业收入21,655.9亿元，较2014年增加1,688.8亿元，增长8.5%；利润总额1,662.1亿元，同比增长6.3%；不包括数字出版的资产总额为20,777.5亿元，增长11.0%；净资产为10,598.1亿元，增长11.1%。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能力。

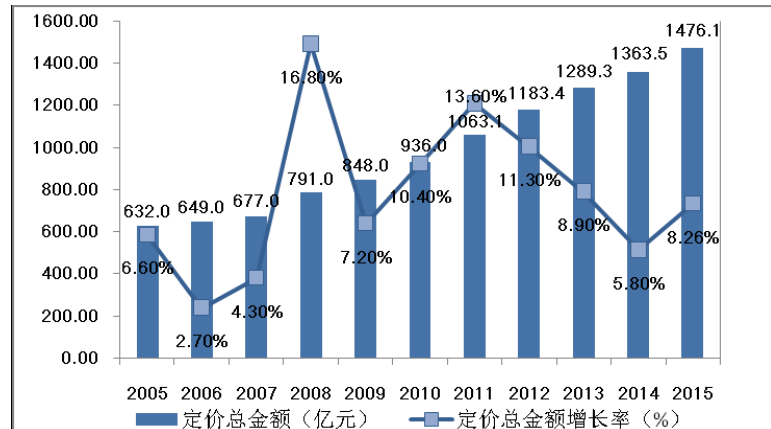
图 1 新闻出版产业收入及增速



数据来源：广电总局《2015年新闻出版产业分析报告》 上海证券研究所

公司在新闻出版产业各细分行业中主要从事图书出版行业，2015 年图书出版行业实现营业收入 822.55 亿元，同比增长 3.96%。实现利润总额 125.29 亿元，同比增长 7.02%。2015 年，全国共出版图书 47.58 万种，较 2014 年增长 6.11%；总印数 86.62 亿册，同比增长 5.83%；总印张 743.19 亿印张，同比增长 5.53%；定价总金额 1,476.09 亿元，同比增长 8.26%。连续 10 年行业实现定价总金额整体正向增长。

图 2 2005 年至 2015 年全国图书定价总金额增长情况



数据来源：广电总局《2015年新闻出版产业分析报告》 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

行业竞争结构

目前，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。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。新闻出版总署

《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》更是明确指出，要在3到5年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业，培育一批导向正确、主业突出、实力雄厚、影响力大、核心竞争力强的专业出版传媒企业。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。而公司率先进行改制上市，有望成为跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制的战略重组的主导者和先行者。

公司的主要从事图书出版业务，其中又以专业出版和大众出版为主。公司主要的竞争对手包括：江苏凤凰出版传媒集团有限公司、湖南出版投资控股集团有限公司、安徽出版集团有限责任公司、江西省出版集团公司、浙江出版联合集团有限公司、河北出版传媒集团有限责任公司、安徽新华发行（集团）控股有限公司、山东出版集团有限公司等大型出版集团。

公司的竞争地位

公司在设立时承继了出版集团的出版、发行业务。因此，出版集团在出版发行行业中的排名、获奖情况等基本可以等同于本公司中国出版在行业中的地位。

出版集团自2008年以来连续八年入选“中国文化企业三十强”，自2013年以来连续四年入选法国《图书周刊》、德国《书业报告》、美国《出版商周刊》、英国《书商》和巴西《出版新闻》等五家国际著名出版媒体联合发布的“全球出版业五十强排行榜”。根据新闻出版广电总局发布的《2015年新闻出版产业分析报告》，在总体经济规模方面，公司在119家出版传媒集团中位居第八。

根据北京开卷信息技术有限公司发布的《2016年中国出版集团零售市场报告》，2016年度出版集团是在整体图书零售市场中监控销售码洋最多的集团，在实体书店和网上书店（电商）的码洋占有率分别为7.3%和6.5%，均排名第一。

图 3 出版集团在 2016 年图书零售市场中销售码洋占有率及排名

| 分类 | 实体书店 | | 网上书店(电商) | |
|--------|----------|----|----------|----|
| | 码洋占有率(%) | 排名 | 码洋占有率(%) | 排名 |
| 语言 | 38.85 | 1 | 24.61 | 1 |
| 文学 | 10.27 | 1 | 7.15 | 3 |
| 教辅教材 | 3.65 | 7 | 4.2 | 2 |
| 学术文化 | 10.67 | 1 | 10.03 | 1 |
| 少儿 | 5.07 | 4 | 5.19 | 4 |
| 美术 | 3.77 | 4 | 3.1 | 7 |
| 音乐 | 20.95 | 1 | 23.07 | 2 |
| 传记 | 12.05 | 1 | 12.78 | 1 |
| 生活 | 1.50 | 10 | 2.32 | 5 |
| 经济与管理 | 1.12 | 7 | 1.83 | 3 |
| 政治 | 2.46 | 3 | 8.09 | 1 |
| 医学 | 1.06 | 9 | 0.95 | 6 |
| 法律 | 1.54 | 1 | 1.12 | 3 |
| 科普 | 5.38 | 3 | 2.91 | 8 |
| 成人绘本漫画 | 5.88 | 4 | 10.18 | 2 |
| 工具书 | 70.33 | 1 | 59.36 | 1 |

数据来源:《2016 年中国出版集团零售市场报告》 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司拥有的主要竞争优势包括:

1、品牌优势

公司囊括了一批历史悠久、知名度较高和行业地位突出的优秀出版社,包括人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、人民音乐出版社、人民美术出版社等在各细分类别中影响力巨大的公司。这些出版社名下拥有一大批长期以来经受时间检验、至今常销不衰、市场影响较大的精品力作和主题出版物。这些著名集群代表了中国出版业具备的水准与格局,体现了中国文化所达到的高度,在出版行业拥有广泛的影响力,形成了公司的品牌优势。

图 4 公司旗下品牌企业

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  人民文学出版社 <small>PEOPLE'S LITERATURE PUBLISHING HOUSE</small> |  中华书局 <small>www.zhbc.com.cn</small> |
|  商务印书馆 <small>SINCE 1897 The Commercial Press</small> |  中国大百科全书出版社 <small>Encyclopedia of China Publishing House</small> |
| 中国美术出版总社  人民美术出版社 <small>People's Fine Arts Publishing House</small> |  人民音乐出版社 <small>PEOPLE'S MUSIC PUBLISHING HOUSE</small> |
|  生活·读书·新知 三联书店 <small>SUX Joint Publishing Company</small> | |

数据来源:招股说明书 上海证券研究所

2、规模优势

在新闻出版行业总体经济规模方面,公司在 119 家出版传媒集

团中位居第八。根据《2016年中国出版集团零售市场报告》，公司在整体图书零售市场中，监控销售码洋位居行业首位。公司强大的规模优势既有利于降低单位成本，提高盈利能力和竞争力，也便于开拓市场，为社会提供更优质的产品与服务。

3、资源优势

公司在文学、古籍、音乐、美术、社科、工具书等领域具有领先优势，拥有丰富的作者、译者、内容资源。报告期内，中国出版年均出版图书达 16,900 余种，累计拥有 17 万种优质图书的版权，拥有一批著名作家的多介质版权。公司已积累起丰厚的内容资源和强大的资源获取能力，在出版业的核心——内容资源方面形成了独到优势，也为公司推动优质内容资源在电影、动漫、游戏、设计、演艺、互联网、旅游等各个领域的融合与合作，共同打造新兴产品，培育新兴业态，实现品牌价值最大化奠定了坚实基础。

4、“走出去”优势

公司以成为“国际著名出版集团”为战略目标，作为出版“国家队”，积极实施国际化战略。通过开展战略合作、打造明星产品、策划国际活动、组织海外报道等塑造“走出去”的中国品牌形象。公司充分发挥自身的品牌优势和资源优势，与众多国际著名出版企业和版权代理商强强联合，建立了比较深入的项目合作关系。

5、人才队伍优势

公司集中了一大批各类型中高级人才，特别是编辑、营销、管理等方面的人才，对出版行业的发展具有深刻的理解，在选题出版、企业管理、渠道建设、市场拓展等方面积累了丰富的经验，专业能力突出。

二、公司分析及募集资金投向

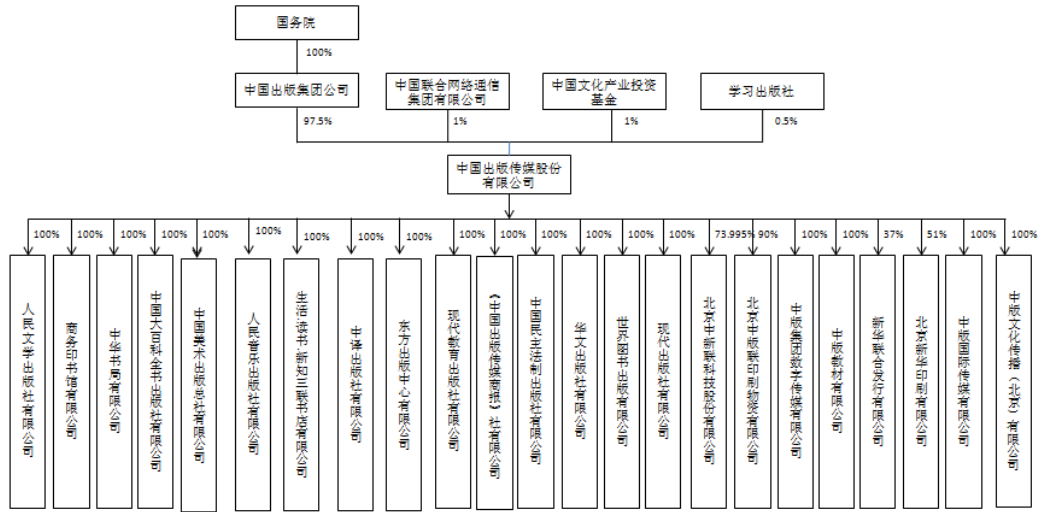
2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

2011年12月，经中宣部、财政部、新闻出版总署等多部委批准，出版集团联合中国联通、文化产业基金和学习出版社共同发起设立中国出版传媒股份有限公司（本公司），IPO前各发起人分别持有公司97.50%、1.00%、1.00%、0.50%的股份。

出版集团为公司的控股股东和实际控制人，目前的持股比例为97.50%。出版集团前身为“中国出版集团”，系国有事业单位；2007年7月26日，出版集团依法经工商总局核准登记，由事业单位改

制设立为全民所有制企业，企业名称由“中国出版集团”变更为“中国出版集团公司”。

图 5 公司股权结构图 (IPO 前)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2014 年度、2015 年度及 2016 年度，公司实现营业收入分别为 346,615.85 万元、410,037.20 万元及 415,650.17 万元，年复合增长率为 9.51%。公司的主营业务突出，主营业务收入占营业收入的比例维持在 95% 以上。

公司的主营业务包括出版、发行、物资供应、印刷等。其中，出版业务占公司营业收入的比重最大，2014-2016 年出版业务占公司整体收入的 74.32%、68.06% 和 68.76%。出版业务收入中有 80% 以上为图书出版业务贡献的收入。公司出版的图书包括工具书、教材、专业图书、大众图书等。2014-2016 年度，公司图书出版收入分别为 218,387.32 万元、240,188.77 万元和 256,159.58 万元，图书出版收入稳步增长主要是因为公司出书品种、图书产销量稳步增长。

2014-2016 年，公司归母净利润分别为 47,672.28 万元、65,659.67 万元、58,098.97 万元。2016 年归母净利润下滑主要系商务印书馆、三联书店、中版教材、新华联合、中国翻译及中译语通转出等特殊因素造成。

表 2 公司主营业务构成 (万元)

| 业务 | 2016 年 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|----|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 出版 | 285,816.75 | 68.76% | 279,062.05 | 68.06% | 257,608.52 | 74.32% |
| 印刷 | 24,094.55 | 5.80% | 22,372.87 | 5.46% | 6,847.46 | 1.98% |
| 发行 | 47,486.06 | 11.42% | 50,096.46 | 12.22% | 45,554.56 | 13.14% |

| | | | | | | |
|--------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| 物资供应 | 36,922.59 | 8.88% | 25,550.17 | 6.23% | 14,798.79 | 4.27% |
| 翻译 | 2,662.40 | 0.64% | 6,651.77 | 1.62% | 5,535.96 | 1.60% |
| 其他业务 | 13,599.39 | 3.27% | 19,703.26 | 4.81% | 13,760.48 | 3.97% |
| 其他主营业务 | 5,068.43 | 1.22% | 6,600.62 | 1.61% | 2,510.08 | 0.72% |
| 合计 | 415,650.17 | 100.00% | 410,037.20 | 100.00% | 346,615.85 | 100.00% |

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2014-2016 年, 公司综合毛利率分别为 38.92%、37.26%、33.86%。其中, 出版业务毛利率分别为 40.20%、41.26%、38.31%, 基本保持稳定。公司出版业务毛利率高于行业可比公司平均水平, 主要是因为公司下属部分出版社历史悠久, 品牌效益明显, 拥有众多经典版权, 重印书、再版书较多, 长销书重印成本低, 导致公司图书毛利率较高。尤其是公司负责辞书出版的子公司商务印书馆, 其出版的工具书包括《新华字典》、《现代汉语词典》、《牛津高阶英汉双语词典》等都拥有较高的知名度和市场占有率, 毛利率显著高于同业水平。2016 年商务印书馆实现出版收入 77,634.60 万元, 毛利率 48.43%。

表 3 公司分业务毛利率

| 业务 | 2016 年 | | | 2015 年 | | | 2014 年 | | |
|------|--------|------------|---------|--------|------------|---------|--------|------------|---------|
| | 毛利率 | 毛利 | 占毛利比 | 毛利率 | 毛利 | 占毛利比 | 毛利率 | 毛利 | 占毛利比 |
| 出版 | 38.31% | 109,499.94 | 77.81% | 41.26% | 115,146.58 | 75.37% | 40.20% | 103,548.19 | 76.76% |
| 印刷 | 10.99% | 2,647.18 | 1.88% | 7.70% | 1,722.29 | 1.13% | | -543.31 | |
| 发行 | 38.00% | 18,046.04 | 12.82% | 38.57% | 19,321.80 | 12.65% | 41.16% | 18,750.49 | 13.90% |
| 物资供应 | 3.69% | 1,361.11 | 0.97% | 4.61% | 1,178.18 | 0.77% | 5.91% | 874.69 | 0.65% |
| 翻译 | 49.02% | 1,305.06 | 0.93% | 55.63% | 3,700.48 | 2.42% | 68.03% | 3,766.27 | 2.79% |
| 其他业务 | 57.25% | 7,785.15 | 5.53% | 52.13% | 10,270.47 | 6.72% | 55.66% | 7,659.16 | 5.68% |
| 其他主营 | 1.72% | 87.13 | 0.06% | 21.66% | 1,429.40 | 0.94% | 33.55% | 842.24 | 0.62% |
| 合计 | 33.86% | 140,731.61 | 100.00% | 37.26% | 152,769.20 | 100.00% | 38.92% | 134,897.73 | 100.00% |

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次拟发行 36,450 万股 A 股, 发行价 3.34 元。募集资金拟投入以下项目:

表 4 募集资金投入项目情况

| 序号 | 项目名称 | 项目总投资额 | 募集资金投入金额 | 已投入金额 | 项目进度 |
|----|------------------|------------|------------|----------|------|
| 1 | 品牌目录图书出版 | 11,800.00 | 5,680.18 | 859.60 | 0.07 |
| 2 | 综合运营管理平台项目 | 6,546.59 | 3,151.34 | - | - |
| 3 | 中华国学资源总库 | 39,808.70 | 19,162.75 | - | - |
| 4 | 商务印书馆工具书云平台 | 21,045.09 | 10,130.49 | - | - |
| 5 | 中国美术全媒体开发应用平台 | 22,434.07 | 10,799.11 | - | - |
| 6 | “华音数字”在线教育和数字图书馆 | 27,626.53 | 13,298.61 | - | - |
| 7 | 《三联生活周刊》“中阅读”项目 | 19,715.93 | 9,490.67 | 606.00 | 0.03 |
| 8 | 影像中国站点式融合出版升级平台 | 21,843.16 | 10,514.66 | 1,329.84 | 0.06 |
| 9 | CLOUDBAG 教育云服务平台 | 25,775.35 | 12,407.50 | 2,525.33 | 0.10 |
| 10 | 第三方图书智能流通平台 | 18,021.66 | 8,675.10 | 3,178.67 | 0.18 |
| 11 | 诗词中国 2.0 建设项目 | 10,843.11 | 5,219.56 | 317.98 | 0.03 |
| 12 | 补充流动资金 | 6,000.00 | 6,000.00 | - | - |
| | 合计 | 231,460.19 | 114,529.96 | 8,817.51 | |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率保持稳定

公司的期间费用主要为销售费用和管理费用，随经营规模的扩大而逐年增加，2014-2016 年公司期间费用率分别为 27.57%、26.78%、27.28%，基本保持稳定。

2014-2016 年度，销售费用占公司营业收入的比例分别为 8.78%、8.33%和 9.27%。公司的销售费用主要为职工薪酬、宣传及销售服务费、运费和仓储费，上述四项费用合计占销售费用比例在 80%以上。

公司的管理费用主要包括职工薪酬、租赁费以及折旧摊销，合计占管理费用比例为 75%-80%左右。2014-2016 年度，管理费用占营业收入比例分别为 19.23%、18.35%及 17.86%。

表 5 公司费用率情况

| 项目 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占营收比重 | 金额 | 占营收比重 | 金额 | 占营收比重 |
| 销售费用 | 38,538.18 | 9.27% | 34,169.34 | 8.33% | 30,419.55 | 8.78% |
| 管理费用 | 74,255.57 | 17.86% | 75,222.89 | 18.35% | 66,652.28 | 19.23% |

| | | | | | | |
|------|------------|--------|------------|--------|-----------|--------|
| 财务费用 | 612.64 | 0.15% | 400.01 | 0.10% | -1,497.71 | -0.43% |
| 合计 | 113,406.40 | 27.28% | 109,792.24 | 26.78% | 95,574.12 | 27.57% |

数据来源: Wind 上海证券研究所

主要资产周转指标低于行业均值

2016 年度、2015 年度和 2014 年度, 本公司应收账款周转率分别为 6.36、7.47 和 5.41。2015 年公司的应收账款周转率较 2014 年有所增加, 主要是由于 2015 年公司营业收入较 2014 年大幅增长引起的。2016 年公司的应收账款周转率较 2015 年有所减少, 主要是由于 2016 年公司应收账款平均余额较 2015 年增长引起的。2016 年度、2015 年度和 2014 年度, 本公司存货周转率分别为 1.09、1.11 和 0.99, 总资产周转率分别为 0.47、0.51 和 0.51, 保持相对稳定。

应收账款周转率指标主要取决于公司给予客户的账期长度及客户的实际回款速度。2014 年度起, 受《新华字典》项目政府采购付款周期较长影响, 使公司的应收账款周转率低于行业平均值。

公司的存货周转率指标低于行业平均值, 总资产周转率也处于行业内的较低水平, 这主要是由本公司的主营业务结构与可比上市公司不同。与可比上市公司相比, 公司以出版业务为主, 出版业务占主营业务的收入比例在 65%-75% 左右, 高于可比上市公司。与发行业务、物资贸易业务相比, 出版业务的周期较长, 占用的存货等资产更多, 导致本公司的存货周转率、总资产周转率指标较低。

表 6 公司及行业平均资产周转率比较

| 指标 | 对象 | 2016 年度 | 2015 年度 | 2014 年度 |
|---------|------|---------|---------|---------|
| 应收账款周转率 | 行业平均 | 9.77 | 9.39 | 10.39 |
| | 中国出版 | 6.36 | 7.47 | 5.41 |
| 存货周转率 | 行业平均 | 4.64 | 4.52 | 4.25 |
| | 中国出版 | 1.09 | 1.11 | 0.99 |
| 总资产周转率 | 行业平均 | 0.7 | 0.71 | 0.71 |
| | 中国出版 | 0.47 | 0.51 | 0.51 |

注: 行业平均采取时代出版、中南传媒、皖新传媒、出版传媒、凤凰传媒五家可比公司相应指标的算数平均值

数据来源: Wind 上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司出版业务销售收入稳中有升
- 2) 毛利率保持稳定
- 3) 中间费用率保持稳定
- 4) 募投项目进展顺利
- 5) 政府补助情况无重大变动

基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 0.09%、4.16%、4.75%，相应的稀释后每股收益分别为 0.32、0.33、0.35 元。

四、风险因素

4.1 数字出版技术带来的冲击

数字出版是指利用数字技术进行内容编辑加工，并通过网络传播数字内容产品的一种新型出版方式。根据新闻出版广电总局发布的《2015 年新闻出版产业分析报告》，数字出版保持较高增长速度，增速高达 30%，行业地位继续提升，增长速度在新闻出版各产业类别中继续名列前茅，总体经济规模超过出版物发行，跃居行业第一。经过近几年的不断发展，传统出版业向数字出版业转型的趋势已经显现。公司作为国内大型出版集团，一直在积极谋求数字化转型，但是如果公司不能持续吸收和应用先进的数字技术，大力发展以内容生产数字化、传播渠道数字化为主要特征的新媒体，则在未来的市场竞争中将会越来越多地受到来自数字出版媒体的冲击。

4.2 税收优惠政策变化带来的风险

出版行业长期以来在财政、税收等方面一直享受国家统一制定的优惠政策。公司部分子公司目前是全国文化体制改革试点单位，在享受一般文化企业财税优惠政策的基础上，进一步享受国家对文化体制改革试点单位的财税优惠政策。

到期后可能会对公司净利润造成较大影响的税收优惠包括：

- 1、按照《财政部、国家税务总局和中宣部关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》（财税〔2014〕84 号文）之规定，文化体制改革试点单位从 2014 年至 2018 年享受所得税免税的税收优惠政策。
- 2、依据《财政部国家税务总局关于延续宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》（财税〔2013〕87 号）文件的规定，自 2013 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日，对出版的图书、期刊、音像制品和电子出版物实行增值税先征后退 50% 或 100% 的政策，并免征图书批发、零售环节增值税。

税收优惠占本公司利润总额的比例较高，具有行业特点。未来如果国家对文化产业的税收优惠政策发生变化，将会直接影响发行人的业绩。

4.3 知识产权被侵害的风险

侵权盗版现象在出版业屡禁不止。侵权盗版现象的存在，严重影响了出版业的健康发展，造成我国图书出版业持续发展动力不足等一系列问题，给出版单位造成经济损失。政府有关部门近年来制定了诸多打击非法出版行为、规范出版物市场秩序的法律、法规和政策，在保护知识产权方面取得了明显的成效，但由于打击盗版侵权、规范出版物市场秩序是一个长期的工作，本公司在一定时期内仍将面临知识产权保护不力的风险，以及享有出版权的出版物被他人盗版所带来的经营风险。

4.4 大股东控制风险

出版集团是本公司的第一大股东，本次发行前持有本公司 97.50% 的股份，按本次公开发行 36,450 万股计算，本次发行完毕并履行国有股份转持义务后其持有本公司 76.05% 的股份，仍对本公司拥有绝对控股权。本公司已经建立了关联交易回避表决制度、独立董事制度等保护中小股东利益的一系列制度，对关联交易事项执行严格的决策程序，降低了大股东控制风险，但是不排除未来控股股东利用其对本公司的控制地位，通过行使表决权等方式对公司的经营决策、人事安排等方面进行实质影响，给本公司生产经营带来影响。

4.5 应收账款坏账风险

截至 2016 年 12 月 31 日，公司应收账款余额为 66,186.20 万元，其中账龄在一年以上的应收账款余额占当期应收账款余额比例为 19.67%。随着应收账款的增加，如果宏观经济形势发生变化、客户经营不善等情形出现从而导致大额应收账款不能如期收回，可能给公司带来一定损失，同时将会给公司的流动资金带来一定压力。

4.6 存货跌价风险

截至 2014 年 12 月 31 日、2015 年 12 月 31 日及 2016 年 12 月 31 日，公司存货余额分别为 220,286.42 万元、243,732.06 万元和 262,310.31 万元，一年以上库龄存货所占存货比例分别为 43.03%、37.11% 及 37.23%。报告期内公司存货规模随收入增长持续增加。如未来原材料或主要产品价格大幅下降，公司将面临存货价值下跌的风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于2017、2018年市场一致预期的均值, 同行业重点公司2017、2018年平均动态市盈率分别为17.31倍、16.30倍。

表6 同业上市公司比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | EPS | | | PE | | |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2016A | 2017E | 2018E | 2016A | 2017E | 2018E |
| 时代出版 | 600551.SH | 14.76 | 0.80 | 0.92 | 0.94 | 18.54 | 16.07 | 15.62 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 16.81 | 1.00 | 1.10 | 1.23 | 16.73 | 15.29 | 13.71 |
| 皖新传媒 | 601801.SH | 12.51 | 0.53 | 0.65 | 0.68 | 23.51 | 19.29 | 18.46 |
| 凤凰传媒 | 601928.SH | 9.38 | 0.46 | 0.50 | 0.54 | 20.41 | 18.60 | 17.42 |
| 可比公司平均 | | | | | | 19.80 | 17.31 | 16.30 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司计划发行股份不超过36,450万股, 对应发行价3.34元。预计募集资金净额114,529.96万元, 发行费用7,213.04万元。对应2016年PE为10.44倍。

参考同行业公司的估值水平, 同时考虑到公司在出版业内具有较高的声誉与较强的竞争优势, 我们认为给予公司2017年每股收益15-20倍市盈率较为合理, 对应估值区间为4.8元-6.4元。

■ 数据预测与估值:

| 至12月31日 (¥.百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4156.50 | 4464.54 | 4625.60 | 4827.14 |
| 年增长率 | 1.37% | 7.41% | 3.61% | 4.36% |
| 归母净利润 | 580.99 | 581.53 | 605.74 | 634.51 |
| 年增长率 | -11.51% | 0.09% | 4.16% | 4.75% |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.32 | 0.33 | 0.35 |

注: 有关指标按最新股本摊薄

六、附表

资产负债表（单位：百万元）

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 3,336.85 | 4,212.32 | 4,876.07 | 5,406.95 |
| 存货 | 1,970.89 | 2,172.08 | 2,050.61 | 2,396.11 |
| 应收账款及票据 | 642.74 | 716.50 | 639.55 | 813.44 |
| 其他 | 353.35 | 486.67 | 351.19 | 506.01 |
| 流动资产合计 | 6,303.83 | 7,587.57 | 7,917.42 | 9,122.52 |
| 长期股权投资 | 7.30 | 7.30 | 7.30 | 7.30 |
| 固定资产 | 1,510.76 | 1,525.41 | 1,505.69 | 1,463.86 |
| 在建工程 | 276.32 | 221.05 | 198.95 | 198.95 |
| 无形资产 | 606.68 | 580.90 | 555.12 | 529.34 |
| 其他 | 278.68 | 267.08 | 262.33 | 255.26 |
| 非流动资产合计 | 2,679.74 | 2,601.75 | 2,529.39 | 2,454.71 |
| 资产总计 | 8,983.57 | 10,189.32 | 10,446.82 | 11,577.23 |
| 短期借款 | 253.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 1,966.35 | 2,441.97 | 2,214.89 | 2,574.08 |
| 其他 | 657.23 | 750.92 | 637.83 | 797.01 |
| 流动负债合计 | 2,877.19 | 3,192.90 | 2,852.72 | 3,371.09 |
| 长期借款&应付债券 | 2.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,051.38 | 1,085.26 | 1,087.11 | 1,074.58 |
| 非流动负债合计 | 1,053.38 | 1,085.26 | 1,087.11 | 1,074.58 |
| 负债合计 | 3,930.57 | 4,278.16 | 3,939.84 | 4,445.67 |
| 少数股东权益 | 753.88 | 743.95 | 734.03 | 724.10 |
| 股东权益合计 | 5,053.00 | 5,911.16 | 6,506.98 | 7,131.56 |
| 负债和股东权益 | 8,983.57 | 10,189.32 | 10,446.82 | 11,577.23 |
| 现金流量表（单位：百万元） | | | | |
| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 571.06 | 581.53 | 605.74 | 634.51 |
| 折旧和摊销 | 95.15 | 66.39 | 67.61 | 67.61 |
| 营运资本变动 | (283.79) | 206.53 | 0.52 | (161.44) |
| 经营活动现金流 | 431.92 | 765.15 | 578.54 | 442.97 |
| 资本支出 | 57.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 159.13 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 投资活动现金流 | (372.70) | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 364.50 | 0.00 | 0.00 |
| 负债变化 | 0.00 | (2.00) | 0.00 | 0.00 |
| 股息支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 融资活动现金流 | 92.80 | 30.32 | 5.21 | 7.91 |
| 净现金流 | 152.01 | 875.46 | 663.76 | 530.88 |

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,156.50 | 4,464.54 | 4,625.60 | 4,827.14 |
| 营业成本 | 2,749.19 | 2,947.92 | 3,069.80 | 3,206.26 |
| 营业税金及附加 | 27.66 | 29.71 | 30.40 | 31.99 |
| 营业费用 | 385.38 | 392.60 | 406.76 | 424.49 |
| 管理费用 | 742.56 | 797.59 | 826.36 | 862.37 |
| 财务费用 | 6.13 | 0.63 | (5.40) | (7.79) |
| 资产减值损失 | 79.29 | 79.29 | 79.29 | 79.29 |
| 投资收益 | 159.13 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 公允价值变动损益 | (0.01) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 325.43 | 296.81 | 298.39 | 310.54 |
| 营业外收支净额 | 290.45 | 319.65 | 344.18 | 363.05 |
| 利润总额 | 615.87 | 616.45 | 642.57 | 673.59 |
| 所得税 | 44.81 | 44.85 | 46.75 | 49.01 |
| 净利润 | 571.06 | 571.60 | 595.82 | 624.58 |
| 少数股东损益 | (9.93) | (9.93) | (9.93) | (9.93) |
| 归属母公司净利润 | 580.99 | 581.53 | 605.74 | 634.51 |
| 财务比率分析 | | | | |
| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 总收入增长率 | 1.37% | 7.41% | 3.61% | 4.36% |
| EBITDA 增长率 | -22.92% | -13.17% | -0.89% | 2.71% |
| EBIT 增长率 | -27.57% | -10.29% | -1.49% | 3.33% |
| 净利润增长率 | -11.51% | 0.09% | 4.16% | 4.75% |
| 毛利率 | 33.86% | 33.97% | 33.63% | 33.58% |
| EBITDA/总收入 | 10.08% | 8.15% | 7.80% | 7.67% |
| EBIT/总收入 | 7.98% | 6.66% | 6.33% | 6.27% |
| 净利润率 | 13.98% | 13.03% | 13.10% | 13.14% |
| 资产负债率 | 43.75% | 41.99% | 37.71% | 38.40% |
| 流动比率 | 2.19 | 2.38 | 2.78 | 2.71 |
| 速动比率 | 1.51 | 1.70 | 2.06 | 2.00 |
| 总资产回报率 (ROA) | 6.36% | 5.61% | 5.70% | 5.39% |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.51% | 11.25% | 10.49% | 9.90% |

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|---------------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。