

日期: 2017年11月15日

行业: 新闻和出版业



山东省图书出版发行龙头

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 RMB10.16 元
上市合理估值 RMB11-13.75 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 266.9
 发行后总股本 (百万股) 2086.9
 发行数量占发行后总股本 12.79%

保荐机构 中银国际

主要股东 (IPO 前)

山东出版集团有限公司 89.38%
 中国文化产业投资基金 3.57%
 山东新地投资有限公司 1.82%

收入结构 (2017H1)

发行 67.05%
 出版 22.21%

首次报告日期: 2017年11月15日

■ 投资要点

公司简介

山东出版是一家集编辑、印刷、发行、物资供应、对外贸易完整产业链于一体的大型综合性文化企业。2011年,公司由主发起人山东出版集团整体注入主营业务相关资产发起成立。

出版业务方面,公司旗下拥有10家出版社、1家数字出版公司、3家期刊社;从收入结构看,公司出版业务以教材教辅的出版为主,同时也从事一般图书、期刊、电子音像产品及数字产品的出版业务。旗下出版社人民社、明天社名列全国百佳出版单位行列;发行方面,公司旗下拥有山东省新华书店集团及其下属279家分公司,是全国最早成立的省级新华书店集团之一。

公司在山东省图书市场尤其是教材、教辅的出版、发行市场拥有巨大的影响力。公司是人教社、人音社等多家全国性教材教辅出版单位在山东省内义务教育阶段教材及配套教辅的独家出版、发行代理商;公司依托旗下山东新华书店集团构建了健全的教材教辅发行渠道,是山东省内中小学教材总发行商及山东省高中教材独家供应商。

根据广电总局《2015年新闻出版产业分析报告》披露,山东出版集团的总体经济规模在全国图书出版集团中排名第九。

盈利预测

我们预计公司2017-2019年归母净利润增速分别为10.19%、12.80%、12.92%,相应的稀释后每股收益分别为0.55、0.62、0.70元。

定价结论

公司计划发行股份不超过26,690万股,对应发行价10.16元。预计募集资金净额262,004.96万元,发行费用9,165.44万元。对应2016年PE为22.99倍(扣非后)。

参考同行业公司的估值水平,同时考虑到公司作为山东省地方出版龙头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20-25倍市盈率较为合理,对应估值区间为11元-13.75元。

■ 数据预测与估值: (按最新股本摊薄)

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8033.96	8475.80	8973.70	9536.04
年增长率	3.66%	5.50%	5.87%	6.27%
归母净利润	1047.30	1154.02	1301.72	1469.88
年增长率	6.41%	10.19%	12.80%	12.92%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.62	0.70

资料来源: Wind 上海证券研究所

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

一、行业背景

1.1 公司简介及所处的行业

山东出版是一家集编辑、印刷、发行、物资供应、对外贸易完整产业链于一体的大型综合性文化企业。2011年，公司由主发起人山东出版集团整体注入主营业务相关资产发起成立。

分业务来看，出版业务方面，公司旗下拥有10家出版社、1家数字出版公司、3家期刊社；从收入结构看，公司出版业务以教材教辅的出版为主，同时也从事一般图书、期刊、电子音像产品及数字产品的出版业务。旗下出版社人民社、明天社名列全国百佳出版单位行列。

发行方面，公司旗下拥有山东省新华书店集团及其下属279家分公司，是全国最早成立的省级新华书店集团之一。除新华书店集团外，公司下属出版社均建有自办发行体系，主要负责向省内外发行自有出版物。

公司旗下还有那拥有负责4家印刷企业及2家印刷物资贸易公司，负责纸浆、印刷器材等的贸易及进出口业务。

公司在山东省图书市场尤其是教材、教辅的出版、发行市场拥有巨大的影响力。公司是人教社、人音社等多家全国性教材教辅出版单位在山东省内义务教育阶段教材及配套教辅的独家出版、发行代理商，公司依托旗下山东新华书店集团构建了健全的教材教辅发行渠道，是山东省内中小学教材总发行商，山东省高中教材独家供应商。

根据广电总局《2015年新闻出版产业分析报告》披露，山东出版集团的总体经济规模在全国图书出版集团中排名第九。

1.2 行业增长前景

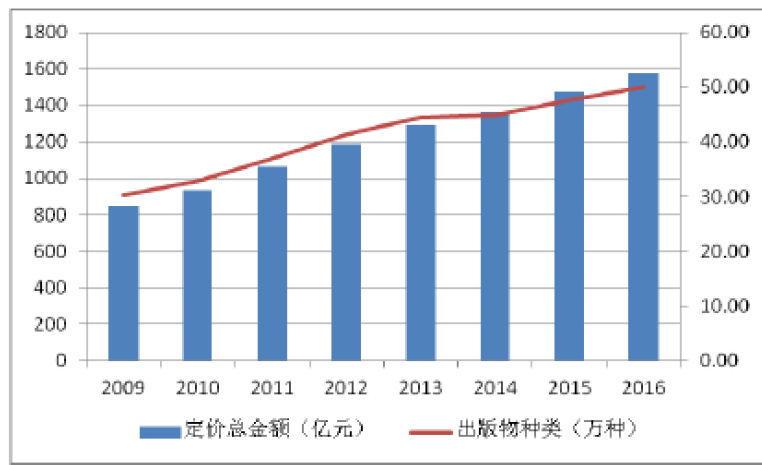
公司隶属于“新闻和出版业”行业。

“十二五”时期，我国新闻出版产业规模迅速扩大，目前，我国日报发行量、图书出版品种和总印数均列世界第一，电子出版物总量、印刷业整体规模世界第二。过去5年，我国传统出版业结构优化，新兴出版业态异军突起。2016年，我国出版、印刷和发行业务实现收入23595.8亿元，同比增长9.0%。实现利润总额1792亿元，同比增长7.8%。其中数字出版实现收入5720.9亿元，同比增长29.9%，

对全行业营业收入增量的贡献率达 67.9%，是拉动行业增长的主要推动力。

传统的图书出版方面，2014-2016 年，全国共出版图书 44.84、47.58、49.99 万种，同比增长 0.90%、6.11%、5.07%。其中，重印图书的种类及印刷量增幅较大，大幅超过新版图书。书籍单品种平均印数有所增加，当年累计印数超过 100 万册的图书有 109 种，较 2015 年大幅增加 41 种。出版图书定价总金额分别为 1363.5 亿、1476.1 亿、1581 亿，维持稳步增长。

图 1 全国图书出版定价及种类



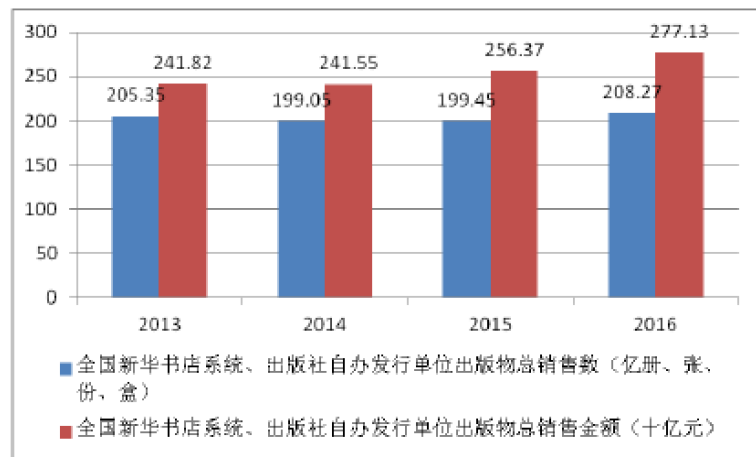
数据来源:《全国新闻出版业基本情况》 上海证券研究所

教育类图书是我国图书市场的重要组成部分，产品主要包括教材教辅类、培训类图书及工具书等，其中又以教材为最主要的产品。2016 年，我国教材出版总印数达全国图书总印数的 36.26%，定价总额占 22.46%。

发行业方面，2016 年全国出版物发行网点 16.31 万处，较 2015 年降低 0.3%。出版物发行实现收入 3426.6 亿元，同比增长 6.0%；实现利润总额 282 亿元，同比增长 8.6%。受大众阅读方式、阅读载体改变影响，出版发行图书数量整体呈螺旋下降走势。另外，全国图书定价金额增幅大幅超过销售金额，对发行业也造成了一定冲击。

图书发行仍以新华书店系统及出版社自办发行单位为主，2014-2016 年，两者共实现总销售金额 2415.5 亿、2563.7 亿、2771.3 亿，销售金额稳步增加。

图 2 全国新华书店及出版社自办发行出版物销售数及金额



数据来源:《全国新闻出版业基本情况》 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

图书出版领域是管制较为严格的行业，国家对行业准入和退出实行严格管理，未经主管部门批准不得从事相关业务。另外，外资和非公有资本进入出版行业仍有诸多限制，只能在政策限定的范围内参与。

我国出版业早期经营主体较多，单个企业规模较小，产业集中度较低。截至 2016 年底，全国仍有出版社 584 家，其中中央级出版社 219 家，地方出版社 365 家。近年来，随着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，综合型大型出版集团正不断涌现。目前，中央及（副）省级的大型出版集团达到了 40 家，出版业呈现综合出版集团及分散单一出版社并存的竞争格局。

公司在出版领域主要覆盖教材教辅出版及一般图书出版，其中又以教材出版业务收入占比为高。过去，只有人民教育出版社拥有中小学教材的出版权，到了 2001 年后，在“一纲多本”的教材管理模式指引下，凡经新闻出版总署批准的出版机构都可参与到中小学教材的编写与出版中去，各地方选用教材版本可由各地教育局选定，教材市场的种类日渐丰富。公司在教材出版领域的主要竞争对手包括凤凰传媒、中南传媒等。

发行业方面，我国的图书发行渠道分为国有渠道（国有新华书店、邮政系统、出版社自办）、民营书店和其他（主要是网上书店）。

在一般图书的发行市场，虽然各大新华书店集团仍占据行业龙头地位，随着总发行权、全国连锁经营权向民间开放，已经开始出现一批具有一定规模的民营图书发行企业。而在教材教辅市场，虽然随着招投标的导入新华书店已经失去了其专营的地位，但招投标的准入门槛较高，新华书店集团在教材教辅发行的绝对优势地位仍未被撼动。公司在教材教辅发行方面的主要竞争对手主要是各省新华书店集团。

公司的竞争地位

公司在设立时承继了山东出版集团的出版、发行、印刷等业务。因此，山东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在行业中的地位。

山东出版旗下拥有 10 家出版社，其中人民社、明天社名列全国出版企业百强，公司年出版图书品种超过 1 万种。截至 6 月底，公司已获得“五个一工程”、中国出版政府奖、中华优秀出版物等国家出版业重点奖项总计 162 项，30 个项目入选国家“十三五”重点项目，65 个项目获国家版权资金及估计整理出版资助，21 个项目入选国家新闻出版改革发展项目库。

根据广电总局发布的《2015 年新闻出版产业分析报告》，按照总体经济规模评价，山东出版集团在全国图书出版集团中排名第 9，下属出版社明天社、齐鲁社、文艺社分别位列全国少儿、古籍、文艺类图书出版单位第三、第七、第十位。

公司旗下发行企业新华书店集团是全国最早成立的省级新华书店之一，是山东省规模最大、实力最强、服务最专业的发行商和文化渠道运营商。

根据开卷信息发布的数据，2016 年，公司在全国图书零售市场的码洋占有率为 1.38%，排名第十五。公司在马列类、少儿类两个细分图书市场中排名靠前，码洋占有率分别达到 2.02%、3.92%，排名第二、第七。

表 1 2016 年图书零售市场公司码洋占有率

	零售		实体书店		网上书店	
	码洋占有率	排名	码洋占有率	排名	码洋占有率	排名
总体	1.36%	15	1.31%	15	1.38%	14
新书	1.18%	15	1.28%	14	1.12%	16

数据来源：开卷信息 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

公司已经形成了已经形成了公司、出版社、出版物品牌三位一体、协调发展的品牌链条和体系，以独具特色、高质量的图书品牌项目带动出版社品牌形象的树立和提升。2010-2015 年，公司控股股东山东出版集团已经连续六年入选“全国文化企业 30 强”单位。

2、资源优势

一般图书出版方面，公司着力引导下属各出版子公司根据消费者需求进行选题策划，通过“进存销”分析调整产量和销售策略，大大提升了公司精细化的市场运营能力。在这一专业化的经营与管理模式下，公司打造出一系列具备地区文化特色的精品图书系列。公司出版的图书多次获得“中华优秀出版物奖”、“中国出版政府奖图书奖”等重点图书奖项。

教材、教辅出版方面，公司所处的山东省是教育大省，2016 年，全省义务教育在校生达到 1007.23 万人，在校生人数等教育资源的优势为公司教材、教辅出版主业的发展创造了有利条件。公司旗下各出版子公司广泛覆盖了学前教育、中小学教育、高等教育、继续教育、职业教育等全年龄段教育内容，联合打造山东教育出版品牌。在基础教育方面，公司拥有自主知识产权及共有知识产权的各科教材共计 29 种，公司自有版权及代理教材在山东省内的市场占有率超过了 70%。

3、人才优势

公司拥有一批具备丰富行业资质及管理经验的管理人员，对出版发行行业具有深刻的认识和理解。公司员工有多人曾获得过“中国出版政府奖优秀出版人物奖”、“全国百佳出版工作者”、“全国优秀中青年编辑奖”、“全国新闻出版行业领军人才”等称号及奖项。

4、新媒体业务优势

公司高度重视数字化转型及“互联网+出版”的大趋势，在公司的发展战略、业务流程、产品等不同维度上对业务数字化加以推进。公司在推出各种数字出版物的同时，还针对不同的用户群体分别推出了多个平台型数字产品。

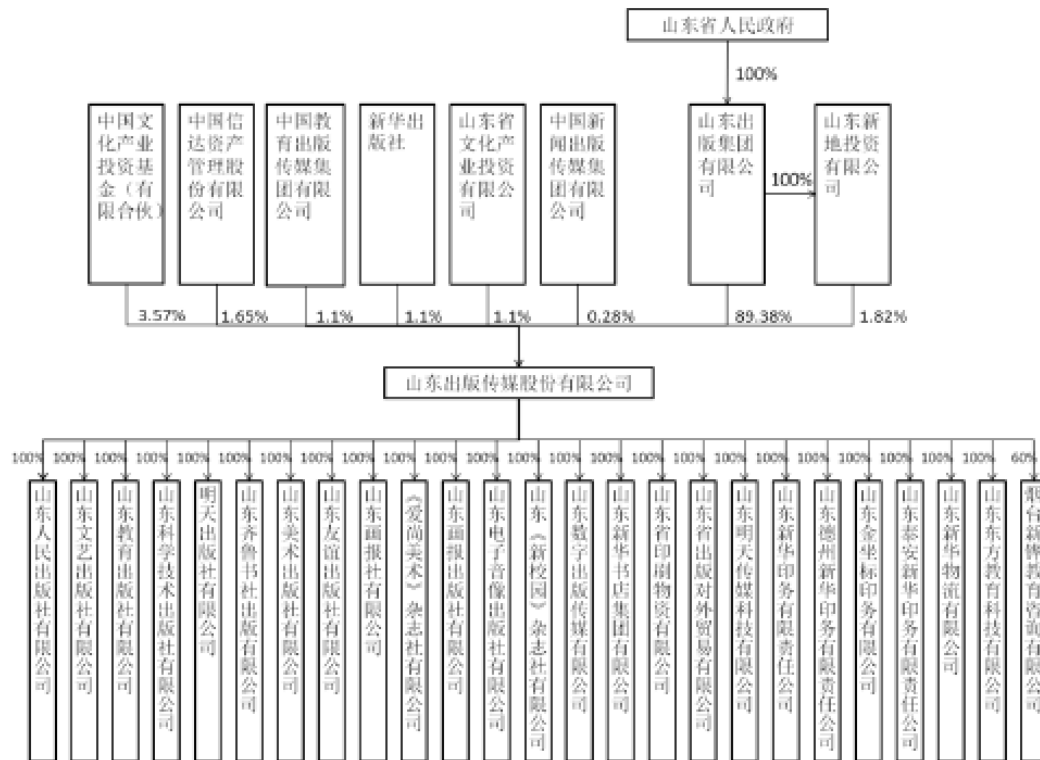
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简介

公司设立于 2011 年 12 月，由公司控股股东山东出版集团以集团内编辑出版、印刷复制、图书发行、出版物资贸易等主营业务相关净资产作为出资发起成立。

山东出版集团为公司控股股东，直接持有公司 89.38% 股权，并通过全资子公司山东新地投资间接持有公司股权 1.82%，合计持有公司 91.2% 股权。本次公开发行后，山东出版集团的合计持股比例将稀释至 78.38%。

图 3 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

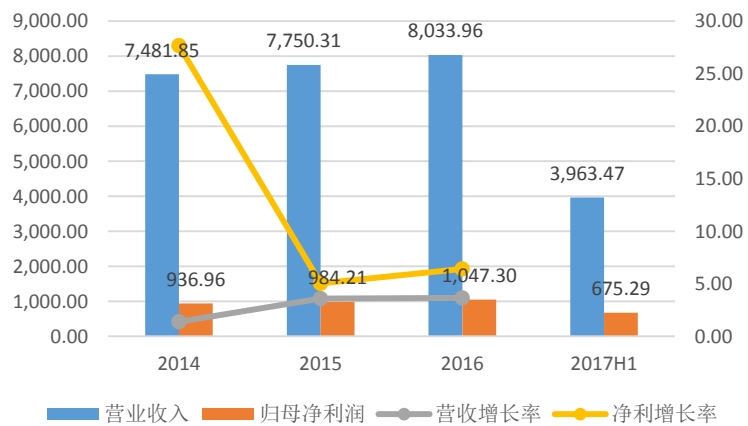
2014 年度、2015 年度及 2016 年度，公司实现营业收入分别为 74.82 亿元、77.50 亿元及 80.34 亿元，同比增长 1.39%、3.59%、3.66%。公司的主营业务突出，主营业务收入占营业收入的比例维持在 97% 以上。

公司的主营业务包括出版、发行、物资供应、印刷四大板块。其中，发行业务占公司营业收入的比重最大，2014-2016 年发行业

务占公司整体收入的 59.76%、60.48%和 64.54%。发行业务收入中有 70% 以上为教材、教辅发行贡献的收入。2015 年，公司教材、教辅发行收入较 2014 年同比增长 9.75%，收入增长主要系教辅类图书经营品种增加所致。2016 年教材、教辅发行收入同比增长 10.70%，收入增长主要系：1、公司通过专人包乡镇的方式进行教辅市场精耕，提高了教辅配套率；2、加强高中教辅发行力度，市占率有所提升；3、部分地区新增义务教育阶段地区专用教材教辅。

2014-2016 年，公司归母净利润分别为 9.36 亿元、9.84 亿元、10.47 亿元，同比增长 27.67%、5.04%、6.41%。净利润持续增长。

图 4 公司收入及净利润情况 (单位：百万元；%)



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 2 公司主营业务构成

业务	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
发行	447,081.25	59.76%	468,755.12	60.48%	516,206.36	64.25%
物资贸易	259,162.51	34.64%	279,593.98	36.08%	249,964.87	31.11%
出版	174,315.51	23.30%	181,173.87	23.38%	187,939.93	23.39%
印刷	16,558.40	2.21%	19,016.78	2.45%	20,283.95	2.52%
其他业务	16,992.78	2.27%	15,540.45	2.01%	16,463.73	2.05%
其他主营业务	2,384.11	0.32%	3,031.52	0.39%	6,912.65	0.86%
内部抵销	-168,309.45	-22.50%	-192,080.39	-24.78%	-194,375.65	-24.19%
合计	748,185.11	100.00%	775,031.33	100.00%	803,395.84	100.00%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 3 公司发行业务构成

业务	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
教材、教辅	316,794.88	70.86%	347,695.50	74.17%	384,903.64	74.56%

一般图书	115,303.77	25.79%	107,693.42	22.97%	111,623.74	21.62%
音像制品	4,422.52	0.99%	4,127.15	0.88%	3,546.70	0.69%
文化用品及其他	10,560.08	2.36%	9,239.04	1.97%	16,132.28	3.13%
发行业务合计	447,081.25		468,755.12		516,206.36	

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30.91%、31.52%、32.79%。其中,出版、发行业务的毛利率稳定在30%以上,印刷、物贸业务毛利率较低。公司2014-2016年出版业务毛利率分别为34.30%、33.47%、33.25%,毛利率下滑主要系公司为推广一般图书销售采取较高的折扣力度所致;发行业务毛利率分别为33.15%、33.46%、34.44%,毛利率逐年增长主要是因为毛利率相对较高的教辅类图书收入占比提升所致。

表4 公司分业务毛利率

业务	2014年			2015年			2016年		
	毛利率	毛利	占总毛利比	毛利率	毛利	占总毛利比	毛利率	毛利	占总毛利比
发行	33.15%	148,221.26	64.10%	33.46%	156,865.39	64.22%	34.44%	177,785.20	67.50%
物资贸易	3.59%	9,316.38	4.03%	4.09%	11,425.83	4.68%	4.28%	11,019.68	4.18%
出版	34.30%	59,796.00	25.86%	33.47%	60,645.54	24.83%	33.25%	62,497.32	23.73%
印刷	15.63%	2,587.39	1.12%	18.67%	3,550.97	1.45%	19.21%	3,897.01	1.48%
其他业务	64.79%	11,009.73	4.76%	60.64%	9,423.59	3.86%	61.68%	10,155.58	3.86%
其他主营	56.50%	1,347.11	0.58%	55.96%	1,696.57	0.69%	33.94%	2,346.39	0.89%
内部抵消		-1,047.09	-0.45%		667.23	0.27%		-4,302.18	-1.63%
合计		231,230.78			244,275.12			263,399.00	

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26,690万股A股,占发行后总股本的12.79%,发行价10.16元。募集资金拟投入以下项目:

表5 募集资金投向

类别	序号	募集资金项目	拟使用募集资金量(万元)
大众媒体版块	1	特色精品出版项目	15,090.04
	2	“爱书客”出版云平台电子书供应能力建设项目	4,640.28
教育传媒	3	学前教育复合建设项目	15,684.32

板块	4	基础教育阳光智慧课堂建设项目	37,129.58
	5	职业教育复合建设项目	18,125.17
发行板块	6	新华书店门店经营升级改造建设项目	34,221.55
	7	物流二期项目	35,607.20
印刷板块	8	印刷设备升级改造项目	37,913.00
管理板块	9	综合管理信息系统平台项目	9,374.10
补充流动资金	10	补充流动资金	54,219.72
	合计		22,004.96

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 盈利能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率小幅增长

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 18.62%、19.65%、20.05%。

2014-2016 年度，销售费用占公司营业收入的比例分别为 7.48%、7.97% 和 8.65%。公司的销售费用主要为职工薪酬、宣传推广费用、仓储运输费用，上述三项费用合计占销售费用比例在 80% 以上。

公司的管理费用中占比较高的包括职工薪酬、租赁费用，合计占管理费用的超过 60%。2014-2016 年度，管理费用占营业收入比例分别为 11.14%、11.78% 及 11.69%。

c

表 6 公司费用率情况

项目	2014 年度		2015 年度		2016 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	55,987.78	7.48%	61,803.95	7.97%	69,504.46	8.65%
管理费用	83,335.72	11.14%	91,260.28	11.78%	93,886.64	11.69%
财务费用	-6	0.00%	-763.89	0.10%	-2,346.27	0.29%
合计	139,317.50	18.62%	152,300.35	19.65%	161,044.82	20.05%

数据来源：Wind 上海证券研究所

收入结构不同导致应收账款周转率略低于行业均值

2014 年度、2015 年度和 2016 年度，公司应收账款周转率分别为 5.75、7.45 和 7.95 次。公司应收账款周转率略低于行业平均水准，

主要是由于业务结构有所不同。公司的物资贸易业务收入占比较低，而该业务应收账款周转率较高，拉低了公司应收账款周转率整体水平。2014-2016年，公司的应收账款周转率稳中有增，主要是因为公司为加强运营效率，降低坏账风险，通过将销售回款纳入绩效考核等措施加强了应收账款的催收管理所致。

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。

2014-2016年，公司的存货周转率分别为 2.96、2.86、3 次，基本保持稳定。存货周转率略低于行业均值同样是由于物资贸易收入占比较低所致。

表 7 公司及行业资产周转率比较

指标	对象	2014 年度	2015 年度	2016 年度
应收账款周转率	行业平均	8.26	9.78	9.32
	本公司	5.75	7.45	7.95
存货周转率	行业平均	3.5	3.49	4.12
	本公司	2.96	2.86	3
总资产周转率	行业平均	0.65	0.74	0.71
	本公司	0.81	0.82	0.82

数据来源: Wind 上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司出版及发行业务稳中有升
- 2) 低毛利率的物资贸易业务收入占比降低，使毛利率小幅提升
- 3) 中间费用率保持稳定
- 4) 募投项目进展顺利

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 10.19%、12.80%、12.92%，相应的稀释后每股收益分别为 0.55、0.62、0.70 元。

四、风险因素

4.1 教材出版和发行的政策变化

2008 年秋至 2014 年春，山东省义务教育阶段教材由政府通过单一来源方式进行采购，采购来源为公司子公司新华书店集团。2015 年起，政府采用公开招标方式进行采购，新华书店集团中标，

仍为山东省内中小学教材总发行商，并拥有山东省中小学教材若干类别的独家出版权。

2014-2016年，公司通过取得义务教务阶段教材教辅发行权所获得的营业收入分别占公司总收入的28.79%、27.70%和25.18%。如果公司不能取得义务教育阶段发行权，则会对公司业绩造成一定影响。另外，如果教材出版发行市场市场化程度提高，市场竞争加剧，可能会在一定程度上压缩公司的利润空间。

公司目前还拥有山东省高中教材的独家发行权，相关业务为开启公开招标程序，若未来引入相应公开招标程序并且公司未能中标，可能会对公司业绩造成不利影响。

4.2 循环使用教材的政策风险

根据教育部、财政部2007年《关于全面实施农村义务教育教科书免费提供和做好部分教科书循环使用工作的意见》规定，从2008年春季学期起，在全国范围内建立部分教科书的循环使用制度。循环使用的教科书，由学校进行配备，由学生在本学期使用，学期结束时归还学校。山东省也已经开始实行这一政策，自2015年起，教科书发行码洋开始减少。

如果未来循环使用教材政策范围进一步扩大，或每年补充新书的比例有所下降，将导致教材需求量下降，对公司业绩造成一定程度影响。

4.3 税收政策和补贴政策变化的风险

出版发行也是我国文化产业的重要组成部分，是国家政策扶持的重点行业，在财政、税收等方面享受国家统一制定的税收优惠。此外，公司还享受政府金额较大的政府补助收入，主要为宣传文化发展基金、印刷设备专项资金等。若未来政策变化、补贴力度减少，将对公司盈利水平造成不利影响。

4.4 市场经营风险

公司在经营出版、发行业务时存在诸多风险。包括出版物选题风险、行业竞争风险、数字出版对传统出版的冲击、盗版等不规范的经营行为风险等，可能会对公司的经营业绩造成一定影响。

4.5 应收账款坏账风险

公司的应收账款账龄较长，2016年底，账龄超过一年的应收账款占公司全部应收账款的33.21%。如公司账龄较长的应收账款进一步增加，将会加大公司的坏账损失风险，降低公司资产运营效率，对公司财务造成不利影响。

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22.16倍、20.09倍。

表8 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
凤凰传媒	601928	8.89	0.46	0.50	0.54	19.34	17.67	16.51
中南传媒	601098	13.88	1.00	1.01	1.08	13.81	13.75	12.90
出版传媒	601999	9.07	0.22	0.21	0.23	40.64	43.19	39.43
长江传媒	600757	7.33	0.49	0.58	0.66	15.02	12.54	11.04
中文传媒	600373	20.45	0.94	1.13	1.35	21.75	18.17	15.11
中国出版	601949	8.74	0.32	0.32	0.33	27.42	27.31	26.27
南方传媒	601900	13.01	0.47	0.58	0.67	27.60	22.50	19.38
可比公司平均						23.66	22.16	20.09

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26,690万股, 对应发行价10.16元。预计募集资金净额262,004.96万元, 发行费用9,165.44万元。对应2016年PE为22.99倍(扣非后)。

参考同行业公司的估值水平, 同时考虑到公司作为山东省地方出版龙头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20-25倍市盈率较为合理, 对应估值区间为11元-13.75元。

■ 数据预测与估值: (按最新股本摊薄)

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8033.96	8475.80	8973.70	9536.04
年增长率	3.66%	5.50%	5.87%	6.27%
归母净利润	1047.30	1154.02	1301.72	1469.88
年增长率	6.41%	10.19%	12.80%	12.92%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.62	0.70

资料来源: Wind 上海证券研究所

六、附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,722.63	6,605.83	7,890.22	9,336.27
应收和预付款项	1,138.56	1,303.28	1,277.47	1,460.19
存货	1,334.18	1,680.29	1,471.85	1,835.95
其他流动资产	639.37	639.37	639.37	639.37
流动资产合计	5,834.75	10,228.77	11,278.91	13,271.79
长期股权投资	2.38	2.38	2.38	2.38
投资性房地产	346.28	294.92	243.57	192.22
固定资产和在建工程	1,727.54	1,480.13	1,215.30	950.48
无形资产和开发支出	748.15	576.06	403.97	231.88
其他非流动资产	494.28	463.35	432.42	432.42
非流动资产合计	3,318.64	2,816.85	2,297.64	1,809.37
资产总计	9,153.38	13,045.62	13,576.55	15,081.16
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3,219.93	3,779.09	3,505.74	4,102.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	3,219.93	3,779.09	3,505.74	4,102.15
股本	1,820.00	2,086.90	2,086.90	2,086.90
资本公积	(155.61)	2,197.54	2,197.54	2,197.54
留存收益	3,425.28	4,138.10	4,942.14	5,850.07
少数股东权益	5.02	5.23	5.47	5.74
股东权益合计	5,094.69	8,427.77	9,232.05	10,140.24
负债和股东权益总计	8,314.62	12,206.86	12,737.79	14,242.39
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,196.88	1,516.57	1,565.22	1,775.81
投资活动现金流	(248.07)	135.31	135.31	135.31
融资活动现金流	(582.05)	2,231.32	(416.13)	(465.06)
净现金流	366.95	3,883.20	1,284.39	1,446.05

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	8,033.96	8,475.80	8,973.70	9,536.04
营业成本	5,399.97	5,607.66	5,863.75	6,153.32
营业税金及附加	51.60	54.44	57.64	61.25
营业费用	695.04	745.87	807.63	858.24
管理费用	938.87	990.50	1,048.69	1,114.40
财务费用	(23.46)	(21.59)	(50.66)	(66.02)
资产减值损失	77.44	80.00	80.00	80.00
投资收益	23.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	918.06	1,018.92	1,166.65	1,334.85
营业外收支净额	130.86	135.31	135.31	135.31
利润总额	1,048.91	1,154.23	1,301.96	1,470.15
所得税	1.43	0.00	0.00	0.00
净利润	1,047.49	1,154.23	1,301.96	1,470.15
少数股东损益	0.19	0.21	0.24	0.27
归属母公司股东净利润	1,047.30	1,154.02	1,301.72	1,469.88
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	3.66%	5.50%	5.87%	6.27%
EBIT 增长率	6.40%	10.78%	10.77%	12.52%
净利润增长率	6.44%	10.19%	12.80%	12.92%
毛利率	32.79%	33.84%	34.66%	35.47%
EBIT/总收入	6.40%	10.78%	10.77%	12.52%
净利润率	6.44%	10.19%	12.80%	12.92%
资产负债率	35.18%	28.97%	25.82%	27.20%
流动比率	1.81	2.71	3.22	3.24
净资产收益率 (ROE)	20.58%	13.70%	14.11%	14.50%
存货周转率	4.05	3.34	3.98	3.35
应收账款周转率	8.82	7.96	8.74	7.97

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，任何机构和个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。