

2019年05月23日

中国出版 (601949.SH)

品牌资源积累雄厚，“数字化”与“走出去”战略清晰

■中国出版传媒集团有限公司成立于2011年12月，是以图书、报刊、电子音像等出版物出版为主业，集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体大型出版企业。公司拥有一批历史悠久、知名度与行业地位较高的优秀出版社，其中人民文学出版社、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、三联出版社、中国民主法制出版社等7家出版社进入“中国百佳出版社”行列。公司控股股东与实际控制人为中国出版公司(76.05%)，另有中国文化产业基金(0.78%)、中国联通(0.78%)、学习出版社(0.39%)等战略股东。2018年公司实现营业收入53.31亿元，同比增长13.52%，实现归母净利润6.01亿元，同比增长13.35%。

■图书出版行业总量稳步增长，输出版权逐年提升，版号总量宏观调控推动头部集中趋势。2017年全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入18119.2亿元，较2016年同口径增长4.5%；拥有资产总额22165.4亿元，增长3.0%；利润总额1344.3亿元，增长2.7%。输出版权和出版物方面，2017年分别达到13816万项和12651项，双双创下历史新高。根据《关于加强书号总量宏观调控的通知》（新出图〔1998〕1377号）规定，国家对书号使用总量进行宏观调控，以优化出书结构、提高出书质量压缩低质平庸图书品种。根据开卷统计数据，近年来销量前1%的图书品种码洋贡献度逐年提高，2017年销量1%的图书品种占到图书销售总码洋的50%以上，体现出行业优质资源头部集中化加强的趋势。头部出版社、有能力生产经典图书作品的出版社有望从总量稳定增长的行业集中度提高过程中受益。

■公司全产业链经营具备规模效应，强势品牌与出版效率是核心优势。2018年全年公司出书20000余种，其中新书8000余种，重印率为62.3%。销售5万册以上新书143种，销售10万册以上新书59种，单品提升显著。其中，《红星照耀中国》累计销售640万册，《牛津高阶英汉双解词典（第9版）》销售172万册，《开学第一课》销售约80万册，《本源》销售30万册，《萤王》销售21万册。在重大工程方面，推出了《宋书》《海德格尔文集》《凯恩斯文集》等一批经典著作。公司以成为“国际著名出版集团”为战略目标，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，同时加快推进数字出版布局。

■投资建议：公司作为历史悠久、资源积累雄厚、全产业链经营的大型国有出版公司，借力旗下多家优质出版社优势，主营集中在一般图书出版业务，在行业总量稳定增长、政策支持头部集中基础上增长动力

公司分析

证券研究报告

平面媒体

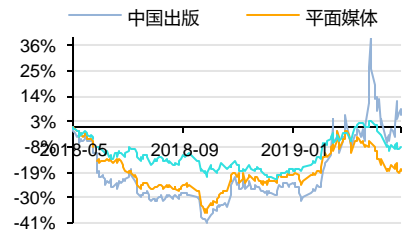
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**9元**
股价（2019-05-22）**6.46元**

交易数据

总市值(亿元)	11,773.35
流通市值(亿元)	2,590.50
总股本(百万股)	1,822.50
流通股本(百万股)	401.01
12个月价格区间	3.60/8.53元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.84	34.62	13.51
绝对收益	-10.9	37.74	3.48

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

充足，从战略规划与近期实践上看，公司控本增效与人员激励有望释放进一步业绩空间。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.51 亿元、7.20 亿元、8.07 亿元，分别对应 EPS0.36 元、0.40 元、0.44 元，参照业内可比公司，我们给予公司 2019 年 25x 估值，对应 2019 年目标价 9 元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：一般图书选题风险、图书盗版风险、税收优惠政策到期变化风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,696.6	5,331.4	5,757.9	6,103.4	6,469.6
净利润	530.7	601.5	650.7	719.9	807.2
每股收益(元)	0.29	0.33	0.36	0.40	0.44
每股净资产(元)	3.14	3.37	3.79	4.18	4.61
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	21.1	18.6	17.2	15.5	13.9
市净率(倍)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
净利润率	11.3%	11.3%	11.3%	11.8%	12.5%
净资产收益率	9.3%	9.8%	9.4%	9.5%	9.6%
股息收益率	1.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
ROIC	29.9%	38.9%	26.8%	46.1%	36.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1 中国出版：历史悠久、资源雄厚的大型国有出版公司	4
1.1 公司发展历程与股权结构.....	4
1.2 公司经营情况与业务构成.....	5
2 图书行业增长稳定、渠道变化与政策促进精品集中化趋势	6
2.1 图书出版行业稳步增长，输出版权逐年提升.....	6
2.2 版号总量宏观调控推动头部集中趋势.....	7
3 全产业链经营具备规模效应，强势品牌与出版效率是核心优势	9
3.1 出版、发行、物资供应与印刷一体化经营.....	9
3.2 经久打磨出品牌优势，高重印率提升出版效率.....	10
3.3 “走出去”与数字出版战略前瞻性强.....	12
3.4 重视人才梯队建设与激励机制强化.....	13
3.5 盈利预测核心假设与同业估值比较.....	13
4 投资建议	15
5 风险提示	15
图 1：公司业务覆盖全产业链.....	4
图 2：中国出版股权结构.....	4
图 3：主营收入与增速.....	5
图 4：归母净利润与增速.....	5
图 5：公司历年收入构成.....	5
图 6：公司历年费用率情况.....	5
图 7：新闻出版产业营业收入、资产总额与利润总额增长情况.....	6
图 8：对外版权输出数量.....	7
图 9：新版与重印图书品种数.....	7
图 10：销量前 1%品种的码洋贡献率.....	8
图 11：图书行业产业链.....	9
图 12：公司出版收入与毛利率.....	10
图 13：公司发行业务收入与毛利率.....	10
图 14：公司旗下的品牌出版社.....	11
图 15：三联“中读”会员邀请界面.....	12
图 16：新经典 PE-Band.....	15
图 17：中南传媒 PE-Band.....	15
表 1：公司历年政府补助的净利润占比情况.....	6
表 2：2017 年领先出版企业 TOP10.....	8
表 3：公司旗下核心品牌出版社.....	11
表 4：盈利预测核心假设.....	13

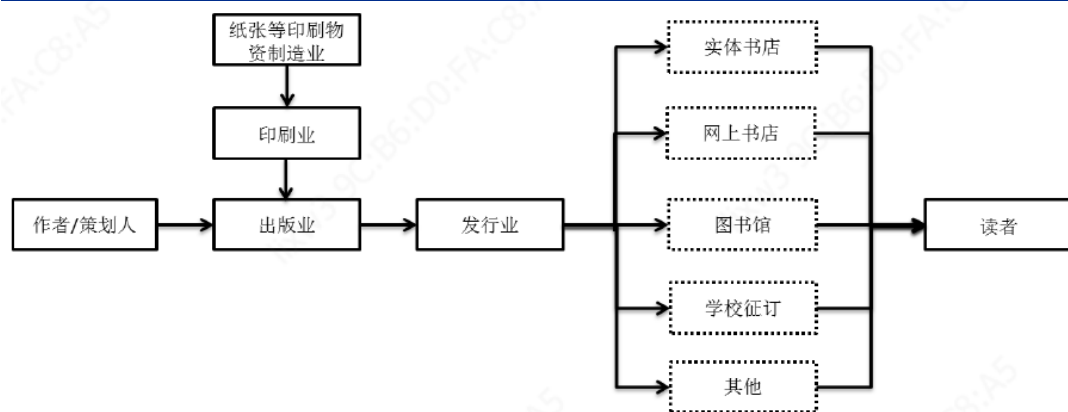
1 中国出版：历史悠久、资源雄厚的大型国有出版公司

1.1 公司发展历程与股权结构

中国出版传媒有限公司成立于2011年12月，经营范围包括出版（含合作出版、版权贸易）、发行（含总发行、批发、零售以及连锁经营）、印刷、复制等相关业务，是以图书、报刊、电子音像等出版物出版为主业，集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体大型出版企业。公司拥有一批历史悠久、知名度与行业地位较高的优秀出版社，其中人民文学出版社、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、三联出版社、中国民主法制出版社等7家出版社进入“中国百佳出版社”行列。

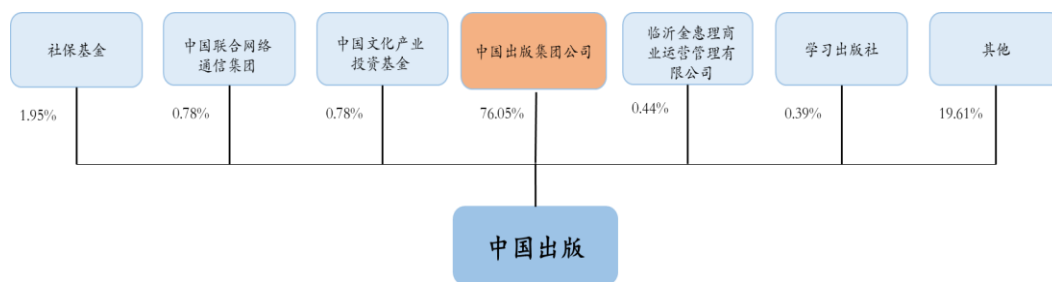
公司控股股东与实际控制人为中国出版公司（76.05%），另有中国文化产业基金（0.78%）、中国联通（0.78%）、学习出版社（0.39%）等战略股东。公司于2017年8月上市，目前流通市值占总市值比例约22%。

图 1：公司业务覆盖全产业链



资料来源：中国出版招股说明书，安信证券研究中心

图 2：中国出版股权结构

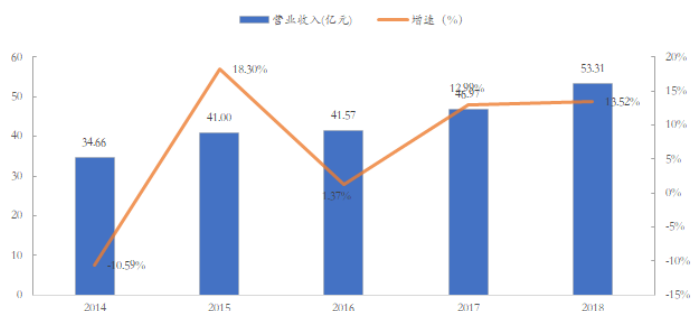


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2 公司经营情况与业务构成

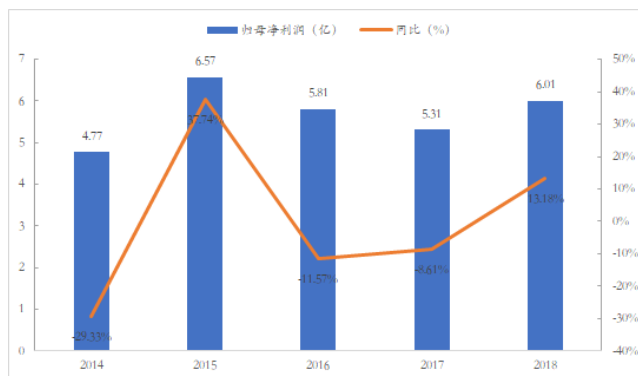
2018 年公司实现营业收入 53.31 亿元，同比增长 13.52%；实现归母净利润 6.01 亿元，同比增长 13.35%；2017 年公司实现营业收入 46.97 亿元，同比增长 12.99%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.31 亿元，与上期同比降低 8.66%，原因是剥离了上市公司体内翻译业务，剔除终止经营利润影响后，公司当期持续经营净利润为 5.26 亿元，同比增长 17.39%。

图 3：主营收入与增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：归母净利润与增速

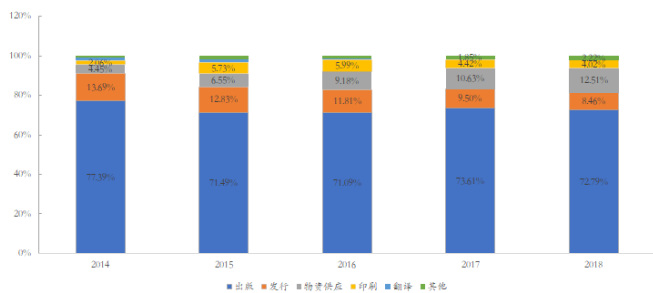


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司是以图书、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，来自出版业务的营业收入始终占据公司收入 70% 以上比重，按照 2018 年收入贡献程度几项业务排序分别为出版（72.79%）、物资供应（12.51%）、发行（8.46%）、印刷（4.02%），其中物资供应收入占比连年微服提升，发行业务占比稳中略降，大体稳定。

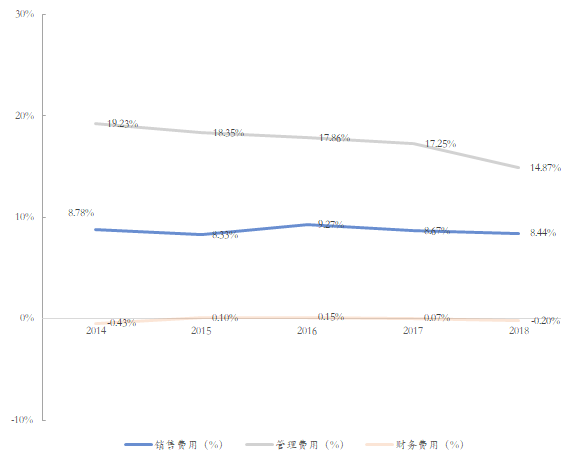
出版公司具有业务相对稳定，现金流较为充足的经营特点，公司财务费用率一直较为稳定地保持在 0% 上下水平，销售费用率根据市场环境变化调整销售策略略有波动，整体保持在 8-9% 之间，管理费用率处在稳步下行区间，一定程度上体现出公司降本增效的成果。

图 5：公司历年收入构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司历年费用率情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

出版行业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优惠政策。

2018年6月，财政部、税务总局发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》，明确在2020年底之前延续之前在出版、发行环节的增值税优惠政策；2018年12月，国务院办公厅印发了《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》，明确已完成转制的文化企业，自2019年起继续免征五年企业所得税。除此之外，中国出版公司承担部分文化巨著编撰修订职责，根据当期项目不同享受不同程度的政府补助，过去年份政府补助占公司净利润比重约在20%-30%之间。

表 1：公司历年政府补助的净利润占比情况

	2014	2015	2016	2017	2018
计入当期损益的政府补助	1.13	1.62	2.22	1.57	1.47
净利润	4.81	6.58	5.71	5.26	6.01
占比	23.50%	24.60%	38.90%	29.80%	24.50%

注：与资产相关的政府补助，是指公司取得的、用于构建或以其他方式形成长期资产的政府补助，与收益相关的政府补助是指除与资产相关的政府补助之外的政府补助，变动的部分跟当年所做的具体项目相关。

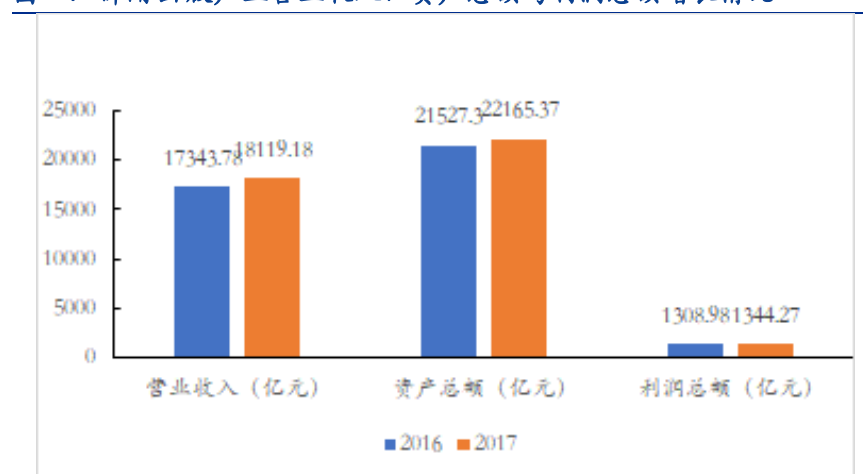
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2 图书行业增长稳定、渠道变化与政策促进精品集中化趋势

2.1 图书出版行业稳步增长，输出版权逐年提升

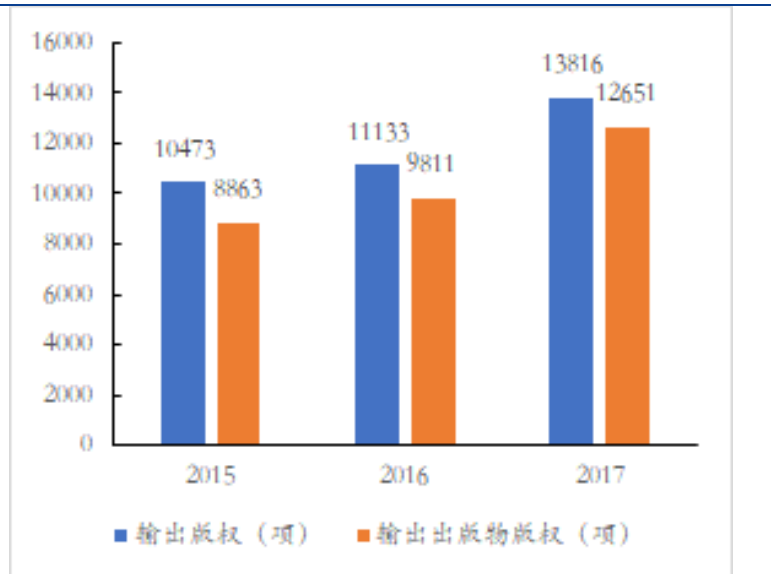
根据国家新闻出版署2018年7月发布的《2017年新闻出版产业分析报告》，2017年新闻出版业认真贯彻落实中央要求，把社会效益放在首位，努力实现社会效益与经济效益相统一，坚持稳中求进的工作总基调，按照高质量发展的要求，不断推进供给侧结构性改革，深入推动优化升级和融合发展，持续提高优质出版产品供给，实现了行业的良好发展。2017年全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入18119.2亿元，较2016年同口径增长4.5%；拥有资产总额22165.4亿元，增长3.0%；利润总额1344.3亿元，增长2.7%。输出版权和出版物方面，2017年分别达到13816万项和12651项，双双创下历史新高。

图 7：新闻出版产业营业收入、资产总额与利润总额增长情况



资料来源：《2017年新闻出版产业分析报告》，安信证券研究中心

图 8：对外版权输出数量



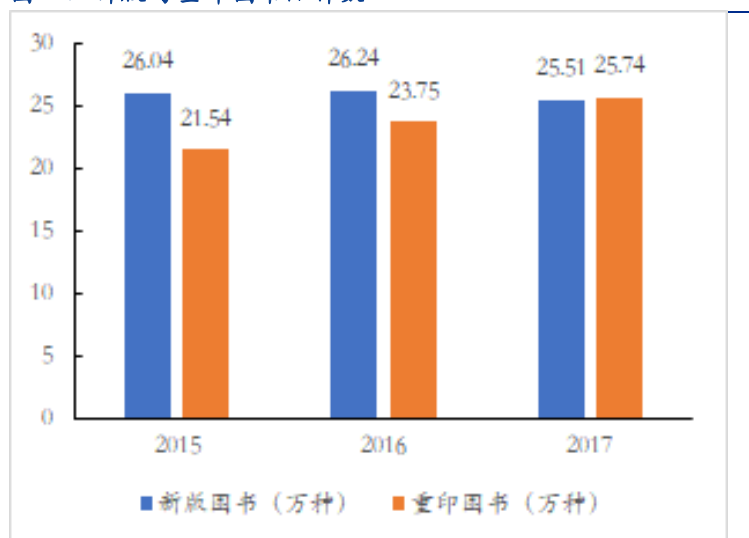
资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，安信证券研究中心

2.2 版号总量宏观调控推动头部集中趋势

另据中国新闻出版研究院调查汇总数据显示，2017 年数字出版实现营业收入 7071.9 亿元，增长 23.6%。全国共出版新版图书 25.5 万种，较 2016 年降低 2.8%；重印图书 25.7 万种，增长 8.4%；总印数 92.4 亿册（张），增长 2.3%；总印张 808.0 亿印张，增长 4.0%；定价总金额 1731.3 亿元，增长 9.5%。图书出版实现营业收入 879.6 亿元，增长 5.7%；利润总额 137.5 亿元，增长 2.4%。

根据《关于加强书号总量宏观调控的通知》（新出图〔1998〕1377 号）规定，国家对书号使用总量进行宏观调控，以优化出书结构、提高出书质量压缩低质平庸图书品种。新闻出版总署根据新闻出版业总体发展目标和出版社每年报送材料，核定全年书号总量，并交给省级新闻出版局、各部委出版社主管部门管理并分配。从国家新闻出版总署数据可以看出，新版图书品种数量到 2017 年表现为总量减少趋势，相对有价值的经典作品重印数量逐年增加，一定程度上体现出图书出版行业供给侧改革的成果。

图 9：新版与重印图书品种数

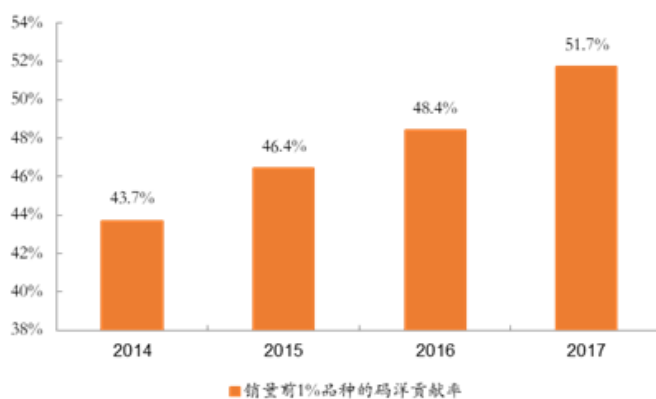


资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，安信证券研究中心

根据开卷信息统计数据，近年来销量前 1%的图书品种码洋贡献度逐年提高，2017 年销量 1%的图书品种占到图书销售总码洋的 50%以上，体现出行业优质资源头部集中化加强的趋势。头部出版社、有能力生产经典图书作品的出版社有望从总量稳定增长的行业集中度提高过程中受益。

根据国家新闻出版署发布的《2017 年新闻出版产业分析报告》，在总体经济规模方面，中国出版集团在 118 家出版传媒集团中位居第九位，公司旗下子公司人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、人民音乐出版社、人民美术出版社在各细分类别总体经济规模综合评价中也位居前列。根据北京开卷信息技术有限公司发布的《2017 年中国出版集团零售市场报告》，在整体图书零售市场中，2017 年度中国出版集团的监控销售码洋位居行业首位，在报告发布的“领先出版企业 TOP10”中排名第一。

图 10：销量前 1%品种的码洋贡献率



资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

表 2：2017 年领先出版企业 TOP10

排名	出版单位
1	中国出版集团
2	中南出版传媒集团股份有限公司
3	凤凰出版传媒集团有限公司
4	中国国际出版集团
5	吉林出版集团
6	北京联合出版有限责任公司
7	中国工信出版传媒集团有限责任公司
8	中文天地出版传媒股份有限公司
9	中信出版集团股份有限公司
10	浙江出版联合集团

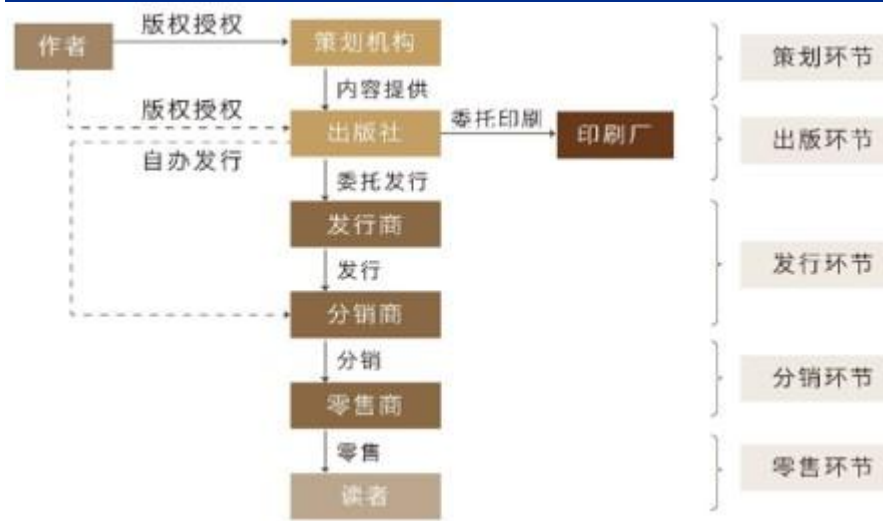
资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

3 全产业链经营具备规模效应，强势品牌与出版效率是核心优势

3.1 出版、发行、物资供应与印刷一体化经营

出版产业链包含“编、印、供、发”，即出版、印刷、印刷物资供应和发行四个环节。其中，出版环节为龙头，带动印刷、物资供应和发行三个环节的发展，公司以图书、报纸、期刊等出版物出版为主业，是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。

图 11：图书行业产业链

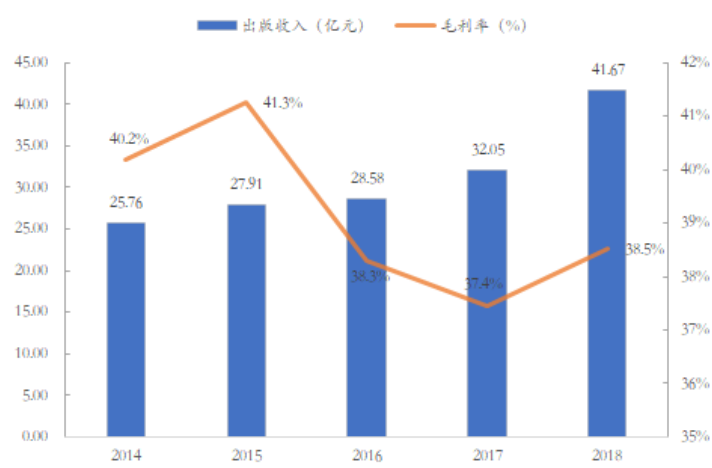


资料来源：新经典招股书，安信证券研究中心

公司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、学术、政治、古籍、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。下属出版单位多次获得中国出版政府奖之先进出版单位奖、“全国新闻出版系统先进集体”称号、全国百佳图书出版单位等奖项，本公司出版物多次获得中国出版政府奖之图书奖、“五个一工程”奖、中华优秀出版物奖等国家级奖项。

2018 年公司出版业务营收规模进一步发展。根据开卷数据显示公司在全国图书零售市场的份额为 7.52%，同比增长 0.62 个百分点。第二届中华优秀传统文化普及图书，10 种图书入选总局向全国青少年推荐百种优秀出版物，43 种图书获得国家出版基金资助，8 种期刊入选 2018 年“中国最美期刊”。全年出书 20000 余种，其中新书 8000 余种，重印率为 62.3%。销售 5 万册以上新书 143 种，销售 10 万册以上新书 59 种，单品提升显著。其中，《红星照耀中国》累计销售 640 万册，《牛津高阶英汉双解词典（第 9 版）》销售 172 万册，《开学第一课》销售约 80 万册，《本源》销售 30 万册，《萤王》销售 21 万册。在重大工程方面，推出了《宋书》《海德格尔文集》《凯恩斯文集》等一批经典著作。

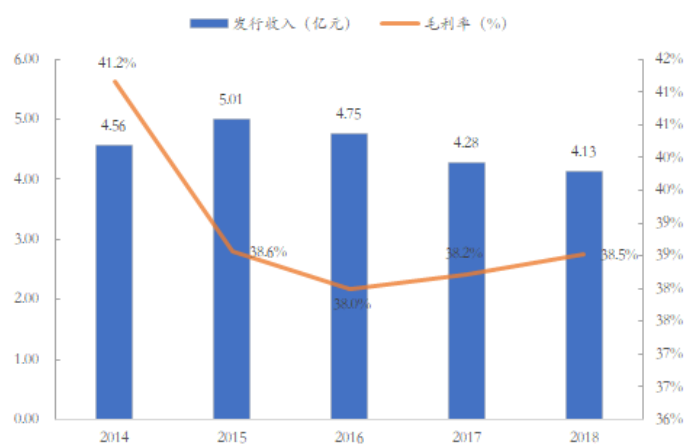
图 12：公司出版收入与毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司发行业务主要通过下属子公司中版教材开展，还包括中华书局、商务印书馆、现代教育、华文出版社等本公司子公司出版的教材发行业务及其他教育出版单位的教材发行业务。公司一般图书发行业务主要由人民文学出版社、商务印书馆、三联书店三家公司的下属子公司和中版教材开展；与其他省级出版发行集团公司不同，中国出版旗下商务印书馆、美术总社、大百科、人民音乐出版社、教育社、中译社、世图公司、东方出版中心等八家出版社涉及教材教辅出版业务，其中教材以主要出版中小学、高中音乐教材、美术教材为主。教辅包括中小学教辅材料、作文、课外阅读等品类，科目涉及语文、数学、英语、历史、地理、政治、生物、化学、物理、文综、理综、体育、综合实践等，收入规模占比相对较小，受到教材教辅政策影响和市场空间限制也更加有限。

图 13：公司发行业务收入与毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

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；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。

3.2 经久打磨出品牌优势，高重印率提升出版效率

公司下属出版单位多次获得中国出版政府奖之先进出版单位奖、“全国新闻出版系统先进集体”称号、全国百佳图书出版单位等奖项，本公司出版物多次获得中国出版政府奖之图书奖、“五个一工程”奖、中华优秀出版物奖等国家级奖项。2015年初，中国出版集团以品牌的

历史渊源、文化积累、社会认知、双效业绩为主要参照，以品牌的社会影响力和市场竞争力为考量维度，按照企业、产品、技术与服务三个类别，在旗下优秀出版社中优中选优，评选出《中国出版集团品牌名录（第一批）》。该品牌名录包括品牌企业、品牌产品、品牌技术与服务。这些著名集群代表了中国出版业具备的水准，在出版行业拥有广泛的影响力，形成了公司的品牌优势。

公司 2018 年共出版 2 万种新书，其中新书 8000 本，也就是说重版率达到 62.3%，高于行业水平 (50.22%)，其中销售 5 万册以上的新书有 130 余种，说明公司产品单品种的收益率明显提升，即公司出版效率明显提升。与此同时，公司也加强了在营销统筹上的投入力度。

图 14：公司旗下的品牌出版社

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

资料来源：中国出版招股书，安信证券研究中心

表 3：公司旗下核心品牌出版社

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	《白鹿原》、《莎士比亚全集》、《围城》、《泰戈尔作品集》等
中华书局	1912 年创办的中国现代出版业代表	点校本“二十四史”及《全唐诗》、《全宋词》、《于丹论语心得》、《万历十五年》等
商务印书馆	1897 年创办的国家级出版机构	《新华字典》、《现代汉语词典》《牛津高阶英汉双解词典》、“汉译世界学术名著丛书”等
大百科	1978 年 11 月成立，在儿童百科和学生工具书领域位居前列	《中国大百科全书》、《DK 儿童百科全书》、《阿米巴经营》等
美术总社	1998 年由人民美术出版社、连环画出版社等单位重组成立	《漫画大王》、《中国美术》、《中国艺术》等
人民文学	1938 年创建的我国历史上第一家音乐专业出版机构	《中国音乐辞典》、《中国音乐美学史》、《复兴之路》

三联书店	1930s 创办，是中国思想学术文化出版重镇	《读书》、《三联生活周刊》、《陈寅恪集》、《邓小平时代》等
------	------------------------	-------------------------------

资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

3.3 “走出去”与数字出版战略前瞻性强

公司以成为“国际著名出版集团”为战略目标，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。“外国人写作中国计划”签约 18 名作者，“中国著名企业家和企业”首辑输出 12 个语种，“商务品牌辞书海外推广项目”启动翻译工作，“中国百科进美国”数据库建设接近尾声。76 个项目入选丝路书香工程、经典中国项目、国际传播能力建设项。版权输出 1058 项，保持全国领先。

为了迎接新技术时代的到来，在数字版权占据主流时占领先机，公司内容数据化稳步推进。2018 年公司召开数字化工作联席会，制定《推进数据化工作实施意见及工作要点》，颁布第二批内容数据化管理、分类和加工标准。强化数据资源聚集，各单位数字版权签约率 60%，资源量 7.8 万种，在线运营近万种。商务工具书云平台集聚用户 1196 万，付费用户 14 万，推出近 20 种权威字典 APP。中华经典古籍库总字数近 13 亿，籍合网完成 6000 万字审校工作，开创了在线审稿、校对、排版的古籍整理新模式。百科第三版网络版完成了内部测试上线，发布了 2.8 万个专业词条，《中国大百科全书数据库》国际版和微信版上线销售。三联“中读”总用户 85 万，“悦听卡”分销活动取得成功，入选“2018 数字阅读影响力期刊 TOP100”榜单第一名，在“新知榜”的精品课程总量位居全国知识付费平台第三位，《三联生活周刊》的融合转型领先期刊行业。数媒公司大数据内容知识挖掘与分析平台构建知识标签 4 万余个，碎片化图书 2 万余种，形成近 300 万知识单元。文学、现代社等单位的电子书、有声书也日渐兴起。

图 15：三联“中读”会员邀请界面



资料来源：三联，安信证券研究中心

3.4 重视人才梯队建设与激励机制强化

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。公司以战略眼光重视人才队伍建设，形成了育才、引才、聚才、用才的良好环境。根据公司中长期人才发展规划，多次评选，先后共有 400 余人被评选为优秀编辑人才、优秀营销人才、优秀数字化人才和国际化人才。公司对“三个一百”人才进行动态跟踪管理。随着公司的发展，人才培养更加注重多角度、全方位的开发。

3.5 盈利预测核心假设与同业估值比较

收入预测方面，2018 年主题出版成绩较好，2019 年在看好整体一般图书出版增长前提下略微回归均值，中长期看好公司旗下出版社的口碑效应和规模效应，在行业稳定增长，精品头部集中的背景下主营业务同比增速逐年攀升；物资供应业务主要配合出版主营业务运行，参照前几年规律给予较为稳定的增长水平，版权授予业务后续将并表入出版主营业务口径，在数字出版时代与 IP 价值重估中有望实现较快增长；整体上公司战略将体现为聚焦核心主业，重视开拓新兴业务，结构优化调整；

毛利率方面，出版业务发挥规模效应，在整体稳定的基础上预期略有提升，物资业务作为增值相对较低的业务在规模优势发挥完毕后略微调减毛利贡献度，版权保护意识强化，授权场景增加背景下毛利率有望稳步提升；

费用率方面，在一般图书市场竞争较为充分的背景下客观上需要精准的营销投入，但是公司的行业经验与品牌优势有望在行业头部集中背景下发挥积极作用，销售费用有望稳定甚至小幅下滑；公司非常重视降本提效战略，上市以来管理费用率呈现出明显下滑趋势，公司旗下出版社子公司众多，逐渐改善管理流程有望进一步释放利润空间。

表 4：盈利预测核心假设

(亿元,%)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
出版	28.58	32.05	37.33	42.93	50.23	59.27
yoy		12.14%	16.47%	15%	17%	18%
物资供应	3.69	4.79	6.42	8.67	11.44	14.87
yoy		29.81%	34.03%	35%	32%	30%
印刷	2.41	1.99	2.06	2.10	2.00	1.90
yoy		-17.43%	3.52%	2%	-5%	-5%
发行	4.75	4.28	4.34	4.43	4.65	4.88
yoy		-9.89%	1.40%	2%	5%	5%
版权	1.02	1.12	1.14	1.20	1.32	1.51
yoy		9.80%	1.79%	5%	10%	15%
毛利率						
出版	33.86%	34.05%	33.25%	34.0%	34.5%	35.0%
物资供应	38.31%	37.44%	38.52%	38.9%	38.6%	38.5%
印刷	3.69%	2.46%	2.00%	2.5%	2.5%	2.5%
发行	10.99%	13.34%	10.20%	10.5%	11.0%	12.0%
版权	89.50%	69.99%		70.0%	75.0%	80.0%
费用率						
销售费用率	9.27%	8.67%	8.44%	8.5%	8.4%	8.3%
管理费用率	17.86%	17.25%	14.87%	14.5%	14.0%	13.8%
财务费用率	0.15%	0.07%	-0.20%	0.0%	0.1%	0.1%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 新经典 PE-Band



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 中南传媒 PE-Band



资料来源: wind, 安信证券研究中心

4 投资建议

公司作为历史悠久、资源积累雄厚、全产业链经营的大型国有出版公司，借力旗下多家优质出版社优势，主营集中在一般图书出版业务，在行业总量稳定增长、政策支持头部集中基础上增长动力充足，从战略规划与近期实践上看，公司控本增效与人员激励有望释放进一步业绩空间。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.51 亿元、7.20 亿元、8.07 亿元，分别对应 EPS0.36 元、0.40 元、0.44 元，参照业内可比公司，我们给予公司 2019 年 25x 估值，对应 2019 年目标价 9 元，给予“买入-A”评级。

5 风险提示

一般图书选题风险、图书盗版风险、税收优惠政策到期变化风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,696.6	5,331.4	5,757.9	6,103.4	6,469.6	成长性					
减:营业成本	3,097.4	3,558.8	3,771.4	3,967.2	4,172.9	营业收入增长率	13.0%	13.5%	8.0%	6.0%	6.0%
营业税费	35.4	34.4	39.6	42.4	43.7	营业利润增长率	73.8%	16.7%	10.7%	15.6%	12.6%
销售费用	407.1	449.9	489.4	512.7	537.0	净利润增长率	-8.7%	13.3%	8.2%	10.6%	12.1%
管理费用	810.1	792.9	834.9	854.5	892.8	EBITDA 增长率	12.8%	31.4%	22.2%	13.1%	10.8%
财务费用	3.1	-10.6	-20.0	-22.3	-24.2	EBIT 增长率	7.0%	39.5%	27.1%	15.8%	12.7%
资产减值损失	86.4	115.4	93.7	98.5	102.5	NOPLAT 增长率	69.7%	18.0%	-3.0%	14.6%	12.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.2%	40.8%	-33.4%	41.6%	-31.0%
投资和汇兑收益	94.4	114.7	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	31.5%	6.8%	10.5%	9.0%	9.1%
营业利润	565.5	660.1	648.9	750.4	844.9	利润率					
加:营业外净收支	7.2	-7.3	15.0	4.8	3.2	毛利率	34.1%	33.2%	34.5%	35.0%	35.5%
利润总额	572.7	652.8	663.9	755.3	848.1	营业利润率	12.0%	12.4%	11.3%	12.3%	13.1%
减:所得税	47.1	34.1	33.2	45.3	50.9	净利润率	11.3%	11.3%	11.3%	11.8%	12.5%
净利润	530.7	601.5	650.7	719.9	807.2	EBITDA/营业收入	10.1%	11.7%	13.2%	14.1%	14.7%
						EBIT/营业收入	7.6%	9.3%	10.9%	11.9%	12.7%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	102	76	66	57	49
货币资金	4,777.0	4,560.7	5,812.8	5,903.4	7,344.7	流动营业资本周转天数	39	70	62	57	62
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	557	583	593	602	627
应收账款	689.8	723.0	895.6	785.4	986.2	应收账款周转天数	50	48	51	50	49
应收票据	22.7	3.9	35.8	5.5	34.7	存货周转天数	167	174	166	166	166
预付账款	335.0	346.7	440.8	362.7	475.9	总资产周转天数	763	765	757	748	757
存货	2,373.9	2,789.3	2,532.6	3,107.1	2,851.1	投资资本周转天数	128	129	116	106	99
其他流动资产	42.4	602.4	230.4	291.7	374.9	投资回报率					
可供出售金融资产	12.1	7.5	8.6	9.4	8.5	ROE	9.3%	9.8%	9.4%	9.5%	9.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	5.3%	5.0%	5.5%	5.6%
长期股权投资	7.2	6.1	6.1	6.1	6.1	ROIC	29.9%	38.9%	26.8%	46.1%	36.7%
投资性房地产	428.0	448.0	448.0	448.0	448.0	费用率					
固定资产	1,153.6	1,091.5	1,004.0	916.5	829.0	销售费用率	8.7%	8.4%	8.5%	8.4%	8.3%
在建工程	289.3	287.2	287.2	287.2	287.2	管理费用率	17.2%	14.9%	14.5%	14.0%	13.8%
无形资产	652.1	707.3	664.5	621.6	578.7	财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
其他非流动资产	148.0	151.6	136.8	130.4	123.3	三费/营业收入	26.0%	23.1%	22.7%	22.0%	21.7%
资产总额	10,930.9	11,725.2	12,503.1	12,874.9	14,348.4	偿债能力					
短期债务	252.7	30.0	-	-	-	资产负债率	39.2%	39.5%	37.8%	34.1%	35.4%
应付账款	2,008.0	2,176.9	2,669.4	2,255.9	2,894.0	负债权益比	64.5%	65.2%	60.7%	51.8%	54.9%
应付票据	54.3	30.4	112.8	17.9	113.8	流动比率	2.70	2.92	2.79	3.29	3.12
其他流动负债	736.4	858.4	779.2	906.8	861.5	速动比率	1.92	2.01	2.08	2.31	2.38
长期借款	2.0	223.7	-	-	-	利息保障倍数	112.85	-46.75	-31.44	-32.65	-33.91
其他非流动负债	1,234.2	1,308.9	1,198.2	1,247.1	1,251.4	分红指标					
负债总额	4,287.5	4,628.2	4,759.5	4,427.7	5,120.7	DPS(元)	0.09	-	-	0.00	0.01
少数股东权益	914.1	958.2	939.2	929.4	919.6	分红比率	30.2%	0.0%	0.0%	1.0%	2.0%
股本	1,822.5	1,822.5	1,822.5	1,822.5	1,822.5	股息收益率	1.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
留存收益	3,987.5	4,430.0	5,081.9	5,795.4	6,585.6						
股东权益	6,643.5	7,096.9	7,843.6	8,547.3	9,327.7						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.29	0.33	0.36	0.40	0.44
现金流量表						BVPS(元)	3.14	3.37	3.79	4.18	4.61
净利润	525.6	618.7	650.7	719.9	807.2	PE(X)	21.1	18.6	17.2	15.5	13.9
加:折旧和摊销	125.0	134.6	130.4	130.4	130.4	PB(X)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
资产减值准备	86.4	115.4	-	-	-	P/FCF	16.2	-243.7	9.0	110.5	7.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7
财务费用	6.0	6.3	-20.0	-22.3	-24.2	EV/EBITDA	20.2	6.6	7.6	6.6	4.5
投资损失	-94.4	-114.7	-100.0	-100.0	-100.0	CAGR(%)	10.5%	8.8%	3.4%	10.5%	8.8%
少数股东损益	-5.1	17.2	-20.0	-10.0	-10.0	PEG	2.0	2.1	5.1	1.5	1.6
营运资金的变动	86.4	-587.2	729.9	-742.6	529.6	ROIC/WACC	2.8	3.7	2.6	4.4	3.5
经营活动产生现金流量	341.5	632.8	1,371.0	-24.6	1,333.0	REP	2.1	0.5	1.5	0.6	0.8
投资活动产生现金流量	-133.2	-3,785.8	98.9	99.2	100.9						
融资活动产生现金流量	1,217.6	-146.6	-217.7	16.0	7.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034