

强化主业 多元融资谋扩张

增持首次

目标价格：24.8

投资要点：

- 传统教材教辅等出版发行确保公司业绩稳定增长
- 拟定向增发扩张出版产业链
- 参股新华联合发行有限公司，打造跨区域发行平台

报告摘要：

- **传统出版发行业务稳健，确保业绩稳步增长。**公司作为江西省出版发行业龙头，占领了江西全省 80% 的教材出版份额，且依靠遍布全省的新华书店系统主导了全省的教材发行市场，近几年出版发行业务运行稳健，收入逐年上升。
- **产业结构优化提升估值。**除经营教材教辅以及一般图书外，集团还利用全省大规模发行网络的优势，经营数码、音像电子产品等，成效显著；通过新华物流公司，在保证集团出版物物流配送的基础上，积极开拓第三方物流业务，并在新华书店系统中处于领先地位。集团投资业务可圈可点，公司第三季度收回部分集合资金信托投资产生收益达 9933 万元，前三季度投资收益同比大幅增长 445%，增厚 EPS0.18 元。
- **参股新华联合发行有限公司，打造跨区域发行平台。**公司全资子公司新华发行集团拟和中国出版集团公司共同出资重组新华联合发行有限公司，我们认为，公司投资参股重组新华联合发行有限公司，将受益于北京的出版资源，有利于公司实现公司跨区域发展。
- **定向增发扩张出版产业链。**公司今年已经发行了 5 亿元公司债券，增发预案已经公布，募集资金将投向新华文化城、现代出版物流港、环保包装印刷、印刷技术改造、江西晨报立体传播系统等 5 个项目，均与公司的现有主营业务密切相关，是公司由传统优势产业进行扩张转型，实现产业融合的需要。我们认为，募投项目的实施，将有利于巩固和提高公司的市场地位，强化公司核心竞争力，提高公司的盈利水平。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,045	3,131	4,140	5,096	6,114
增长率(%)	56.5	199.6	32.2	23.1	20.0
净利润(百万元)	-86	353	481	559	654
增长率(%)	38.0	507.7	36.3	16.2	17.0
每股收益(元)	-0.46	0.62	0.85	0.99	1.15
市盈率		32.5	23.7	20.4	17.5

中小市值上市公司研究组

高级分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：wind

公司 2011 年三季报数据

基本每股收益(元)	0.75
每股净资产(元)	6.79
净资产收益率(%)	11.08
总股本(亿股)	5.67
流通 A 股(亿股)	1.88
11 月 30 日收盘价(元)	20.18

数据来源：Wind

一、传统出版发行业务稳健，确保业绩稳步增长。

公司作为江西省出版发行业龙头，占领了江西全省 80% 的教材出版份额，且依靠遍布全省的新华书店系统主导了全省的教材发行市场。虽然全国各省普遍出现中小学生人数逐年减少的现象，但江西省近年来小学与高中生的数量仍然保持着增长趋势。随着省里教育资源的增加，政府投入的力度加大，因此有更多的学生在九年义务教育后可以进入高中继续学习，也保证了江西出版教材业务的阶段性稳定，近几年出版发行业务运行稳健，收入逐年上升。此外，江西出版从 08 年开始大力开拓教辅市场，提高教辅业务收入比重，从而减少对教材业务的依赖性。

二、产业结构优化提升估值。

除经营教材教辅以及一般图书外，发行集团还利用全省大规模发行网络的优势进行多元化经营，拓展利润增长点。公司业务的结构日趋合理，教材销售占总收入的比例持续下降，多元经营使整体实力不断提高。

在发行业务方面，除教材、教辅和一般图书的发展外，还按照“一业为主、多元经营”的发展战略，凭借全省新华书店的品牌优势、渠道优势，整合全省书店卖场资源，开展数码产品的经营；介入物业管理和户外媒体广告领域；

物流业务方面，通过新华物流公司，在保证集团出版物物流配送的基础上，积极开拓第三方物流业务；经过多年的培育，物流业务做得有声有色，处于新华书店系统同业的前列。公司的现代物流港项目建成后，将发挥物流对周边新华书店的协同效应，降低公司物流成本，着力打造区域内首家 5A 级物流企业。

集团投资业务利用自有闲散资金进行适当的资本市场投资，投资业绩可圈可点，公司第三季度收回部分集合资金信托投资产生收益达 9933 万元，前三季度投资收益同比大幅增长 445%，增厚 EPS0.18 元。

此外，集团的物资供应业务已经成为江西省国有印刷物资供应的主要渠道，目前已进入了全国同类印刷物资公司的先进行列，销售收入逐年增长。印刷业务板块中，高端印刷已初具规模，相继引入知名的高端客户，市场不断开拓，盈利能力迅速提高；影视业务在筹划多年后，也即将步入正轨，未来也将迎来新的发展时期；

三、参股新华联合发行有限公司，打造跨区域发行平台

公司全资子公司江西新华发行集团有限公司拟和中国出版集团公司共同出资重组新华联合发行有限公司，其中，中国出版集团公司控股 51%，即合计认缴出资 2.04 亿元；江西新华发行有限公司持股 49%，即认缴出资 1.96 亿元。

北京是全国的政治、文化中心，拥有全国近一半的出版社及数量众多的报社和期刊社，是全国的出版、发行中心。我们认为，公司投资参股重组新华联合发行有限公司，将受益于北京的出版资源，有利于公司实现公司跨区域发展。

四、定向增发扩张出版业产业链

公司8月份发布非公开发行预案，拟向不超过10名机构投资者或自然人非公开发行股票不超过8672万股，累计募集资金总额将不超过13亿元。本次非公开发行股票募集资金将投资于公司的出版业产业链，包括新华文化城、现代出版物流港、环保包装印刷、印刷技术改造、江西晨报立体传播系统等5个项目，均与公司的现有主营业务密切相关，是公司由传统优势产业进行扩张转型，实现产业融合的需要。募投项目的实施，将在强化传统图书出版发行业务之外，加大对文化传播、物流、印刷等业务的投资，将有利于巩固和提高公司的市场地位，强化公司核心竞争力，提高公司的盈利水平。

表1：募投项目简介

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金拟投入额（万元）
1	新华文化城项目	18,127.32	18,127.32
2	现代出版物流港项目	67,028.00	67,028.00
3	环保包装印刷项目	16,714.50	16,714.50
4	印刷技术改造项目	13,907.60	13,907.60
5	江西晨报立体传播系统项目	10,010.00	10,010.00
	合计	125,787.42	125,787.42

资料来源：公司公告 宏源证券

（一）、新华文化城项目：将成南昌文化新地标的大型综合性文化城

新文化城项目位于南昌市红谷滩新区，该项目周边既有南昌大学、南昌航空大学等各大高校，还有南昌地标建筑摩天轮、南昌市会展中心、江西省展演中心等成熟工程。红谷滩新区作为南昌近年来重点发展的区域，学校、党政机关、企事业单位众多，现有五星级酒店8家，洪城大厦、洪客隆、天虹百货等大型商场入驻，但尚缺大型书城及相关文化活动现场。

新华文化城建设用地33亩，总建筑面积5.5万平方米，由一栋四层的图书城和一栋三层的新业态大楼组成。项目建设期1年，总投资1.8亿元，预计税后内部收益率16.94%，投资利润率15.61%，投资回收期10.5年。文化城建成后将成为集图书、电子音像数码产品、文化用品销售和文化休闲、影视娱乐等功能为一体的大型综合性文化中心，同时也将成为全省规模最大的出版物卖场及全省最大的影城。

（二）、现代出版物流港项目：以出版物物流为基础，着力发展第三方物流

以出版物物流为基础，发展物流产业是公司当前在流通发行领域实施的重点战略转型。现代出版物流港项目由5个子项目组成，分别是赣东物流中心、赣西物流中心、赣南物流中心、赣北物流中心和南昌现代出版物流港总部。同时公司将在省外合作建立北京、武汉等物流基地，逐步辐射全国，建立全国物流网络布局。

本项目建设期 2 年，总投资 6.7 亿元，预计税后内部收益率为 13.87%，投资利润率 18.58%，投资回收期 8.68 年。项目建成后，将从整体上提高公司物流产业的核心竞争力，发挥物流对周边新华书店的协同效应，降低公司物流成本，并通过为当地的产业园区提供物流配送服务形成更大的物流市场的竞争优势，打造区域内首家 5A 级物流企业。

（三）、环保包装印刷项目：充实高端产品线，提升核心竞争力

在整体印刷工业中，包装印刷一直是发展最快、利润最高的领域。江西省随着经济的快速发展，对包装的需求，尤其是高端、环保的需求在增加。目前省内还没有高端的包装企业，每年流向外省的印刷业务在 20 亿元左右。本项目的实施能使印刷集团快速有效地进入中高端包装市场，建立竞争优势，增强盈利能力。

本项目建设期 2 年，总投资 1.7 亿元，预计项目税后内部税后收益率为 19.10%，投资利润率 24.07%，投资回收期 7.77 年。本项目符合国家产业发展方向，是国家鼓励发展的产业，能填补公司高端产品空白，项目建成后，将有效提升公司的印刷质量和印刷能力，增强公司在印刷领域的核心竞争力。

（四）、印刷技术改造项目：提升绿色环保印刷能力

2010 年新闻出版总署开展了秋季中小学使用环保材料印制的试点工作，并提出了 3 年实现中小学教材绿色印刷全覆盖的目标。实施印刷技术改造项目，引进新的设备、生产线，使用绿色环保的原辅料及相对应的生产环境进行改造，达到绿色印刷认证的要求，可以保证完成中小学教材印刷这一相对稳定的业务目标。同时，实施本项目能填补企业高端产品空白，有效提高印刷质量，建立竞争优势，提升企业盈利能力。

本项目建设期 1 年，总投资 1.4 亿元，预计项目税后内部收益率为 19.87%，投资利润率为 12.07%，投资回收期 6.39 年。项目建成后，将有效提升公司的环保印刷能力和印刷质量，满足绿色印刷及印刷量增大的需求。

（五）、江西晨报立体传播系统项目：立体传播，辐射全省

江西晨报立体传播系统项目主要是通过江西晨报平面媒体扩容、建设江西晨报互动式阅读终端和江西晨报手机阅读终端，利用江西晨报的内容优势，在原有发行模式的基础上，通过报纸广告版面的扩容，并通过江西晨报网、LCD 江西晨报互动式阅读终端、江西晨报手机、ipad 等移动阅读终端等新媒体的有效传播，形成层级式的、和而不同的全媒体辐射平台。

本项目建设期 1 年，总投资 1 亿元。预计项目税后内部收益率为 18.26%，投资利润率 20.72%，投资回收期 7.1 年。项目建成后，将构建立体传播渠道，扩大晨报传播力，增强影响力和广告吸附力。立体传播系统将以省会南昌为中心，通过报纸的纸媒发行和数字发行渠道的优势，把传播的终端向全省辐射，最大限度占领市场。

五、盈利预测与估值：

暂不考虑股本扩大的情况下，我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.85、0.99、1.15 元，按 2011 年 11 月 30 日的收盘价 20.18 计算，对应 2011-13 年的市盈率分别为 23.7/20.4/17.5 倍。按 2012 年 25 倍的市盈率为估值，未来 6 个月目标价为 24.8 元，我们首次给予公司“增持”投资评级。

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,131	4,140	5,096	6,114
减：营业成本	2,003	2,898	3,312	3,974
营业税金及附加	23	33	41	49
销售费用	203	197	306	367
管理费用	554	466	764	917
财务费用	6	23	55	74
资产减值损失	0	110	110	110
加：投资收益	29	110	110	110
二、营业利润	306	524	618	733
加：营业外收支净额	28	60	60	60
三、利润总额	363	584	678	793
减：所得税费用	2	88	102	119
四、净利润	361	496	576	674
归属于母公司的利润	353	481	559	654
五、基本每股收益 (元)	0.15	0.85	0.99	1.15

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	630	718	909	1,113
应收票据	32	207	255	306
应收账款	330	621	764	917
预付账款	131	207	255	306
其他应收款	315	414	510	611
存货	527	869	994	1,192
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,965	3,036	3,687	4,445
长期股权投资	100	100	100	100
固定资产	860	840	1,142	1,709
在建工程	169	258	983	283
无形资产	951	887	824	760
其他非流动资产	1,045	1,045	1,045	1,045
非流动资产合计	3,126	3,131	4,094	3,898
资产总计	5,091	6,167	7,780	8,343
短期借款	310	152	948	532
应付票据	230	435	497	596
应付账款	517	898	1,027	1,232
预收账款	104	290	290	290
其他应付款	207	250	250	250
应交税费	39	42	42	42
其他流动负债	128	0	0	0
流动负债合计	1,536	2,066	3,053	2,942
长期借款	0	50	100	100
其他非流动负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	78	128	128
负债合计	1,564	2,144	3,181	3,070
股本	567	567	567	567
资本公积	2,505	2,505	2,505	2,505
留存收益	336	817	1,376	2,030
少数股东权益	119	134	151	171
所有者权益合计	3,527	4,023	4,599	5,273
负债和股东权益合计	5,091	6,167	7,780	8,343

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		24.3	20.3	15.8

成长能力：

营业收入同比	199.6%	32.2%	23.1%	20.0%
营业利润同比	-590.0%	71.0%	17.9%	18.7%
净利润同比	-517.7%	37.4%	16.1%	17.0%

营运能力：

应收账款周转率	16.63	8.70	7.36	7.27
存货周转率	4.34	4.15	3.56	3.64
总资产周转率	1.03	0.74	0.73	0.76

盈利能力与收益质量：

毛利率	36.0%	30.0%	35.0%	35.0%
净利率	11.3%	11.6%	11.0%	10.7%
总资产净利率ROA	6.9%	7.8%	7.2%	7.8%
净资产收益率ROE	10.0%	12.0%	12.2%	12.4%

资本结构与偿债能力：

流动比率	1.28	1.47	1.21	1.51
资产负债率	30.7%	34.8%	40.9%	36.8%
长期借款/总负债	0.0%	2.3%	3.1%	3.3%

每股指标：

每股收益	0.67	0.85	0.99	1.15
每股经营现金流量		0.61	0.90	1.22
每股净资产	6.01	6.86	7.84	9.00

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	775	348	512	693
投资活动现金流量	(1,327)	(19)	(1,002)	110
筹资活动现金流量	295	(131)	792	(490)
现金及等价物净增加	(257)	198	301	314

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介：

王凤华：宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师，中国人民大学硕士研究生，14 年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、**所长助理**等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司：中文传媒、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。