

行业评级:

传媒 增持 (维持)

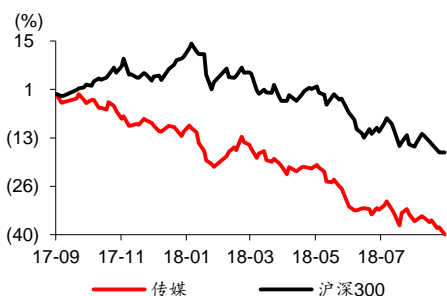
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

吕默馨 0755-23952835
联系人 lvmoxin@htsc.com

相关研究

- 1 《传媒: 基本面有所改善, 关注优质标的》2018.09
- 2 《传媒: 行业周报 (第三十六周)》2018.09
- 3 《芒果超媒(300413, 增持): 自制优势和芒果生态构筑成长性》2018.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

学龄人口进入增长周期, 关注教育出版行业

教育出版深度报告

学龄人口进入增长周期, 关注教育出版行业

教育出版是中国图书出版市场中最大的门类, 占比超过 60%。2017 年全国 K12 在校学生总规模达到 1.69 亿, 教育出版具有需求刚性。同时国内新生儿数量自 2010 年后步入稳定增长通道, 我们预计未来十年在校学生规模将止跌回升, 进入长达 10 年的增长周期。我们认为教育出版行业上市公司资产质地扎实, 现金流稳定, 板块具有估值支撑。看好主业能力强、地区学生规模增长潜力较大的公司, 推荐中南传媒、凤凰传媒、城市传媒, 建议关注山东出版。

教育出版是中国图书出版市场中最大的门类, 占比超过 60%

根据国家新闻出版署公布的数据, 2017 年, 我国图书市场整体规模约为 1800 亿码洋, 其中教育出版市场规模约为 1100 亿元, 占比超过 60%, 是图书出版市场中最大的门类。在校学生数是影响教育出版的市场规模的主要因素, 2016 年我国接受学历教育和非学历教育的在校学生数达 3.23 亿, 其中学历教育学生超 2.1 亿人, K12 在校学生数约为 1.66 亿人。庞大的学生人口基数使得教育出版成为我国出版业的支柱, 也是出版业的主要利润来源。

教育出版需求刚性, 未来十年进入增长周期

2017 年, 全国 K12 在校学生总规模达到 1.69 亿, 教育出版具有需求刚性。由于教材的内容和“课前到书, 人手一册”的时间、数量、质量保证具有较高要求, 中小学教材出版和发行的进入门槛高, 业务存续性强。新生儿数量 2010 年后步入稳定增长通道, 小学/初中/高中学生数量将陆续迎来入学人数增长。2013 年以来, 在校小学生人数止跌回升。我们预计未来十年在校学生规模止跌回升, 进入长达 10 年的增长周期。

适龄学生规模增长潜力、出版资质和发行能力支撑教育出版业务增长

从学生增长潜力来看, 出生增长和人口流入共同驱动适龄学生数增长, 其中山东、江苏、广东更具潜力; 从教材教辅出版资质来看, 各公司教材教辅出版资质略有差异, 中南传媒和凤凰传媒、山东出版拥有全科自主版本教材, 自主教材开发能力领先; 从教材教辅发行能力来看, 人均教材教辅消费量一方面反映公司在本省市场内的市场占有率, 另一方面反映公司自主教辅的质地和发行能力。我们认为, 省内市场潜力仍有深度挖掘空间, 市场份额有待提升。

资产质地扎实, 现金流稳定, 传统出版板块具有估值支撑

从资产重估角度来看, 出版发行集团普遍具有较为充沛的现金储备和稳定的现金流。其资产除了现金之外主要为自有房产和物业, 物业账面价值远低于按照房地产市场价格计量的公允价值。我们认为账上现金充沛、现金流稳定、固定资产低估使得出版板块具有较强的估值支撑。

投资逻辑: 看好主业能力强、地区学生规模增长潜力较大的公司

未来十年, 我国在校学生规模将进入增长周期, 从而带动教育出版行业进入到增长周期。我们认为教材教辅业务占比较高的出版公司将较大程度受益于行业增长。我们从地方学生规模提升幅度、自主教材教辅出版能力, 发行网络建设和服务能力方面对板块进行梳理, 看好主业能力强、省内学生规模稳步提升的公司, 推荐中南传媒、凤凰传媒、城市传媒, 建议关注山东出版。

风险提示: 教材统编等政策范围扩大, 新生儿数量大幅下滑。

正文目录

教育出版是中国图书出版市场中最大的门类，占比超过 60%.....	3
图书市场：2017 年阅读出版市场总规模约 1800 亿码洋.....	3
教育出版：2017 年市场规模约 1100 亿码洋，是中国图书市场中最大门类.....	3
教育出版行业：需求刚性，未来十年进入增长周期.....	5
全国学生总规模超 2 亿，教育出版具有需求刚性.....	5
中小学教材出版和发行的进入门槛高，业务存续性较强.....	6
新生儿数量 2010 年后步入稳定增长通道.....	6
在校学生规模止跌回升，进入长达十年的增长周期.....	7
从学生增长潜力、出版资质、发行能力分析各公司教育出版业务.....	8
市场基础：上市公司教材教辅规模受省内在校学生规模制约.....	8
学生规模增长潜力：出生人口增长&人口流入共同驱动.....	9
教材教辅出版资质：中南传媒、凤凰传媒、山东出版自主教材能力较强.....	11
教材教辅发行能力：省内市场潜力仍有深度挖掘空间，市场份额有待提升.....	12
投资逻辑：看好主业扎实、学生规模增长潜力大的公司.....	16
行业共性增长极——K12 在校学生数增加&学生结构优化会扩大 K12 规模.....	16
公司个性增长极——深度挖掘省内市场，强化自主品牌教辅能力.....	16
投资逻辑：看好主业扎实、地区学生规模增长潜力较大的公司.....	17
中南传媒——政策影响趋缓，下半年有望企稳.....	18
凤凰传媒——内部调整逐步到位，轻装上阵重回增长.....	19
城市传媒——主业挺拔，业绩略超预期.....	20
风险提示.....	21

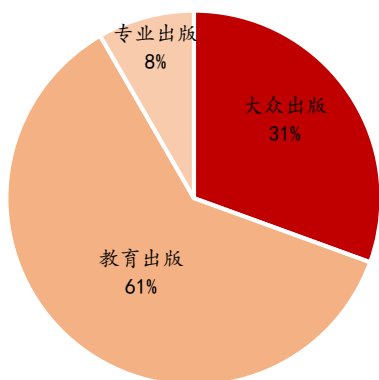
教育出版是中国图书出版市场中最大的门类，占比超过60%

图书市场：2017年阅读出版市场总规模约1800亿码洋

根据国家新闻出版署公布的数据，2017年，我国图书市场整体规模约为1800亿码洋*。按照内容功能和阅读对象的不同，图书市场可分为大众出版、教育出版、学术出版三大类别。其中，大众出版规模约为550亿、教育出版规模约为1100亿、学术出版规模约为150亿。

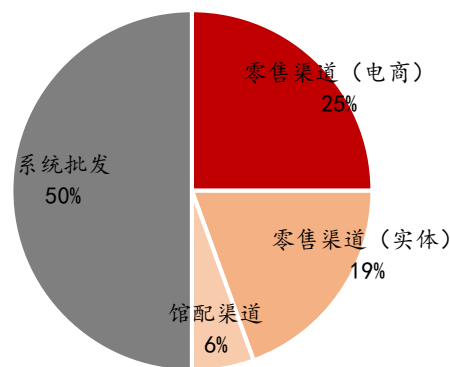
按照销售渠道划分，主要分为图书零售、馆配销售和系统发行。2017年我国图书零售市场规模约为800亿，馆配渠道的市场规模约为100亿，系统发行渠道的市场规模约为900亿。图书零售渠道分为电商渠道和实体书店渠道，电商渠道销售规模约为450亿，实体书店渠道销售规模约为350亿；其中电商渠道贡献了零售市场90%以上的增长，而实体书店渠道基本保持稳定。

图表1：2017年中国图书市场细分类别市场规模占比



资料来源：国家新闻出版署、华泰证券研究所

图表2：2017年中国图书市场渠道市场规模占比



资料来源：国家新闻出版署、华泰证券研究所

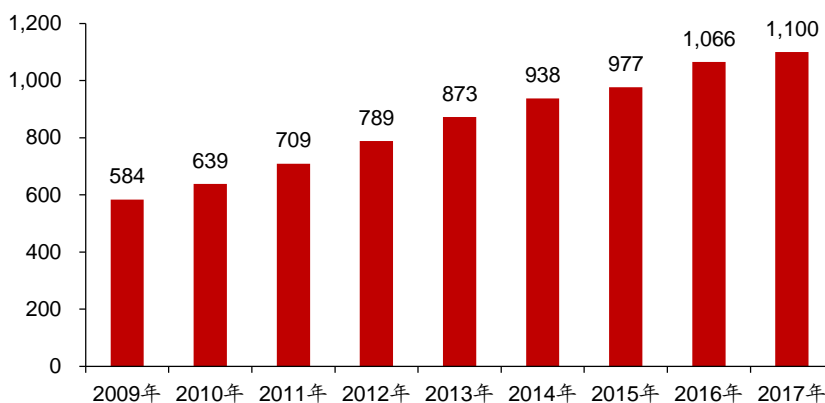
*注：码洋为图书行业专有价值计量单位，一本书的定价或一批书的总定价，其货币总额称作码洋。本报告涉及图书出版的销售规模和市场规模的部分，如无特别说明，均指码洋。

教育出版：2017年市场规模约1100亿码洋，是中国图书市场中最大门类

教育出版是指与学习、教育及培训有关的出版类别，教育出版的内容一般要经过系统的组织策划和编写，主题呈现系列化、规范化、系统化的特点。教育出版主要包含两大板块：教材出版和教辅出版。

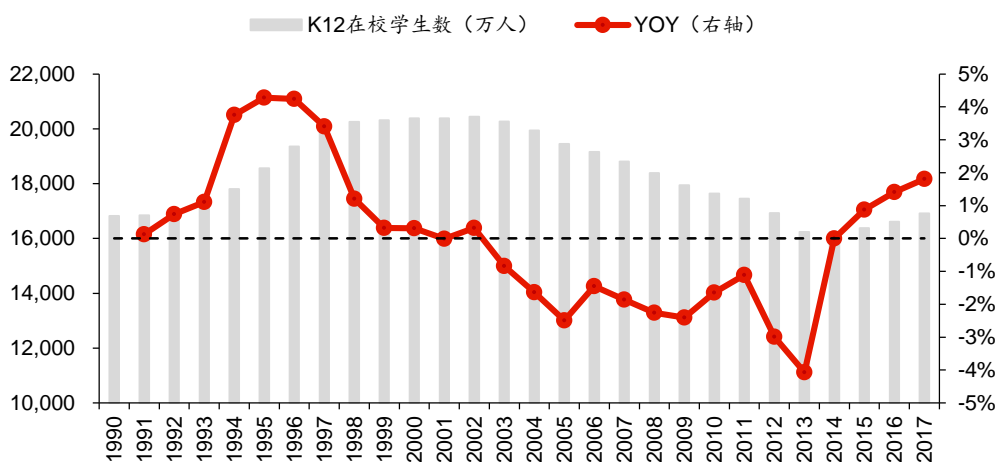
在校学生数是影响教育出版的市场规模的主要因素，2016年我国接受学历教育和非学历教育的在校学生数达3.23亿，其中学历教育学生超2.1亿人，K12在校学生数约为1.66亿人，2017年K12在校学生数进一步增长至1.69亿人。庞大的学生人口基数使得教育出版成为我国出版业的支柱，也是出版业的主要利润来源。2017年，我国教育出版市场规模约为1100亿元，约占我国图书出版市场总体规模的60%。

图表3： 2009-2017年我国教育出版市场规模（亿元，码洋）



资料来源：国家新闻出版署、华泰证券研究所

图表4： 1990-2017年K12在校学生规模



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

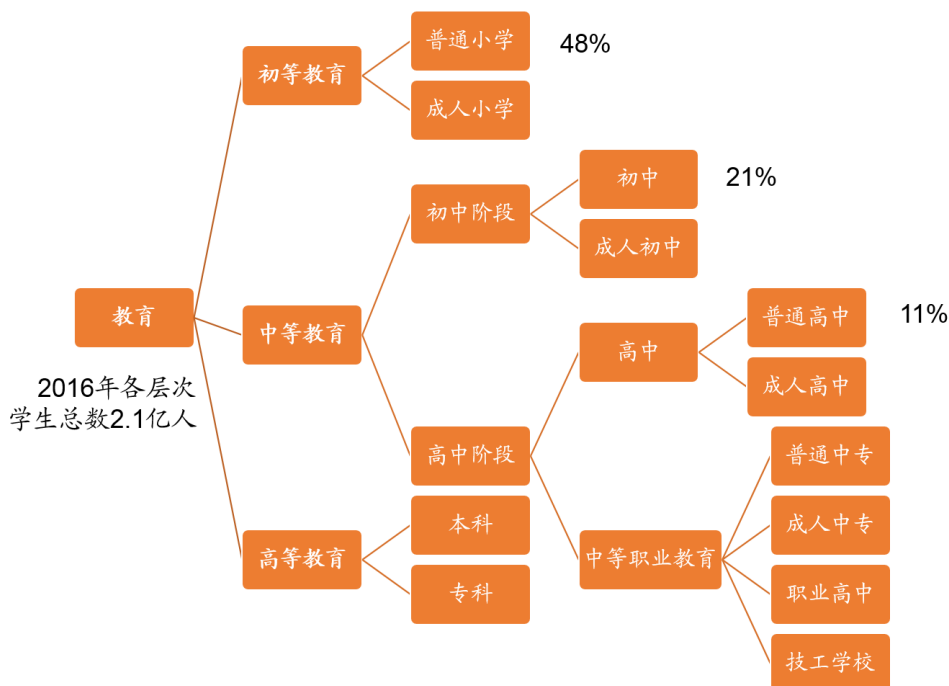
教育出版行业：需求刚性，未来十年进入增长周期

全国学生总规模超 2 亿，教育出版具有需求刚性

2016 年，全国各层次学生总数超 2.1 亿人，其中初等教育（小学生）在校生 9996 万人，占比 48%；中等教育（初中+高中+中专+职高+技校）在校生 8327 万人，占比 40%；高等教育（本科+专科）在校生 2696 万人，占比 13%。

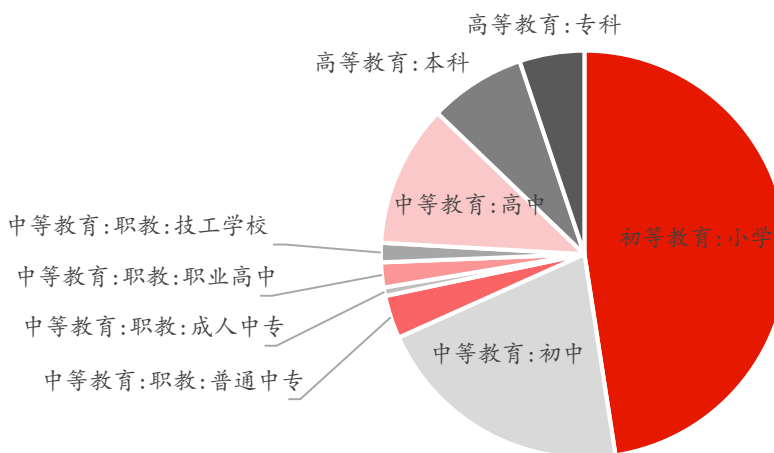
2016 年，K12 在校生（小学+初中+高中）共 1.66 亿人，占全部学生总数的 80%，2017 年 K12 在校学生数进一步增长至 1.69 亿人。由于高考升学制度的原因，教材教辅为主的教育出版在需求上具有刚性。

图表5： 中国教育层次划分



资料来源:教育部，国家统计局，华泰证券研究所

图表6： 2016 年各层次学生数量占比



资料来源:教育部，国家统计局，华泰证券研究所

中小学教材出版和发行的进入门槛高，业务存续性较强

中小学教材是非常特殊的图书，除了价格因素外，对教材内容以及“课前到书，人手一册”的时间、数量、质量保证具有较高要求。

2001年以前，我国大多数地区的中小学教材经营业务执行政府指定出版单位、指定发行渠道、政府指导定价的政策，即各省中小学教材的出版单位为政府指定的出版社，发行渠道为各地新华书店，教材零售价格根据国家发改委规定的印张基准价和计算公式制定，并由省级人民政府价格主管部门会同新闻出版行政部门核准确定。

2008年之后，逐渐推行招投标制度，但同样对中小学教材投标人的资格进行了严格的限制。

中小学教材出版的投标人资质条件主要包括：必须是新闻出版总署确认的具有中小学教材出版资质的出版单位以及招标教材原创出版单位，必须具有编辑出版中小学教材的能力且按照出版范围出版过相关相近的教材，必须有稳定的中小学教材专业编辑和出版人员，具有编辑、出版中小学教材的资金保障，具有良好的中小学教材售后服务体系与新编教材的教学培训力量。这些条件是一般出版企业、未从事过教材出版业务的企业都无法达到的。

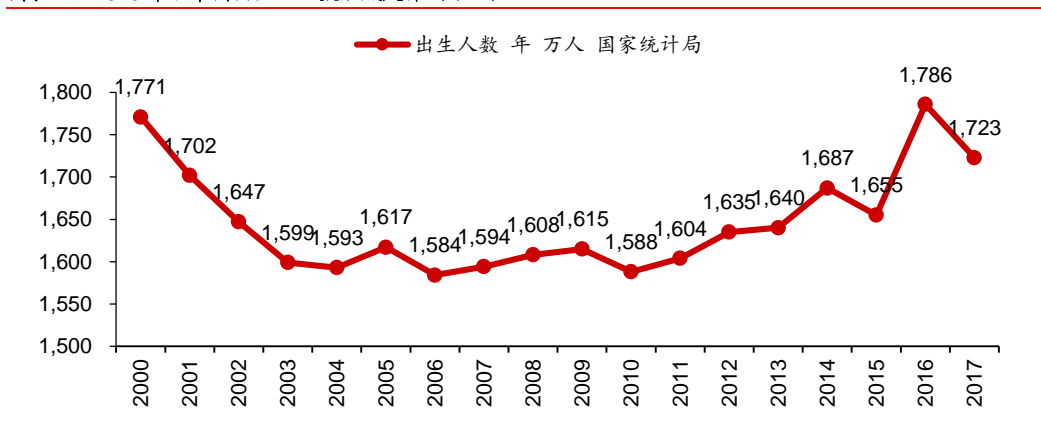
中小学教材发行的投标人资质条件主要包括：必须是主营图书、报纸或期刊发行且具有总发行资格的独立企业法人，必须具有中小学教材征订、储备、配送、调剂、添货、零售及结算能力且在招标地区具备有效的配套发行网络等。这些条件对经营规模、资金实力、区域覆盖能力、物流配送能力的要求较高，是一般发行企业无法达到的。

由于招投标门槛较高，在部分省份（如山东等）出现仅有一家出版单位投标的情况。总体上来说，各省中小学教材出版和发行工作主要由省属出版社和新华书店完成，业务存续性较强。

新生儿数量 2010年后步入稳定增长通道

中国自2000年以来，出生人口低点分别出现在2006年、2007年和2010年，出生人数分别为1584万人、1594万人、1588万人。2010年之后新出生人口数逐步增加，小学招生人数2014年起逐步增加。对应存量指标的在校学生数，自2013年起触底反弹。我们预计，由于新生人口数2010年起逐步增加，小学/初中/高中学生数量将陆续迎来稳步增加趋势。

图表7：2010年后中国出生人口数触底反弹（万人）



资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

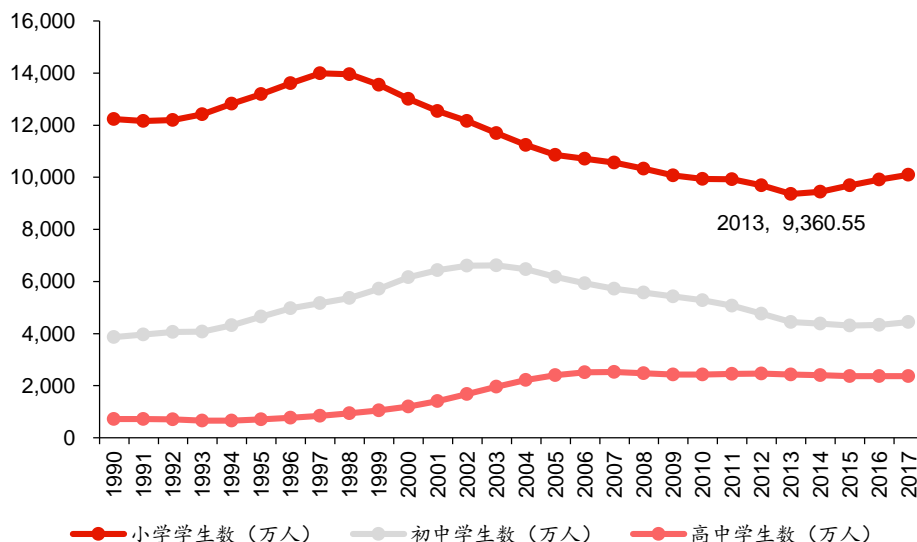
在校学生规模止跌回升，进入长达十年的增长周期

从教育出版的需求端来说，其主要消费者是学生，属于必需消费品，具有刚性的市场需求。目前我国的教育体系趋于完善，影响教育出版需求的最大变量来自于适龄学生数的变动。2013年，我国小学生在校人数触底回升后，教育出版市场规模也随之进入稳定增长周期。2015年“全面二孩”政策实行后，新生儿数量有望持续维持高位，2016年和2017年出生人口均超过1700万，为近年来最高水平。我们认为“全面二孩人口”进入义务教育阶段，将为教育出版市场提供长远的增长支撑。

2013年以来，全国小学在校学生数触底回升。受学龄人口的影响，自2004年以来，每年小学招生人数维持在1700万左右，几乎没有变化。但2015年开始出现反弹迹象，当年小学招生人数为1729.04万，比上年增长70.62万；2016年全国小学招生人数再次增加23.42万人，招生人数达到1752.47万人。同时在校生数量也止跌回升，2015年全国小学在校生人数达9692.2万，比上年增长241.1万。2014年至2017年，在校小学生人数以每年1%-3%的速度稳步增长。表明此轮人口低谷基本探底，将进入缓慢回升阶段。新生儿人口和幼儿入学人数的稳步增长保证了未来小学入学人数的持续增长。

随80后生育周期开始，叠加二胎政策影响，将开启长达十年的增长周期。根据国家统计局发布的《国民经济和社会发展统计公报》，2007-2012年，中国每年新生婴儿约1,600万。2013年“单独二胎”政策出台后，2014年，人口出生率达12.37%，出生人口1,687万，同比增长2.87%，创近十年以来的新高。另一方面，基于回声婴儿潮的测算，由于第三次婴儿潮人群（1986-1990年）在2010年后进入生育旺盛期。居民生活水平提高及城市生活压力变大，使得平均婚育年龄推迟。受“全面二胎”的政策支持，第四轮婴儿潮有望到来，我们预计将持续至2022年。大量的新生儿数量为义务教育阶段在校学生人数提供较大的成长空间。

图表8：2013年之后，小学在校学生数触底回升，初高中在校学生数基本稳定



资料来源:教育部, 国家统计局, 华泰证券研究所

从学生增长潜力、出版资质、发行能力分析各公司教育出版业务

各省出版发行集团教材教辅业务模式相似，由于准入门槛的限制，其经营范围有所不同，主要聚焦于所属省份当地。

行业上市公司主营业务结构基本一致，以出版业务、发行业务为核心，以教材教辅为主要产品类型，同时通常还有印刷、物资贸易等其他相关业务。除教材教辅之外，不同上市公司在大众出版（一般性图书）方面各有千秋，中南传媒以文学类见长，凤凰传媒在少儿领域深耕。

由于教材教辅业务在各上市公司中的占比存在差别，部分公司存在其他核心业务。因此，此处仅针对各公司具有较高同质性的教材教辅业务进行横向对比，得出以下结论：

- 1、学生规模是教育出版的市场基础，教育出版规模一定程度上受学生规模制约，教育出版在总收入中的占比总体较高；
- 2、学生增长潜力由出生增长和人口流入共同驱动，山东、江苏、广东更具潜力
- 3、教材教辅出版资质：中南传媒和凤凰传媒、山东出版拥有全科自主版本教材，自主教材开发能力较强；
- 4、教材教辅发行能力：省内市场潜力仍有深度挖掘空间，市场份额有待提升。

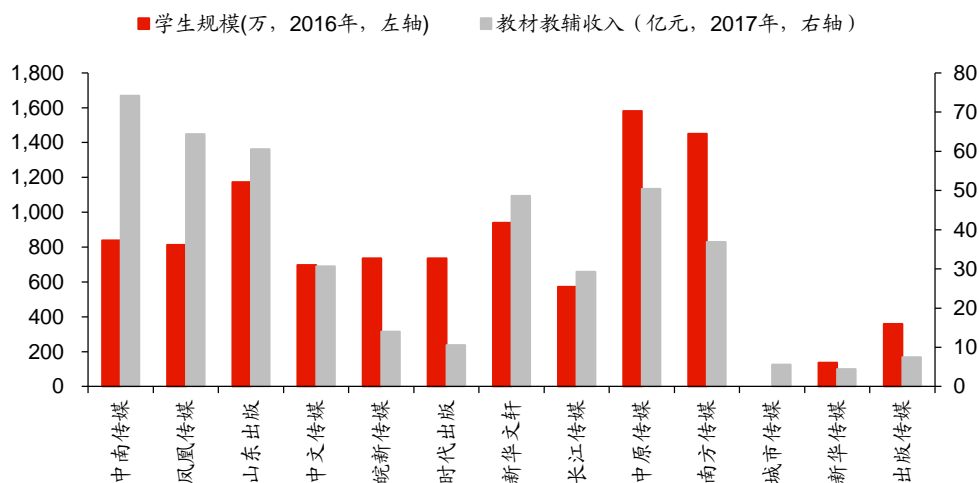
市场基础：上市公司教材教辅规模受省内在校学生规模制约

横向对比各上市公司，除时代出版专注于出版业务、皖新传媒和新华传媒专注于发行业务，其他各公司均有完整的“出版+发行”业务。

从学生数上来说，中原传媒（河南）、南方传媒（广东）山东出版（山东）本省 K12 在校学生数超过 1000 万人，具有庞大的学生基数。新华文轩（四川）、中南传媒（湖南）、凤凰传媒（江苏）本省学生数在 800-1000 万之间，学生基数同样较为可观。

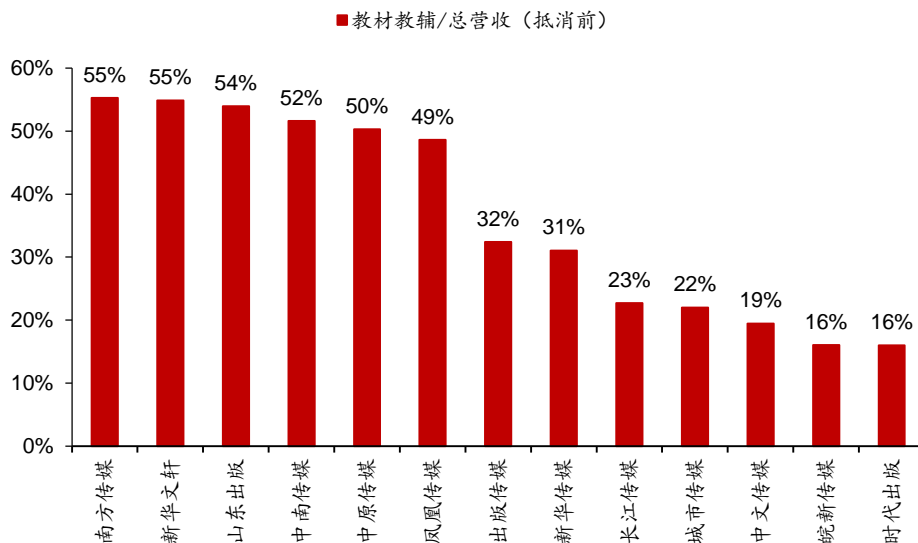
以 2017 年教材教辅业务在总收入中的占比来看，中南传媒、凤凰传媒、山东出版、新华文轩、南方传媒、中原传媒占比均超过或接近 50%，将充分享受学生数不断增加带来的人口红利。

图表9：各上市公司学生规模及教材教辅业务收入



资料来源:公司公告, 教育部, 华泰证券研究所

图表10： 2017年教材教辅在总营收中的占比



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

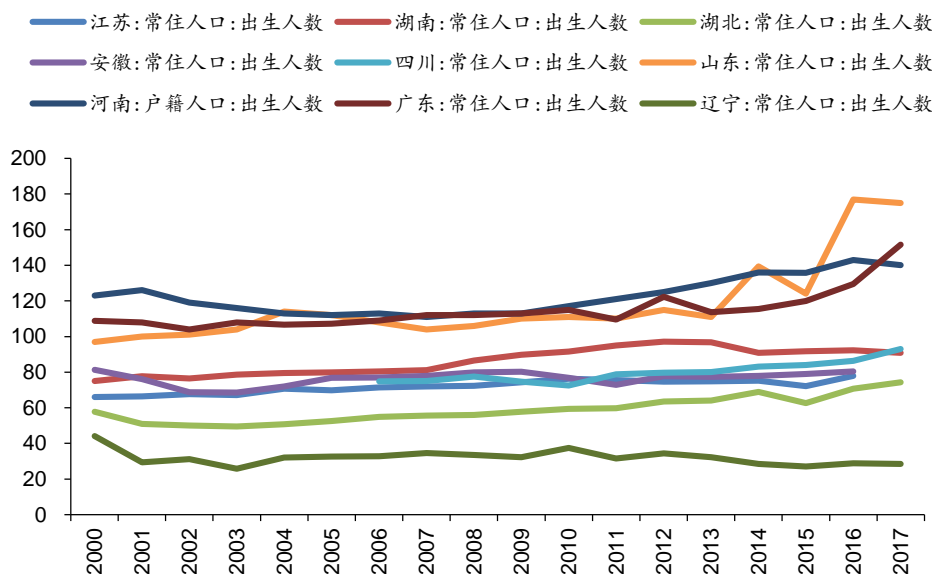
注: 由于出版和发行业务之间存在关联交易, 上市公司财务报表的通常处理手段为分别记出版业务收入和发行业务收入, 将重复计算的部分列示为内部抵消项, 此处以总营收抵消前为口径, 计算教材教辅业务占比

学生规模增长潜力：出生人口增长&人口流入共同驱动

全国新生儿数量 2010 年后步入稳定增长通道, 基本各省新生儿数量变化趋势与全国同步, 但省份之间的情况略有差别。山东、广东、四川、湖北、河南新生儿增长趋势较为明显, 江苏、湖南新生儿数量基本稳定, 辽宁省新生儿数量逐年下降。考虑到新出生人口将在 6 年后成为适龄学生, 因此 K12 在校学生规模也会有所区别。

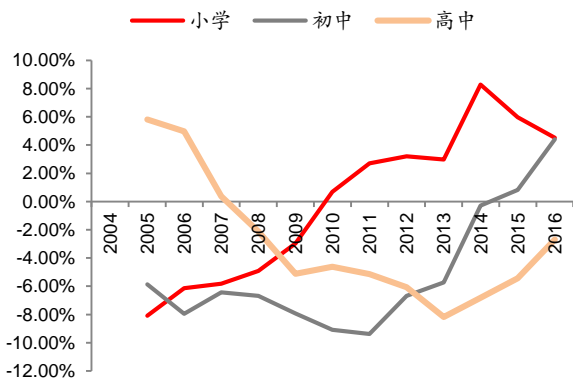
除新生儿人口增长之外, 人口流入也将带动潜在入学学生的增加, 相对来看, 东部沿海经济相对发达的江苏、浙江、广东等省份更具优势。

图表11： 主要省份 2000 年以来出生人口数 (万人)



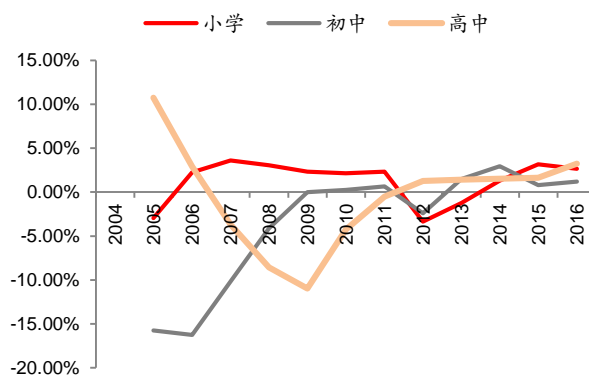
资料来源:国家统计局, 华泰证券研究所

图表12: 2004-2016年江苏省K12人数增长率【凤凰传媒】



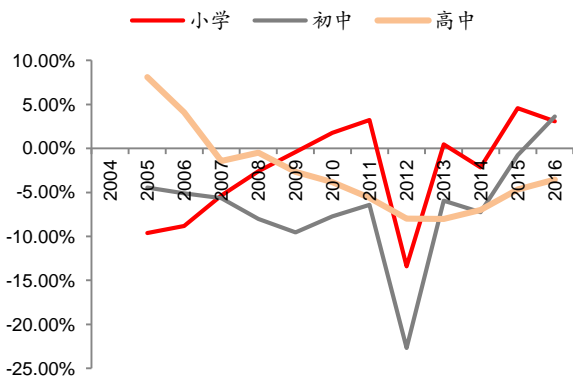
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表13: 2004-2016年湖南省K12人数增长率【中南传媒】



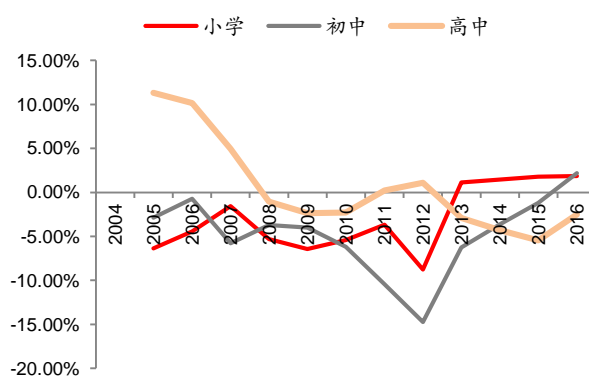
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表14: 2004-2016年湖北省K12人数增长率【长江传媒】



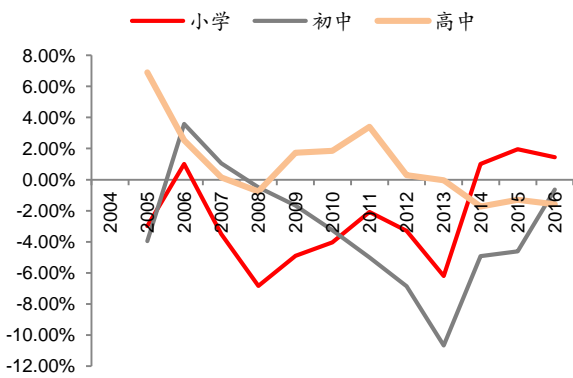
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表15: 2004-2016年安徽省K12人数增长率【时代出版】



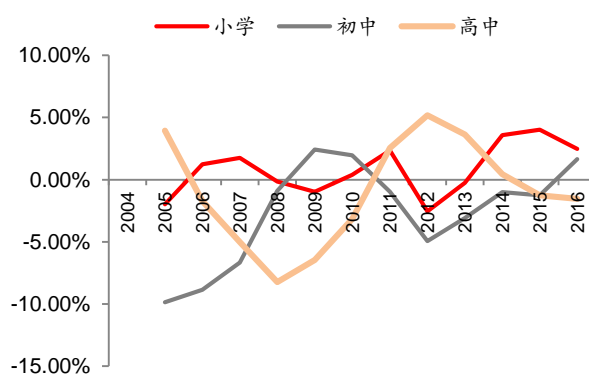
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表16: 2004-2016年四川省K12人数增长率【新华文轩】



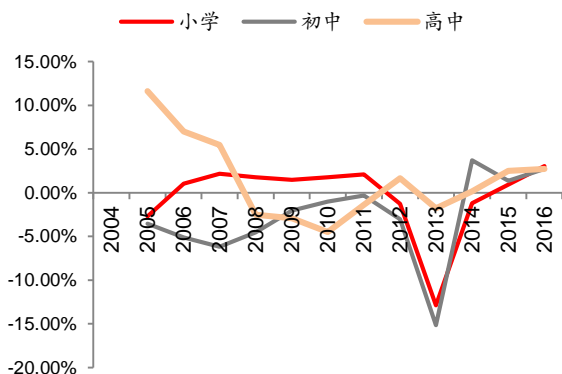
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表17: 2004-2016年山东省K12人数增长率【山东出版】



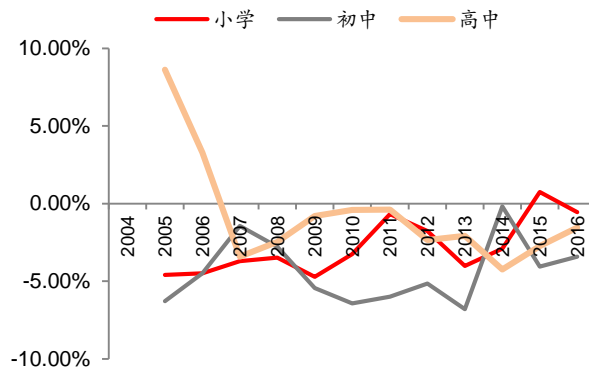
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表18: 2004-2016年河南省K12人数增长率【中原传媒】



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表19: 2004-2016年辽宁省K12人数增长率【出版出版】



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

教材教辅出版资质: 中南传媒、凤凰传媒、山东出版自主教材能力较强

K12教材出版具有严格的资质审核, 2008年之后, 逐渐推行招投标制度。各公司出版教材有自主开发和租型出版两种方式, 自主开发指公司所属出版社自主编写、出版自主知识产权的教材; 租型出版指与原出版单位签订代理合同, 经授权在授权区域内出版教材。同时针对相应教材开发配套教辅。

对比来看, 中南传媒和凤凰传媒、山东出版拥有全科自主版本教材, 自主教材开发能力领先。除本省市场外, 以全国的渗透率来看, 中南传媒湘版教材>凤凰传媒苏版教材>山东出版鲁版教材。

图表20: 截止2017年主要出版上市公司K12教材教辅出版资质情况

公司	自主开发教材	租型教材权	自主开发教辅	覆盖范围
中南传媒	9科10种“湘版”新课程标准实验教材, 包括语文(小学)、数学(初中、高中)、科学(小学)、英语(小学, 湖南少儿社和湖南教育社各有一种)、音乐(小学、初中、高中)、美术(小学、初中、高中)、历史(初中、高中)、地理(初中、高中)、书法练习指导(小学)		共计上千种, 影响力较突出的有:《新课标基础训练》《学法大视野》《单元测试卷》《新课标实验探究指导》《新课标实验指导和实验报告》《课程基础训练》等	以湖南省为主, 已覆盖全国31个省(区、市)
凤凰传媒	拥有课标教材总数为23种, 中小学课标教材总品种数居全国第二位	代理人教社《道德与法治》、《语文》、《历史》三科国家统编教材	拥有中小学语文、数学、英语、政治、历史、地理、物理、化学、生物、音乐、体育、美术、科学、信息技术、通用技术等15个中小学全学科的教辅出版资质	江苏省、海南省两省唯一具备教材发行资质的单位; 公司凤凰版中小学课标教材的市场份额均居全国第二位
长江传媒	公司7家出版社拥有中小学教辅材料出版资质, 但无自主开发教材	公司取得了人民教育出版社、人民音乐出版社等6家出版单位在湖北省教材教辅产品的独家租型代理权。并获得人民教育出版社中小学教科书同步类公告教辅湖北省内独家出版授权, 公司共出版9种国标教材	公司自编教材教辅品种计4000余种, 以中小学教材教辅为主	主要在湖北省内发行, 部分教辅在全国发行
出版传媒	公司拥有经国家教育部审定的音乐、美术、道德与法治等共48本原创国审教材及辽宁省内地方课程教材出版权	公司具有中小学教辅材料出版资质, 拥有人民教育出版社、北京师范大学出版社、外语教学与研究出版社等9家出版社原创教材同步教辅编写授权	已有自编教材教辅产品688种, 主要以中小学教材教辅为主	公司自编教材教辅主要在辽宁省内发行, 目前公司主要竞争对手是省内开展教材代理业务及教辅出版发行的民营企业
时代出版	无自主本版教材 公司所有图书出版单位均获得教辅出版资质	承担人民教育出版社、江苏凤凰教育发展有限公司、大象出版社、	公司已有自编教材教辅品种2268个, 租型教材教辅品种530个,	公司教材教辅图书主要销售区域为安徽省,

公司	自主开发教材	租型教材权	自主开发教辅	覆盖范围
	质，资质长期有效	西泠印社出版社等 15 家出版社基础教育教材在安徽省的授权推广。其中，与人民教育出版社、江苏凤凰教育发展有限公司、人民音乐出版社、西泠印社出版社签订长期战略合作协议	中小学教材教辅为主	占据省内市场绝大部分份额
城市传媒	公司自主开发了《小学数学》《小学科学》《书法练习指导》等国标教材，目前公司共有 4 种教材进入国家目录，十数种进入地方目录			青岛市以及山东省部分地区
山东出版	公司开发的“鲁版”国标学科教材共 14 科、30 种、246 册。具体为鲁人版小学品德与生活、小学品德与社会、初中思想品德（六三学制、五四学制）、高中语文；鲁教版五四制小学：品德与生活、品德与社会、音乐、美术、语文；五四制初中：语文、数学、英语、音乐、美术、地理、化学、历史、体育与健康，以及六三制初中化学、高中地理；鲁科版小学五四制英语，初中五四制生物、物理，鲁科版高中物理、化学；鲁美版小学品德与生活、小学品德与社会，高中美术		2017 年全年山东出版传媒教辅（含教辅读物）品种共计 11000 余种，影响力较突出的有：《基础训练》《金钥匙试卷》《分层检测卷》《非常学案》《学案导学》《伴你学高效导学》等	公司教材教辅的销售面向全国，已覆盖 16 个省。主要竞争对手为全国的各出版社（集团），如外语教学与研究出版社、中南出版传媒集团股份有限公司、北京师范大学出版社等
新华文轩	积极研发特色鲜明的地方教材、校本教材，如《汉字文化》、《中小學生境外研学旅行手册》，继续开发教辅新品种，基本实现了义务教育阶段教辅品种的全类别、全学科、全学段、全版别覆盖			本公司出版的教材教辅主要在四川省内销售，也有部分产品在省外有销售，如初中历史教材和配套教辅在重庆、河南、江西、广东、云南、湖北等省、市都有较好的销售表现
中原传媒		公司是人民教育出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商；公司所属 8 家出版企业获得了河南省教育行政部门对全科教辅或部分学科教辅出版的行政许可		公司所属河南省新华书店发行集团有限公司继续成为河南省免费教科书唯一供应商

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

教材教辅发行能力：省内市场潜力仍有深度挖掘空间，市场份额有待提升

对比各公司的教材教辅发行能力，我们认为可以将教材教辅发行收入拆分为学生人数和人均贡献，而人均贡献又可进一步与人均用书量、单侧码洋以及平均折扣率直接相关。可以将教材教辅发行收入用以下公式来表述：

$$\begin{aligned} \text{教材教辅发行收入} &= \text{学生人数} * \text{平均营收贡献} \\ &= \text{学生人数} * \text{人均用书量} * \text{单册码洋} * \text{平均折扣率} \end{aligned}$$

教材教辅发行业务的增长分别来源于学生人数的增长、人均用书量的增加、教材教辅涨价以及折扣率的降低。值得注意的是，上市公司对于本省市场并非 100% 完全渗透，以南方传媒为例，广州和深圳市场的教材教辅并未在上市公司业务范畴，同样武汉地区也并未在长江传媒的业务范畴。因此，深度挖掘省内市场潜力，提高市场份额，成为提高发行能力的另一表现。

教材教辅收入增长幅度可能出现比学生数增长幅度更大。以长江传媒（湖北）、凤凰传媒（江苏+海南市场）、新华文轩（四川）和中南传媒（湖南）为例，教材教辅收入变动方向与在校学生数变动方向保持一致，过去5年均保持稳健增长。由于人均用书量的增加和教材教辅涨价，教材教辅收入增长幅度比学生数增长幅度更大。

图表21：出版公司教材教辅业务收入增速快于K12学生数增速

省份	上市公司		2014	2015	2016	2017
湖北	长江传媒	K12 在校学生数 (万人)	550.65	559.94	572.12	
		yoy	-4.3%	1.7%	2.2%	
		教材教辅销量 (万册)	20,782.00	23,464.00	23,950.00	25,232.00
		yoy		12.9%	2.1%	5.4%
		教材教辅销售码洋 (万元)	202,465.00	228,757.00	233,501.00	245,998.00
		yoy		13.0%	2.1%	5.4%
		教材教辅营收 (万元)	174,258.00	193,528.00	201,341.00	209,844.00
		yoy		11.1%	4.0%	4.2%
		平均学生用书量	37.74	41.90	41.86	
		平均单册码洋	9.74	9.75	9.75	9.75
平均折扣率	86%	85%	86%	85%		
平均学生对营收贡献	316.46	345.62	351.92			
江苏+海南	凤凰传媒	K12 在校学生数 (万人)	760.10	784.15	812.30	
		yoy	3.2%	2.9%	3.3%	
		教材教辅销量 (万册)		46,891.56	50,830.45	56,076.16
		yoy			8.4%	10.3%
		教材教辅销售码洋 (万元)		456,723.82	495,541.15	539,422.00
		yoy			8.5%	8.9%
		教材教辅营收 (万元)		384,779.70	416,605.39	461,667.48
		yoy			8.3%	10.8%
		平均学生用书量		59.80	62.58	
		平均单册码洋		9.74	9.75	9.62
平均折扣率		84%	84%	86%		
平均学生对营收贡献		490.70	512.87			
四川	新华文轩	K12 在校学生数 (万人)	938.63	935.18	939.06	
		yoy	-1.1%	-0.4%	0.4%	
		教材教辅销量 (万册)		35,585.58	36,788.50	40,341.49
		yoy			3.4%	9.7%
		教材教辅销售码洋 (万元)		331,730.48	347,723.64	389,409.74
		yoy			4.8%	12.0%
		教材教辅营收 (万元)		316,488.21	331,553.20	369,037.83
		yoy			4.8%	11.3%
		平均学生用书量		38.05	39.18	
		平均单册码洋		9.32	9.45	9.65
平均折扣率		95%	95%	95%		
平均学生对营收贡献		338.43	353.07			
湖南	中南传媒	K12 在校学生数 (万人)	800.18	818.71	837.77	
		yoy	1.8%	2.3%	2.3%	
		教材教辅销量 (万册)	53,753.62	56,759.81	60,273.35	53,425.12
		yoy		5.6%	6.2%	-11.4%
		教材教辅销售码洋 (万元)	526,494.80	596,176.72	662,470.28	590,847.05
		yoy		13.2%	11.1%	-10.8%
		教材教辅营收 (万元)	465,010.20	526,878.78	586,365.10	513,522.79
		yoy		13.3%	11.3%	-12.4%
		平均学生用书量	67.18	69.33	71.94	
		平均单册码洋	9.79	10.50	10.99	11.06
平均折扣率	88%	88%	89%	87%		
平均学生对营收贡献	581.14	643.55	699.91			

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：长江传媒发行区域为湖北省（除武汉地区）

我们从人均用书量、单册码洋、平均折扣率三个维度分别进行分析：

教材教辅用书缓慢增加，我们认为用书量增加主要由于

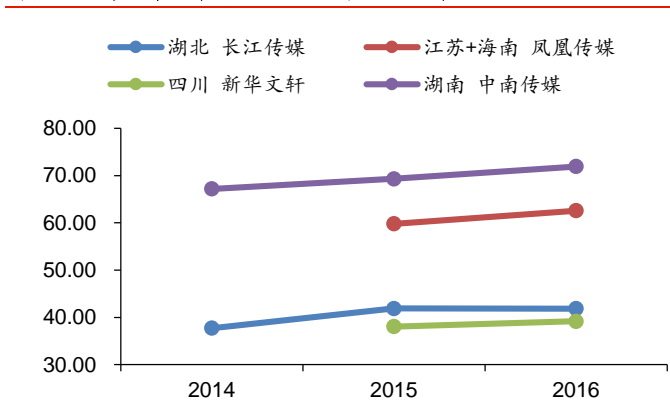
- 1、升学压力增加导致的学生用书量加大；
- 2、上市公司对本省教材教辅市场深耕以获得更高的市场份额；
- 3、另外由于学生结构中，2013-2016年小学生的数量占比仍在提升，用书量较大的初中学生数量占比缓慢下降。未来初高中学生数占比提高，将进一步驱动用书量增加。

纵向对比来看，2017年学生平均年度教材教辅用书量：中南传媒（湖南）>>凤凰传媒（江苏+海南）>>长江传媒（湖北）≈新华文轩（四川），反映出中南传媒和凤凰传媒对本省市场进行了更深度的挖掘，对本省市场有更强的掌控力。

教材教辅平均定价普遍出现缓慢提升。2015-2017年，新华文轩和中南传媒的教材教辅单册定价出现提价趋势，我们认为一方面由于2016年纸张价格大幅上涨，定价因此有所上涨；另一方面由于教材数量相对固定，教材教辅用书量增加主要由于教辅用量增加，教辅定价普遍高于教材，带动教材教辅平均定价提升。

纵向对比来看，2017年学生平均年度教材教辅价格：中南传媒（湖南）>长江传媒（湖北）≈新华文轩（四川）≈凤凰传媒（江苏+海南），中南传媒价格表现一枝独秀，其他公司平均定价基本一致。

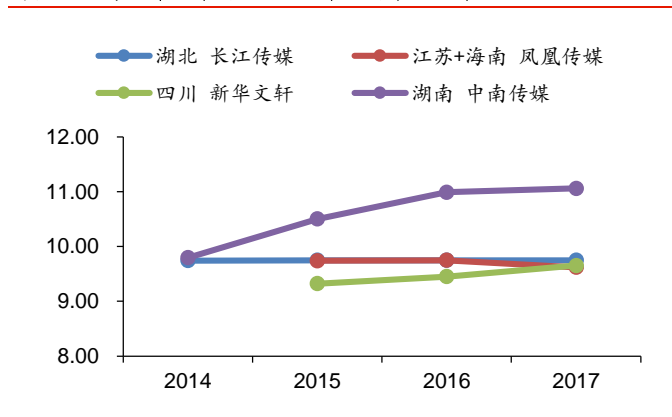
图表22： 学生平均年度教材教辅用书量（册/年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：数据以发行业务口径为准

图表23： 学生平均年度教材教辅单册码洋（元/年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

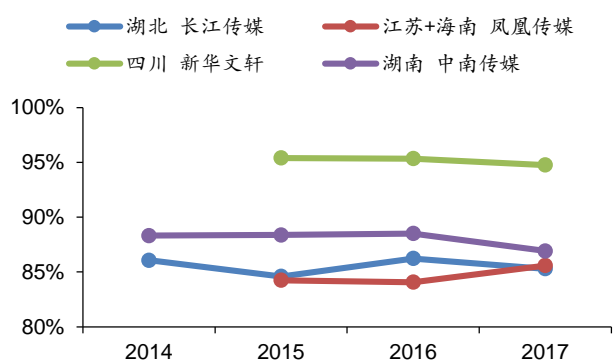
注：数据以发行业务口径为准

教材教辅平均折扣率保持基本稳定，各家公司折扣率均保持在80%以上的较高折扣水平。一方面由于教材教辅由政府统一定价，定价普遍保持较低水平；另一方面由于发行主要由学校统一征订，始终保持较为稳定的折扣水平。

纵向对比来看，2017年教材教辅平均折扣率：新华文轩（四川）>中南传媒（湖南）>长江传媒（湖北）≈凤凰传媒（江苏+海南），新华文轩折扣率近几年维持在95%左右，远高于其他上市公司的折扣水平。

综合来看，从2017年各省学生平均教材教辅消费对上市公司的营收贡献层面来看，中南传媒（湖南）>凤凰传媒（江苏+海南）>长江传媒（湖北）≈新华文轩（四川）。

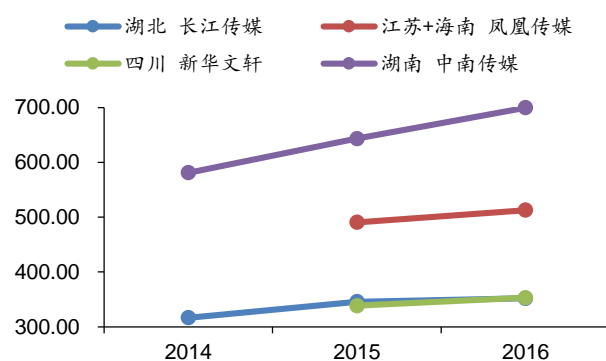
图表24： 学生平均年度教材教辅折扣率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：数据以发行业务口径为准

图表25： 学生平均年度教材教辅对上市公司发行业务营收贡献（元/年）

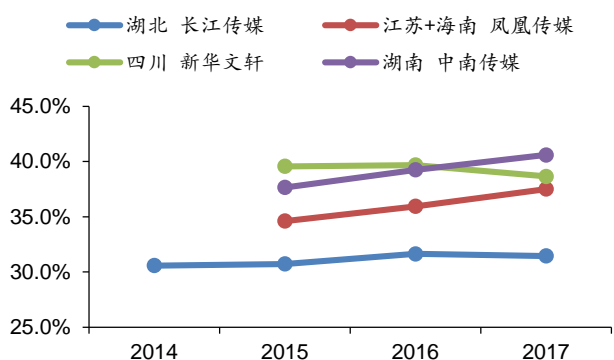


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：数据以发行业务口径为准

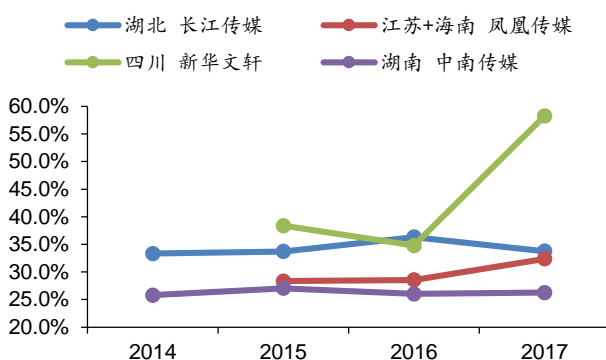
学生数量和平均教材教辅用量决定上市公司教材教辅收入，毛利率水平反映教材教辅盈利能力，毛利率普遍保持稳定或缓慢上升。

图表26： 上市公司 K12 教材教辅发行业务毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 上市公司 K12 教材教辅出版业务毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资逻辑：看好主业扎实、学生规模增长潜力大的公司

行业共性增长极——K12 在校学生数增加&学生结构优化会扩大 K12 规模

K12 教育出版主要受新生人口数和学苗数的影响，近年来市场规模总体保持稳定。2013 年，我国中小学生在人数同比增速触底回升后，2014 年同比增速恢复正向增长，教育出版市场规模也将随在校学生数保持稳定增长。同时，2015 年全面“二孩”实行政策后，2016 年新增人口小幅提升 130 万。随着“出生潮人口”开始接受义务教育，教育出版市场规模预计在 2022 年可能得到进一步扩大。我们认为，学生规模增长将从行业层面驱动板块各公司 K12 业务的增长。

与此同时，目前学生总量的增长中，主要由小学生增加带来，2013 年小学在校生规模触底反弹，以小学平均学龄 6 年计算，我们预计初中生规模将于 2018 或 2019 年触底回升，高中生规模将于 2021-2022 年触底回升。初高中生的教材教辅用量远高于小学生水平，学生结构的优化将成为单纯数量增长之外的又一强劲动力。

公司个性增长极——深度挖掘省内市场，强化自主品牌教辅能力

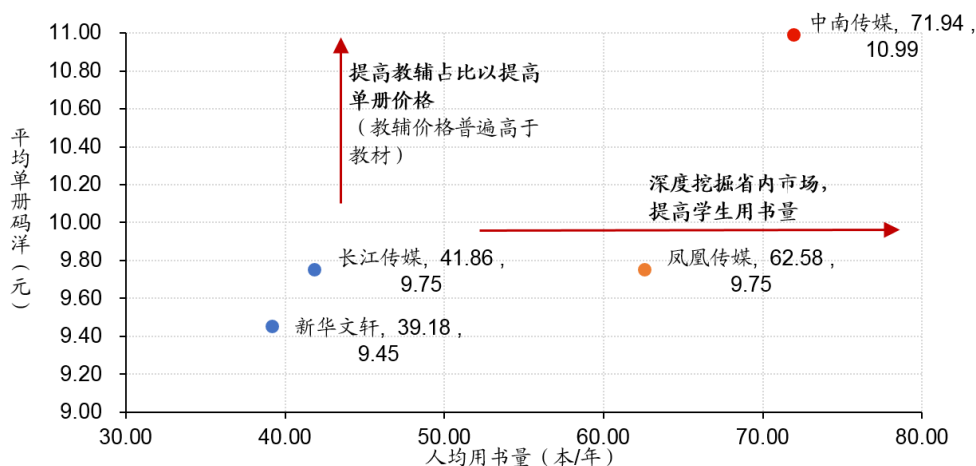
个性化的增长极——深度挖掘省内市场，提高学生用书量

对于长江传媒、新华文轩等上市公司来说，其人均学生用书量相比之下处于较低水平，上市公司通过发行体系的深化，可以深度挖掘省内市场，提高学生人均用书量。

个性化的增长极——提高教辅占比，以提高平均单册价格

对于凤凰传媒等上市公司来说，其省内学生人均用书量已经达到较高水平，公司可通过研发自主品牌教辅，提高自主教辅配套率，通过促进价格相对较高（与教材相比）的教辅产品的销售，从提高单册价格维度，驱动 K12 教材教辅业务的增长。

图表28： K12 教材教辅业务具有三个增长极



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：由于各省 2017 年 K12 在校学生规模尚未披露，人均用书量和平均单册码洋均由 2016 年教材教辅发行收入与 2016 年学生规模计算而得

投资逻辑：看好主业扎实、地区学生规模增长潜力较大的公司

从资产重估角度来看，出版发行集团普遍具有较为充沛的现金储备和稳定的现金流。其资产除了现金之外主要为自有房产和物业，由于物业按账面价值计量，其初始账面价值较低，经过多年折旧，目前的账面价值远低于按照房地产市场价格计量的公允价值。我们认为账上现金充沛、现金流稳定、固定资产低估使得出版板块具有很强的估值支撑。

未来十年，我国在校学生规模将进入增长周期，从而带动教育出版行业进入到增长周期。我们认为教材教辅业务占比较高的出版公司将较大程度得受益于行业增长。我们从地方学生规模提升幅度、自主教材教辅出版能力，发行网络建设和服务能力方面对板块进行梳理，看好主业能力强、省内学生规模稳步提升的公司，推荐中南传媒、凤凰传媒、城市传媒，建议关注山东出版。

图表29：出版板块估值对比（2018.9.18）

上市公司	市值 (亿元)	净利润 2017 (亿元)	净利润 18E (亿元)	PE (2017)	PE (2018E)	现金 (亿元, 18H1)	净资产 (亿元, 18H1)	PB
中南传媒	203.85	15.13	13.96	13.47	14.60	124.03	135.41	1.51
凤凰传媒	164.40	11.66	-	14.10	-	63.63	133.87	1.23
山东出版	152.97	13.65	-	11.21	-	42.04	89.47	1.71
长江传媒	79.01	6.13	6.51	12.88	12.13	10.48	65.71	1.20
中原传媒	71.62	6.93	8.11	10.33	8.84	35.14	73.62	0.97
南方传媒	70.68	6.11	7.01	11.56	10.08	13.63	50.03	1.41
城市传媒	50.48	3.29	3.79	15.33	13.33	8.22	24.82	2.03
出版传媒	28.76	1.61	-	17.85	-	2.23	20.78	1.38

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：盈利预测均为wind一致预期、PB计算以2018年9月18日市值、2018中报净资产为基准

中南传媒——政策影响趋缓，下半年有望企稳

教辅政策影响已经基本反映，维持买入评级

公司披露 2018 年上半年财报，报告期内实现营收 41.61 亿元，净利润 6.87 亿元，同比分别下降 15.70% 和 25.04%。湖南省自 2017 年秋季学期开始对市场类教辅进行专项整治，公司 2017 年下半年和 2018 年上半年市场类教辅业务收入和利润均受到较大影响。经过一个完整的会计年度，政策对于上市公司业绩影响已经基本反映，我们预计下半年将有所企稳，维持买入评级。

出版业务：教材教辅出版业务下滑，一般图书营收和毛利率双升

上半年出版业务实现营收 10.49 亿元、营业利润 3.46 亿元，分别同比下滑 15.68% 和 1.97%，毛利率提升 4.6pct 至 32.95%。其中一般图书出版实现营收 1.92 亿元、营业利润 0.81 亿元，分别同增 20.22% 和 41.83%，毛利率提升 6.4pct 至 42.22%。教材教辅出版业务同比下滑幅度约为 20% 左右。我们预计一般图书出版业务将持续营收和毛利率双升的状态，随着教辅政策影响趋于结束，下半年教材教辅出版业务有望结束下滑趋势。总体来看，我们预计出版业务全年将实现营收 27 亿元左右，同比下滑 6% 左右。

发行业务：教材教辅发行业务下滑，下半年跌幅有望收窄

报告期内发行业务营收 30.58 亿元、营业利润 10.22 亿元，分别同比下滑 26.13% 和 33.50%，毛利率下降 3.7pct 至 33.41%。主要系教辅政策变化，湖南省新华书店教辅发行业务下滑所致。报告期内，湖南省新华书店实现营收 25.06 亿元，营业利润 3.91 亿元，分别同比下滑 29.17% 和 42.35%。随着教辅政策影响趋于结束，下半年发行业务将有望止跌回稳。我们预计全年发行业务实现营收 67.6 亿元，跌幅收窄至 13.79%。

金融业务积极向好，数字教育和报网传媒板块亏损收窄

报告期内，财务公司（上市公司持股比例为 70%）实现营收 1.98 亿元，同增 16.81%；净利润 1.35 亿元，同增 48.63%。数字教育公司天闻数媒上半年亏损 3425.6 万元，较去年同期减亏 2260 万元；报网传媒板块上半年亏损 755.35 万元，较去年同期减亏 3000 万元。我们预计金融业务将维持增长态势，数字教育和报网传媒板块有望持续减亏。加总来看，我们预计将为上市公司带来 1 个亿左右利润增量。

凤凰传媒——内部调整逐步到位，轻装上阵重回增长

凤凰传媒上半年实现营业收入 53.76 亿，同比增长 0.86%；实现归母净利润 7.77 亿，同比下降 0.58%；扣除非经常性损益以后，实现净利润 6.07 亿，同比下降 9.0%。业绩略低于预期。中报略低于预期，主要因为 1) 增值税返还续期政策是 6 月份出台，在政策出台之前，增值税正常缴纳，大约形成 7000 万左右支出，这部分税费将于下半年陆续返还；2) 纸张成本有所提升。

出版业务：纸张成本提升导致毛利率下滑；秋季学期教材提价 8% 左右，将提振毛利率

报告期内，公司在图书零售市场的码洋占有率排名第 3 位，其中在实体店渠道零售市场码洋占有率排名第 3 位，在网店渠道零售市场码洋占有率排名第 4 位，同比上升 2 位。根据公司对经营数据的公告，公司出版业务实现营收 16.24 亿元，同增 5.55%，主要是折扣率缩窄的贡献。报告期内，公司图书销售折扣率缩窄 5pct 至 49.94%，是自 2015 年以来首次折扣率缩窄。但出版业务毛利率下滑 4.45pct 至 28.14%，纸张成本提升有一定影响。但随着秋季学期教材普遍提价大约 8%，预计出版业务毛利率将回到前期水平。

发行业务毛利率略微下滑，认为是渠道扩张带来成本压力提升

根据公司对经营数据的公告，报告期内，公司图书发行业务实现营收 41.59 亿元，同增 2.39%；图书销售折扣率继续降低 1pct 至 27.54%。因此，我们认为上半年公司图书发行业务的增长主要是销售量增长而带动。从毛利率角度看，发行业务毛利率下滑 1.09pct 至 28.25%。我们认为主要是文化 Mall 的逐步开业短期内带来成本的提升带来。目前 MALL 各项目按照计划建设推进：阜宁项目开展塔楼建设，完成主体封顶；镇江项目代建工程竣工验收，完成置业向我方的工程交验工作，并积极推进委托运营洽谈；盱眙项目签署总包协议并办理施工合同备案，总包进场施工，开始土方开挖和基坑支护施工；射阳项目经过与政府多次洽谈，基本确定项目整体开发计划；泰兴项目按计划开展地下工程施工，目前 50% 工程到达正负零标高。目前公司正在控制文化 MALL 的拓展规模和节奏，后续折旧压力将有望略有缓解。

整合优化内部资源，进一步提高资产质量

公司以 6,127.80 万元转让了凤凰创壹 21% 的股权，引进了战略投资者，在基本收回初始投资（七千万左右）的同时，进一步优化了厦门创壹的股权结构，有利于对管理层实施更好的激励，有利于其加快业务发展，拓展资本运作空间。公司以现金 4.16 亿元出让了新华印务、数码印务股权，优化了内部资源。同时，公司梳理了对外投资项目，并制定了清理完善计划。对与主营业务关联度低的公司实施股权转让，上半年转让了无锡唯我、北京三鼎梦等公司的股权；对于存在较大风险的企业及时预警，制定整改方案；对于投资到期并触发对方回购的项目，原则上实施赎回。

数据业务稳定贡献利润，影视业务稳步推行，智慧教育布局有望进入收获期

公司数据业务（江苏凤凰数据有限公司）上半年实现营收 1.1 亿元，实现净利润 2633.27 万元，与去年相比，营收和利润均有 5% 左右的增幅。公司将继续建设二期基站，继续推进数据业务增长；同时拟在江阴和北京选址推进数据基站。

影视业务方面，凤凰传奇参投电影《无问西东》和《南极之恋》完成上映，取得票房 7.54 亿和 2.34 亿；推进两部国外电影《匿名者》和《未来世界》的引进和发行；推进电视剧项目《新格萨尔王》立项和筹备；买断发行剧《我的爱情撞上了战争》完成二轮播出；5 月与文艺社、少儿社、译林社等单位组建影视版权中心，合作开发优质 IP 资源。

译林影视电视剧《左耳》已完成全部制作，争取实现全网播出。网剧《小妖的金色城堡》基本明确由爱奇艺播出，近期审定合约；经专业评定，该剧为分账最高级别，因此若实现爱奇艺播出，除分账外有望再享受 40% 补贴。电视剧《离歌》正在三家竞争者中选择最终合作伙伴。电影《沙漏》剧本改编顺利，合约正在磨合中。

智慧教育方面，公司是全国最大的 K12 资源型网站学科网的第一大股东（持股比例 35.22%）。学科网在过去三年的收入复合增速是 40%，亏损额也在逐步缩窄，今年有望实现扭亏，进入收获期。

投资建议：公司主营业务稳健，前期受游戏等项目的拖累。而随着游戏、影视业务逐步进入正轨，公司也对其他前期投资项目进行梳理和清理，我们预计公司未来有望轻装上阵，重回增长趋势，维持“买入”评级。

城市传媒——主业挺拔，业绩略超预期

2018 年中报再次超预期

公司披露 2018 年中期财报，上半年实现营收 10.45 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.60 亿元，分别同增 12.49% 和 15.57%，再次超出市场预期。分季度看，Q2 单季度公司营收 5.56 亿元，同增 17.68%，归属于上市公司股东净利润 0.75 亿元，同增 7.53%。Q2 净利润同比增速低于营收增速，主要系城市传媒商业体投入商用，前期投入较大所致。2017 年底开业的城市传媒广场仍在培育期，上半年亏损 3387.51 万元，若扣除其影响，上半年公司主业净利润增速接近 40%。

出版主业增速维持高速增长，教育、少儿、时尚生活模块齐头并进

报告期内，公司出版业务实现营收约为 4.3 亿元，同增 20.66%，营业利润 1.85 亿元，同增 20.19%；其中 Q2 单季度实现营收 2.06 亿元，同增 17.59%，实现营业利润 0.83 亿元，同增 16.21%；维持较高增速，发展势头良好。从细分板块来看，人文艺术板块重点出版物发行工作顺利，同时受益于青岛上合峰会活动，《五岳独尊·泰山》以及《海上名山·崂山》影响力加大；教育出版领域新增《我爱海洋》、《海洋探秘》、《法制教育读本》以及《素质教育》等多套地方教材以及《加分宝》《新课标必读文学名著》等多个项目图书，带动营收增长；少儿图书实战率以及读者认可度进一步攀升，呈现多点开花状态；市场生活图书板块维持榜单前列；

发行业务营收和利润增速有所加快，城市传媒广场拖累利润释放

报告期内，公司实现发行业务收入 8.85 亿元，同增 8.81%，毛利率为 21.99%，保持平稳；其中 Q2 单季度实现营收 4.78 亿元，同增 11.91%，增速相对 Q1 有所加快（Q1 增速为 5.4%）。城市传媒广场于去年底开始试营业，目前仍在投入前期，其运营公司青岛传媒发展公司上半年实现营收 1235.11 万元，亏损 3387.51 万元。若去除城市传媒广场的影响，公司发行业务营业利润增速超过 33%。

新业务积极推进，期待开花结果

公司旗下“BC MIX”以轻资产的方式积极扩张，其中公司拟与京东合作建设“复合型文化生活空间”，2017 年建设完成十余家，2018 年底前建设不少于 50 家，目前已经开设店面近 20 家，覆盖青岛、济南、潍坊、长沙、昆明、北京、宿迁等多个城市。公司影视业务积极推进，其中公司参投电视剧《你迟到的许多年》（根据严歌苓小说《补玉山居》改编、黄晓明、殷桃、秦海璐等主演的都市情感剧）已经杀青。

主业挺拔，维持增持评级

公司主业挺拔，若扣除城市传媒广场培育期亏损的影响，公司主业净利润增速将超过 40%。由于公司主业略超预期，我们上调盈利预测，预计 2018-2020 年，公司将实现净利润 3.69、4.57 和 5.50 亿元，维持“增持”评级。

风险提示

1、教材统编等政策范围扩大

教育部对道德与法治、语文、历史教材三科教材统编统用，2017年9月起3年实现全覆盖，上市公司对于统编教材通过租型的方式在省内进行出版发行，毛利率低于自编教材。若教材统编范围由三科继续扩大，将会对上市公司自编教材产生一定冲击。

2、新生儿数量大幅下滑

学生数是教育出版的基础，若新生儿数量大幅下滑，将会对5-10年后教育出版的学生基础产生较大影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com