

业绩稳健增长，新老业务均迎机遇

---- 中南传媒 (601098) 三季度报告点评

传媒行业证券研究报告
 2015年11月04日

作者

分析师 张炬华
 执业证书 S0110510120002
 电话 010-59366118
 邮件 zhangjh@sczq.com.cn

研究助理 李甜露
 电话 010-59366114
 邮件 litianlu@sczq.com.cn

行业数据 文化传媒(申万)

股票家数(家)	40
总市值(亿元)	9368.67
流通市值(亿元)	3420.83
年平均涨跌幅(%)	35.05
每股收益(TTM,元)	0.50

公司数据

总市值(亿元)	374.47
流通市值(亿元)	132.21
总股本(亿股)	17.96
流通股本(亿股)	6.34
12个月价格区间	13.69-33.15

相关研究

1. 中南传媒(601098): 中报兼合作协议点评, 传统业态高效增长, 数字教育持续拓展 (2015.9.10)
2. “互联网+”时代传媒转型专题: IP或平台, 转型路径各有所爱 (2015.5.6)
3. “互联网+出版”迎来延续性政策利好 (2015.4.10)
4. 互联网推动传媒转型的趋势及投资机会 (2015.3.18)
5. 出版行业有望领军国企改革 (2014.12.17)

投资要点

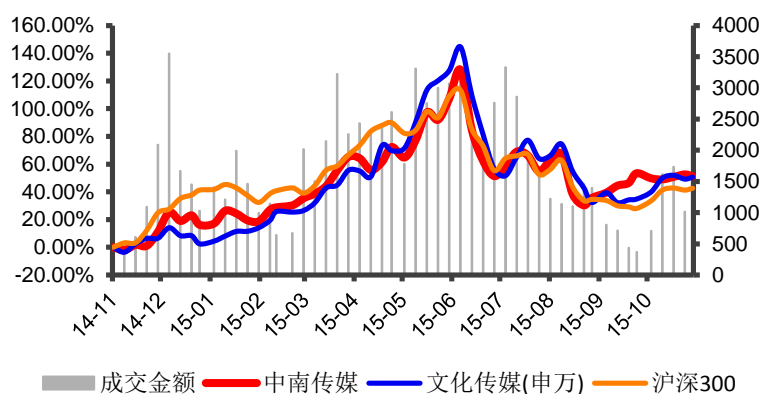
业绩描述

- 公司2015年前三季的营业收入65.31亿元, 同比增长19.05%; 归属于上市公司股东的净利润11.09亿元, 同比上升18.86%, 经营活动产生的现金流量净额为4.12亿元, 同比增加141.33%。基本每股收益0.62元。

业绩点评

- 净利继续稳健增长, 传统业态高效增长助毛利率上升: 公司2014年净利润增长率为23.02%, 中报和三季度业绩继续保持了稳健的发展速度。值得注意的是, 公司整体销售毛利率由去年年报的40.67%继续上浮了约2个百分点到打了42.68%。而这一成果的贡献者并不是数字教育、金融服务等新业态。尤其是在数字教育由于成本较高且收入只能到下半年实现而毛利率较低的情况下, 公司出版、发行两项主业收入保持较快增长, 同时有效控制成本上升, 毛利率相较去年年报均明显提升。在公司营收格局仍以传统业态为主的情况下, 传统业态经营效率的每一点提高, 都会给公司整体数据带来明显提升。

一年内走势图



资料来源: WIND、首创证券研发部

- **2015 年 9 月携手培生教育巩固数字教育领先地位：**2014 年，公司旗下天闻数媒在业务拓展和营收增长方面均实现了重要飞跃。2015 年上半年，天闻数媒实现营业收入 2235.84 万元。值得注意的是，由于实施的数字教育重点项目集中在下半年验收交付，其实现的收益将在下半年体现。2015 年 9 月，公司与培生教育签订了合作协议。**培生教育（PEARSON EDUCATION LTD）**是全球领先的教育集团，迄今为止已有 150 多年的历史，其旗下拥有培生教育、金融时报和企鹅三大集团，分别在教育书籍、商业和政治新闻以及大众读物的领域领先市场。培生教育集团年销售额约 50 亿美元，在高等教育、中小学教育、英语教育、专业出版、考试测评、网络教育等众多领域位居全球之首。在过去的 5 年中，培生教育集团以高于市场平均增长的速度，引领教育出版潮流。与培生教育签订战略合作协议将对公司巩固数字教育领先地位提供优势资源保障，在国际教育的数字化产品、教育云平台发展、AiSchool 的优化与市场拓展等各个领域发挥重要作用。
- **教材教辅实力雄厚，二胎开放将受益：**2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会公报提出将要全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。同时还提出将要提高教学质量，普及高中阶段教育、脱贫攻坚，关爱留守儿童。我们认为，此次全会的所有精神中，对教育产业的利好是相对超预期的。开放二胎带来的效益可能需要时间，但教学质量的提升和教育范围的扩展将给教育产业带来实实在在的好处。传统出版媒体正处于转型改革之中，原本就处于重要地位的教辅教材业务能够在转型升级的过程中迎来重要发展机遇，将为企业整体的改革输送强劲的动力。特别的，中南传媒作为教辅教材业务已占据有利地位的龙头出版企业，未来的发展动力将更加强劲。
- **新老业态齐头并进，长期走势看好：**我们认为，公司作为业态转型升级较为成功的龙头传媒股，新老业态齐头并进，长期走势看好，维持“买入”评级。
- **风险提示** 传统出版企业改革进度低于预期；文化金融协作项目进展缓慢；国家政策出现重大变化。

附表:

报告期	2012A	2013 A	2014A	2015E	2016E
归属于母公司的净利润(亿元)	9.4	1.11	1.46	1.62	2.12
每股净收益 EPS(元)	0.52	0.62	0.82	0.92	1.2
市盈率 P/E	29	24	24	20	20

报告期	2012A	2013 A	2014A	2015E	2016E
营业收入	69.31	80.33	90.39	100.61	116.38
发行(亿元 人民币)	48.45	56.25	66.28	78.21	92.43
出版(亿元 人民币)	18.71	21.06	23.16	25.35	27.63
印刷(亿元 人民币)	8.98	9.37	9.64	9.81	9.91
物资(亿元 人民币)	9.36	9.85	8.35	6.43	4.22
报媒(亿元 人民币)	7.84	7.05	7.13	7.21	7.30
数字出版(亿元 人民币)	--	1.34	2.3	4.11	7.66
金融服务(亿元 人民币)	--	--	1.33	2.00	2.99
内部抵销(亿元 人民币)	-25.24	-26.21	-29.55	-32.51	-35.76
营业收入增速(%)	18.33	15.91	12.59	11.30	15.68
发行(%)	20.12	16.1	17.82	18.00	18.18
出版(%)	13.05	12.56	9.96	9.46	8.99
印刷(%)	5.97	4.37	2.88	1.73	1.04
物资(%)	30.17	5.21	-15.3	-22.95	-34.43
报媒(%)	9.8	-8.85	1.01	1.11	1.22
数字出版(%)	--	1269.82	71.48	78.63	86.49
金融服务(%)	--	--		50.00	50.00
毛利率	38.97	38.21	40.67	43.61	47.06
发行(%)	32.14	34.4	34.04	35.74	37.53
出版(%)	27.16	27.73	27.5	28.88	30.32
印刷(%)	19.08	18	16.64	15.81	15.02
物资(%)	2.78	2.89	3.47	3.30	3.13
报媒(%)	45.23	40.45	40.44	44.60	45.04
数字出版(%)	--	46.11	45.23	55.79	61.37
金融服务(%)	--	--	63.63	66.81	70.15

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产:					
货币资金	771,376.17	846,196.17	1,071,768.38	1,286,122.06	1,543,346.47
应收票据	1,108.63	908.83	2120.01	2,544.01	3,052.81
应收账款	48,057.19	65,828.39	83,330.23	99,996.28	119,995.53
预付款项	4,035.57	5,388.02	5,722.31	6,866.77	8,240.13
应收利息			2,401.57	2,881.88	3,458.26
其他应收款	29,921.40	24,637.66	20,895.25	25,074.30	30,089.16
存货	102,883.17	114,195.97	105,287.09	126,344.51	151,613.41
其他流动资产	20,102.49	22,307.51	1,479.32	1,775.18	2,130.22
流动资产合计	977,484.61	1,079,462.55	1,293,004.15	1,551,604.98	1,861,925.98
非流动资产:					0.00
可供出售金融资产			10448.52	10,970.95	11,519.49
长期股权投资	1,867.21	12,125.81	1,858.68	1,951.61	2,049.19
投资性房地产	10,547.68	9,999.39	9,339.67	9,806.65	10,296.99
固定资产	113,935.11	110,498.76	115,050.84	120,803.38	126,843.55
在建工程	5,186.77	9,620.67	5,246.92	5,509.27	5,784.73
无形资产	72,981.35	70,826.47	68,796.90	72,236.75	75,848.58
商誉	485.51	5,932.95	6,949.25	7,296.71	7,661.55
长期待摊费用	2,379.74	2,321.90	2,578.72	2,707.66	2,843.04
递延所得税资产		423.79	702.8	737.94	774.84
其他非流动资产	48.5	48.5	48.5	50.93	53.47
非流动资产合计	207,431.85	221,798.25	221,020.79	232,071.83	243,675.42
资产总计	1,184,916.47	1,301,260.80	1,514,024.94	1,783,676.81	2,105,601.40
流动负债:					
应付票据	18,641.28	21,093.20	18,512.75	20,734.28	23,222.39
应付账款	166,523.40	185,655.19	210,662.35	235,941.83	264,254.85
预收款项	19,358.09	23,483.75	31,168.92	34,909.19	39,098.29
应付职工薪酬	25,455.66	35,196.10	46,831.81	52,451.63	58,745.82
应交税费	3,948.70	6,714.83	7,697.13	8,620.79	9,655.28
应付利息			109.32	122.44	137.13
应付股利	195.57	41.23	210	235.20	263.42
其他应付款	81,459.47	71,097.79	71,816.84	80,434.86	90,087.04
其他流动负债			22,879.44	25,624.97	28,699.97
流动负债合计	315,582.18	343,282.09	409,888.56	459,075.19	514,164.21
非流动负债:					
长期应付款		1,232.34	1,081.84	1,437.40	1,552.39
专项应付款	259.13	659.13	659.13	768.81	830.31
预计负债	92.9			0.00	0.00
递延收益-非流动负债			10145.95	12,175.14	14,610.17
其他非流动负债	5,533.08	8,092.91		0.00	0.00
非流动负债合计	5,885.11	9,984.38	11,886.92	14,381.35	16,992.87
负债合计	321,467.29	353,266.47	421,775.48	473,456.54	531,157.08
所有者权益					
股本	179,600.00	179,600.00	179,600.00	179,600.00	179,600.00
资本公积金	454,230.61	454,230.61	454,038.22	454,038.22	454,038.22
盈余公积金	19,261.67	27,783.37	38,117.25	42,691.32	49,095.02
一般风险准备			1,314.72	1,459.34	1,678.24
未分配利润	192,414.64	261,096.18	360,403.25	514,879.33	654,928.72
归属于母公司所有者权益合计	845,506.91	922,710.16	1,033,473.43	1,192,668.21	1,339,340.20
少数股东权益	17,942.27	25,284.17	58,776.03	117,552.06	235,104.12
所有者权益合计	863,449.18	947,994.33	1,092,249.46	1,310,220.27	1,574,444.32
负债和所有者权益总计	1,184,916.47	1,301,260.80	1,514,024.94	1,783,676.81	2,105,601.40

报告期	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业总收入	693,036.32	803,304.93	903,876.11	1,006,085.19	1,163,797.54
营业收入	693,036.32	803,304.93	903,876.11	1,006,085.19	1,163,797.54
营业总成本	609,758.26	702,850.62	765,753.49	822,161.68	902,885.03
营业成本	425,155.75	488,101.61	536,237.97	567,321.57	616,076.85
营业税金及附加	7,669.85	5,858.63	3,792.59	4,209.77	4,841.24
销售费用	83,479.83	102,182.06	113,037.34	125,471.45	144,292.16
管理费用	101,676.14	112,883.01	120,473.29	133,725.35	147,097.89
财务费用	-18,393.01	-18,947.20	-21,557.24	-23,712.96	-26,084.26
资产减值损失	10,169.70	12,772.51	13,769.54	15,146.49	16,661.14
其他经营收益	2,496.30	2,470.81	1,436.65	1,508.48	1,583.91
投资净收益	2,496.30	2,470.81	1,436.65	1,508.48	1,583.91
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	95.96	236.33	426.39	346.48	450.95
营业利润	85,774.37	102,925.12	139,559.27	185,431.99	262,496.42
加：营业外收入	7,274.26	12,367.61	17,666.77	19,786.78	22,754.80
减：营业外支出	952.39	1,105.85	2,281.93	2,555.76	2,939.13
其中：非流动资产处置净损失	116.67	176.89	67.28	259.33	337.53
利润总额	92,096.24	114,186.89	154,944.11	204,959.44	282,312.09
减：所得税	4.32	1,001.42	2,072.01	2,693.61	3,501.70
净利润	92,091.91	113,185.47	152,872.10	202,265.83	278,810.40
减：少数股东损益	-1,954.52	2,120.94	5,996.44	11,992.88	21,587.18
归属于母公司所有者的净利润	94,046.44	111,064.53	146,875.66	190,272.95	257,223.21
综合收益总额	92,091.91	113,185.47	152,872.10	202,265.83	278,810.40
减：归属于少数股东的综合收益总额	-1,954.52	2,120.94	5,996.44	11,992.88	21,587.18
归属于母公司普通股股东的综合收益总额	94,046.44	111,064.53	146,875.66	190,272.95	257,223.21
每股收益：					
基本每股收益	0.52	0.62	0.82	1.06	1.44
稀释每股收益	0.52	0.62	0.82	1.06	1.44

分析师简介

张炬华，传媒行业分析师，毕业于中国人民大学财政金融学院，硕士，具有 5 年证券从业经历。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现