

稳健发展、蓄势待发

投资要点

- **事件:** 公司2016年实现营业收入63.56亿, 同比2015年57.33亿的水平增长了10.88%; 实现归母净利润6.47亿, 和2015年同期基本持平。由于业务结构模式相对稳健, 导致公司过去几年的经营变化不大。
- **出版业务稳步增长:** 作为公司的主要业务之一, 出版业务在2016年累计实现营业收入17.41亿, 同比2015年增长5.71%, 占总收入的比重大致为27%, 业务毛利率33.7%, 较2015年提高了1.5个百分点。其中, 教材业务的毛利率改善是推动出版业务毛利率整体上升的根本性原因。公司自编出版的教材教辅《可爱四川》、《历史》(中学)、《新路径英语》(小学)、《点金训练》等均获得较好的市场反馈。
- **发行业务成本压力略显:** 作为公司的核心业务, 发行业务在2016年累计实现营业收入57.03亿, 同比2015年增长了10.83%, 占总收入的比重大致为89%左右, 整体毛利率下降1.5个百分点至30.17%。其中, 教材业务毛利率相对稳定, 维持在39.6%左右, 但是一般图书的发行业务毛利率下降2.22个百分点至17.57%, 拖累了业务的整体增长(公司出版业务+发行业务收入超过总收入的原因是因为公司有超过13亿的内部抵消)。
- **未来看点:** 公司未来除了继续夯实传统出版发行业务之外, 还将重点布局以下业务: 1) 推进图书电商业务, 实现线上线下的联动; 2) 拓展教育信息化和教育装备业务; 3) 进一步扩张幼儿教育业务; 4) 以实现“最后一公里”为出发点的第三方物流业务。
- **盈利预测:** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.57元、0.60元、0.67元, 对应的PE为40倍、38倍、34倍。虽然目前从估值水平来看, 公司的估值略高于行业多数公司, 但是考虑到一方面四川省在积极推进国企改革, 公司作为四川省上市文化龙头企业, 将最先享受改革红利; 另一方面, 公司上市以来还未有较大的资本运作, 进一步整合资源符合公司的战略, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 教材教辅政策或发生改变、传统图书行业或进一步下滑。

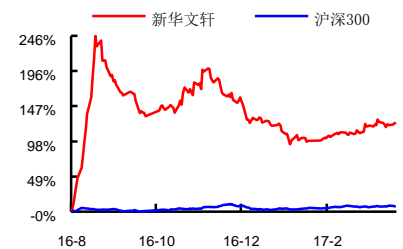
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6356.17	7205.35	7887.70	8700.13
增长率	10.88%	13.36%	9.47%	10.30%
归属母公司净利润(百万元)	647.46	697.49	736.07	820.77
增长率	0.03%	7.73%	5.53%	11.51%
每股收益EPS(元)	0.52	0.57	0.60	0.67
净资产收益率ROE	7.60%	9.80%	9.37%	9.76%
PE	43	40	38	34
PB	3.38	4.05	3.67	3.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.34
流通A股(亿股)	0.99
52周内股价区间(元)	10.25-35.42
总市值(亿元)	280.33
总资产(亿元)	120.06
每股净资产(元)	6.52

相关研究

1. 新华文轩(601811): “A+H” 双板上市的出版发行旗舰 (2016-12-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6356.17	7205.35	7887.70	8700.13	净利润	630.04	678.72	716.26	798.68
营业成本	3977.34	4434.69	4895.17	5377.03	折旧与摊销	128.31	170.27	170.27	170.90
营业税金及附加	32.27	30.55	35.64	38.51	财务费用	-8.95	6.42	6.88	7.50
销售费用	804.63	923.44	1004.70	1111.60	资产减值损失	80.66	0.58	0.00	0.00
管理费用	996.34	1080.80	1183.15	1305.02	经营营运资本变动	-433.23	65.67	56.60	61.64
财务费用	-8.95	6.42	6.88	7.50	其他	286.59	52.52	-94.24	-63.86
资产减值损失	80.66	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	683.43	974.17	855.77	974.85
投资收益	64.87	70.38	67.62	69.00	资本支出	-741.10	0.00	0.00	-13.23
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-567.45	259.05	67.62	69.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1308.55	259.05	67.62	55.77
营业利润	538.73	799.26	829.77	929.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	96.98	93.79	95.39	94.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	635.72	893.05	925.16	1024.08	股权融资	645.18	0.00	0.00	0.00
所得税	5.68	214.33	208.90	225.40	支付股利	0.00	0.00	0.00	-257.62
净利润	630.04	678.72	716.26	798.68	其他	-210.24	-2052.24	-6.88	-7.50
少数股东损益	-17.42	-18.77	-19.81	-22.09	筹资活动现金流净额	434.94	-2052.24	-6.88	-265.12
归属母公司股东净利润	647.46	697.49	736.07	820.77	现金流量净额	-190.19	-819.01	916.51	765.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1695.41	876.40	1792.91	2558.41	成长能力				
应收和预付款项	965.90	1126.65	1198.81	1330.85	销售收入增长率	10.88%	13.36%	9.47%	10.30%
存货	1512.55	1740.20	1894.13	2107.76	营业利润增长率	2.21%	48.36%	3.82%	12.02%
其他流动资产	1095.34	750.44	951.12	1001.43	净利润增长率	2.46%	7.73%	5.53%	11.51%
长期股权投资	685.19	685.19	685.19	685.19	EBITDA 增长率	-1.41%	48.30%	3.17%	10.03%
投资性房地产	68.67	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1818.94	1689.86	1560.78	1444.31	毛利率	37.43%	38.45%	37.94%	38.20%
无形资产和开发支出	908.57	868.87	829.17	789.46	三费率	28.19%	27.91%	27.82%	27.86%
其他非流动资产	3504.59	3503.10	3501.62	3500.13	净利率	9.91%	9.42%	9.08%	9.18%
资产总计	12255.18	11240.72	12413.73	13417.54	ROE	7.60%	9.80%	9.37%	9.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.14%	6.04%	5.77%	5.95%
应付和预收款项	3328.29	3703.16	4090.49	4492.11	ROIC	21.85%	22.39%	25.57%	30.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.35%	13.54%	12.77%	12.73%
其他负债	632.41	610.19	679.61	740.75	营运能力				
负债合计	3960.70	4313.35	4770.10	5232.86	总资产周转率	0.55	0.61	0.67	0.67
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	4.59	5.57	6.77	8.35
资本公积	2619.47	2619.47	2619.47	2619.47	应收账款周转率	8.00	8.23	8.02	8.09
留存收益	2436.56	3134.05	3870.12	4433.26	存货周转率	2.56	2.67	2.61	2.62
归属母公司股东权益	8335.69	6987.36	7723.42	8286.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.83%	—	—	—
少数股东权益	-41.21	-59.98	-79.79	-101.88	资本结构				
股东权益合计	8294.48	6927.38	7643.63	8184.69	资产负债率	32.32%	38.37%	38.43%	39.00%
负债和股东权益合计	12255.18	11240.72	12413.73	13417.54	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.37	1.07	1.26	1.37
					速动比率	0.98	0.66	0.85	0.96
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	31.39%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	658.09	975.94	1006.92	1107.88	每股收益	0.52	0.57	0.60	0.67
PE	43.30	40.19	38.08	34.15	每股净资产	6.72	5.61	6.19	6.63
PB	3.38	4.05	3.67	3.43	每股经营现金	0.55	0.79	0.69	0.79
PS	4.41	3.89	3.55	3.22	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.21
EV/EBITDA	34.41	24.25	22.59	19.84					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn