

中南传媒 (601098)

数字出版增长亮眼，分红高达 50%超市场预期

2016 年业绩符合预期，传统出版业务稳定增长，数字出版收入增长亮眼。

2016 年实现营收 111.05 亿元，同比增长 10.10% (15YOY11.57%)，归母净利润 18.05 亿元，同比增长 6.47% (15YOY15.38%)。2016 年公司出版业务实现收入 27.59 亿元，同比增长 8.28%，发行业务实现收入 84.17 亿元，同比增长 10.87%。教辅教材出版优势凸显，2016 年公司一般图书在全国实体店市场码洋占有率 3.72%，排名第三，新书市场 7 个月排名第一。数字出版业务实现收入 5.38 亿元，同比增长 35.37%，成为增长亮点，占营业收入比重达到 4.84%，其中天闻数媒实现营业收入 5.39 亿元，同比增长 34.84%；在线教育产品覆盖全国 30 个省（区、市）239 个区（县）约 2600 所学校；三通两平台项目新增 3 个区（县），新开发的校比邻 APP 项目进入 189 所学校，用户约 18 万，付费用户近 7 万。贝壳网整合、生产约 5TB 数字教育内容资源，总用户量突破 20 万，日均 PV 稳定在 12 万左右。

毛利率基本持平，期间费用率略有提升，净利率略有下降。

2016 年公司的毛利率为 41.08%，与上年同期持平。由于产业转型升级、服务终端延伸、利息收入统计口径调整等原因，2016 年公司销售费用 13.78 亿元，同比增长 12.36%，管理费用 12.85 亿元，同比增长 5.64%，财务费用-1.07 亿元，去年同期主要为自有资金的利息收入，为-2.16 亿元。期间费用率提升导致净利率略有下降至 16.25%。

公司现金充裕，账上现金超 120 亿，资产占比远高于同行平均水平。

公司目前账上现金为 123.74 亿元，资产负债率低于 30%。2014 年年底、2015 年年底和 2016 年年底，公司的资产负债率分别为 27.86%、28.17%、28.57%，同期同行业的平均资产负债率分别为 34.02%、35.13%、31.08%，较低的资产负债率表明公司资产占比较高。

派现分红比大幅提高，股利支付率高达 50%超市场预期。

2016 年末累计可供分配的利润为 35.69 亿元，公司拟以总股本 17.96 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 5.0 元（含税），本次合计派现 8.98 亿元，预计股利支付率为 49.76%。2012 年以来公司均保持着 30%以上的股利支付率，为股东带来较高收益。

投资建议：我们根据 16 年年报调整盈利预测，预计 17-19 年公司营业收入分别为 122/133/145 亿元；归母净利润分别为 19.82/21.97/24.45 亿元，对应的 EPS 分别为 1.10/1.22/1.36 元，当前市值 314 亿元，对应 PE 分别为 16/14/13X。17 年可比公司平均估值为 24X，结合公司充沛的现金（超 120 亿账上现金）有效推进产业转型升级，我们维持目标价格 22.6 元不变，建议价值投资者密切关注。

风险提示：出版业务增速放缓、在线教育增速不达预期、产业转型升级进度不及预期等风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,085.43	11,104.52	12,190.39	13,347.60	14,510.03
增长率(%)	11.58	10.10	9.78	9.49	8.71
EBITDA(百万元)	1,695.57	1,913.96	2,149.37	2,382.53	2,651.45
净利润(百万元)	1,695.09	1,804.71	1,982.46	2,197.31	2,445.49
增长率(%)	15.41	6.47	9.85	10.84	11.29
EPS(元/股)	0.94	1.00	1.10	1.22	1.36
市盈率(P/E)	18.54	17.42	15.85	14.30	12.85
市净率(P/B)	2.75	2.47	2.30	2.08	1.89
市销率(P/S)	3.12	2.83	2.58	2.35	2.17
EV/EBITDA	18.75	9.33	8.33	6.62	5.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.50 元
目标价格	22.6 元
上次目标价	22.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,796.00
流通 A 股股本(百万股)	1,796.00
A 股总市值(百万元)	31,430.00
流通 A 股市值(百万元)	31,430.00
每股净资产(元)	7.09
资产负债率(%)	28.57
一年内最高/最低(元)	19.60/15.68

作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
冯翠婷	联系人
fengcuiting@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

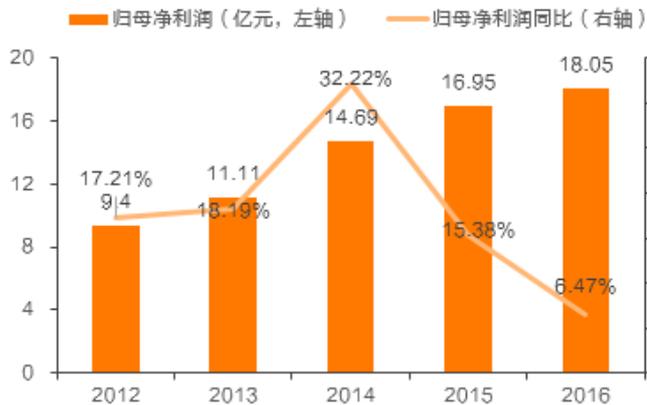
相关报告

- 《中南传媒-首次覆盖报告:数字教育成新增亮点，现金充沛助出版龙头转型升级》 2017-04-05

1. 16 年业绩符合预期，数字出版收入增长亮眼

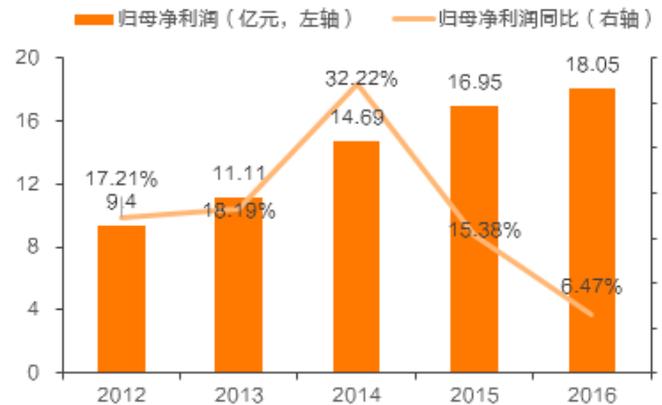
2016 年业绩表现符合我们前期观点和市场预期。2016 年实现营收 111.05 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 19.33 亿元，同比增长 7.05%，归母净利润 18.05 亿元，同比增长 6.47%。公司稳中求进，推进产业全面转型升级，在传统出版业务稳健增长的同时，数字教育业务等继续保持快速增长的态势。

图 1：2012-2016 年公司营业收入及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

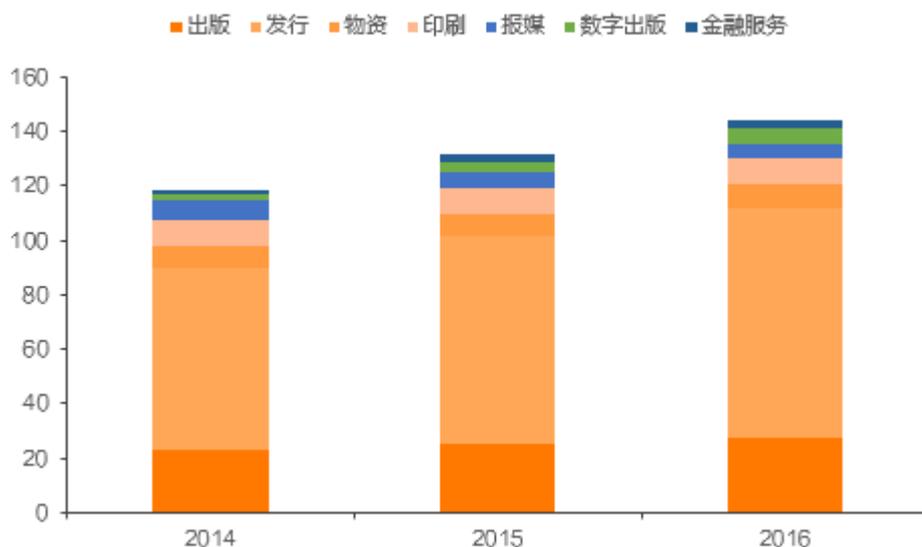
图 2：2012-2016 年公司净利润及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

传统出版业务稳定增长，数字出版收入增长亮眼。2016 年公司出版业务实现主营业务收入 27.59 亿元，同比增长 8.28%，传统图书出版业务继续稳健增长，多个细分市场继续占据行业领先地位，多个单品长期占据开卷排行榜榜首，贯彻落实国家“一带一路”和文化“走出去”的发展战略，公司拓展海外业务市场收获颇多，南苏丹基础教育项目成为中国首个面向贫困国家基础教育从教材编写到教师培训一揽子解决方案的文化支持项目；2016 年公司发行业务实现主营业务收入 84.17 亿元，同比增长 10.87%，新华书店门店和校园书店销售网络的地域优势更为明显，发行网点进一步向终端延伸，配送网络更加完善，产品和服务提供更加精准；2016 年公司实现数字出版收入 5.38 亿元，同比增长 35.37%，数字出版收入占营业收入比重持续提升至 4.84%（提升 0.9pcts），“平台+核心应用”一体化数字教育解决方案的日趋完善及产品功能的强大，确保了公司数字化教育平台市场份额进一步提升，特别是新上线面向教师备课一站式解决方案的“贝壳网”，短短一年时间取得备课资源 25 万套，数字内容总计超过 5TB 的佳绩，还收获了岳阳、益阳、永州等多地政府及教育行政部门的采购订单上千万元以及 21.5 万的自主付费用户，日均 PV 约 12 万。

图 3：2014-2016 年公司主营业务构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：2016 年公司主营业务拆分情况

	营业收入 (亿元)	营业收入同比	营业成本 (亿元)	营业成本同比	毛利率	毛利率变动
出版	27.59	8.28%	19.98	9.19%	27.57%	-0.61%
发行	84.17	10.87%	54	8.92%	35.84%	1.15%
物资	9.07	11.97%	8.7	11.59%	4.04%	0.33%
印刷	9.43	-3.37%	8.38	-1.05%	11.15%	-2.08%
报媒	5.29	-6.17%	3.85	-5.36%	27.25%	-0.62%
数字出版	5.38	35.37%	3.82	30.99%	29.02%	2.38%
金融服务	2.85	-3.88%	1.34	5.67%	52.93%	4.25%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

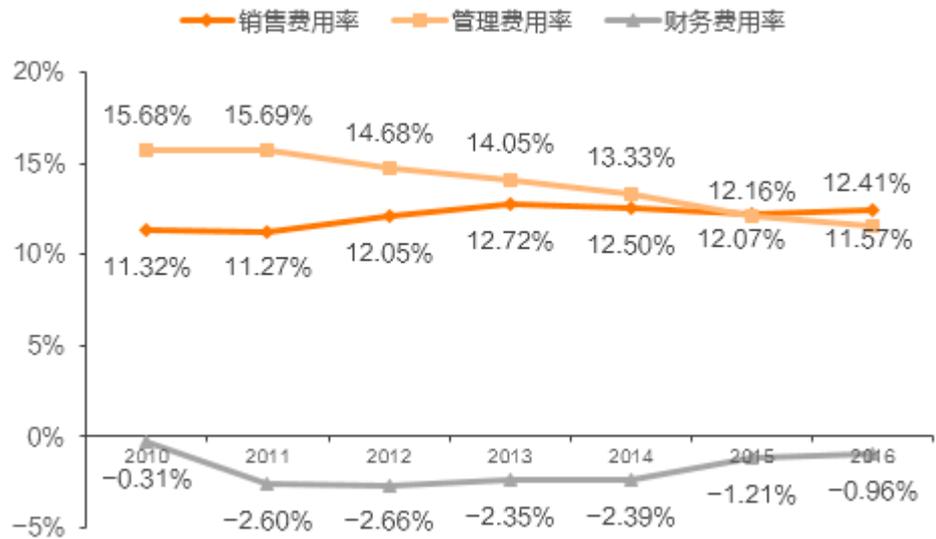
表 2：2014-2016 年公司主营业务拆分情况

	2014			2015			2016		
	营收 (亿元)	占比	同比	营收 (亿元)	占比	同比	营收 (亿元)	占比	同比
出版	23.16	25.62%	9.97%	25.48	25.27%	10.02%	27.59	24.84%	8.28%
发行	66.28	73.33%	17.83%	75.92	75.28%	14.54%	84.17	75.79%	10.87%
物资	8.35	9.24%	-15.23%	8.1	8.03%	-2.99%	9.07	8.17%	11.98%
印刷	9.64	10.66%	2.88%	9.76	9.68%	1.24%	9.43	8.49%	-3.38%
报媒	7.13	7.89%	1.13%	5.64	5.59%	-20.90%	5.29	4.76%	-6.21%
数字出版	2.3	2.54%	71.64%	3.97	3.94%	72.61%	5.38	4.84%	35.52%
金融服务	1.33	1.47%		2.96	2.94%	122.56%	2.85	2.57%	-3.72%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

受产业转型影响，期间费用率略有提升。2016 年公司销售费用 13.78 亿元，同比增长 12.36%，主要由于公司全力推进产业转型升级和延伸服务终端，发行板块增加了营销网点以及拓展新业务使渠道建设方面投入增加，新业务板块增加了营销人员从而相应增加了人工成本。2016 年公司管理费用 12.85 亿元，同比增长 5.64%，主要由于公司支持新业态发展加大人力资源投入及折旧费用正常增加所致。2016 年公司财务费用-1.07 亿元（去年同期-2.16 亿元，主要为自有资金的利息收入），主要由于口径调整，自有货币资金在自有金融服务平台上同业资金收益在营业收入中列示，故计入财务费用的利息收入相对减少。

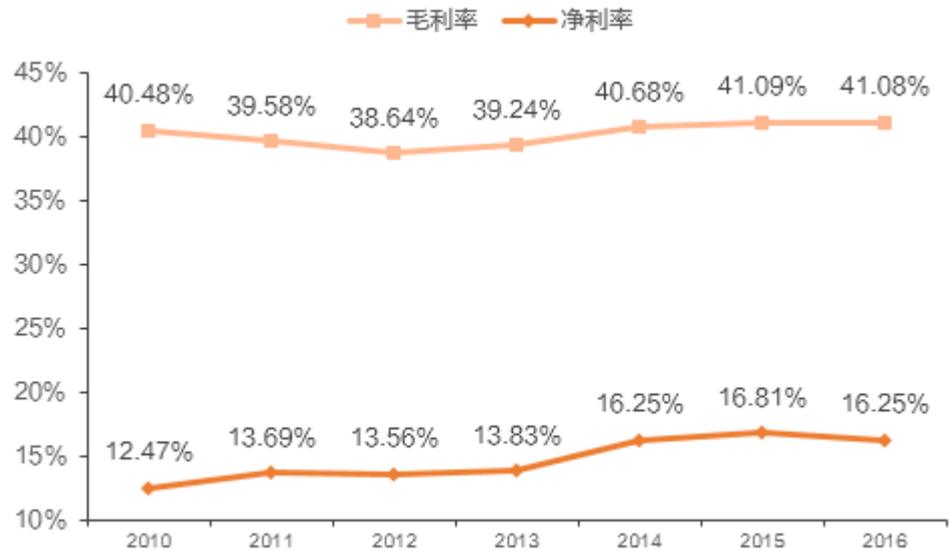
图 4：2014-2016 年公司销售、管理、财务费用率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

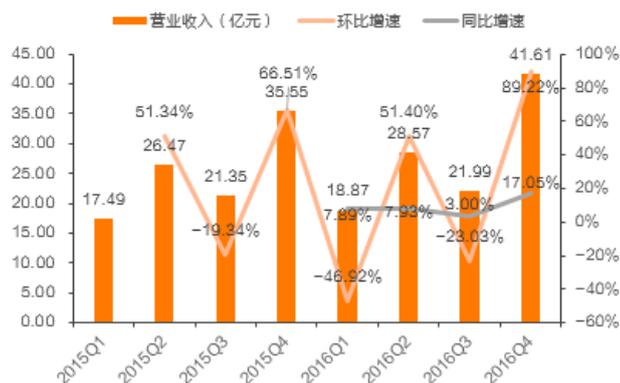
毛利率基本持平，净利率略有下降，净利润增速略低于营收增速。2016 年公司的毛利率为 41.08%，与上年同期基本持平；2016 年公司的净利率为 16.25%，较上年同期 16.81% 略有下降，原因是公司全力推进产业转型升级和延伸服务终端，发行板块增加了营销网点以及拓展新业务使渠道建设方面投入增加，新业务板块增加了营销人员从而相应增加了人工成本，导致公司销售费用上升，故净利润增速略有下降，低于营收增速。

图 5：2014-2016 年公司毛利率、净利率情况



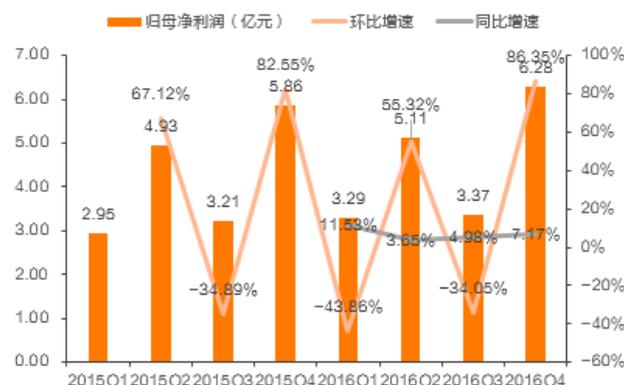
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：2015 年和 2016 年公司季度营收情况对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：2015 年和 2016 年公司季度归母净利润情况对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业龙头地位进一步巩固，传统业务保持稳定增长

教辅教材出版优势凸显，行业龙头地位进一步巩固。2016 年公司一般图书在全国实体店市场码洋占有率 3.72%，排名第三，其中新书市场 7 个月排名第一，作文、科普、文学、心理自助等图书品牌排名第一，音乐品牌排名第三，古典文学在实体店排名第一、收藏图书排名第二。86 种图书入选“十三五”国家重点出版选题，在全国出版集团排名第二。《大国工匠》等 3 种选题入选中宣部、总局 2016 年主题出版重点选题。《世界佛教美术图说大典》等 8 个项目获得 2016 年度国家出版基金。《红辣椒书系》等 5 个项目入选总局向全国青少年推荐的百种优秀出版物。9 种图书、2 种电子音像出版物、1 篇论文获第六届中华优秀出版物奖，获奖数量排名全国前列。《刺槐树》获傅雷翻译奖。25 种图书登上开卷月度畅销书榜。出版板块按照“双效”要求，出精品，建品牌，增实力，扩影响，展现新特色新亮点。湖南教育社利润突破亿元大关，同比增长 35%。

表 3：2016 年公司主营业务拆分情况

	销售量 (亿册)			销售码洋 (亿元)		
	去年	本期	增长率	去年	本期	增长率
自编教材教辅	3.02	3.64	20.29%	27.45	33.42	21.75%
租型教材教辅	1.15	1.21	4.78%	8.73	8.97	2.65%
一般图书	0.47	0.47	0.07%	9.47	10.32	9.00%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 4：2016 年公司出版业务按产品拆分子业绩情况

	营业收入 (亿元)	同比	营业成本 (亿元)	同比	毛利率	毛利率增减
一般图书	4.69	2.95%	3.05	2.83%	34.94%	0.07%
教材教辅	21.53	10.23%	15.92	11.77%	26.02%	-1.02%
期刊	0.13	-14.98%	0.1	-13.97%	22.61%	-0.91%
音像制品	1.09	-8.06%	0.85	-10.27%	22.13%	1.92%
其他	0.16	159.41%	0.06	138.65%	61.83%	3.32%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

印制发行稳中有升。2016 年新开业 627 家校园连锁书店，累计开业数增至 816 家，另有 200 余家正在建设中。启动潇湘少年榜创文大赛，全省参与人数突破 30 万。新教材公司大力拓展省外市场，实现销售码洋近 9 亿元，湘版教材教辅在广西、广东、海南等多省的市场和品种有新突破，举办多场关注教材建设、深化课程改革的全国性赛事和论坛，多形式组织送教下乡活动，不断扩大影响，优化服务。公司保持省内人教版租型市场业务稳定，新签多个代理、代印协议。珈汇公司迈入销售过亿、净利润千万门槛，实现良性发展，巩

固湖南中职教材发行市场龙头地位。联合教育公司深耕区域市场，实现销售收入过亿元，净利润约 1800 万元。天闻印务按照“深耕省内、发展省外、拓展海外”的战略部署，实现营业收入近 10 亿元，承印的教材获评全国人教版中小学教材印装质量第三名。物资公司通过归口系统内纸张、油墨耗材采购业务，有效降低集团生产成本。

表 5：2016 年公司发行业务按产品拆分经营情况

	销售量（亿册）			销售码洋（亿元）		
	去年	本期	增长率	去年	本期	增长率
教材教辅	5.68	6.03	6.19%	59.62	66.25	11.12%
一般图书	0.89	1.13	26.91%	21.76	26.84	23.32%

资料来源：公司公告、天风证券研究

表 6：2016 年公司发行业务按产品拆分子业绩情况

	营业收入（亿元）	同比	营业成本（亿元）	同比	毛利率	毛利率增减
一般图书	18.00	12.69%	12.35	9.67%	31.37%	1.89%
教材教辅	58.64	11.29%	34.83%	8.82%	40.60%	1.35%
音像制品	0.02	-38.38%	0.02	-38.47%	15.88%	0.13%
文化用品及其他	7.52	3.99%	6.8	8.31%	9.50%	-3.60%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：2016 年公司印刷业务按产品拆分情况

	营业收入（亿元）	同比	营业成本（亿元）	同比	毛利率	毛利率增减
印刷产品	9.28	-3.46%	8.25%	-1.09%	11.11%	-2.13%
防伪产品	0.16	2.34%	0.13%	1.64%	13.29%	0.60%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

媒体影响持续扩大。红网完成改版升级和市州分站提质扩容，在全国和全省“两会”、建党 95 周年、纪念长征胜利 80 周年等大型报道中更加出彩。报告期内，据国家网信办《网络传播》杂志发布的各期榜单，红网在全国“地方新闻网站核心影响力指数百强榜”和“地方新闻网站被转载指数榜”最高排名第一，“时刻”新闻客户端在“全国新闻网站 App 传播力榜”最高排名第二，用户数突破 1650 万。报告期内红网策划执行春季乡村旅游节、金秋购物消费节等十余项大型活动与赛事，持续扩大品牌影响，增加收入规模。中南会展成功举办教育博览会、草莓音乐节等品牌展会，移师新馆承办的第十二届长沙国际车展观展人次超过 51 万，销售车辆约 22000 台，举办行业活动 30 余场，展现了强大的社会影响和经济拉动效应。大湘网保持对本土生活和民生的强大影响力。随着长沙磁浮、长株潭城轨陆续开通运行，地铁传媒广告经营资源进一步充实。《快乐老人报》继续巩固全国第一大老人报地位，移动端产品矩阵搭建完成，“新老人”微信公众号粉丝数突破 100 万，累计阅读数超过 1 亿，成为全国中老年新媒体领头羊；“国医大师健康”公众号粉丝数约 90 万。湘教传媒《我是小记者》成为省内颇具权威性和专业性的少儿新闻采访类节目，联合湖南省新华书店、《十几岁》杂志举办的首届全省“新华杯”青少年国学知识大赛，吸引 15 万名学生报名，形成广泛良好的社会反响。《花火》获第六届少儿报刊优秀奖，《出版人》杂志的行业影响进一步提高，《书屋》《中学生百科》《芙蓉》等杂志市场反响良好。《新课程评论》正式出刊，刊文转载数、征订数均创佳绩，在教育界得到关注和好评。

表 8：2016 年公司报媒业务按产品拆分子业绩情况

	营业收入（亿元）	同比	营业成本（亿元）	同比	毛利率	毛利率增减
报刊发行	0.28	-24.08%	0.9	-31.55%	-224.56%	35.38%
广告发布	2.96	-15.36%	1.23	-6.73%	58.43%	-3.85%
网站	0.18	-13.89%	0.07	-33.06%	61.88%	10.91%
其他	1.87	19.66%	1.65	24.02%	11.79%	-3.1

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 9：2016 年公司报媒业务经营情况

主要报刊名称	报刊类型	主要发行区域	营业收入（万元）	订阅量（万份）	零售量（万份）
《潇湘晨报》	都市类报纸	湖南	1310.2	15.5	1.2
《快乐老人报》	老年类报纸	全国	1093.71	162.15	0.6
《中学生百科》	青少年期刊	全国	697.41	27	0.8

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 数字出版业务高速增长，业务领域实现新的开拓

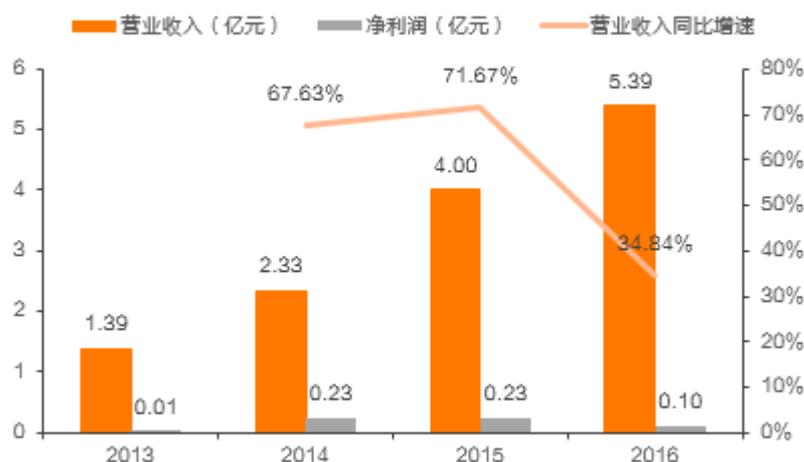
业态转型有新突破。2016 年公司以在线教育为平台的业态转型不断取得新突破。天闻数媒实现营业收入 5.39 亿元，同比增长 34.84%。在线教育产品覆盖全国 30 个省（区、市）239 个区（县）约 2600 所学校；三通两平台项目新增 3 个区（县），新开发的校比邻 APP 项目进入 189 所学校，用户约 18 万，付费用户近 7 万。贝壳网整合、生产约 5TB 数字教育内容资源，总用户量突破 20 万，日均 PV 稳定在 12 万左右，发展来势喜人。中南迅智 A 佳教育评测中心建设全面铺开，建成 81 家，累计服务考生约 120 万人次。博集新媒以传统纸书、有声书为基础，以“内容知识电商”为核心，打造新媒体内容平台，有声书出版近 150 个品种，总时长超过 3200 小时，与中南博集、博集影业的协同效应越发凸显，《法医秦明》系列电子书及有声书销售形势喜人，报告期博集新媒实现营业收入 1800 余万元。公司成功申报总局“出版融合发展重点实验室”和“新闻出版业科技与标准重点实验室”，产学研一体化优势进一步增强。

表 10：2016 年公司数字出版业务按产品拆分情况

	营业收入（亿元）	同比	营业成本（亿元）	同比	毛利率	毛利率增减
硬件	3.09	58.63%	2.6	45.23%	15.66%	7.78%
软件	0.67	20.78%	0.13	56.73%	81.34%	-4.28%
其他	1.62	10.04%	1.09	4.43%	32.79%	3.62%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：2016 年天闻数媒业绩情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

业务领域有新开拓。2016 年财务公司成功获批进入全国银行间同业拆借市场并开展业务，有效丰富了流动性管理手段，提高资金收益率。在行业评级中获评最高位次的 A 类，在监管评级中进入创新型，跻身同行业第一梯队。泊富基金正式投入运营并完成首个项目投资。地铁传媒获长株潭城铁全线媒体运营权。

4. 派现分红比例进一步提高，股利支付率高达 50%

公司现金充裕，资产占比远高于同行平均水平。公司目前账上现金为 123.74 亿元，资产负债率低于 30%。2014 年年底、2015 年年底和 2016 年年底，公司的资产负债率分别为 27.86%、28.17%、28.57%，同期同行业的平均资产负债率分别为 34.02%、35.13%、31.08%，较低的资产负债率表明公司资产占比较高，2014 年年底、2015 年年底和 2016 年年末，公司的资产占比均高于 70%，公司现金流充裕，远高于同行平均水平。

表 11：2014-2016 同行业公司资产负债率对比（单位：%）

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31
中南传媒	27.86	28.17	28.57
皖新传媒	27.74	26.01	20.82
凤凰传媒	36.56	36.67	未披露
中文传媒	44.1	41.44	40.54
长江传媒	32.47	45.65	42.02
浙报传媒	33.96	31.8	17.62
出版传媒	35.45	36.16	36.92
平均	34.02	35.13	31.08

资料来源：公司公告、天风证券研究所

派现分红比例进一步提高，为股东带来的收益逐年增加。2016 年末累计可供分配的利润为 35.69 亿元。2016 年度，公司拟以总股本 17.96 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 5.0 元（含税），本次合计派现 8.98 亿元，预计股利支付率为 49.76%，2012 年以来公司均保持着 30% 以上的股利支付率，并且逐渐超过了行业平均值，能为股东带来较高收益，符合我们前期推荐逻辑。

表 12：2011-2016 同行业公司分红情况对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中南传媒	26.86%	34.37%	32.34%	33.02%	30.73%	49.76%
皖新传媒	27.36%	30.78%	29.80%	29.91%	30.42%	29.59%
凤凰传媒	27.43%	60.07%	54.17%	41.27%	44.10%	未披露
中文传媒	93.96%	12.69%	19.17%	22.88%	9.49%	12.91%
浙报传媒	33.20%	52.99%	42.18%	42.75%	21.55%	12.07%
出版传媒		29.92%	30.51%	29.98%	30.22%	21.05%
长江传媒				11.89%	11.60%	10.07%
平均	41.76%	36.80%	34.70%	30.24%	25.44%	22.58%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 投资建议：业绩稳健，现金充沛，维持“买入”评级

我们根据 16 年年报调整盈利预测，预计 17-19 年公司营业收入分别为 122/133/145 亿元；归母净利润分别为 19.82/21.97/24.45 亿元，对应的 EPS 分别为 1.10/1.22/1.36 元，当前市值 314 亿元，对应 PE 分别为 16/14/13X。17 年可比公司平均估值为 24X，结合公司充沛的现金（超 120 亿账上现金）有效推进产业转型升级，我们维持目标价格 22.6 元不变，建议价值投资者密切关注。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,462.77	12,374.05	13,959.83	16,229.57	17,273.28
应收账款	1,176.08	1,432.06	1,291.36	984.69	1,489.58
预付账款	92.32	94.15	77.81	118.69	94.48
存货	1,160.28	1,272.07	1,394.52	1,432.12	1,649.53
其他	402.85	1,058.87	496.35	678.68	734.84
流动资产合计	14,294.30	16,231.20	17,219.87	19,443.74	21,241.71
长期股权投资	27.61	37.06	37.06	37.06	37.06
固定资产	1,381.15	1,344.29	1,305.15	1,282.88	1,257.71
在建工程	36.96	18.75	47.25	76.35	75.81
无形资产	676.68	657.90	633.08	608.26	583.45
其他	306.19	329.56	306.39	299.89	293.13
非流动资产合计	2,428.59	2,387.55	2,328.93	2,304.44	2,247.15
资产总计	16,722.89	18,618.75	19,548.80	21,748.18	23,488.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,884.50	3,233.13	3,474.13	3,695.62	3,968.21
其他	1,690.32	1,956.11	1,615.21	2,040.23	1,785.23
流动负债合计	4,574.82	5,189.24	5,089.34	5,735.85	5,753.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	136.45	129.33	128.21	131.33	129.62
非流动负债合计	136.45	129.33	128.21	131.33	129.62
负债合计	4,711.27	5,318.57	5,217.56	5,867.17	5,883.06
少数股东权益	563.65	568.32	677.95	799.45	934.68
股本	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00
资本公积	4,443.46	4,443.46	4,443.46	4,443.46	4,443.46
留存收益	9,603.73	10,861.31	11,857.30	13,285.55	14,875.12
其他	(4,395.22)	(4,368.92)	(4,443.46)	(4,443.46)	(4,443.46)
股东权益合计	12,011.62	13,300.18	14,331.25	15,881.01	17,605.81
负债和股东权益总	16,722.89	18,618.75	19,548.80	21,748.18	23,488.86

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,778.71	1,900.54	1,982.46	2,197.31	2,445.49
折旧摊销	179.33	191.75	95.45	98.00	100.52
财务费用	0.34	0.20	0.00	0.00	0.00
投资损失	(7.07)	(32.72)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(498.24)	(489.78)	540.84	696.06	(734.85)
其它	490.47	594.71	109.63	121.51	135.23
经营活动现金流	1,943.54	2,164.69	2,728.38	3,112.88	1,946.40
资本支出	364.10	119.95	61.11	76.89	51.71
长期投资	9.02	9.45	0.00	0.00	0.00
其他	(758.03)	(821.96)	(121.11)	(156.89)	(101.71)
投资活动现金流	(384.90)	(692.56)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	3.28	1.09	1.46	1.94
股权融资	75.82	171.23	(55.76)	24.35	27.11
其他	(756.88)	(754.02)	(1,027.93)	(788.94)	(881.73)
筹资活动现金流	(681.06)	(579.51)	(1,082.60)	(763.13)	(852.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	877.58	892.62	1,585.78	2,269.74	1,043.71

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,085.43	11,104.52	12,190.39	13,347.60	14,510.03
营业成本	5,940.66	6,543.32	6,934.77	7,512.33	8,048.73
营业税金及附加	41.39	59.49	65.30	71.50	77.73
营业费用	1,226.31	1,377.94	1,549.40	1,709.83	1,873.25
管理费用	1,216.77	1,285.41	1,447.00	1,624.40	1,809.40
财务费用	(121.55)	(106.75)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	140.62	139.21	140.00	145.00	150.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.07	32.72	0.00	0.00	0.00
其他	(14.14)	(65.45)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,648.31	1,838.62	2,053.92	2,284.54	2,550.93
营业外收入	222.55	181.43	161.00	161.00	161.00
营业外支出	65.07	86.95	87.00	87.00	87.00
利润总额	1,805.80	1,933.10	2,127.92	2,358.54	2,624.93
所得税	27.09	32.55	35.83	39.72	44.20
净利润	1,778.71	1,900.54	2,092.09	2,318.82	2,580.72
少数股东损益	83.63	95.83	109.63	121.51	135.23
归属于母公司净利润	1,695.09	1,804.71	1,982.46	2,197.31	2,445.49
每股收益(元)	0.94	1.00	1.10	1.22	1.36

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	11.58%	10.10%	9.78%	9.49%	8.71%
营业利润	18.11%	11.55%	11.71%	11.23%	11.66%
归属于母公司净利润	15.41%	6.47%	9.85%	10.84%	11.29%
获利能力					
毛利率	41.10%	41.08%	43.11%	43.72%	44.53%
净利率	16.81%	16.25%	16.26%	16.46%	16.85%
ROE	14.81%	14.17%	14.52%	14.57%	14.67%
ROIC	-5702.65%	545.47%	303.89%	1717.70%	-430.65%
偿债能力					
资产负债率	28.17%	28.57%	26.69%	26.98%	25.05%
净负债率	-54.11%	-50.76%	-49.25%	-55.06%	-58.87%
流动比率	3.12	3.13	3.38	3.39	3.69
速动比率	2.87	2.88	3.11	3.14	3.41
营运能力					
应收账款周转率	9.09	8.52	8.95	11.73	11.73
存货周转率	9.11	9.13	9.14	9.44	9.42
总资产周转率	0.63	0.63	0.64	0.65	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.94	1.00	1.10	1.22	1.36
每股经营现金流	1.08	1.21	1.52	1.73	1.08
每股净资产	6.37	7.09	7.60	8.40	9.28
估值比率					
市盈率	18.54	17.42	15.85	14.30	12.85
市净率	2.75	2.47	2.30	2.08	1.89
EV/EBITDA	18.75	9.33	8.33	6.62	5.61
EV/EBIT	20.82	10.31	8.72	6.90	5.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com