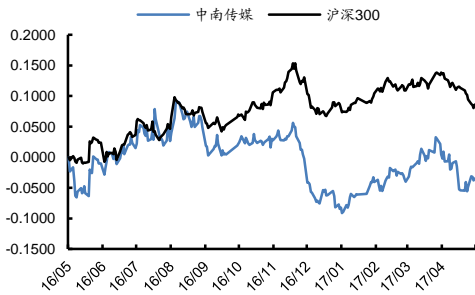


研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-68366838
联系人：邵伟 S0350115070032
18817875606 shaow@ghzq.com.cn

内生传统教材教辅稳增，在线教育及数字内容带来增量——中南传媒（601098）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中南传媒	-3.9	0.6	-0.5
沪深300	-4.4	-1.7	8.6

市场数据

	2017-05-11
当前价格（元）	17.14
52周价格区间（元）	15.68 - 19.60
总市值（百万）	30783.44
流通市值（百万）	30783.44
总股本（万股）	179600.00
流通股（万股）	179600.00
日均成交额（百万）	79.41
近一月换手（%）	4.40

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 教育出版龙头企业深耕教材教辅出版发行，内生稳健上市以来分红率22.3%。**公司深耕教材教辅，从湖南地方区域逐渐跨省经营，已覆盖31个省、区、市，2016年公司主营业务中湖南省内营收占总营收75.48%，新华书店及校园书店销售网络的地域优势明显；省外营收占比22%。上市以来分红率达22.3%，自2010年上市以来已实施现金分红6次，累计现金分红20.12亿元。截至2016年公司净利润三年复合增速17.56%，2017Q1净资产平均收益率为2.73%位居出版行业前列。公司近10年来发行业务中教辅教材同比增速稳定保持10%以上，内生业务稳健发展现金流充裕凸显安全边际。
- 融合新媒体延伸在线教育，为K12学生阶段专业打造“A佳教育”。**公司为确保数字化教育平台市场份额提升，新上线面对教师备课一站式解决方案“贝壳网”；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。孙公司中南迅智科技有限公司成立于2015年12月，在湖南省地市建立了“A佳学业评测中心”，推动教育出版的发展在省内形成家校教育服务生态圈。
- 入股世界最大在线版权交易平台IPR，数字内容“走出去”战略再下一城。**2016年公司数字出版运营的营收增速达到35.3%。2006年至2015年，中国数字出版产业规模从213亿元增长至4403.85亿元，9年增长20.67倍。公司在数字内容运营上通过成立天闻数媒建立了中南传媒数字内容资源的运营主体和数字资源对外合作窗口；3月3日公司又与法兰克福书展IPR在线版权交易有限公司合作签约向国内引入IPR平台，带动国内更多的创作者和出版社使用IPR平台，将中国图书版权推向更广阔的海外市场，公司数字内容走出去再下一城。
- 布局影视领域，打造新媒体内容平台有望带来增量业绩。**中南博集旗下博集影业首部作品《法医秦明》播放量接近15亿次，成为网剧“爆品”。博集影业继续储备优势IP项目储备，进入剧本创作的自有IP《金牌投资人》《不存在的恋人》《梦想号》《枪与花》等，联营企业博集新媒以传统纸书、有声书为基础，打造新媒体内容平台与中南博集、博集影业的协同效应渐显。
- 设立财务公司，丰富公司流动性管理手段，加速产融结合。**成立的湖南出版投资控股集团财务有限公司对公司的稳健金融投资业务增值效率明显。财务公司获批进入全国银行间同业拆借市场并开展业务，

丰富了公司流动性管理手段，提高资金收益率。在传统教材教辅业务深化同时公司的产融结构持续优化。

- 盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予买入评级。**公司作为传统出版传媒龙头代表企业，近 10 年来出版、发行业务中教辅教材营收同比增速稳定保持 10%以上（2009 年出版业务中教材教辅同比增速为 -3.1%主要因湖南省从 2009 年开始义务教育阶段音乐、美术、科学、等教材实施周期 3 年循环使用政策，但公司仍包含其它科目教材所以短期冲击不改中长期稳增趋势）。2016 年在手货币现金 123.74 亿元，占总市值的 39.8%，充裕现金流利于融合新媒体发展业务中资金需求。结合过去公司内生业务营收保持 10%以上增速以及新媒体融合下数字内容、在线教育均取得 30%+增速贡献增量业绩下，我们预计公司未来三年传统主业营收及净利润增速仍将维持在 8-10%，融合新媒体下的数字内容与在线教育、影视拓展有望带来增量业绩弹性。预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 19.9 亿元、22.2 亿元、24.5 亿元，对应 eps 分别为 1.07 元、1.23 元、1.37 元，5 月 11 日收盘价对应 PE 为 16.01 倍、13.9 倍、12.5 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**传统教材教辅业绩受政策影响波动风险；新媒体拓展不及预期；外延收购进展不及预期；财务管理公司资金运营及受利率波动风险；宏观经济波动风险。

预测指标	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	11105	12023	13237	14607
增长率(%)	10%	8%	10%	10%
净利润（百万元）	1805	1918	2218	2455
增长率(%)	6%	6%	16%	11%
摊薄每股收益（元）	1.00	1.07	1.23	1.37
ROE(%)	13.57%	12.54%	12.60%	12.20%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

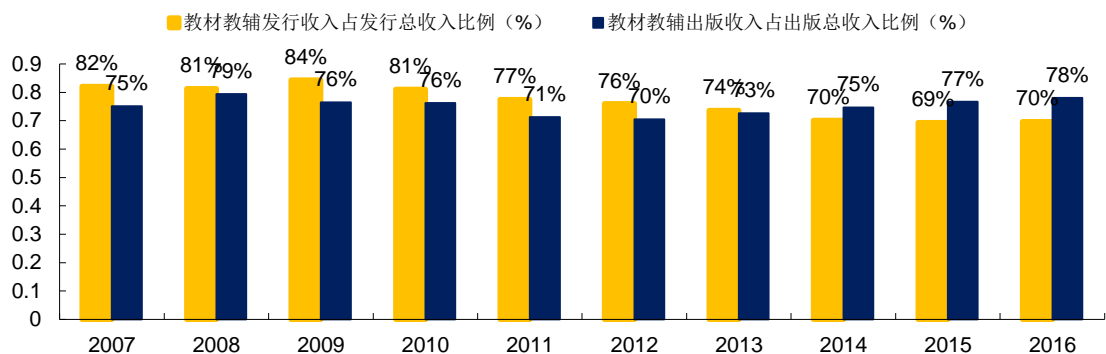
1、教育出版龙头企业深耕教材教辅出版发行，内生稳健上市以来分红率 22.3%

出版业主要细分为教育出版、大众出版及专业出版三大领域，其中教育出版在图书市场占较重要位置具备刚性需求属性。每年教育类图书的销售占全球图书销售的总收入约 40%至 50%。中南传媒原名湖南天闻出版传媒股份有限公司，后经历股改实际控制人为湖南省人民政府，第一大股东为湖南出版投资控股集团有限公司。2009 年正式更名中南出版传媒集团股份有限公司，是我国第一支全产业链上市出版传媒企业，形成出版、印刷、发行、报刊、新媒体业务。

公司深耕教材教辅，从湖南地方区域逐渐跨省经营，自主开发的 9 科 10 种“湘版”新课程标准实验教材通过教育部审定教材教辅的销售面向全国，已覆盖 31 个省、区、市，2016 年公司主营业务中湖南省内营收占总营收 75.48%，新华书店及校园书店销售网络的地域优势明显，发行网点进一步向终端延伸，配送网络进一步完善；省外营收占比 22%，省外扩张仍有空间。2016 年公司出版业务中自编教材教辅销售量 3.63 亿册，同比增加 20.29%，销售码洋 33.42 亿元，同比增加 21.75%。发行业务在教材教辅销售量 6.03 亿册，同比增加 6.19%，销售码洋 66.25 亿元，同比增加 11.12%，毛利率 40.6%，同比增加 1.35%。

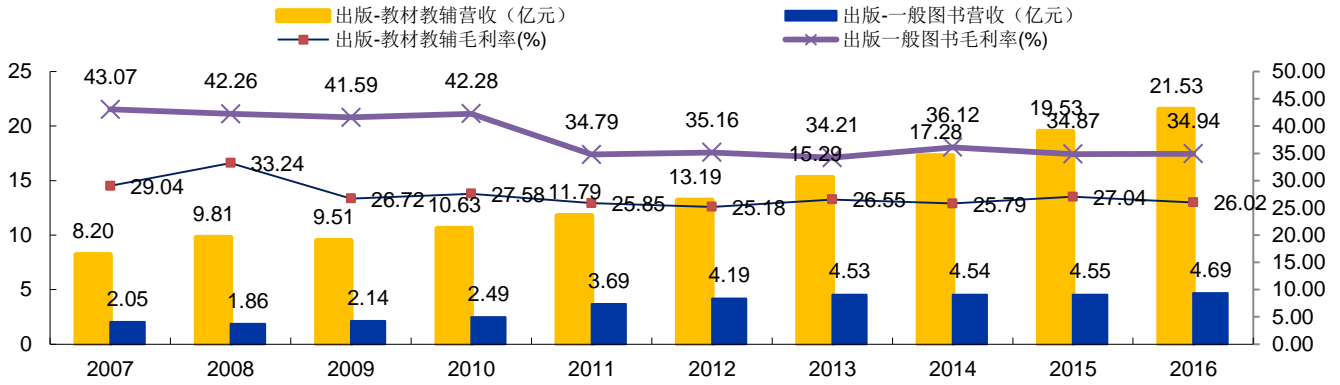
公司深耕教材教辅，从湖南地方区域逐渐跨省经营，已覆盖 31 个省、区、市，2016 年公司主营业务中湖南省内营收占总营收 75.48%，新华书店及校园书店销售网络的地域优势明显善；省外营收占比 22%。自 2010 年上市以来分红率达 22.3%，已实施现金分红 6 次，累计现金分红 20.12 亿元。截至 2016 年公司净利润三年复合增速 17.56%，2017Q1 净资产平均收益率为 2.73%，位居出版行业前列。教材教辅发行业务毛利率从 2007 年的 29%增长至 2016 年的 41%。公司货币现金自 2014 年起进入百亿行业，2016 年货币现金 123.74 亿元，占总市值的 39.8%，公司内生业务稳健发展现金流充裕凸显安全边际。

图 1：2007-2016 年中南传媒教材教辅出版、发行收入占总出版、总发行收入比例 单位：（百分比）



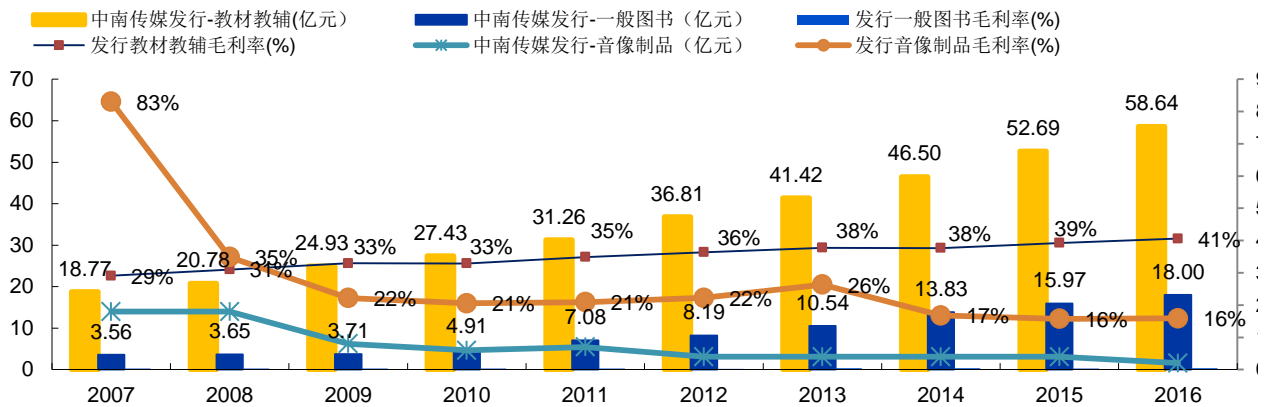
资料来源：wind、国海证券研究所

图 2：2007-2016 年中南传媒出版业务中教材教辅及一般图书营收及毛利率 单位：（亿元、百分比）



资料来源: wind、国海证券研究所

图 3: 2007-2016 年中南传媒发行业务中教材教辅及一般图书、音像制品营收及毛利率 单位: (亿元、百分比)



资料来源: wind、国海证券研究所

2、融合新媒体延伸在线教育，为 K12 学生阶段专业打造 “A 佳教育”

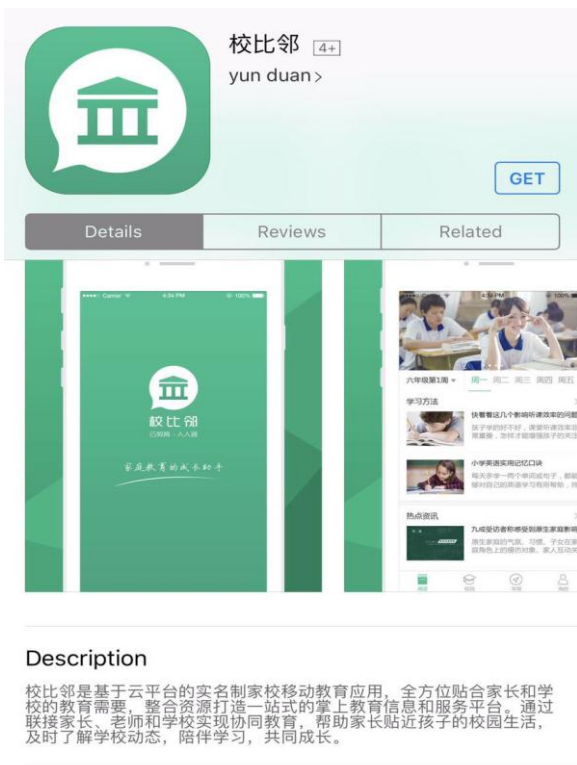
伴随经济收入的逐步增长和生活质量的不断提升,用于教育的家庭支出也将不断增加,2015 年中国人均教育文化娱乐支出较 2014 年增幅为 11%。公司为确保数字化教育平台市场份额提升,新上线面对教师备课一站式解决方案“贝壳网”,目前已取得备课资源 25 万套,日均 pv12 万,在线教育产品覆盖全国 30 个省 239 个区县约 2600 所学校。新开发的校比邻 APP 项目进入 189 所学校,用户约 18 万,付费用户近 7 万。孙公司中南迅智科技有限公司成立于 2015 年 12 月,在湖南省地市建立了“A 佳学业评测中心”,为学校提供专业的考试与测评服务。目前中南迅智 A 佳教育评测中心建设全面铺开,建成 81 家,累计服务考生约 120 万人次,打造 K12 领域教育信息化产品,致力于形成“纸网合一”的市场格局,推动教育出版的发展在省内形成家校教育服务生态圈。

图 4: 湖南教育出版社打造的精准教学互动平台



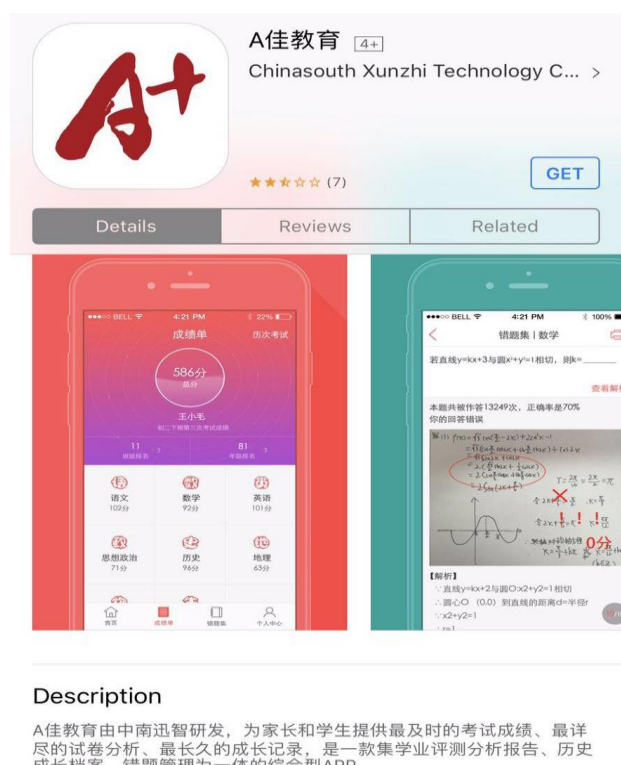
资料来源：公司网站、国海证券研究所

图 5：子公司天闻数媒推出校比邻 APP



资料来源：手机 app 截图、国海证券研究所

图 6：孙公司中南迅智推出 K12 教育 APP



资料来源：手机 app 截图、国海证券研究所

3、入股世界最大在线版权交易平台 IPR，数字内容“走出去”战略再下一城

数字出版继续保持高速增长得益于国民数字阅读接触率约 65%，已成为产业发展的主要增长点。2016 年公司数字出版运营的营收增速达到 35.3%。2006 年至 2015 年，中国数字出版产业规模从 213 亿元增长至 4403.85 亿元，9 年增长 20.67 倍。公司在数字内容运营上通过成立天闻数媒建立了中南传媒数字内容

资源的唯一运营主体和数字资源对外合作的唯一窗口，天闻数媒科技（北京）有限公司于2008年由中南出版传媒集团股份有限公司和华为技术有限公司合资设立，注册资本3.2亿元。天闻数媒响应“走出去”战略将其云课堂新落户马其顿，天闻印务获得孟加拉教材印制订单，积极开拓美国、喀麦隆等新业务市场。同时，公司与培生、圣智等国际知名教育出版集团的项目合作更加深入，2017年3月3日公司又与法兰克福书展IPR在线版权交易有限公司合作签约向国内引入IPR平台，带动国内更多的创作者和出版社使用IPR平台，将中国图书版权推向更广阔的海外市场，公司数字内容走出去再下一城。

4、布局影视领域，打造新媒体内容平台有望带来增量业绩

中南博集天卷文化传媒有限公司（中南博集）是2011年由中南出版传媒集团股份有限公司与北京博集天卷图书发行有限公司共同组建，中南博集形成了传统出版、音频、视频、数字出版与新媒体良性互动的格局，旗下博集影业首部作品《法医秦明》播放量接近15亿次，成为网剧“爆品”。博集影业继续储备优势IP项目储备，进入剧本创作的自有IP《金牌投资人》《不存在的恋人》《梦想号》《枪与花》等。公司联营企业天津博集新媒科技有限公司（博集新媒）主要是以作者经纪服务为核心的基于互联网的内容传播机构。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渐显。

5、设立财务公司，丰富公司流动性管理手段，加速产融结合

成立的湖南出版投资控股集团财务有限公司对公司的稳健金融投资业务增值效率明显。财务公司获批进入全国银行间同业拆借市场并开展业务，丰富了公司流动性管理手段，提高资金收益率。目前在行业评级中获评A类，在监管评级中进入创新型，跻身同行业第一梯队。同时，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，在传统教材教辅业务深化同时公司的产融结构持续优化。

6、盈利预测与评级

公司作为传统出版传媒龙头代表企业，近10年来出版、发行业务中教辅教材营收同比增速稳定保持10%以上（2009年出版业务中教材教辅同比增速为-3.1%主要因湖南省从2009年开始义务教育阶段音乐、美术、科学、等教材实施周期3年循环使用政策，但公司仍包含其它科目教材所以短期冲击不改中长期稳增趋势）。2016年在手货币现金123.74亿元，占总市值的39.8%，充裕现金流利于融合新媒体发展业务中资金需求。结合过去公司内生业务营收保持10%以上增速以及新媒体融合下数字内容、在线教育均取得30%+增速贡献增量业绩下，

我们预计公司未来三年传统主业营收及净利润增速仍将维持在 8-10%，融合新媒体下的数字内容与在线教育、影视拓展有望带来增量业绩弹性。预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 19.9 亿元、22.2 亿元、24.5 亿元，对应 eps 分别为 1.07 元、1.23 元、1.37 元，5 月 11 日收盘价对应 PE 为 16.01 倍、13.9 倍、12.5 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

7、风险提示

- 1) 传统教材教辅业绩受政策影响波动风险；
- 2) 新媒体拓展不及预期；
- 3) 外延收购进展不及预期；
- 4) 财务管理公司资金运营及受利率波动风险；
- 5) 宏观经济波动风险。

表 1: 中南传媒盈利预测表

证券代码:	601098.SH				股价:	17.14	投资评级:	买入		日期:	2017-05-11
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	14%	13%	13%	12%	EPS	1.00	1.07	1.23	1.37		
毛利率	47%	46%	50%	53%	BVPS	7.09	8.15	9.39	10.75		
期间费率	24%	9%	14%	12%	估值						
销售净利率	16%	16%	17%	17%	P/E	17.11	16.10	13.92	12.58		
成长能力					P/B	2.42	2.11	1.83	1.60		
收入增长率	10%	8%	10%	10%	P/S	2.78	2.57	2.33	2.11		
利润增长率	6%	6%	16%	11%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.60	0.57	0.57	0.53	营业收入	11105	12023	13237	14607		
应收账款周转率	7.51	7.51	7.51	7.51	营业成本	5941	6469	6677	6937		
存货周转率	4.67	5.21	3.30	1.66	营业税金及附加	59	55	62	99		
偿债能力					销售费用	1378	1761	1897	2438		
资产负债率	29%	28%	25%	27%	管理费用	1285	1481	1903	2295		
流动比	3.13	3.24	3.70	3.51	财务费用	(107)	(111)	(37)	0		
速动比	2.88	3.03	3.34	2.92	其他费用/(-收入)	(106)	(499)	(506)	(312)		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	1839	1869	2229	2526		
现金及现金等价物	12374	12374	12374	12374	营业外净收支	94	70	8	(20)		
应收款项	1478	1600	1762	1944	利润总额	1933	1939	2237	2506		
存货净额	1272	1251	2039	4230	所得税费用	33	(58)	(67)	(36)		
其他流动资产	1107	3628	4617	6428	净利润	1901	1997	2304	2542		
流动资产合计	16231	18853	20792	24976	少数股东损益	96	80	86	87		
固定资产	1344	1221	1110	1010	归属于母公司净利润	1805	1918	2218	2455		
在建工程	19	23	25	26	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	658	758	692	616	经营活动现金流	2165	278	457	116		
长期股权投资	37	51	59	66	净利润	1901	1997	2304	2542		
资产总计	18619	21235	23341	27403	少数股东权益	96	80	86	87		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	182	200	198	180		
应付款项	2919	2742	2833	2958	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	551	888	978	1079	营运资金变动	(14)	(3244)	(1746)	(5676)		
其他流动负债	1719	2181	1808	3073	投资活动现金流	(693)	105	(233)	47		
流动负债合计	5189	5812	5619	7110	资本支出	55	119	109	99		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(9)	(14)	(8)	(7)		
其他长期负债	129	129	129	162	其他	(738)	0	(334)	(45)		
长期负债合计	129	129	129	162	筹资活动现金流	(1472)	(4)	(4)	(5)		
负债合计	5319	5941	5748	7272	债务融资	0	0	0	0		
股本	1796	1796	1796	1796	权益融资	5	0	0	0		
股东权益	13300	15294	17593	20131	其它	(1477)	(4)	(4)	(5)		
负债和股东权益总计	18619	21235	23341	27403	现金净增加额	0	379	219	158		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

孔令峰，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

【分析师承诺】

孔令峰，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。