

# 出版业明珠：低估值、高股息、盈利强劲

——中南传媒（601098.SH）



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

## 核心观点

### ❖ 负面影响显现，政策支持、人口红利及渠道下沉帮助公司恢复增长

2018年2月8日，公司发布2017年业绩预告，预计实现收入103.5亿元，同比下降6.71%；归属于母公司净利润15.1亿元，同比下滑16.20%。净利润下降主要是受湖南省整治教辅以及纸张成本大幅上涨所影响，自2017年6月湖南省召开市场类教辅专项整治会议以来，整治力度较大，公司部分收入来自于教辅，整治对公司业绩造成一定影响。从三方面来看，公司将恢复增长，1) 湖南省中小学生入学人口稳中有升；2) 公司发行渠道下沉至所有学校内；3) 教材定价权下放，减少成本上涨的负面影响。

### ❖ 新业态持续发展，探索全产业链盈利模式

公司由传统主业拓展而来的新业态持续发展，公司新业态拥有民营出版龙头企业博集天卷、影视公司博集影业、数字教育公司天闻数媒。

### ❖ 首次覆盖给予中南传媒「增持」的投资评级

我们预估公司2017年、2018年以及2019年营业收入分别为103.8、105.3以及112.6亿元，同比增速分别为-6.5%、1.5%以及6.9%，净利润分别为15.4、16.9以及18.7亿元，EPS分别为0.86、0.94以及1.04元/股，对应PE分别为15.0、13.7、12.4倍。

首次覆盖给予中南传媒「增持」的投资评级，基于

- 1、公司为出版业第一梯队，人口红利及渠道下沉将帮助公司将逐渐恢复增长；
- 2、公司依托现有优势逐步打造新业态，为持续增长提供有力支持；
- 3、公司现金流充沛、经营稳定、管理效率高，每年大量现金分红，预计2017年股息率将达到3.26%，参考当前十年期国债收益率3.75%，对稳健风格的投资人极具吸引力。

### ❖ 风险提示：公司股利支付率低于预期；政策风险；系统性风险。

#### 盈利预测与估值

|          | 2016A | 2017E  | 2018E | 2019E |  |
|----------|-------|--------|-------|-------|--|
| 营业收入(百万) | 11105 | 10383  | 10534 | 11258 |  |
| +/-%     | 10.1% | -6.5%  | 1.5%  | 6.9%  |  |
| 净利润(百万)  | 1805  | 1541   | 1686  | 1867  |  |
| +/-%     | 6.5%  | -14.6% | 9.4%  | 10.7% |  |
| EPS(元)   | 1.00  | 0.86   | 0.94  | 1.04  |  |
| PE       | 12.8  | 15.0   | 13.7  | 12.4  |  |

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

|      |           |
|------|-----------|
| 所属部门 | 股票研究部     |
| 报告类别 | 公司深度      |
| 所属行业 | 文化传播      |
| 报告时间 | 2018/3/27 |
| 前收盘价 | 12.9元     |
| 公司评级 | 增持评级      |

## 👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 投资评级与估值

首次覆盖给予中南传媒「增持」的投资评级，我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 103.8、105.3 以及 112.6 亿元，同比增速分别为 -6.5%、1.5% 以及 6.9%，净利润分别为 15.4、16.9 以及 18.7 亿元，EPS 分别为 0.86、0.94 以及 1.04 元/股，对应 PE 分别为 15.0、13.7、12.4 倍。

- 1、公司为出版业第一梯队，政策支持、人口红利以及渠道下沉将帮助公司将逐渐恢复增长；
- 2、公司依托现有优势逐步打造新业态，为持续增长提供有力支持；
- 3、公司现金流充沛、经营稳定、管理效率高，每年大量现金分红，预计 2017 年股息率将达到 3.26%，参考当前十年期国债收益率 3.75%，对稳健风格的投资者极具吸引力。

## 关键假设点

湖南省教辅教材政策稳定；公司每年持续现金分红

## 有别于大众的认识

市场担心湖南教辅教材整治给公司带来经营业绩下滑，我们认为公司上市至今一直为市场第一梯队，未来人口红利及渠道下沉将有效帮助公司恢复增长，并且公司由传统主业拓展而来的新业态持续发展，公司新业态拥有民营出版龙头企业博集天卷、影视公司博集影业、数字教育公司天闻数媒。未来随着公司主业恢复以及新业态逐渐成熟，未来公司业务有望快速发展。

公司现金流充沛、经营稳定、管理效率高，每年大量现金分红，2017 年股息率预计将达到 3.26%，参考当前十年期国债收益率 3.75%，对稳健风格的投资者极具吸引力，我们认为公司具备高股息率支撑，长期业务有望快速发展，未来将享受高股息率、现金流充沛以及新老业务不断发展带来的估值中枢提升。

## 股价表现催化剂

持续高现金分红；公司业务逐渐恢复增长；新业务发展超预期

## 核心假设风险

公司股利支付率低于预期；政策风险；

## 正文目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图书零售市场规模持续增长，实体书店规模稳定.....         | 6  |
| 教育出版领域品类稳定，线下实体店为主要渠道.....         | 8  |
| 大众出版领域头部市场规模持续上升.....              | 9  |
| 少儿市场是市场增长以及实体渠道回暖的主要推动力.....       | 10 |
| 专业出版领域规模有限.....                    | 12 |
| 中南传媒：主业向好，股息率极具吸引力.....            | 12 |
| 教材教辅为公司主要收入来源.....                 | 12 |
| 负面影响显现，政策支持、人口红利及渠道下沉帮助公司恢复增长..... | 13 |
| 湖南省中小学生入学人口稳中有升.....               | 13 |
| 发行渠道下沉至所有学校内.....                  | 14 |
| 教材定价权下放能减少成本上涨的负面影响.....           | 15 |
| 一般图书领域持续领先.....                    | 17 |
| 以 IP 为核心，探索新业态.....                | 18 |
| 发展数字教育，全产业链渗透.....                 | 19 |
| 云课堂——推进教育数字化内容端.....               | 19 |
| 智慧校园——推进教育数字化平台端.....              | 20 |
| 区域教育云——推进大区域教育数字化.....             | 21 |
| 现金流充沛，资金优势明显.....                  | 21 |
| 高分红比例，股息率极具吸引力.....                | 22 |
| 投资建议.....                          | 24 |
| 风险提示.....                          | 24 |
| 盈利预测.....                          | 25 |

## 图表目录

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图 1:  | 全国图书零售市场规模继续保持增长, 同比增长 14.55%.....   | 6  |
| 图 2:  | 2017 年实体店市场规模同比增长 2.33%.....         | 6  |
| 图 3:  | 2017 年网店市场规模同比增长 25.82%.....         | 6  |
| 图 4:  | 少儿、文学市场保持快速增长.....                   | 7  |
| 图 5:  | 实体店文学、社科、少儿以及网店除艺术类外皆为正增长.....       | 7  |
| 图 6:  | 实体店在教辅码洋率上远高于网店.....                 | 8  |
| 图 7:  | 出版市场竞争格局稳定.....                      | 9  |
| 图 8:  | 出版市场竞争格局稳定.....                      | 9  |
| 图 9:  | 头部市场规模持续上升.....                      | 10 |
| 图 10: | 2017 年图书零售市场增长主要来自于少儿.....           | 10 |
| 图 11: | 少儿图书贡献比重持续提升.....                    | 10 |
| 图 12: | 少儿图书销售增速远高于行业水平.....                 | 11 |
| 图 13: | 少儿图书占销售 25% 以上的实体店已达到 26.4%.....     | 11 |
| 图 14: | 少儿品类码洋率在实体店以及网店中快速提升.....            | 11 |
| 图 15: | 公司业务以发行、出版为主.....                    | 13 |
| 图 16: | 公司业务以发行、出版为主.....                    | 13 |
| 图 17: | 2017 年公司营业收入同比下降 6.72%.....          | 13 |
| 图 18: | 2017 年公司归母净利润为 15.12 亿元.....         | 13 |
| 图 19: | 湖南省 14 岁以下人口稳定在千万人左右.....            | 14 |
| 图 20: | 湖南省人口出生率以及自然增长率稳定.....               | 14 |
| 图 21: | 湖南省教育支出比重持续提升.....                   | 14 |
| 图 22: | 湖南省教育支出位于全国前列.....                   | 14 |
| 图 23: | 文化用纸成本大幅提升.....                      | 15 |
| 图 24: | 调价前 787 毫米×1092 毫米纸张规格教科书正文印张价格..... | 15 |
| 图 25: | 调价后 787 毫米×1092 毫米纸张规格教科书正文印张价格..... | 15 |
| 图 26: | 中南传媒盈利能力为行业前列.....                   | 16 |
| 图 27: | 中南传媒管理能力优秀.....                      | 17 |
| 图 28: | 中南博集营业收入持续高增长.....                   | 17 |
| 图 29: | 中南博集净利润持续高增长.....                    | 17 |
| 图 30: | 中南博集商业模式.....                        | 18 |
| 图 31: | 2018 年博集影业有较多重点项目.....               | 18 |
| 图 32: | 向数字教育转型.....                         | 19 |
| 图 33: | 云课堂引擎运营模式.....                       | 20 |
| 图 34: | 智慧校园运营模式.....                        | 20 |
| 图 35: | 区域教育云运营模式.....                       | 21 |
| 图 36: | 中南传媒现金流充沛.....                       | 21 |
| 图 37: | 货币资金储备充足.....                        | 21 |
| 图 38: | 货币资金储备充足.....                        | 22 |
| 图 39: | 公司上市以来持续高比例分红.....                   | 22 |
| 图 40: | 目前公司股息率为 3.17% 极具吸引力.....            | 23 |
| 图 41: | 十年期国债收益率为 3.75%.....                 | 23 |

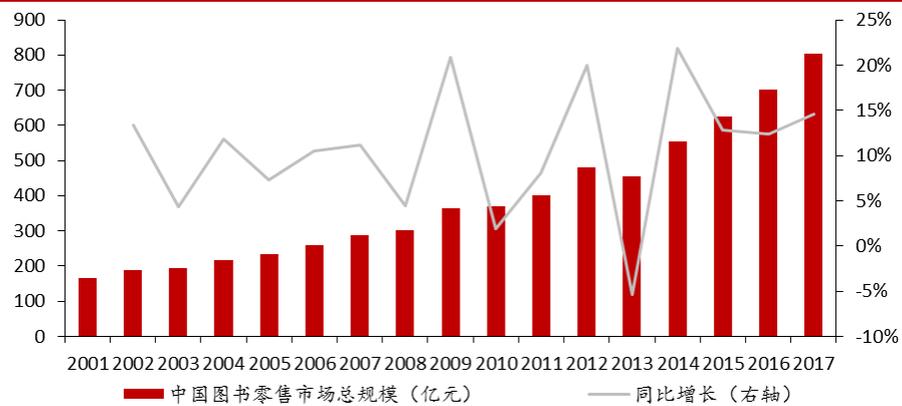
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42: 出版行业可比公司估值及股息率比较.....24

## 图书零售市场规模持续增长，实体书店规模稳定

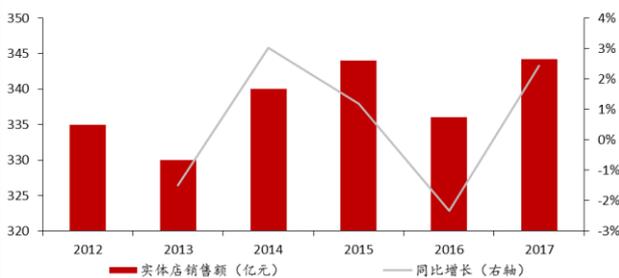
2017年中国图书零售市场总规模为803.2亿元，同比增长14.55%。网上书店渠道依然是市场增长的主要推动力，同比增长25.82%，值得注意的是增速已经持续两年下降。在全国上下大力发展实体书店促进全民阅读的氛围之下，实体书店市场规模达到344亿元，同比增长2.33%，2012至2017年市场规模基本都在340亿元左右，行业规模较为稳定。从细分品类来看，少儿、文学市场保持快速增长，分别同比增长28.8%、16.1%，从具体渠道来看，实体书店渠道仅社科、文学以及少儿品类增长，网店渠道全渠道增长。

图 1： 全国图书零售市场规模继续保持增长，同比增长 14.55%



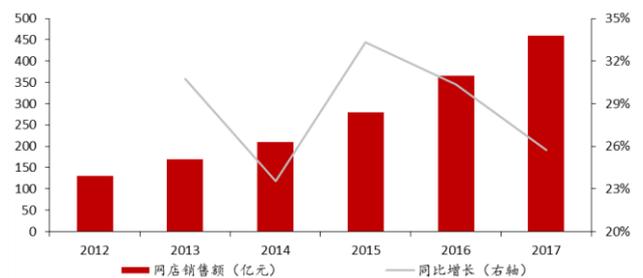
资料来源：CNG，川财证券研究所

图 2： 2017 年实体店市场规模同比增长 2.33%



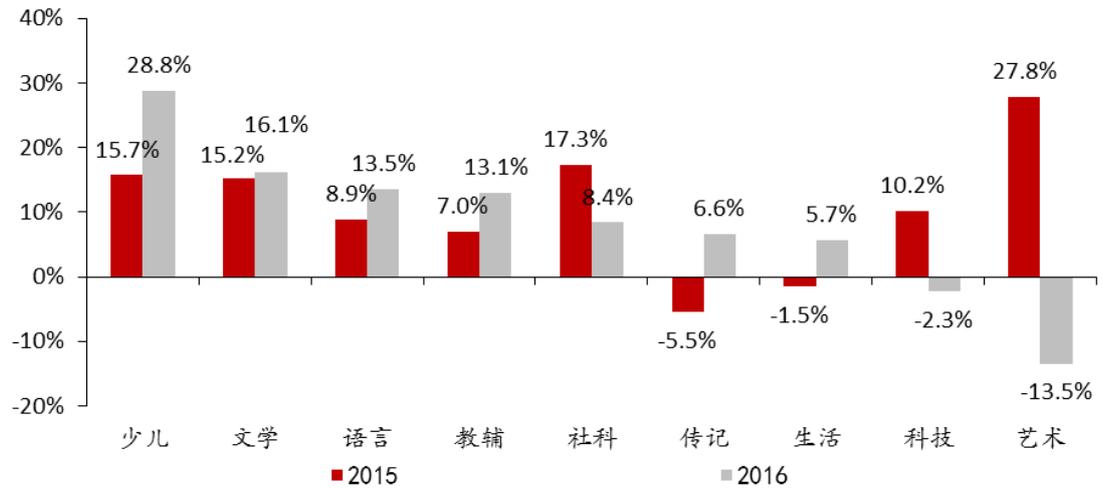
资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 3： 2017 年网店市场规模同比增长 25.82%



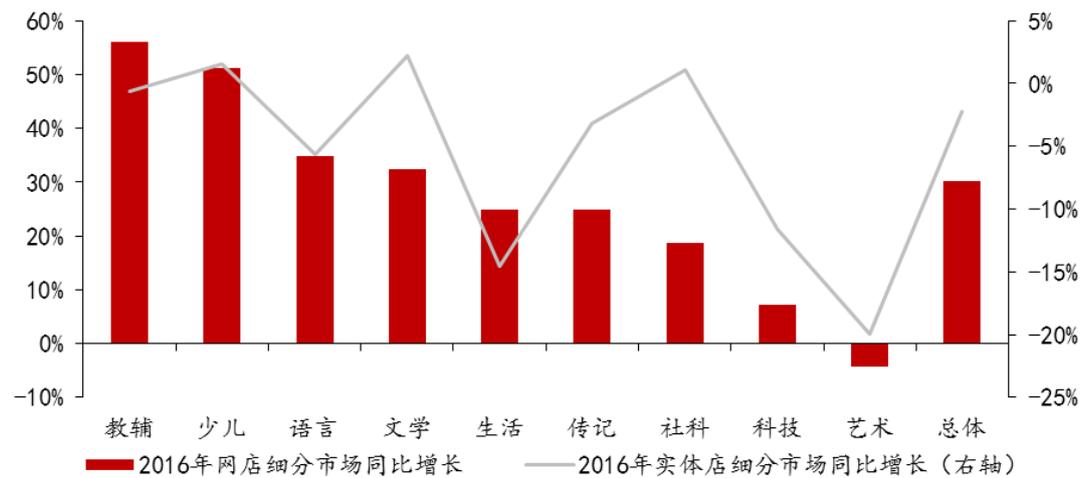
资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 4： 少儿、文学市场保持快速增长



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 5： 实体书店文学、社科、少儿以及网店除艺术类外皆为正增长



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

2016 年全国共有出版社 584 家，其中中央级出版社 219 家，地方出版社 365 家。经过整合，目前全国形成了以 29 家综合出版集团公司为主体和分散单一出版社并存的竞争格局。由于出版集团对资源的高度集中、整合和高效运作，极大地推进了出版业的发展，出版资源也不断地向这些区域积聚，加速了出版产业发展的不均衡。除北京、上海两大出版中心外，一些区域如江苏、湖南、广东等地已经形成了新的出版中心，成为重要的区域性出版中心。

## 教育出版领域品类稳定，线下实体店为主要渠道

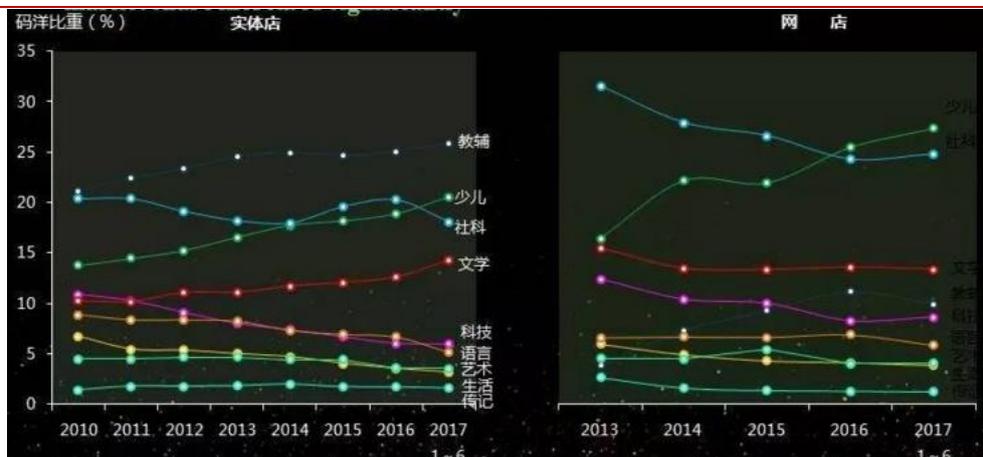
教育出版领域供需匹配，印数按需供应。在全国新闻出版产业统计指标中，图书主要包括书籍、课本和图片 3 类，其中课本主要包括大专及以上课本、中学课本、小学课本、中专技校课本、业余教育课本、扫盲课本和教学用书 7 类图书。据新闻出版总署数据显示，2016 年全国出版各类课本共计 8.9 万种，总印数 32.8 亿册。其中，中小学课本是中国教育出版领域的重要板块，出版品种共计 1.21 万种，印数总量为 28.45 亿册，单品种印刷 23.5 万册。

趋势上看，尽管受适龄教育人群缩小以及课程改革影响，课本从品种、占比、印数上均有不同程度小幅下降，但中小学课本以 2.4% 的品种占据 31.5% 的印数市场，长期看仍然是出版领域最重要的市场。

以课本出版为主要组成部分的教育出版业整体供求较为均衡，教材供给是由学生征订数确定的，因此按需定产，供给受需求影响较大。2016 年课本出版总印张和定价总金额显著回升，其中总印张增长 4.58%，定价总金额增长 7.10%。未来随着循环教材使用的影响，中小学课本需求数量有下降趋势，但受到总体物价水平上升和教材质量的提升影响，中小学课本需求的定价总额仍可能保持稳定增长。同时，由于受行政政策的影响和特殊读者群体特点，课本出版领域是受数字技术和市场多元化影响较小的领域，整体看教育出版领域仍然非常稳定。

教辅教材主要渠道为线下实体店。据开卷信息数据显示，2010 年实体店教辅教材码洋率持续上升，至 2017 年实体渠道码洋占比约为 25%，是最高的图书品类，码洋比重远高于网络书店的 10%。

图 6： 实体店在教辅码洋率上远高于网店



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

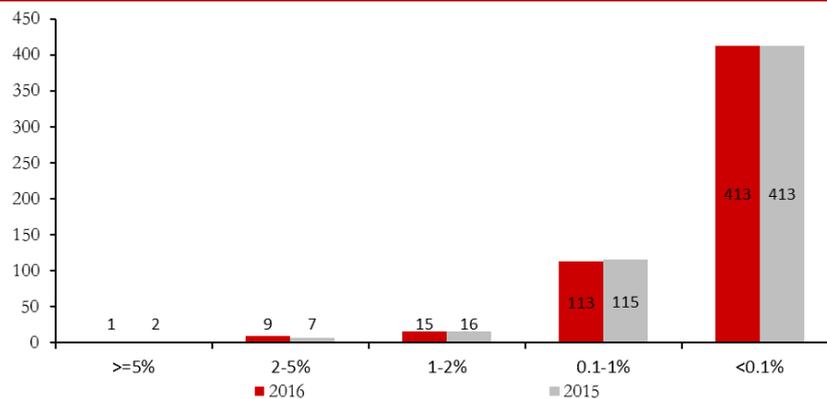
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 大众出版领域头部市场规模持续上升

### 竞争格局较为稳定

大众出版领域由于竞争主体多，产品品种多，故而单个出版社市场份额不大。2016年25家出版社市场占有率不低于1%。据北京开卷信息技术有限公司统计，2017年上半年一般图书零售市场中，前10名出版集团在全国图书市场的累计码洋占有率为31.59%，其中，中国出版集团排第一，码洋占有率为6.38%；第二为吉林出版集团，码洋占有率为3.48%；第三为凤凰出版传媒集团，码洋占有率为3.32%；第四为中南出版传媒集团，码洋占有率为3.12%。综合看，各领先集团码洋率差距不大，但持续领先其他出版社。

图 7： 出版市场竞争格局稳定



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 8： 出版市场竞争格局稳定

| 销售排名 | 出版集团           | 码洋占有率 | 实体书店排名 | 网店排名 |
|------|----------------|-------|--------|------|
| 1    | 中国出版集团         | 6.38% | 1      | 1    |
| 2    | 吉林出版集团         | 3.48% | 6      | 2    |
| 3    | 凤凰出版传媒集团       | 3.32% | 2      | 4    |
| 4    | 中南出版传媒集团       | 3.12% | 3      | 5    |
| 5    | 中国工信出版传媒集团     | 3.07% | 7      | 3    |
| 6    | 长江出版传媒股份有限公司   | 2.88% | 5      | 6    |
| 7    | 浙江出版联合集团       | 2.58% | 4      | 8    |
| 8    | 中文天地出版传媒股份有限公司 | 2.54% | 11     | 7    |
| 9    | 上海世界出版股份有限公司   | 2.16% | 10     | 9    |
| 10   | 时代出版传媒股份有限公司   | 2.06% | 12     | 10   |

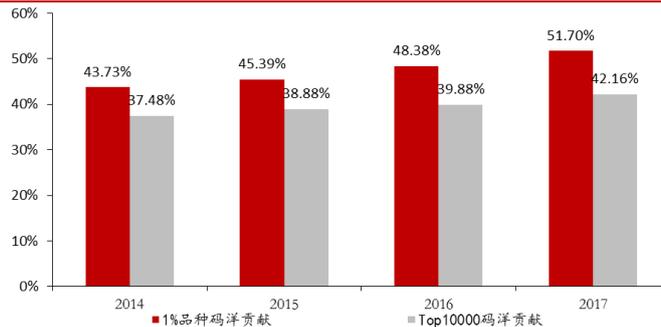
资料来源：开卷数据，川财证券研究所

注：数据截止至2017年上半年

### 头部畅销书对市场码洋的贡献较高

2014年图书市场中销量排名前1%的图书,为整个市场贡献了43.73%的码洋,随后的2015年和2016年贡献都持续增加,2017年为51.70%即超过一半的市场码洋是由1%的畅销书所取得的。

图9：头部市场规模持续上升



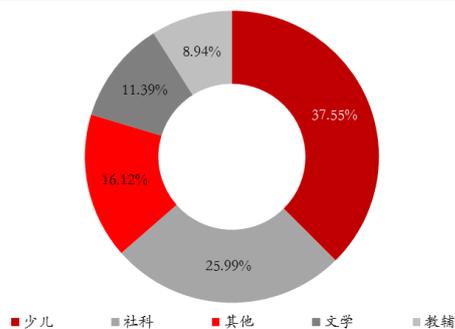
资料来源：开卷数据，川财证券研究所，

注：数据截止至2017年全年，2017年全国图书零售市场动销品种数189.36万，1%即为1.89万

### 少儿市场是市场增长以及实体渠道回暖的主要推动力

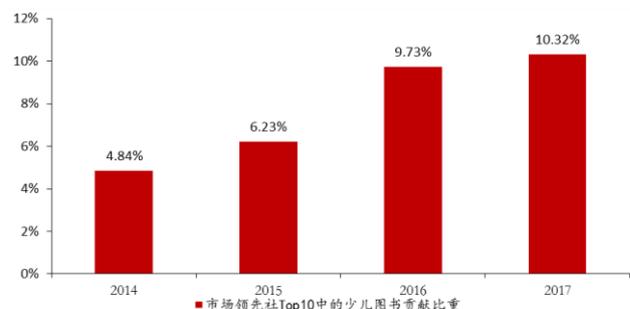
2017年少儿图书占到图书零售市场的码洋占有率为24.64%，是最大的细分品类。少儿市场的快速增长，使得该类成为市场增长贡献最大的类别——2017年图书零售市场的增长有三分之一以上都是来自于少儿类图书。据开卷数据调研，少儿图书市场未来的发展仍表现出非常乐观的态势，无论是从80/90后父母的购买力、整个少儿教育和少儿培训市场的发展态势、以及欧美国家少儿图书市场的地位等，都预示着少儿类图书在中国图书市场中还将有更大的发展。

图10：2017年图书零售市场增长主要来自于少儿



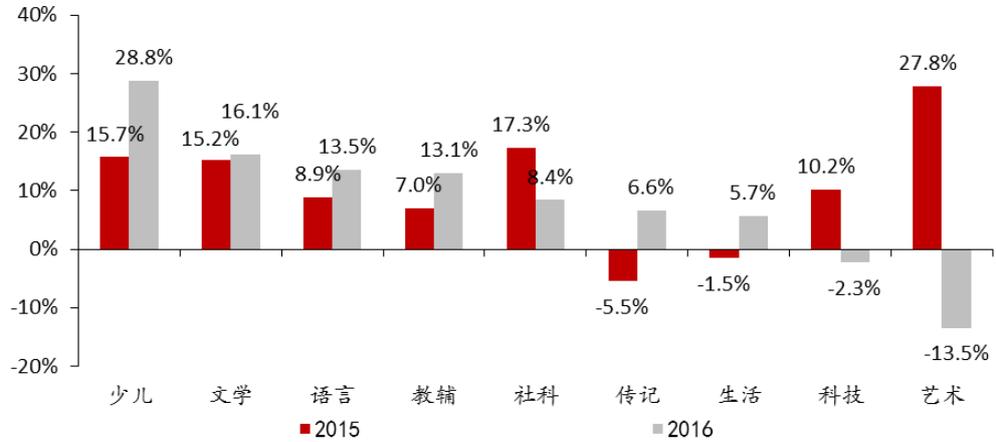
资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图11：少儿图书贡献比重持续提升



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 12：少儿图书销售增速远高于行业水平



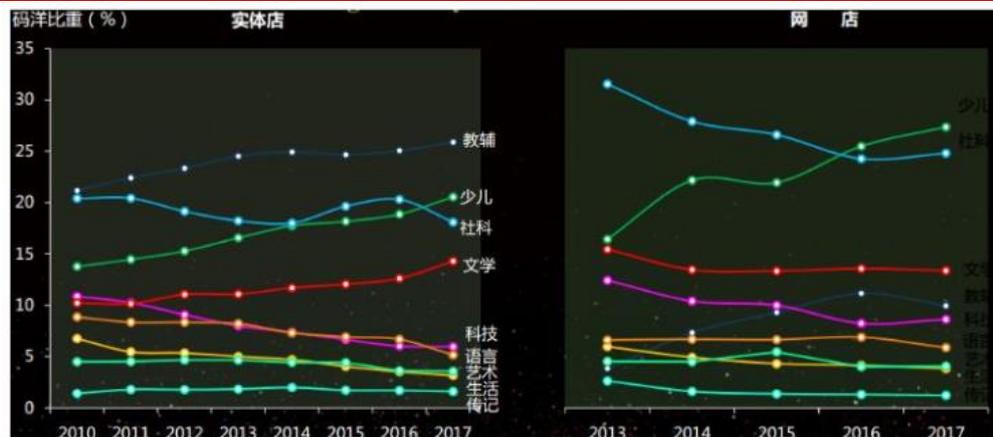
资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 13：少儿图书占销售 25% 以上的实体书店已达到 26.4%



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

图 14：少儿品类码洋率在实体店以及网店中快速提升



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 专业出版领域规模有限

在专业出版领域，全国市场形成了以中央部委所属出版社为主，地方科技出版社、专业大学出版社和一些综合性出版社等为辅的格局。如卫生部所属人民卫生出版社是医卫出版领域的龙头，中科院下属科学出版社是科技出版领域龙头。由于专业出版门类多，涉及面广，进入门槛高，因此该领域目前呈现出产业集中度低，出版机构规模小的特征。

## 中南传媒：主业向好，股息率极具吸引力

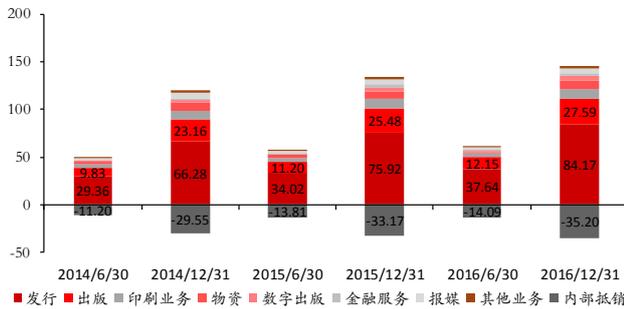
中南传媒是由湖南出版集团进行整体改制重组，并联合旗下全资子公司盛力投资于2008年12月25日共同发起设立的。湖南出版集团为中南传媒控股股东，直接持有公司61.46%的股权，通过子公司盛力投资间接持有3.23%的股权，合计持有公司64.69%股份。湖南出版投资控股集团有限公司，前身是国有独资公司湖南出版集团有限责任公司成立于2001年，全部股权归湖南省人民政府持有，公司的实际控制人为湖南省人民政府。

中南传媒是一家拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒骨干企业集团。公司主要产品为出版物，用途是为消费者提供知识、信息，满足消费者的精神文化需求，业务涵盖出版、发行、印刷及印刷物资供应、媒体、数字教育、金融等领域。公司连续九届入选文化企业30强，荣获第四届中国出版政府奖13个奖项，获评先进出版单位，央视等主流媒体对中南传媒进行专题报道，公司社会美誉度与影响力持续提升。公司拥有“编（出版）-印（印刷）-发（从总发行到零售）-供（印刷物资销售）-媒（媒体经营）”一体化经营的完整产业链，形成集出版（纸质图书和电子音像制品）、发行、报刊经营等传统媒体业务与互联网、框架媒体、移动媒体等新媒体业务于一体的综合性传媒业务架构，成功实现了图书、报刊、电子音像和新媒体等多种介质的融合。

## 教材教辅为公司主要收入来源

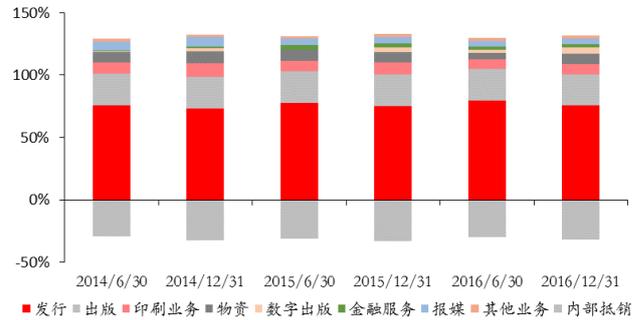
中南传媒的核心业务为出版发行，出版发行的产品主要包括教育类图书、大众图书和专业类图书，中南传媒作为湖南省最大的图书发行商，凭借长期以来积累的资金、渠道、经验等优势，一直是湖南省义务教育免费教材的政府“单一来源采购”供应商，这也使得教材教辅成为公司的主要收入来源。

图 15: 公司业务以发行、出版为主



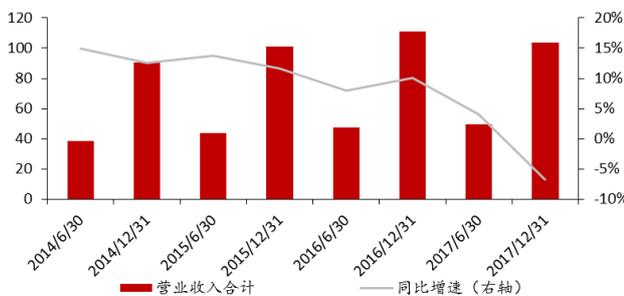
资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 16: 公司业务以发行、出版为主



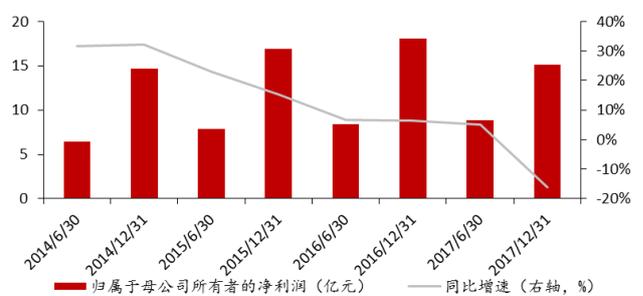
资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 17: 2017 年公司营业收入同比下降 6.72%



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 18: 2017 年公司归母净利润为 15.12 亿元



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

## 负面影响显现, 政策支持、人口红利及渠道下沉帮助公司恢复增长

2018 年 2 月 8 日, 公司发布 2017 年业绩预告, 预计实现收入 103.5 亿元, 同比下降 6.71%; 营业利润 16.7 亿元, 同比下降 9.13%; 归属于母公司净利润 15.1 亿元, 同比下滑 16.20%。净利润下降主要是受湖南省整治教辅以及纸张成本大幅上涨所影响, 自 2017 年 6 月湖南省召开市场类教辅专项整治会议以来, 对教辅类材料的整治力度较大, 公司部分收入来自于教辅, 整治对公司业绩造成一定影响。但我们认为教材教辅具备刚性需求, 未来随着公司加强业务端布局, 将恢复增长。

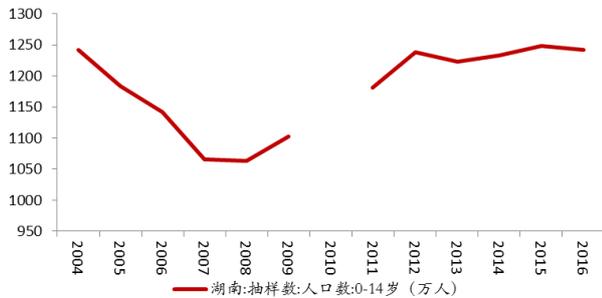
### 湖南省中小學生入学人口稳中有升

据统计局数据显示, 湖南省中小學生年龄段人数近几年基本稳定在 1200 万人, 同时参考湖南省近 10 年出生率以及人口自然增长率来看, 未来中小學年龄段人数仍然较为稳定。考虑到随着义务教育推广和受教育程度的提高, 社会整体环境对教育的重视程度仍在提升, 入学人口会继续增加, 湖南省教辅教材仍有

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

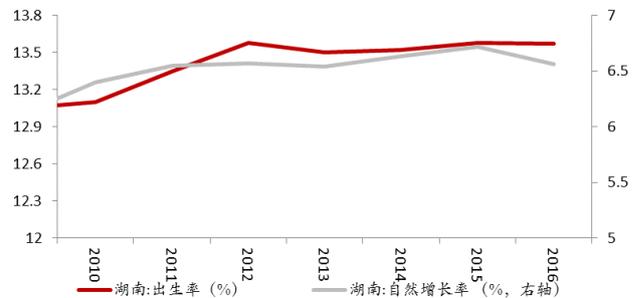
较大市场空间。

图 19: 湖南省 14 岁以下人口稳定在千万人左右



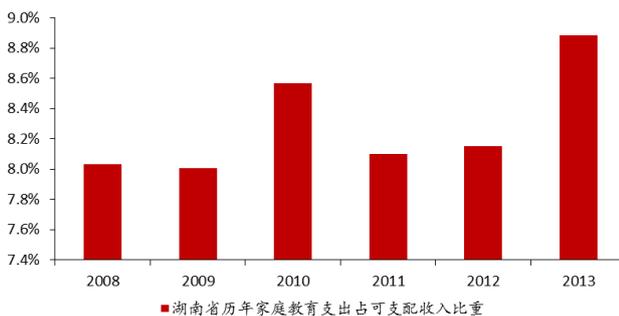
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 20: 湖南省人口出生率以及自然增长率稳定



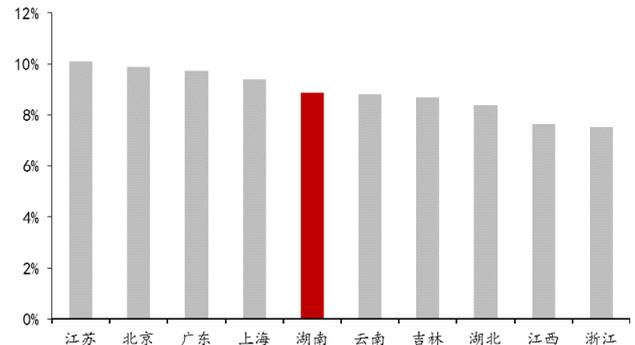
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 21: 湖南省教育支出比重持续提升



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 22: 湖南省教育支出位于全国前列



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

### 发行渠道下沉至所有学校内

中南传媒的教材教辅发行业务主要通过湖南省新华书店和新教材公司完成, 其中湖南省新华书店主要负责省内业务, 新教材公司主要负责省外部分。目前由于政策整顿, 学校老师不能直接推荐教辅, 很多教辅征订快速下滑, 通过渠道下沉将很好的解决当前问题。

截至 2016 年末, 湖南省新华书店在全省各市州共拥有连锁门店 981 家, 经营面积约 12 万平方米, 其中中心门店 107 家, 校园连锁书店 816 家, 集镇门店 46 家, 社区门店 7 家, 其他门店 5 家, 这其中 816 家校园连锁书店为联营租用, 平均租金为每年 570 元/平方米, 其余均为自有产权。由于校园书店投入的成本、运营费用很低, 不用做大型基建, 学校会提供场地, 且为政策性的项目, 一般的经营者不可进入校园书店, 未来几年校园书店建设将加速覆盖, 校

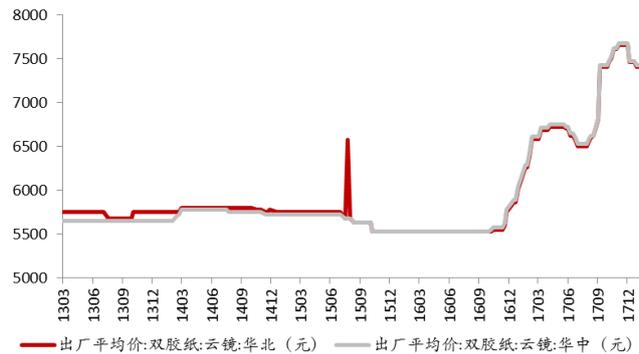
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

园布局使得公司发行渠道下沉至学校内。

### 教材定价权下放能减少成本上涨的负面影响

2016年9月以来，纸张价格快速上涨，成本端的快速上涨不断的冲击图书出版行业，为应对此情况，公司通过教材提价、集中采购以及加强管理三方面有效的减少成本上涨带来的影响。

图 23：文化用纸成本大幅提升



资料来源：开卷数据，川财证券研究所

教材定价权下放至省级，2017年5月已进行提价。2016年国家发改委下发废止教材价格和部分相关服务收费政策文件，将中小学教材定价权下放到省级。2017年5月，湖南省发改委公布了《湖南省中小学教材价格管理办法》，对中小学教材价格进行了调整。按照办法规定，教材零售价格=（正文印张单价\*印张数量+封面价格+插页价格\*插页数量）\*（1+增值税率），教材零售价格主要取决于“印张单价”。而此次调价，对于教材的主要正文用纸80克胶版纸价格有一定幅度的提升约9.6%。

图 24：调价前 787 毫米×1092 毫米纸张规格教科书正文印张价格

| 色数  | 纸张克重 | 单色（正反两色） | 双色（正反四色） | 彩色（正反八色） |
|-----|------|----------|----------|----------|
| 双胶版 | 52克  | 0.351    |          |          |
|     | 55克  | 0.387    | 0.437    |          |
|     | 60克  | 0.432    | 0.498    | 0.684    |
|     | 70克  |          | 0.589    | 0.726    |
|     | 80克  |          | 0.639    | 0.767    |
| 铜版  | 90克  |          |          | 1.145    |
|     | 105克 |          |          | 1.235    |

资料来源：湖南省发展和改革委员会官网，川财证券研究所

图 25：调价后 787 毫米×1092 毫米纸张规格教科书正文印张价格

| 纸张克重     | 色数 | 单色（正反两色） | 双色（正反四色） | 彩色（正反八色） |
|----------|----|----------|----------|----------|
| 52克书写    |    | 0.351    |          |          |
| 55克书写    |    | 0.387    | 0.437    |          |
| 60克胶版    |    |          | 0.498    | 0.684    |
| 70克胶版    |    |          | 0.589    | 0.726    |
| 80克胶版    |    |          | 0.701    | 0.841    |
| 60克轻型    |    |          | 0.664    | 0.797    |
| 65克复合双胶  |    |          | 0.701    | 0.841    |
| 90克雅光    |    |          |          | 1.314    |
| 90克（铜版）  |    |          |          | 1.145    |
| 105克（铜版） |    |          |          | 1.235    |

资料来源：湖南省发展和改革委员会官网，川财证券研究所

《湖南省中小学教材价格管理办法》，第十条。教材价格实行基本稳定和相对动态管理。在教材生产经营成本发生较大变化，或纸张生产技术变革可提供更经济实惠的教材用纸时，应根据实际情况，按照规定的定价程序，对教材价格进行调整，或对新型纸张制定教材的正文印张和封面、插页价格。当生产经营成本较大幅度下降时，价格管理部门应主动提请对教材生产经营成本进行调查和审核，并根据成本调查情况相应降低教材的正文印张和封面、插页价格。当生产经营成本较大幅度上升时，教材生产经营部门可按规定程序申请适当提高教材的正文印张和封面、插页价格。

### 集中采购

印刷物资公司推进集中采购模式规范化，实行产品经理制，有效应对纸价上涨。公司对于纸厂的议价能力较高，与长期合作的纸厂有战略合作协议，能够比较好的控制纸张价格。

### 管理优势

中南传媒的管理已按市场化进行，中南传媒的内控体系是在中国证监会确定的试点单位之一，是湖南省上市公司标杆性的内控体系，在行业内得到推广，由于管理质量较高，使得公司毛利率长期处于40%左右，费用率在去年呈现了下降的态势，今年费用率仍然保持的较好，由于管理的严格性，才有中南传媒毛利率，利润水平这么高的状态。

图 26：中南传媒盈利能力为行业前列

|      | 销售毛利率      |            |            |           | 净利率        |            |            |           |
|------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|
|      | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/9/30 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/9/30 |
| 中南传媒 | 40.4       | 40.9       | 40.8       | 42.9      | 16.9       | 17.6       | 17.1       | 17.7      |
| 皖新传媒 | 23.5       | 21.5       | 19.7       | 19.7      | 12.2       | 11.8       | 14.2       | 16.3      |
| 山东出版 | 30.7       | 31.3       | 32.4       | 35.0      | 12.5       | 12.7       | 13.0       | 15.3      |
| 新华文轩 | 38.4       | 38.1       | 37.1       | 34.3      | 11.3       | 10.7       | 9.9        | 13.3      |
| 中文传媒 | 19.8       | 35.6       | 39.2       | 37.9      | 8.6        | 10.0       | 10.0       | 12.3      |
| 凤凰传媒 | 36.5       | 37.7       | 38.3       | 37.6      | 12.8       | 11.5       | 11.5       | 12.2      |
| 中国出版 | 38.5       | 36.9       | 33.4       | 31.2      | 13.9       | 16.0       | 13.7       | 5.0       |

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：中南传媒管理能力优秀

|      | 销售费用率      |            |            |           | 管理费用率      |            |            |           |
|------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|
|      | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/9/30 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/9/30 |
| 中国出版 | 8.8        | 8.3        | 9.3        | 9.5       | 19.2       | 18.3       | 17.9       | 18.7      |
| 中文传媒 | 3.0        | 14.7       | 15.0       | 9.8       | 7.6        | 10.0       | 12.9       | 15.4      |
| 新华文轩 | 12.7       | 13.0       | 12.7       | 11.8      | 16.6       | 17.0       | 15.7       | 14.2      |
| 凤凰传媒 | 12.5       | 13.4       | 13.9       | 13.8      | 13.1       | 13.6       | 13.6       | 12.8      |
| 中南传媒 | 12.5       | 12.2       | 12.4       | 13.3      | 13.3       | 12.1       | 11.6       | 12.4      |
| 山东出版 | 7.5        | 8.0        | 8.7        | 8.2       | 11.1       | 11.8       | 11.7       | 11.4      |
| 皖新传媒 | 8.9        | 8.5        | 7.7        | 5.5       | 5.7        | 5.3        | 5.2        | 5.0       |

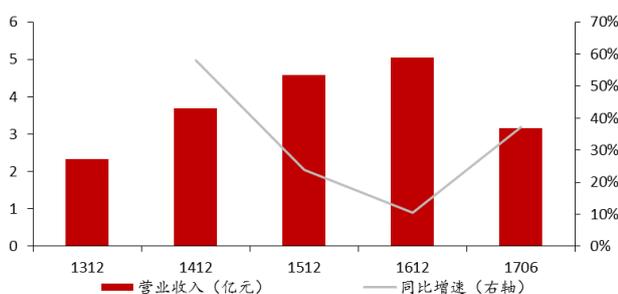
资料来源：Wind，川财证券研究所

### 一般图书领域持续领先

2011 年公司与博集天卷达成了战略合作，成立了中南博集。2012 年 12 月，公司进一步入股中南博集，最终持有中南博集 51% 股权，扩充了公司在一般图书的资源储备及策划能力。中南博集自成立以来策划出版了许多颇具影响力的作品，如《杜拉拉升职记》、《从你的全世界路过》、《南渡北归》、《不抱怨的世界》、《正能量》、《乖，摸摸头》、《偷影子的人》等，拥有张德芬、乐嘉、张小娴、桐华、蔡康永、冯仑、王蒙等优秀作者资源。

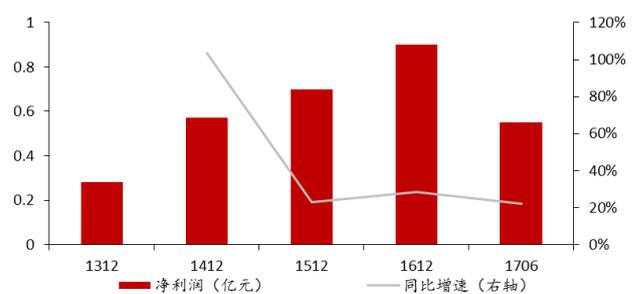
据开卷数据显示，2017 年上半年公司一般图书在全国实体书店码洋占有率达到 3.12%，全国排名第四，原创文学、科普图书、心理自助图书品牌在细分市场排名第一，作文、中国古典文学、学术文化品牌排名第二，音乐、收藏品牌排名第三。2017 年上半年中南博集在全国图书零售市场的码洋占有率为 1.67%，位居民营图书公司第一位，博集连续已三年在民营图书公司中占有率排名第一。

图 28：中南博集营业收入持续高增长



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 29：中南博集净利润持续高增长



资料来源：公司资料，川财证券研究所

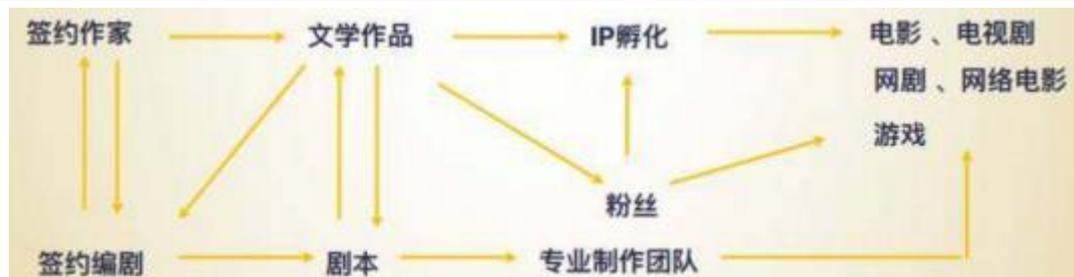
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 以 IP 为核心，探索新业态

中南博集目前业务板块包括三大块：传统图书、2015 年成立的“博集影业”和新媒体业务“博集新媒”。

中南博集与郭敬明旗下最世文化达成战略合作协议，加强双方在言情青春产品线上优势地位，最世文化旗下的 67 位作者、34 名插画师的所有作品都由中南博集进行出版发行，并拥有“影游书联动”的 IP 运营的规划。博集影业投拍网络剧《法医秦明 2》、《采珠勿惊龙》、《乖，摸摸头》、《最初的相遇，最后的别离》等已进入剧本开发阶段。

图 30：中南博集商业模式



资料来源：公司资料，川财证券研究所

博集影业于 2015 年 8 月成立。影视业务可充分利用图书 IP 资源，由原先单一的影视剧授权升级为自行研发与制作，向 IP 产业链上游延伸。公司推出的首部主控作品《法医秦明》全网播放量达 15 亿次，豆瓣评分 7.1 分，是 2016 年的网剧具备代表性的优质作品。未来中南博集仍有《乖，摸摸头》、《法医秦明第二季》、《金牌投资人》等 IP 作品开播。

图 31：2018 年博集影业有较多重点项目

| 电视剧名称   | 集数 | 当前进展  | 预计上线平台   | 出品方            |
|---------|----|-------|----------|----------------|
| 法医秦明第二季 |    | 暑期档   | 搜狐视频     | 博集影业、搜狐视频      |
| 金牌投资人   | 40 | 拍摄完成  | 湖南卫视周播剧场 | 博集影业、芒果影视、稻田影视 |
| 乖，摸摸头   |    | 筹备拍摄中 |          | 博集影业           |
| 海洋之城    | 30 |       |          | 博集影业           |
| 采珠勿惊龙   | 36 | 筹备拍摄中 |          | 博集影业           |

资料来源：公司资料，广电总局，川财证券研究所

## 发展数字教育，全产业链渗透

中南传媒拥有种类全、质量高的教育内容资源，同时亦拥有下沉至校园的线下渠道，结合中南传媒在数字教育早有布局，公司在教育信息化中占据先发优势。公司旗下天闻数媒已成为国内领先的数字教育整体解决方案提供商。通过研发聚合精准丰富的数字化内容，实施软硬件系统集成，形成以大数据为中心，由智慧教育云、智慧校园、智慧课堂、智慧沟通组成的教育信息化整体解决方案，销售给单个学校与区域教育行政部门。

图 32：向数字教育转型



资料来源：天闻数媒官网，川财证券研究所

### 云课堂——推进教育数字化内容端

天闻数媒的云课堂产品持续迭代优化，新增移动授课、云考试等特色功能，能够帮助实现个性化、及时性、互动性以及自适应的教与学，适配多终端，跨所有操作系统，满足不同网络环境的应用。目前已覆盖全国 30 个省（区、市）2900 余所学校。

图 33：云课堂引擎运营模式



资料来源：天闻数媒官网，川财证券研究所

### 智慧校园——推进教育数字化平台端

天闻智慧校园旨在构建创新、协同、绿色、开放、共享的校园环境，利用先进成熟的计算机技术、网络技术与数据库技术，通过科学合理的管理规范与完备通用的技术规范，基于统一的信息标准整合、集成各种信息资源，实现校园管理、教研、学习、生活全流程的一体化、数字化、移动化、知识化、智能化。除了教学和教务管理之外，主要是解决生活消费金融等问题，用一卡通方式实现校园消费支付闭环，最近公司成功产品包括西城区择校产品等。

图 34：智慧校园运营模式



资料来源：天闻数媒官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 区域教育云——推进大区域教育数字化

天闻数媒覆盖深圳龙岗全部 29 所学校、306 个班级 15300 余名学生的常态化服务，全面覆盖青岛市南区的数字教育项目，包括全区 32 所小学和初中，能够提供云到端的完整服务，逐步渗透进入上海市数字教育，如闵行区全区数字教育，含电子书包云课堂建设，罗阳小学 BYOD 模式探索（BYOD 模式是指一种教育服务信息模式，即学校允许师生自带个人移动终端如手机、Pad、Tablet PC 等进入课堂并以此参与课堂教学与学习的技术应用模式）。

图 35：区域教育云运营模式

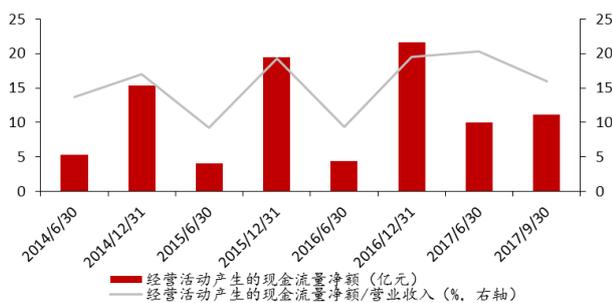


资料来源：天闻数媒官网，川财证券研究所

### 现金流充沛，资金优势明显

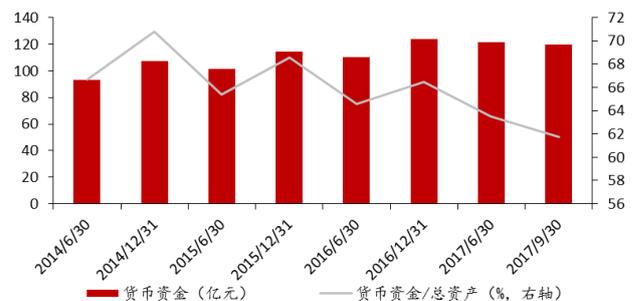
中南传媒深度精细管理运作，积累大量深厚资源，现金流充沛。同时公司通过现金流逐渐沉淀 120 亿货币资金，为中南传媒本身经营发展业务以及外延式发展奠定坚实良好的基础。

图 36：中南传媒现金流充沛



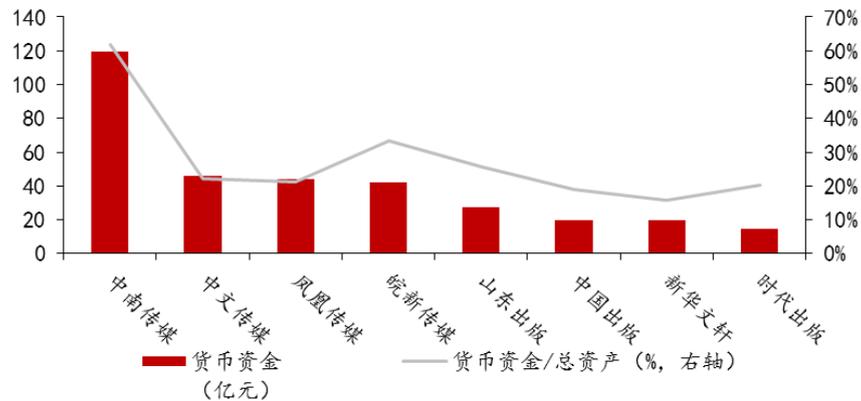
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 37：货币资金储备充足



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 38：货币资金储备充足

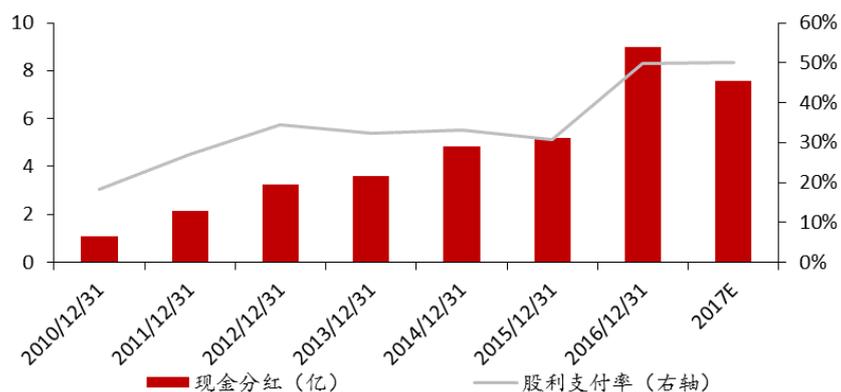


资料来源：公司资料，川财证券研究所

### 高分红比例，股息率极具吸引力

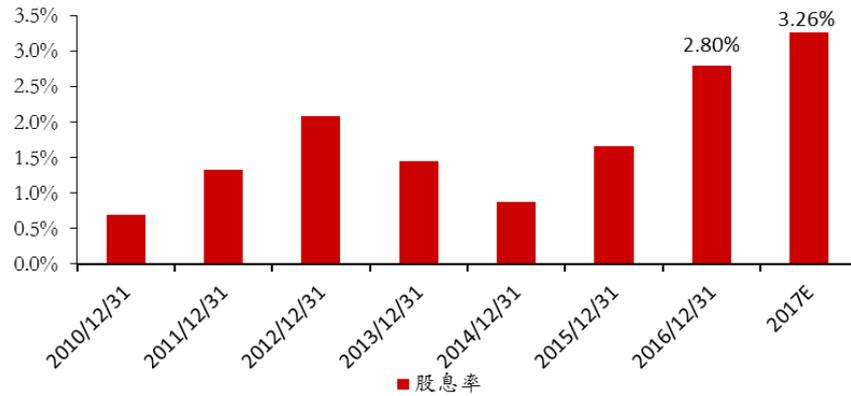
公司上市以来坚持现金分红，且分红比例较高，2012 年以来公司均保持着 30% 以上的股利支付率，并且逐渐远超行业平均，为股东带来的丰厚收益。2016 年的分红为 8.98 亿，股利支付率为 49.75%，以 2017 年 50% 股利支付率，2018 年 3 月 27 日收盘价计算，公司股息率将达到 3.26%，对稳健风格的投资者极具吸引力。

图 39：公司上市以来持续高比例分红



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 40：目前公司股息率为 3.26% 极具吸引力



资料来源：公司资料，川财证券研究所

股息率：买入价格以股权登记日计算

2017 年股息率假设：2017 年股利支付率保持在 50%，以 2018 年 3 月 27 日现价买入

图 41：十年期国债收益率为 3.75%



资料来源：Wind，川财证券研究所

时间截至 2018.2.28

## 投资建议

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 103.8、105.3 以及 112.6 亿元,同比增速分别为-6.5%、1.5%以及 6.9%,净利润分别为 15.4、16.9 以及 18.7 亿元, EPS 分别为 0.86、0.94 以及 1.04 元/股,对应 PE 分别为 15.0、13.7、12.4 倍。

首次覆盖给予中南传媒「增持」的投资评级,基于

- 1、公司为出版业第一梯队,政策支持、人口红利及渠道下沉帮助公司恢复增长;
- 2、公司依托现有优势逐步打造新业态,为持续增长提供有力支持;
- 3、公司现金流充沛、经营稳定、管理效率高,每年大量现金分红,预计 2017 年股息率将达到 3.26%,参考当前十年期国债收益率 3.75%,对稳健风格的投资者极具吸引力。

图 42: 出版行业可比公司估值及股息率比较

| 日期         | 2018/3/27 | 股价   | 总市值   | EPS        |            |            | PE          |             |             | 2016年股息率    |
|------------|-----------|------|-------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|            |           |      |       | 17E        | 18E        | 19E        | 17E         | 18E         | 19E         |             |
| 股票代码       | 公司名称      | (元)  | (亿元)  |            |            |            |             |             |             |             |
| 601098.SH  | 中南传媒      | 12.9 | 231.7 | 0.9        | 0.9        | 1.0        | 15.0        | 13.7        | 12.4        | 2.8%        |
| 600373.SH  | 中文传媒      | 15.3 | 210.4 | 1.1        | 1.3        | 1.6        | 13.9        | 11.7        | 9.8         | 0.5%        |
| 601811.SH  | 新华文轩      | 12.4 | 120.3 |            |            |            |             |             |             | 1.9%        |
| 601928.SH  | 凤凰传媒      | 7.4  | 188.3 | 0.5        | 0.5        | 0.6        | 15.0        | 14.0        | 12.8        | 1.6%        |
| 601019.SH  | 山东出版      | 10.6 | 220.8 | 0.6        | 0.6        | 0.7        | 19.1        | 17.0        | 15.0        |             |
| 601801.SH  | 皖新传媒      | 10.4 | 206.1 | 0.7        | 0.8        | 0.9        | 14.4        | 12.7        | 12.0        | 1.2%        |
| 000719.SZ  | 中原传媒      | 8.4  | 85.9  | 0.7        | 0.8        | 0.9        | 12.0        | 10.7        | 9.7         | 2.1%        |
| 601900.SH  | 南方传媒      | 10.0 | 89.2  | 0.6        | 0.7        | 0.9        | 16.7        | 13.7        | 11.7        | 1.1%        |
| <b>平均值</b> |           |      |       | <b>0.7</b> | <b>0.8</b> | <b>0.9</b> | <b>15.2</b> | <b>13.4</b> | <b>11.9</b> | <b>1.6%</b> |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 风险提示

公司股利支付率低于预期;

政策风险;

系统性风险。

## 盈利预测

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度            | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>流动资产</b>    | 16231 | 17850 | 19267 | 20776 | <b>营业收入</b>     | 11105       | 10383        | 10534        | 11258        |
| 现金             | 12374 | 12897 | 14109 | 15396 | 营业成本            | 6543        | 6191         | 6280         | 6647         |
| 应收账款           | 1195  | 1800  | 2000  | 2200  | 营业税金及附加         | 59          | 56           | 56           | 60           |
| 其他应收款          | 237   | 236   | 240   | 256   | 营业费用            | 1378        | 1402         | 1369         | 1464         |
| 预付账款           | 94    | 88    | 89    | 95    | 管理费用            | 1285        | 1350         | 1264         | 1351         |
| 存货             | 1272  | 1577  | 1577  | 1577  | 财务费用            | -107        | -266         | -242         | -264         |
| 其他流动资产         | 1059  | 1252  | 1252  | 1252  | 资产减值损失          | 139         | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 2388  | 2108  | 1948  | 1788  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 37    | 37    | 37    | 37    | 投资净收益           | 33          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 1344  | 1195  | 1039  | 881   | <b>营业利润</b>     | 1839        | 1651         | 1806         | 2000         |
| 无形资产           | 658   | 658   | 658   | 658   | 营业外收入           | 181         | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产        | 348   | 218   | 213   | 211   | 营业外支出           | 87          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 18619 | 19958 | 21214 | 22563 | <b>利润总额</b>     | 1933        | 1651         | 1806         | 2000         |
| <b>流动负债</b>    | 5189  | 5818  | 6065  | 6291  | 所得税             | 33          | 28           | 30           | 34           |
| 短期借款           | 0     | 1000  | 1200  | 1200  | <b>净利润</b>      | 1901        | 1623         | 1776         | 1966         |
| 应付账款           | 2660  | 2487  | 2524  | 2697  | 少数股东损益          | 96          | 82           | 90           | 99           |
| 其他流动负债         | 2529  | 2330  | 2341  | 2394  | <b>归属母公司净利润</b> | 1805        | 1541         | 1686         | 1867         |
| <b>非流动负债</b>   | 129   | 115   | 119   | 119   | EBITDA          | 1924        | 1544         | 1724         | 1896         |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.00        | 0.86         | 0.94         | 1.04         |
| 其他非流动负债        | 129   | 115   | 119   | 119   |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 5319  | 5932  | 6184  | 6410  |                 |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 568   | 650   | 740   | 839   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 股本             | 1796  | 1796  | 1796  | 1796  | <b>会计年度</b>     | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 资本公积           | 4443  | 4443  | 4443  | 4443  | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 留存收益           | 6418  | 7136  | 8051  | 9075  | 营业收入            | 10.1%       | -6.5%        | 1.5%         | 6.9%         |
| 归属母公司股东权益      | 12732 | 13375 | 14291 | 15315 | 营业利润            | 11.5%       | -10.2%       | 9.4%         | 10.7%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 18619 | 19958 | 21214 | 22563 | 归属于母公司净利润       | 6.5%        | -14.6%       | 9.4%         | 10.7%        |
|                |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 41.1%       | 40.4%        | 40.4%        | 41.0%        |
|                |       |       |       |       | 净利率(%)          | 4.6%        | 16.3%        | 14.8%        | 16.0%        |
|                |       |       |       |       | ROE(%)          | 14.2%       | 11.5%        | 11.8%        | 12.2%        |
|                |       |       |       |       |                 |             |              |              | 100.7        |
|                |       |       |       |       | ROIC(%)         | 217.5%      | 73.2%        | 82.8%        | %            |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 28.6%       | 29.7%        | 29.2%        | 28.4%        |
|                |       |       |       |       | 净负债比率(%)        | 0.1%        | 16.9%        | 19.4%        | 18.7%        |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 3.13        | 3.07         | 3.18         | 3.30         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 2.82        | 2.80         | 2.92         | 3.05         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.63        | 0.54         | 0.51         | 0.51         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 9           | 7            | 6            | 5            |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 2.66        | 2.41         | 2.51         | 2.55         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 1.00        | 0.86         | 0.94         | 1.04         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.21        | 0.17         | 0.86         | 1.04         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 7.09        | 7.45         | 7.96         | 8.53         |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 12.8        | 15.0         | 13.7         | 12.4         |
|                |       |       |       |       | P/B             | 1.82        | 1.73         | 1.62         | 1.51         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 6           | 7            | 6            | 6            |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>经营活动现金流</b> | 2165 | 302   | 1541  | 1865  |
| 净利润            | 1901 | 1623  | 1776  | 1966  |
| 折旧摊销           | 192  | 159   | 160   | 160   |
| 财务费用           | -107 | -266  | -242  | -264  |
| 投资损失           | -33  | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 19   | -760  | -157  | 4     |
| 其他经营现金流        | 193  | -455  | 4     | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -693 | -102  | 0     | 0     |
| 资本支出           | 146  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 564  | -91   | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 18   | -193  | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -580 | 323   | -329  | -579  |
| 短期借款           | 0    | 1000  | 200   | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -580 | -677  | -529  | -579  |
| <b>现金净增加额</b>  | 893  | 523   | 1212  | 1286  |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、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。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001