

夯实主业、稳步扩张

投资要点

- **业绩总结:** 新华文轩 2017 年实现营业收入 73.46 亿, 同比增长 15.57%; 实现归母净利润 9.24 亿, 同比增长 42.69%; 实现扣非净利润 7.26 亿, 同比增长 18.15%。在 2017 年传统出版普遍承受压力的大环境下, 新华文轩依旧实现较高增长, 体现了公司卓越的经营能力和战略布局眼光。
- **良好的销售增长弥补成本上升。** 从 2016 年, 纸张价格处于持续涨价的通道, 主流出版集团的纸张储备也开始逐步消耗, 导致纸质图书行业的整体利润率都承受一定的压力。新华文轩的综合毛利率也从 2016 年的 37.43% 下降到 2017 年的 36.20%。但是, 虽然成本端推动毛利率下滑, 但是公司收入端却实现了明显的增长: 公司发行业务实现收入约 64 亿, 同比增长约 13%。**出版业务在 2017 年快速发展,** 开卷网数据显示, 文轩出版在全国总体市场排名第 15 位, 比 2016 年上升 4 个位次, 比 2015 年上升 11 个位次。出版业务在 2017 年实现收入约 21 亿, 同比增长约 19%, 增长速度明显超过成本增长速度, 推动公司整体利润出现增长。其中, 公司的一般图书的出版业务实现收入 5.76 亿, 同比增长 94%; 教育信息化及相关设备业务也实现了收入约 6.11 亿, 同比增长超过 69%。整体而言, 2017 年新华文轩在主业上通过优秀的选材和销售策略以及积极的布局信息技术领域, 实现了较快的增长。
- **旗下投资基金参股多家类互联网科技类企业。** 新华文轩旗下投资公司文轩投资有限公司参与的基金前期投资了包括“天下秀”、“大街网”等互联网企业; 同时文轩投资参与的基金还有投资澜起科技等科技类企业。从公开的信息来看, 新华文轩参与这些企业的比例虽然不是特别高, 但是这些投资为上市公司业务未来进一步“接网”打开想象空间。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.73 元、0.81 元, 对应的 PE 为 18 倍、18 倍、16 倍。2018 年的盈利预测相比 2017 年有所下降, 原因是 2017 年有约 2 亿的非经常性损益, 其中包括约 1.6 亿的资产处置收益, 所以, 如果剔除非经常性损益, 2018 年公司依旧保持了较为稳定的增长。考虑到公司稳健的经营模式和有效的安全边际, 以及较为广泛的互联网投资布局, 我们给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨的风险、国家政策出现明显变动的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7345.88	8234.57	9242.68	10411.63
增长率	15.57%	12.10%	12.24%	12.65%
归属母公司净利润(百万元)	923.84	873.92	900.23	998.49
增长率	42.69%	-5.40%	3.01%	10.92%
每股收益 EPS(元)	0.75	0.71	0.73	0.81
净资产收益率 ROE	11.52%	11.42%	10.52%	10.81%
PE	17	18	18	16
PB	2.00	2.10	1.88	1.74

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)	1.99
52 周内股价区间(元)	11.26-21.92
总市值(亿元)	157.81
总资产(亿元)	122.87
每股净资产(元)	6.51

相关研究

关键假设：

假设 1：发行业务：公司构建了强大的实体销售网络以及电商销售平台,拥有覆盖全省的 117 家分公司组成的教育服务网络、160 多家零售直营门店、遍布全国各大城市的 700 多家商超网点，以及“文轩网”“九月网”为核心的互联网销售平台。保守预计在 2018-2020 年，公司发行业务保持稳定发展，由于纸张价格的上涨，相比于 2017 年，公司毛利率相略有下降。

假设 2：出版业务：2016 年以来，在四川省“振兴四川出版”的战略部署下，公司加大对出版资源投入，推行“赛马机制”，整合内外部出版资源，出版业务呈现出快速发展态势，预计 2018-2020 年，公司出版业务仍将保持快速发展，由于公司对于出版业务资源投入的加大，毛利率略有下降。

表 1：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
发行	收入	6452.4	7097.6	7807.4	8588.1
	增速	13.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	28.76%	26.50%	26.50%	26.50%
出版	收入	2070.2	2277.2	2505.0	2755.5
	增速	18.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	30.8%	28.5%	28.5%	28.5%
其他	收入	196.4	353.5	565.6	791.9
	增速	97.7%	80.0%	60.0%	40.0%
	毛利率	12.6%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	收入	147.6	169.8	195.2	224.5
	增速	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	86.9%	86.0%	86.0%	86.0%
内部抵消	收入	-1520.7	-1663.6	-1830.5	-1948.3
	增速	15.7%	9.4%	10.0%	6.4%
合计	收入	7,345.9	8,234.6	9,242.7	10,411.6
	增速	15.6%	12.1%	12.2%	12.6%
	毛利率	36.20%	35.80%	35.45%	35.39%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7345.88	8234.57	9242.68	10411.63	净利润	916.48	866.95	893.05	990.53
营业成本	4686.98	5286.89	5965.84	6726.51	折旧与摊销	128.91	158.89	158.89	159.52
营业税金及附加	37.58	38.52	45.20	50.57	财务费用	-24.36	5.67	5.98	6.66
销售费用	892.52	988.15	1113.74	1252.86	资产减值损失	80.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	1071.01	1152.84	1311.84	1471.04	经营营运资本变动	-437.38	201.59	-69.70	19.70
财务费用	-24.36	5.67	5.98	6.66	其他	-318.78	11.53	-82.15	-77.24
资产减值损失	80.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	345.62	1244.63	906.07	1099.18
投资收益	272.15	70.00	70.00	70.00	资本支出	-136.88	0.00	0.00	-13.23
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	544.25	420.69	70.00	70.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	407.36	420.69	70.00	56.77
营业利润	941.67	832.51	870.09	973.98	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.63	37.93	27.01	21.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	917.04	870.43	897.10	995.03	股权融资	-46.88	0.00	0.00	0.00
所得税	0.56	3.48	4.05	4.49	支付股利	0.00	0.00	0.00	-315.08
净利润	916.48	866.95	893.05	990.53	其他	-514.70	-1236.29	-5.98	-6.66
少数股东损益	-7.36	-6.97	-7.18	-7.96	筹资活动现金流净额	-561.58	-1236.29	-5.98	-321.74
归属母公司股东净利润	923.84	873.92	900.23	998.49	现金流量净额	191.41	429.03	970.09	834.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1885.68	2314.72	3284.81	4119.02	成长能力				
应收和预付款项	1458.65	1443.75	1728.40	1887.13	销售收入增长率	15.57%	12.10%	12.24%	12.65%
存货	1764.45	1993.46	2239.78	2553.39	营业利润增长率	74.79%	-11.59%	4.51%	11.94%
其他流动资产	1475.12	1314.33	1484.73	1668.94	净利润增长率	45.46%	-5.40%	3.01%	10.92%
长期股权投资	356.59	356.59	356.59	356.59	EBITDA 增长率	58.98%	-4.70%	3.80%	10.17%
投资性房地产	70.69	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1915.89	1792.98	1670.08	1559.77	毛利率	36.20%	35.80%	35.45%	35.39%
无形资产和开发支出	885.90	851.82	817.74	783.67	三费率	26.40%	26.07%	26.31%	26.23%
其他非流动资产	2473.75	2471.84	2469.93	2468.02	净利率	12.48%	10.53%	9.66%	9.51%
资产总计	12286.71	12539.49	14052.05	15396.52	ROE	11.52%	11.42%	10.52%	10.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.46%	6.91%	6.36%	6.43%
应付和预收款项	3820.59	4290.66	4850.47	5461.21	ROIC	28.14%	24.07%	26.38%	29.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.24%	12.11%	11.20%	10.95%
其他负债	509.29	655.67	715.38	773.66	营运能力				
负债合计	4329.88	4946.33	5565.85	6234.86	总资产周转率	0.60	0.66	0.70	0.71
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	5.54	6.68	8.33	10.49
资本公积	2572.59	2572.59	2572.59	2572.59	应收账款周转率	7.07	6.55	6.76	6.67
留存收益	2990.25	3864.17	4764.40	5447.81	存货周转率	2.72	2.76	2.72	2.73
归属母公司股东权益	8027.30	7670.60	8570.83	9254.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.13%	—	—	—
少数股东权益	-70.48	-77.45	-84.62	-92.58	资本结构				
股东权益合计	7956.82	7593.15	8486.20	9161.66	资产负债率	35.24%	39.45%	39.61%	40.50%
负债和股东权益合计	12286.71	12539.49	14052.05	15396.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	1.47	1.61	1.68
					速动比率	1.15	1.05	1.20	1.26
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	31.56%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1046.22	997.07	1034.96	1140.16	每股收益	0.75	0.71	0.73	0.81
PE	17.24	18.23	17.69	15.95	每股净资产	6.45	6.15	6.88	7.43
PB	2.00	2.10	1.88	1.74	每股经营现金	0.28	1.01	0.73	0.89
PS	2.17	1.93	1.72	1.53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.26
EV/EBITDA	10.87	11.19	9.85	8.21					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	1.98%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn