



教辅政策影响中期业绩

——2018年半年报点评

分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

执业证书编号：S0870510120025

基本数据 (2018H)

报告日股价 (元)	12.18
12mth A 股价格区间 (元)	11.20-16.40
总股本 (百万股)	1796.00
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	218.75
每股净资产 (元)	7.17
PBR (X)	1.70
DPS (Y2017, 元)	0.60

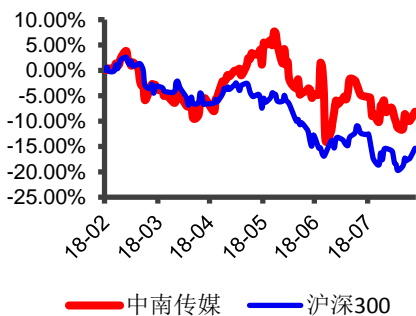
主要股东 (2018H)

湖南出版投资控股集团有限公司	61.46%
香港中央结算有限公司 (陆股通)	6.03%

收入结构 (2017Y)

发行业务	73.49%
出版业务	25.21%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2018年半年报，上半年公司实现营业收入41.61亿元，较上年同期下降15.70%；归属于上市公司股东的净利润为6.36亿元，较上年同期下降28.00%，每股EPS为0.35元。

■ 事项点评

教辅政策调整影响持续，公司盈利同比下滑。

公司上半年业绩低于预期，上半年收入41.61亿，同比下降15.70%，收入下降的主要原因：一是公司积极响应国家中小学生学习减负的号召，在教辅发行业务上减少应试类教辅发行力度；二是受湖南省规范市场类教辅政策影响，上半年公司市场类教辅业务收入和利润持续受到影响，出版和发行业务营收分别同比下滑15.7%和26.1%。主要负责省内市场化教辅业务的湖南省新华书店营业收入与净利润同比下降29.2%和42.1%。图书出版方面，一般图书实现销售码洋4.28亿元，同比增长22.6%，全国图书零售市场码洋占有率为3.15%，位列全国第一方阵。作文、科普图书品牌在细分市场排名第一，原创文学、心理自助品牌排名第二，学术文化、音乐品牌排名第三。一般图书实现销售收入1.92亿元，同比增长20%。以IP资源为核心的全版权运营持续深化。

积极调整产品，布局数字教育。

公司积极调整产品体系，公司将结合湖南基础教育实际，发挥多年深耕教育出版的优势，编写更具针对性、适用性、科学性的教辅品种，积极创新营销方式，通过产业和渠道升级，更好地服务中小学生学习。数字教育方面，相继布局了天闻数媒、贝壳网、中南迅智等数字教育主体。持续优化天闻数媒CCE产品运营，加快推动ECO云开放平台商用，加快“校比邻”App推广；进一步强化贝壳网资源积累和产品研发，扩大省内中小学教师覆盖范围；力推中南迅智A佳教育项目，力争在市场和营收上实现新突破。

报告编号：TWF-CT19

■ 风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：市场竞争加剧风险、教辅教材需求下滑风险、转型不达预期风险等。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

预计公司 18、19 年实现 EPS 为 0.752、0.828 元，以 8 月 27 日收盘价 12.18 元计算，动态 PE 分别为 15.87 倍和 14.41 倍。WIND 传媒行业上市公司 18 年预测市盈率中值为 13.77 倍。公司的估值高于行业市盈率中值。

我们看好公司在教材教辅产品方面的积极调整及出版行业码洋占有率的稳步提升，公司湖南省内传媒龙头地位依然稳固。短期公司受到教材教辅政策调整影响，预计下半年影响将逐渐减弱，结合公司当前估值，我们维持公司“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10360.10	9531.29	10074.57	11132.41
年增长率	-6.70%	-8.00%	5.70%	10.50%
归属于母公司的净利润	1513.19	1350.96	1486.92	1693.86
年增长率	-16.15%	-12.01%	10.06%	13.92%
每股收益 (元)	0.840	0.752	0.828	0.943
PER (X)	14.50	15.87	14.41	12.65

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	12109.6	13685.8	14858.24	16697.4
应收和预付款项	1670.37	924.09	1816.71	1210.16
存货	1329.89	959.86	1441.05	1190.56
其他流动资产	1045.97	1045.97	1045.97	1045.97
长期股权投资	46.85	46.85	46.85	46.85
投资性房地产	253.21	219.47	185.74	152.00
固定资产和在建工程	1384.60	1092.99	801.38	509.78
无形资产和开发支出	700.67	613.47	526.27	439.07
其他非流动资产	349.92	336.95	323.98	323.98
资产总计	18891.1	18925.5	21046.19	21615.8
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	3848.23	2996.76	4142.50	3601.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1111.41	1111.41	1111.41	1111.41
负债合计	4959.64	4108.17	5253.91	4712.83
股本	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00
资本公积	4407.94	4407.94	4407.94	4407.94
留存收益	7107.58	7890.05	8751.27	9732.36
归属母公司股东权益	13311.5	14093.9	14955.22	15936.3
少数股东权益	619.93	723.30	837.06	966.67
股东权益合计	13931.5	14817.3	15792.28	16902.9
负债和股东权益合计	18891.1	18925.5	21046.19	21615.8

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1976.65	1854.49	1477.00	2196.96
投资活动现金流	-581.98	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-983.07	-278.29	-304.57	-357.78
净现金流	411.58	1576.20	1172.43	1839.18

数据来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10360	9531.29	10074.57	11132.41
营业成本	6323.9	5957.06	6246.24	6846.43
营业税金及附加	58.59	53.90	56.98	62.96
营业费用	1262.1	1161.09	1227.27	1356.14
管理费用	1266.8	1165.43	1231.86	1361.21
财务费用	-101.47	-290.20	-321.12	-355.00
资产减值损失	155.37	0.00	0.00	0.00
投资收益	60.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0/00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1672.5	1484.01	1633.35	1860.68
营业外收支净额	-23.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	1649.3	1484.01	1633.35	1860.68
所得税	36.21	29.68	32.67	37.21
净利润	1613.1	1454.33	1600.68	1823.46
少数股东损益	99.91	103.37	113.77	129.60
归属母公司净利润	1513.2	1350.96	1486.92	1693.86

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	-6.70%	-8.00%	5.70%	10.50%
EBIT 增长率	-27.3%	-9.88%	9.92%	14.74%
EBITDA 增长率	-24.6%	6.62%	7.31%	10.39%
净利润增长率	-16.2%	3.46%	10.06%	13.92%
毛利率	38.96%	37.50%	38.00%	38.50%
EBIT/总收入	12.79%	12.53%	13.03%	13.53%
EBITDA/总收入	14.66%	16.99%	17.25%	17.23%
销售净利率	13.57%	15.26%	15.89%	16.38%
资产负债率	26.25%	21.71%	24.96%	21.80%
流动比率	3.28	4.08	3.67	4.30
速动比率	2.80	3.58	3.19	3.83
总资产回报率 (ROA)	7.01%	6.31%	6.23%	6.97%
净资产收益率 (ROE)	9.81%	9.59%	9.94%	10.63%

分析师承诺

滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。