2018 年 08 月 31 日
证券研究报告•2018 半年报点评
中南传媒（601098）传媒

增持（首次）
当前价：12.24 元
目标价：13.48 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

一般图书表现出色，下半年教辅整治影响改善

投资要点

- **事件：**中南传媒发布 2018H1 半年报，因受湖南省市场类教辅整治政策影响，18H1 营收及业绩下降，实现营业收入 41.6 亿元，同比下降 15.7%，实现归母净利润 6.4 亿元，同比下降 28%，实现归母扣非净利润 6.0 亿元，同比下降 31.6%，业绩符合预期。**一般图书及财务公司表现优异。**上半年一般图书销售码洋 4.3 亿元（+22.6%），实现营收 1.9 亿元（+20.2%），毛利率上升 6.4 个百分点至 42.4%。同时财务公司业绩创历史新高，上半年实现营收 2 亿元（+16.8%），实现净利润 1.3 亿元（+48.6%）。

- **图书出版及发行业务：出版业务深化 IP 运营；发行模式转型；预计下半年教辅政策影响减小。**出版业务上半年公司在全国图书零售市场的码洋占有率为 3.2%，居行业第一方阵；同时公司深化以 IP 为核心的全版权运营：岳麓书社推进“名家讲名著”系列，且与优酷合作“唐浩明讲解曾国藩”；并与汪涵团队设立湖南澡雪新媒科技有限公司，推动 IP 数字化运营；博集影业《金牌投资人》、《法医秦明 2》相继上线。发行业务则继续深化发行模式转型升级，“阅达书城”全省中心门店已上线运营，“阅达教育”平台已进入试运行阶段，同时推进以区域经理为主的新市场营销机制；上半年因教辅政策影响发行业务营收降幅较大，考虑到整治开始于 2017 年秋季，预计下半年发行收入降幅有所改善。

- **其他业务：传媒业务向网络媒体扩张；积极布局数字教育；财务公司获同业存单及结构性存款许可。**传统报媒走弱，公司向网媒积极扩张，布局红网、大湘网、枫网；上半年融媒体平台“红网云”上线，已与 70 多个市州、区县合作，红网时刻 LED 联播网体系更加完善。数字教育方面，相继布局天闻数媒、贝壳网、中南迅智等数字教育主体；上半年子公司天闻数媒设立深圳研发中心，推出“新中高考智能综合解决方案”；数字教育产品已服务 5000 所学校 1200 万师生，旗下产品有互动教学产品 AiClass 云课堂、智慧教育管理产品 AiCloud 教育云、“校比邻”APP 等。金融服务方面，财务公司业绩创新高，并获同业存单及结构性存款许可；泊富基金共达成四项投资协议，完成出资约 1.1 亿元。

- **盈利预测与评级。**预计中南传媒 2018-2020 年 EPS 分别为 0.77/0.80/0.83 元，对应的 PE 分别为 16 倍、15 倍、15 倍。给予 2018 年 17.5 倍 PE 估值，目标价 13.48 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**纸张价格上涨的风险；市场类教辅政策进一步趋严风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10360.10	9914.76	10418.30	10886.87
增长率	-6.70%	-4.30%	5.08%	4.50%
归属母公司净利润（百万元）	1513.19	1384.20	1445.21	1483.96
增长率	-16.15%	-8.52%	4.41%	2.68%
每股收益 EPS（元）	0.84	0.77	0.80	0.83
净资产收益率 ROE	11.58%	9.83%	9.45%	9.00%
PE	15	16	15	15
PB	1.67	1.55	1.44	1.33

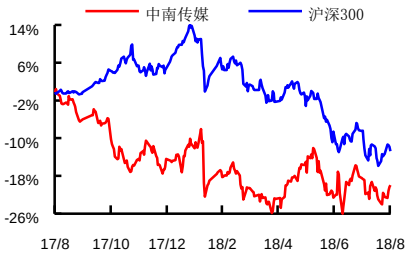
数据来源：Wind，西南证券

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：杭爱
电话：010-57758568
邮箱：ha@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)	17.96
流通 A 股(亿股)	17.96
52 周内股价区间(元)	11.42-16.33
总市值(亿元)	219.83
总资产(亿元)	200.72
每股净资产(元)	7.17

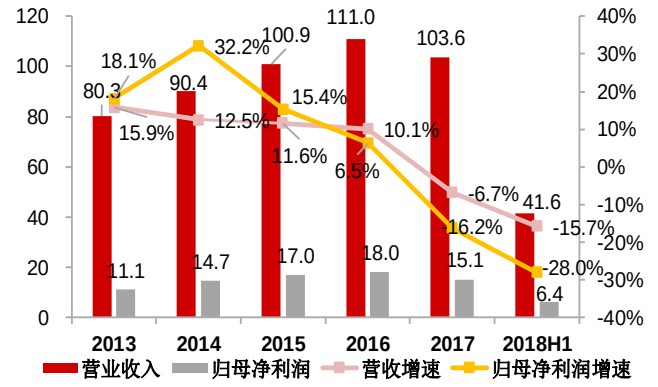
相关研究

1 18H1 教辅拉低业绩，一般图书、财务公司表现亮眼

受湖南省市场类教辅整治影响，2017-2018H1 营收及归母净利润下降。2013 年以来公司营收稳步增长，整体增速平稳，因 2017 年秋季开学湖南省市场类教辅开启专项整治，2017-2018H1 营收增速增速下滑。2018 年 H1 营收 41.6 亿元，同比下降 15.7%。2013-2018H1 期间受图书行业整体趋势影响，归母净利润增长乏力，2014 年因子公司天闻数媒净利润大涨，涨幅达 17.6 倍，使得净利润增速上升，2017-2018H1 同因教辅图书整治原因归母净利润有所下降，2018H1 归母净利润 6.4 亿元，同比下降 28%。因市场类教辅整治政策自 2017 年秋季开始，同比基数下降原因，预计 2018H2 营收及净利润增速有所改善。

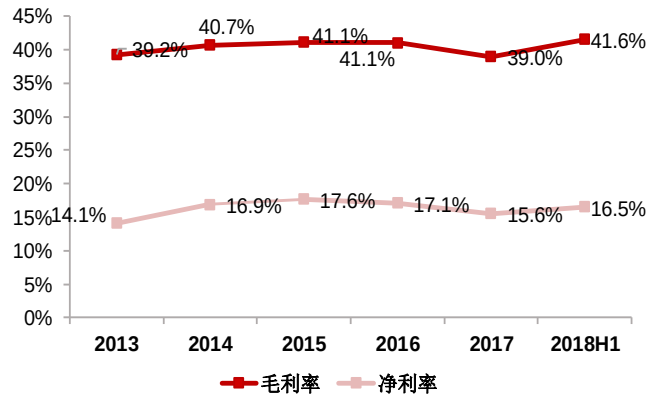
盈利能力稳定，毛利率、净利率整体平稳。2013-2018H1 公司毛利率、净利率整体平稳，2017 年同因市场类教辅政策因素两者有所下降，2018H1 因一般图书出版业务毛利率上升 6.4 个百分点、财务公司净利润增长 48.6%原因，使得公司整体毛利率、净利率有回升。2018H1 公司毛利率、净利率分别为 41.6%、16.5%。

图 1：中南传媒营收、归母净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

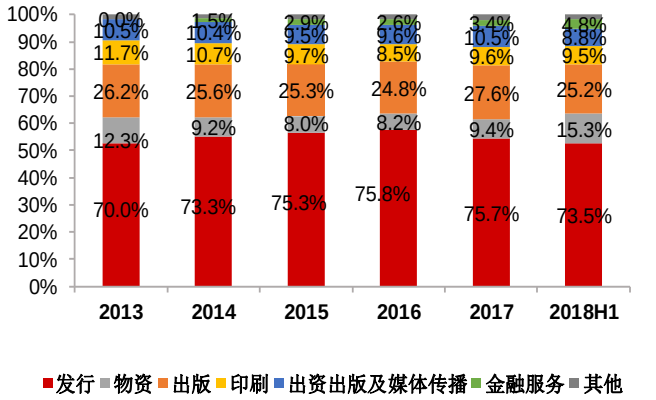
图 2：中南传媒历年毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

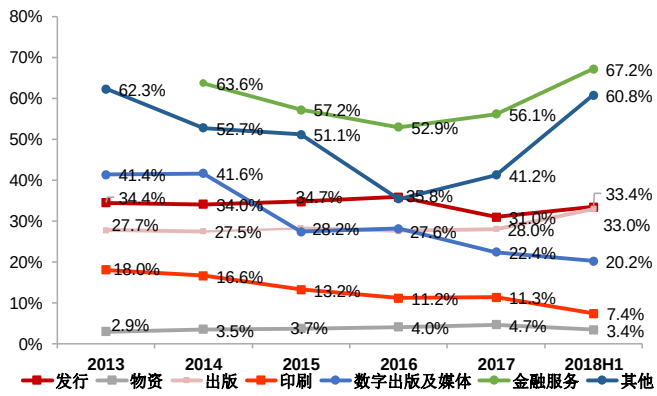
发行业务贡献 70%以上营收，出版业务贡献 25%左右营收，两项核心业务均毛利率稳定。2013-2018H1，发行业务占比维持在 70%以上，受市场类教辅政策影响 2018H1 占比下降至 73.5%，出版业务占比维持在 25%以上，2018H1 为 25.2%。金融服务业务占比逐年上升，2018H1 占比 4.8%；因优化集中采购，物资业务 2018H1 占比上升至 15.3%；其他业务占比基本平稳。毛利率来看，金融服务毛利率最高，且有上升趋势；出版与发行两项核心业务毛利率稳定，2017 年因教辅政策影响发行业务毛利率有微降；因报媒等传统媒体毛利率下降，数字出版及媒体传播业务毛利率整体走低；受行业趋势及纸张价格影响，印刷业务毛利率有下降趋势；其他业务占比较小，对利润影响较小。2018H1 因一般图书出版业务毛利上升，出版业务整体毛利率 33%，上升 5 个百分点；2018H1 发行业务毛利率 33.4%。

图 3：中南传媒营收构成情况



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：图中未纳入内部抵销，因此占比合计超 100%。

图 4：中南传媒各业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 下半年教辅政策影响改善，积极深化 IP 运营和发行模式转型

- **出版业务：**上半年公司在全国图书零售市场的码洋占有率为 3.2%，位列第一方阵，其中作文、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。一般图书出版业务逆势上涨，上半年销售码洋 4.3 亿，同比上涨 22.6%，实现营收 1.9 亿，同比上涨 20.2%，毛利率上升 6.4 个百分比至 42.2%。

表 1：一般图书业务 2018H1 经营数据

	销售码洋 （亿）			营业收入 （亿）			毛利率(%)		
	去年同期	本期	增长率	去年同期	本期	增长率	去年同期	本期	增长率
一般图书出版业务	3.5	4.3	22.6%	1.6	1.9	20.2%	35.8%	42.2%	增加 6.44Pct

数据来源：公司公告，西南证券整理

同时继续深化以 IP 资源为核心的全版权运营：岳麓书社推进“名家讲名著”系列，且与优酷合作“唐浩明讲解曾国藩”；与汪涵团队设立湖南澡雪新媒科技有限公司，推动 IP 数字化运营；博集影业《金牌投资人》、《法医秦明 2》相继上线，口碑、网播量均表现优异。

- **发行业务：**继续深化发行模式转型升级。“阅达书城”完成全省中心门店上线运营工作，“阅达教育”平台完成开发并进入试运行阶段，同时积极推进以区域经理为主体的新型市场营销机制。因受市场类教辅整治影响，上半年新华书店业绩下降较大，考虑到市场类教辅整治于 2017 下半年开始，预计 2018 下半年增速有所改善。

- **传媒业务：**“红网云”正式上线，已与 70 多个市州和区县建立合作；红网时刻 LED 联播网体系更加完善，长沙 27 块大屏，益阳等地 18 块大屏，800 多块电梯小屏进入湖南省企事业单位；枫网移动端已聚集超 600 万老年粉丝；快乐老人大学大学已有 14 个，招生过万。

- **数字教育业务：**天闻数媒新设深圳研发中心，主攻“互联网+”与人工智能技术教育应用；推出“新中高考智能综合解决方案”；截止上半年，天闻数媒数字教育产

品已服务 5000 所学校，1200 万师生，其中核心互动教学产品 AiClass 云课堂项目学校总数突破 3700 所，智慧教育管理产品 AiCloud 教育云区级平台总数达 16 个；“校比邻”APP 新增 44 万注册用户数，总数逾 150 万。贝壳网注册用户超 170 万。

- **金融服务业务：**公司金融服务业务下设湖南出版投资控股集团财务有限公司和泊富基金。上半年财务公司获准开展同业存单与结构性存款业务，并实现营收近 2 亿元，同比增长 16.8%，实现净利润 1.3 亿元，同比增长 48.6%；泊富基金上半年达成四项投资协议，完成出资约 1.1 亿元。

3 盈利预测与估值

关键假设：

- 假设 1：出版、发行政策不发生重大改变；
- 假设 2：纸张价格涨幅不超过 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
发行	收入	7841.5	7292.6	7511.4	7661.6
	增速	-6.8%	-7.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
出版	收入	2858.4	2801.2	2857.2	2914.4
	增速	3.6%	-2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	28.0%	28.0%	29.0%	29.0%
物资	收入	974.4	1032.9	1094.8	1160.5
	增速	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	4.7%	3.5%	3.5%	3.5%
印刷	收入	996.6	1016.6	1036.9	1057.6
	增速	5.6%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	11.3%	8.0%	8.0%	8.0%
数字出版与媒体传播	收入	1085.7	1064.0	1095.9	1128.8
	增速	1.8%	-2.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	22.4%	20.0%	20.0%	20.0%
金融服务	收入	349.1	436.4	545.5	681.8
	增速	22.7%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	56.1%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务	收入	265.8	271.1	276.5	282.1
	增速	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	41.2%	55.0%	55.0%	55.0%
内部抵销		-4011.50	-4,000.00	-4,000.00	-4,000.00

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	10360.1	9914.8	10418.3	10886.9
	增速	-6.7%	-4.3%	5.1%	4.5%
	毛利率	39.0%	39.7%	39.6%	39.4%

数据来源：Wind，西南证券

预计中南传媒 2018-2020 年 EPS 分别为 0.77/0.80/0.83 元，对应的 PE 分别为 16 倍、15 倍、15 倍。我们选取 A 股上市公司中主业为出版、发行的文化传媒公司进行对比，2018 年行业平均估值水平为 17.5 倍 PE，跟随行业估值水平，中南传媒目标价 13.48 元。考虑到 1）上半年业绩下降主要因湖南省市场类教辅整治影响，而下半年教辅政策对业绩影响将改善；2）公司市场占有率居同行前列；3）上半年一般图书毛利率上涨等因素，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值对比

可比公司	市值（亿元）	最新收盘价（元）	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
中文传媒	153.78	11.16	1.21	1.41	1.60	9.20	7.93	6.99
读者传媒	32.66	5.67	0.15	0.22	0.24	37.98	26.34	23.16
新华文轩	89.87	8.83	0.74	0.80	0.88	11.90	11.04	10.02
长江传媒	72.21	5.95	0.54	0.59	0.67	11.09	10.06	8.8
均值			-	-	-	17.54	13.84	12.24

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10360.10	9914.76	10418.30	10886.87
营业成本	6323.99	5979.42	6292.01	6601.06
营业税金及附加	58.59	53.83	53.73	57.14
销售费用	1262.06	1215.30	1274.40	1332.63
管理费用	1266.77	1190.78	1258.80	1312.79
财务费用	-101.47	4.76	5.38	5.49
资产减值损失	155.37	0.00	0.00	0.00
投资收益	60.75	40.00	40.00	40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1672.51	1510.66	1573.97	1617.76
其他非经营损益	-23.20	-2.00	-2.00	-2.00
利润总额	1649.31	1508.66	1571.97	1615.76
所得税	36.21	33.13	34.52	35.48
净利润	1613.09	1475.54	1537.45	1580.28
少数股东损益	99.91	91.34	92.25	96.33
归属母公司股东净利润	1513.19	1384.20	1445.21	1483.96

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1613.09	1475.54	1537.45	1580.28
折旧与摊销	194.06	469.50	469.50	469.50
财务费用	-101.47	4.76	5.38	5.49
资产减值损失	155.37	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	100.60	-1.38	32.53	74.61
其他	8.88	-59.32	-33.56	-42.15
经营活动现金流净额	1970.54	1889.10	2011.31	2087.75
资本支出	-25.70	0.00	0.00	0.00
其他	-556.27	40.00	40.00	40.00
投资活动现金流净额	-581.98	40.00	40.00	40.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-35.52	0.00	0.00	0.00
支付股利	-898.00	-302.64	-276.84	-289.04
其他	-49.55	-101.81	-5.38	-5.49
筹资活动现金流净额	-983.07	-404.44	-282.22	-294.54
现金流量净额	405.47	1524.66	1769.09	1833.21

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	12803.91	14328.57	16097.65	17930.86
应收和预付款项	1670.37	1521.85	1625.50	1690.16
存货	1329.89	1257.00	1334.21	1419.06
其他流动资产	1118.98	1070.88	1125.27	1175.88
长期股权投资	46.85	46.85	46.85	46.85
投资性房地产	253.21	253.21	253.21	253.21
固定资产和在建工程	1384.60	1094.68	804.77	514.85
无形资产和开发支出	700.67	526.27	351.87	177.47
其他非流动资产	365.32	360.13	354.95	349.76
资产总计	19673.80	20459.44	21994.28	23558.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4028.62	3824.25	4020.60	4216.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1713.72	1627.88	1705.75	1782.75
负债合计	5742.34	5452.13	5726.35	5998.93
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	7010.53	8092.10	9260.47	10455.38
归属母公司股东权益	13311.52	14296.04	15464.41	16659.32
少数股东权益	619.93	711.27	803.51	899.84
股东权益合计	13931.45	15007.31	16267.92	17559.16
负债和股东权益合计	19673.80	20459.44	21994.28	23558.09

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	-6.70%	-4.30%	5.08%	4.50%
营业利润增长率	-9.03%	-9.68%	4.19%	2.78%
净利润增长率	-15.12%	-8.53%	4.20%	2.79%
EBITDA 增长率	-8.24%	12.45%	3.22%	2.14%
获利能力				
毛利率	38.96%	39.69%	39.61%	39.37%
三费率	23.43%	24.32%	24.37%	24.35%
净利率	15.57%	14.88%	14.76%	14.52%
ROE	11.58%	9.83%	9.45%	9.00%
ROA	8.20%	7.21%	6.99%	6.71%
ROIC	93.39%	115.79%	190.82%	469.61%
EBITDA/销售收入	17.04%	20.02%	19.67%	19.22%
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.49	0.49	0.48
固定资产周转率	7.64	8.11	11.17	16.93
应收账款周转率	8.52	8.32	8.82	8.76
存货周转率	3.87	3.63	3.83	3.83
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.69%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	29.19%	26.65%	26.04%	25.46%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.02	3.42	3.61	3.79
速动比率	2.78	3.18	3.37	3.55
股利支付率	59.34%	21.86%	19.16%	19.48%
每股指标				
每股收益	0.84	0.77	0.80	0.83
每股净资产	7.41	7.96	8.61	9.28
每股经营现金	1.10	1.05	1.12	1.16
每股股利	0.50	0.17	0.15	0.16

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1765.10	1984.93	2048.86	2092.76
PE	14.68	16.05	15.37	14.97
PB	1.67	1.55	1.44	1.33
PS	2.14	2.24	2.13	2.04
EV/EBITDA	4.74	3.45	2.48	1.55
股息率	4.04%	1.36%	1.25%	1.30%

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn