



教育出版业务经营稳健, 打造河南文化旗舰企业

——中原传媒 (000719) 深度报告

2018年09月18日

强烈推荐/首次

中原传媒 | 深度报告

报告摘要:

增长稳健持续的教育出版服务商。公司主要从事中小学教材、教辅的编制、印刷及发行业务, 服务于河南省内的中小学在校学生。2018年上半年, 公司主营收入及净利润分别为 40.98 亿元、3.43 亿元, 同比增速分别为 7.64%、6.38%; 发行板块实现收入 25.27 亿元, 其中教材教辅收入 20.39 亿元, 占比发行板块收入 81%, 一般图书收入 3.62 亿元, 占比发行板块 14%; 出版板块实现收入 7.55 亿元, 其中教材教辅收入 6.1 亿元, 占比出版板块收入 81%, 一般图书收入 1.27 亿元, 占比出版板块 17%。

领先同行, 提质增效实体书店渠道网络。公司旗下发行集团是河南省最大的出版物发行企业, 主要负责全省教材教辅、一般图书、音像、电子出版物的发行工作。公司在河南省拥有突出的发行能力, 旗下发行集团与所属 128 家市县新华书店及众多的城乡网点, 构成上下贯通、遍布全省城乡的出版物发行网络。近几年, 公司按照城市文化综合体、复合式书店和校园书店、社区书店三个层次的渠道体系架构, 正进行新一轮渠道建设, 从而拉动公司出版发行业务增长。

市场优势叠加政策优势, 教育出版大有可为。

1) 河南省是全国人口大省、教育资源大省, 幼儿教育、基础教育、职业教育、高等教育为公司教育出版服务提供了广阔的市场空间。2017 年河南省单个学生平均购买公司教材教辅的支出为 312 元, 中南传媒与山东出版分别为 866 元、503 元, 凸显公司所在的河南教育出版市场潜力较大;

2) 河南省免费教科书唯一供应商, 资质优势凸显。教材方面, 公司所属河南省新华书店发行集团有限公司继续成为河南省免费教科书唯一供应商; 同时公司是人民教育出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商; 教辅方面, 公司所属 8 家出版企业获得了河南省教育行政部门对全科教辅或部分学科教辅出版的行政许可。

公司盈利预测及投资评级。我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 7.53 亿元、8.06 亿元、8.69 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74 元、0.79 元、0.85 元, 对应 PE 分别为 9.5X、8.9X、8.2X。我们认为公司图书及教材教辅的出版和发行业务增长稳健, 因此我们给予公司 2018 年 12 倍 PE, 对应目标价 8.88 元, 给予“强烈推荐”评级。

郑阅钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

石伟晶

010-66554067 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.9-10.99
总市值 (亿元)	70.6
流通市值 (亿元)	46.03
总股本/流通 A 股 (万股)	102320/66714
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.31

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,889.68	8,174.47	9,230.24	10,069.6	10,909.9
增长率(%)	10.52%	3.61%	12.92%	9.09%	8.34%
净利润(百万元)	672.04	700.48	752.99	805.83	868.87
增长率(%)	-3.69%	4.23%	7.50%	7.02%	7.82%
净资产收益率(%)	10.11%	9.65%	9.56%	9.34%	9.21%
每股收益(元)	0.66	0.68	0.74	0.79	0.85
PE	10.61	10.29	9.51	8.89	8.24
PB	1.08	1.00	0.91	0.83	0.76

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目 录

1. 锐意进取，打造河南文化旗舰企业	4
1.1 两次资本运作，实现出版行业全产业链布局	4
1.2 公司收入及净利润保持增长趋势	5
1.3 全产业链经营，图书发行能力突出	6
2. 领先同行，提质增效实体书店渠道网络	8
2.1 传统出版发行市场稳定，数字出版市场保持较快增速	8
2.2 立足线下，提质增效公司实体书店渠道网络	10
3. 市场优势叠加政策优势，教育出版大有可为	12
3.1 人口大省，教育出版服务市场广阔	12
3.2 教材统一有利提升公司教材教辅市场占有率	13
4. 经营指标良好，处于行业第一梯队	14
5. 盈利预测及估值	15
5.1 盈利预测	15
5.2 估值	16
6. 风险提示	16

表格目录

表 1：2017 年新闻出版产业结构	9
表 2：《河南省“实体书店进校园”三年行动计划》目标任务	11
表 3：2015-2017 年河南、湖南、山东三省的小学初中高中在校人数	12
表 4：2015-2017 年各家教材教辅出版发行业务收入对比	12
表 5：2015-2017 年各家出版发行业务毛利率对比	12
表 6：2015-2017 年河南、湖南、山东三省单个学生教材教辅支出	13
表 7：中原传媒/中南传媒/山东出版资产负债对比	14
表 8：中原传媒/中南传媒/山东出版现金流状况对比	14
表 9：中原传媒/中南传媒/山东出版资产周转能力对比	15
表 10：2016-2020E 公司分业务营收预测	15
表 11：2016-2020E 公司营收及净利润预测	16
表 12：出版行业公司 PE 比较	16
表 13：公司盈利预测表	17

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：2014-2018 上半年公司主营收入	5
图 4：2014-2018 上半年公司归母净利润	5

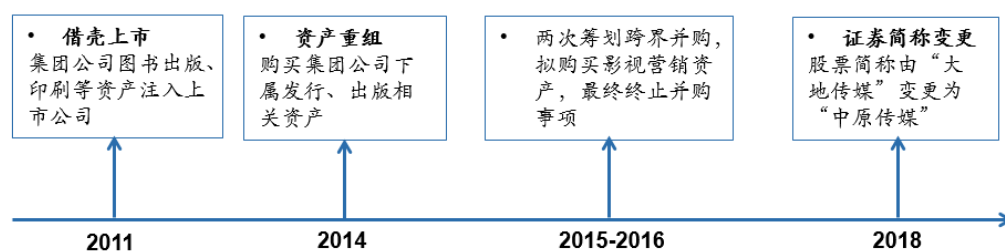
图 5：2014-2017 年公司三费率	5
图 6：公司各业务板块旗下子公司	6
图 7：2014-2017 年公司分项业务收入（亿元）	7
图 8：2014-2017 年公司分项业务收入占比	7
图 9：2014-2017 年公司各板块业务毛利率	7
图 10：2014-2018 年上半年公司发行业务分项收入（亿元）	8
图 11：2014-2018 年上半年公司出版业务分项收入（亿元）	8
图 12：2016-2017 年全国出版、印刷和发行服务收入及利润	8
图 13：2012-2017 年数字出版市场规模	9
图 14：三级实体渠道发行体系	10
图 15：公司持续推进三级实体渠道发行体系建设	11
图 16：教材统编提升河南省人教版教材市占率	13

1. 锐意进取，打造河南文化旗舰企业

1.1 两次资本运作，实现出版行业全产业链布局

公司是河南省最大的教材教辅提供商，主要从事中小学教材、教辅的编制、印刷及发行业务，服务于河南省内的中小学校在校学生。2011 年公司控股股东中原出版传媒集团将旗下出版、印刷等相关业务板块注入 ST 鑫安，实现借壳上市；2014 年，公司再次资产重组，购买控股股东旗下河南省新华书店发行等业务，打造“出版、印刷、发行、物资贸易”为一体的全产业链文化行业旗舰上市公司；2018 年，公司为提高在河南市场的品牌影响力及市场占有率，将股票简称由“大地传媒”变更为“中原传媒”。

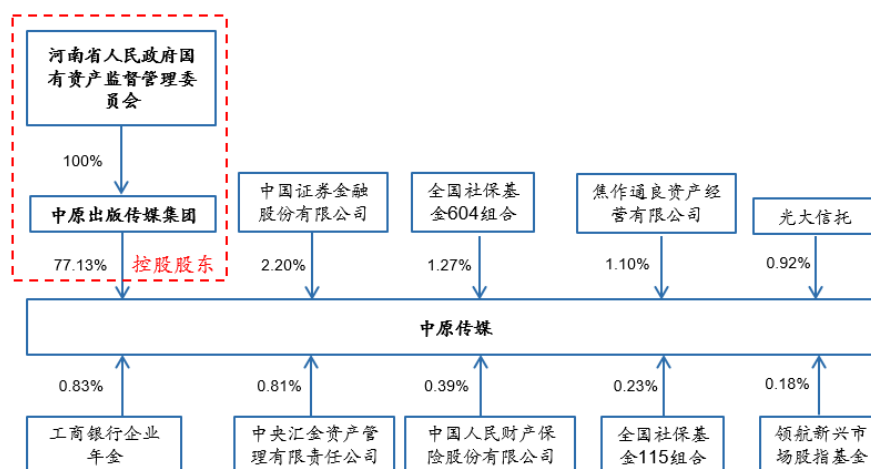
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司控股股东为中原出版传媒投资控股集团，实际控制人为河南省人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2018 年一季度，公司总股本 10.23 亿股，前十大股东合计持股占公司 85.06% 股本，控股股东持有公司 77.13% 股本，证金、中央汇金、海外 QFII（领航新兴市场股指基金）均进入公司前十大股东名单。

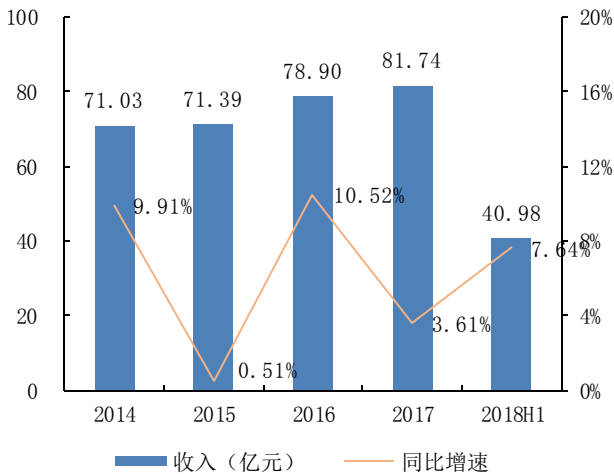
图 2：公司股权结构



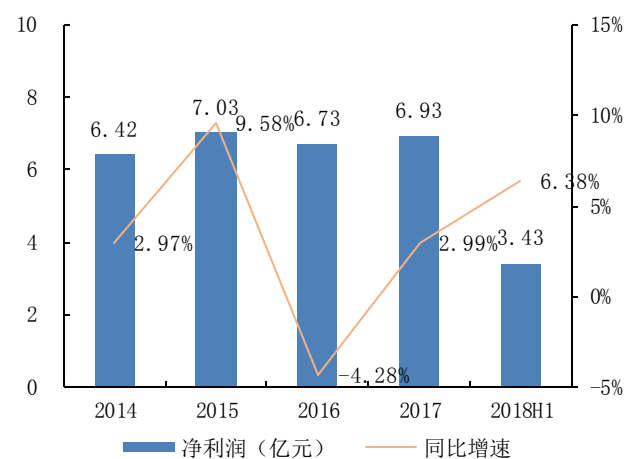
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司收入及净利润保持增长趋势

公司出版发行主业依旧保持增长趋势。其中 2014-2017 年, 公司主营收入由 71.03 亿元增长至 81.74 亿元, 年均复合增速为 4.79%; 公司归母净利润由 6.42 亿元增长至 6.93 亿元, 年均复合增速为 2.58%。2018 年上半年, 公司主营收入及净利润分别为 40.98 亿元、3.43 亿元, 同比增速分别为 7.64%、6.38%, 实现大个位数增长, 显示公司仍具有成长价值。

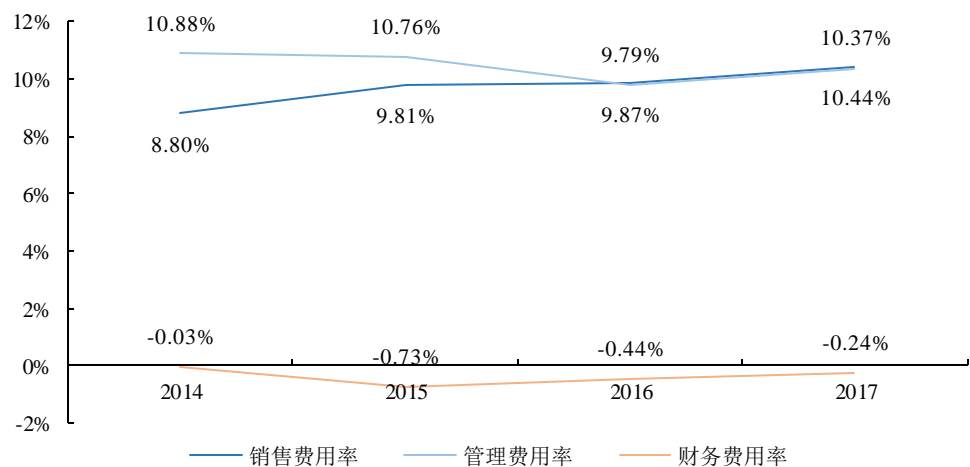
图 3: 2014-2018 上半年公司主营收入


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 2014-2018 上半年公司归母净利润


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司三费率整体保持稳定。2014-2017 年, 公司销售费用率由 8.80% 提升至 10.44%, 主要原因为公司销售费细分项目中工资及广告宣传费两科目逐年增长所致。

图 5: 2014-2017 年公司三费率


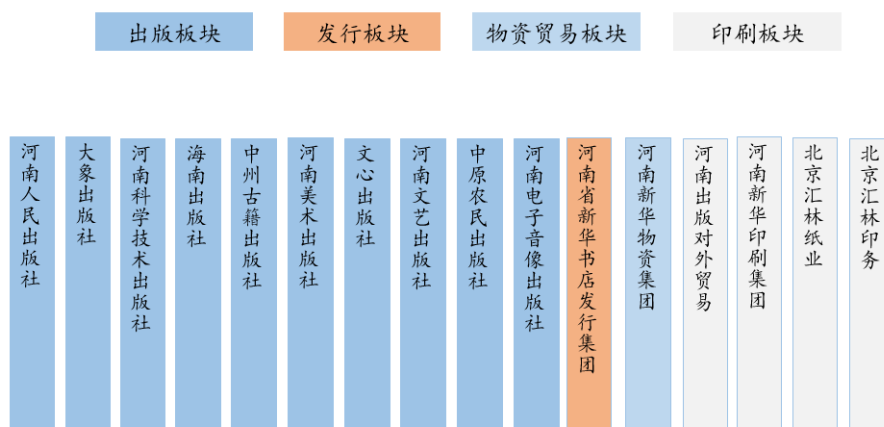
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 全产业链经营，图书发行能力突出

公司出版产业链布局完善，实现“出版、发行、印刷、物资贸易”为一体的全产业链经营模式。

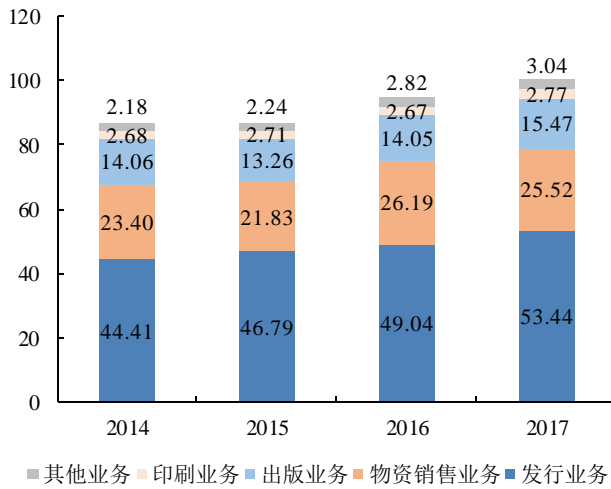
- ◆ 出版板块：公司旗下大象出版社为全国优秀出版社，河南科学技术出版社等 4 家出版社为全国良好出版社；
- ◆ 发行板块：发行集团及郑州市店拥有 18 个省辖市新华书店、110 个县级新华书店、1300 余处网点构成的覆盖全省城乡的发行网络；
- ◆ 印刷板块：拥有河南、北京两个大型图书印刷基地；
- ◆ 物资贸易板块：以河南、北京、深圳三地为中心，业务辐射区域不断扩大。

图 6：公司各业务板块旗下子公司

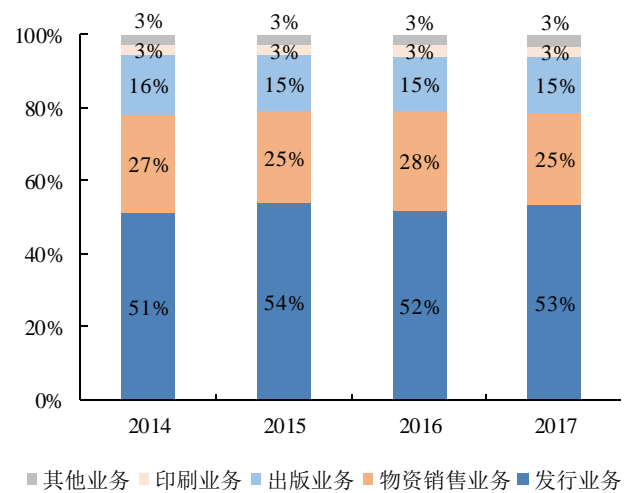


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图书发行业务占比主营收入过半，并保持稳定增长。公司主营收入主要来自出版、发行、物资贸易、印刷四大业务板块，各业务板块收入占比保持稳定，2017 年，发行业务收入占比总营收 53%，物资贸易业务收入占比总营收 25%，出版业务收入占比总营收 15%，印刷业务收入占比总营收 3%。

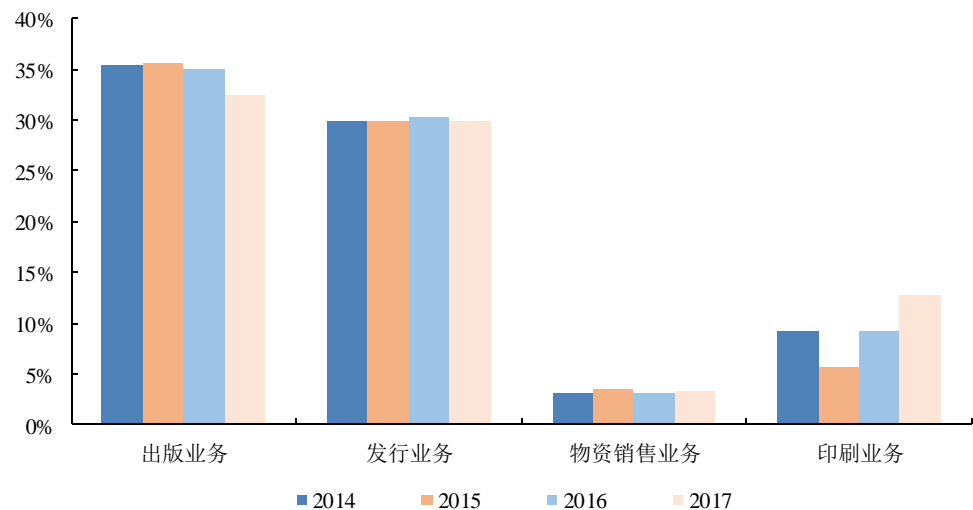
图 7：2014-2017 公司分项业务收入（亿元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：2014-2017 公司分项业务收入占比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

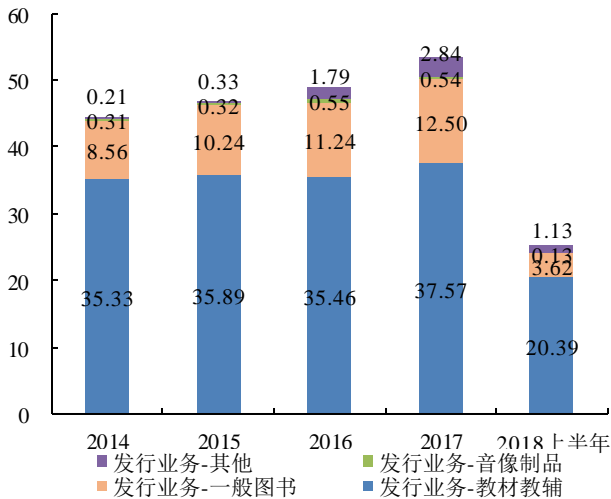
公司四大业务板块毛利率基本稳定，其中出版业务与发行业务毛利率较高，物资贸易与印刷业务毛利率相对不高。2017 年，公司出版业务毛利率较 2016 年降低 2.6 个百分点，主要受一般图书品类毛利率下降拖累；印刷业务毛利率呈现上升趋势，主要源于公司不断深化整合印制资源，另外“中原大地云印刷管理服务平台”搭建全面完成，提高印刷效率。

图 9：2014-2017 年公司各板块业务毛利率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

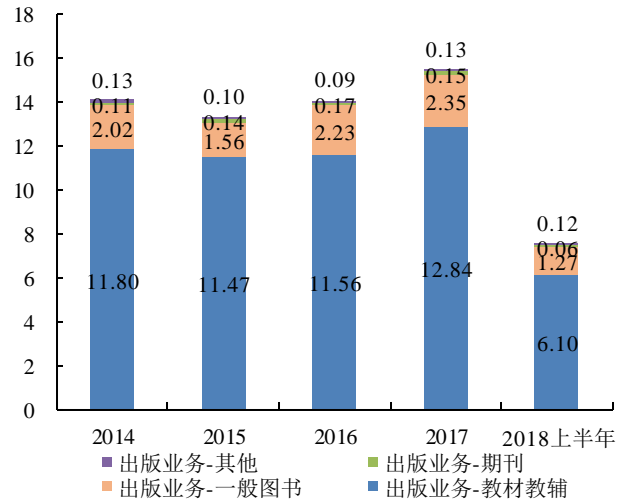
教材教辅与一般图书构成出版发行业务主要产品品类。2018年，公司发行板块实现收入25.27亿元，其中教材教辅收入20.39亿元，占比发行板块收入81%，一般图书收入3.62亿元，占比发行板块14%，音像制品及其他收入占比较低；出版板块实现收入7.55亿元，其中教材教辅收入6.1亿元，占比出版板块收入81%，一般图书收入1.27亿元，占比出版板块17%，期刊及其他收入占比较低。

图 10：2014-2018 上半年公司发行业务分项收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11：2014-2018 上半年公司出版业务分项收入（亿元）



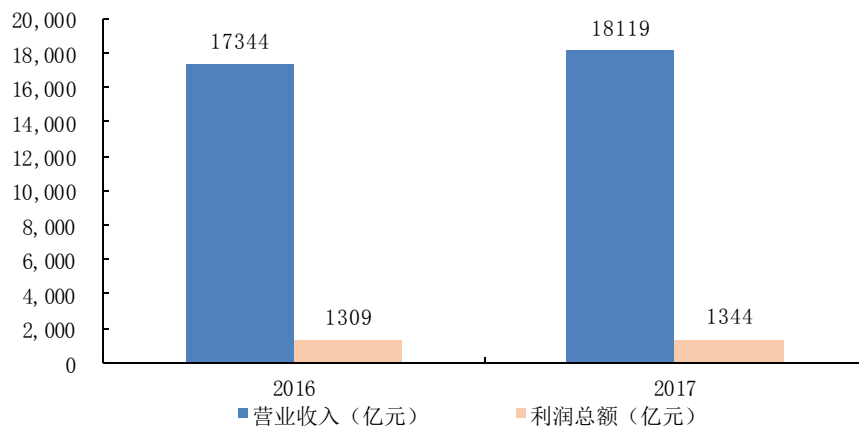
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 领先同行，提质增效实体书店渠道网络

2.1 传统出版发行市场稳定，数字出版市场保持较快增速

出版产业市场规模、效益稳步提升。根据国家新闻出版署发布《2017年新闻出版产业分析报告》，全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入18119.2亿元，较2016年同口径增长4.5%；利润总额1344.3亿元，增长2.7%。

图 12：2016-2017 年全国出版、印刷和发行服务收入及利润



资料来源：国家新闻出版广电总局，东兴证券研究所

图书出版、出版发行两大细分市场稳定, 合计规模超过 4000 亿。2017 年, 印刷复制市场规模 13156 亿元, 占比 72.61%; 出版发行市场规模 3180 亿元, 占比 17.55%; 图书出版市场规模 3180 亿元, 占比 4.85%。

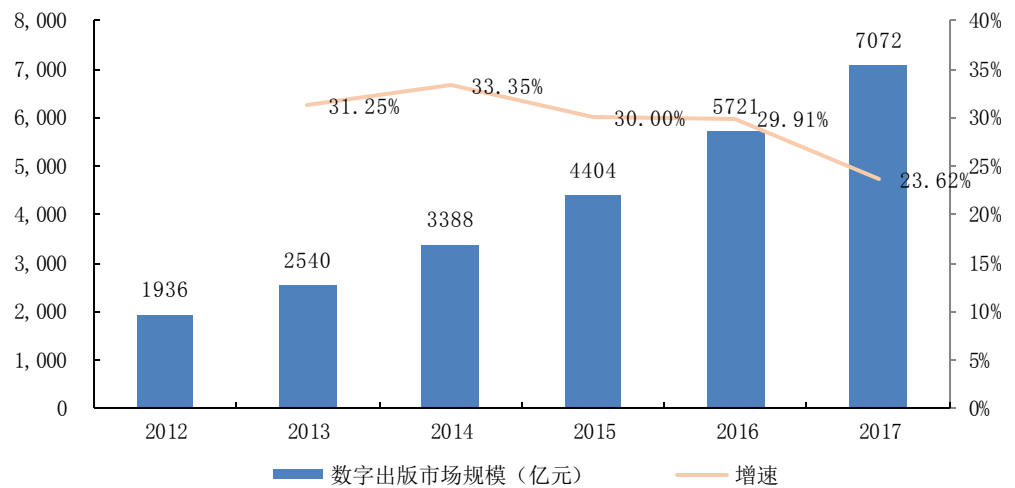
表 1: 2017 年新闻出版产业结构

细分产业	市场规模 (亿元)	增长速度	占比
图书出版	880	5.68%	4.85%
期刊出版	197	1.46%	1.08%
报纸出版	578	-0.04%	3.19%
音像制品出版	28	3.10%	0.16%
电子出版物出版	15	13.29%	0.08%
印刷复制	13156	4.68%	72.61%
出版发行	3180	4.35%	17.55%
出版物进出口	85	2.82%	0.47%

资料来源: 国家新闻出版广电总局, 东兴证券研究所

数字出版市场保持较高增速。根据中国新闻出版研究院调查显示, 2017 年数字出版市场规模达到 7072 亿元, 同比增长 23.62%。

图 13: 2012-2017 年数字出版市场规模

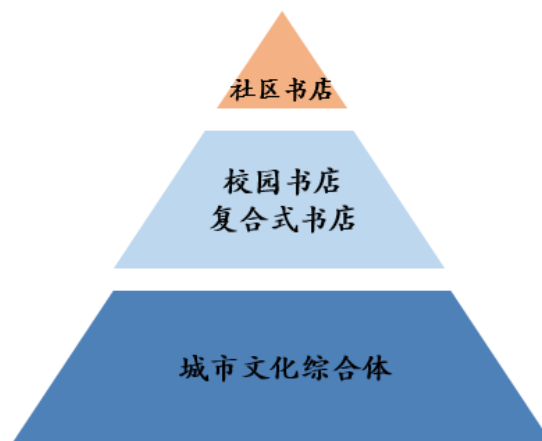


资料来源: 国家新闻出版广电总局, 东兴证券研究所

2.2 立足线下，提质增效公司实体书店渠道网络

构建三级渠道发行体系，保持图书分发优势。公司旗下发行集团是河南省最大的出版物发行企业，主要负责全省教材教辅、一般图书、音像、电子出版物的发行工作。发行集团与所属 128 家市县新华书店及众多的城乡网点，构成上下贯通、遍布全省城乡的出版物发行网络。近几年，公司按照城市文化综合体、复合式书店和校园书店、社区书店三个层次的渠道体系架构，进行新一轮渠道建设。

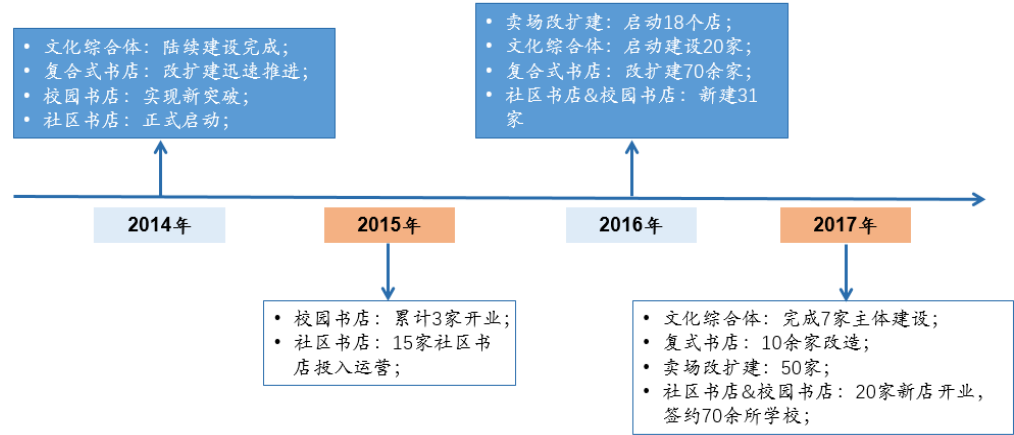
图 14：三级实体渠道发行体系



资料来源：东兴证券研究所

- ◆ 2014 年，公司启动城市文化综合体、复合式书店和校园书店、社区书店三个层次渠道体系架构建设战略：一批大型城市文化综合体陆续建设完成，复合式书店改扩建开始推进，校园书店建设实现零突破，社区书店建设正式启动；
- ◆ 2015 年，公司开启打造“尚书房 O2O 社区连锁书店”，在郑州地区运营尚书苑店、远大理想城店等 10 家门店，其他地市店引入尚书房品牌和文化产品服务，共 5 家社区书店投入运营，另有开封市、浚县、延津县等 3 家正在建设中；校园书店在 2014 年实现郑州外国语中学店运营的基础上，濮阳华龙高中店、郑州大学店相继开业；
- ◆ 2016 年，公司启动 18 个门店卖场改扩建项目，13 个店的卖场新建项目和 5 个店的卖场购置项目，新增卖场面积 70000 多平方；启动建设 20 家面积在 10000 平方米以上的大型文化综合体，改扩建 70 余家现代复合式书店，新建 31 家社区书店、校园书店，形成多层次文化传播服务网络体系；
- ◆ 2017 年，公司完成 7 家文化综合体募投项目主体工程建设和 10 余家复合书店改造升级；启动 50 家书店的卖场改扩建，新增卖场面积 4.9 万平方米；尚书房社区书店有 4 家新店开业，与 70 余所学校完成校园书店建设签约实施，16 家校园书店已建成开业。

图 15：公司持续推进三级实体渠道发行体系建设



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

河南省发布“实体书店进校园”三年行动计划，公司顺势推进校园书店体系建设。截至 2017 年底，公司与 70 余所学校完成校园书店建设签约实施，16 家校园书店已建成开业；公司计划 2018 年完成全省所有高校和 2000 人以上寄宿制中学（含中职学校）校园书店建设任务。

表 2：《河南省“实体书店进校园”三年行动计划》目标任务

时间点	目标任务
2017	1、重点推动在届省级以上文明单位中的 67 所高校校园实体书店建设； 2、在具备建设条件的 2000 人以上寄宿制中学（含中职学校）中启动实体书店建设。
2018	1、基本完成高校校园实体书店的建设任务； 2、重点推动半数以上的具备建设条件的 2000 人以上寄宿制中学（含中职学校）校园实体书店投入使用。
2019	1、完成具备建设条件的 2000 人以上的寄宿制中学（含中职学校）校园实体书店的建设； 2、选取一定数量的 2000 人以上非寄宿制中学（含中职学校）的实体书店试点建设并投入使用； 3、鼓励和支持在小学、幼儿园及学校周边开办实体书店并开展试点工作。
2020	1、具备建设条件的 2000 人以上中学（含中职学校）基本完成校园书店建设任务； 2、实体书店在具备建设条件的小学、幼儿园要重点覆盖。

资料来源：东兴证券研究所

3. 市场优势叠加政策优势, 教育出版大有可为

3.1 人口大省, 教育出版服务市场广阔

河南省是全国人口大省、教育资源大省, 幼儿教育、基础教育、职业教育、高等教育为公司教育出版服务提供了广阔的市场空间。根据教育部统计, 2015-2017年, 河南省小学、初中、普通高中在校人数均保持稳定增长趋势; 以2017年为例, 河南省小学、初中、普通高中在校人数合计1616.8万人, 作为对比, 湖南省、山东省的小学、初中、普通高中在校人数分别为855.9万人、1203.4万人。因此, 河南省教育市场潜力巨大。

表 3: 2015-2017 年河南、湖南、山东三省的小学初中高中在校人数

		2015 年	2016 年	2017 年
河南	普通高中 (万人)	194.3	199.6	205.5
	初中 (万人)	404.8	415.8	429.2
	小学 (万人)	937.1	965.6	982.1
湖南	普通高中 (万人)	107.4	110.9	114.6
	初中 (万人)	222.4	225.1	229.6
	小学 (万人)	488.9	501.8	511.7
山东	普通高中 (万人)	169.1	166.5	165.5
	初中 (万人)	310.8	315.9	329.4
	小学 (万人)	674.6	691.3	708.5

资料来源: 教育部, 东兴证券研究所

公司教材教辅出版发行收入较为稳定。2015-2017年, 公司教材教辅出版发行收入分别为47.36亿元、47.02亿元、50.41亿元。对比同行, 2017年, 中南传媒与山东出版分别为74.15亿元、60.58亿元。公司相比中南传媒与山东出版, 教材教辅出版发行业务仍有提升空间。毛利率角度与同行相比, 公司出版业务毛利率显著高于同行水平, 发行业务毛利率低于同行水平。

表 4: 2015-2017 年各家教材教辅出版发行业务收入对比

	教材教辅发行业务收入 (亿元)			教材教辅出版业务收入 (亿元)		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
中原传媒	35.89	35.46	37.57	11.47	11.56	12.84
中南传媒	52.69	58.64	51.35	19.53	21.53	22.80
山东出版	34.77	38.49	43.08	14.06	14.58	17.50

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 5: 2015-2017 年各家出版发行业务毛利率对比

毛利率	出版业务			发行业务		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
中原传媒	35.5%	35.1%	32.5%	30.0%	30.3%	29.8%
中南传媒	28.2%	27.6%	28.0%	34.7%	35.8%	31.0%

山东出版	33.5%	33.3%	32.4%	33.5%	34.4%	35.0%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司单个学生教材教辅支出有较大提升空间。我们将中原传媒、中南传媒与山东出版三家公司教材教辅收入除以各省学生人数，可以看到，2017年中原传媒单个学生教材教辅支出为312元，中南传媒与山东出版分别为866元、503元。

表 6：2015-2017 年河南、湖南、山东三省单个学生教材教辅支出

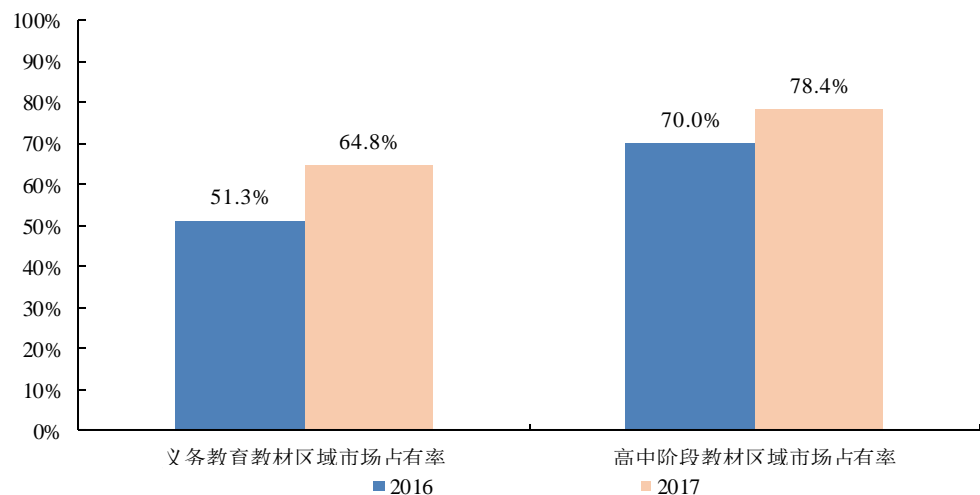
	2015 年	2016 年	2017 年
中原传媒	308 元/人	297 元/人	312 元/人
中南传媒	882 元/人	957 元/人	866 元/人
山东出版	423 元/人	452 元/人	503 元/人

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 教材统一有利提升公司教材教辅市场占有率

河南省免费教科书唯一供应商，资质优势凸显。教材方面，公司所属河南省新华书店发行集团有限公司继续成为河南省免费教科书唯一供应商；同时公司是人民教育出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商；教辅方面，公司所属 8 家出版企业获得了河南省教育行政部门对全科教辅或部分学科教辅出版的行政许可，开发出版了全学科、全品类、全版本、全系列品牌教辅产品，产品内容、质量、服务在区域市场均处于主导地位 and 领先地位。2017 年，公司受益于本省教育出版政策环境优化，人教版义务教育教材区域市场占有率由 51.3% 提高到 64.8%，高中阶段教材由 70% 提升到 78.4%。

图 16：教材统编提升河南省人教版教材市占率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 经营指标良好, 处于行业第一梯队

公司资产规模稳定增长, 2015-2017 年公司总资产分别为 92.99 亿元、101.48 亿元、109.65 亿元; 资产负债率保持稳定, 2015-2017 年公司资产负债率分别为 34%、34%、34%。与同行相比, 公司资产负债率与山东出版处于同一水平, 略高于中南传媒。

表 7: 中原传媒/中南传媒/山东出版资产负债对比

		2015 年	2016 年	2017 年
中原传媒	资产总计 (亿元)	92.99	101.48	109.65
	负债总计 (亿元)	31.69	34.63	37.47
	所有者权益合计 (亿元)	61.3	66.85	72.18
中南传媒	资产总计 (亿元)	167.23	186.19	196.74
	负债总计 (亿元)	47.11	53.19	57.42
	所有者权益合计 (亿元)	120.12	133	139.32
山东出版	资产总计 (亿元)	97.55	99.3	133.8
	负债总计 (亿元)	53.48	48.35	46.75
	所有者权益合计 (亿元)	44.07	50.95	87.05
中原传媒	资产负债率	34%	34%	34%
中南传媒	资产负债率	28%	29%	29%
山东出版	资产负债率	55%	49%	35%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司经营活动产生的现金流量净额稳定, 2015-2017 年公司经营活动产生的现金流量净额稳定分别为 9.06 亿元、7.02 亿元、8.38 亿元, 显示公司销售回款良好; 公司投资活动产生的现金流量净额连续三年为负, 主要源于公司每年购买银行理财产品所致; 公司筹资活动产生的现金流量净额连续三年为负, 主要源于公司每年支付股利。

表 8: 中原传媒/中南传媒/山东出版现金流状况对比

		2015 年	2016 年	2017 年
中原传媒	经营活动产生的现金流量净额	9.06	7.02	8.38
	投资活动产生的现金流量净额	-6.49	-4.38	-7.12
	筹资活动产生的现金流量净额	-1.57	-1.84	-1.83
	现金及现金等价物净增加额	0.99	0.80	-0.57
中南传媒	经营活动产生的现金流量净额	19.44	21.65	19.71
	投资活动产生的现金流量净额	-3.86	-6.03	-5.82
	筹资活动产生的现金流量净额	-6.81	-5.8	-9.83
	现金及现金等价物净增加额	8.78	8.93	4.05
山东出版	经营活动产生的现金流量净额	7.83	11.66	6.6
	投资活动产生的现金流量净额	-2.32	-2.48	-2.64
	筹资活动产生的现金流量净额	-1.11	-5.82	21.98
	现金及现金等价物净增加额	4.42	3.36	25.94

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

应收账款周转率方面, 2015-2017 年公司应收账款周转率逐渐略有下降, 主要源于应收账款增加幅度大于收入增加幅度; 存货周转率方面, 2015-2017 年公司该指标保持稳定, 而且显著高于同行业的中南传媒与山东出版, 主要原因为公司近年重视库存管理, 在业务规模逐年扩大的同时, 使存货增幅较小; 总资产周转率方面, 2015-2017 年公司该指标保持稳定, 而且略高于同行业的中南传媒与山东出版。

表 9: 中原传媒/中南传媒/山东出版资产周转能力对比

		2015 年	2016 年	2017 年
中原传媒	应收账款周转率 (次)	9.39	8.5	7.68
	存货周转率 (次)	6.27	7.04	6.64
	总资产周转率 (次)	0.8	0.81	0.77
中南传媒	应收账款周转率 (次)	11.2	10.27	8.52
	存货周转率 (次)	5.37	5.38	4.86
	总资产周转率 (次)	0.63	0.63	0.54
山东出版	应收账款周转率 (次)	9.24	10.06	8.78
	存货周转率 (次)	3.46	3.72	4.06
	总资产周转率 (次)	0.82	0.82	0.76

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

核心假设:

- 1) 线下实体书店渠道网络处于建设与翻新期, 拉动公司教辅与一般图书销售收入;
- 2) 河南省义务教育阶段和高中阶段的教材逐步向人教版统一, 公司作为人民教育出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商, 教材和教辅业务市场率将稳步提升;

表 10: 2016-2020E 公司分业务营收预测

单位: 亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78.90	81.74	92.30	100.69	109.09
yoy	10.5%	3.6%	12.9%	9.1%	8.3%
发行业务	49.04	53.44	59.52	65.70	71.78
yoy	4.81%	8.97%	11.38%	10.39%	9.26%
出版业务	14.05	15.47	17.45	19.66	21.98
yoy	5.96%	10.11%	12.79%	12.67%	11.81%
物资贸易	26.19	25.52	25.52	25.52	25.52
印刷业务	2.67	2.77	2.77	2.77	2.77
其他业务	2.82	3.04	3.04	3.04	3.04
内部抵消	-15.87	-18.50	-16.00	-16.00	-16.00

资料来源: 东兴证券研究所

根据以上假设, 我们预计 2018-2020 年公司营收分别为 92.30 亿元、100.69 亿元、109.09 亿元, 同比增长 12.9%、9.1%、8.3%, 净利润分别为 7.53 亿元、8.06 亿元、8.69 亿元, 同比增长 8.7%、7.1%、7.7%。

表 11: 2016-2020E 公司营收及净利润预测

单位: 亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78.90	81.74	92.30	100.69	109.09
增长率 (%)	10.5%	3.6%	12.9%	9.1%	8.3%
净利润	6.73	6.93	7.53	8.06	8.69
增长率 (%)	-4.3%	3.0%	8.7%	7.1%	7.7%

资料来源: 东兴证券研究所

5.2 估值

我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 7.53 亿元、8.06 亿元、8.69 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74 元、0.79 元、0.85 元, 对应 PE 分别为 9.5X、8.9X、8.2X。我们认为公司图书及教材教辅的出版和发行业务增长稳健, 因此我们给予公司 2018 年 12 倍 PE, 对应目标价 8.88 元, 给予“强烈推荐”评级。

表 12: 出版行业公司 PE 比较

公司	市值 (亿元)	营收 (亿元)			净利润 (亿元)			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
中原传媒	72	92.30	100.69	109.09	7.53	8.06	8.69	9.5	8.9	8.2
中南传媒	202	87.85	96.06	103.56	13.38	14.89	15.94	15.1	13.6	12.7
长江传媒	78	103.71	102.82	105.52	8.16	9.20	10.56	9.6	8.5	7.4

资料来源: Wind, 东兴证券研究所, 20180918

6. 风险提示

教材发行政策发生变化、图书市场萎缩等风险。

表 13: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	6168	6844	7992	9106	10272	营业收入	7890	8174	9230	10070	10910
货币资金	3789	3701	5044	5216	5957	营业成本	5619	5759	6578	7211	7809
应收账款	1025	1104	1247	1931	2092	营业税金及附加	61	58	65	70	76
其他应收款	104	128	145	158	171	营业费用	779	854	932	1007	1091
预付款项	305	353	485	629	785	管理费用	772	847	932	1007	1080
存货	820	914	1044	1144	1239	财务费用	-35	-19	-19	-20	-20
其他流动资产	57	592	28	28	28	资产减值损失	88.05	71.72	80.00	80.00	80.00
非流动资产合计	3980	4121	3321	3130	2938	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	3	3	3	3	投资净收益	14.53	20.06	20.00	20.00	20.00
固定资产	1209	1411	1321	1245	1187	营业利润	619	668	682	734	814
无形资产	1008	993	894	794	695	营业外收入	86.20	62.28	87.00	90.00	82.00
其他非流动资产	51	92	92	92	92	营业外支出	8.58	9.41	0.00	0.00	0.00
资产总计	10148	10965	11312	12237	13210	利润总额	697	721	769	824	896
流动负债合计	2827	3133	2770	2945	3110	所得税	25	21	16	18	27
短期借款	14	0	0	0	0	净利润	672	700	753	806	869
应付账款	1650	1967	1802	1976	2139	少数股东损益	-1	7	0	0	0
预收款项	316	401	403	404	406	归属母公司净利润	673	693	753	806	869
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1742	1790	852	904	986
非流动负债合计	636	614	56	56	56	EPS (元)	0.66	0.68	0.74	0.79	0.85
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3463	3747	2826	3001	3166	成长能力					
少数股东权益	27	34	34	34	34	营业收入增长	10.52%	3.61%	12.92%	9.09%	8.34%
实收资本(或股	1023	1023	1023	1023	1023	营业利润增长	1.95%	7.90%	2.06%	7.60%	10.87%
资本公积	2751	2751	2751	2751	2751	归属于母公司净利润	-4.28%	2.99%	8.62%	7.02%	7.82%
未分配利润	2716	3202	3752	4340	4974	获利能力					
归属母公司股东	6658	7185	7879	8628	9436	毛利率(%)	28.78%	29.54%	28.73%	28.39%	28.43%
负债和所有者权	10148	10965	10738	11663	12636	净利率(%)	8.52%	8.57%	8.16%	8.00%	7.96%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	6.63%	6.32%	6.66%	6.59%	6.58%
2016A						2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	
2016A						2017A	2018E	2019E	2020E	10.11%	9.65%
2016A						2017A	2018E	2019E	2020E	9.56%	9.34%
2016A						2017A	2018E	2019E	2020E	9.21%	
经营活动现金流	702	838	805	269	841	运营能力					
净利润	672	700	753	806	869	总资产周转率	0.81	0.77	0.85	0.90	0.90
折旧摊销	1157	1141	0	190	193	应收账款周转率	9	8	8	6	5
财务费用	-35	-19	-19	-20	-20	应付账款周转率	5.00	4.52	4.90	5.33	5.30
应收账款减少	0	0	-143	-684	-161	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	1	1	2	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.68	0.74	0.79	0.85
投资活动现金流	-438	-712	561	-60	-60	每股净现金流(最新	0.08	-0.06	1.31	0.17	0.72
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.51	7.02	7.70	8.43	9.22
长期股权投资减	0	0	612	0	0	估值比率					
投资收益	15	20	20	20	20	P/E	10.61	10.29	9.51	8.89	8.24
筹资活动现金流	-184	-183	-23	-36	-41	P/B	1.08	1.00	0.91	0.83	0.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	1.95	1.93	2.49	2.15	1.22
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	236	0	0	0	0						
资本公积增加	-236	1	0	0	0						
现金净增加额	80	-57	1343	173	741						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师, 2018 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。