

2019年03月07日

证券研究报告·公司研究报告

中南传媒 (601098) 传媒

增持 (维持)

当前价: 13.75 元

目标价: 15.40 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主营稳固，需求提升，业绩反转

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司背靠湖南省，是国内领先的出版发行上市公司，2018年，公司连续十届入选全国文化企业30强。1) 湖南学龄人口数稳增，学生结构逐年改善，或促教材教辅需求上升。2) 截至2018Q3，公司货币资金达119亿元，占总资产的59.3%，公司货币资金储备充沛，现金流质量较优，2017年公司现金分红约10.8亿，占当年净利润的71.4%，股利支付率领先于行业。3) 2019年政策环境与2018年相似，业绩有望改善。2018年业绩快报显示，公司2018年实现营收95.7亿元(-7.6%)，归母扣非净利润11亿元(-21.9%)，2018Q4实现营收34.6亿元(+2%)，2018Q4公司业绩小幅回升。
- **教材教辅:** 湖南省一科多辅已基本清理完毕，2018年或为公司业绩最低点。公司教材教辅多年以来都贡献50%以上的营收和60%以上的毛利，成为公司业务的安全垫。2012以来，湖南省在校学生数量稳步上升，近三年增速保持在2%以上，学生数量的提升以及结构的改善或将为公司教材教辅的发展提供持续动力。2017年6月，湖南省启动对一科多辅的整治，公司2017年秋季学期、2018年春季、秋季的教辅发行量受到影响亦受到影响。由于18、19年公司面临的行业政策是一致的，其业绩具备可比性，预计2019年公司业绩有所改善。
- **一般图书:** 二八效应背景下，公司头部图书数量更多。根据开卷信息的数据，整个图书市场超过50%的码洋都由前1%的头部作品贡献，且新书码洋贡献逐年下降，畅销榜以老书为主。在这种背景下，公司一般图书实力拔群，有望借助头部图书收割市场。根据开卷信息的数据，2017年，公司在全国实体店图书零售市场的码洋占有率为3.66%，排名第三；整体零售市场码洋占比3.13%，32本图书累计102次登上开卷畅销月榜。公司旗下中南博集市场占有率为1.55%，在一般零售图书竞争公司中排名第一。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年EPS分别为0.71元、0.77元、0.83元。我们选取A股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比，2019年行业平均估值水平为18倍。基于1) 公司2019年或将迎来业绩改善；2) 公司一般图书中头部图书数量更多，具备二八属性，有望继续拉动公司一般图书的业绩增长。给予公司一定的估值溢价，给予2019年20倍PE，目标价15.40元，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料纸价上涨风险、政策进一步收紧风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10360.10	9641.31	10297.77	10990.16
增长率	-6.70%	-6.94%	6.81%	6.72%
归属母公司净利润(百万元)	1513.19	1272.64	1376.76	1498.49
增长率	-16.15%	-15.90%	8.18%	8.84%
每股收益EPS(元)	0.84	0.71	0.77	0.83
净资产收益率ROE	11.58%	9.40%	9.61%	9.87%
PE	16	19	18	16
PB	1.77	1.71	1.62	1.53

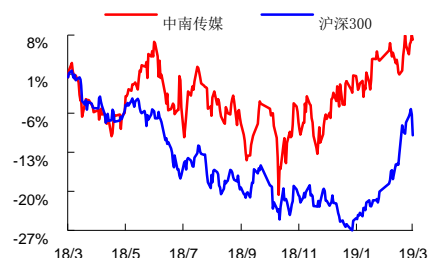
数据来源: Wind, 西南证券

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: 张闻宇
 电话: 021-58351917
 邮箱: zwy@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)	10.11-14.27
总市值(亿元)	246.95
总资产(亿元)	200.35
每股净资产(元)	7.30

相关研究

1. 中南传媒(601098):一般图书表现出色,下半年教辅整治影响改善 (2018-08-31)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国内首家全产业链出版龙头，积极布局新领域	1
2 教材教辅迎来业绩拐点，畅销书享受二八效应	6
2.1 湖南省学生数量稳中有升，教材教辅需求端略有回升	6
2.2 一般图书领域，公司畅销书比例高	8
2.3 公司财务结构安全，股息率高且持续性较强	11
2.4 2018 为业绩的低点，2019 年大概率改善	13
3 新业务：积极发展数字教育，拓宽金融服务	15
3.1 积极发展数字教育，促进融合文化与科技	15
3.2 金融服务领域，积极拓宽业务范围，稳健增长	17
3.3 投资马栏山视频文创产业园，打造全国一流文创基地	18
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值	20
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2018 年三季报)	1
图 2: 公司历史沿革图: 图书出版稳中向好, 积极布局新领域	2
图 3: 公司历年营收结构: 发行业务贡献主要营收 (亿元)	3
图 4: 公司历年毛利结构: 发行、出版为主体 (亿元)	3
图 5: 公司历年营收结构: 教材教辅占营收的 50%以上	3
图 6: 公司历年毛利结构: 教材教辅占毛利的 60%以上	3
图 7: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况	4
图 8: 公司 2013 年以来出版和发行业务营收情况	4
图 9: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	4
图 10: 历年公司三项费率情况	4
图 11: 公司 2017 年营收构成及占比情况	5
图 12: 公司 2013-2017 年教材教辅、一般图书业务毛利率情况	5
图 13: 2017 年中国各省及直辖市常住人口数 (万人)	6
图 14: 2017 年中国各省及直辖市在校学生数 (万人)	6
图 15: 2008 年-2017 年湖南省常住人口数及同比增速	6
图 16: 2008 年-2017 年湖南出生人口数及同比增速	6
图 17: 2015 年-2017 年公司营收地区分布 (亿元)	7
图 18: 2015-2017 年公司营收地区占比	7
图 19: 2017 年公司营收全国分布情况: 多布局湖南, 湘版教材还覆盖湖北/广东/广西/台湾/澳门等 31 个省 (区、市)	7
图 20: 湖南省历年在校学生数量及同比增速	8
图 21: 湖南省、长沙市在园幼儿数量及同比增速	8
图 22: 湖南省在校小学生、初中生、高中生数量情况	8
图 23: 长沙市在校小学生、初中生、高中生数量情况	8
图 24: 2014-2018H1 销量排名前 1%的图书占码洋比重	9
图 25: 2014-2017 年占市场后 50%码洋的品种数及品种比重	9
图 26: 2014-2018 年新书的码洋贡献	9
图 27: 2010-2018 年畅销榜中新书情况	9
图 28: 公司历年货币资金情况	12
图 29: 出版行业部分上市公司历年货币资金情况 (亿元)	12
图 30: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	12
图 31: 公司 2012 年以来资产/负债情况: 负债远低于资产	12
图 32: 公司 2012 年以来股息率	13
图 33: 公司 2012 年以来净利润 VS 分红情况	13
图 34: 2015-2018Q3 公司营收及同比增速	13
图 35: 2015-2018Q3 公司净利润及同比增速	13
图 36: 2013-2017 年公司数字出版业务营收情况 (亿元)	15
图 37: 2013-2017 年公司数字出版业务毛利情况 (亿元)	15
图 38: 天闻数媒旗下产品 AiClass	16

图 39: 天闻数媒运营的益阳南县“三通两平台”项目	16
图 40: 贝壳网产品示例	16
图 41: 中南迅智的 A 佳产品示例	16
图 42: 集团近年来金融服务业务走势	17
图 43: 集团金融服务业务主要盈利手段	17
图 44: 马栏山视频文创产业园园区鸟瞰图	19
图 45: 马栏山视频文创园租售价格估算	19

表 目 录

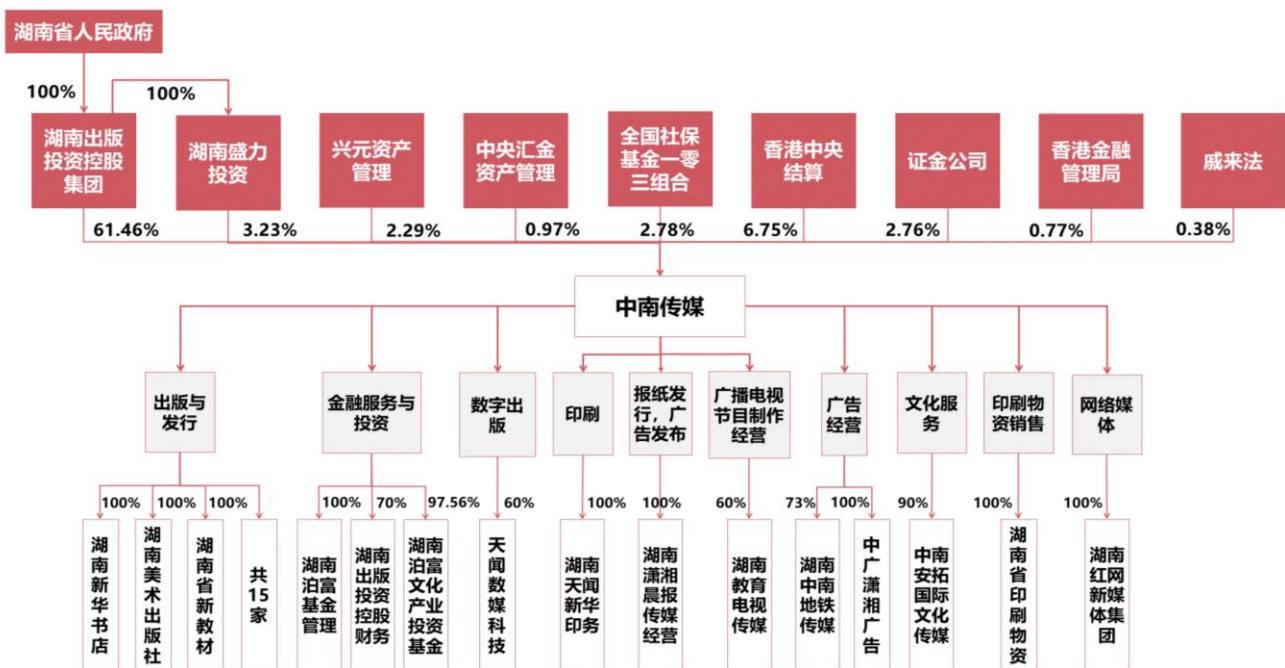
表 1: 2018 年开卷三大畅销榜 (虚构类、非虚构类、少儿类) TOP10 (橙色底色为 2018 年的新书)	9
表 2: 中南传媒部分代表性畅销书	11
表 3: 湖南对教辅管制的政策	14
表 4: 天闻数媒产品一览	16
表 5: 泊富基金近年主要对外投资项目	18
表 6: 分业务收入及毛利率预测	19
表 7: 可比出版公司估值情况	20
附表: 财务预测与估值	22

1 国内首家全产业链出版龙头，积极布局新领域

2008 年底成立，2010 年正式登陆上交所。中南传媒拥有编辑、印制、发行、物资供应、物流等多环节于一体的完整产业链，并在新媒体战略布局和推进上走在全国同行业的前列，形成了“多介质、全流程、立体化”的完整产业发展体系。公司旗下有 9 家出版社，其中 5 家为全国百佳出版社。公司从 2012 年起连续作为湖南省义务教育阶段教材单一来源采购的供货方。2017 年，中南传媒实现营业收入 103.6 亿元，实现归母净利润 15.1 亿元，位居全国出版上市公司前列。2018 年，公司连续十年入选全国文化企业 30 强。

公司实际控制人为湖南省人民政府，背靠控股股东湖南出版投资控股集团有限公司。湖南出版投资控股集团有限公司直接持有公司 61.46% 的股权，并通过全资子公司湖南盛力投资有限责任公司间接持有 3.23%，合计持有公司 64.69% 的股权，成为公司控股股东。湖南省人民政府通过持有湖南出版投资控股集团有限公司 100% 股权，成为中南传媒的实际控制人。湖南出版投资控股集团有限公司前身为 2000 年 6 月组建的湖南出版集团，2004 年 9 月整体改制为省管国有大一类文化企业。集团成立以来，出版传媒、文化地产、金融投资、资产和物业管理等业务板块竞相发展，2008 年启动改制上市，设立中南出版传媒集团股份有限公司（中南传媒），集团下辖包括核心上市公司中南传媒以内的 37 家子分公司。

图 1：公司股权结构（截至 2018 年三季度）



数据来源：wind、公司公告，西南证券整理

图书出版稳中向好，积极布局数字教育、金融服务等新领域。2010 年，公司在上交所挂牌上市，创造中国传媒业史上规模最大的融资记录。2011 年，公司旗下天闻数媒，开始在数字出版和数字教育的布局。2012 年，公司并购中南博集天卷，在大众图书上进一步发力。2013 年，公司与湖南教育电视台共同投资组建湖南教育电视传媒有限公司，实现公司在电视频道领域的布局。2014 年，公司与控股股东合资成立的全国文化企业首家财务公司正式

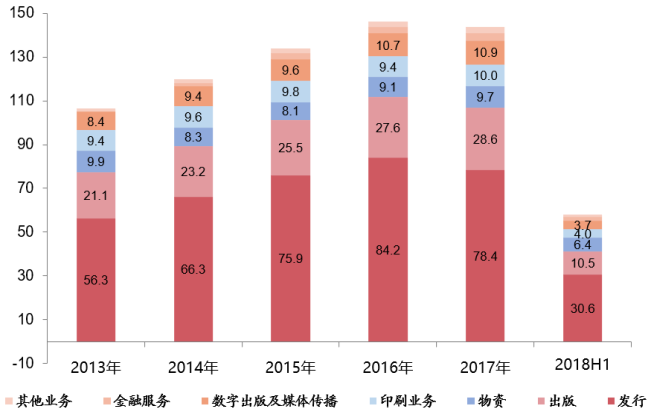
挂牌营业，产融结合支撑传统板块战略转型。2015年，公司与长沙轨道交通集团共同投资设立合资公司运营长沙地铁站内平面广告及无线网络媒体平台项目。同年，公司与全球第一大教育集团培生集团旗下培生亚洲公司在基础教育教材辅材、数字教育产品及国际教育等方面展开深度合作。2016年，公司子公司中南博集与上海最世文化正式宣布达成战略合作关系，除进一步打造纸质出版品牌外，合作方有意在推进IP运营、实现文化传媒领域的共同发展方面进行更深层次的合作。2017年，公司与法兰克福书展IPR在线版权交易有限公司进行合作，将IPR平台引入中国，弥补国内出版界在线版权交易领域的空白。同年，公司图书出版稳步推进，《中国古代历史图谱》《走向世界丛书（续编）》《世界佛教美术图说大典》等一批重点文化工程完成出书。2018年，公司已连续十届入选全国文化企业30强，被纳入MSCI新兴市场指数。

图2：公司历史沿革图：图书出版稳中向好，积极布局新领域

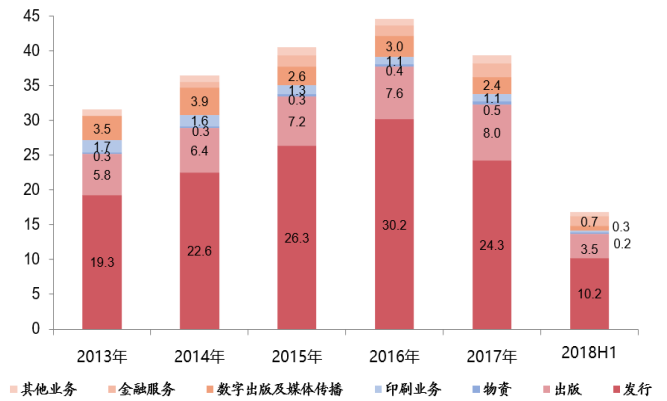


数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

公司业务结构：发行与出版业务成为毛利的主要贡献力量。营收方面，2013-2016年，公司发行业务营收持续增长，每年贡献超过52%（不剔除内部抵消）的总营业收入，占营收的比例持续上升，分别为52.8%、55.3%、56.7%、57.6%。2017年发行业务营收虽受教辅管理的影响略有下降，但总营收仍有78.4亿元，占总营收的54.6%。毛利方面，近五年来，发行业务占公司毛利超过60%，2015年后，发行与出版业务合计占公司毛利超80%。

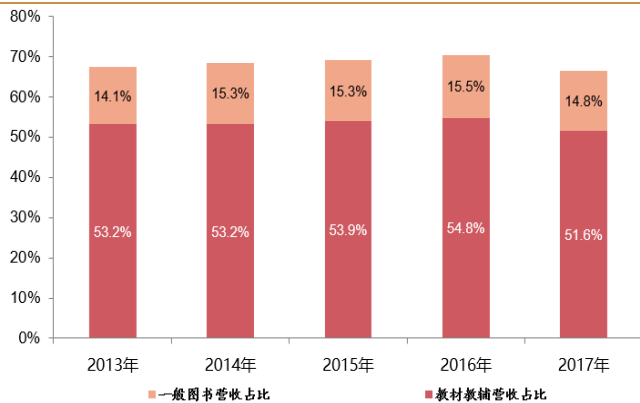
图 3: 公司历年营收结构: 发行业务贡献主要营收 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

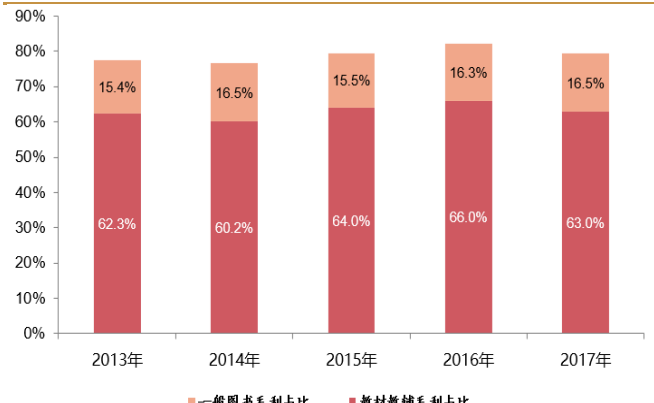
图 4: 公司历年毛利结构: 发行、出版为主体 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

公司业务结构: 教材教辅贡献 50%以上营收, 贡献 60%以上毛利。2013-2016 年, 教材教辅占营收的比例呈缓慢提升的趋势, 从 53.2%提升到 54.8%, 2017 年由于一科一辅政策的影响, 教材教辅占比有所下降。

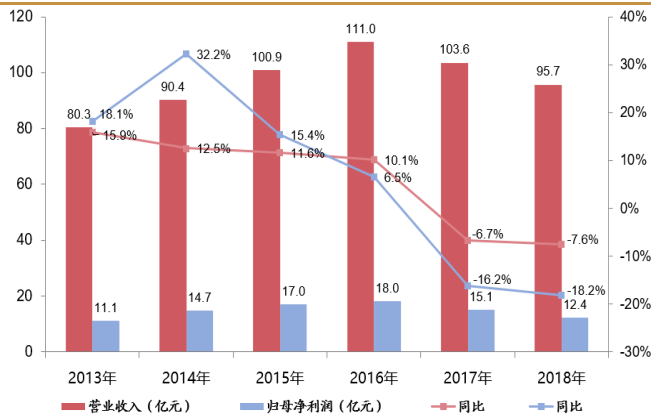
图 5: 公司历年营收结构: 教材教辅占营收的 50%以上


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

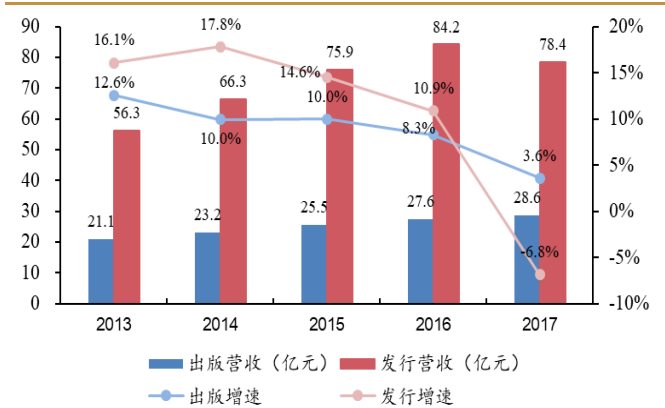
图 6: 公司历年毛利结构: 教材教辅占毛利的 60%以上


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

公司业绩状况: 主要业务稳定发展, 政策影响或将缓和。公司营收、归母净利润稳步增加, 其中营收均保持 10%以上的增长速度。公司公告显示, 2017-2018 年公司业绩有所下滑, 主要原因在于公司减少应试类教辅发行力度, 以及公司旗下天闻数媒的整体战略转型。主要业务方面, 2013 年以来公司出版、发行业务增长速率可观且逐渐趋于稳定。因受湖南省市场类教辅整治政策影响, 2017 年发行业务营收降幅较大。考虑到政策整治开始于 2017 年秋季, 预计 2019 年政策对公司业务的影响将有所缓和, 发行营收的下降将有所改善。

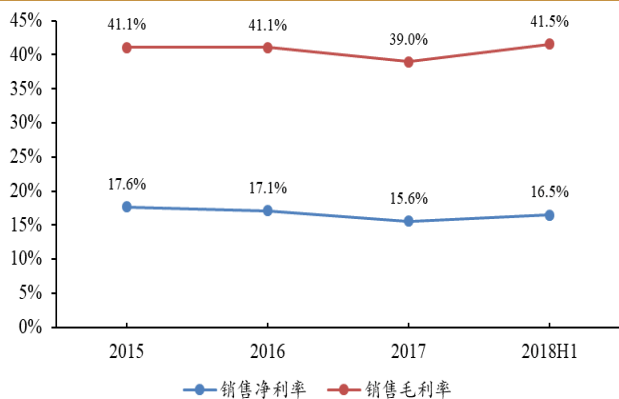
图 7：公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

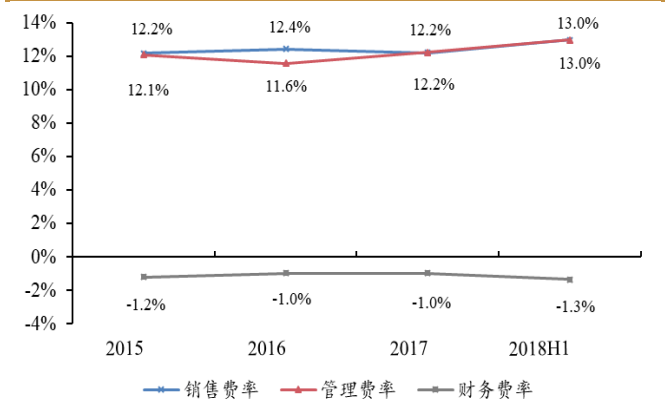
图 8：公司 2013 年以来出版和发行业务营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力：公司毛利率、三费率水平保持稳定。2015 年至 2018 年上半年，公司毛利率与净利率总体保持稳定，2018 年上半年毛利率达 41.5%，体现出稳定的盈利能力。2015 年-2017 年，公司销售费用率稳定保持在 12%-13% 的范围内，管理费用率稳定在 12% 左右。2018 年上半年，发行业务营收下降导致的公司总营收下降使得公司销售费用率、管理费用率略微上升，均达到 13%，但总体依然保持稳定。

图 9：历年公司销售毛利率及销售净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

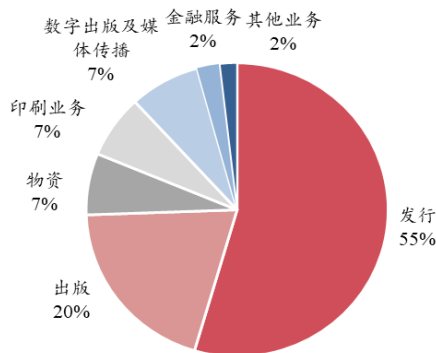
图 10：历年公司三项费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

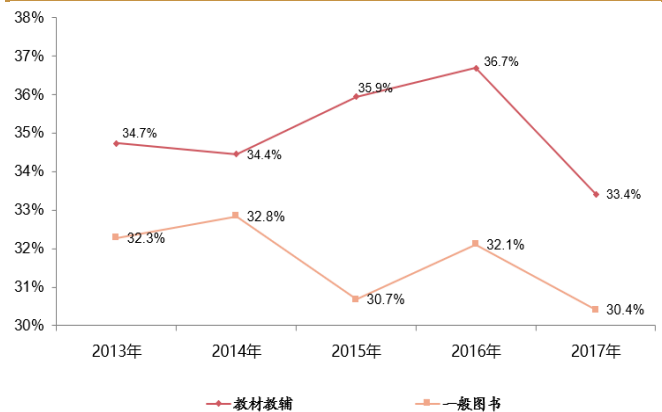
公司业务开展情况：营收主要由发行业务贡献。

- **出版业务：**出版业务包含本版图书（含教材教辅）出版与外版教材租型。2015-2017 年，公司出版业务的营收分别为 25.5 亿元、27.6 亿元、28.6 亿元，总体占不剔除内部抵销后营收的 19%、19%、20%。
- **发行业务：**发行业务是由公司发行单位向相关出版社采购图书或向生产厂家采购文化用品并销售，包括教材教辅、一般图书和文化用品的发行。2015-2017 年，公司发行业务的营收分别为 75.9 亿元、84.2 亿元、78.4 亿元，总体占不剔除内部抵销后营收的 57%、58%、55%。

- **印刷业务:** 印刷业务主要是根据客户需求, 按客户订单生产 (如教材教辅、一般图书、报纸、期刊、一般印刷物、防伪标签等), 并按照合同直接向客户销售。2015-2017年, 印刷业务的营收规模分别是 9.8 亿元、9.4 亿元 (-3%)、10.0 亿元 (6%)。
- **印刷物资供应:** 将图书用纸或社会用纸等印刷物资通过招标方式采购或从市场采购, 并按照合同直接向客户销售。2015-2017年, 印刷物资业务的营收规模分别是 8.1 亿元、9.1 亿元 (12%)、9.7 亿元 (7%)。
- **数字出版及媒体传播业务:** 数字出版业务是公司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。媒体传播业务分为五大板块: 一是潇湘晨报的发行和广告业务; 二是独家运营长沙地铁平面及 WIFI 媒体广告; 三是全资拥有快乐老人报; 四是红网等新媒体业务; 五是长沙车展、教育博览会等线下活动。2015-2017年, 数字出版及媒体传播业务的营收规模分别是 9.6 亿元、10.7 亿元 (11%)、10.9 亿元 (2%)。
- **金融服务业务:** 财务公司主要为其成员单位提供存贷款、结算等服务, 并与银行等金融机构开展同业往来业务, 泊富基金主要通过项目投资获取收益。

图 11: 公司 2017 年营收构成及占比情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

图 12: 公司 2013-2017 年教材教辅、一般图书业务毛利率情况


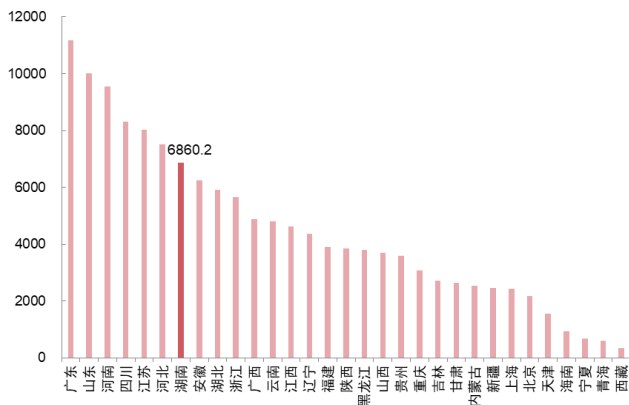
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 教材教辅迎来业绩拐点，畅销书享受二八效应

2.1 湖南省学生数量稳中有升，教材教辅需求端略有回升

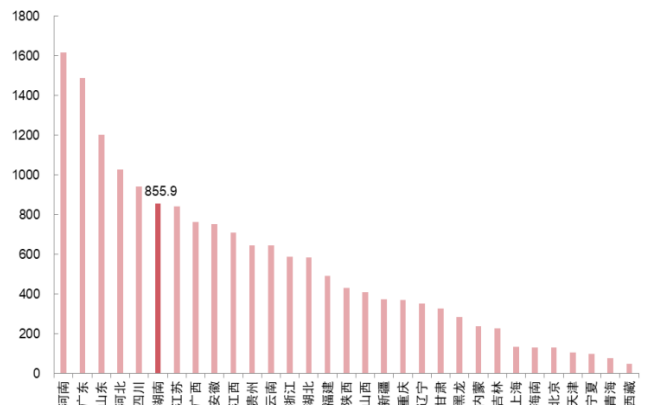
湖南省作为人口排名靠前的大省，人口数量稳中有升。Wind 数据显示，湖南省 2017 年常住人口数 6860 万，位列全国第七；2017 年湖南省在校学生总数（包括普通小学、普通初中和普通高中）为 856 万，位居全国第六；2012 年以来，湖南常住人口数历年增速稳定在 0.6% 左右，2014-2017 年湖南出生人口保持 90 万以上。

图 13：2017 年中国各省及直辖市常住人口数（万人）



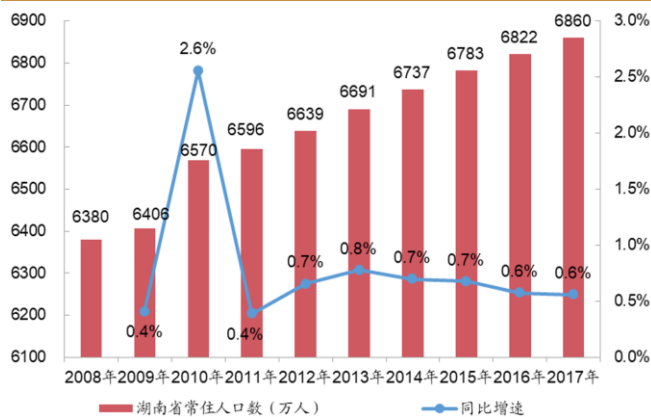
数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2017 年中国各省及直辖市在校学生数（万人）



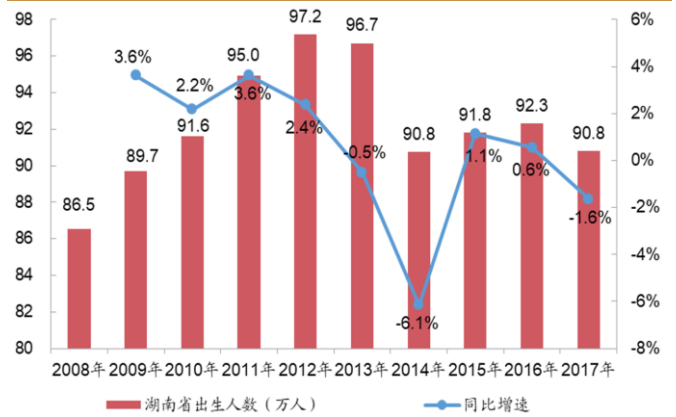
数据来源：wind，西南证券整理

图 15：2008 年-2017 年湖南省常住人口数及同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

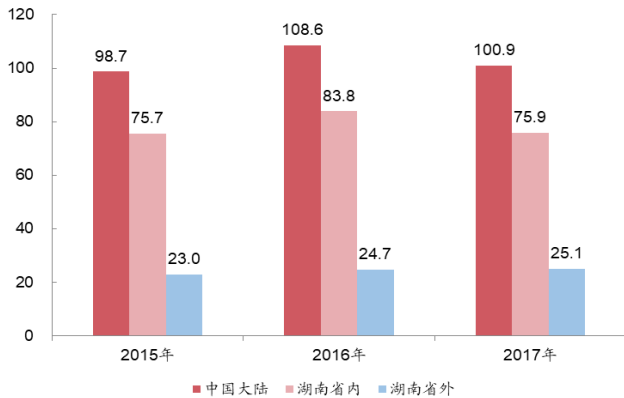
图 16：2008 年-2017 年湖南出生人口数及同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

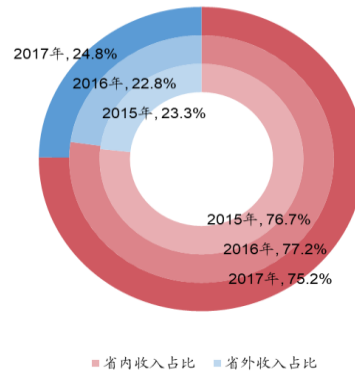
营收以省内为主、省外为辅，省外营收呈逐渐增长趋势。公司占总营收比重最大的业务为教材教辅的出版发行，公司教材教辅业务在湖南省内占据绝对优势，湘版教材覆盖了湖南、湖北、广东、广西、台湾、澳门等 31 个省（区、市），《历史》、《美术》教材输出到国际市场。公司大力推广省外业务，2015 年以来，公司省外营收呈逐年稳步提升态势，目前省外营收占比较低，仍有较大发展空间。

图 17: 2015 年-2017 年公司营收地区分布 (亿元)



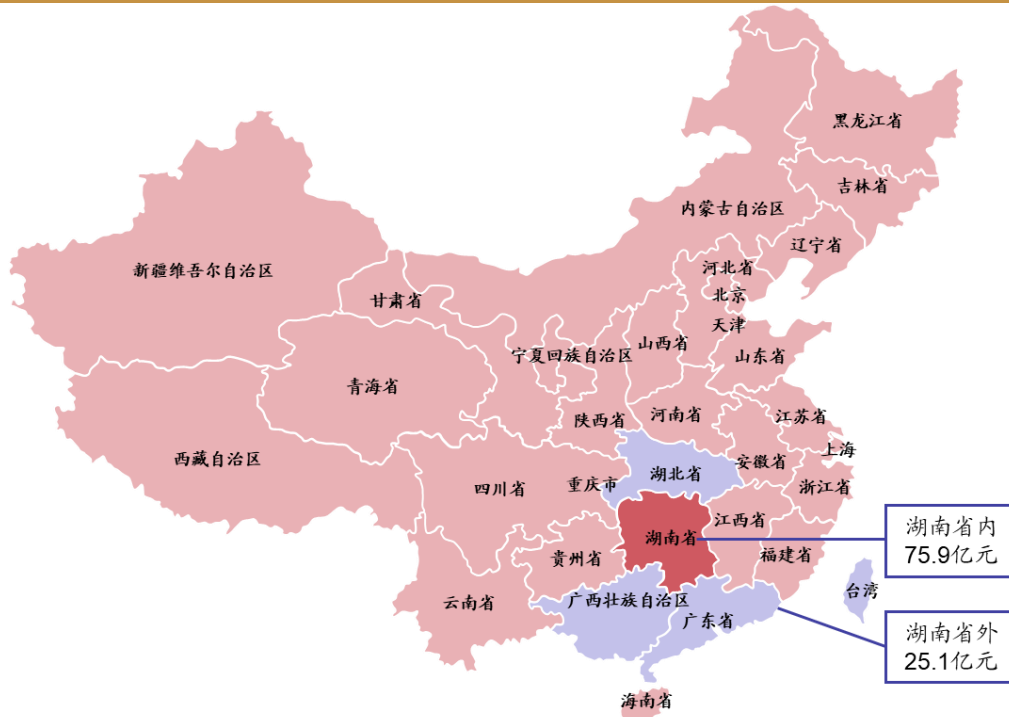
数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 2015-2017 年公司营收地区占比



数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 2017 年公司营收全国分布情况: 多布局湖南, 湘版教材还覆盖湖北/广东/广西/台湾/澳门等 31 个省 (区、市)

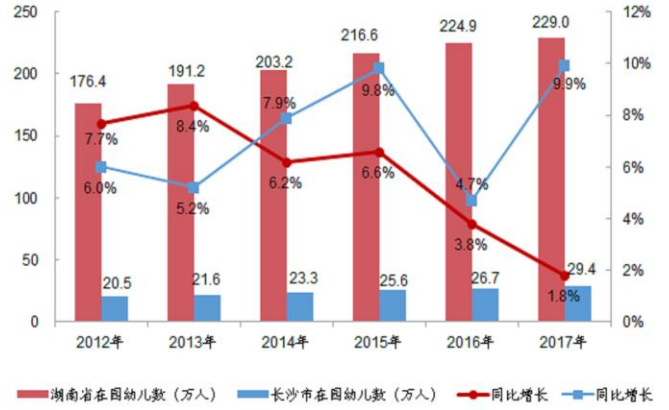


数据来源: wind, 西南证券整理

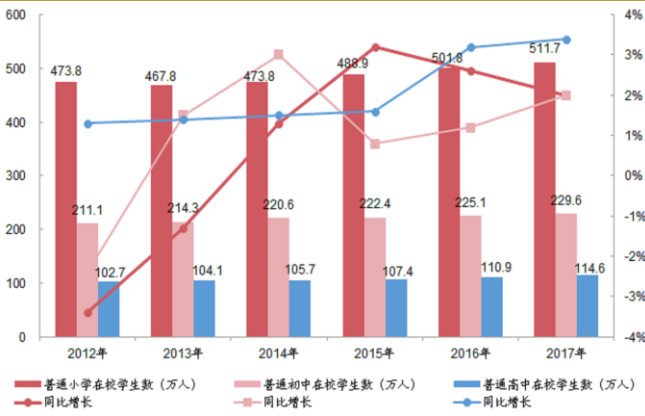
湖南学龄人口数稳增, 学生结构逐年改善, 或促教材教辅需求持续上升。湖南省统计公报显示, 2012 以来, 湖南省在校学生数量呈现稳步上升趋势, 近三年增速保持在 2% 以上。全省幼儿园在园幼儿总数也在逐年提高, 长沙市 2017 年在园幼儿数同比增长了近 10%。从湖南省学生结构来看, 湖南省高中生数量在 2012 年触底回升, 目前仍在提升的通道中。中小學生是教材教辅消费的主力军, 在校学生数的不断增长以及学生结构的逐渐改善预示着未来对教材教辅的需求仍有较大增长空间。

图 20: 湖南省历年在校学生数量及同比增速

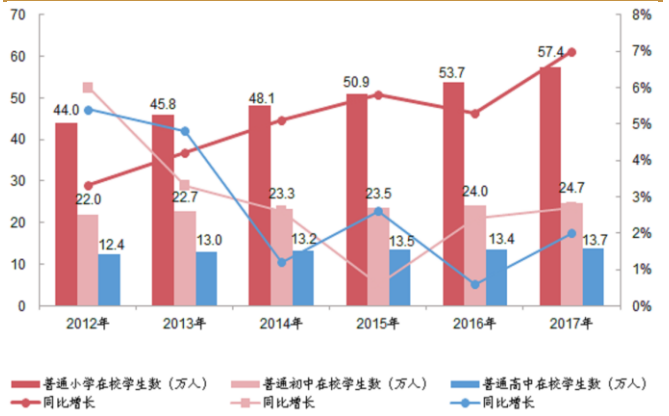

数据来源: 湖南省统计局, 西南证券整理

图 21: 湖南省、长沙市在园幼儿数量及同比增速


数据来源: 湖南省统计局, 西南证券整理

图 22: 湖南省在校小学生、初中生、高中生数量情况


数据来源: 湖南省统计局, 西南证券整理

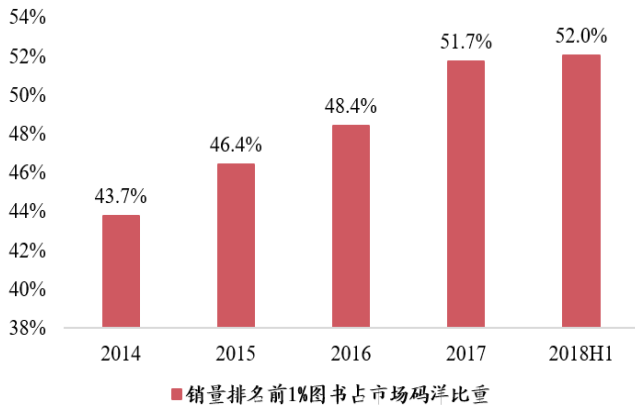
图 23: 长沙市在校小学生、初中生、高中生数量情况


数据来源: 湖南省统计局, 西南证券整理

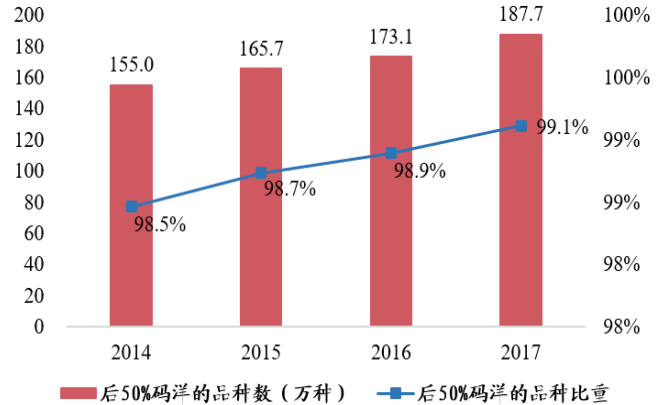
2.2 一般图书领域, 公司畅销书比例高

2.2.1 一般图书具有二八效应, 新书码洋贡献下降

畅销书具有二八效应, 聚焦头部作品。根据开卷信息的数据, 图书市场中销量排名前1%的图书占市场码洋的比重连年攀升, 2014年该比例为43.7%, 随后2015-2016年前1%的图书占市场码洋比重持续上升, 到2017年, 其比重已过半, 整个图书市场超过50%的码洋由前1%的头部作品贡献。2014年销售额占市场码洋后50%的品种有155万种, 占总品种比重为98.5%, 2015-2017年连续增长后, 2017年后50%码洋的品种数量达到了187.7万种, 占总品种数的99.1%。整体图书销售市场呈现明显的二八效应, 聚焦头部图书的出版商市场份额或将持续扩大, 在头部效应逐渐增强的同时, 市场长尾也在不断拉长。

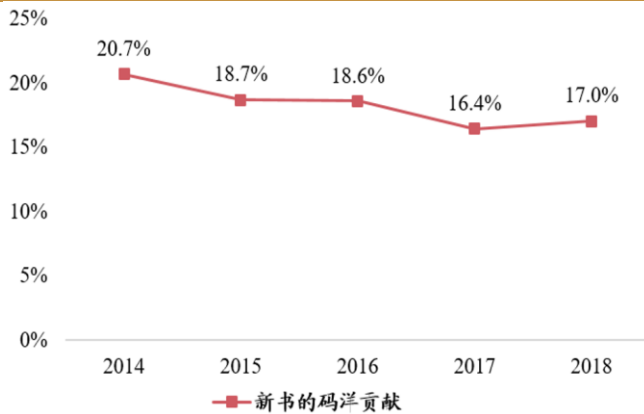
图 24: 2014-2018H1 销量排名前 1% 的图书占码洋比重


数据来源: 开卷信息、前瞻产业研究院, 西南证券整理

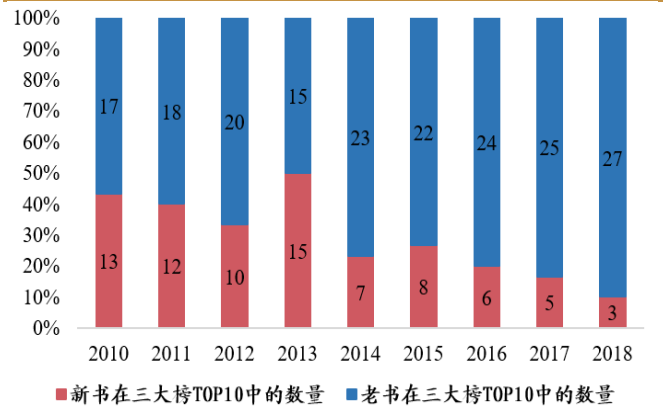
图 25: 2014-2017 年占市场后 50% 码洋的品种数及品种比重


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

新书码洋贡献逐年下降, 畅销榜以老书为主。开卷信息的数据显示, 2014-2018 年, 新书的码洋贡献呈现下降的趋势, 从 2014 年的 20.7% 跌至 2018 年的 17.0%。对比 2010-2018 年开卷信息的虚构类畅销书、非虚构类畅销书和少儿类畅销书三大榜单 TOP10 中的新书数量, 在 2013 年以前 (包含 2013 年), 三大畅销榜 TOP10 中的新书占比近 50%, 自 2014 年开始持续下跌, 2018 年的三大畅销榜 TOP10 中仅有 3 本为新书, 分别为《梁家河》、大冰的《你坏》、“笑猫日记”系列的最新册《又见小可怜》, 皆为畅销作者或者畅销系列的新作, 畅销榜大多是由老书占据。

图 26: 2014-2018 年新书的码洋贡献


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

图 27: 2010-2018 年畅销榜中新书情况


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

表 1: 2018 年开卷三大畅销榜 (虚构类、非虚构类、少儿类) TOP10 (橙色底色为 2018 年的新书)

	排序	书名	出版社名称	作者
开卷虚构类畅销书 TOP10	1	活着	作家出版社	余华
	2	解忧杂货店	南海出版公司	东野圭吾
	3	三体	重庆出版社	刘慈欣
	4	三体 2-黑暗森林	重庆出版社	刘慈欣
	5	三体 3-死神永生	重庆出版社	刘慈欣
	6	平凡的世界 (全三册)	北京十月文艺出版社	路遥
	7	追风筝的人	上海人民出版社	卡勒德·胡赛尼

	排序	书名	出版社名称	作者
	8	摆渡人	百花洲文艺出版社	克莱儿·麦克福尔
	9	百年孤独 (50周年纪念版)	南海出版公司	加西亚·马尔克斯
	10	围城	人民文学出版社	钱钟书
开卷非虚构类畅销书 TOP10	1	梁家河	陕西人民出版社	《梁家河》编写组
	2	习近平的七年知青岁月 (平装)	中共中央党校出版社	中央党校采访实录编辑室
	3	浮生六记	天津人民出版社	沈复
	4	红星照耀中国	人民文学出版社	埃德加·斯诺
	5	你坏	湖南文艺出版社	大冰
	6	原则	中信出版集团	瑞·达利欧
	7	天才在左 疯子有右 (完整版)	北京联合出版	高铭
	8	目送 (插图新版)	广西师范大学出版社	龙应台
	9	半小时漫画中国史 (全新修订版)	江苏凤凰文艺出版社	二混子
	10	我们仨	生活·读书·新知三联书店	杨绛
开卷少儿类畅销书 TOP10	1	夏洛的网	上海译文出版社	E.B.怀特
	2	草房子	江苏凤凰少年儿童出版社	曹文轩
	3	小猪唏哩呼噜 (上)	春风文艺出版社	孙幼军, 裘兆明
	4	狼王梦	浙江少年儿童出版社	沈石溪
	5	小猪唏哩呼噜 (下)	春风文艺出版社	孙幼军
	6	窗边的小豆豆	南海出版公司	黑柳彻子
	7	小王子	天津人民出版社	安托万·德·圣·埃克苏佩里
	8	笑猫日记-又见小可怜	明天出版社	杨红樱
	9	我爸爸	河北教育出版社	安东尼·布朗
	10	了不起的狐狸爸爸	明天出版社	罗尔德·达尔

数据来源：开卷信息，西南证券整理

2.2.2 公司一般图书表现亮眼，各出版社已形成具有市场竞争力的品牌

一般图书持续领先，中南博集表现亮眼。一般图书业务为公司优势业务之一，开卷数据显示，2017年，中南传媒在全国实体店图书零售市场的码洋占有率为3.66%，排名第三；整体零售市场码洋占比3.13%，32本图书累计102次登上开卷畅销月榜。公司旗下中南博集市场占有率为1.55%，在一般零售图书竞争公司中排名第一。此外，公司公告显示，2018H1，公司出版板块一般图书实现销售收入1.9亿元，同比增长20%，公司在全国图书零售市场码洋占有率为3.15%，位列全国第一方阵。

公司一般图书在各细分市场的市场占有率处于行业领先地位，文学、心理自助、科普品牌排名第一，作文、古典文学品牌排名第二，音乐、学术文化品牌排名第三。2017年，大冰的《好吗好的》、《阿弥陀佛么么哒》、《乖，摸摸头》累计发行超过600万册，《从你的全世界路过》累计发行超过500万册，《偷影子的人》累计发行超300万册，常年占据榜单前列。随着同名电视剧的热播，《三生三世十里桃花》、《最好的我们》累计发行突破80万册。此外，公司与诸多知名作家建立了良好的合作关系，如青春文学作家郭敬明及其团队，畅销书作家张嘉佳、大冰、白落梅、卢思浩、桐华、唐七、李尚龙、秦明、俞敏洪、黄磊、马克

•李维、朗达·拜恩、理查德·怀斯曼等，知名作家张炜、李修文、张德芬、张小娴、亦舒、周国平、毕淑敏、高晓松、马伯庸等。

中南传媒旗下有 9 家出版社，其中 5 家为全国百佳出版社，各出版社已形成具有市场竞争力的品牌：湖南人民出版社以通俗政治理论读物、红色历史读物形成的人文社科品牌，湖南文艺社以原创文学、音乐形成的文学畅销品牌和音乐品牌，岳麓社以古典名著、湖湘文化、历史形成的古典名著品牌，湖南科技社以医卫、科普、生活、农业形成的科普品牌，湖南美术社以美术、收藏和艺术综合形成的收藏品牌和艺术类品牌，湖南少儿社以少儿文学、少儿科普、低幼启蒙形成的儿童文学品牌，中南博集天卷、上海浦睿、中南天使以原创文学、青春读物、IP 发掘及 IP 产业链形成的畅销书品牌等。

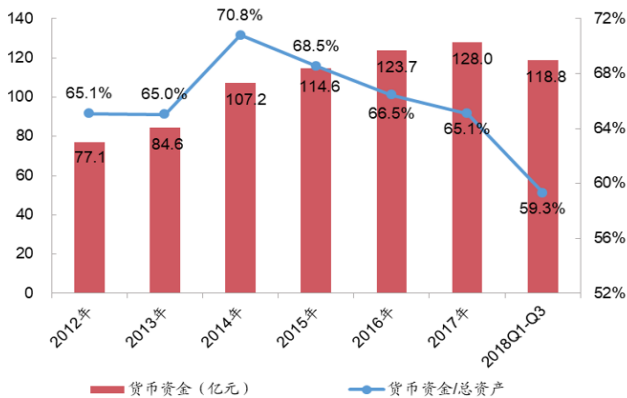
表 2：中南传媒部分代表性畅销书

书名	作者	出版社	书名	作者	出版社
原创文学类			影视作品同名系列		
《门孔》	余秋雨	湖南文艺出版社	《悲伤逆流成河》	郭敬明	湖南文艺出版社
《乖，摸摸头》	大冰		《夏至未至》	郭敬明	
《阿弥陀佛么么哒》	大冰		《幻城》	郭敬明	
《偷影子的人》	马克·李维		《我的前半生》	亦舒	
《山河袈裟》	李修文		《从你的全世界路过》	张嘉佳	
《重生》	斯蒂芬·金		《古董局中局》	马伯庸	
《爱你就像爱生命》	王小波		《三生三世十里桃花》	唐七	
《最美的时光》	桐华		《最好的我们》	八月长安	
《笑场》	李诞		《陪安东尼度过漫长岁月》	安东尼	
科普类			音乐类		
《时间简史》	斯蒂芬·霍金	湖南科学技术出版社	《久石让钢琴作品精选集》	邱晓柳、顾韶捷	湖南文艺出版社
《给孩子讲相对论》	李森、王爽		《弹儿歌学钢琴》	李妍冰	
《史前帝国 1 恐龙大演化》	杨杨		《基本乐理》	李重光	
古典类			历史类		
《脂砚斋批评本红楼梦》	曹雪芹	岳麓书社	《永恒的誓言》	韩洪洪	湖南人民出版社
三国志(上下)	陈寿撰		《共和国深处的历史记忆》	吕焕斌	
《史记(韩兆琦评注本)》	司马迁		《邓小平：一个世纪的传奇》	刘金田	

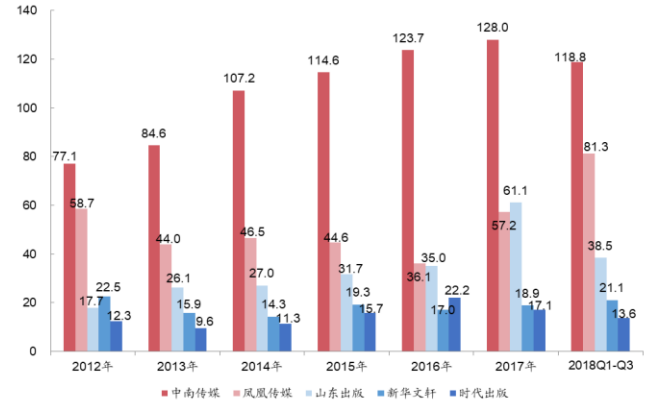
数据来源：公司公告、亚马逊，西南证券整理

2.3 公司财务结构安全，股息率高且持续性较强

货币资金储备充沛，行业优势明显。2012 年以来，公司货币资金十分充足，占总资产的比重均超过 59%，截至 2018 年第三季度，公司货币资金达 118.8 亿元，占总资产的 59.3%。与行业相比，公司货币资金水平遥遥领先。尽管 2018 年受教辅政策的冲击，但充足的货币资金依然能为公司的业务发展护航。

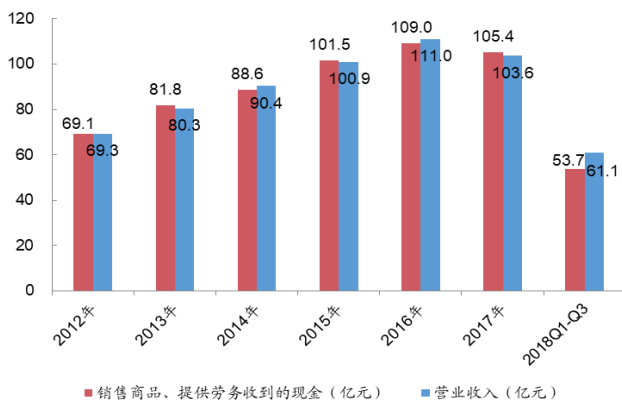
图 28: 公司历年货币资金情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 29: 出版行业部分上市公司历年货币资金情况 (亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

现金流优良, 债务结构安全。从历年数据来看, 公司经营现金流长期和营业收入几乎完全匹配, 销售收入确认基本也意味着拿到现金, 公司现金流质量显著较优。2017 年公司业绩发生下滑主要是受湖南省教辅整治的影响, 2018 年教辅管制已经基本全部落实到位, 业绩有望企稳回升。公司基本上不存在负债行为, 长期负债基本忽略不计, 短期负债主要是 1 年期应付账款, 和财务公司吸纳的存款项目。公司主要股东 (非股权投资股东) 不存在任何质押风险。

图 30: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入


数据来源: wind, 西南证券整理

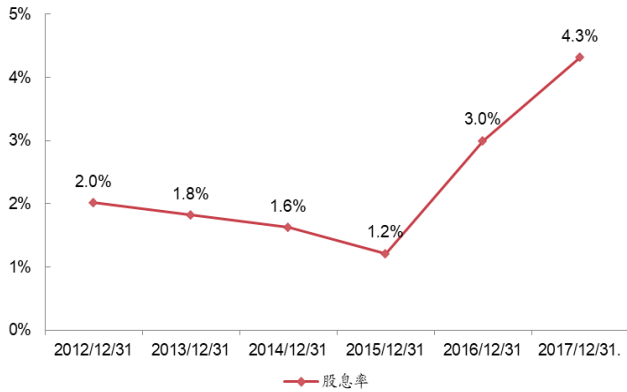
图 31: 公司 2012 年以来资产/负债情况: 负债远低于资产


数据来源: wind, 西南证券整理

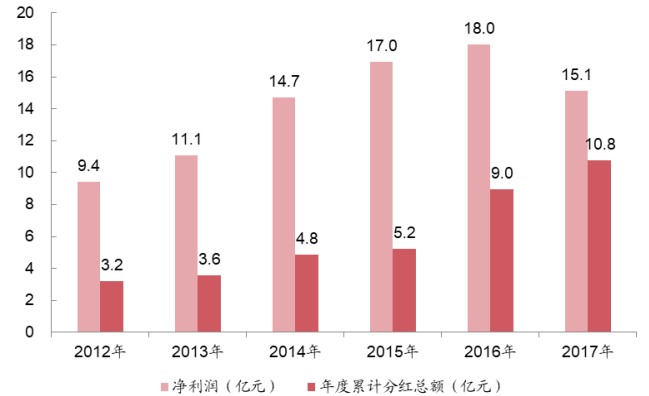
60%以上毛利由教材教辅构成, 公司业务稳定性高。公司业务涵盖发行、出版、印刷、物资、数字出版及媒体、金融等领域, 主要为教材教辅、一般图书的出版发行。2017 年公司发行业务营收达 78.4 亿元, 出版业务营收达 28.6 亿元, 分别占总营业收入的 54.6%和 19.9%; 未剔除内部抵销, 2013-2017 年, 公司教材教辅的毛利占比一直在 60%以上, 贡献大部分毛利。作为湖南省义务教育免费教材的单一供应商, 教材教辅具备稳定、垄断的优点, 为公司业绩提供安全垫。

公司股息率有吸引力, 持续分红能力突出。2015 年以来, 公司股息率快速上涨, 由 2015 年的 1.2%增长到 2017 年的 4.3%。2017 年公司现金分红约 10.78 亿, 占当年净利润的 71.4%, 股利支付率远高于行业平均水平。2018 年前三季度公司账上货币资金达 118.8 亿, 净利润为

8.7 亿，在可预见的未来，公司净利润很大程度将保持并超过这一规模，有足够的持续分红能力，预计 2018 年分红规模为 11 亿，对应 200 亿市值股息率为 5.5%。

图 32: 公司 2012 年以来股息率


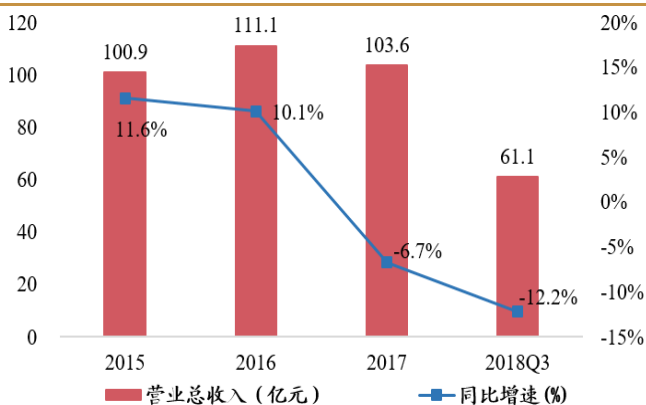
数据来源: wind, 西南证券整理

图 33: 公司 2012 年以来净利润 VS 分红情况


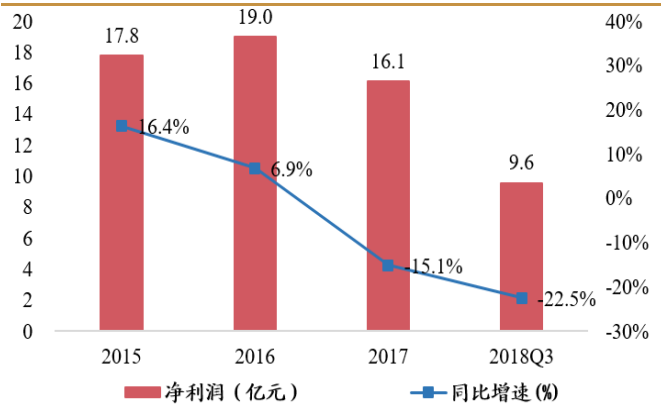
数据来源: wind, 西南证券整理

2.4 2018 为业绩的低点，2019 年大概率改善

2017 年严格执行一科一辅政策，使得公司业绩暂时承压。2017 年 6 月，湖南省启动中小学违规征订教辅材料问题专项整治，整治的重点之一就是征订“一科多辅”的问题，严格执行一科一辅的政策。在严格的政策限制下，公司 2017 年秋季学期教辅发行量受到影响，公司 2017 年的营业总收入为 103.6 亿元，同比下降 6.7%，净利润为 16.1 亿元，同比下降 15.1%，公司业绩下滑明显。同时，公司 2018 年春季、秋季的教辅亦受到影响。

图 34: 2015-2018Q3 公司营收及同比增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 2015-2018Q3 公司净利润及同比增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 3：湖南对教辅管制的政策

发布日期	来源	政策/事件名称	主要内容
2005 年	湖南省教育厅	关于对中小学教辅资料进行审查的通知	建立中小学教辅资料审查公示制度，对中小学教辅资料进行审查。
2008 年	湖南省教育厅	关于规范中小学教辅资料和教育书刊等订购行为的通知	纠正少数地方的教育行政部门和学校仍然存在着违规编写并发行《暑假作业》、强制学生购买和使用省定书目以外的学具、有关读书活动读本等教辅材料、书刊以及其他学生学习生活用品的现象。
2012 年	湖南省教育厅	关于加强中小学教辅材料使用管理工作的实施意见	为切实规范中小学教辅材料管理，减轻中小学生学习过重课业负担和家长经济负担，提高教辅材料编写、出版质量，本实施意见确定了教辅材料评议推荐范围、教辅材料评议推荐办法、教辅材料选用办法、加强教辅材料管理的监督措施等。
2014 年	湖南省教育厅	关于加强中小学教辅材料使用管理工作的实施意见	对教辅材料评议推荐范围、教辅材料评议推荐办法、教辅材料选用办法、加强教辅材料管理的监督措施等的增加了细化规定。
2017 年	湖南省教育厅	中小学教辅材料问题专项整治	根据专项整治方案，专项整治工作时间为 2017 年 6 月--2018 年 12 月，重点问题是：向小学一、二年级学生推荐并代购教辅材料的问题；在省、市州推荐目录以外推荐教辅材料的问题；征订“一科多辅”的问题；学生“被自愿”征订教辅材料问题；部门强行要求学校向学生推荐征订各类专题教育读本，学校强制或变相强制学生征订各类专题教育读本的问题；教育行政部门、教育基金会、中小学校及其相关人员直接或以捐资等方式收受发行商折扣（回扣）、商业贿赂的问题；教辅发行单位在发行、销售教辅资料中的违纪违规问题。
2018 年	湖南省教育厅	关于进一步加强中小学违规征订教辅材料问题专项整治工作的通知	进一步提高政治站位和政治觉悟，坚持问题导向，严格落实教育部关于教辅材料征订工作新精神新要求，聚焦教辅材料征订中的收受回扣、“一科多辅”、学生“被自愿”征订等 7 个方面突出问题，进一步加大整治力度，确保专项整治效果扎实、群众满意。

数据来源：湖南省教育厅，西南证券整理

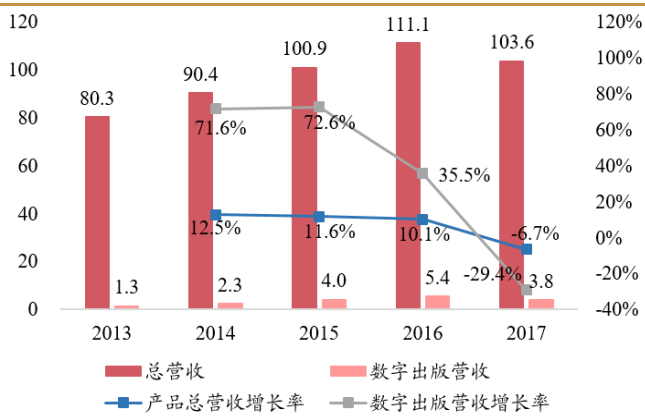
一科一辅为政策最底，目前湖南省一科多辅已基本清理完毕，2018 年或为公司业绩最低点。在 2017 年 6 月出台的整治计划中，说明专项整治的工作时间为 2017 年 6 月-2018 年 12 月，2018 年 8 月，湖南省教育厅出台通知要求进一步加强专项整治工作，目前湖南省一科多辅已基本清理完毕。由于整治计划中对市场教辅的限制，2018 年前三季度的业绩下滑十分明显，营收同比下降 12.2%，净利润同比下降 22.5%。考虑到 2019 年的同比基数为同样实行“一科一辅”的 2018 年，因此 2018 年或为公司业绩的最低点，2019 年在低基数的基础上有望回升。

3 新业务：积极发展数字教育，拓宽金融服务

3.1 积极发展数字教育，促进融合文化与科技

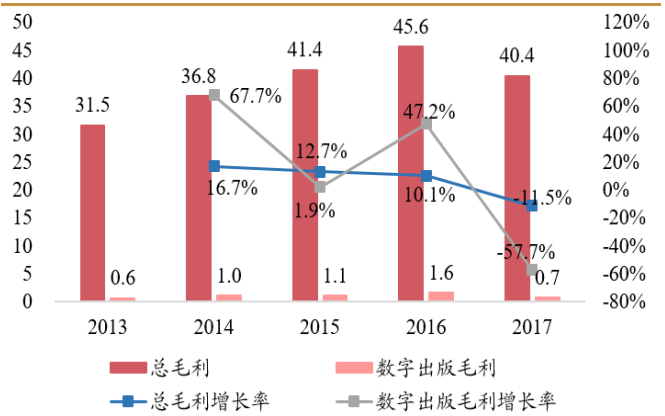
公司适应数字化趋势，积极布局数字教育领域。2013-2016年，公司数字出版领域的营收持续上升，从2013年的1.3亿元发展到2016年的5.4亿元，2017年的数字出版领域营收为3.8亿元，同比下降29.4%，毛利为0.7亿元，同比下降57.7%，但是经过前期在该领域积极的探索和布局，中南传媒数字出版提质转型和海外业务拓展的初步目标基本完成，相继布局了天闻数媒、贝壳网、中南迅智等数字教育主体。

图 36：2013-2017 年公司数字出版业务营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2013-2017 年公司数字出版业务毛利情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

打造领先国内的数字教育整体解决方案提供商天闻数媒。天闻数媒科技（北京）有限公司由中南传媒与华为共同出资 3.2 亿元设立，重点开拓数字教育、大众数字阅读和政企学习市场，天闻数媒加大产品研发与市场推广力度。产品研发方面，新设立深圳研发中心，利用“互联网+”与人工智能技术，加大课堂、校园、区域三级应用和海量资源的互联互通。推出“新中高考智能综合解决方案”。市场推广方面，截至 2018 年 6 月 30 日，天闻数媒数字教育产品已服务约 5000 所学校 1200 万师生。其中，核心互动教学产品 AiClass 云课堂新增项目学校百余所，总数突破 3700 所；智慧教育管理产品 AiCloud 教育云新增内蒙古呼和浩特市玉泉区、山东淄博市淄川区、新疆乌鲁木齐市达坂城区、浙江嘉兴市南湖区 4 个区级平台，总数增加至 16 个；新中标广西贺州八步区三通两平台项目，总数达到 21 个；C 端产品“校比邻”APP 新增 44 万注册用户数，总数逾 150 万。

图 38: 天闻数媒旗下产品 AiClass



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 39: 天闻数媒运营的益阳南县“三通两平台”项目



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 4: 天闻数媒产品一览

产品大类	具体产品类型
数字教育解决方案	区域教育云、智慧校园、AiClass 云课堂、学生综合素质评价系统、天闻内容生态体系、数字教育运营服务
数字文化解决方案	公共文化云平台、数字文化馆、文化终端设备、场景化内容产品、数字文化运营服务、智能媒体云产品、移动课堂
海外文化传播	海外服务模式
特别推荐	天闻 ECO 云开放平台、校比邻、天闻商城

数据来源: 天闻数媒官网, 西南证券整理

三位一体, 优化数字教育产品矩阵。公司打造以天闻数媒为主体, 贝壳网与中南迅智为特色的数字教育体系, 天闻数媒在数字教育、政企学习、数字阅读三大领域不断发力, 贝壳网聚焦智慧学习、智慧校园两条业务线, 注册用户数突破 170 万。内容资源更加丰富, 引进名校名师视频讲解课程。以贝壳网为平台成功举办第三届湖南省中小学教师在线集体备课大赛, 吸引全省 14 个市州 36000 多名教师参赛。中南迅智 A 佳考试产品市场认可度日益提高, 截至 2018 年 6 月 30 日累计服务全省近 2900 所学校, 省外市场拓展工作有序展开。

图 40: 贝壳网产品示例



数据来源: 贝壳网 APP, 西南证券整理

图 41: 中南迅智的 A 佳产品示例

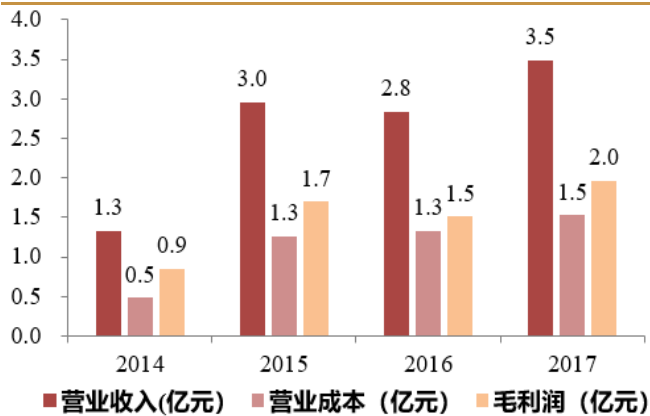


数据来源: A+APP, 西南证券整理

3.2 金融服务领域，积极拓宽业务范围，稳健增长

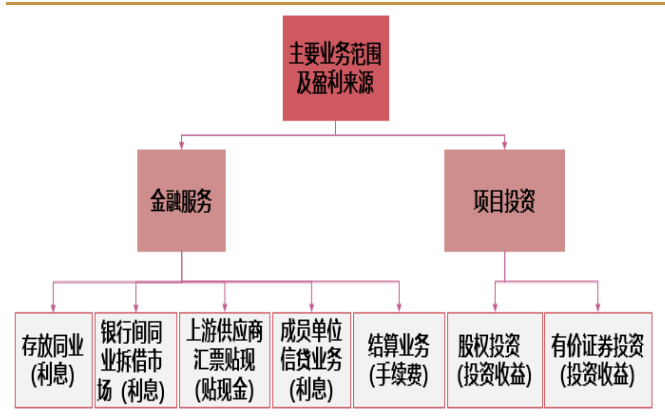
积极开展金融服务业务，稳步推进产融结合。集团旗下拥有两家金融公司，分别为：湖南出版投资控股集团财务有限公司、泊富基金管理有限公司。金融服务类业务主要收入来源包括资金类业务。近几年来，集团该方面业务毛利润稳步增长，根据年报公告显示，截至 2017 年金融服务业务毛利润已接近 2 亿元。通过对已有业务的精耕细作、对资产规模的全面扩大，金融子公司在推动公司产融结合、维护好财团式发展战略的实施的时，有效地降低了金融业务潜在的基准利率风险，规模发展局限等问题。

图 42：集团近年来金融服务业务走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：集团金融服务业务主要盈利手段



数据来源：公司公告，西南证券整理

财务公司：金融服务润滑上下游业务，确保产业链健康可持续发展。湖南出版投资控股集团财务有限公司由湖南出版集团和中南传媒在 2014 年 5 月共同出资 10 亿元组建，是国内文化行业首家企业集团财务公司。自 2014 年成立以来，财务公司一方面通过高效的资金预算管理和灵活的经营方式，发挥集团资金池作用，提升资金使用效益；另一方面积极拓展新业务手段，逐渐涉及股权投资、有价证券投资及买方信贷业务，推动产业链金融业务常态化。财务公司更是连续三年获评行业最高评级 A 级。至 2018H1，公司总资产、净资产、净利润同比增长分别达 10.5%、19.0%、48.6%。规模与净利润逐年稳定提升的同时，服务实体经济的能力进一步增强。

泊富基金：项目投资为主，促进公司协同效应。泊富基金管理股份有限公司于 2015 年由集团与湖南潇湘资本投资股份有限公司共同出资设立。集团出资 4000 万元，股权占 80%。2016 年，通过收购少数股东股权，集团持有泊富基金股权比例升至 100%。2016-2018 年上半年，泊富基金共完成 12 项投资。其中 2016 年 1 项，涉及金额 732.5 万元；2017 年 7 项，完成出资近 5000 万元；2018 年上半年 4 项，完成出资约 1.1 亿元。重点投资数字媒体产业链、出版发行产业链及影视、音乐、动漫等内容产业链，新媒体产业链等与母公司经营业务有协同效应的领域。同时加强海外项目投资，积极展开与法兰克福书展集团、培生公司等国际知名企业的资本和业务合作。推进公司产融结合、财团式发展战略的顺利实施。

表 5: 泊富基金近年主要对外投资项目

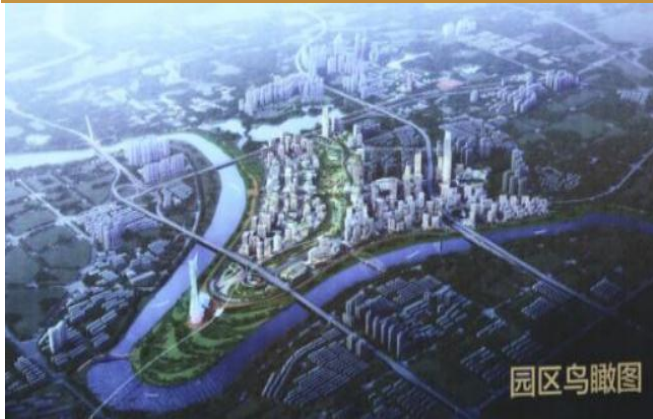
被投资方名称	主要经营活动	投资权益比重
天津中潇泰悦资产管理合伙企业(有限合伙)	资产管理	28.17%
长沙潇湘君泰机器人合伙企业(有限合伙)	机器人相关业务	17.80%
北京屹正商业管理中心(有限合伙)	企业管理, 企业管理咨询	33.33%
北京视游互动科技有限公司	技术开发与服务等	5.14%
山东世纪缘珠宝首饰有限公司	首饰的批发、零售	2.54%
中南天使(湖南)文化传媒有限公司	发行	2.70%
广东微云科技股份有限公司	计算机软硬件技术开发、生产、销售	6.84%
湖南深雪新媒科技有限公司	音乐及视频产品互联网销售	5.00%
北京博集天卷影业有限公司	影视剧开发制作	-

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

3.3 投资马栏山视频文创产业园, 打造全国一流文创基地

自筹资金 3 年内投资超 20 亿元, 打造全国一流的文创内容基地、数字制作基地、版权交易基地。项目建成后: 商务办公楼 138980 m²、人才公寓 37950 m²、设备用房 6800 m²和物业用房 1200 m², 项目投资回报主要依赖物业租售收入, 租售价格与收入直接相关, 项目出售、出租物业为商务办公楼和人才公寓。根据公司测算, 项目经营计算期内, 项目销售收入为 7.2 亿元, 租赁收入 12.5 亿元, 物业收入为 3568 万元, 项目利润总额为 1.4 亿元(不包括自持物业的增值部分), **所得税后财务内部收益率 8.41%, 所得税后项目财务净现值为 7497 万元**, 投资回收期 19.11 年(含建设期 3 年), 项目的盈利能力较好。折旧摊销方面, 该投资的房屋及建筑物按 25 年摊销, 年折旧费 4169 万元; 土地使用权按 25 年摊销, 年摊销费 1360 万元; 其他资产按 10 年摊销, 年摊销费 1372 万元, 不会大幅影响公司现有业绩情况。

逐步引入公司旗下企业, 公司整体业态有望进一步优化, 出租/出售物业有望实现资金回流。1) 根据规划, 项目建成后拟引入公司旗下包括湖南红网新媒体集团、湖南岳麓书社等产业入驻, 后期或逐步引入公司内外部其他成熟产业。通过引入数字化内容生产和发布、文化内容创新、版权运营方面相关产业, 以内容为核心, 以科技为支撑, 基于多种新媒体与新技术, 形成人才、技术、文化剧集效应, 符合国家鼓励方向。在国家政策支持下, 公司整体业态有望进一步优化。同时, 音视频技术的发展以及新媒体、新技术的充分应用, 有利于更高效地服务公司目标群体, 从而使公司自身的产品影响力和到达率进一步提升。2) 在项目前期筹备和后期发展过程中, 公司能够充分发挥自身资金充足的优势, 在不进行外部融资的情况下完成项目投资, 随着园区的逐步发展, 园区区域内土地和物业价值有望得到提升, 届时可通过对外出售或出租一部分物业, 形成资金回流, 创造经济效益。

图 44: 马栏山视频文创产业园园区鸟瞰图


数据来源: 长沙市国资委官网, 西南证券整理

图 45: 马栏山视频文创园租售价格估算

序号	名称	租售价格
1	办公写字楼出售 (元/平方米)	13000
2	办公写字楼出租 (元/平方米·年)	948
3	人才公寓出租 (元/平方米·年)	180
4	车位出租 (元/个·年)	4320

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司的主要业务是一般图书、教材教辅的出版发行。

假设 1: 一般图书出版发行业务: 2018 年受湖南省“一科一辅”政策的影响, 一般图书出版发行业务的发展承压, 假设公司 2019-2020 年一般图书出版发行业务维持稳定发展, 预计公司 2019-2020 年一般图书出版发行业务的销量维持 8% 左右的增长, 毛利率维持在 31% 左右。

假设 2: 教材教辅出版发行业务: 2018 年受湖南省“一科一辅”政策的影响, 教材教辅出版发行业务的发展承压, 由于湖南学龄人口数稳增, 学生结构逐年改善, 预计教材教辅的需求提升, 预计 2019-2020 年教材教辅业务的销量将维持 5%、6% 的增长, 毛利率维持在 34% 左右。

表 6: 分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
教材教辅出版发行	收入	7415.6	6674.0	7007.7	7428.2
	增速	-7.5%	-10.0%	5.0%	6.0%
	毛利率	33.4%	33.8%	33.8%	34.0%
一般图书出版发行	收入	2129.0	1,958.7	2,115.4	2,284.6
	增速	-6.1%	-8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	30.4%	30.5%	30.8%	31.0%
音像制品出版发行	收入	111.60	106.0	106.0	106.0
	增速	0.6%	-5.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
文化用品、期刊及其他出版发行	收入	1,043.70	1,252.4	1,440.3	1,584.3
	增速	33.7%	20.0%	15.0%	10.0%

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
物资	收入	974.4	1,003.6	1,033.7	1,064.8
	增速	7.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	4.6%	4.6%	5.0%	5.0%
印刷业务	收入	996.6	1,046.4	1,098.8	1,153.7
	增速	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
数字出版及媒体传播	收入	1085.7	1,194.3	1,313.7	1,445.1
	增速	1.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
金融服务	收入	349.1	418.9	481.8	529.9
	增速	22.7%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	56.1%	56.1%	56.1%	56.1%
其他业务	收入	265.8	279.1	293.0	307.7
	增速	7.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	41.2%	0.0%	0.0%	0.0%
内部抵销	收入	-4011.4	-4,292.2	-4,592.7	-4,914.1
	增速	-13.9%	7.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	-2.5%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
合计	收入	10,360.10	9,641.3	10,297.8	10,990.2
	增速	-6.70%	-6.9%	6.8%	6.7%
	毛利率	38.96%	38.87%	38.95%	39.20%

数据来源: wind、西南证券

4.2 估值

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.77 元、0.83 元。我们选取 A 股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比, 2019 年行业平均估值水平为 18 倍。基于 1) 公司 2019 年将迎来业绩反转; 2) 公司一般图书中头部图书数量更多, 具备二八属性, 有望继续拉动公司一般图书的业绩增长。给予公司一定的估值溢价, 给予 2019 年 20 倍 PE, 目标价 15.40 元, 维持“增持”评级。

表 7: 可比出版公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600229.SH	城市传媒	8.42	0.52	0.58	0.64	16.14	14.62	13.16
601019.SH	山东出版	9.06	0.73	0.8	0.89	12.48	11.39	10.23
603096.SH	新经典	65.04	1.85	2.22	2.7	35.19	29.3	24.05
601811.SH	新华文轩	13.67	0.67	0.76	0.84	20.31	18.09	16.25
均值						21.03	18.35	15.92

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料纸价攀升风险。尽管目前的纸价相比于 2017 年来说，处于较为稳定的环境中，但也不能排除纸价大幅提升使公司成本承压的影响。

政策进一步收紧风险。尽管目前政策已经由“一科多辅”转变为“一科一辅”，但是也不能排除政策进一步收紧使公司业务发展受制约的风险。

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	10360.10	9641.31	10297.77	10990.16	净利润	1613.09	1356.66	1467.66	1597.43
营业成本	6323.99	5893.28	6286.99	6681.69	折旧与摊销	194.06	234.39	234.39	234.39
营业税金及附加	58.59	51.07	55.88	59.58	财务费用	-101.47	4.63	5.32	5.55
销售费用	1262.06	1181.42	1287.22	1373.77	资产减值损失	155.37	167.00	100.00	100.00
管理费用	1266.77	1155.32	1266.63	1338.85	经营营运资本变动	100.60	-271.83	87.92	75.36
财务费用	-101.47	4.63	5.32	5.55		8.88	-258.88	-143.11	-147.36
资产减值损失	155.37	167.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1970.54	1231.97	1752.18	1865.36
投资收益	60.75	50.00	50.00	50.00	资本支出	-25.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-556.27	167.38	40.94	43.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-581.98	167.38	40.94	43.53
营业利润	1672.51	1238.59	1345.73	1480.72	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-23.20	144.48	151.38	149.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1649.31	1383.07	1497.11	1629.80	股权融资	-35.52	0.00	0.00	0.00
所得税	36.21	26.41	29.45	32.37	支付股利	-898.00	-752.94	-633.25	-685.06
净利润	1613.09	1356.66	1467.66	1597.43	其他	-49.55	-101.67	-5.32	-5.55
少数股东损益	99.91	84.02	90.90	98.94	筹资活动现金流净额	-983.07	-854.62	-638.57	-690.60
归属母公司股东净利润	1513.19	1272.64	1376.76	1498.49	现金流量净额	405.47	544.73	1154.55	1218.29
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	12803.91	13348.64	14503.19	15721.47	成长能力				
应收和预付款项	1670.37	1497.98	1622.83	1720.49	销售收入增长率	-6.70%	-6.94%	6.81%	6.72%
存货	1329.89	1256.51	1354.98	1457.97	营业利润增长率	-9.03%	-25.94%	8.65%	10.03%
其他流动资产	1118.98	987.37	1073.82	1139.18	净利润增长率	-15.12%	-15.90%	8.18%	8.84%
长期股权投资	46.85	46.85	46.85	46.85	EBITDA 增长率	-8.24%	-16.29%	7.30%	8.53%
投资性房地产	253.21	145.95	152.71	158.65	获利能力				
固定资产和在建工程	1384.60	1196.41	1008.22	820.02	毛利率	38.96%	38.87%	38.95%	39.20%
无形资产和开发支出	700.67	657.07	613.47	569.87	三费率	23.43%	24.28%	24.85%	24.73%
其他非流动资产	365.32	352.61	352.32	350.26	净利率	15.57%	14.07%	14.25%	14.54%
资产总计	19673.80	19489.39	20728.37	21984.75	ROE	11.58%	9.40%	9.61%	9.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.20%	6.96%	7.08%	7.27%
应付和预收款项	4028.62	3616.24	3873.23	4148.15	ROIC	93.39%	79.75%	94.36%	126.35%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.04%	15.33%	15.40%	15.66%
其他负债	1713.72	1435.02	1582.60	1651.69	营运能力				
负债合计	5742.34	5051.26	5455.83	5799.84	总资产周转率	0.54	0.49	0.51	0.51
股本	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	固定资产周转率	7.64	7.57	9.49	12.25
资本公积	4407.94	4407.94	4407.94	4407.94	应收账款周转率	8.52	8.20	8.89	8.85
留存收益	7010.53	7530.23	8273.74	9087.18	存货周转率	3.87	3.61	3.86	3.85
归属母公司股东权益	13311.52	13734.17	14477.68	15291.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.69%	—	—	—
少数股东权益	619.93	703.96	794.85	893.79	资本结构				
股东权益合计	13931.45	14438.13	15272.54	16184.91	资产负债率	29.19%	25.92%	26.32%	26.38%
负债和股东权益合计	19673.80	19489.39	20728.37	21984.75	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.02	3.48	3.49	3.54
					速动比率	2.78	3.22	3.23	3.28
					股利支付率	59.34%	59.16%	46.00%	45.72%
					每股指标				
					每股收益	0.84	0.71	0.77	0.83
					每股净资产	7.76	8.04	8.50	9.01
					每股经营现金	1.10	0.69	0.98	1.04
					每股股利	0.50	0.42	0.35	0.38
业绩和估值指标									
EBITDA	1765.10	1477.61	1585.44	1720.65					
PE	16.32	19.40	17.94	16.48					
PB	1.77	1.71	1.62	1.53					
PS	2.38	2.56	2.40	2.25					
EV/EBITDA	6.14	7.19	5.96	4.78					
股息率	3.64%	3.05%	2.56%	2.77%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn