

2019年04月23日

中南传媒 (601098.SH)

# 2018Q4 出现业绩拐点，分红率提升至 88.5%

## 事件：

公司 4 月 22 日晚发布年报，2018 年实现营业收入 95.76 亿元，YoY-7.57%，实现归母净利润 12.38 亿元，YoY-18.19%，每 10 股派现金红利 6.1 元（含税），分红率 88.5%，按公告日当天收盘价计算股息率 4.81%。

## 点评：

■**公司业务结构更加健康。**分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 16.37 亿 (YoY-23.31%)、25.23 亿 (YoY-9.89%)、19.48 亿 (YoY-3.63%)、34.66 亿 (YoY+1.87%)，分季度归母净利润分别为 2.63 亿 (YoY-25.32%)、3.73 亿 (YoY-29.77%)、2.34 亿 (YoY-20.69%)、3.68 亿元 (YoY+9.80%)，前期湖南省内“一教三辅”现象被叫停对公司财务造成的负面影响已经逐渐完全消化，截至 2018Q4 公司营收与净利润季度同比双双回归正增长。虽然全年来看市场类教辅销售规模缩减，但一般图书出版实现营收 5.10 亿元，YoY+16.14%，发行实现营收 18.63 亿元，YoY+10.26%；

■**新业务投入稳步增加。**2018 年公司产生销售费用 12.13 亿元，YoY-3.89%，主要系规范市场类教辅政策影响，相应业务规模减小，同时产生的物流运输费用减少所致；产生管理费用 11.95 亿元，YoY-1.32%，主要系管理流程进一步优化，减少非必要业务招待开支等所致；财务费用为-1.08 亿元，银行利息收入同比增加。为加大数字教育出版与音视频技术研发，公司研发投入同比增长 9.97%至 6157.35 万元；

■**公司主营业务涵盖本版图书（含教材教辅）出版、外版教材租型、教材教辅与一般图书发行、印刷、物资与媒体，在省级出版集团中产业布局完整程度较高。**公司旗下 9 家出版社，其中 5 家出版社为全国百佳，打造了科普、作文、原创文学、古典名著、音乐等品牌集群，其中中南博集天卷更是畅销书领域龙头。根据开卷数据，报告期内公司在全国综合图书零售市场码洋占有率 3.10%，在全国实体店图书零售市场码洋占有率 3.69%。出版物荣誉上，《乡村国是》等三部作品获得鲁迅文学奖，《中国蓝盔》等六种出版物入选全国青少年推荐读物等；商业化成就上，30 种图书累计 92 次登上开卷实体店畅销月榜，28 种图书 79 次登上开卷网店畅销月榜，大冰、蔡康永、龙应台、张嘉佳等作家相关作品均有不菲销售业绩。除此之外，市场化教材业务上，湖南省新华书店积极应对湖南省规范政策的影响，全面实施区域负责制，

## 公司快报

证券研究报告

平面媒体

投资评级 **买入-A**

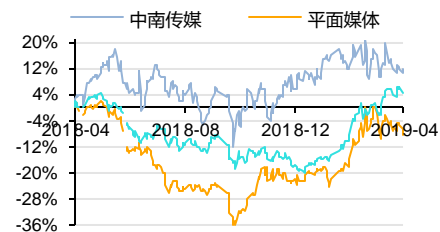
首次评级

6 个月目标价：**15 元**  
股价 (2019-04-23) **12.90 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	23,168.40
流通市值 (百万元)	23,168.40
总股本 (百万股)	1,796.00
流通股本 (百万股)	1,796.00
12 个月价格区间	10.11/14.27 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.27	-26.26	8.6
绝对收益	-4.23	-2.27	12.74

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

李雪雯

报告联系人

lixw3@essence.com.cn

### 相关报告

秋季市场类教辅销售同比回升；

■**媒体融合方面**，湖南电子社深耕数字阅读和有声产品业务，数字出版营收规模进一步扩大。通过整合公司旗下数字教育资源，截至报告期末，天闻数媒数字教育产品已服务逾 8000 所学校约 1800 万师生。贝壳网聚焦智慧校园产品线和智慧学习产品线。新领域拓展方面，公司与猎豹移动成立合资公司，针对猎豹移动内容平台提供网络内容审核服务。高层政策明确支持媒体融合发展，公司落地层面推进积极。政治层面上，国有媒体集团在内容审核业务上的象征性意义与实操经验发挥有进一步空间；具体经营上，公司会争取 5G 时代内容提供先机，积极而稳健地拓展尝试。

■**投资建议**：市场化教辅教材规范政策对公司财务造成的负面影响充分消化后，公司有望进一步发挥全产业链经营与一般图书品牌优势。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 13.57 亿元、14.32 亿元、16.27 亿元，对应 EPS 0.76 元、0.80 元、0.91 元。我们给予公司 2019 年 20 倍目标 PE，对应目标价 15 元，给予“买入-A”评级。

■**风险提示**：数字技术对传统出版行业冲击、传统报媒经营压力加剧等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	10,360.1	9,575.6	9,767.1	10,450.8	11,286.8
净利润	1,513.2	1,237.9	1,357.1	1,432.9	1,627.1
每股收益(元)	0.84	0.69	0.76	0.80	0.91
每股净资产(元)	7.41	7.50	8.17	8.96	9.86

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	15.3	18.7	17.1	16.2	14.2
市净率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
净利润率	14.6%	12.9%	13.9%	13.7%	14.4%
净资产收益率	11.4%	9.2%	9.3%	8.9%	9.2%
股息收益率	4.7%	4.8%	5%	5.1%	5.1%
ROIC	231.2%	251.2%	103.4%	232.6%	158.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,360.1	9,575.6	9,767.1	10,450.8	11,286.8	成长性					
减:营业成本	6,324.0	5,867.7	6,011.6	6,425.1	6,927.9	营业收入增长率	-6.7%	-7.6%	2.0%	7.0%	8.0%
营业税费	58.6	51.4	58.6	62.7	67.7	营业利润增长率	-9.0%	-15.1%	-22.4%	4.0%	13.3%
销售费用	1,262.1	1,213.0	1,220.9	1,306.3	1,377.0	净利润增长率	-16.2%	-18.2%	9.6%	5.6%	13.6%
管理费用	1,266.8	1,194.8	1,220.9	1,358.6	1,467.3	EBITDA 增长率	-19.7%	-13.4%	-3.3%	3.4%	11.5%
财务费用	-101.5	-108.0	-1.9	-2.5	-2.6	EBIT 增长率	-21.8%	-15.5%	-3.8%	4.0%	13.3%
资产减值损失	155.4	175.4	200.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-9.8%	-16.8%	-16.1%	4.0%	13.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-23.4%	103.9%	-120.2%	-481.3%	-187.5%
投资和汇兑收益	60.7	70.8	45.0	45.8	49.3	净资产增长率	4.7%	1.7%	6.3%	7.3%	7.6%
营业利润	1,672.5	1,419.3	1,102.0	1,146.3	1,298.8	利润率					
加:营业外净收支	-23.2	-13.5	-41.2	-26.3	-27.0	毛利率	39.0%	38.7%	38.5%	38.5%	38.6%
利润总额	1,649.3	1,405.8	1,060.8	1,120.0	1,271.8	营业利润率	16.1%	14.8%	11.3%	11.0%	11.5%
减:所得税	36.2	34.9	26.5	28.0	31.8	净利润率	14.6%	12.9%	13.9%	13.7%	14.4%
净利润	1,513.2	1,237.9	1,357.1	1,432.9	1,627.1	EBITDA/营业收入	14.8%	13.9%	13.2%	12.7%	13.1%
						EBIT/营业收入	13.1%	11.9%	11.3%	10.9%	11.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	47	51	47	38	30
						流动营业资本周转天数	-49	-45	-54	-48	-46
						流动资产周转天数	576	647	662	663	671
						应收帐款周转天数	51	57	50	52	53
						存货周转天数	45	52	46	48	49
						总资产周转天数	665	751	758	745	741
						投资资本周转天数	20	29	15	10	2
						投资回报率					
						ROE	11.4%	9.2%	9.3%	8.9%	9.2%
						ROA	8.2%	6.8%	5.0%	4.9%	5.1%
						ROIC	231.2%	251.2%	103.4%	232.6%	158.3%
						费用率					
						销售费用率	12.2%	12.7%	12.5%	12.5%	12.2%
						管理费用率	12.2%	12.5%	12.5%	13.0%	13.0%
						财务费用率	-1.0%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	23.4%	24.0%	25.0%	25.5%	25.2%
						偿债能力					
						资产负债率	29.2%	30.0%	27.9%	27.8%	27.9%
						负债权益比	41.2%	42.9%	38.7%	38.5%	38.7%
						流动比率	3.02	2.96	3.25	3.31	3.35
						速动比率	2.78	2.72	3.06	3.04	3.14
						利息保障倍数	-13.34	-10.59	-578.98	-457.50	-498.55
						分红指标					
						DPS(元)	0.60	-	-	0.01	0.02
						分红比率	71.2%	88.5%	90%	90%	290%
						股息收益率	4.7%	4.8%	5%	5.1%	5.1%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,803.9	12,341.2	14,724.8	14,753.4	17,454.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,480.1	1,535.0	1,169.9	1,870.9	1,450.4
应收票据	8.3	24.2	29.8	19.5	31.8
预付帐款	182.0	211.4	67.6	268.9	114.0
存货	1,329.9	1,416.2	1,091.0	1,685.8	1,356.1
其他流动资产	1,119.0	1,947.8	1,359.9	1,475.6	1,594.4
可供出售金融资产	132.1	207.4	151.7	163.7	174.3
持有至到期投资	51.2	156.5	69.2	92.3	106.0
长期股权投资	46.8	71.0	71.0	71.0	71.0
投资性房地产	253.2	165.3	165.3	165.3	165.3
固定资产	1,367.7	1,355.3	1,193.0	1,030.8	868.5
在建工程	16.9	18.9	18.9	18.9	18.9
无形资产	638.3	619.5	594.4	569.3	544.2
其他非流动资产	244.4	190.5	176.6	184.4	163.0
资产总额	19,673.8	20,260.1	20,883.1	22,369.7	24,111.8
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	3,011.4	2,779.5	3,050.3	3,255.1	3,529.7
应付票据	237.4	181.5	297.2	194.3	331.1
其他流动负债	2,355.3	2,946.4	2,326.2	2,609.1	2,707.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	138.3	178.4	148.7	155.1	160.7
负债总额	5,742.3	6,085.8	5,822.4	6,213.6	6,729.1
少数股东权益	619.9	698.5	391.8	56.7	-321.8
股本	1,796.0	1,796.0	1,796.0	1,796.0	1,796.0
留存收益	11,418.5	11,571.5	12,872.9	14,303.5	15,908.6
股东权益	13,931.5	14,174.2	15,060.7	16,156.1	17,382.8

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,613.1	1,371.0	1,357.1	1,432.9	1,627.1
加:折旧和摊销	194.1	198.7	187.4	187.4	187.4
资产减值准备	155.4	175.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.1	0.1	-1.9	-2.5	-2.6
投资损失	-60.7	-70.8	-45.0	-45.8	-49.3
少数股东损益	99.9	133.1	-322.8	-340.9	-387.1
营运资金的变动	518.5	-161.9	1,069.9	-1,201.2	1,331.2
经营活动产生现金流量	1,970.5	1,268.6	2,244.7	29.9	2,706.8
投资活动产生现金流量	-582.0	-622.3	280.0	-4.7	4.6
融资活动产生现金流量	-983.1	-1,130.8	-141.1	3.4	-10.7

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.84	0.69	0.76	0.80	0.91
BVPS(元)	7.41	7.50	8.17	8.96	9.86
PE(X)	15.3	18.7	17.1	16.2	14.2
PB(X)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
P/FCF	13.9	32.7	8.9	54.6	7.4
P/S	2.2	2.4	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	7.9	7.5	6.4	5.9	3.2
CAGR(%)	-12.2%	-3.3%	-18.4%	-12.2%	-3.3%
PEG	-1.3	-5.7	-0.9	-1.3	-4.3
ROIC/WACC	22.0	23.9	9.8	-50.7	15.1
REP	1.1	0.4	-4.0	-0.2	-0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034