

价值属性彰显

投资要点

- **年度业绩符合预期, 高分红持续彰显价值属性:** 2019 年, 中南传媒累计实现营业收入 102.6 亿, 同比增长约 7%; 实现归母净利润 12.8 亿, 同比增长约 3%; 扣非以后, 公司实现净利润 12.3 亿, 同比增长约 12%; 公司将分红 11.1 亿, 按 4 月 27 日收盘价计算, 股息率在 5.9% 以上。
- **第一季度利润下滑只是短期冲击, 长期没有影响。** 受到第一季度全球疫情的冲击, 中南传媒的利润出现短期波动: 收入端, 实现 15.4 亿, 同比下滑约 17%; 实现归母净利润 2 亿, 同比下滑 32%。我们认为, 公司一季报有两个需要关注的核心: 1) 利润下滑的原因是疫情冲击, 因为疫情影响, 全国各类学校均延迟开学, 导致公司教材教辅业务受到不同程度的冲击, 尤其是教辅业务, 即使在 5 月全面开学, 因为上课时间的缩短, 当期需求会出现一定程度的下降; 2) 影响是一次性的, 我们认为疫情总会稳定, 复课从长期来看不会有任何问题, 届时公司所有业务将回归正轨, 短期影响在一定程度上可以理解成非经常性损益冲击, 不用太过在意。
- **双重意义的价值属性。** 我们认为, 中南传媒是传媒板块非常值得配置的价值标的, 这种判定从两个方面解读, 第一是资产和市值的结构; 第二是股息率的持续性。首先, 从资产和市值结构来看, 截止到 2020 年第一季度, 公司目前账上现金超过 126 亿, 且公司长期账上现金均在 120 亿以上, 考虑到公司 10 亿以上的利润体量, 匹配公司目前约 180 亿市值的规模, 有非常强的安全性。第二个是股息率的持续性。股息率持续性从两个角度来看: 1) 股息率需要足够稳定的利润来源, 中南传媒的核心是教材教辅的出版发行工作, 这个工作有非常强的安全性和可持续性, 且几乎难以撼动; 2) 足够高的分红比例, 这个和公司管理文化相关, 中南传媒过去多年一直持续高比例分红, 且目前管理层相对稳定, 预计在中期内, 分红政策不会发生本质性改变。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.62 元、0.73 元、0.79 元, 虽然 2020 年公司 EPS 有所下滑, 但是因为疫情带来的短期冲击, 长期不会有太大影响, 考虑到目前市值体系下, 公司股息率接近 6%, 具备极强的稳定回报预期, 维持“持有”评级, 目标市值为 11 亿分红对应的股息率 5% 目标, 即 220 亿, 对应目标价 12.25 元。
- **风险提示:** 国家政策或发生改变的风险、疫情持续超预期风险。

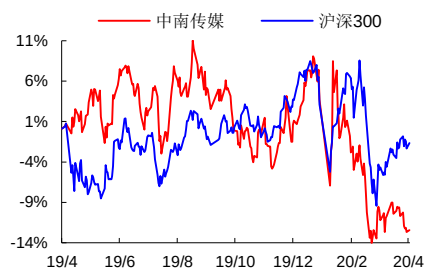
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10260.86	10209.78	11378.43	12651.12
增长率	7.16%	-0.50%	11.45%	11.19%
归属母公司净利润 (百万元)	1275.69	1105.15	1313.14	1420.07
增长率	3.05%	-13.37%	18.82%	8.14%
每股收益 EPS (元)	0.71	0.62	0.73	0.79
净资产收益率 ROE	9.74%	7.97%	8.77%	8.79%
PE	15	17	14	13
PB	1.37	1.30	1.20	1.12

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

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)	10.21-13.07
总市值(亿元)	186.60
总资产(亿元)	216.70
每股净资产(元)	7.72

相关研究

1. 中南传媒 (601098): 冲击已然消化、重回稳健增长 (2019-08-29)

关键假设：

假设 1：疫情后，公司发行和出版的毛利率维持在 30%左右的水平；

假设 2：金融业务长期回报率在 3%-4%区间；

假设 3：原材料价格整体波动幅度在 10%以内。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
发行	收入	7,568.61	7492.9	8242.2	9066.4
	增速	8.2%	-1.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	29.6%	28.0%	30.0%	31.0%
出版	收入	2,803.34	2803.3	2943.5	3090.7
	增速	15.1%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.7%	30.0%	33.0%	33.0%
物资	收入	1,402.33	1472.4	1619.7	1781.7
	增速	6.1%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
数字媒体	收入	1,065.89	1043.6	1095.8	1150.6
	增速	1.1%	-1.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.6%	25.0%	25.0%	25.0%
印刷	收入	1,018.44	1028.6	1080.1	1134.1
	增速	5.9%	1.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
金融	收入	387.2	406.5	426.8	448.2
	增速	-9%	5%	5%	5%
	毛利率	65%	65%	65%	65%
其他	收入	160.2	128.2	115.3	103.8
	增速	-26%	-20%	-10%	-10%
	毛利率	71%	50%	50%	50%
抵消	收入	(4145.1)	-4165.8255	-4145	-4124.3
	增速	8.14%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
	毛利率	-1.7%	-0.5%	-1.0%	-1.0%
合计	收入	10260.9	10209.8	11378.4	12651.1
	增速	7.2%	-0.5%	11.4%	11.2%
	毛利率	40.0%	36.3%	37.5%	37.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10260.86	10209.78	11378.43	12651.12	净利润	1407.33	1219.19	1448.64	1566.60
营业成本	6156.40	6498.96	7111.11	7963.82	折旧与摊销	200.17	160.71	160.71	160.71
营业税金及附加	54.81	55.15	61.17	68.05	财务费用	-119.25	-117.52	-130.19	-141.51
销售费用	1450.80	1368.44	1566.95	1718.94	资产减值损失	-151.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	1253.36	1256.07	1396.52	1553.96	经营营运资本变动	2809.01	178.93	316.29	482.34
财务费用	-119.25	-117.52	-130.19	-141.51	其他	-1059.32	-119.38	-125.68	-132.03
资产减值损失	-151.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3086.04	1321.93	1669.77	1936.11
投资收益	101.93	116.55	122.38	128.50	资本支出	9.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.66	2.83	3.30	3.54	其他	-260.04	160.17	125.68	132.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-250.90	160.17	125.68	132.03
营业利润	1453.60	1268.05	1498.55	1619.89	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-15.49	-22.22	-17.56	-18.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1438.12	1245.83	1480.99	1601.90	股权融资	8.40	0.00	0.00	0.00
所得税	30.79	26.64	32.35	35.30	支付股利	0.00	-255.14	-221.03	-262.63
净利润	1407.33	1219.19	1448.64	1566.60	其他	-1150.12	0.37	130.19	141.51
少数股东损益	131.63	114.04	135.50	146.53	筹资活动现金流净额	-1141.72	-254.77	-90.84	-121.12
归属母公司股东净利润	1275.69	1105.15	1313.14	1420.07	现金流量净额	1693.44	1227.33	1704.60	1947.02
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	13964.40	15191.73	16896.34	18843.36	成长能力				
应收和预付款项	1749.89	1781.22	1985.37	2201.89	销售收入增长率	7.16%	-0.50%	11.45%	11.19%
存货	1471.79	1553.68	1700.03	1903.88	营业利润增长率	2.41%	-12.77%	18.18%	8.10%
其他流动资产	1257.75	1214.57	1269.13	1328.55	净利润增长率	2.65%	-13.37%	18.82%	8.14%
长期股权投资	88.15	88.15	88.15	88.15	EBITDA 增长率	1.62%	-14.55%	16.61%	7.20%
投资性房地产	154.04	154.04	154.04	154.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1367.31	1307.19	1247.08	1186.96	毛利率	40.00%	36.35%	37.50%	37.05%
无形资产和开发支出	1061.74	966.80	871.86	776.92	三费率	25.19%	24.55%	24.90%	24.75%
其他非流动资产	690.79	685.14	679.48	673.83	净利率	13.72%	11.94%	12.73%	12.38%
资产总计	21805.86	22942.52	24891.47	27157.58	ROE	9.74%	7.97%	8.77%	8.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.45%	5.31%	5.82%	5.77%
应付和预收款项	4167.36	4297.18	4732.71	5296.70	ROIC	143.74%	-361.89%	-203.44%	-132.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.96%	12.84%	13.44%	12.96%
其他负债	3186.65	3346.59	3632.41	4030.55	营运能力				
负债合计	7354.00	7643.77	8365.11	9327.25	总资产周转率	0.49	0.46	0.48	0.49
股本	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	固定资产周转率	7.63	7.82	9.13	10.67
资本公积	4420.24	4420.24	4420.24	4420.24	应收账款周转率	8.00	7.89	8.27	8.27
留存收益	7336.15	8186.16	9278.27	10435.71	存货周转率	3.74	4.30	4.37	4.42
归属母公司股东权益	13669.54	14402.40	15494.51	16651.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.89%	—	—	—
少数股东权益	782.32	896.35	1031.85	1178.38	资本结构				
股东权益合计	14451.86	15298.75	16526.36	17830.33	资产负债率	33.72%	33.32%	33.61%	34.34%
负债和股东权益合计	21805.86	22942.52	24891.47	27157.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.62	2.69	2.71	2.69
					速动比率	2.41	2.48	2.50	2.48
					股利支付率	0.00%	23.09%	16.83%	18.49%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	1534.53	1311.24	1529.07	1639.10	每股收益	0.71	0.62	0.73	0.79
PE	14.63	16.88	14.21	13.14	每股净资产	7.61	8.02	8.63	9.27
PB	1.37	1.30	1.20	1.12	每股经营现金	1.72	0.74	0.93	1.08
PS	1.82	1.83	1.64	1.48	每股股利	0.00	0.14	0.12	0.15
EV/EBITDA	1.86	1.25	-0.05	-1.23					
股息率	0.00%	1.37%	1.18%	1.41%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn