股价双重安全边际，土地价值重估+积极转型教育

2017.02.05

强烈推荐

(首次覆盖)

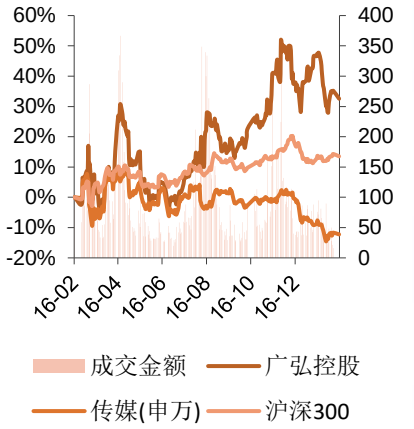
传媒行业

	李亚军(分析师)	肖明亮(研究助理)
电话：	020-88863187	020-88831179
邮箱：	liyj@gzgzhs.com.cn	xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310516060001	A1310115100005

投资要点：

- **高管增持，战略股东成本倒挂提供股价安全垫：**1）**战略股东成本价格倒挂：**广东省国企改革加速的大背景下，此前混改引入战略股东有望加快市场运营和决策机制，预计战略股东进入成本价应在 11 元以上，当前价格倒挂；**2）高管增持成本价格 9.058 元/股接近当前股价：**新任董事长蔡飚年轻有且公司 10 位高管于去年 7 月以 9.058 元/股成本增持 5699 万元，彰显公司高管推动转型的决心与信心；**3）公司是广弘资产旗下唯一上市平台：**广弘资产业务领域众多且公司为大股东广东商贸集团旗下唯一上市平台，公司将充分享受广东加快推动国企改革与资产证券化，有望充分发挥公司作为上市平台的效用。
- **土地盘活价值重估，提升公司价值边际：**1）**广东三旧改加快推进，引入地产开发战略股东有望推进土地盘活：**广东“三旧”改造工程“工改商”项目在 2016 年 9 月得到重大进展，政府首次细化了“工改商”项目的要求，可操作性更强。随着公司改革的推进，母公司引入具有地产开发背景的战略投资者，有望协同上市公司积极盘活旗下工转商等土地。2）**3 块转商用土地入账价值 2-3 亿，商用市场价值超过百亿：**公司在中山坦洲、佛山南海、西村冷冻厂（环市西路商业繁华地段）等地多块非商业用地有望转为商业用地，其入账价值在 2-3 亿之间，工转商之后价值突破 100 亿，考虑政府收储与联合战略股东进行改造开发结合的方式，土地增值效应显著。
- **规划 2017 年实现净利润 2 亿，加速转型教育外延预期显著：**公司发行业务稳定发展，为公司外延转型提供保障，按照公司此前的五年规划，公司到 2017 年规划实现净利润 2 亿，我们认为公司有望凭借在省内教育发行渠道优势资源，积极在教育产业链上进行拓展延伸，有望在教育信息化等方面积极转型突破，享受教育产业向上发展红利。
- **盈利预测与估值：**①混改引进战略股东入股成本应在 11 元以上，当前股价倒挂；主要高管完成增持，增持成本在 9.058 元/股，接近当前股价，当前价格安全边际高；②受益于广东三旧改造推进，公司旗下 3 块非商业土地有望加快转为商用，其入账价值不足 3 亿元，市场价值超过 100 亿，考虑协同战略股东进行改造开发以及政府收储等都将带来公司业绩增厚，土地重估增厚安全垫；③公司传统业务利润预期稳定在 1 亿元左右，按五年规划 2017 年实现净利润 2 亿元，当前依然有 1 亿元缺口，外延转型诉求强烈，公司有望在教育产业链积极进行延伸拓展。暂不考虑土地重估带来的业绩影响，假设 2017 年公司积极延伸教育产业链，预计公司 2016-2018 实现备考归母净利润 1.07、2.01、2.36 亿元左右，当前股价对应估值分别为：58、35、30×PE，公司当前 60 亿左右市值体量偏小，看好后续增长空间。**首次覆盖，给予市值目标 100 亿元，依然有超过 60%的空间，强烈推荐。**
- **风险提示：**冻品行业继续恶化，三旧改造以及外延不达预期。

股价走势



股价表现

涨跌（%）	1M	3M	6M
广弘控股	-9.6	-6.1	3.6
传媒行业	-3.9	-11.7	-8.9
沪深 300	-0.1	-0.00	5.1

基本资料

总市值（亿元）	62.29
总股本（亿股）	5.84
流通股比例	97.16%
资产负债率	22.22%
大股东	广弘资产
大股东持股比例	51.5%

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1927.16	1957.74	2489.44	2823.17
同比(%)	2.72%	1.59%	27.16%	13.41%
归属母公司净利润	74.94	106.84	201.36	236.37
同比(%)	-51.07%	42.57%	88.46%	17.39%
毛利率(%)	12.08%	12.99%	16.95%	17.68%
ROE(%)	6.74%	8.89%	10.55%	8.82%
每股收益(元)	0.13	0.18	0.34	0.40
P/E	83.12	58.30	35.43	30.18
P/B	5.47	5.00	2.80	2.56
EV/EBITDA	25.80	32.70	20.64	16.82

目录

1.混改落地高管增持，战略股东成本价格倒挂 5

1.1 公司简介 5

1.2 混改落地，注入活力 6

1.3 高管增持，增强信心 7

1.4 广东国企改革提速，公司是广弘资产旗下唯一上市平台 8

2.盘活土地价值重估，提升公司价值边际 8

2.1 受益三旧改造推进，土地盘活有望价值重估 8

2.2 公司 3 块土地转商用评估：入账价值 2 亿左右，市场价值超百亿 10

2.2.1 广州荔湾地块 10

2.2.2 中山坦洲地块 10

2.2.3 佛山南海地块 11

2.3 引入战略投资者，助力盘活土地价值 12

3.加速转型教育，外延预期显著 13

3.1 在校学生数量止跌反弹，促进公司发行业务稳健发展 13

3.2 加速布局教育板块，打造教育书籍发行龙头地位 13

3.3《五年规划》2017 年实现净利润 2 亿，关注教育方向转型 15

4. 盈利预测与估值 15

5. 风险提示 16

图表目录

图表 1 公司营业收入与净利润及其增速 5
图表 2 图书发行与冻品为公司两大主营业务 5
图表 3 公司图书发行及冻品业务营业收入及增速 5
图表 4 公司图书发行及冻品业务毛利率 5
图表 5 公司教育板块知名品牌 6
图表 6 冻肉为公司重要的主营业务之一 6
图表 7 公司发展历史 6
图表 8 公司混改发展历史 7
图表 9 公司此次高管增持计划参与人名单 7
图表 10 广弘资产业务涉及领域广泛 8
图表 11 公司旗下土地资源汇总 8
图表 12 “三旧”改造相关政策梳理 9
图表 13 公司荔湾地块地理位置 10
图表 14 荔湾地块周边商业土地平均成交价 10
图表 15 公司荔湾地块价值测算 10
图表 16 公司中山坦洲地块地理位置 11
图表 17 中山坦洲地块周边土地平均成交价 11
图表 18 公司中山坦洲地块价值测算 11
图表 19 公司佛山南海块地理位置 12
图表 20 佛山南海地块周边土地平均成交价 12
图表 21 公司佛山南海地块价值测算 12
图表 22 公司“工改商”项目地块价值测算 12
图表 23 公司新进 2 家战略投资机构实为在同一控股公司旗下 13
图表 24 广东 K12 在校学生数量 13
图表 25 广东中等职业教育与幼儿园在校学生数量 13
图表 26 公司业务处图书出版行业产业链下游 14
图表 27 公司为两大中小学免费教材发行商之一 14
图表 28 公司图书发行业务收入占比逐年上升 14
图表 29 公司图书发行毛利率远高于冻品 14
图表 30 公司教育出版发行业务将大力往幼教及中等职业教育领域开拓 15
图表 31 公司收入 2017 规划情况（亿元） 15
图表 32 公司利润 2017 年规划情况（亿元） 15

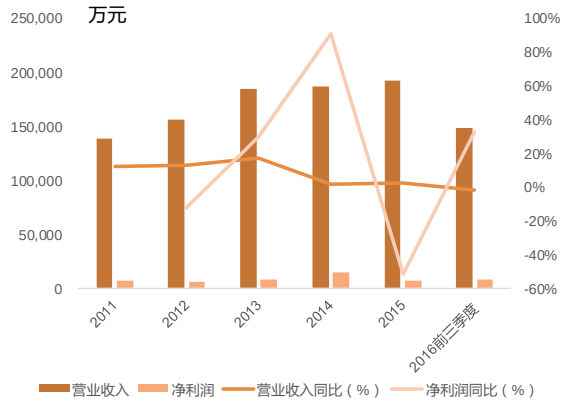
1.混改落地高管增持，战略股东成本价格倒挂

1.1 公司简介

公司是广东领先的肉类食品生产发行以及教育出版物服务商，公司主业营收稳定，核心利润来自于教育图书发行业务。其中肉类食品业务包括冷库业务、冻品市场业务、冻品贸易等，冷库及市场采用“冷库+市场”经营模式，为进场经营的商户提供冷藏服务和经营场地，收取冷藏服务费和商铺租金为冷库和市场的主要收入来源；冻品贸易主要采用自购自销和区域总代理等经营模式，主要盈利模式是获取冻肉产品购销差价。公司着力推进“冷库+市场”模式从仓储贸易型向现代冷链物流型转变、从“储备+批发”向“储备+配送+零售”转变，拥有“狮山”、“广食”等知名食品品牌。

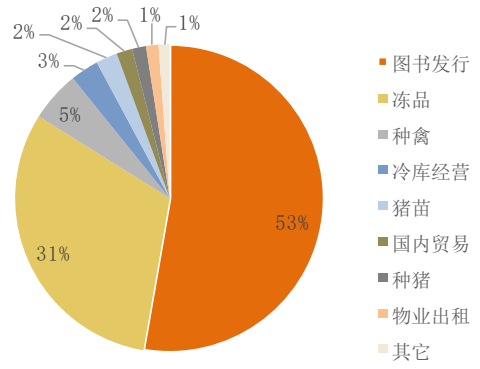
教育出版发行业务的主要是提供中小学教材、幼儿教材和教辅，产品用于学校学生，采用连锁网络经营模式，盈利模式主要是发行中小学免费教材的服务费，以及非免费教材、教辅购销差价，中小学免费教材发行具有较高的资质要求，公司是广东省中小学免费教材发行的两个渠道之一。公司拥有60多家连锁发行网点，“教育书店”在广东教育界拥有极高的品牌知名度。近年来，公司主导性业务由冻品逐步转变为毛利率更高的图书发行业务，有效提升了公司的利润水平。

图表1 公司营业收入与净利润及其增速



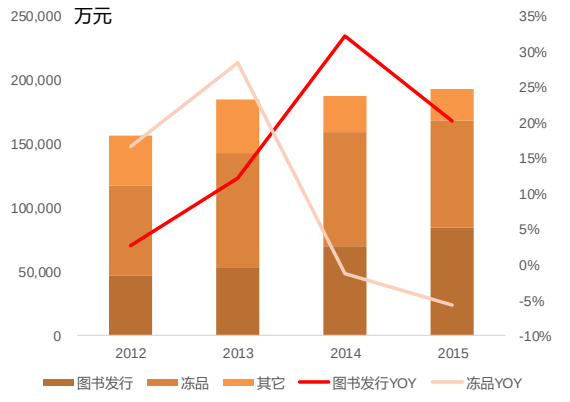
资料来源：公司公告、广证恒生

图表2 图书发行与冻品为公司两大主营业务



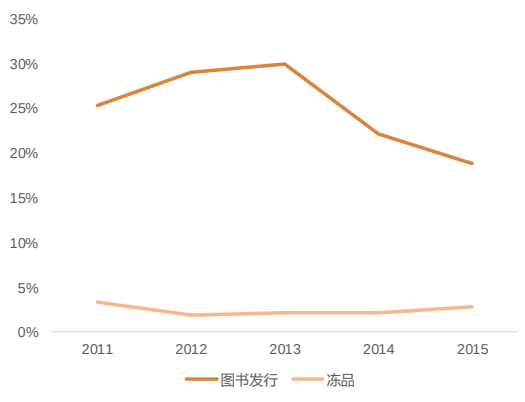
资料来源：公司公告、广证恒生

图表3 公司图书发行及冻品业务营业收入及增速



资料来源：公司公告、广证恒生

图表4 公司图书发行及冻品业务毛利率



资料来源：公司公告、广证恒生

图表5 公司教育板块知名品牌

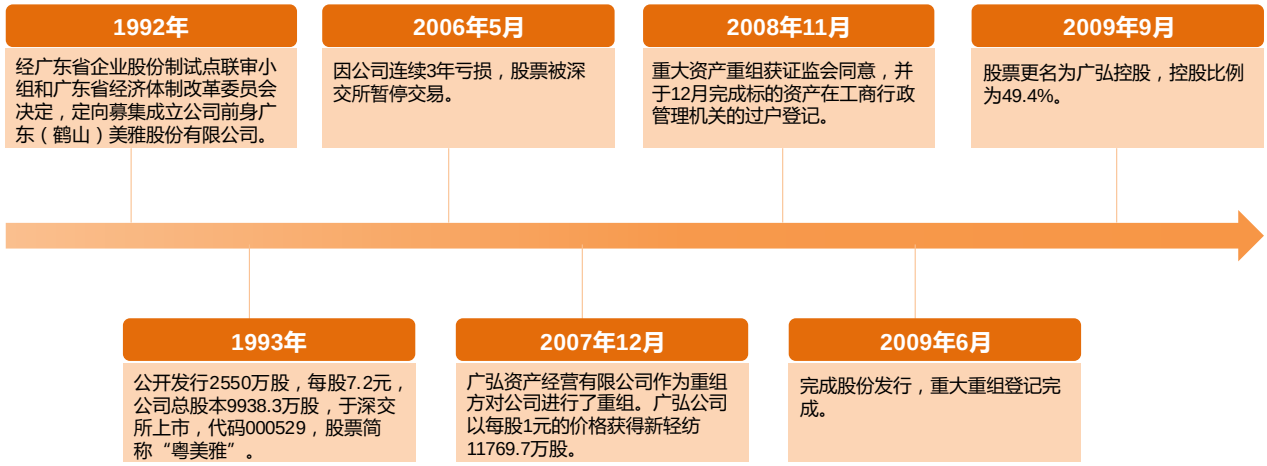
资料来源：公司公告、广证恒生

图表6 冻肉为公司重要的主营业务之一

资料来源：公司公告、广证恒生

2009 年，公司通过借壳“粤美雅”登录深交所。粤美雅因连续 3 年亏损被深交所暂停交易，广弘控股完成借壳上市后总股本为 5.84 亿元。

图表7 公司发展历史

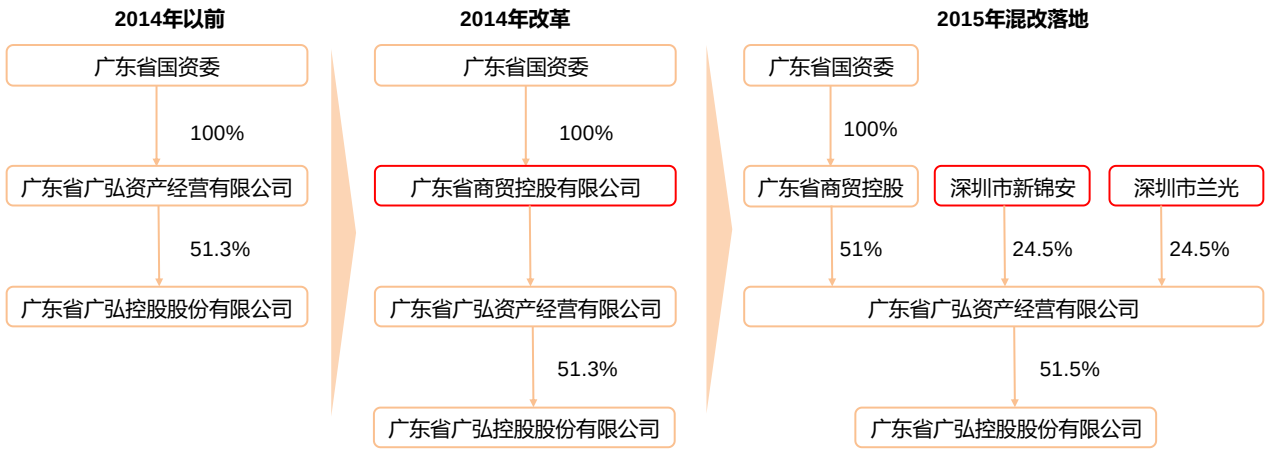


资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 混改落地，注入活力

2014 年，广东省掀起国企改革之风。2014 年 1 月，广东省人民政府同意《关于报送省属企业商贸资产重组方案的请示》，广弘资产与广东商贸集团合并组成广东商贸控股，广弘控股的股东由国资委转变成广东商贸控股，但实际仍由国资委 100%控股；2015 年 11 月，国资委通过了《广弘资产公司整体改制实施方案》，同意广东省商贸控股集团有限公司持有广弘资产公司 51%的股权，战略投资者持有广弘资产公司 49%股权。**2015 年 12 月 24 日公告显示，深圳市新锦安股权投资合伙企业及深圳市兰光股权投资合伙企业组成的联合体以 29.46 亿元获得广弘资产 49%的股份，其中 26.05 亿元用于增资扩股，3.4 亿元用于购买广弘资产的老股。我们测算战略股东入股的成本价格在 11 元以上**（2015 年 8 月 14 日停牌，前 20 日均价为 **11.355 元/股**），**当前价格与战略股东入股成本存在倒挂。**

图表8 公司混改发展历史



资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 高管增持，增强信心

公司 2016 年 7 月 27 日公告显示，包括公司董事长在内的 10 位公司高管参与“中粮-民生价值成长 1 号分级资产管理计划”，通过竞价交易方式增持公司 629.28 万股，占公司股份总数的 1.078%，增持均价为 9.058 元/股，增持金额为 5699.93 万元，承诺 6 个月内不减持公司股票。新任董事长蔡飚年轻有为，现年不到 40 岁，33 已经是正处级；其从广东商贸集团出身，2015 年 11 月受广东商贸集团提名，就任广弘控股董事长一职，其履历背景有利于推动广弘控股与母公司的沟通交流，有望推动广弘控股持续改革以及增加外延资产注入预期。

图表9 公司此次高管增持计划参与人名单

姓名	职务	年龄	从公司获得税前薪酬	是否在公司关联方获得报酬
蔡飚	董事长	38	10	是
陈子召	总经理	53	49	否
潘芸	纪委书记	55	36	否
郭伟亮	党委副书记	44	51	否
缪安民	副总经理	49	37	否
朱小宁	副总经理	45	51	否
刘汉林	副总经理	50	35	否
陈增玲	副总经理，财务负责人	49	49	否
苏东明	董秘	43	29	否
李旺	核心管理人员	NA	NA	NA

资料来源：公司公告、广证恒生

1.4 广东国企改革提速，公司是广弘资产旗下唯一上市平台

广东国企改领先全国，改革推进有望加速。自 2015 年来，广东省政府先后出台《广东省属企业实施创新驱动战略 加快转型升级的指导意见》，《关于加强省属企业资本运营工作的指导意见》以及《中共广东省委、广东省人民政府关于深化国有企业改革的实施意见》等政策文件，明确表示了政府要求加速国企改革的决心，明确提出至 2017 年国企资产证券化规模近 1 万亿元，至 2020 年资产证券化比例达到 70%，上市公司数量同比 2014 年新增 12-14 家，鼓励国有资产通过上市，并购重组形式实现资本化。公司目前是广弘资产旗下的唯一上市公司，广弘资产业务领域丰富，涉及食品、医药、地产、教育、有色金属、旅游、贸易等多个领域，公司未来拥有众多资产注入的机会。

图表10 广弘资产业务涉及领域广泛

资料来源：公司公告、广证恒生

2.盘活土地价值重估，提升公司价值边际

2.1 受益三旧改造推进，土地盘活有望价值重估

公司拥有上千亩土地资源储备，绝大多数符合“三旧”改造要求。公司目前主要拥有 5 块土地，分别位于广州荔湾、佛山南海以及中山坦洲等地，面积累计接近 1500 亩，非商业用地 3 块，商业用地 2 块，其中绝大部分面积的土地性质为非商业土地，目前公司财务按照原值入账。受益于广东“三旧”改造政策，今后多块非商用性质的土地有机会转变为商业用地，土地价值重估带来安全边际。

图表11 公司旗下土地资源汇总

地块位置	面积（亩）	土地用途	状态	入账价值（万元）	转为商业用地价值（亿元）
广州荔湾区西村	97	**工业用地**	广弘食品生产经营用地	9765	64.7
中山坦洲镇	200	**工业用地**	闲置	5088	11.99
佛山南海狮山	约 1200	**山林用地**	南海种禽公司生产经营用地	—	23.68
佛山南海大沥	约 4	商业用地	闲置	913	—
广州大道北	约 7.5	商业用地	总部经济大楼	4000	—

资料来源：公司公告、广证恒生

“三旧”改造是广东特有的改造模式，是作为转变经济发展的一种方式，将“三旧”改造向更高层次、更广范围、更好成效方面全面推进，实现从“旧城镇、旧厂房、旧村居”向“新城市、新产业、新社区”的转变。**2016 年 9 月广东省政府颁布了《广东省人民政府关于提升“三旧”改造水平促进节约集约用地的通知》，首次明确了工业用地改为商业用地的要求，加速推进了“工改商”项目的进程，公司将在“工改商”项目中直接受益。**

图表12 “三旧”改造相关政策梳理

时间	文件	内容
2009 年 8 月	《关于推进“三旧”改造促进节约集约用地的若干意见》（粤府〔2009〕78 号文）	**明确规定了以下 6 项为“三旧”改造的范围：**城市市区“退二进三”产业用地；城乡规划确定不再作为工业用途的厂房（厂区）用地；国家产业政策规定的禁止类、淘汰类产业的原厂房用地；不符合安全生产和环保要求的厂房用地；布局散乱、条件落后，规划确定改造的城镇和村庄；列入“万村土地整治”示范工程的村庄等。 **相比过往的土地改造政策有了以下 6 大突破：**简化了补办征收手续；允许按现状完善历史用地手续；允许采用协议出让供地；土地纯收益允许返拨支持用地者开展改造；农村集体建设用地改为国有建设用地，可简化手续；边角地、插花地、夹心地的处理有优惠。
2009 年 10 月	《广州市旧厂房改造土地处置实施意见》	企业原址建筑属工业遗产需成片保留，或原址用地可单独开发的（商品住宅开发除外），可由企业改变土地性质自行开发改造。经批准由原土地使用权可自行开发改造的，按改造前后新旧用途市场价的差额缴交土地出让金。
2011 年 5 月	关于推进“三旧”改造促进节约集约用地的若干意见穗府办〔2011〕17 号	提出**“三旧”改造应遵循以下 4 大简政放权原则：**重心下移，在“三旧”改造项目中，强化区政府推进“三旧”改造工作的主体作用；依法可行，“三旧”改造管理简政放权要符合法律、法规；权责统一，区政府作为“三旧”改造的第一责任主体，做到有权必有责；试点先行，“三旧”改造应突出重点，明确试点项目。
2011 年 5 月	《关于加强“三旧”改造规划实施工作的指导意见》（粤建规函[2011]304 号）	**“三旧”改造实施保障性政策：**各地和各有关部门应加强沟通协调和互相联动，采取提前介入、并联审批等方式，精简“三旧”改造建设管理各环节办事程序，提高工作效率，确保“三旧”改造规划有效实施。
2016 年 9 月	《广东省人民政府关于提升“三旧”改造水平促进节约集约用地的通知》（粤府〔2016〕96 号	**细化了“工改商”项目的要求：**旧厂房、旧城镇改造涉及将工业用地等土地用途改变为商业、旅游、娱乐和商品住宅等经营性用地（以下称“工改商”项目），**国有土地使用权由当地政府依法收回的，**必须按规定采用招标、拍卖或者挂牌方式出让，所得出让收益可按规定用于补偿原土地权利人。由**原土地权利人自行改造**的，除应当按规定补缴地价款及相关税费外，应当按照城乡规划要求，将不低于该项目用地总面积 15%的土地无偿移交政府用于城市基础设施、公共服务设施建设或者其他公益性项目建设。鼓励和引导农村集体经

		济组织自愿申请办理土地征收手续将集体建设用地转为国有建设用地。

资料来源：公开信息收集、广证恒生

2.2 公司 3 块土地转商用评估：入账价值 2 亿左右，市场价值超百亿

2.2.1 广州荔湾地块

公司广州荔湾区西村冷冻厂的土地属于广州市老城区中心位置，面积约为 97 亩（约 6.47 万平方米）紧挨广州市内环路边上，地块位置临近广州火车站，广州汽车客运站，西村、西场地铁站等交通枢纽，又临近广东广雅中学（省一级重点中学），广东省妇幼保健院等民生机构，毗邻珠江支流，周边有大型房地产楼盘。因此，该地块极具商业开发价值。**近期地块周边的商业土地平均成交价均在 10 万元/平方米左右，预计今后公司荔湾地块土地价值将超过 64 亿元。**

图表13 公司荔湾地块地理位置

资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表14 荔湾地块周边商业土地平均成交价

资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表15 公司荔湾地块价值测算

公司土地位置	面积（万平方米）	周边土地位置	周边土地平均成交价（万元/平方米）	公司土地平均价推测（万元/平方米）	公司土地价值估算（亿元）
广州荔湾地块	6.47	白云新城	10.06	10	64.7
		黄埔地块	3.92		
		南沙地块	3.56		
		海珠地块	10.5		
		广钢新城	11.31		
		华达物流	9.92		

资料来源：公开资料收集、广证恒生

2.2.2 中山坦洲地块

公司中山坦洲地块位于中山与珠海交界处，面积为 200 亩（13.33 万平方米），目前已经完成“三通一平”即水通、电通、路通和场地平整，地块临近广珠城轨明珠站，近年周边已建成众多大型房地产楼盘，该地区越来越受到珠海人民的青睐，目前地块周边已经拥有完善的购物中心，学校，银行，医院等民生配套措施。目前，中山地区的商业土地平均成交价在 2000 元/平方米至 8000 元/平方米不等，而珠海地区的同类土地成交价则已达 10000 元/平方米以上。**鉴于公司地块位置位于珠海与中山交界**

处，较保守假设估价 9000 元/平方米，因此公司中山坦洲土地价值为 11.99 亿元。

图表16 公司中山坦洲地块地理位置

资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表17 中山坦洲地块周边土地平均成交价

资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表18 公司中山坦洲地块价值测算

公司土地位置	面积（万平方米）	周边土地位置	最新周边土地平均成交价（万元/平方米）	公司土地平均价推测（万元/平方米）	公司土地价值估算（亿元）
中山坦洲地块	13.33	中山板芙镇	0.3	0.9	11.99
		珠海唐家湾	1.05		
		珠海金湾	2.02		
		坦洲七村（2013 年）	0.8		

资料来源：公开资料收集、广证恒生

2.2.3 佛山南海地块

公司佛山南海地块位于佛山一环与广三高速交界附近，面积约为 1200 亩（80 万平方米），目前该地为南海种禽公司生产经营用地，地块临近南海大学城，距离广州市半小时车程。**对比佛山狮山镇土地最新平均成交价 2.96 万/平方米，公司该地的价值约为 23.68 亿元。**

图表19 公司佛山南海块地理位置

资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表20 佛山南海地块周边土地平均成交价

资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表21 公司佛山南海地块价值测算

公司土地位置	面积（万平方米）	周边土地位置	最新周边土地平均成交价（万元/平方米）	公司土地平均价推测（万元/平方米）	公司土地价值估算（亿元）
佛山南海地块	80	佛山里水镇	2.33	2.96	23.68
		佛山狮山镇	2.96		
		佛山桂城	2.46		

资料来源：公开资料收集、广证恒生

小结：经我们测算，公司分别位于广州荔湾、中山坦洲、佛山南海的 3 块工业用地转商业用地后价值为 64.7 亿元、11.99 亿元以及 23.68 亿元，三者合计达到 100.37 亿元。而这些地块的入账价值应在 2-3 亿之间，工转商之后土地价值重估显著。

图表22 公司“工改商”项目地块价值测算

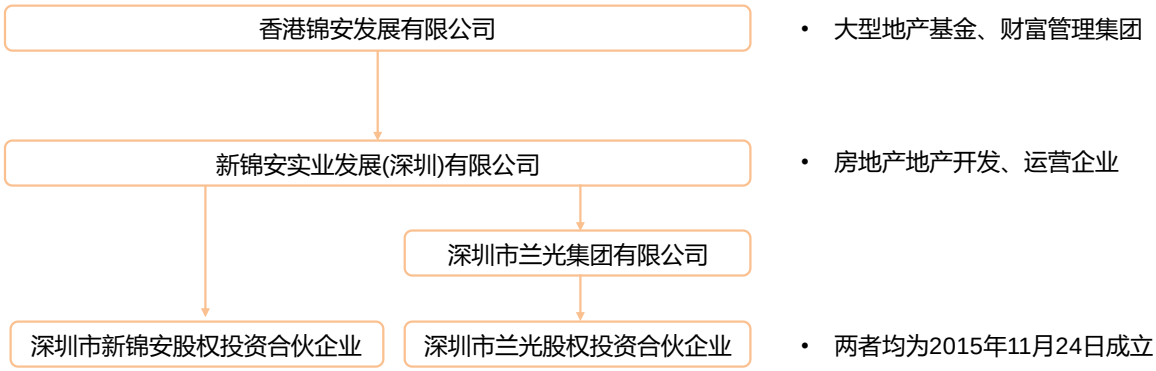
地块位置	面积（亩）	转为商业用地价值（亿元）	三者合计（亿元）
广州荔湾区西村	97	64.7	100.37
中山坦洲镇	200	11.99	
佛山南海狮山	约 1200	23.68	

资料来源：广证恒生

2.3 引入战略投资者，助力盘活土地价值

此前通过混改，广弘资产新晋引入的战略投资者深圳市新锦安股权投资合伙企业及深圳市兰光股权投资合伙企业，两者**拥有同一个股东——新锦安实业发展（深圳）有限公司**，该公司主营业务为房地产综合开发和物业管理资质，主要经营范围为房地产开发、物业及停车场管理，**拥有丰富的地产开发运营能力，对广弘控股土地开发具有重要的助力作用。**

图表23 公司新进2家战略投资机构实为在同一控股公司旗下



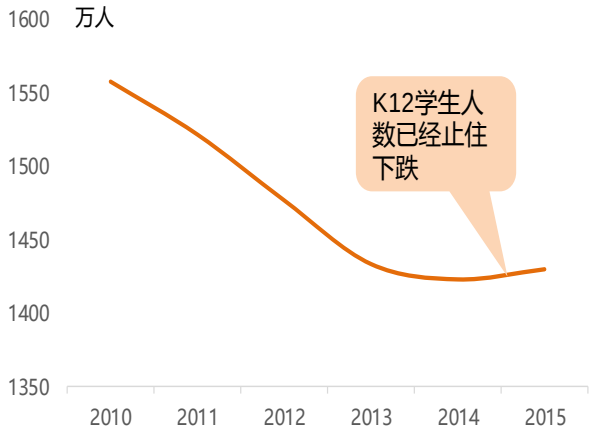
资料来源：公开信息整理、广证恒生

3.加速转型教育，外延预期显著

3.1 在校学生数量止跌反弹，促进公司发行业务稳健发展

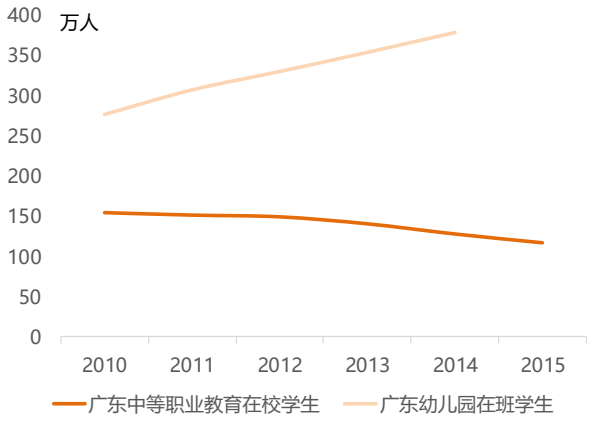
2015 年 K12 在校学生数量一改 5 年以来的下跌趋势，迎多年以来的首次增长。2015 年广东省 K12 在校学生数量为 1429.6 万人，同比 2014 年增长 6.9 万人。同时，广东省幼儿园在班学生数量在近几年保持持续增长，未来预计受二胎政策的刺激，增长趋势将持续。广东省中等职业教育在校学生数量保持稳定，2014 年国家出台《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》政策，明确国家要朝多层次教育方向推进。预计 2020 年，我国中等职业教育在校生将达到 2350 万人，专科层次职业教育在校生为 1480 万人。**在校人数的增加，将直接利好教育辅导书籍行业，公司将首先受益。**

图表24 广东K12在校学生数量



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表25 广东中等职业教育与幼儿园在校学生数量



资料来源：国家统计局、广东省统计局、广证恒生

3.2 加速布局教育板块，打造教育书籍发行龙头地位

公司教育板块主要经营教育图书发行业务，处于整个图书出版的下游发行零售位置。公司拥有广东省内知名的书籍发行品牌“教育书店”，是广东省两大中小学免费教材发行渠道之一，目前在广东拥有超过 60 家连锁书店。公司教育出版发行盈利模式主要有两种：1）免费教材发行，收取教材发行

的手续费、服务费；2）非免费教材发行，通过图书上游采购及下游出售间的差价获利。公司教育出版发行业务的核心竞争力在于其拥有上下游稳定的客户资源、优质的服务意识和全面的网络布局。

目前，公司教育出版业务收入稳定，教育出版业务收入占公司总收入逐年上升。2016 年上半年教育出版业务已经收入占比已经超过 50%，该业务毛利率远高于公司第二大主营业务冻品，公司未来将在夯实 K12 教材发行的基础上，继续开拓幼儿以及中等职业教育教材领域，公司有望在三者学生人数触底反弹中充分受益。

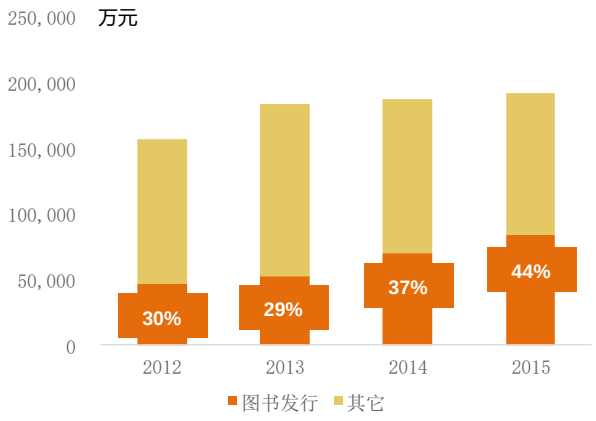
图表26 公司业务处图书出版行业产业链下游

资料来源：广证恒生

图表27 公司为两大中小学免费教材发行商之一

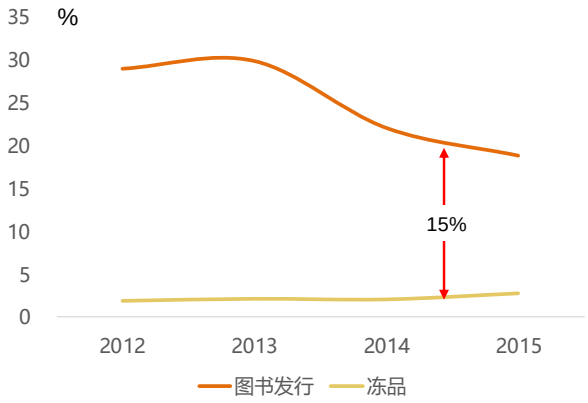
资料来源：公司公告、广证恒生

图表28 公司图书发行业务收入占比逐年上升



资料来源：公司公告、广证恒生

图表29 公司图书发行毛利率远高于冻品



资料来源：公司公告、广证恒生

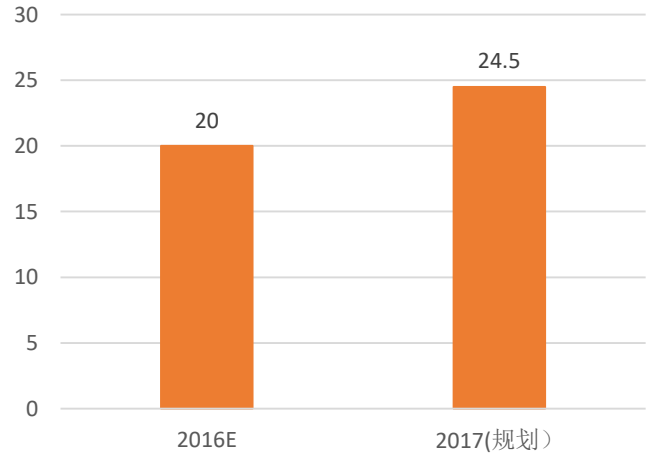
图表30 公司教育出版发行业务将大力往幼教及中等职业教育领域开拓

资料来源：公司公告、广证恒生

3.3《五年规划》2017 年实现净利润 2 亿，关注教育方向转型

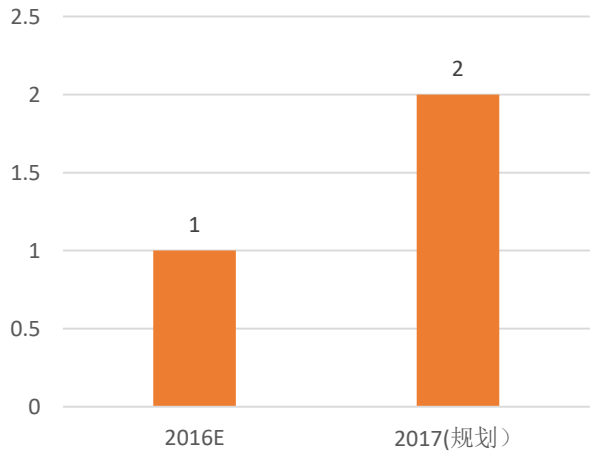
距离五年规划利润目标依然有 1 亿左右缺口，有望积极拓展延伸教育产业：公司在 2016 年明确提出“‘引进来，筑巢引凤；走出去，开疆辟土’的思路，积极探讨外延式发展新方法，寻找并购标的充实公司发展后劲，为股东创造效益”的战略方针，表明公司将加快资本运作，整合打造更加完善的产业链及新业务领域，做大做强的信心更加凸显。按照公司 2013 年发布的《五年发展规划》，规划到 2017 年公司收入实现 24.5 亿元，公司净利润实现 2 亿元；预测公司 2016 年收入在 20 亿元左右，净利润在 1 亿元左右，**考虑公司内生业务稳健发展的基础上，公司依然有近 1 亿元左右的利润缺口，后续外延预期强烈。考虑到教材发行已经成为公司的主要业绩来源，公司在省内发行领域的渠道优势显著，有望在教育产业链进一步延伸，预期有望向教育信息化、教育培训领域拓展。**

图表31公司收入2017规划情况（亿元）



资料来源：公司五年规划（2013-2017）

图表32 公司利润2017年规划情况（亿元）



资料来源：公司五年规划（2013-2017）

4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：

① **高管增持，战略股东成本倒挂提供股价安全垫：**1）**战略股东成本价格倒挂：**广东省国企改革加速的大背景下，此前公司母公司广弘资产以 29.46 亿元引入深圳两个战略投资者（预计战略股东进入成本价在 11 元以上，当前价格倒挂），有望加快公司市场化运营和业务转型布局，公司是国企当中市场化程度较高的企业之一；**2）高管增持成本价格 9.058 元/股接近当前股价：**新任董事长蔡飚年轻有且公司 10 位高管于 2016 年 7 月以 9.058 元/股成本增持 5699 万元，彰显公司高管有能力有动力推进公司业务转型与发展；**3）公司是广弘资产旗下唯一上市平台：**股东方广弘资产业务领域众多且公司为大股东广东商贸集团旗下唯一上市平台，公司将充分享受政府推动国企资产证券化运动的浪潮，有望充分发挥公司作为上市平台的效用。

② **土地盘活价值重估，提升公司价值边际：**1）**广东三旧改加快推进，引入地产开发战略股东有望推进土地盘活：**广东“三旧”改造工程“工改商”项目在 2016 年 9 月得到重大进展，政府首次细化了“工改商”项目的要求，可操作性更强。随着公司改革的推进，母公司引入具有地产开发背景的战略投资者，有望协同上市公司积极盘活旗下工转商等土地。2）**3 块转商用土地入账价值 2-3 亿，商用市场价值超过百亿：**公司在中山坦洲、佛山南海、西村冷冻厂（环市西路商业繁华地段）等地多块非商业用地有望转为商业用地，其入账价值在 2-3 亿之间，工转商之后价值突破 100 亿，考虑政府收储与联合战略股东进行改造开发结合的方式，土地增值效应显著。

③ **规划 2017 年实现净利润 2 亿，加速转型教育外延预期显著：**公司出版发行业务稳定发展，为公司外延转型提供坚实基础，按照公司此前的五年规划，公司到 2017 年规划实现净利润 2 亿，我们认为公司有望凭借在省内教育发行渠道优势资源，积极在教育产业链上进行拓展延伸，有望在教育信息化等方面积极转型突破，享受教育产业向上发展红利。

暂不考虑土地重估带来的业绩影响，假设 2017 年公司积极延伸教育产业链，预计公司 2016-2018 实现备考归母净利润 1.07、2.01、2.36 亿元左右，当前股价对应估值分别为：58、35、30×PE，公司当前 60 亿左右市值体量偏小，看好后续增长空间。首次覆盖，给予市值目标 100 亿元，依然有超过 60%的空间。

5. 风险提示

（1） 冻品行业继续恶化；

（2） 教育转型不达预期；

（3） 三旧改造推进不达预期。

附录：公司财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	867	1057	1201	1458
现金	682	843	1001	1258
应收账款	19	26	22	22
其它应收款	32	22	22	26
预付账款	4	14	9	9
存货	125	146	140	137
其他	5	6	6	5
非流动资产	584	549	1698	1658
长期投资	88	88	1288	1288
固定资产	173	226	227	209
无形资产	116	107	97	89
其他	207	128	87	72
资产总计	1451	1605	2899	3115
流动负债	299	347	336	327
短期借款	2	23	11	12
应付账款	38	66	51	52
其他	259	258	273	263
非流动负债	3	2	3	-9
长期借款	0	0	0	-12
其他	3	2	3	3
负债合计	302	350	338	319
少数股东权益	11	11	11	11
股本	584	584	669	669
资本公积	575	575	1594	1594
留存收益	-20	86	288	524
归属母公司股东权益	1138	1245	2550	2786
负债和股东权益	1451	1605	2899	3115

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	53	89	187	212
净利润	74	107	201	236
折旧摊销	31	29	36	38
财务费用	-14	-11	-13	-17
投资损失	-10	-39	-49	-33
营运资金变动	-57	-2	12	-12
其它	30	5	-1	-2
投资活动现金流	-32	41	-1134	40
资本支出	-37	-2	13	4
长期投资	4	-0	-1200	0
其他	2	42	53	35
筹资活动现金流	-42	32	1105	6
短期借款	-7	21	-12	1
长期借款	-35	0	0	-12
普通股本增加	0	0	85	0
资本公积金增加	0	0	1019	0
其他	-1	11	13	17
现金净增加额	-21	162	158	257

利润表				单位:百万元
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1927	1958	2489	2823
营业成本	1694	1703	2067	2324
营业税金及附加	5	13	17	17
营业费用	78	81	102	116
管理费用	67	80	100	99
财务费用	-14	-11	-13	-17
资产减值损失	20	11	16	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	39	49	33
营业利润	86	119	250	304
营业外收入	21	29	27	25
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	106	147	276	329
所得税	32	40	74	92
净利润	74	107	201	236
少数股东损益	-1	-0	-0	-0
归属母公司净利润	75	107	201	236
EBITDA	127	166	298	350
EPS（摊薄）	0.13	0.18	0.34	0.40

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	2.7%	1.6%	27.2%	13.4%
营业利润增长率	-49.9%	38.9%	109.3%	21.7%
归属于母公司净利润增长率	-51.1%	42.6%	88.5%	17.4%
获利能力				
毛利率	12.1%	13.0%	17.0%	17.7%
净利率	3.9%	5.5%	8.1%	8.4%
ROE	6.7%	8.9%	10.6%	8.8%
ROIC	5.9%	7.8%	7.5%	8.0%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	21.8%	11.7%	10.2%
净负债比率	0.66%	6.59%	3.36%	0.20%
流动比率	2.90	3.04	3.58	4.45
速动比率	2.48	2.62	3.16	4.04
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.28	1.11	0.94
应收账款周转率	93.07	87.18	102.63	125.63
应付账款周转率	38.91	32.57	35.20	45.10
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.34	0.40
每股经营现金流(最新摊薄	0.09	0.15	0.28	0.32
每股净资产(最新摊薄)	1.95	2.13	3.81	4.17
估值比率				
P/E	83.12	58.30	35.43	30.18
P/B	5.47	5.00	2.80	2.56
EV/EBITDA	25.80	32.70	20.64	16.82

机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地　址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电　话：020-88836132，020-88836133
邮　编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。