



借产业政策东风，内生稳健转型加速

2017年3月27日

强烈推荐

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

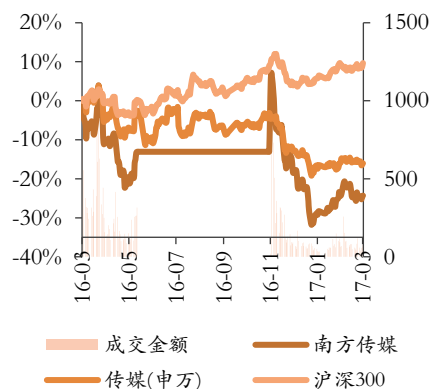
现价:	15.22
目标价:	18.90
股价空间:	24.2%

投资要点:

- **岭南文化传媒产业发展春风和煦，省级文化传媒第一股借势政策东风：**2016年以来，广东省宣传文化系统先后推动成立了三支百亿量级文化产业基金，作为经济第一大省和全国改革先锋前沿站，广东省文化传媒产业迎来密集的政策加码，更多的借助资本力量加速转型与做大做强，预示岭南文化传媒产业转型有望引领产业之先。南方传媒是新股发行改革新规实行以来上市的首批企业之一，作为省属文化企业唯一的上市平台，南方传媒及广版集团将充分发挥传媒出版企业转型升级的示范效应，看好公司通过走“文化+资本”的发展道路，借力政策东风以及产业基金提供项目和资金支持，夯实文化主业，加快实现转型升级，迎来新一轮发展红利。
- **持续整合优化渠道资源，夯实主业稳健增长：**公司主营图书出版与发行等业务，品牌优势与行业壁垒优势凸显，近年来经营稳健增长，带来良好现金流。**出版业务方面**公司强化推进粤版教材在全国的拓展，强化引进优秀作品，一般图书市占率稳中有升；**发行业务方面**作为广东省采购义务教育阶段教材的统一供应商一级人民教育出版社教材广东省独家代理出版商，公司占广东省教材发行市场份额65%，拥有超过180家的销售网点和超过430家的代销网点，2015年旗下发行集团完成全省91家新华书店的重组整合，进一步强化了公司在发行渠道端的优势，同时，公司强化实体终端建设，IPO募资项目连锁门店升级改造，加快新华门店改造升级与文化周边业务拓展，渠道端提质增效显著。通过此次定增公司将继续收购发行集团少数股东股权，**后续看好公司持续整合省内渠道资源。**
- **高管团队锐意进取推动业务转型，并购基金+教育培训助力新增长点：**广东省文化产业升级加速推动背景下，公司大力向“五朵云”等新媒体方向转型，加快推动国家数字出版基地建设与大文化产业布局。**积极延伸教育产业**，IPO项目融资推进跨网络教育内容聚合服务平台建设，积极打造亚运城板块**教育培训**产业基地，发挥传统发行、出版等内容和渠道优势，向幼教、K12培训、职业教育等教育领域延伸。2017年2月，公司携手广证创投、粤科金融集团联合成立产业并购基金，有望围绕公司业务转型升级方向，在教育等高成长领域布局优质资产，带来新的业绩增长点；同时公司与大股东广版集团都为广东省文化传媒多个产业基金的重要参与方，预期公司有望积极参与相关资本运作，借力资本加速转型。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑新的并购情形下，我们预计公司2016-2019年实现备考归母净利润5.12亿、5.89亿、6.77亿、7.88亿，实现备考EPS分别为：0.55、0.63、0.72、0.83元/股，对应当前股价PE分别为：28、24、21、18倍；与行业平均估值水平相当；**考虑公司为去年2月上市的新股**，受益于广东省宣传文化系统大力推进省内文化传媒产业背景，公司作为省级唯一的文化传媒产业平台，管理层团队锐意进取，积极结合产业资本谋求转型，结合皖新传媒估值水平，给予2017年30倍估值，目标价18.9元/股，首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**转型不达预期、出版发行业务竞争加剧、政策基金发展缓慢。

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
南方传媒	3.3	-11.9	-12.9
传媒行业	1.6	-6	-4.6
沪深300	0.5	5.5	11.3

基本资料

总市值(亿元)	125
总股本(亿股)	8.19
流通股比例	21.44%
资产负债率	49.53%
大股东	广东省出版集团有限公司
大股东持股比例	76.52%



主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4601.79	5111.77	5668.70	6276.96
同比(%)	4.24%	11.08%	10.90%	10.73%
归母净利(百万元)	376.98	512.09	588.74	677.78
同比(%)	22.09%	35.84%	14.97%	15.12%
毛利率(%)	30.28%	32.27%	32.62%	33.76%
ROE(%)	13.24%	13.46%	10.46%	9.65%
每股收益(元)	0.46	0.55	0.63	0.72
P/E	26.24	27.91	24.26	21.08
P/B	4.27	3.34	2.42	2.21
EV/EBITDA	-1.22	16.63	14.35	12.34



目录

1. 广东出版发行龙头，业绩稳中有升.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 依托广东，出版发行全产业链覆盖.....	6
1.3 新闻出版产业格局调整，数字出版成为主要增长极.....	7
2. 出版发行优势明显，延伸教育顺理成章.....	11
2.1 粤版教材品牌优势明显.....	11
2.1.1. 行业格局稳定，公司六大出版社齐发力.....	11
2.1.2. 粤版教材打造竞争优势，延伸学前、职业教育图书出版.....	13
2.1.3. 教辅新政推动业务增长，优质图书频获奖.....	15
2.2 持续整合省内渠道资源，强化渠道优势.....	16
2.2.1. 广东中小学主科教材总发行商，拓展全国市场.....	16
2.2.2. 持续整合发行渠道资源，业务叠加可期.....	18
2.3 拥有众多知名期刊，为 IP 孵化提供想象.....	18
2.4 出版+教育强强结合，延伸教育市场广阔.....	19
3. 高管团队锐意进取推动转型，并购基金+教育培训助力新增长点.....	20
3.1 “五朵云”加快媒体融合，新华文化广场推动产业融合.....	20
3.2 借力政策东风加快转型，成立产业并购基金.....	21
3.3 文化国企改革大幕方启，静待稳步推进.....	22
4. 盈利预测与估值.....	22
5. 风险提示.....	23



图表目录

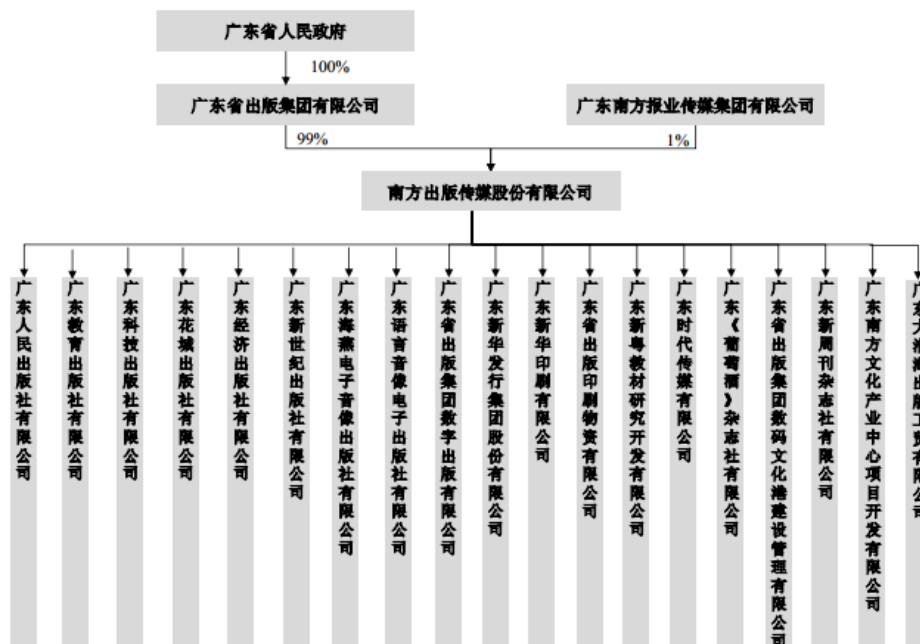
图表 1 公司上市前股权结构.....	5
图表 2 公司业务格局.....	6
图表 3 出版发行产业链.....	7
图表 4 公司营业收入稳步增长.....	7
图表 5 公司归母净利润情况.....	7
图表 6 公司 2015 年营业收入分行业分析.....	8
图表 7 公司 2015 年营业收入分产品拆分.....	8
图表 8 广东 GDP 蝉联全国第一.....	6
图表 9 广东居全国新闻出版业总体经济规模之首.....	6
图表 10 新闻出版产业增速放缓.....	8
图表 11 新闻出版产业利润总额突破 1600 亿.....	8
图表 12 数字出版增速达到 30%.....	9
图表 13 印刷复制与数字出版成为产业两大支出行业 (%).....	9
图表 14 数字出版高速增长.....	9
图表 15 新闻出版各产业类别增长贡献率 (%).....	9
图表 16 人们阅读需求不变.....	10
图表 17 数字阅读普及率快速提升.....	10
图表 18 公司数字阅读业务流程.....	10
图表 19 出版行业竞争格局.....	11
图表 20 出版行业增速提升.....	11
图表 21 书籍增速提升课本增长回落.....	11
图表 22 六大出版社齐发力.....	12
图表 23 公司出版业务稳健增长.....	13
图表 24 教材为公司出版业务主要收入来源.....	13
图表 25 广东省中小学学生维持稳定.....	14
图表 26 广东中小学在校人数稳中有升.....	14
图表 27 公司拥有自主知识产权的教材.....	14
图表 28 学前教育在校儿童快速增加.....	15
图表 29 学前教育毛入学率提升.....	15
图表 30 教辅利润贡献率提升.....	16
图表 31 优质图书频获奖.....	16
图表 32 广东省内教材发行格局.....	17
图表 33 公司旗下销售网点情况.....	17
图表 34 发行集团负责整合全省 91.35% 的新华书店.....	18
图表 35 发行集团净利润年复合增速高达 45.4%.....	18
图表 36 《花城》刊登了大量优秀的获奖文学作品.....	19
图表 37 跨网络教育内容聚合服务平台项目主要产品和服务.....	20
图表 38 公司媒体融合“五朵云”建设初见成效.....	20
图表 39 “新华文化广场”规划定位.....	21
图表 40 广东新媒体产业基金 5 大重点扶持目录.....	21
图表 41 可比公司估值对比.....	22

1. 广东出版发行龙头，业绩稳中有升

1.1 公司简介

公司 2009 年由广东省出版集团有限公司联合广东南方报业传媒集团有限公司共同发起设立，同时广版集团将发行集团连同广版其他纳入上市范围的公司投入南方传媒。发行前广版集团一直持有上市公司 99% 的股份，为公司的控股股东，广版集团成立于 1991 年，2004 年整体改制为国有独资的有限公司；另一大股东南方报业成立于 1990 年，是广东省人民政府出资组建的国有独资公司。2016 年 2 月 15 日，南方传媒在上海证券交易所正式挂牌上市，成为广东省省级文化企业整体上市第一股。目前广版集团持有公司 76.52% 股份，为公司第一大股东，公司实际控制人为全资持股广版集团的广东省人民政府。公司是广东文化企业整体上市第一股，是省属文化企业唯一上市平台。

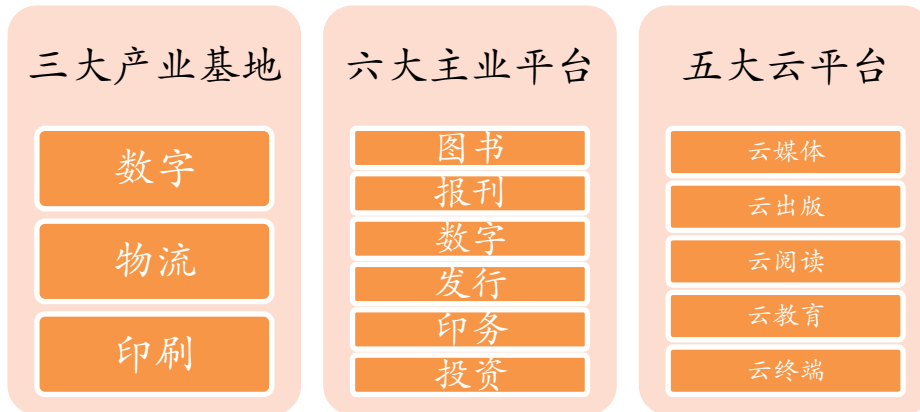
图表1 公司上市前股权结构



资料来源：公司公告、广证恒生

公司**主营业务**为图书、报刊、电子音像出版物的出版和发行，以及印刷物资供应和印刷业务，其中图书出版物主要为中小学教材、一般图书（含教辅）；公司教材出版发行业务在广东省中小学教材发行业务中占有主导地位，中小学教材出版业务在全国新课标教材市场具有强大的竞争力和品牌影响力。公司上市后借助资本市场发展契机，逐步突破现有业务格局，做强主业、做大产业，建设了数字、物流、印务三大产业基地；构建了图书、报刊、数字、发行、印务、投资六大主业平台；公司更是紧抓互联网发展新业态的机遇，依托“互联网+”，以云媒体、云出版、云阅读、云教育和云终端五大平台为载体，将传统主业与新兴业态、金融有机结合，实现公司业务转型升级。

图表2 公司业务格局

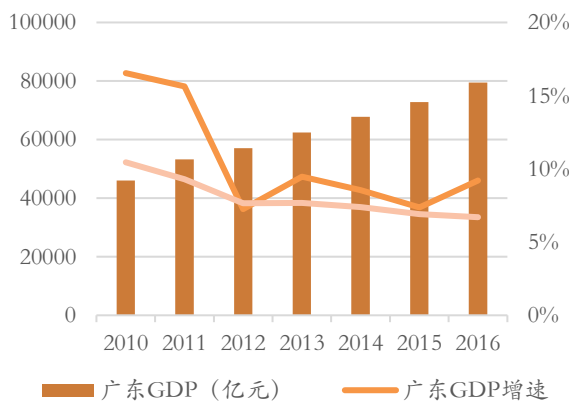


资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 依托广东，出版发行全产业链覆盖

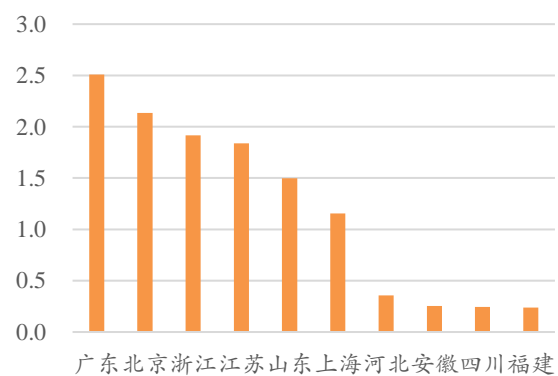
依托经济强省广东，“走出去”成果显著：公司是广东省第一家彻底实现整体股份制改造的文化企业，广东强大的经济能力也是公司发展的有利支撑，2016年广东经济总量达到7.9万亿，蝉联全国第一，增速超过全国GDP增速；《2014年新闻出版产业分析报告》指出广东位于各省市新闻出版业总体经济规模综合评价之首，占全行业营业收入的13.0%、资产总额的11.1%、利润总额的6.0%。具体到图书出版领域，广东省2015年出版图书10089种，总印刷31287万册，快速增长。公司是广东省出版发行龙头，在立足深耕广东、依托港澳的基础上，打造面向全国、辐射海外的一流文化内容提供商和运营商。发挥广东毗邻港澳独特的地缘、人缘、语缘、商缘优势，整合海外发行网络，“走出去”成果显著：2007-2015年，连续第九年被国家商务部、新闻出版广电总局等部委评为“国家文化出口重点企业”；2015年，公司签约版权输出项目达211种，再创新高；先后与法国大众出版社、荷兰文学基金会，比利时佛兰德语文学基金会、新华社欧洲总分社、澳洲《星岛日报》等十余家知名海外出版传媒机构在版权贸易、合作出版、资本合作等领域达成一系列合作项目，并且有选择性、针对性地参加了意大利博洛尼亚书展、美国书展、东京书展、香港书展、北京国际图书博览会、法兰克福书展、马来西亚书香国际中华书展7个国际书展，“走出去”形成规模。

图表3 广东GDP蝉联全国第一



资料来源：Wind、广证恒生

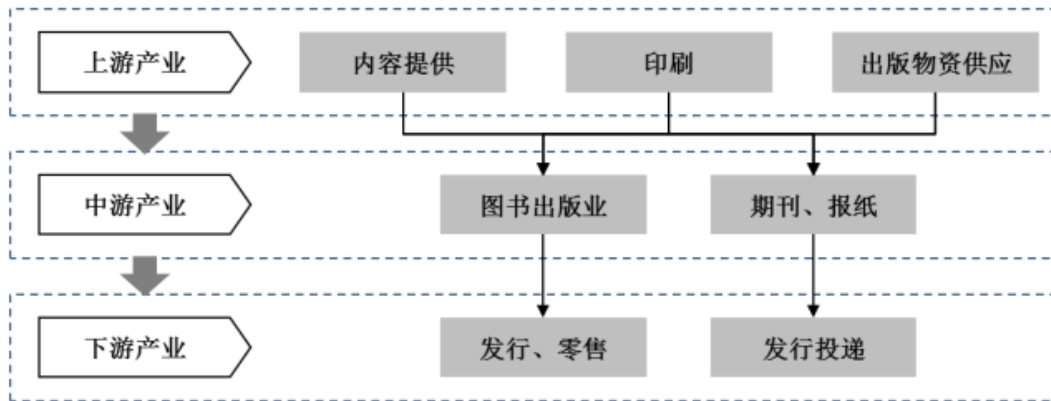
图表4 广东居全国新闻出版业总体经济规模评价之首



资料来源：《2014年新闻出版产业分析报告》、广证恒生

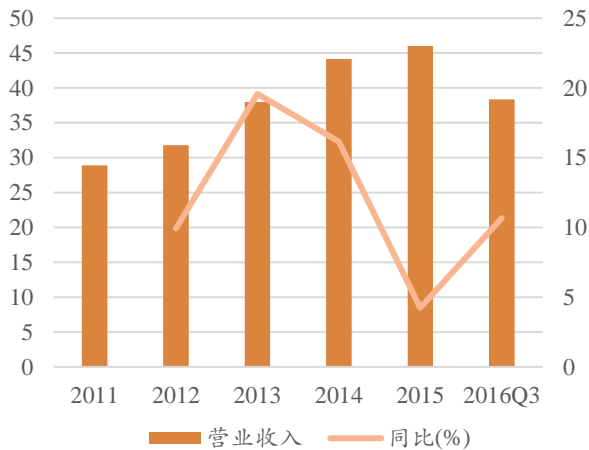
公司业务全产业链覆盖，业绩稳步增长：出版发行行业的产业链主要由出版、印刷、发行和物资供应四个环节组成：出版社把内容产品交由印刷企业，物资供应企业提供印刷物资，印刷企业完成印刷，由出版社或独立发行商实现销售，发行环节最终下游直接面对消费市场。**目前产业链四大环节公司均有涉及，拥有一体化的完整产业链**，全产业链发展和运营也大大提高流程效率，产业链协同效应显著，提高公司盈利能力与行业竞争力。公司2016年前三季度实现营业收入38.36亿，同比增长10.67%；归母净利润3.47亿，同比增长1.42%。

图表5 出版发行产业链



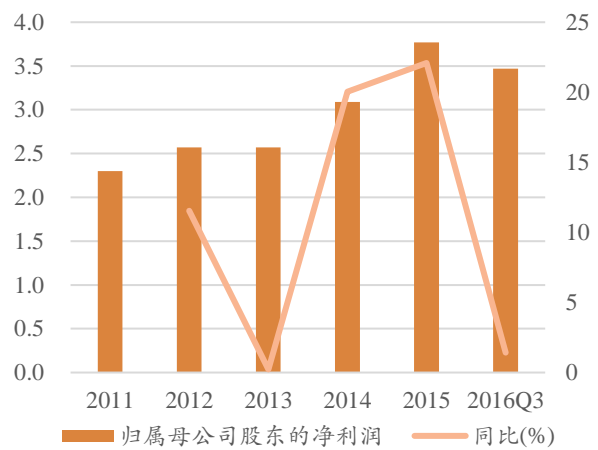
资料来源：公司公告、广证恒生

图表6 公司营业收入情况 (亿元)



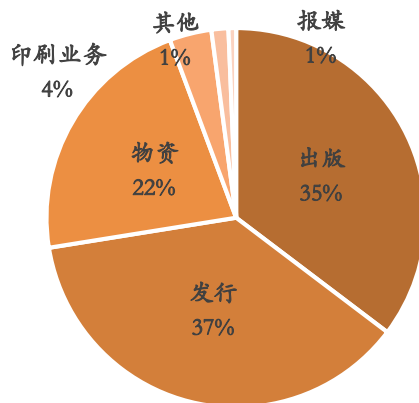
资料来源：公司公告、广证恒生

图表7 公司归母净利润情况 (亿元)



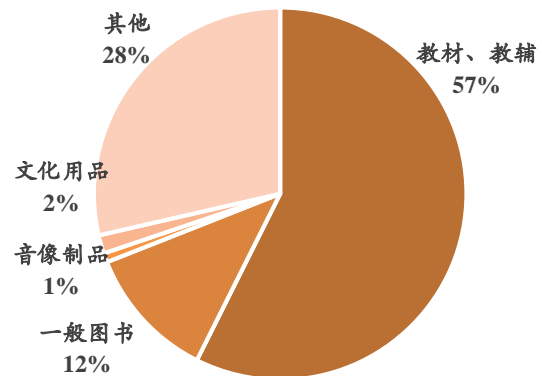
资料来源：公司公告、广证恒生

图表8 公司2015年营业收入分行业分析



资料来源：公司公告、广证恒生

图表9 公司2015年营业收入分产品拆分

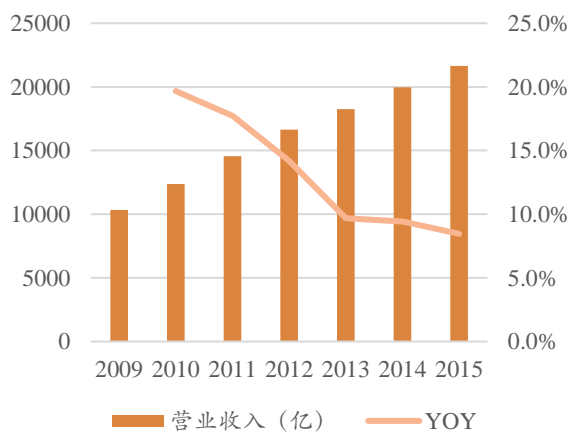


资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 新闻出版产业格局调整，数字出版成为主要增长极

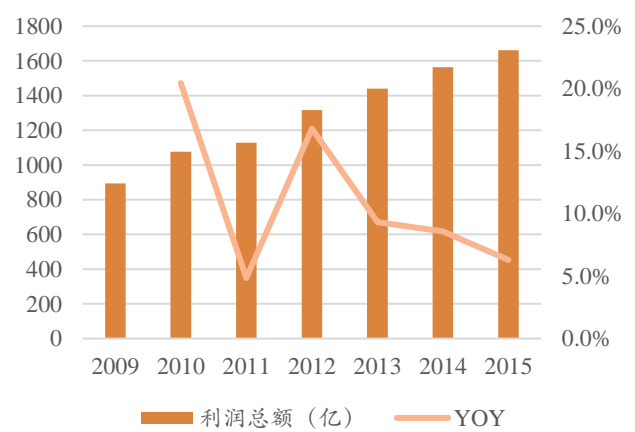
产业增速趋缓，结构调整升级：出版、印刷和发行服务全产业2015年实现营业收入21655.9亿，增长6.3%，利润总额1662亿，同比增长8.5%，行业依旧处于景气向上行列；但近几年受互联网、新媒体、数字出版等的冲击，报纸、期刊、音像制品等市场容量缩小，导致整个新闻出版产业增速略有下滑。相应的产业结构也有所调整，印刷复制依旧占据50%-60%的利润贡献比重，值得注意的是数字出版的比重进一步提升，增速达到30%，成为产业发展的主要增长极，印刷复制与数字出版成为产业两大支出行业，占比超过76%。

图表10 新闻出版产业增速放缓



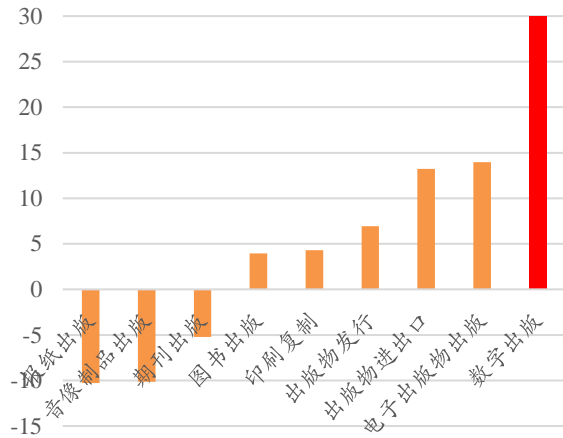
资料来源：《新闻出版产业分析报告》、广证恒生

图表11 新闻出版产业利润总额突破1600亿



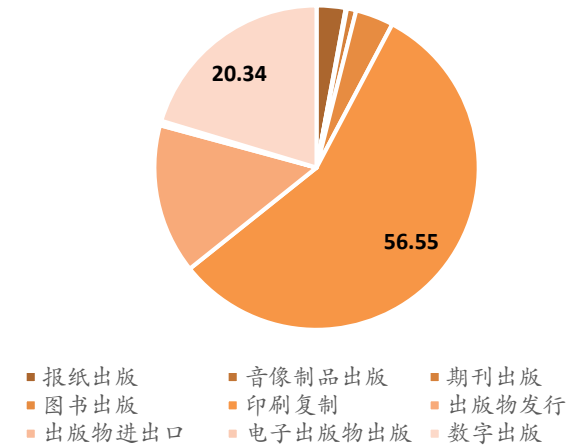
资料来源：《新闻出版产业分析报告》、广证恒生

图表12 新闻出版产业细分领域营收增速 (%)



资料来源:《新闻出版产业分析报告》、广证恒生

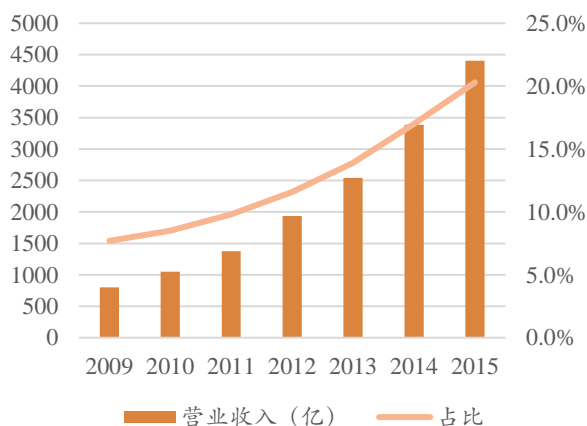
图表13 印刷复制与数字出版成为产业两大支出行业 (%)



资料来源:《新闻出版产业分析报告》、广证恒生

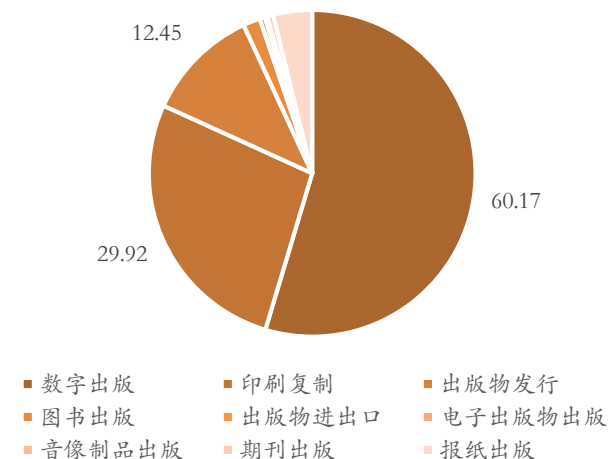
数字出版行业高速增长,成为产业发展的主要增长极: 受益于技术的发展以及人们阅读习惯的改变,在新闻出版产业各类别中数字出版增长尤为突出,增速和占比双增长。2015年数字出版实现营业收入4403.9亿元,较2014年增加1016.2亿元,增长30.0%,占全行业营业收入的20.3%,提高3.4个百分点;对全行业营业收入增长贡献率达60.2%。增长速度与增长贡献率在新闻出版各产业类别中均位居第一。其中数字出版产业基地集聚效应进一步显现,12家数字出版产业基地中四家营收过百亿,总营收规模达到1118.73亿占行业总规模的25%。所以我们认为,数字出版行业正处高速增长期,发展潜力巨大;看好积极布局延伸数字出版,并通过数字出版产业基地聚合产业优势的传统出版发行公司。

图表14 数字出版高速增长



资料来源:《新闻出版产业分析报告》、广证恒生

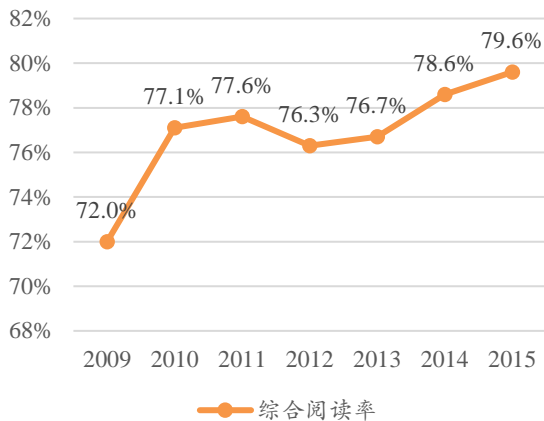
图表15 新闻出版各产业类别增长贡献率 (%)



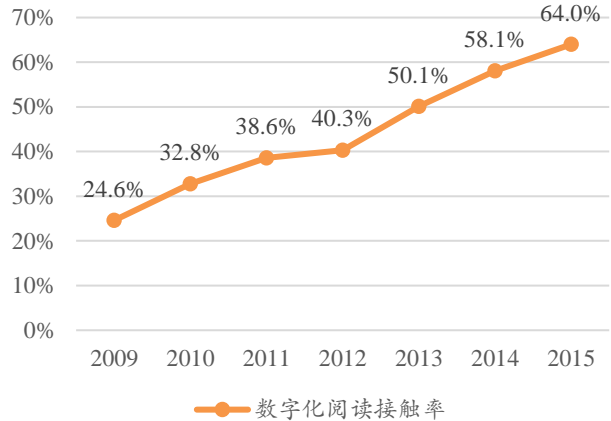
资料来源:《2015年新闻出版产业分析报告》、广证恒生

数字阅读接触率提升，带动行业继续走高：正如我们上文提到的，数字出版行业是目前新闻出版产业发展最为迅速的板块，已经成为产业的第二大利润贡献者。人们对于阅读的需求不变，2015年综合阅读率提高到79.6%，但阅读习惯正在悄然发生变化，数字化阅读接触率2009-2015年7年间提升了40%，达到64.0%；互联网普及率仍在快速提升中，将带动数字阅读、数字出版产业的继续走高。

图表16 人们阅读需求不变



图表17 数字阅读普及率快速提升



资料来源：教育部、广证恒生

资料来源：《全国教育事业统计公报》、广证恒生

公司大力转型升级数字化，是传统出版公司延伸数字出版的先行者。2009年设立数字出版公司，拥有经营业务所需的增值电信业务经营许可证、互联网出版许可证、出版物经营许可证；利用旗下出版社的内容和版权资源，依托集团传统纸质出版优势，开展互联网出版、手机出版、网络教育服务、电信增值业务等新媒体业务。2011年，由本公司建设的广东数字出版中心被新闻出版总署挂牌为国家数字出版基地，2014年营收168.25亿，占有所有数字产业基地营收15.04%。公司在“数字化、全网络、多介质、跨媒体、产业园”的总体思路指导下，大力推动内容数字化、流程数字化、产品数字化、传播数字化，实现出版产业全方位转型升级。目前“广东国家数字出版基地”二期工程正在加速推进，有声图书、网络众筹出版、数字出版应用、新媒体运营初见成效。

图表18 公司数字阅读业务流程



资料来源：公司公告、广证恒生

2. 出版发行优势明显，延伸教育顺理成章

2.1 粤版教材品牌优势明显

2.1.1. 行业格局稳定，公司六大出版社齐发力

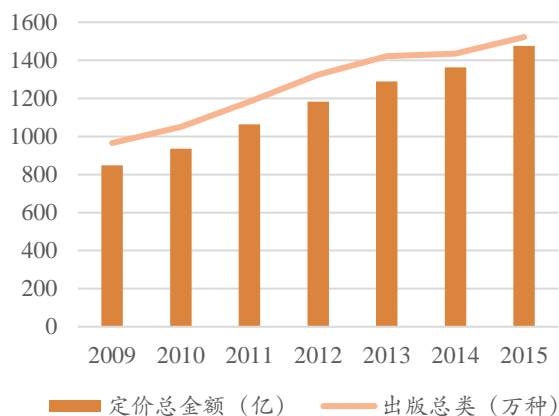
出版行业格局稳定，增速提升：截至 2015 年年底，全国共有图书出版社 584 家（包括副牌社 33 家），其中中央级出版社 219 家（包括副牌社 13 家），地方出版社 365 家（包括副牌社 20 家），维持在相对稳定的水平。**教材出版方面，**教材出版市场中仍存在一定的垄断，目前人民教育出版社教材占据市场主要份额。自 2001 年新课改以来，人民教育出版社的垄断地位被打破，有多家独立法人团体或出版社被教育部批准编写出版中小学教材。**一般图书出版方面，**国有出版单位才拥有专有出版权，而民营出版企业只能和国有出版单位进行合作出版。近年来，民营出版企业机制灵活，发展迅猛，渗透力和竞争力不断提高。2015 年全国共出版图书 47.57 万册，增长 6.11%，增速提高了 5.21 个百分点；总印 86.63 亿册（张），增长 5.83%；定价总额首次超过 1400 亿，增长 8.26%，其中一般图书的种数，总印数和定价总额均有所增长，教材的增长有所回落。

图表19 出版行业竞争格局

出版社类型	名称
占有市场份额最大的出版社	人民教育出版社
竞争实力较强的地方综合出版集团	江苏、湖南、广东等省级出版集团
依托学校资源的大学出版社	北京师范大学出版社、华东师范大学出版社
具有专业特长的专业出版社	语文出版社、人民美术出版社、人民音乐出版社等

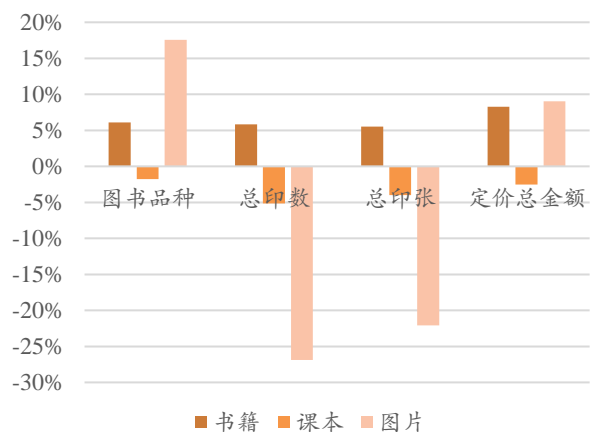
资料来源：公司公告、广证恒生

图表20 出版行业增速提升



资料来源：互联网资料、广证恒生

图表21 书籍增速提升课本增长回落



资料来源：互联网资料、广证恒生

六大社齐发力，出版类型全覆盖：公司通过全资控股的人民社、教育社、科技社、花城社、新世纪社、经济社、海燕社、语言社等子公司从事教材、一般图书（含教辅）和电子音像产品的出版业务。其中教育社为国家一级出版社，有 13 科中小学教材通过全国中小学教材审定委员会审查；花城社为国内享有盛名的文学出版社，出版大量畅销文学作品；新世纪社主要出版少年儿童类读物。目前公司出版业务涉及教材出版、一般图书出版、教辅出版等全类型的图书出版，其中教材出版为主要收入来

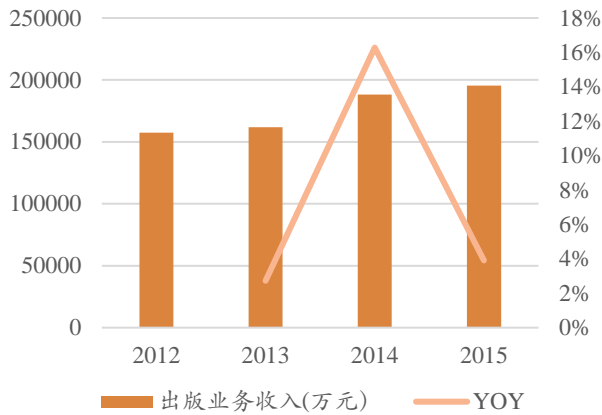
源，占出版业务比重超过 70%，一般图书（含教辅）占比超过 25%，是重要的收入来源。

图表22 六大出版社齐发力

出版社	简介
人民社	具有 60 多年历史的综合性出版社。主要出版政治、哲学、经济、管理、法律、文化、历史、青年读物、古籍、志书年鉴、工具书、美术读物和教材教辅及期刊、音像制品、电子读物、网络图书等。有 830 多种图书获得省部级以上图书奖励，有 25 种图书荣获“中国出版政府奖”、“中华优秀出版物奖”和中宣部“五个一工程奖”（图书）等多种国家级奖项。先后荣获“广东省国有企业“四好”领导班子创建活动先进单位”、““十一五”国家重点出版规划工作先进单位”、“全国新闻出版系统先进集体”等荣誉称号。
教育社	全国优秀出版社、全国百佳图书出版单位、国家一级出版社。主要出版教育、历史文化、社会科学、青少年读物、工具书、音像读物和电子出版物等。有 13 科中小学教材通过全国中小学教材审定委员会审查，在全国范围内使用，有 12 科省编教材通过省教材委员会审定，在广东全省使用。《清代理学史》、《元代文化史》等十多种图书荣获“中国出版政府奖”（国家图书奖）、“中华优秀出版物奖”（中国图书奖）和中宣部“五个一工程奖”（图书）等国家级奖项。
科技社	最早被中宣部、国家新闻出版总署表彰的 30 家“全国优秀出版社”之一。主要出版理、工、农、医、经济管理和科学生活等各类科技图书。2000 年 2 月，经新闻出版总署批准，增加电子出版业务。自成立以来，有 500 多种图书荣获“中国政府出版奖”（国家图书奖）、“中华优秀出版物奖”（中国图书奖）、“全国优秀科技图书奖”、“全国优秀科普作品奖”等国家级和省部级奖项。
花城社	在国内享有盛名的文学出版社。主要出版文学、文艺、人文社科、文化生活、教材教辅类图书和电子音像读物，并承担海外华文文学的合作出版业务，拥有雄厚的编辑力量和出版资源，曾出版《沈从文文集》、《人啊，人》、《世界诗库》、《丑陋的中国人》、《时代三部曲》、《人体使用手册》等轰动一时的畅销图书，多次荣获国家级和省部级奖励。出版的音乐教材有很高的市场占有率。其社办期刊《花城》、《随笔》，在读者中具有广泛影响，被评为广东省优秀期刊。
新世纪社	主要出版婴幼儿图画、幼教教材、少儿益智读物、儿童文学读物、中小学各科辅助读物、工具书、漫画书等各种适合少年儿童阅读的图书，生活实用类和自然类图书也颇具影响力。所出版的图书多次荣获“国家科学技术进步奖”、“国家图书奖”、“中国图书奖”、“全国优秀畅销书奖”、“全国儿童文学长篇小说奖”、“冰心图书大奖”、“陈伯吹儿童文学奖作品奖”等奖项。
经济社	主要出版经济类和科普类图书，形成了“实际、实用、实操、实效”的品牌特色以及证券、管理营销和引进版三大图书品牌。多次荣获“中国出版政府奖”（国家图书奖）、“中华优秀出版物”（中国图书奖）等国家级奖项和省部级奖项，在历年的全国优秀畅销书评选中均榜上有名。

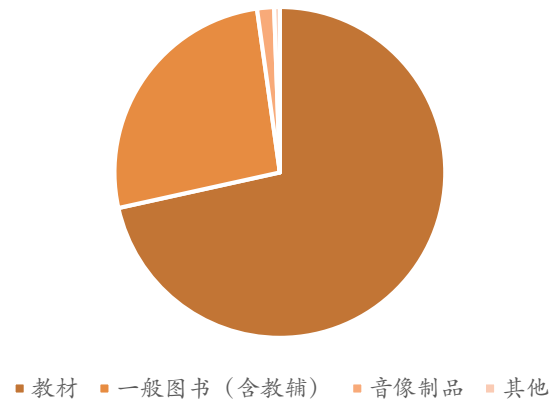
资料来源：公司公告、广证恒生

图表23 公司出版业务稳健增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表24 教材为公司出版业务主要收入来源



资料来源：公司公告、广证恒生

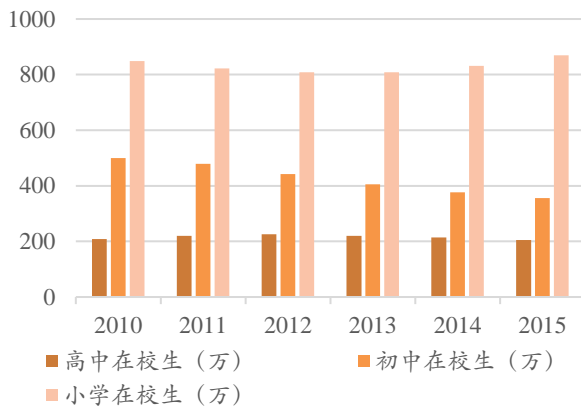
2.1.2. 粤版教材打造竞争优势，延伸学前、职业教育图书出版

省内教材出版三分天下，公司占据绝对优势：广东省中小学教材出版市场参与主体有三类：一是本公司本部，为人民教育出版社教材广东省独家代理出版商，也是广东省政府采购义务教育阶段教材的统一供应商；二是公司下属各出版社，原创出版粤版新课标教材和广东省地方教材；三是北京师范大学出版社、岭南美术出版社等国内和省内其他出版社，原创出版新课标教材和地方教材。广东省内中小学阶段人数维持相对稳定，2015年人数达到1429万，其中新增小学生37万；根据《广东省教育发展“十三五”规划（2016-2020年）》要求到2020年广东中小学在校人数达到1630万；后续有望随着入学率提升以及二胎政策放开，在校人数进一步增长；在校人数的稳定增长是教材出版发行业务稳定的基石。公司占据广东省教材出版的绝对优势地位，不仅自行研发了粤版教材和地方教材，更是人教版教材的省内独家代理商，是中小学在校人数增加的最先受益者。

图表 广东省中小学教材出版市场参与主体

三大参与主体	教材内容
本公司本部	人民教育出版社教材广东省独家代理出版商，也是广东省政府采购义务教育阶段教材的统一供应商
公司下属各出版社	原创出版粤版新课标教材和广东省地方教材
北京师范大学出版社、岭南美术出版社等国内和省内其他出版社	原创出版新课标教材和地方教材

资料来源：公司公告、广证恒生

图表25 广东省中小学学生维持稳定


资料来源: 统计局、广证恒生

图表26 广东中小学在校人数稳中有升

指标	2018年	2020年	
九年义务教育	在校生 (万人)	1280	1300
	小学适龄儿童入学率 (%)	99.99	99.99
高中阶段教育	全日制在校生 (万人)	330	330
	毛入学率 (%)	95 以上	95 以上

资料来源: 《广东省教育发展“十三五”规划(2016-2020年)》、广证恒生

粤版教材打造品牌, 人教版教材核心代理商: 公司是我国重要的中小学教材出版基地, 收入来自于粤版教材出版、地方教材出版、教材代理, 其中粤版教材的省内出版收入以及省外的出版收入为主要的收入来源。公司出版的粤版教材以富于创新、品种齐全、市场覆盖率高被广泛认可, 目前公司旗下各出版社共自主开发了 19 科粤版国家新课标实验教材, 均列入国家《中小学教学用书目录》, 覆盖小学、初中、高中等中小学教育全部阶段, 其中义务教育阶段 11 科, 以其形式的创新和内容的前瞻而立足广东, 辐射全国。截止 2015 年底, 粤版国标教材已覆盖除上海外的全国 31 个省、自治区、直辖市, 超过 4,000 万学生使用。除粤版教材外公司辖下的出版社拥有了多套地方教材, 初步形成富有岭南地域文化特色的地方课程体系。除粤版教材外公司是省内外主要教材出版社中小学教材业务在广东省的总代理。其中人教版教材是省内覆盖范围最广的教材, 2015 年义务教育阶段市场占有率为 51.8%, 同比增长 0.52%, 高中阶段为 66.95%, 同比增长 1.62%。公司与人民教育出版社签订了广东省独家教材经营代理协议, 广东省境内人教版教材由公司代理的比例维持在 85% 左右。

图表27 公司拥有自主产权的教材

科目	阶段	覆盖省份个数
语文	高中	2
科学	小学	7
英语	小学	3
音乐	小学、初中、高中	小学、初中 9 个, 高中 10 个
美术	高中	5
体育	高中	7
艺术	高中	4
物理	初中、高中	初中 8 个、高中 2 个
化学	初中	7
地理	初中	5
思想品德	初中	14
品德与生活 (1-2 年级)	小学	8
品德与社会 (3-6 年级)	小学	8
信息技术	高中	19

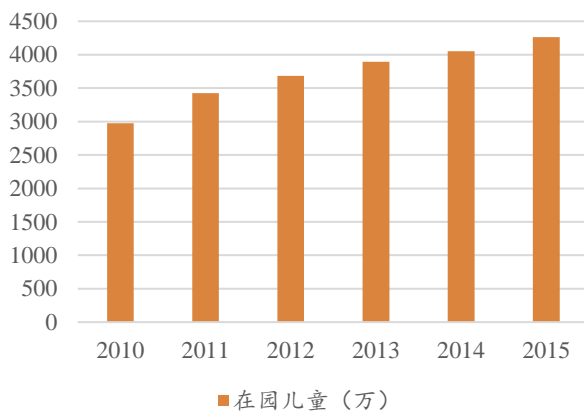


通用技术	高中	16
书法	小学	通过评审

资料来源：公司公告、广证恒生

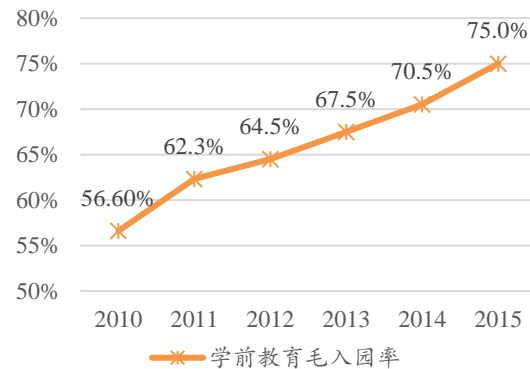
积极延伸学前、职业教育图书市场：除现有的中小学教材出版市场外，公司正通过品牌教育图书出版项目，建设打造品牌学前教育系列、品牌职业教育系列；教材出版延伸学前教育、职业教育领域。**学前教育领域，**幼儿园在园儿童与学前教育毛入园率快速提升扩容市场，二胎政策与政策资金支持有望进一步增加幼儿园在园儿童与学前教育市场规模；属于学前教育产业上游领域的教育图书出版有望受益于市场扩容带来的红利迎来新一轮增长。**职业教育领域，**根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》提出的要求，我国中等职业教育和高等职业教育在校生人数的发展目标，到2015年分别达到2,250万人和1,390万人，到2020年分别达到2,350万人和1,480万人，保持稳定增长态势。我们认为学前教育、职业教育出版教材开发模式与中小学存在共通性，公司有望借助其中小学教材出版的经验和优势，共享人力、物力和开发经验，挖掘行业资源，提高研发成功性，形成规模效应，使公司教育出版优势最大化。

图表28 学前教育在校儿童快速增加



资料来源：教育部、广证恒生

图表29 学前教育毛入园率提升



资料来源：《全国教育事业统计公报》、广证恒生

2.1.3. 教辅新政推动业务增长，优质图书频获奖

占据省内教辅推荐目录超65%，利润贡献率提升：广东省2012年印发《广东省教育厅、省新闻出版局、省物价局、省人民政府纠风办关于加强中小学教辅材料使用工作的通知》，教辅征订逐渐由市场化竞争转变为推荐目录征订，教辅销售按照教材一样实行征订销售。教辅新政颁布后，公司出版的教辅材料凭借其优质的内容成为教辅市场的主流产品，下属出版社出版的教辅材料是省内征订目录的主力军。除粤版教材的教辅出版外，公司更是取得人教社等7家教材出版单位的同步教辅编写授权，统筹目录教辅的出版、推广、发行工作。广东省教育厅自2013年开始编写中小学教辅材料推荐目录以来，本公司的教辅产品凭过硬的内容质量占比均超过65%，处于高位。广东中小学教辅教材评议委员2016年7月推荐进入《广东省2016年中小学教辅材料推荐目录》的1407本中小学教辅材料中，公司出版的教辅材料占推荐目录的65.59%，证明了公司优秀的教辅研发能力；教辅出版收入快速增长，毛利率也明显提升，2015年上半年码洋1.5亿，占一般图书图书（含教辅）收入的77.37%，毛利率提高到39.19%。

图表30 教辅利润贡献率提升

	2015 上半年	2014 年	2013 年	2012 年
教辅收入(万元)	16,401.01	37,436.08	22,715.91	11,832.53
占一般图书(含教辅)收入的比例	77.37%	70.15%	57.83%	39.71%
教辅毛利率	39.19%	36.74%	32.46%	24.27%

资料来源:公司公告、广证恒生

优质图书频获奖, 打造品牌教育图书出版: 公司一般图书出版着力打造学术文化、经济与管理、生活、农业、中医、教育、文学、少儿八大板块, 6大出版社着力点各有不同, 百花齐放。公司围绕主题出版、重点出版、品牌出版、版权贸易四大维度出版了大批优秀、畅销书籍; 公司出版图书频繁获得国家级、省级奖励。公司募集 2.6 亿资金用于品牌教育图书项目建设, 逐步集中优势资源, 建立统一集中的管理平台, 避免单个图书出版项目运作; 打造中小学教育系列、学前教育系列、职业教育系列三个类别教育品牌图书, 预计开发 1,365 种教育图书; 预计项目实施后公司图书品种年均增长 5% 左右, 出版数量和码洋年均增长 10% 左右, 扩大现有出版业务规模。

图表31 优质图书频获奖

年份	获奖记录
2012	《红色记忆丛书》、《我的音乐札记》、《高新技术科普丛书》等三种出版物入选新闻出版总署向全国青少年推荐的百种优秀图书; 81 种出版物获得省部级及其他奖项。
2013	《中国寺观壁画全集》获第四届中华优秀出版物奖图书奖, 《黄花岗风云》获第四届中华优秀出版物(音像出版物)奖, 《辛亥革命与中华民族的觉醒》、《中国中草药真伪鉴别图典》、《中国绘》获第四届中华优秀出版物(图书)奖提名奖, 《急救超人》获第四届中华优秀出版物电子出版物提名奖, 《奥拉星(网游产品)》第四届中华优秀出版物(游戏)提名奖; 《法律、资源与时空建构》《财富论》获第三届中国出版政府奖图书提名奖, 《奥拉星》获第三届中国出版政府奖网络出版物提名奖; 161 种出版物获得省部级及其他奖项。
2014	《美丽中国生态文明知识科普丛书(10册)》(科技社)、《剪纸绘本》(新世纪)、《野驴挑战》(新世纪)3种图书入选2014年度总署向青少年推荐的百种优秀图书。《华为四张脸》《中国家庭史(五卷)》《流动中国》3种图书获输出优秀图书奖, 《世界战争》《小屁孩日记(2册)·我和我的小伙伴们/冤家宜解不宜结》获引进版社科类优秀图书奖。《这边风景》获第十三届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖, 《美丽中国生态文明知识科普丛书(10册)》等115种出版物获得省部级及其他奖项。

资料来源:公司公告、广证恒生

2.2 持续整合省内渠道资源, 强化渠道优势

2.2.1. 广东中小学主科教材总发行商, 拓展全国市场

省内中小学主科教材总发行商, 零售网络覆盖全省: 公司发行业务主要从事中小学教材、一般图书、电子出版物音像制品等出版物的批发、零售, 公司是广东省的中小学教材的统一供应商和最重要的一般图书发行单位。**教材发行方面,** 子公司发行集团是广东省中小学主科教材(含高中和义务教育)的总发行商, 省内中小学教材的发行业务形成了发行集团及各地、市、县(区)新华书店主导主科教

材发行，广东教育书店主导副科教材发行的格局，发行集团占据省内教材发行 65%左右的市场份额，其中人教版教材由发行集团发行占整个人教版教材省内码洋的 87%以上。截止 2015 年底公司拥有 430 家中小学教材代发网点，凭借经验、资金和渠道等方面的优势，长期在广东省中小学教材发行业务中占据明显绝对地位。**图书连锁零售方面**，公司拥有遍布广东省的分销网络，截至 2015 年 6 月 30 日，发行集团拥有子（分）公司 94 家，直营网络经营面积约 28.81 万平方米，直营网络中 1,000 平方米以上的书城有 28 个，图书销售网络覆盖广东全省。截止 2015 年底公司拥有 183 个销售网点，其中中心门店 105 家，校园书店 59 家，乡镇书店 19 家；2016 年旗下销售网点数量将继续增加。巩固省内发行市场的同时，公司积极开拓省外市场，努力扩大本公司出版粤版教材的中小学（包括高中）教材在全国的市场份额，其中粤版高中《信息技术》、《通用技术》教材在国内享有很高的知名度。

图表32 广东省内教材发行格局

总发行商	发行集团 (本公司子公司)	教育书店
分销商	各地新华书店 (含发行集团内部新华书店)	教育书店各地分销渠道
发行品种	语文、数学、英语等主科教材	音乐、美术等副科教材
发行范围	全省	全省
业务模式	1、对于珠三角地区，发行集团将教材销售给新华书店进行分销 2、对于非珠三角地区义务，发行集团通过和政府签订《发行服务合同》提供发行服务	1、对于珠三角地区，通过自行渠道销售 2、对于非珠三角地区，通过和政府签订《发行服务合同》提供发行服务
市场份额	65%左右	35%左右

资料来源：公司公告、广证恒生

图表33 公司旗下销售网点情况

项目	数量/个			面积/平米		其中租赁情况			备注
	2014年	15年新增	16年计划	2014年	15年新增	数量/个	面积/平米	费用/万元/年	
中心门店	94	11	10	90714	5730	19	39095	1691.3	2个加盟，其余84家全是自有物业
校园书店	29	30	15	4382.5	3102.74	2	373	1.7	其余全免租金合作
乡镇书店	0	19	10	乡镇书店包含文化驿站，全部以加盟模式经营					
合计	123	60	35	95096.5	8832.74	21	39468	1693	

资料来源：公司公告、广证恒生

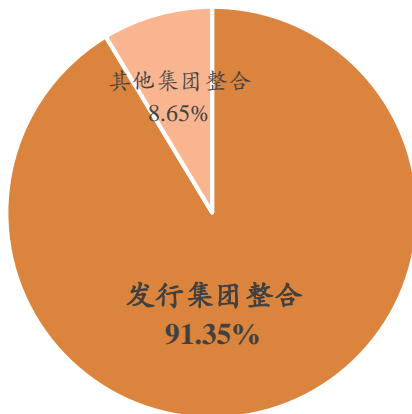
连锁门店升级，打造区域文化服务中心：公司募集 2.075 亿用于连锁门店升级改造，对旗下 24 家市级门店和 24 家县级门店进行升级改造。改造后的实体门店将不仅能满足消费者购买图书或文化用品的需求，还将提升书店阅读环境、文化氛围、休闲性和舒适性，并与虚拟文化社区接轨；打造体验式大型文化服务中心。公司将对 24 家市级门店的面积总计扩大 18%，进行形象改造、管理服务全面提升；对 24 家县级发行门店的面积总计扩大 48%，打造统一的“广东新华”门店品牌形象。**我们认为，公司旗下连锁门店多位于地区核心区域，通过对连锁门店升级改造打造现代化多元业态的文化服务中**

心，激活传统书店，也将提高公司的零售门店利润贡献率，提升零售竞争力。

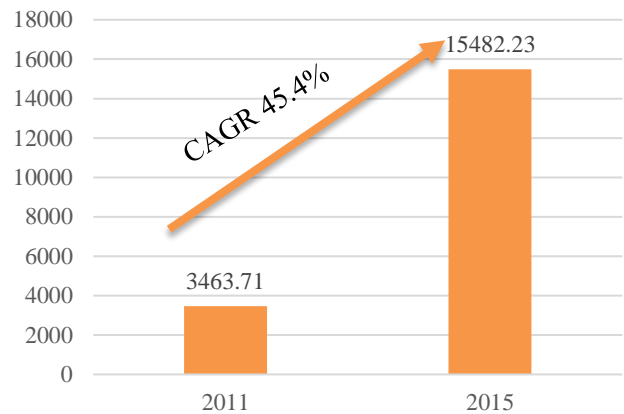
2.2.2. 持续整合发行渠道资源，业务叠加可期

整合省内新华书店，搭建发行网络：为了推进连锁经营和现代化物流体系建设，2009 年开始省委办公厅、省政府、省委宣传部、省文化体制改革工作领导小组等部门接连发文由发行集团负责 19 个地级市及所属县共计 95 家新华书店的整合重组工作，占广东全省的 104 家新华书店的 91.35%。发行集团已经完成除珠海书店、湛江书店、揭东书店、和平书店等 4 家新华书店其余 91 家新华书店的重组整合。通过整合重组，发行集团完善了门店的全省布局，图书发行零售链条延伸至区县级零售网点，破除了全省图书发行体系散乱小的局面；搭建全省图书发行网络，明显提高发行集团竞争力，发行集团的净利润由 2011 年的 3463.71 万提升到 2015 年的 15482.23 万，年复合增长率高达 45.4%。

图表34 发行集团负责整合全省91.35%的新书店



图表35 发行集团净利润年复合增速高达45.4%



资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

收购发行集团少数股东权益，后续有望持续整合其他渠道资源：发行集团收购新华书店时多数采取换股方式，随着发行集团收购新华书店进程的不断推进，南方传媒持有发行集团的股份被逐渐稀释。2016 年 11 月公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购 92 名发行集团少数股东 45.19% 股权，收购完成后公司将直接或间接持有发行集团 99.97% 股权，拥有发行集团的绝对控股地位。收购少数股东股权解决了发行集团整合新华书店进程中股权被稀释的问题，进一步整合发行公司股权，增强上市公司对发行集团经营的决策能力和效率，强化了公司产业链优势，特别是在渠道端的竞争力，实现发行渠道统一布局，为后续依靠渠道优势叠加新业务提供支持。当前广东省发行市场依然相对分散，后续政策推动下，有望继续以公司为主体，持续整合省内渠道资源。

2.3 拥有众多知名期刊，为 IP 孵化提供想象

公司目前拥有 2 份报纸和 20 份期刊，其中影响力较大的为《新周刊》、《花城》、《随笔》、《时代周报》、《少年文摘》、《葡萄酒》、《收藏·拍卖》。《新周刊》创刊于 1996 年，是一本具有国际水准、涵盖时事生活综合内容的双周刊，持续不断地推出了大量优秀报道；入选“2015 期刊数字影响力 100 强”，2015 年销售 75.35 万份，创造 3387.84 万收入。《新周刊》在新媒体推广方面成绩斐然，微信公众号加强原创性和互推，取得良好成果，微信公众号粉丝已近 60 万；@新周刊微博账号已超过 1500 万粉丝数，稳居中国期刊传媒第一微博方阵。《花城》杂志创办于 1979 年，与《收获》、《当代》、《十月》并称为纯文学期刊的“四大名旦”；为中国文学推出和培养了一批具有影响力的著名作家为中国文学推出和培养了一批具有影响力的著名作家，其中包括高行健、毕飞宇、王小波、林白、陈染、北村、潘军、吕新、东西、韩东、荆歌、李洱，薛忆沔等人。此外，也刊收了王蒙、莫言、苏童、余华、残雪、格非、马原、孙甘露等名家的重要代表作品；刊登了《平凡的世界》、《祖

母绿》、《红尘》等多部优秀文学作品。《花城》通过刊登优秀文学作品，接触 IP 产业链上游，凭借其深厚的文学作品积累以及广泛的社会影响力，为公司未来进行 IP 作品孵化，全产业链运作提供想象空间。

图表36 《花城》刊登了大量优秀的获奖文学作品

作者	作品	体裁	奖项
路遥	《平凡的世界》	长篇小说	茅盾文学奖
张洁	《祖母绿》	中篇小说	第三届全国优秀中篇小说奖
霍达	《红尘》	中篇小说	第四届全国优秀中篇小说奖
李士非	《热血男儿》	报告文学	全国优秀报告文学奖
王祥夫	《上边》	短篇小说	第三届鲁迅文学奖短篇小说奖
周瑾	《被世俗绑架》	长篇小说	第三届春天文学奖
韩东	《扎根》	长篇小说	2004 年华语传媒大奖年度小说奖
韩东	《知青变形记》	长篇小说	南方阅读盛典最受读者关注年度文学类图书奖
谢湘南	《过敏史》	诗歌	《诗选刊》2010“中国年度最佳诗歌奖”
欧阳江河	《泰姬陵之泪》	诗歌	第九届华语文学传媒大奖 2010 年度诗人奖。

资料来源：互联网、广证恒生

2.4 出版+教育强强结合，延伸教育市场广阔

出版企业延伸其他教育业务优势明显：《民办教育促进法》顺利通过加速民办教育资产证券化，教育市场一二级投资火热。出版传媒企业通过教育图书出版已经接触教育行业，对行业竞争格局与发展潜力理解更为深刻，延伸教育经验充足，投资风险相对较低。业务推进进程中出版传媒企业一方面手握学校、学生渠道资源，新业务推广与发展阻力较小；另一方面出版传媒企业大都现金充裕，外延并购资金压力小，现金收购规避不能顺利过会的风险。公司作为广东省内教材教辅出版、发行龙头企业，通过内容和渠道天然与教育产业链终端用户学校、学生联系紧密，由此延伸其他教育业务优势明显；公司数字教育业务推广顺利，定增建设跨网络教育内容聚合服务平台项目深化教育信息化产业。

数字教育业务落地：公司的数字教育业务充分发挥公司传统教材出版的核心优势，整合一线教师、教材教辅作者、教育行政人员等原创作者的数字资源和南方传媒内外教育出版资源，搭建数字内容聚合平台，形成内容、平台加终端的数字教育整体解决方案，为广大中小学学生、教师、家长和学校、教育行政部门提供全方位的教育信息化产品和服务。2012 年，数字出版公司利用智能语音分析和人机对话技术搭建英语口语学习与评测平台，成功应用于湛江中考英语口语考试，并延伸开发了日常口语学习产品。

跨网络教育内容聚合服务平台项目建设，深化教育信息化业务：公司定增 2.068 亿用于跨网络教育内容聚合服务平台项目建设，聚焦于跨网络、全媒体、多终端的教育内容资源聚合服务，涵盖教育内容数字化加工、跨网络应用平台建设、移动终端开发的完整数字化教育体系。项目将建立新一代基础教育服务体系，可提供的主要产品和服务包括：数字校园系统、电子书包、口语评测服务、家校沟通服务、名师讲堂（视频）以及智能化题库系统等。公司将该项目列为广东国家数字出版基地建设和运营的核心平台，也是广东省教育厅“粤教云”计划的核心组成部分。项目“立足广东、辐射全国”，2015 年广东省在校中小学生 1429 万，广东省老师和学生的网络、手机上网的接触率远高于全国平均水平，具有良好的数字化应用习惯，教育信息化市场广阔；公司自身又拥有成熟的发行渠道和品牌影响力，为项目的推广和营销提供强有力的支持。项目已经在广东湛江市试点地区推广和运营，并已成功摸索出一套推广和运营方案。后续将随着项目的顺利建设与运营模式的进一步成熟，公司有望在广东乃至全国的教育信息化领域具备竞争力。

图表37 跨网络教育内容聚合服务平台项目主要产品和服务



资料来源：公司公告、广证恒生

3. 高管团队锐意进取推动转型，并购基金+教育培训助力新增长点

3.1 “五朵云”加快媒体融合，新华文化广场推动产业融合

制定细则，加快推进媒体融合：2014年深改组通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，全面推进传统媒体与新媒体优势互补，融合发展。相应的公司制定了《推动媒体融合发展实施细则》，把握媒体融合转型机遇期，紧扣“调结构、谋发展、促转型”主题，大力推进“五朵云”建设，打造多种媒介相融合的内容平台。截止2016年6月底，“云出版”领域协同编撰系统报刊模块上线；“云阅读”领域“吸墨”APP进入最后内测；“云媒体”领域，“时代财经”APP已经发布，媒体融合带推进，初见成效。

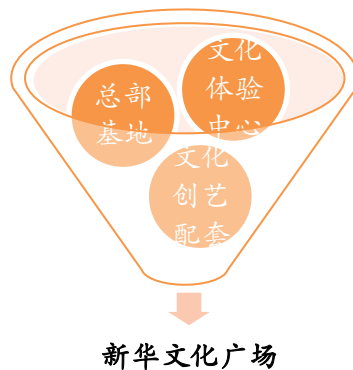
图表38 公司媒体融合“五朵云”建设初见成效



资料来源：广证恒生

新华文化广场推动产业融合：公司正在规划建设“新华文化广场”项目，在广东地级市中较为中心城市区域或发展前景较为明确的新城区建设“新华文化广场”，探索“文化+物业”的文化地产开发模式，打造销售图书和文化产品为主导的优质文化卖场。公司耗资 8.6 亿在广州番禺区建设新华文化中心，围绕“文化+”核心，以“书+”为切入点，通过挖掘与运作文化主题、文化 IP 等资源，衍生教育、培训、动漫、影视、展会等文化体验服务，建设内容包括文化体验中心、总部基地、文化创意配套；实现文化与教育、会展、科技、创意、旅游等产业的融合发展，打造成为集“产、学、研、展、商、旅、娱”于一体的华南首席复合文创体验中心，实现发行集团转型升级和布局多元化，也为公司后续进行文化产业融合提供经验和方向支持。

图表39 “新华文化广场”规划定位



资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 借力政策东风加快转型，成立产业并购基金

广东加快“文化+金融”发展，百亿基金关注媒体融合：广东省委宣传部大力推进媒体融合创新、文化金融创新，构建文化发展新格局，通过产业基金的方式打造“文化+金融”发展模式，破除省属文化企业融资难题。近一年内广东省宣传文化系统牵头连续成立南方媒体融合发展投资基金、广东新媒体产业基金、全媒体文化产业基金三个百亿基金，加速文化产业转型升级。其中广东南方媒体融合发展投资基金重点支持广东传媒出版企业转型升级和媒体融合发展重点项目，以金融助力媒体融合发展；广东新媒体产业基金 5 大重点扶持目录包含国有文化企业的重组改制、新媒体及其产业孵化器等。公司正在稳步推进媒体融合，有望借力广东省积极推进文化企业转型发展的东风，借助产业基金提供项目和资金支持，加快实现转型升级。南方传媒及其控股股东广版集团作为省属唯一的文化传媒上市平台，有望发挥媒介融合与文化金融创新过程中出版传媒企业的示范效应。

图表40 广东新媒体产业基金5大重点扶持目录

- 1.新兴文化产业项目，包括广播影视、数字出版、文化园区、信息服务、演艺娱乐、创意设计、智慧城市等
- 2.国有文化企业的重组改制项目
- 3.文化产权交易等要素市场相关项目
- 4.泛文化创意新业态项目，重点支持以原创内容研发为核心的电影、电视剧、综艺节目、广播、音乐、出版、IP资源、互联网应用、智能硬件等
- 5.新媒体及其产业孵化器建设

资料来源：互联网资料收集、广证恒生



携手广证创投、粤科金融集团成立产业并购基金：文化+金融加速结合背景下，借助资本力量推动业务转型以及加快拓展优质资产成为诸多文化传媒企业的选择。2017年2月25日，公司旗下子公司南方传媒投资公司携手广证创投以及粤科金融集团成立南方传媒产业并购基金，致力于推动南方传媒整合资源加快资本运营。此次并购基金合作方广证创投与粤科金融集团均为具有丰富项目资源以及产业资本运营经验的金融企业，有望助力南方传媒借力资本加快转型项目布局与落地。

3.3 文化国企改革大幕方启，静待稳步推进

文化传媒国企改革大幕方启，2015年9月国务院发布传媒国企改革指导方针《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的意见》，政策层面推动传媒领域国企改革，2016年五部委联合公布《关于深化国有文化企业分类》，提出文化企业分类改革的意见，从实操层面进行传媒精准改革。随着2016年9月东方明珠发布股权激励计划，表达管理层对未来业务增长的信心，成为文化传媒类国有企业股权激励第一股，打开国有文化企业股权激励的窗口，拉开传统媒体国企改革大幕。广东省作为改革的前沿阵地，近年来宣传文化系统加速推动媒介融合与文化+金融加快结合背景下，广东省文化传媒企业有望加快转型布局，文化传媒国企改革有望推进。公司管理层锐意进取，积极探索业务转型升级，内生方面积极整合省内渠道资源，持续优化整合新华书店体系，强化发行渠道优势，积极推进粤版教材市场推广；新型业务拓展方面，积极向教育培养、文化产业园、信息化等方向拓展延伸，成立产业并购基金借力产业资本加速推动外延布局，有望充分受益于广东文化传媒国企改革背景下，公司作为省属文化传媒企业唯一上市平台，积极发挥平台效应。

4. 盈利预测与估值

暂不考虑新的并购情形下，我们预计公司2016-2019年实现备考归母净利润5.12亿、5.89亿、6.77亿、7.88亿，实现备考EPS分别为：0.55、0.63、0.72、0.83元/股，对应当前股价PE分别为：28、24、21、18倍；与行业平均估值水平相当；考虑公司为去年2月上市的次新股，受益于广东省宣传文化系统大力推进省内文化传媒产业背景，公司作为省级唯一的文化传媒产业平台，管理层团队锐意进取，积极结合产业资本谋求转型，结合皖新传媒估值水平，给予2017年30倍估值，目标价18.9元/股，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

图表41 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值	股价	PE(2016)	PE(2017)	PE(2018)
601801.SH	皖新传媒	343.93	17.29	37.62	32.20	27.75
601098.SH	中南传媒	323.46	18.01	16.82	15.10	13.51
600373.SH	中文传媒	313.21	22.73	18.96	15.05	12.99
601928.SH	凤凰传媒	260.85	10.25	20.47	18.64	17.00
300148.SZ	天舟文化	131.87	20.29	41.81	28.90	24.83
600551.SH	时代出版	102.78	20.32	19.57	18.04	19.02
600757.SH	长江传媒	103.04	8.49	19.53	15.83	12.82
600229.SH	城市传媒	78.42	11.17	29.06	25.45	22.66
601999.SH	出版传媒	61.92	11.24	53.76	45.87	41.87
平均				28.62	23.90	21.38

资料来源：Wind、广证恒生



5. 风险提示

- (1) 转型进程不达预期
- (2) 出版发行业务竞争加剧
- (3) 政策基金发展缓慢
- (4) 渠道整合进程缓慢



盈利模型与财务预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4467	6013	8394	9090	营业收入	4602	5112	5669	6277
现金	1898	3595	5915	6610	营业成本	3208	3462	3820	4158
应收账款	736	633	677	677	营业税金及附加	28	35	36	40
其它应收款	70	78	76	74	营业费用	482	535	594	703
预付账款	73	80	80	80	管理费用	538	642	714	797
存货	740	675	696	698	财务费用	-7	-25	-38	-55
其他	951	952	949	951	资产减值损失	38	51	56	53
非流动资产	2465	2597	2638	2669	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	12	12	12	投资净收益	59	52	55	54
固定资产	634	644	646	633	营业利润	374	464	543	634
无形资产	1116	1326	1382	1479	营业外收入	80	83	81	82
其他	702	616	598	546	营业外支出	3	2	3	5
资产总计	6932	8610	11032	11759	利润总额	451	545	622	711
流动负债	3265	3645	3818	3939	所得税	2	3	3	3
短期借款	21	500	600	700	净利润	450	542	619	708
应付账款	1525	1362	1424	1434	少数股东损益	73	30	30	30
其他	1719	1783	1794	1805	归属母公司净利润	377	512	589	678
非流动负债	582	438	483	503	EBITDA	519	633	710	781
长期借款	4	6	8	8	EPS(摊薄)	0.46	0.55	0.63	0.72
其他	577	432	475	495					
负债合计	3847	4083	4301	4442	主要财务比率				
少数股东权益	768	798	828	858	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	650	819	939	939	成长能力				
资本公积	264	1080	2652	2652	营业收入增长率	4.2%	11.1%	10.9%	10.7%
留存收益	1402	1830	2312	2868	营业利润增长率	39.1%	23.9%	17.1%	16.7%
归属母公司股东权益	2316	3729	5903	6459	归属于母公司净利润增长率	22.1%	35.8%	15.0%	15.1%
负债和股东权益	6932	8610	11032	11759	获利能力				
					毛利率	30.3%	32.3%	32.6%	33.8%
现金流量表					净利率	9.8%	10.6%	10.9%	11.3%
					ROE	13.2%	13.5%	10.5%	9.6%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	15.0%	11.3%	8.4%	8.6%
经营活动现金流	476	397	818	782	偿债能力				
净利润	450	512	589	678	资产负债率	55.5%	47.4%	39.0%	37.8%
折旧摊销	94	113	126	125	净负债比率	0.66%	12.40%	14.15%	15.94%
财务费用	-7	-25	-38	-55	流动比率	1.37	1.65	2.20	2.31
投资损失	-59	-52	-55	-54	速动比率	1.14	1.46	2.02	2.13
营运资金变动	-51	70	50	46	营运能力				
其它	49	-221	146	41	总资产周转率	0.70	0.66	0.58	0.55
投资活动现金流	88	-116	-218	-122	应收账款周转率	6.58	7.47	8.65	9.27
资本支出	-70	-40	-70	-28	应付账款周转率	2.17	2.40	2.74	2.91
长期投资	-85	139	-82	9	每股指标(元)				
其他	243	-215	-66	-103	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.55	0.63	0.72
筹资活动现金流	38	1417	1721	35	每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.48	0.87	0.83
短期借款	-6	479	100	100	每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.55	6.29	6.88
长期借款	0	1	2	0	估值比率				
普通股增加	0	169	119	0	P/E	26.24	24.34	24.26	21.08
资本公积金增加	8	816	1573	0	P/B	4.27	3.34	2.42	2.21
其他	37	-48	-73	-65	EV/EBITDA	-1.22	16.63	14.35	12.34
现金净增加额	602	1698	2320	694					



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
	李婉秋	(86)18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86)13814033622	zhang_yu@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。