

中南传媒 (601098)

证券研究报告

2017年04月04日

数字教育成新增亮点，现金充沛助出版龙头转型升级

公司介绍：国有出版行业龙头，具备全产业链优势，出版发行稳定增长

公司于2008年成立，是国有出版传媒龙头之一，拥有“编-印-发-供-媒”一体化经营的完整产业链，上下游无缝链接，最大限度获取图书产业链的利润。2016年预计实现营收111.07亿元，同比增长10.13%，实现归母净利润18.04亿元，同比增长6.43%。2016年上半年发行业务营收占比达79%，出版业务达26%，两大业务为公司带来10%左右的稳定增长。

行业介绍：教材教辅发行具备优势，传统出版发行处于行业领先水平

出版行业产业链可分为“出版→印刷→发行”，公司具备全产业链优势，毛利率保持40%以上，净利率保持在17%左右，处于行业顶尖水平。公司在教辅、教材出版发行占优，行业壁垒明显。我国课本出版总印数占全国图书总出版的38.41%，定价总金额占全国的24.27%。2016年上半年，公司在全国实体店图书零售市场码洋占有率为3.47%，在全国出版集团中排名第三，出版的湘版教材市场占有率位居地方出版集团首位。出版发行市场份额有集中趋势，中南传媒等大型出版集团市占率有望持续提升。

投资要点：积极挖掘数字教育、版权等新增增长点，现金充沛分红比例高

1) 公司借助IP资源优势，深入挖掘上游内容，抢占具有重大IP价值的资源和题材故事，积极探索在影视、动漫、非成瘾性游戏领域开发运营，启动IP全版权运营平台。2016年公司自有IP网络剧《法医秦明》网络点击量超13亿，版权运营成效初显，未来IP变现有望提升公司业绩弹性；

2) 积极寻求转型升级，数字教育带来全新驱动力，形成以天闻数媒为首等“三通两平台”的完整产品线，其中天闻数媒业绩持续增长，2015年实现营收4亿元，14-15年连续两年实现72%的同比增长；

3) 现金充沛有助加速公司产业转型升级，外延方向包括在线教育等项目。公司目前账上现金超120亿元，资产负债率低于30%。2012年以来公司均保持着30%左右的股利支付率，为股东带来的收益逐年递增。

盈利预测：预计16-18年公司营业收入分别为111/122/136亿元，一直保持10%左右的增长；预计16-18年归母净利润分别为18.04/20.31/22.43亿元，对应的EPS分别为1.00/1.13/1.25元，当前市值321亿元，对应PE分别为18/16/14X。17年可比公司平均估值为26X，结合公司充裕的现金流（超120亿现金）和较高分红比例（30%以上），我们给予公司17年20X的估值，目标价格22.6元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：出版业务增速放缓、在线教育增速不达预期、产业转型升级进度不及预期等风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,038.76	10,085.43	11,107.18	12,245.53	13,554.23
增长率(%)	12.52	11.58	10.13	10.25	10.69
EBITDA(百万元)	1,350.01	1,695.57	1,920.63	2,165.74	2,395.89
净利润(百万元)	1,468.76	1,695.09	1,804.32	2,030.52	2,242.86
增长率(%)	32.24	15.41	6.44	12.54	10.46
EPS(元/股)	0.82	0.94	1.00	1.13	1.25
市盈率(P/E)	21.89	18.97	17.82	15.83	14.33
市净率(P/B)	3.11	2.81	2.55	2.30	2.08
市销率(P/S)	3.56	3.19	2.89	2.63	2.37
EV/EBITDA	14.41	18.75	10.35	8.10	6.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.97元
目标价格	22.6元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,796.00
流通A股股本(百万股)	1,796.00
A股总市值(百万元)	32,274.12
流通A股市值(百万元)	32,274.12
每股净资产(元)	6.74
资产负债率(%)	29.20
一年内最高/最低(元)	19.63/15.68

作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
冯翠婷	联系人
fengcuiting@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司介绍：国有出版全产业链，积极转型拓展盈利来源	4
1.1. 公司背景：国有出版传媒领军企业，集合政府政策双重优势	4
1.2. 公司业务：“多介质、全流程”覆盖，创新布局推动公司转型升级	5
1.2.1. 传统业务：出版+印刷+发行+媒体覆盖全产业链	5
1.2.2. 新兴业务：数字出版+金融布局推动转型升级	6
1.2.3. 创新布局：数字教育、金融服务、IP 全版权运营齐头并进	6
1.3. 财务分析：盈利能力稳健，数字教育和金融业务快速增长	7
2. 行业分析：教材教辅发行壁垒分明，传统出版传媒转型在即	9
2.1. 出版传媒行业发展现状：竞争加剧，新媒体带来巨大冲击	10
2.1.1. 出版行业：实体书店保持平稳，线上渠道稳定增长	10
2.1.2. 报业：新媒体强烈冲击，传统报业下滑明显	11
2.2. 出版传媒行业发展趋势：内容开发+数字化转型	12
2.3. 传统媒体转型升级，国企改革提供契机	14
3. 投资要点：积极挖掘数字教育、版权运营等新增长点	16
3.1. 产业上下游无缝对接，充分发挥完整链条优势	16
3.2. 深入挖掘上游内容，启动 IP 全版权运营平台	17
3.3. 积极寻求转型升级，数字教育带来全新驱动力	18
4. 盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 22.6 元	22

图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：中南传媒股东持股情况	5
图 4：中南传媒业务划分情况	5
图 5：2016 年上半年中南传媒业务营收占比情况	6
图 6：2010-2016 中南传媒营业收入和同比情况	7
图 7：2010-2016 中南传媒归母净利润和同比情况	7
图 8：2010-2016 中南传媒毛利率、净利率	7
图 9：2010-2016 中南传媒期间费用率	7
图 10：2011 年-2015 年新闻出版产业营收和利润总额	9
图 11：出版行业产业链	9
图 12：2008-2015 年实体书店销售码洋及增速	10
图 13：2011-2015 年线上渠道销售码洋及增速	10
图 14：出版行业壁垒	11
图 15：全国报纸印刷总印量（单位：亿对开张）	11
图 16：中国 2012-2016 年报刊广告收入增长率	11
图 17：报业行业壁垒	12

图 18: 全球电子书收入预测	13
图 19: 全球数字期刊收入预测	13
图 20: 全球数字报纸收入预测	13
图 21: 全球数字出版领域收入预测	13
图 22: 2017-2019 年中国数字教育市场交易规模预测	14
图 23: 2016 中国泛娱乐指数盛典“中国网生内容榜-网络剧榜 top10”	18
图 24: 天闻数媒业务简介	18
图 25: 天闻数媒营业收入情况	19
图 26: 天闻数媒净利润情况	19
图 27: 财务公司在线支付网络	20
图 28: 泊富基金的投资领域	20
表 1: 2014-2016Q3 同行业公司净利率对比	7
表 2: 2012-2016 中南传媒细分业务营业收入 (单位: 亿元)	8
表 3: 2012-2016 中南传媒细分业务毛利率	8
表 4: 图书出版的产业链情况	10
表 5: 报纸出版的产业链情况	11
表 6: 2015 年出版集团码洋占有率情况	12
表 7: 未来数字教育市场的促进因素	14
表 8: 第三轮国企改革政策梳理	15
表 9: 传媒行业国企改革相关的政策	15
表 10: 2015 年总体经济规模综合评价前十强的图书出版集团	17
表 11: 2016 年上半年图书出版重点项目	17
表 12: 最世文化签约作者代表及其代表作品	18
表 13: 数字教育平台结构	19
表 14: 各出版社业态转型新突破	19
表 15: 数字教育产品完善内容	20
表 16: 2014-2016Q3 同行业公司资产负债率对比	22
表 17: 2011-2015 同行业公司分红情况对比	22
表 18: 可比公司估值	23

1. 公司介绍：国有出版全产业链，积极转型拓展盈利来源

1.1. 公司背景：国有出版传媒领军企业，集合政府政策双重优势

公司于 2008 年成立，2010 年 10 月 28 日在上海证券交易所挂牌上市，成为我国第一支全产业链整体上市的出版传媒股。公司经营业务涵盖图书、报纸、期刊、音像、电子、网络、动漫、电视、手机媒体、框架媒体等多种媒介，集编辑、印刷、发行各环节于一体，是典型的多介质、全流程、综合性出版传媒集团。

2012 年 12 月公司收购中南博集天卷 51% 股权，完善 IP 全版权运营体系；2013 年 11 月公司参与民建出版增资扩股，进一步巩固传统出版发行业务；2015 年 4 月公司收购天闻数媒 25% 股权，进一步完善数字教育业务体系。

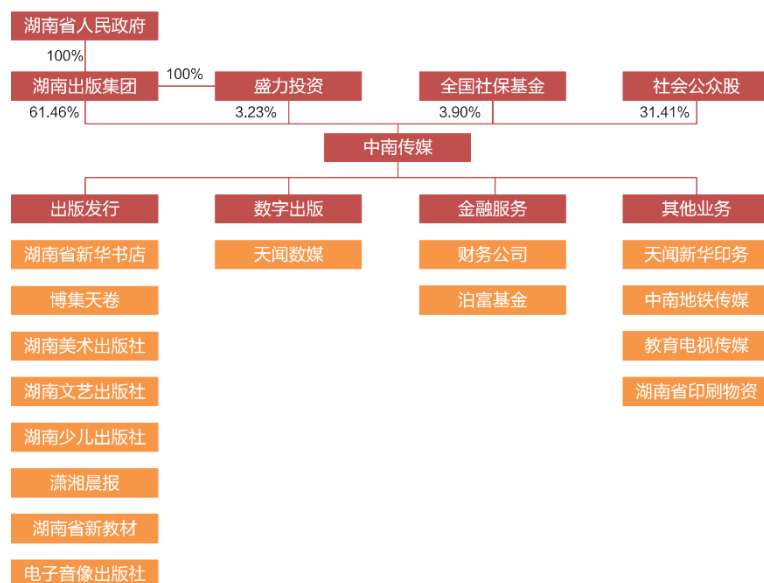
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截至 2016 年三季度期末，中南传媒的控股股东为湖南出版投资控股集团有限公司，直接持股比例为 61.46%，湖南出版集团控股的盛力投资持有中南传媒 3.23% 的股份。湖南出版集团的全部股权由湖南省人民政府持有，因此公司的实际控制人为湖南省人民政府，拥有国企背景。

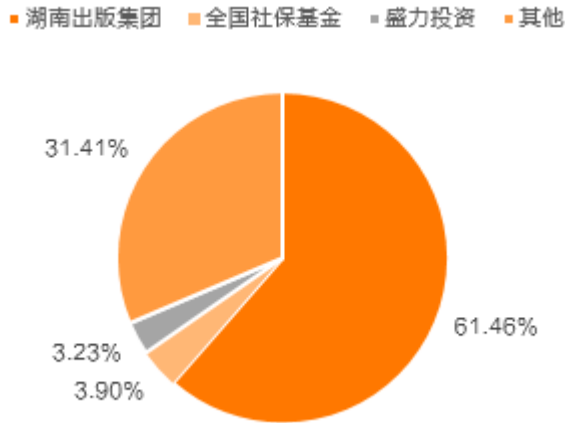
图 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书、公司公告、天风证券研究所

除湖南出版集团和盛力投资以外，其余股份均为全国社保基金持有或者是社会公众股，截至 2016 年三季度期末，中南传媒的股东持股情况如下所示：

图 3：中南传媒股东持股情况



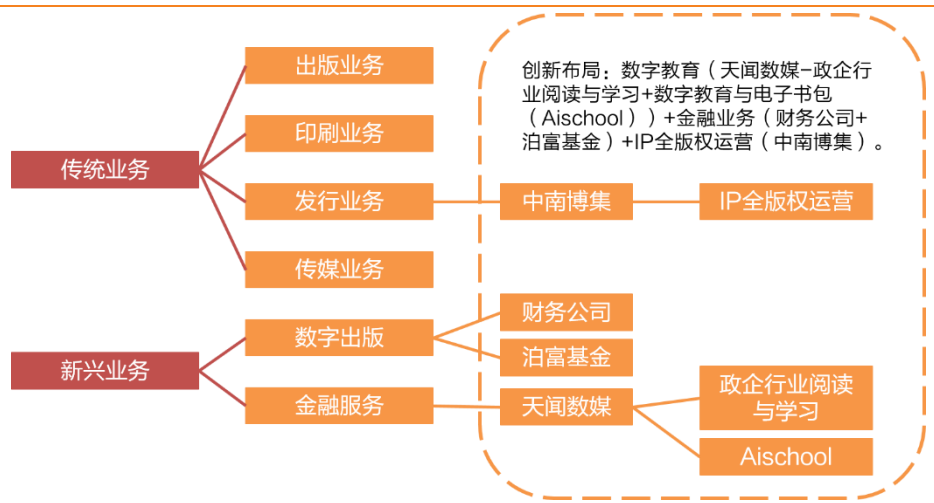
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 公司业务：“多介质、全流程”覆盖，创新布局推动公司转型升级

1.2.1. 传统业务：出版+印刷+发行+媒体覆盖全产业链

公司拥有“编（出版）-印（印刷）-发（从总发行到零售）-供（印刷物资销售）-媒（媒体经营）”一体化经营的完整产业链，成功实现了图书、报刊、电子音像和新媒体等多种介质的融合。

图 4：中南传媒业务划分情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司出版业务根据发行标的的不同主要分为一般图书、教辅教材、期刊、音像制品、其他五类业务。2016 年上半年中南传媒在全国实体店图书零售市场码洋占有率为 3.47%，在全国出版集团中排名第三。公司旗下拥有 9 家出版社，1 家租型代理机构，3 家内容策划机构，年出版品种近万种。5 家出版社进入全国 100 家一级出版社；出版的湘版教材市场占有率位居地方出版集团首位。

公司印刷业务规模稳中有升。印刷业务主要来源于天闻印务。天闻印务加大产品结构调整力度，销售规模稳中有升，一是大力开拓教材教辅印刷业务，积极发展外省代印业务和外版教材印刷业务，教材教辅印刷创新高；二是积极拓展社会竞争类业务，2015 年实现营业收入 10.74 亿元；2016 年上半年天闻印务实现主营业务收入 3.66 亿元。

公司发行业务是长期以来是公司收入和利润占比最高的业务。公司在省内以湖南省新华书店有限责任公司为主体，形成覆盖三湘四水的连锁经营平台和物流配送网络，成为湖

南省最大的出版物和文化用品连锁经营企业。在省外以湖南省新教材有限责任公司为主体，全力推进跨区域经营，构建覆盖全国的省级分销平台，市场占有率、销售收入和利润均居地方出版集团首位。

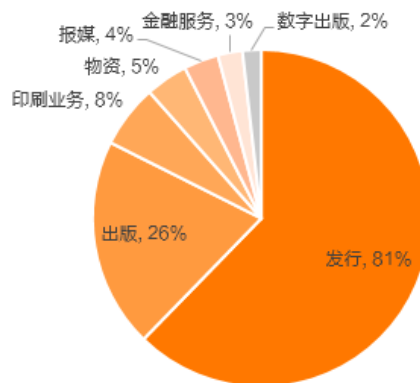
公司传媒业务是完整产业链不可或缺的一部分。公司旗下拥有 15 刊、3 网、2 报。15 刊：大视野、芙蓉、语录、书屋、中学生百科、花火、医药界、生活经典、新课程评论、办公室业务、清风、出版人、康颐、虹猫蓝兔、天漫。3 网：红网、大湘网、枫网。2 报：潇湘晨报（运营）、快乐老人报。

1.2.2. 新兴业务：数字出版+金融布局推动转型升级

公司新兴业务之一的数字出版业务在行业内保持领先地位。公司在数字出版领域，形成了以天闻数媒为首，拥有贝壳网、中南迅智等平台的有机体系，以模式创新为突破口，完善区域教育云产品，稳步推进“三通两平台”全国布局，有效实现数字教育产品海外市场落地。其中，天闻数媒已成为国内领先的数字教育整体解决方案提供商，2015 年天闻数媒实现营业收入约 4 亿元，净利润 2347 万元，步入快速发展期。数字板块在数字教育方面的领先让其有望成为拉动公司增长的优势板块。

公司的另一新兴业务：金融服务业务协同新兴业务布局。公司与控股股东合资成立的全国文化企业首家财务公司已于 2014 年 5 月正式挂牌营业，且上半年给公司带来营业收入 1843 万元和毛利 1565 万元。2016 年上半年财务公司实现净利润 6760 万元。公司成立的泊富基金管理公司，重点投资与中南传媒经营业务有协同效应的领域，优化公司新业态与新产品孵化机制，助推公司产业发展。

图 5：2016 年上半年中南传媒业务营收占比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：出版业务中销售给本公司发行企业（新华书店公司、新教材公司等）产品的收入，合并后作为发行企业的成本内部抵销，因为存在内部抵消项，所以各业务占比总和不是 100%。

1.2.3. 创新布局：数字教育、金融服务、IP 全版权运营齐头并进

公司在数字教育板块继续保持领先地位，数字教育板块引领公司业绩未来成长。天闻数媒在构建教学相关业务体系的同时，也围绕校内生活消费、缴费支付、保险等业务进行了前期规划部署。公司未来打造数字教育生态圈，数字教育板块将成为发展的主要亮点。

公司以产融结合及数字化为代表的新兴业务布局持续带来业绩上的积极反馈。公司已成立湖南泊富基金管理有限公司，将重点投资与中南传媒经营业务有协同效应的领域，未来通过投资开拓全国市场和发展新业态值得重点期待。

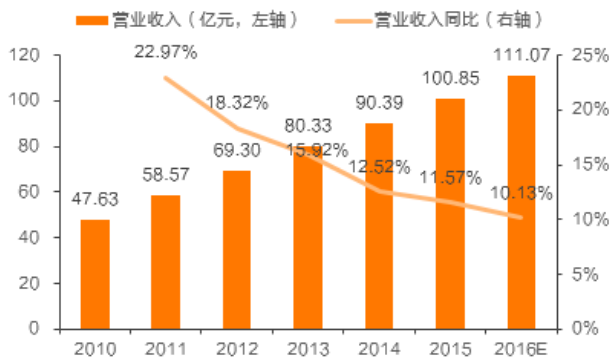
公司传统出版优势显著，具有丰富的 IP 资源及 IP 原创能力。目前 IP 经营对公司利润边际影响不大，但是公司媒介产品转化为电视产品的 IP 开发一个良好落地，体现了公司

破题全版权运营的强势执行力。

1.3. 财务分析：盈利能力稳健，数字教育和金融业务快速增长

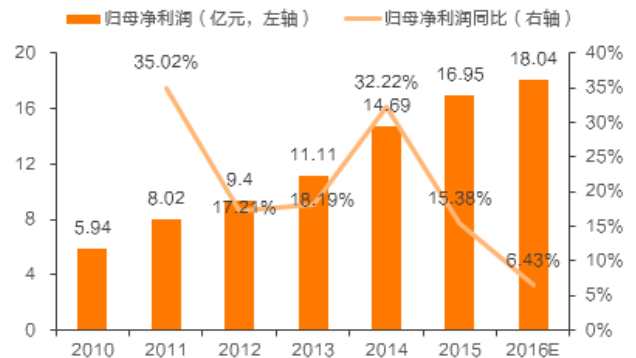
传统业务稳步增长，营收和归母净利润持续增长。2010-2016 年公司营收与净利润稳健增长，年复合增长率分别达 15.16%、20.34%。2015 年公司实现 100.85 亿营收，同比增长 11.57%，实现归母净利润 16.95 亿元，同比增长 15.38%。根据 2016 年业绩快报显示，2016 年预计实现营收 111.07 亿元，同比增长 10.13%，受行业整体影响，营收增速逐年略有下降，预计实现归母净利润 18.04 亿元，同比增长 6.43%。

图 6：2010-2016 中南传媒营业收入和同比情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：2010-2016 中南传媒归母净利润和同比情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

毛利率、净利率逐年提升，验证公司业务的盈利性。2015 年公司的毛利率为 41.09%，2016 年前三季度公司的毛利率为 43.62%，较去年同期有所提高；2015 年公司的净利率为 16.81%，2016 年前三季度公司的毛利率约为 16.95%，较去年同期略有提高。总体上看，从 2010 年至 2016 年，公司的毛利率和净利率呈现逐年上升的态势。2014 年、2015 年和 2016 年前三季度，行业平均净利率分别为 11.41%、12.07%和 12.13%，同期公司的净利率均高于行业平均值，基本上处于行业最高水平。

表 1：2014-2016Q3 同行业公司净利率对比

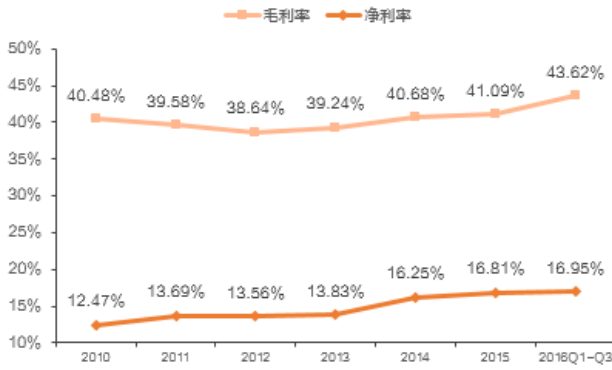
	2014	2015	2016Q1-Q3
中南传媒	16.91%	17.64%	17.53%
皖新传媒	12.18%	11.82%	12.70%
凤凰传媒	12.82%	11.49%	12.67%
中文传媒	8.60%	10.02%	11.02%
长江传媒	4.35%	2.78%	3.94%
浙报传媒	19.94%	25.52%	20.61%
出版传媒	5.04%	5.22%	6.42%
平均	11.41%	12.07%	12.13%

资料来源：WIND、天风证券研究所

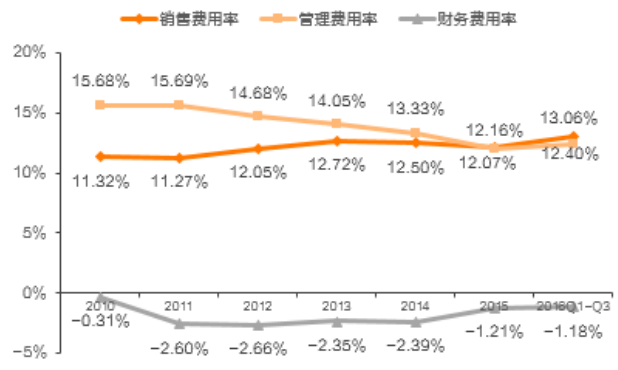
期间费用率不断降低，大幅降低业务成本。2015 年公司的销售费用率为 12.16%，管理费用率为 12.07%，财务费用率为-1.21%，根据 2016 年三季度数据计算，2016 年前三季度的销售费用率为 13.06%，管理费用率为 12.40%，财务费用率为-1.18%。从总体上看，从 2010 年至 2016 年第三季度，公司的管理费用率呈现逐年下降的趋势，公司的销售费用率较 2013 年和 2014 年也有所下降。

图 8：2010-2016 中南传媒毛利率、净利率

图 9：2010-2016 中南传媒期间费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

盈利结构不断优化, 推动企业转型升级。从主营业务构成来看, 公司营业收入以发行业务为主, 2015年发行业务的营收占比达77%, 2016年上半年发行业务的营收占比达81%, 其次为出版业务, 2015年出版业务的营收占比达26%, 比2014年下降一个百分点。由于公司的业务扩展, 近年公司的金融服务业务和数字出版业务发展较快, 2015年金融服务业务的营收占比为3%, 数字出版业务的营收占比为4%, 2016年上半年金融服务的营收占比为3%, 数字出版业务的营收占比为2%。传统业务中的印刷、物资、报媒业务的营收占比则逐年下降, 受行业整体的影响, 公司着手转型升级有一定的成效, 盈利结构的不断优化有望推动企业转型升级。

表 2: 2012-2016 中南传媒细分业务营业收入 (单位: 亿元)

	2012		2013		2014		2015		2016H	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
发行	48	71%	56	71%	66	75%	76	77%	38	81%
出版	19	27%	21	27%	23	26%	25	26%	12	26%
印刷业务	9	13%	9	12%	10	11%	10	10%	4	8%
物资	9	14%	10	13%	8	9%	8	8%	2	5%
报媒	8	12%	7	9%	7	8%	6	6%	2	4%
金融服务					1	2%	3	3%	1	3%
数字出版			1	2%	2	3%	4	4%	1	2%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

注: 出版业务中销售给本公司发行企业 (新华书店公司、新教材公司等) 产品的收入, 合并后作为发行企业的成本内部抵销, 因为存在内部抵消项, 所以各业务占比总和不是 100%。

新兴业务盈利潜力较强, 多元化发展优化盈利模式。近年来, 受行业整体的影响, 发行业务比例有所上升, 出版业务比例持平, 印刷、物资、报媒业务比例下降, 新业务金融服务和数字出版业务比例逐渐上升。从细分业务毛利率来看, 公司的传统业务中, 发行、出版业务均具有较强的盈利性, 出版业务收入毛利率保持在 27%左右的高水平, 根据公司 2016 年中报计算, 发行业务的毛利率从 34%左右上升至 37.81%, 均拥有较好的盈利潜力。公司的新业务中, 金融服务业务的毛利率保持在 50%以上, 表现出较强的盈利性, 而数字出版业务近两年的毛利率有所下降。我们预计未来 2-3 年, 随着公司数字教育+金融业务+IP 全版权运营的模式逐步推进, 形成规模效应后, 公司将通过多元化发展优化盈利模式, 提高盈利能力。

表 3: 2012-2016 中南传媒细分业务毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016H
发行	32.14%	34.40%	34.05%	34.69%	37.81%
出版	27.15%	27.73%	27.50%	28.18%	26.91%
印刷业务	19.04%	17.93%	16.60%	13.22%	11.20%
物资	2.78%	2.84%	3.47%	3.70%	4.08%

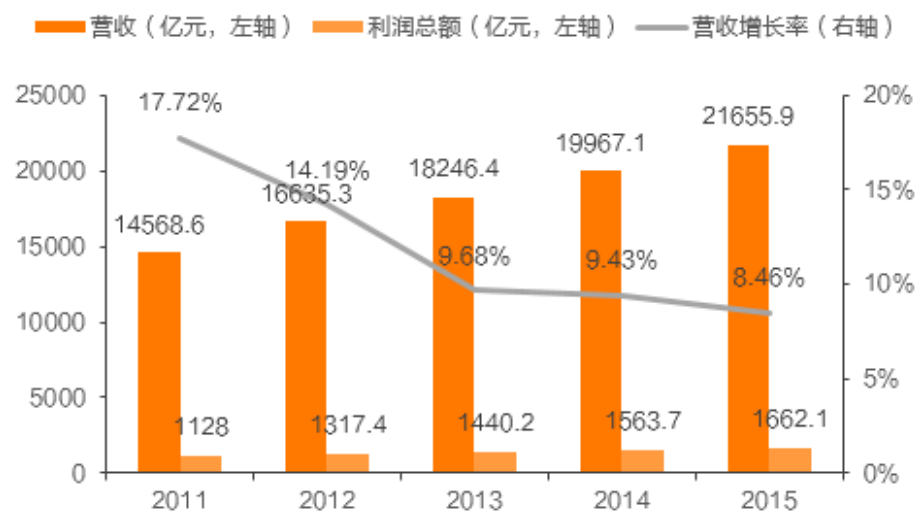
报媒	45.28%	40.43%	40.53%	28.01%	27.72%
金融服务			63.91%	57.09%	54.23%
数字出版	32.14%	46.27%	45.22%	26.70%	20.37%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业分析：教材教辅发行壁垒分明，传统出版传媒转型在即

文化传媒产业未来发展空间仍然巨大。当今世界主要发达国家中，文化产业的产值占 GDP 的比值都处于相对高的比例。美国文化产业增加值占 GDP 的 12%；日本文化产业规模在 2000 年就已经超过当年日本汽车工业的产值，占 GDP 的 17%。我国文化产业增加值占 GDP 的比重目前尚不足 3%，与发达国家相比，我国文化传媒业未来仍有较大增长空间。

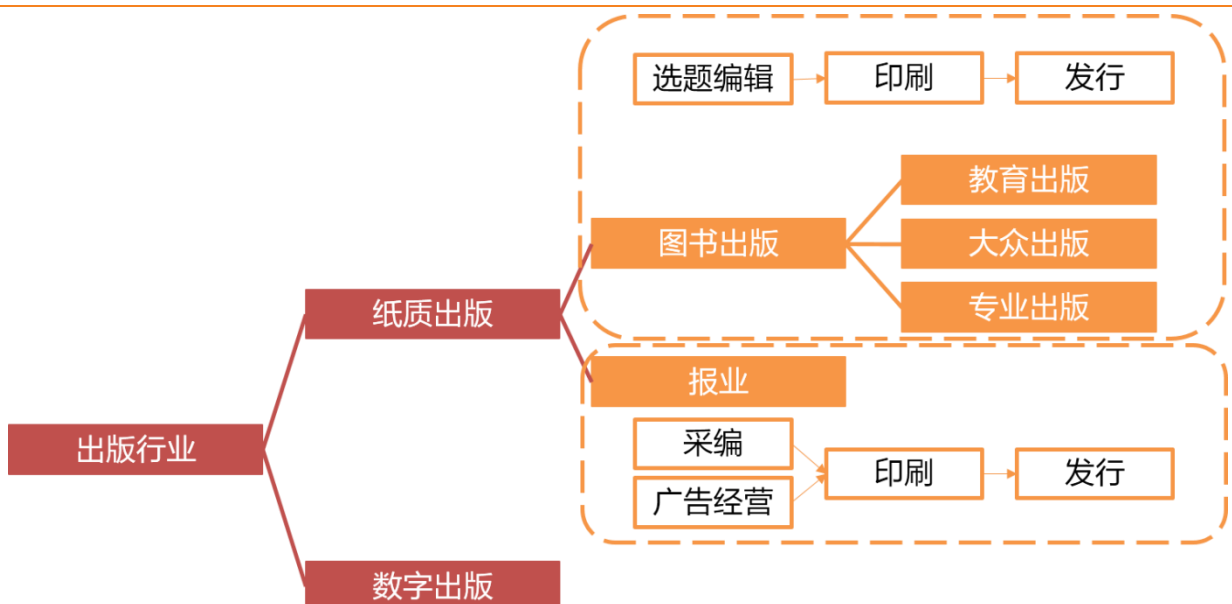
图 10：2011 年-2015 年新闻出版产业营收和利润总额



资料来源：国家新闻出版广电总局、天风证券研究所

2015 年新闻出版产业营收为 21655.9 亿元,同比增长 8.46%;2015 年利润总额为 1662.1 亿元,同比增长 6.29%。出版行业可以细分为纸质出版和数字出版,其中,纸质出版可以再细分为图书出版和报纸出版。图书出版的产业链可分为“选题编辑(出版)→印刷→发行”,报纸出版“采编/广告(出版)→印刷→发行”。

图 11：出版行业产业链



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截至 2015 年底，全国共有出版物发行网点 163650 处，发行的主要渠道包括国有渠道（国有新华书店、邮政系统和出版社自办发行）和各类民营书店及其他（主要为网上书店）。

2.1. 出版传媒行业发展现状：竞争加剧，新媒体带来巨大冲击

2.1.1. 出版行业：实体书店保持平稳，线上渠道稳定增长

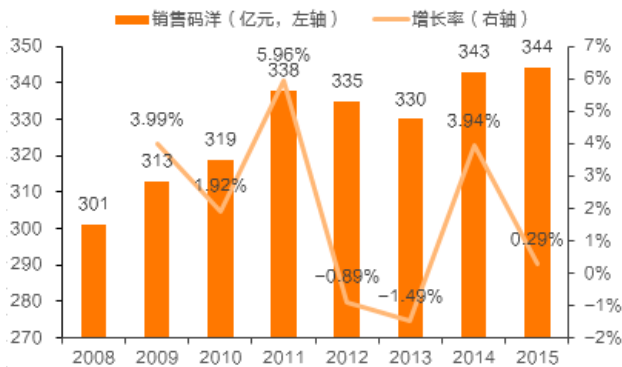
在我国，图书出版产生的成本主要是图书的生产成本，以及销售给发行商会给予一定折扣，出版行业的平均利润率一般为 15%~25%，其中出版环节占全行业利润额的 70%以上。出版物发行行业的毛利润率一般在 25%~35%之间。随着未来出版物发行市场化程度的提高，有可能降低行业的平均利润水平。

表 4：图书出版的产业链情况

出版环节	成本类型	占定价洋码比例	利润率
选题编辑			
印刷	图书的生产成本	40%~50%	10.5%~17.5%
发行	发行商折扣扣减	30%~40%	

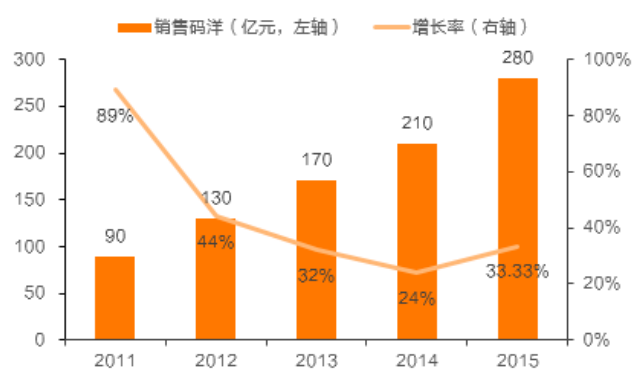
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：2008-2015 年实体书店销售码洋及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局、天风证券研究所

图 13：2011-2015 年线上渠道销售码洋及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局、天风证券研究所

实体书店销售码洋保持平稳，线上渠道销售码洋稳定增长。根据国家新闻出版广电总局开卷信息统计，2015 年实体书店销售码洋为 344 亿元，同比增长 0.29%，在过去的 8 年中有两年出现负增长，分别是 2012 年和 2013 年，同比下降的幅度分别是 0.89%和 1.49%，在新媒体的冲击下，实体书店销售码洋虽未保持高速增长，但是没有出现大幅下降的情况。线上销售渠道销售码洋从 2011 年的 90 亿增长至 2015 年的 280 亿元，CAGR 高达 32.81%，2015 年同比增长 33.33%，在过去的五年中线上渠道销售码洋增速均在 24%以上。

教辅、教材出版发行占优，行业壁垒明显。图书出版领域细分为教育出版、大众出版和专业出版。其中，教育出版是整个图书出版业的主要支柱。根据新闻出版总署统计，我国课本出版总印数占全国图书总出版的 38.41%，定价总金额占全国的 24.27%，而公司的优势也正是在于教育出版，2016 年上半年，公司在全国实体店图书零售市场码洋占有率为 3.47%，在全国出版集团中排名第三，出版的湘版教材市场占有率位居地方出版集团首位。根据《中国图书零售市场年度观测报告》显示，截至 2016 年 1 月 1 日，全国共有出版社 584 家，其中中央级出版社 219 家，地方出版社 365 家，经批准的各类图书出版集团共有 36 家，形成了综合出版集团为主体和分散单一出版社并存的竞争格局，行业龙头的地位和作用初现。图书出版领域存在政策壁垒、规模壁垒、人才壁垒、品牌优势和专业经验四个行业壁垒。

图 14：出版行业壁垒



资料来源：公司公告、天风证券研究所

出版发行体制改革深化，行业面临产业转型。根据中国出版科学研究所“小康社会出版业发展指标体系研究”课题组预测，2020年我国出版业增加值为8000亿元左右，占GDP的1.9%~2.0%；图书种数达到30万种，印数81.98亿册；期刊种数将达到16000种，印数46亿册；报纸的种数达到3130种，印数700亿份。我国出版业未来发展趋势主要表现为几个方面：出版发行体制改革将进一步深入，并有突破性进展；出版资源战略整合初现端倪，并将不断前行；数字出版产业将进一步发展，出版业面临产业转型。

2.1.2. 报业：新媒体强烈冲击，传统报业下滑明显

根据目前已进行“采编与经营两分开”的北青传媒、新华传媒、博瑞传播等报业上市公司数据，报纸出版在采编环节中会产生采编成本，在经营环节中会产生发行投递成本和印刷成本，通过广告收入补贴发行亏损属于报业通行的经营模式。

表 5：报纸出版的产业链情况

出版环节	成本类型	占报纸发行收入比例
采编	采编成本	15%~20%
印刷	印刷成本	110%~120%
发行	发行投递成本	30%~40%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：全国报纸印刷总印量（单位：亿对开张）

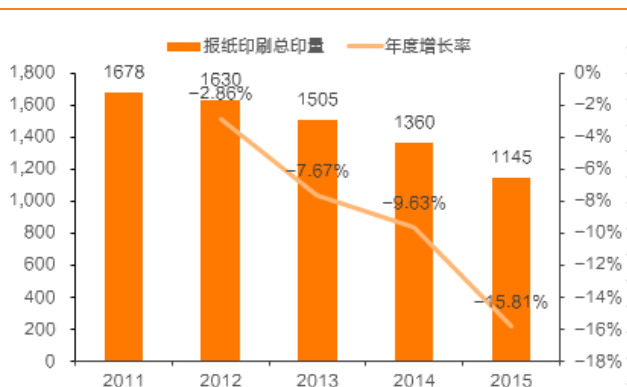
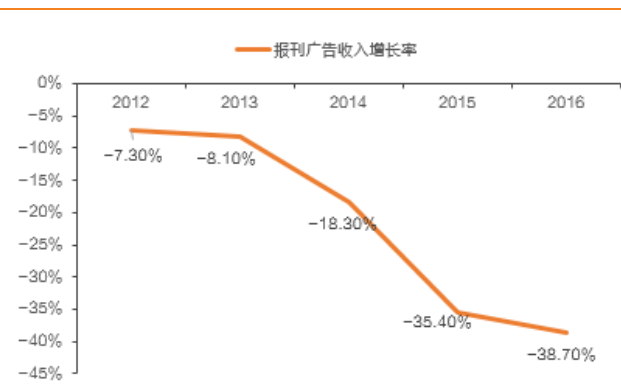


图 16：中国 2012-2016 年报刊广告收入增长率



资料来源：中国报业协会印刷工作委员会、天风证券研究所

资料来源：CTR 媒介资讯、天风证券研究所

新媒体带来巨大冲击，传统报刊行业持续衰退。一方面，实体报刊订阅/购买市场低迷，全国报纸印刷总量从 2011 年的 1678 亿对开张减少至 2015 年的 1145 亿对开张，下降幅度达 31.64%。很多报纸印刷举足轻重的报社印刷厂在 2015 年的印刷量都大幅下滑，例如羊城晚报的印量下降 28.02%，南方日报的印量下降 22.62%，长江日报的印量下降 39.53%。《2016 中国印刷业年度报告》中指出，2015 年的报纸印量下滑是全行业性的。另一方面，报刊广告收入下滑严重。根据 CTR 媒介资讯数据，2015 和 2016 年报刊行业广告收入分别同比下降 35.40%和 38.7%。

报业市场三足鼎立，行业壁垒明显。公司的报业主要覆盖范围为湖南省内，湖南报业市场呈“三足鼎立”之势，主要市场被本公司控股股东湖南出版集团出版的《潇湘晨报》，长沙晚报报业集团出版的《长沙晚报》及湖南日报报业集团出版的《三湘都市报》所占领。根据湖南省新闻出版局统计数据，《潇湘晨报》在印数、广告收入等重要指标上稳居湖南省报业市场第一大报的位置。报业同样存在政策壁垒、规模壁垒、人才壁垒、品牌优势和专业经验四个行业壁垒。

图 17：报业行业壁垒

行业壁垒			
政策壁垒	规模壁垒	人才壁垒	品牌优势和专业经验
目前我国对设立报刊社实行许可制度；外资和非公有资本进入我国出版行业仍有诸多限制，只能在政策限定的范围内与国有资本进行合作；	在报业经营领域，只有当报纸形成一定发行量，取得一定市场地位时，才形成稳定的广告客户来源，并且随着报纸发行量的增加，报纸的长期平均成本呈下降趋势，形成规模经济。这就意味着新进入该领域的市场主体必须具备雄厚实力和充足资金，并花费较长时间建立读者群，才能在现有竞争格局中取得一席之地。	根据新闻出版总署关于《出版专业技术人员职业资格管理规定》，国家对在报纸、期刊、图书、音像、电子、网络出版单位从事出版专业技术工作的人员实行职业资格制度，对职业资格实行登记注册管理。因此，专有人才是否充足是进入报业的一大障碍。	报纸作为重要的媒体类型，品牌的影响更大更直接。品牌是媒体的核心竞争力，不仅直接关系到其广告客户的质量和广告数量，而且关系到其传播力和社会公信力。报业品牌的建立又与企业多年积累的专业经验牢不可分，且都需要长期的积累才能形成，这也成为新进入者难以逾越的一个障碍。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

市场将进一步集中，报业寻找新的增长模式。未来在成本上升、竞争加剧以及政策引导等因素的共同作用下，报纸出版资源将进一步向综合性传媒集团集中，向以具备优质品牌和市场竞争力的行业专业报纸为核心的专业性媒体集团集中，报业集约化经营程度将大增强。其次，我国报业将在新媒体带来的压力中寻找新的增长模式。

2.2. 出版传媒行业发展趋势：内容开发+数字化转型

出版发行市场份额加速集中，大型出版集团将占据出版市场主要份额。参考全球出版行业发展趋势，未来出版发行市场将会出现市场份额加速集中的现象。根据《中国图书零售市场年度观测报告》显示，截至 2016 年 1 月 1 日，全国共有出版社 581 家，其中 35 家出版集团下属出版社 294 家，30 家出版集团市场码洋占有率合计达 50.65%，码洋占有率前十的出版集团的合计占有率为 31.91%。目前出版发行市场的份额较为分散，尚未明显出现大型出版集团占有市场主要份额的现象，未来大型出版集团占据的市场份额有很大的提升空间。

表 6：2015 年出版集团码洋占有率情况

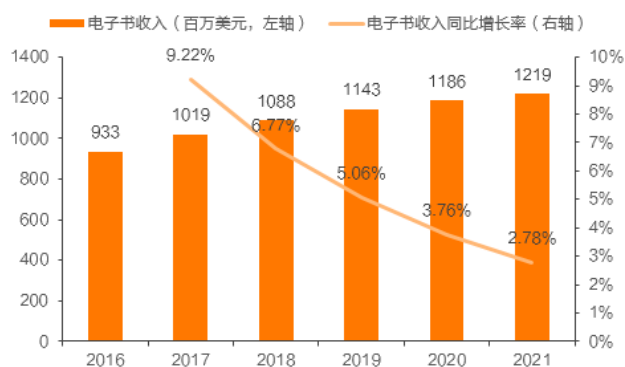
出版集团	码洋占有率
中国出版集团	6.18%

吉林出版集团	3.74%
凤凰出版传媒集团	3.35%
中国工信出版传媒集团	3.22%
中南出版传媒集团	2.92%
长江出版传媒集团	2.91%
上海世纪出版集团	2.67%
中国国际出版集团	2.63%
浙江出版联合集团	2.24%
中文天地出版传媒股份有限公司	2.05%
合计	31.91%

资料来源：中国图书零售市场年度观测报告、天风证券研究所

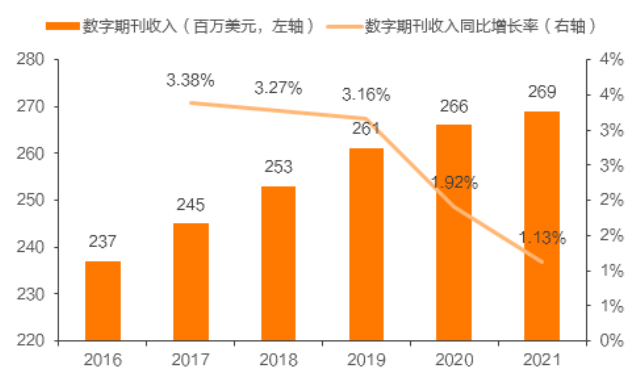
出版领域数字化转型趋势明显。参考全球出版行业发展趋势，未来数字化转型趋势明显。根据 Statista 的预测显示，全球电子书收入规模将由 2016 年的 9.33 亿美元增长至 2021 年的 12.19 亿美元，CAGR 达 5.50%；全球数字期刊收入规模将由 2016 年的 2.37 亿美元增长至 2021 年的 2.69 亿美元，CAGR 达 2.50%；全球数字报纸收入规模将由 2016 年的 1.83 亿美元增长至 2021 年的 2.10 亿美元，CAGR 达 2.80%；从总体上看，全球数字出版领域收入规模将由 2016 年的 13.54 亿美元增长至 2021 年的 16.99 亿美元，CAGR 达 4.60%。

图 18：全球电子书收入预测



资料来源：Statista、天风证券研究所

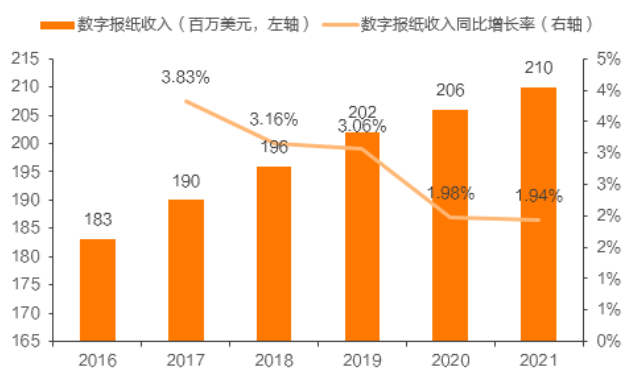
图 19：全球数字期刊收入预测



资料来源：Statista、天风证券研究所

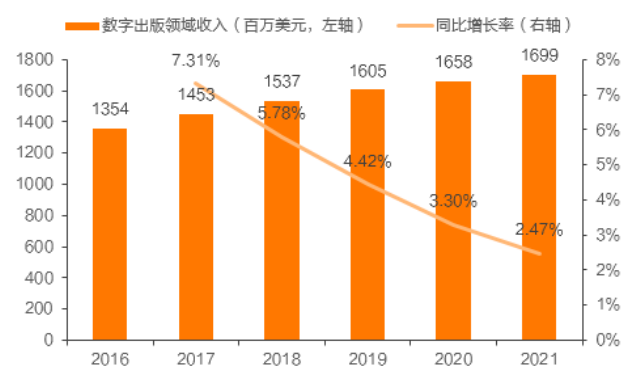
出版领域不同细分市场转型方向各有侧重。教育类出版商目前的数字化转型主要表现为学生成绩与表现评估体系中，课堂上数字化材料的应用还有待发展；大众出版领域的转型主要表现为大众图书出版集团跨媒体开发和数字化营销业务方面的发展；学术专业出版领域则向数字出版过渡，即以数字化内容盈利为主的大规模过渡已见成效。目前学术期刊的数字化传播已被证明是可行的盈利模式。

图 20：全球数字报纸收入预测



资料来源：Statista、天风证券研究所

图 21：全球数字出版领域收入预测

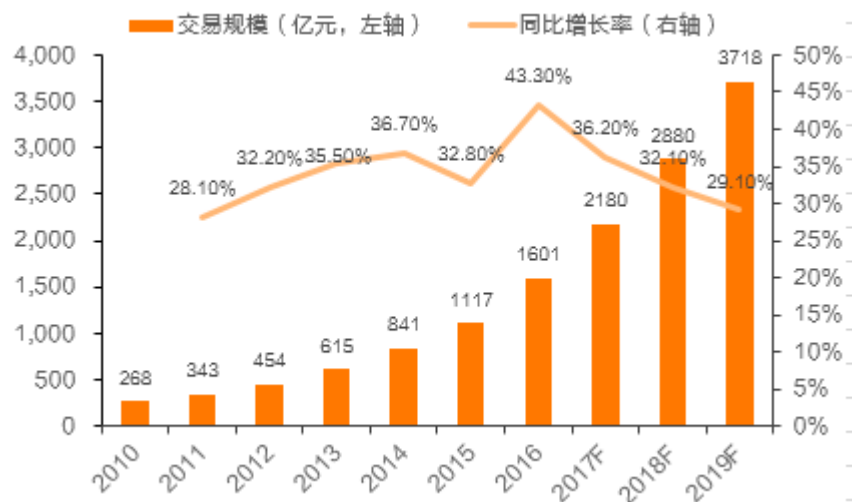


资料来源：Statista、天风证券研究所

兼并收购不断加剧，资本运作向深层次发展。参考全球出版行业发展趋势，国际大型出版公司之间不断进行兼并收购，从一定程度上反映了在受到新媒体冲击后，传统出版行业在市场空间增长缓慢的情况下，需要不断整合才能焕发新的活力。就数字教育而言，目前数字教育行业仍然处于投入期，快速发展的业务对资本的需求较高，在资本的推动下教育市场得以快速成长，而后期的发展仍需要资本的长期支撑。

数字教育是教育领域的大势所趋，未来发展空间巨大。根据易观智库发布的《中国互联网教育市场趋势预测 2017-2019》显示，中国数字教育市场交易规模从 2010 年 268 亿元增长至 2016 年的 1610 亿元，CAGR 高达 34.70%，2016 年市场规模增速达到近年来最高的 43.30%。预测未来三年内数字教育市场交易规模仍然会保持高速增长，2019 年交易规模将达 3718 亿元。

图 22：2017-2019 年中国数字教育市场交易规模预测



资料来源：易观智库、天风证券研究所

回归教育内容，实现技术创新，开放合作。2017 年至 2019 年中国数字教育行业将呈现以下趋势：回归以教育内容为主，构建效率提升为目标的教育生态体系；技术不断创新，进一步拓展互联网教学应用场景；开放合作，资本助力下互联网教育业内逐步融合。未来将会促进互联网教育市场的因素有：

表 7：未来数字教育市场的促进因素

促进因素	促进因素分析
政策利好，国家层面重视互联网教育	从政策面来讲，国家政策性将促进并引导传统教育行业与互联网产业相结合，有利于资源向互联网教育投入增加。同时，制度改革推动网络教育产业不断发展
资本利好推动行业快速发展	目前数字教育行业仍然处于投入期，快速发展的业务对资本的需求较高，在资本的推动下教育市场得以快速成长，而后期的发展仍需要资本的长期支撑。
技术进步推动作用	技术的进步将推动互联网教育各类产品与教学手段不断完善，移动智能终端设备以及应用软件的开发和普及起到促进作用，对数字教育是一个重大利好。此外大数据挖掘和处理技术不断发展，对于整个数字教育市场的快速健康成长起到关键作用。

资料来源：易观智库、天风证券研究所

2.3. 传统媒体转型升级，国企改革提供契机

2013 年 11 月中共十八大三中全会，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》出台，为第三轮国企改革定调。2014 年，国家不断出台政策进行国企改革试点等尝试。2015 年 9 月，国企改革顶层方案《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》出台，为新一轮国企改革指明方向。2016 年是国企改革重要的落实年，李克强总理在 3 月 5 日提

出大力推进国有企业改革，开启国企 5 项改革试点，国企改革成为工作重点。

表 8：第三轮国企改革政策梳理

政策与事件	时间	相关单位	主要内容
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013 年 11 月	中央政治局	阐述了全面深化改革的重大意义，总结了 35 年来的历史性成就和宝贵经验，提出了到 2020 年全面深化改革的指导思想、总体思路、主要任务、重大举措
《关于以经济增加量为核心加强中央企业价值管理的指导意见》	2014 年 1 月	国资委	以管资本为主加强国有资产监管，指导中央企业进一步深化经济增加值考核，优化资源配置，提升以经济增加值为核心的价值管理水平，促进中央企业转型升级，增强核心竞争能力，加快实现做强做优、科学发展
启动“四项改革”试点	2014 年 7 月	国资委	在六家央企分别开展改组国有资本投资公司试点；发展混合所有制经济试点；董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点；派驻纪检组试点。
《关于深化国有企业改革的指导意见》	2015 年 9 月	中共中央、国务院	全民提出了新时代国有企业改革的目标任务和重大举措，是新时期指导和推进国有企业改革的纲领性文件。
《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	2015 年 9 月	中央全面深化改革领导小组第十六次会议	提出拓宽国有企业投资项目引入非国有资本的领域，分类推进国有企业投资项目引入非国有资本工作。要完善引资方式，规范决策程序，防止暗箱操作和国有资产流失。
《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	2015 年 9 月	国务院	鼓励非公有资本参与国企混改，有序吸引外资参与国企混改，鼓励国有资本多种方式参股非国有企业；分类、分层推进国企混改；电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域改革，发展放开竞争性业务、推进混改试点示范。
启动国企“十项改革”试点	2016 年 2 月		开展落实董事会职权试点；市场化选聘经营管理者实弹；推行职业经理人制度试点；企业薪酬分配差异化改革试点；国有资本投资、运营公司试点；中央企业兼并重组试点；部分重要领域混合所有制改革试点；混合所有制企业员工持股试点；国有企业信息公开工作试点；剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点
《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	2016 年 2 月	财政部、科技部、国资委	提出简历国有科技型企业自主创新和科技成果转化的激励分配机制
《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	2016 年 7 月	国务院	明确下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理推出一批”

资料来源：政府网站、天风证券研究所

传媒行业国企改革存在一定的特殊性，需考虑其管理属性及社会效益。2013 年 11 月发布的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出对国有传媒企业探索实行特殊管理股制度、推动文化企业兼并重组等方面要求。随后，一系列政策的出台对传媒行业内国有企业改革的各个方面做出了相应部署。

表 9：传媒行业国企改革相关的政策

政策与事件	时间	相关单位	传媒行业相关部署
《关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013 年 11 月	中央政治局	提出对按规定转制的重要国有传媒企业探索实行特殊管理股制度。推动文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平。
《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》	2014 年 4 月	国务院办公厅	深化文化体制改革，推进国有经营性文化事业单位转企改制。
《进一步支持文化企业	2014 年 4 月	国务院办公厅	从财政税收、投融资、资产和土地处置以及工商管理四个方面对文化

发展的规定》		企业改革发展提出相应规定。	
《关于推动新闻出版业数字化转型升级的指导意见》	2014年4月	国家新闻出版广电总局、财政部	对推动出版业产业结构调整和升级,加快从主要依赖传统纸介质出版物向多种介质形态出版物的数字出版产业转型提出四项任务,并加大财政支持。
《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展指导意见》	2014年8月	中央全面深化改革领导小组第四次会议	推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面深度融合,着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体,建成几家具有强大实力和传播力公信力影响力的新型媒体集团,形成立体多样、融合发展的现代传播体系。
《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	2014年11月	财政部、国家税务总局、海关总署	明确经营性文化事业单位转制为企业,免征企业所得税。
《关于深化国有企业改革的指导意见》	2015年9月	中共中央、国务院	进一步明确少数领域探索建立国家特殊管理股。
广电总局召开视频网站行业吹风会	2016年5月	广电总局	提出所有的视频网站不允许有外资股东,必须有国资股东,通过国资“特别管理股”方式入股,国资股东持股比例需占1%-10%

资料来源:政府网站、天风证券研究所

2014年8月,中央全面深化改革领导小组审议通过的《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》,表明国企改革将着重打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体,建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新兴媒体集团,坚定推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面深度融合发展。该《指导意见》表明传统媒体和新兴媒体深度融合发展,是传统媒体转型升级的发展方向,本轮国企改革将着重打造一批国有背景的新型主流媒体,为传媒国企改革奠定基调。

2013年11月,中央政治局颁布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》,提出对按规定转制的重要国有传媒企业探索实行特殊管理股制度。2016年5月18日,广电总局召开关于视频网站行业的“吹风会”,会议核心围绕“特殊管理股”相关议题,提出所有的视频网站不允许有外资股东,必须有国资股东,通过国资“特别管理股”方式入股,国资股东持股比例需占1%~10%。根据文件内容显示,国有股备选单位有五家,分别是中国人民广播电台、中国国际广播电台、北京广播电视台、湖南广播电视台、上海东方明珠新媒体股份有限公司,其他事先经总局核准具有相关资格的单位亦可作为国有股备选单位入股视频网站。“特殊管理股”虽暂未形成正式文件,但从今年传媒行业监管从严的形势来看,“特殊管理股”将成为国家监管视频网站的重要手段,有望逐步得到落实。

从行业属性来看,传媒行业存在非充分竞争性,国家监管需考虑其管理属性及社会效应,涉及传媒行业的国企改革和其他行业或略有不同。以“特殊管理股”为例,其特点是用很少的股份来获得对企业的执行管理权或一票否决权,旨在用较少的资本投入达到有效监管的目的,同时亦能尽可能地放开企业经营权和管理权,激发企业的活力。传媒行业的国有企业受监管程度高,亦受益于从严的政策监管,通过较低的成本进行外延并购,与新兴媒体进行深度的绑定和新老融合,实现转型升级。

3. 投资要点:积极挖掘数字教育、版权运营等新增长点

3.1. 产业上下游无缝对接,充分发挥完整链条优势

“多介质、全流程”覆盖,产业上下游无缝对接。公司拥有“编(出版)--印(印刷)--发(从总发行到零售)--供(印刷物资销售)--媒(媒体经营)”一体化经营的完整产业链,形成集出版(纸质图书和电子音像制品)、发行、报刊经营等传统媒体业务与互联网、框架媒体、移动媒体等新媒体业务于一体的综合性传媒业务架构,实现了出版产业上下游之间的无缝链接,有利于对图书、报刊产品的生产、销售进行全程管理和控制,高效快捷,竞争能力更强,可以最大限度获取整个图书产业链的利润。配合数字教育领域的部

署可以实现产品的全介质覆盖提升变现能力，业绩有望实现持续增长。根据 2016 年 8 月国家新闻出版广电总局发布的《2015 年新闻出版产业分析报告》显示，公司的控股股东的总体经济规模综合评价在图书出版集团中的排名为第二。

表 10：2015 年总体经济规模综合评价前十强的图书出版集团

综合排名	集团	综合评价得分	2014 年排名	排名变化
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	3.0965	1	0
2	湖南出版投资控股集团有限公司	1.8193	2	0
3	江西省出版集团公司	1.6457	4	1
4	中国教育出版传媒集团有限公司	1.4274	3	-1
5	浙江出版联合集团有限公司	1.0451	5	0
6	安徽出版集团有限责任公司	1.0228	7	1
7	河北出版传媒集团有限责任公司	0.9976	6	-1
8	中国出版集团公司	0.9033	8	0
9	山东出版集团有限公司	0.6376	9	0
10	湖北长江出版传媒集团有限公司	0.5570	11	0

资料来源：国家新闻出版广电总局、天风证券研究所

图书出版研发实力强，内容储备丰富。拥有自主开发的美术、音乐、历史、地理等 8 科 9 种 16 套中小学新课程标准试验教材，出版的湘版教材市场占有率位居地方出版集团首位，其中《数学》教材被台湾选用，开两岸文化交流之先河，《地理》教材被澳门选用，《历史》教材还输出到韩国，是我国的教科书第一次走出国门，成为我国出版史上的标志性事件。公司从主题出版物、重大文化工程和畅销书等三个向度抓产品生产，多个品牌保持市场强势地位，多种选题入选国家重点选题和工程，多种图书登上畅销榜。

表 11：2016 年上半年图书出版重点项目

荣誉	项目
2016 年主题出版重点选题	《为有牺牲多壮志——革命先烈连环画读本》等 3 种选题
2016 年国家出版基金	《世界佛教美术图说大典》等 5 个项目
“丝路书香”重点翻译和其他工程	《新常态下的大国经济》等 6 个项目
新书畅销榜	《穿越人海拥抱你》、《你所谓的稳定，不过是在浪费生命》等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

强化发行渠道建设，构建立体发行网络。强化渠道建设，建设校园连锁书店、社区书店及岳阳书城、衡阳书城、长沙乐之书店等新型门店，构建形态多样、覆盖面广、辐射力强的立体发行网络。通过组织策划丰富多彩的营销活动，以名家进校园等为依托，提升服务质量。

扩展传媒影响力，报媒业务稳步转型。公司报媒板块稳步从运营媒体向运营平台转变，进一步完善平台。加速潇湘晨报系媒体的影响力延伸，从纸媒走向户外，从单一强势媒体走向综合立体传播。加快长沙地铁和网络广告市场的拓展运营，推进线路资源延伸，推出地铁生活 APP 应用，打造中部地区最有影响力的地铁媒体运营平台，加快在天津、沈阳等城市复制地铁媒体经营的“长沙模式”。进一步扩大《快乐老人报》市场优势和“新老人”公众微信号用户影响。时刻新闻客户端用户数突破千万，在国家网信办《网络传播》App 传播力榜上排名第二。中南会展承办草莓音乐节等品牌展会，长沙国际车展、展现强大的社会影响和经济拉动效应。

3.2. 深入挖掘上游内容，启动 IP 全版权运营平台

携手最世文化，启动 IP 全版权运营。公司作为全国领先的出版企业，坚持原创出版，实施“造星”行动，打造明星团队，借助 IP 资源优势，深入挖掘上游内容，抢占具有重大

IP 价值的资源和题材故事，积极探索在影视、动漫、非成瘾性游戏领域开发运营，启动 IP 全版权运营平台。2016 年公司旗下中南博集天卷文化与郭敬明旗下最世文化达成战略合作，进一步挖掘 IP 资源。

表 12：最世文化签约作者代表及其代表作品

作者	代表作品
安东尼	《陪安东尼度过漫长岁月》、《这些都是你给我的爱》等
落落	《年华是无效信》、《尘埃星球》等
笛安	《告别天堂》、《芙蓉如面柳如眉》等

资料来源：最世文化网站、天风证券研究所

全版权运营执行力得到验证，未来 IP 变现有望提升业绩弹性。公司研发能力强，IP 资源丰富，由搜狐视频和博集天卷联合出品的 IP 网络剧《法医秦明》改编自秦明文学作品《第十一根手指》，网络点击量超 13 亿，2016 年 11 月，《法医秦明》荣登 2016 中国泛娱乐指数盛典“中国网生内容榜-网络剧榜 top10”，成效初显，体现了公司破题全版权运营的强势执行力。《采珠勿惊龙》、《乖，摸摸头》、《最初的相遇，最后的别离》等多个影视剧项目进入创作阶段，湖南少儿社以“笨狼”以及蔡皋作品的漫画形象为重点积极开展 IP 运营，未来 IP 变现有望提升公司业绩弹性。

图 23：2016 中国泛娱乐指数盛典“中国网生内容榜-网络剧榜 top10”

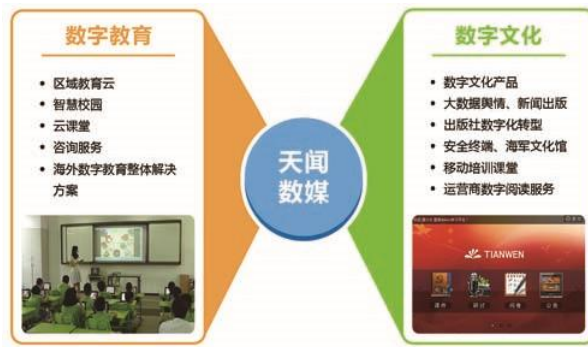


资料来源：艺恩网、天风证券研究所

3.3. 积极寻求转型升级，数字教育带来全新驱动力

构建数字教育完整产品线，形成闭环生态圈。公司在数字教育领域上形成了以天闻数媒为首，拥有贝壳网、中南迅智等平台的有机体系。构建依托于 CCE 云课堂、区域教育云及“三通两平台”的完整产品线，形成“平台+内容+服务+运营”的数字教育闭环生态圈。

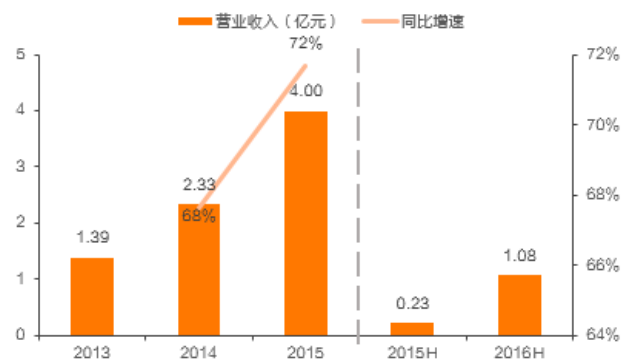
图 24：天闻数媒业务简介



资料来源：艺恩网、天风证券研究所

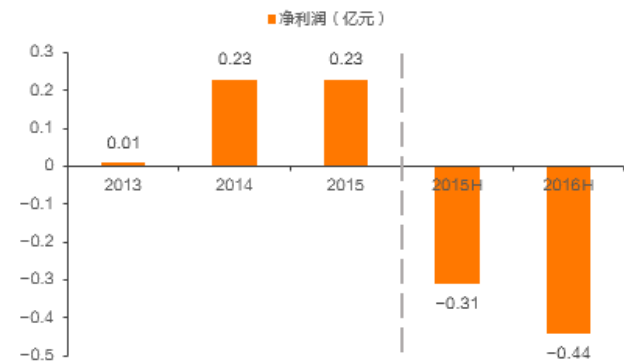
天闻数媒业绩步入正轨,有望持续增长。天闻数媒 2016 年上半年实现营收 1.08 亿元, 2015 年实现营收 4 亿元, 同比增长 72%, 2014 年实现营收 2.33 亿元, 同比增长 72%。天闻数媒 2014 年和 2015 年均实现净利润 0.23 亿元, 较 2013 年有大幅提高。

图 25: 天闻数媒营业收入情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26: 天闻数媒净利润情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 13: 数字教育平台结构

平台	用途
天闻数媒	致力为数字教育及数字出版产业提供最专业的营销、咨询和技术解决方案, 以数字内容整合应用为基础打造泛在数字资源运营平台, 从数字内容传播及数字学习市场需求出发, 形成数字教育、数字文化两大产业应用。
贝壳网	致力于为优质教育资源生成、聚集、发布提供开放工具平台, 推广“个性学能分层+定制学案匹配+走班分层授课+阶段效果强化”的“线上+线下”融合性教学模式, 在湖南和内蒙古 200 多所学校投入使用; 携手国防科大联合推出国内首款教育安保机器人。
中南迅智	以考试测评为切入点的数字教育产品“A 佳教育”已服务学校 157 所, 为 26 万余人次学生提供考试服务, 来势较好。
博集新媒	完成架构搭建, 业务开展顺利, 已形成电子书、音频产品、自媒体、作家经纪 4 条业务线。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

积极寻求转型升级, 各出版社业态转型实现新突破。为了配合构建数字教育完整产品线, 公司旗下各出版社在数字教育方面也积极寻求转型升级, 各出版社业态转型均实现了新的突破。

表 14: 各出版社业态转型新突破

出版社	业态转型突破
文艺出版社	推出《历代辞赋总汇》数字化运营项目, 多形态开发出版社音乐类图书。

岳麓书社	推出《四大名著名家演播版》，实现市场热销。
美术出版社	加快搭建以艺术步行街为核心的内容平台。“美仑艺术品在线交易平台”加快软件开发与上线测试。
电子音像出版社	集聚听书资源，加快落实与咪咕数媒的合作。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

由 B 端切入 C 端，规划部署更广泛的业务。目前，天闻数媒数字教育产品已覆盖全国 20 个省（区、市）142 个区县的 2420 所学校，并将运营逐渐从 B 端切入到 C 端。在构建教学相关业务体系的同时，围绕校内生活消费、缴费支付、保险等业务进行前期规划部署。**数字教育领域的部署实现了产品的全介质覆盖提升变现能力，业绩有望实现持续增长。**

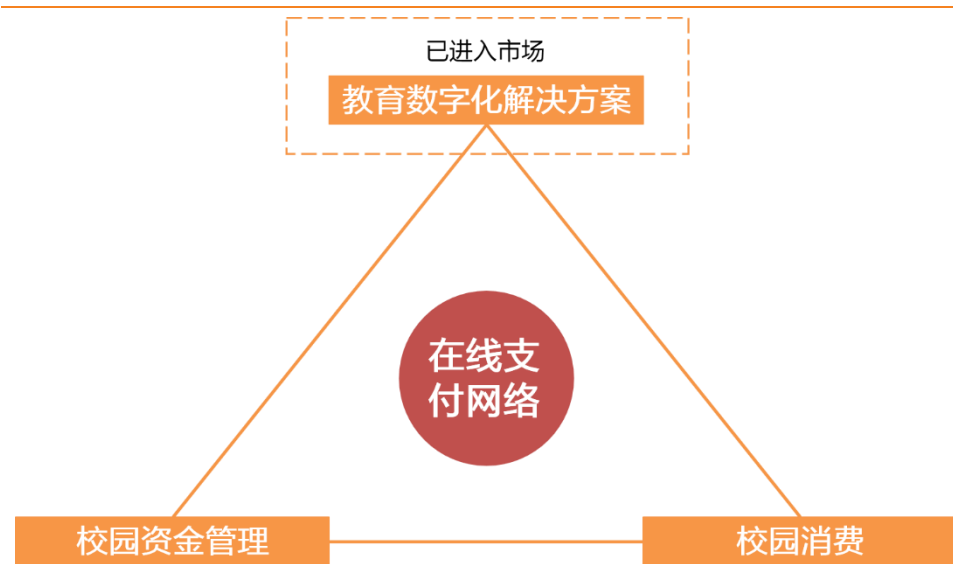
表 15：数字教育产品完善内容

产品	完善内容
CCE 云课堂	开发并优化教学中心、教师 PAD、学生 PAD、教学空间、智能测评等模块。
智慧校园	研发完成校车管理、教学计划、智能排课、校园广播等 23 个模块，正在研发校园监控、教学质量、云阅卷等 9 个模块。
天闻云平台	建设完成资源定制平台、天闻商城、大数据分析平台等。完成高中主流版本人教版资源建设，实现在库资源覆盖小、初、高全学科全学段。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

拓展金融服务业务范围，构建在线支付网络。财务公司发挥集团资金池作用，充分服务于集团，同时开展其他金融业务，以建立“资金集约管理中心、金融集成服务中心和产业协同利润中心”为目标，强化对内投融资平台职能，继续加强资金归集力度，提升结算专业性、服务性；尽快获取全业务资质，拓展业务范围，提高盈利水平。争取将已进入市场的教育数字化解决方案和未来的校园资金管理、校园消费一体化整合，形成在线支付网络。

图 27：财务公司在线支付网络



资料来源：公司公告、天风证券研究所

打造协同效应，助推产业发展。泊富基金管理公司重点投资与中南传媒经营业务有协同效应的领域，主要涵盖数字媒体产业链、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，优化公司新业态与新产品孵化机制，助推公司产业发展。未来将进一步加强投后评价、管理制度，有效控制风险。

图 28：泊富基金的投资领域

投资领域

数字媒体产业链

内容产业链

出版发行产业链

新媒体产业链

...

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 22.6 元

公司现金充裕，资产占比远高于同行平均水平。公司目前账上现金超 120 亿元，资产负债率低于 30%。2014 年年底、2015 年年底和 2016 年第三季度末，公司的资产负债率分别为 27.86、28.17、29.20，同期同行业的平均资产负债率分别为 34.02、35.13、35.06，较低的资产负债率表明公司资产占比较高，2014 年年底、2015 年年底和 2016 年第三季度末，公司的资产占比均高于 70%，公司现金流充裕，远高于同行平均水平。

表 16：2014-2016Q3 同行业公司资产负债率对比

	2014/12/31	2015/12/31	2016/09/30
中南传媒	27.86	28.17	29.20
皖新传媒	27.74	26.01	27.41
凤凰传媒	36.56	36.67	37.52
中文传媒	44.1	41.44	42.6
长江传媒	32.47	45.65	47.43
浙报传媒	33.96	31.8	25.36
出版传媒	35.45	36.16	35.92
平均	34.02	35.13	35.06

资料来源：WIND、天风证券研究所

现金充裕有助加速公司产业转型升级，外延方向包括在线教育等项目。中南传媒对资金的使用具备谨慎性和严肃性，公司未来将通过集团财务公司等提高现金使用效率，通过外延式发展与内生增长，加速公司扩张速度。目前，公司将着力外延发展，公司未来的投资方向将基于互联网和移动互联网的教育、文化项目。在现金使用方面，生产经营环节的现金使用无须审批，对外投资需走公司内部流程，大的项目仍需经政府审批。但基于公司在省内的支柱性地位，外部审批通道目前较为顺畅。

派现分红比例较高，为股东带来的收益逐年增加。2011 年至 2015 年公司的股利支付率分别为 26.86%、34.37%、32.34%、33.02%和 30.73%，同期同行业的平均股利支付率分别为 41.76%、36.80%、34.70%、30.24%和 25.44%，2012 年以来公司均保持着 30%以上的股利支付率，并且逐渐超过了行业平均值，为股东带来的收益逐年递增。

表 17：2011-2015 同行业公司分红情况对比

	2011	2012	2013	2014	2015
中南传媒	26.86%	34.37%	32.34%	33.02%	30.73%
皖新传媒	27.36%	30.78%	29.80%	29.91%	30.42%
凤凰传媒	27.43%	60.07%	54.17%	41.27%	44.10%
中文传媒	93.96%	12.69%	19.17%	22.88%	9.49%
浙报传媒	33.20%	52.99%	42.18%	42.75%	21.55%
出版传媒		29.92%	30.51%	29.98%	30.22%
长江传媒				11.89%	11.60%
平均	41.76%	36.80%	34.70%	30.24%	25.44%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

预计 16-18 年公司营业收入分别为 111/122/136 亿元，一直保持 10%左右的增长；预计 16-18 年归母净利润分别为 18.04/20.31/22.43 亿元，对应的 EPS 分别为 1.00/1.13/1.25 元，当前市值 321 亿元，对应 PE 分别为 18/16/14X。17 年可比公司平均估值为 26X，结合公司充裕的现金流和在行业内位于较高水平的分红比例，我们给予公司 17 年 20X 的估值，目标价格 22.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值（注：2016 年净利润若已披露按已披露数据修正）

证券简称	总市值	预测净利	预测净利	预测净利	预测净利	预测净利	预测净利	2016PE	2017PE	2018PE	2016PEG	2017PEG	2018PEG
	2017-04-05 (亿元)	润中值 2016 (亿元)	润中值 2017 (亿元)	润中值 2018 (亿元)	润增长率 2016 (%)	润增长率 2017 (%)	润增长率 2018 (%)						
凤凰传媒	258.82	13.35	13.99	15.34	12.74	9.83	9.62	19.39	18.49	16.87	1.52	1.88	1.75
时代出版	102.78	4.03	4.39	4.81	2.44	30.47	8.45	25.50	23.39	21.38	10.45	0.77	2.53
皖新传媒	334.98	18.29	10.74	12.13	9.10	16.84	16.04	18.31	31.19	27.61	2.01	1.85	1.72
长江传媒	102.80	62.59	6.51	8.04	5.28	23.33	23.52	1.64	15.79	12.79	0.31	0.68	0.54
出版传媒	59.77	1.23	1.36	1.50	57.52	9.75	19.94	48.60	43.83	39.81	0.84	4.50	2.00
中文传媒	312.93	12.95	16.45	20.22	22.44	27.54	25.45	24.16	19.02	15.48	1.08	0.69	0.61
浙报传媒	261.56	6.12	6.82	7.57	0.32	13.87	17.59	42.74	38.33	34.54	133.56	2.76	1.96
中南传媒	321.48	18.04	21.63	25.00	6.44	11.40	11.83	17.82	14.86	12.86	2.77	1.30	1.09
								24.77	25.61	22.67	19.07	1.80	1.53

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	10,717.68	11,462.77	12,704.90	15,167.16	16,159.13
应收账款	1,042.25	1,176.08	1,212.11	762.26	1,423.12
预付账款	57.22	92.32	44.58	111.32	66.47
存货	1,052.87	1,160.28	1,415.21	1,329.80	1,792.02
其他	60.01	402.85	210.02	255.62	270.78
流动资产合计	12,930.04	14,294.30	15,586.82	17,626.16	19,711.52
长期股权投资	18.59	27.61	27.61	27.61	27.61
固定资产	1,150.51	1,381.15	1,360.47	1,353.51	1,341.79
在建工程	52.47	36.96	58.18	82.91	79.74
无形资产	687.97	676.68	652.61	628.54	604.46
其他	300.67	306.19	291.48	281.22	274.32
非流动资产合计	2,210.21	2,428.59	2,390.35	2,373.78	2,327.93
资产总计	15,140.25	16,722.89	17,977.17	19,999.94	22,039.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,824.79	2,884.50	3,416.17	3,423.55	4,129.40
其他	1,274.09	1,690.32	1,170.57	1,707.04	1,412.06
流动负债合计	4,098.89	4,574.82	4,586.73	5,130.59	5,541.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	118.87	136.45	118.39	124.57	126.47
非流动负债合计	118.87	136.45	118.39	124.57	126.47
负债合计	4,217.75	4,711.27	4,705.12	5,255.16	5,667.92
少数股东权益	587.76	563.65	663.42	775.70	899.73
股本	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00	1,796.00
资本公积	4,540.38	4,443.46	4,443.46	4,443.46	4,443.46
留存收益	8,525.59	9,603.73	10,812.63	12,173.08	13,675.80
其他	(4,527.24)	(4,395.22)	(4,443.46)	(4,443.46)	(4,443.46)
股东权益合计	10,922.49	12,011.62	13,272.05	14,744.78	16,371.52
负债和股东权益总	15,140.25	16,722.89	17,977.17	19,999.94	22,039.45

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,528.72	1,778.71	1,804.32	2,030.52	2,242.86
折旧摊销	183.91	179.33	83.54	86.30	88.96
财务费用	1.03	0.34	0.00	0.00	0.00
投资损失	(14.37)	(7.07)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
营运资金变动	958.47	(498.24)	(31.94)	981.29	(675.74)
其它	(1,123.03)	490.47	99.77	112.28	124.02
经营活动现金流	1,534.73	1,943.54	1,948.69	3,203.40	1,773.11
资本支出	39.94	364.10	78.06	73.82	48.10
长期投资	(102.67)	9.02	0.00	0.00	0.00
其他	135.44	(758.03)	(131.06)	(146.82)	(91.10)
投资活动现金流	72.71	(384.90)	(53.00)	(73.00)	(43.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	228.90	75.82	(42.05)	8.13	10.14
其他	(321.28)	(756.88)	(611.51)	(676.27)	(748.27)
筹资活动现金流	(92.38)	(681.06)	(653.56)	(668.14)	(738.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,515.06	877.58	1,242.13	2,462.26	991.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,038.76	10,085.43	11,107.18	12,245.53	13,554.23
营业成本	5,362.38	5,940.66	6,299.16	6,916.08	7,680.31
营业税金及附加	37.93	41.39	45.58	50.63	55.76
营业费用	1,130.37	1,226.31	1,443.93	1,591.92	1,762.05
管理费用	1,204.73	1,216.77	1,348.41	1,469.46	1,606.18
财务费用	(215.57)	(121.55)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	137.70	140.62	140.00	145.00	150.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.37	7.07	7.00	7.00	7.00
其他	(28.73)	(14.14)	(14.00)	(14.00)	(14.00)
营业利润	1,395.59	1,648.31	1,837.09	2,079.44	2,306.93
营业外收入	176.67	222.55	161.00	161.00	161.00
营业外支出	22.82	65.07	65.00	65.00	65.00
利润总额	1,549.44	1,805.80	1,933.09	2,175.44	2,402.93
所得税	20.72	27.09	29.00	32.63	36.04
净利润	1,528.72	1,778.71	1,904.09	2,142.81	2,366.89
少数股东损益	59.96	83.63	99.77	112.28	124.02
归属于母公司净利润	1,468.76	1,695.09	1,804.32	2,030.52	2,242.86
每股收益(元)	0.82	0.94	1.00	1.13	1.25

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	12.52%	11.58%	10.13%	10.25%	10.69%
营业利润	35.59%	18.11%	11.45%	13.19%	10.94%
归属于母公司净利润	32.24%	15.41%	6.44%	12.54%	10.46%
获利能力					
毛利率	40.67%	41.10%	43.29%	43.52%	43.34%
净利率	16.25%	16.81%	16.24%	16.58%	16.55%
ROE	14.21%	14.81%	14.31%	14.54%	14.50%
ROIC	130.81%	-5702.65%	579.69%	593.42%	-358.35%
偿债能力					
资产负债率	27.86%	28.17%	26.17%	26.28%	25.72%
净负债率	-45.13%	-54.11%	-50.87%	-54.25%	-60.54%
流动比率	3.15	3.12	3.40	3.44	3.56
速动比率	2.90	2.87	3.09	3.18	3.23
营运能力					
应收账款周转率	9.29	9.09	9.30	12.40	12.40
存货周转率	8.24	9.11	8.63	8.92	8.68
总资产周转率	0.64	0.63	0.64	0.64	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.94	1.00	1.13	1.25
每股经营现金流	0.85	1.08	1.09	1.78	0.99
每股净资产	5.75	6.37	7.02	7.78	8.61
估值比率					
市盈率	21.89	18.97	17.82	15.83	14.33
市净率	3.11	2.81	2.55	2.30	2.08
EV/EBITDA	14.41	18.75	10.35	8.10	6.96
EV/EBIT	16.48	20.82	10.82	8.44	7.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com