



## 夯实主业行稳致远，天时地利人和再谋发展

2018年12月26日

强烈推荐(维持)

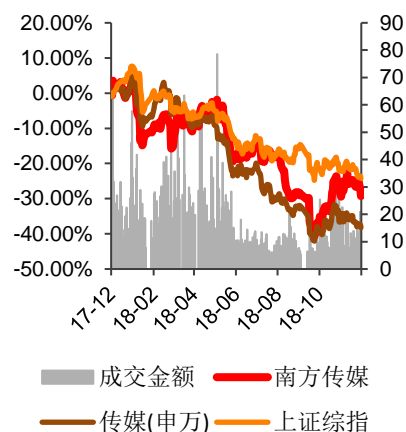
肖明亮(分析师)	叶颀(研究助理)
电话: 020-88832290	020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310117040003

现价:	7.95
目标价:	10.08
股价空间:	26.72%

### 投资要点:

- **天时、地利、人和兼备，岭南出版发行龙头有望再上新台阶：**公司系广东省出版发行行业龙头和粤省文化企业整体上市第一股。**天时：**乘文化国企改革、改革开放四十周年等主题政策东风；**地利：**地处经济强省、人口大省广东，资源禀赋优势显著；**人和：**目前公司管理团队完成换届为公司新一轮发展注入新活力和资源赋能，经营管理效率处于同业中优秀水平。天时、地利、人和兼备背景下，看好公司有望迎来新一轮发展。
- **夯实主业行稳致远，渠道整合助力发行与一般图书增长：出版业务：**坐拥一报21刊、八社等优质出版资源，紧随主题，深耕少儿与文学，凭借牌照优势（广东省人教版教材总代理）和广东省K12学生数量优势（广东省K12学生人数全国最多，2013-2017广东省常住人口出生人数拐点向上趋势显著），奠定教育出版确定性增长空间。**发行业务：**3月独家获得新闻出版广电总局核发的广东省从事中小学教科书发行业务的经营许可证，同时为人教版教材广东省独家代理出版商，近年来渠道资源整合优势不断显现：收购发行集团少数股权，新华书店门店经营升级改造以及整合效果显现（不含代发点，公司经营网点从2014年的123家增长到2017年底的259家，校园书店与乡镇书店渠道下沉效果明显），带动2014年以来一般图书业务复合增速达到20%。**广东省较分散的发行格局给公司渠道整合带来空间，渠道扩张呈现网点铺设与经营管理并重特征。**
- **新业务布局关注教育信息化机会，投资发力盘活资源：**近年来公司积极推进新媒体融合、布局文化地产以及延伸教育服务产业，寻求更多增长点，尤其是教育信息化2.0时代，稳定高额的财政投入有望推动教育信息化内容、服务等平台业务的增长，公司作为优质的内容整合商和教材教辅发行商，具有天然的内容优势、渠道优势以及平台优势；投资+并购基金发力资源盘活与赋能，目前公司已经参投多家标的，预期投资收益可观。**稳健增长、高现金流、强流动性以及稳健分红成为板块及公司投资价值所在，而处于明显估值洼地提供足够安全边际。**
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2018-2020年实现备考归母净利润6.58、7.52、8.28亿元，对应EPS分别为：0.73、0.84、0.92元/股，当前股价对应估值PE分别为：10.82、9.47、8.6倍。考虑公司占据广东省最大K12人群，作为人教版教材的独家代理商区域市场份额不断提升，且随着公司获得广东省中小学教材的发行的独家许可，有望进一步整合省内渠道资源，带动发行业务进一步增长，给与公司2019年12倍PE，对应目标价为10.08元/股，对应当前股价依然有27.79%的空间，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：出生人口下降、渠道整合不达预期、数字化冲击**

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
南方传媒	-3.2	-1.4	-13.4
传媒行业	-2.8	-9.3	-20.1
沪深300	-4.0	-11.7	-15.3

### 基本资料

总市值(亿元)	70.6
总股本(亿股)	8.96
流通股比例	27.46%
资产负债率	47.61%
大股东	广东省出版集团有限公司
大股东持股比例	69.96%

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	5251.05	5717.07	6256.39	6870.34
同比(%)	6.78%	8.87%	9.43%	9.81%
归母净利(百万)	611.42	658.31	751.70	828.29
同比(%)	44.80%	7.67%	14.19%	10.19%
毛利率(%)	30.68%	31.05%	31.49%	31.61%
ROE(%)	13.08%	12.71%	13.12%	12.98%
每股收益(元)	0.68	0.73	0.84	0.92
P/E	11.65	10.82	9.47	8.60
P/B	1.46	1.33	1.19	1.07
EV/EBITDA	7.61	8.31	7.30	6.39



## 目录

<b>1. 天时地利人和兼备，岭南出版发行龙头有望再上台阶</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司简介.....	5
1.2 近年来一体两翼战略下公司实现可观发展.....	7
1.3 天时、地利、人和兼备，南传发展有望再上台阶.....	8
1.3.1 天时：乘政策东风，迎改革开放四十周年.....	8
1.3.2 地利：依托经济强省&人口大省广东，资源禀赋优势显著.....	9
1.3.3 人和：管理团队换届注入新活力，丰富经验人才护航平稳发展.....	10
<b>2. 主业稳健发展，夯实基础行稳致远</b> .....	<b>12</b>
2.1 出版业务：学生人数奠定教材教辅出版稳健增长，一般图书出版保持高速增长.....	12
2.1.1.宽护城河+K12人数反弹，公司教育出版业务有确定性增长空间.....	12
2.1.2.深耕主题、少儿与文学，一般图书保持稳健高速发展.....	15
2.1.3.数字化转型先行者，享数字出版行业高增长.....	16
2.2 发行业务：广东中小学教材发行业务独家许可，渠道整合规模与效率提升.....	18
2.2.1.广东中小学教材发行业务独家许可，发力大中专教材市场.....	18
2.2.2.渠道整合仍存空间，扩张体现多层次.....	20
2.3 一般图书业绩抢眼，长期逻辑下的真成长来源.....	22
<b>3. 新业务布局谋增长，投资发力盘活资源</b> .....	<b>23</b>
3.1 “五朵云”加快媒体融合，培育报刊业务IP化生态.....	23
3.2 积极布局文化地产，社会、经济效益双收.....	25
3.3 依托出版资源，打造一体化教育服务产业.....	26
3.4 产业基金+参股多家企业，迎文化与金融共舞时代.....	27
<b>4. 高现金流+强资产流动性+稳健增长与分红为“矛”，板块低估为“盾”</b> .....	<b>29</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>31</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>31</b>



## 图表目录

图表 1 南方传媒最新股东结构-2018Q3 .....	5
图表 2 公司主要业务类型 .....	6
图表 3 公司各项业务结构 (亿元) .....	6
图表 4 教材教辅和一般图书业务为核心 (亿元) .....	7
图表 5 省内业务收入占比超 80% (亿元) .....	7
图表 6 公司资产规模将近百亿 (亿元、%) .....	7
图表 7 公司整体盈利水平情况 (%) .....	7
图表 8 公司近年营收业绩情况 (亿元、%) .....	8
图表 9 文化国企股权激励事件 .....	8
图表 10 南方传媒“走出去”硕果累累 .....	9
图表 11 广东 GDP 蝉联全国第一 (亿元、%) .....	10
图表 12 2017 年广东教育经费居全国首位 (亿元、%) .....	10
图表 13 2017 年广东 K12 学生数优势明显 (万人) .....	10
图表 14 广东 K12 学生近三年持续增长 (万人) .....	10
图表 15 公司第四届董事会候选人简历 .....	10
图表 16 公司经营效率与行业对比 (万元、元) .....	11
图表 17 广东省中小学教材市场三类参与主体 .....	12
图表 18 公司教材教辅出版收入稳步增长 (亿元、%) .....	12
图表 19 公司拥有自主产权的教材 (部分) .....	13
图表 20 公司教材教辅渗透率仍有大幅提升空间 (册) .....	14
图表 21 第四次婴儿潮有望到来 (%) .....	14
图表 22 广东省常住人口出生人数 (万) .....	15
图表 23 广东省 K12 年龄段学生对应年份出生人数之和 (万人) .....	15
图表 24 六大出版社资质优越 .....	15
图表 25 公司深耕主题出版 .....	16
图表 26 数字出版高速增长 (亿元、%) .....	17
图表 27 数字阅读市场、用户规模齐升 (亿元、亿人) .....	17
图表 28 数字出版行业产业链 .....	17
图表 29 公司数字阅读业务流程 .....	18
图表 30 广东省内教材发行格局 .....	18
图表 31 公司近年发行业务收入 (亿元、%) .....	19
图表 32 公司发行收入趋于多元化 (亿元、%) .....	19
图表 33 公司几乎全资持股发行集团&发行集团营收业绩 (亿元、%) .....	19
图表 34 发行集团整合全省 91.35% 的新华书店 .....	20
图表 35 发行集团净利润年复合增速高达 36.17% .....	20
图表 36 公司平均每人每年图书购买金额显著低于同业水平 (万元、元) .....	21
图表 37 公司销售网点情况 .....	21
图表 38 公司“四阅”书店一览 .....	22
图表 39 行业一般图书收入及增速 (亿元、%) .....	22
图表 40 行业总营收及增速 (亿元、%) .....	22
图表 41 公司一般图书收入占比近年不断提升 .....	23
图表 42 公司一般图书出版业务情况 (亿元、%) .....	23



图表 43 公司一般图书业务发行情况 (亿元、%) .....	23
图表 44 公司媒体融合“五朵云”建设成效显著 .....	24
图表 45 国内报刊行业收入 2017 年弱势企稳.....	25
图表 46 公司旗下《花城》刊登大量优秀作者作品，具有 IP 孵化潜力 .....	25
图表 47“新华文化广场”规划定位.....	26
图表 48 公司琶洲项目示意图 .....	26
图表 49 教育支出占 GDP 比重连续 6 年超过 4% .....	27
图表 50 教育信息化支出将继续维持增长 (亿元) .....	27
图表 51 跨网络教育内容聚合服务平台项目.....	27
图表 52 教育信息化 2.0 计划八大任务.....	27
图表 53 广东新媒体产业基金 5 大重点扶持目录.....	28
图表 54 近期上视传媒公司部分产业基金情况.....	28
图表 55 公司参股其他公司一览.....	28
图表 56 2017 年各行业流动资产/总资产 (%) .....	29
图表 57 2017 年各行业每股现金流量净额 (元) .....	29
图表 58 2017 年各行业流动比率.....	30
图表 59 2017 年南方传媒分红水平位居行业上游.....	30
图表 60 出版发行行业目前 PE (TTM) 在 14 倍左右，处于历史估值低位.....	30
图表 61 南方传媒目前 PE (TTM) 为 11 倍左右，自上市以来处于低位.....	31
图表 62 可比公司估值对比 .....	31



## 1. 天时地利人和兼备，岭南出版发行龙头有望再上台阶

### 1.1 公司简介

2016年上市，省属文化企业唯一上市平台，广东省文化企业整体上市第一股：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69.96%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 南方传媒最新股东结构-2018Q3

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	广东省出版集团有限公司	626.76	69.96	限售流通A股
2	全国社会保障基金理事会转持二户	16.74	1.87	限售流通A股
3	广东樵山文化产业投资控股有限公司	7.82	0.87	限售流通A股
4	广东南方报业传媒集团有限公司	6.33	0.71	A股流通股
5	摩根士丹利投资管理公司-摩根士丹利中国A股基金	3.99	0.45	A股流通股
6	江门市人民政府国有资产监督管理委员会	3.17	0.35	限售流通A股
7	高州市财政局	2.75	0.31	限售流通A股
8	罗银辉	2.65	0.30	A股流通股
9	博罗县文体旅游局	2.50	0.28	限售流通A股
10	汕头市财政局	2.50	0.28	限售流通A股
	合计	675.22	75.38	

资料来源：公司公告、广证恒生

**广东省出版发行行业龙头，出版传媒行业一体化完整产业链经营：**公司旗下拥有出版、印刷、发行、报刊、数字、投资等一体化完整产业链，其中图书出版物主要为中小学教材、教辅、一般图书。公司聚合了图书、期刊、报纸、电子音像、新媒体等多种介质，形成了集传统出版发行业务与数字出版、移动媒体等新媒体业务于一体的综合性传媒业务架构，拥有出版、印刷、发行、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。公司的图书出版物主要为中小学教材、一般图书（含教辅），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。公司上市以来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。**从业务结构来看：**2017年公司出版业务实现收入22.28亿元，发行业务实现营收26.11亿元，物资贸易实现营收12.78亿元，印刷业务实现营收3.32亿元，报媒期刊业务实现营收0.86亿元，内部抵消收入14.19亿元；**从地域结构来看：**广东省业务收入贡献43.34亿元，营收占比超过82%，扎根广东，省外业务占比逐年提升；**从产品结构来看：**教材教辅业务为主导，2017年贡献了36.85亿元营收，一般图书业务实现收入9.41亿元，文化用品业务创收0.89亿元，报媒业务创收0.86亿元，音像制品业务创收0.04亿元。可见，公司业务主要扎根广东，且不断拓展省外业务，彰显公司省外影响力与竞争水平提升。公司业务以教材教辅为主导，奠定稳健发展基础，同时市场图书方面竞争力不断加强，一般图书业务创收规模高速增长，收入占比不断提升；



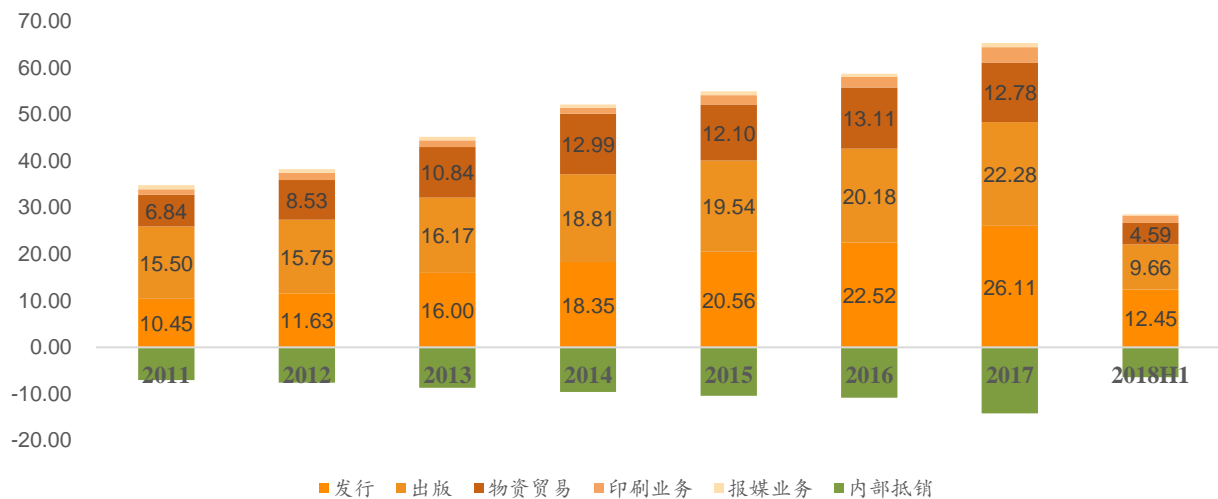
公司以出版和发行业务为主导，近几年发行业务增长尤其明显，强发行与强出版相辅相成。

图表2 公司主要业务类型

业务类型	业务介绍
出版业务	为教材出版、教辅出版、一般图书出版、电子出版物及音像制品、报刊
发行业务	经营教材、教辅、一般图书、电子音像产品等出版物及文化用品批发、零售、连锁经营业务。
印刷业务	对出版物的印制
物资贸易	出版用纸的统供销售业务，并对外销售纸张和造纸原料；包括印刷设备、印刷耗材、印刷油墨、印刷包装材料、光盘 PC 材料、文化用纸、包装用纸、UV 光油、热熔胶和造纸杀菌剂等产 品。
投资业务	通过直接投资、基金投资等方式开展投资工作，获取投资收益。

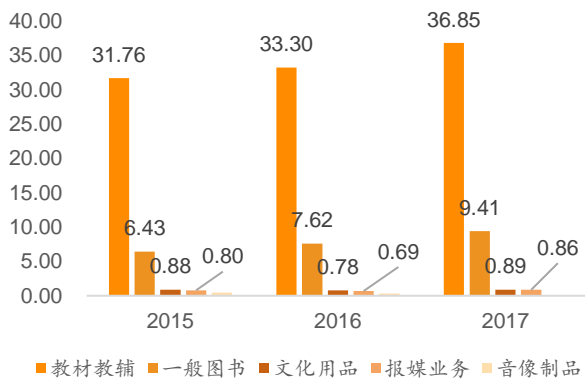
资料来源：公司公告、广证恒生

图表3 公司各项业务结构 (亿元)



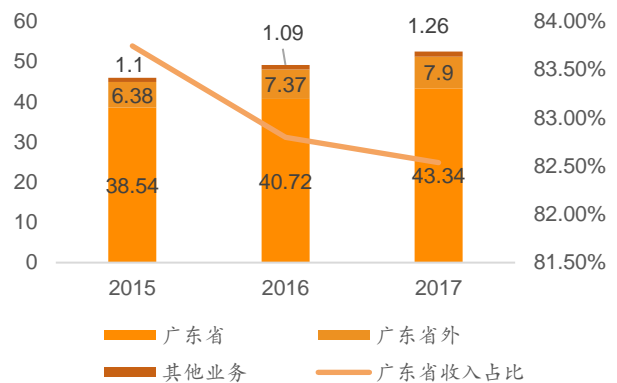
资料来源：公司公告、广证恒生

图表4教材教辅和一般图书业务为核心(亿元)



资料来源:公司公告、广证恒生

图表5省内业务收入占比超80%(亿元)



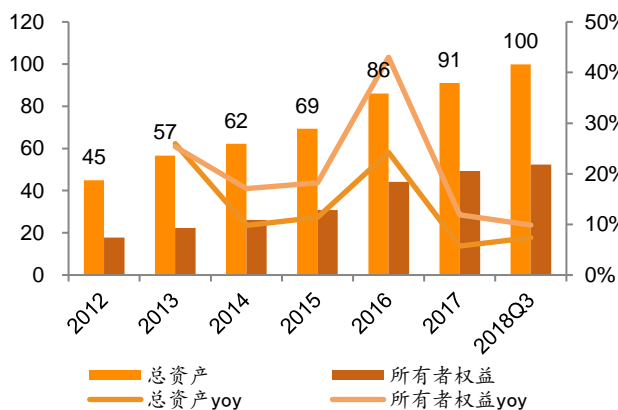
资料来源:公司公告、广证恒生

## 1.2 近年来一体两翼战略下公司实现可观发展

以“出版传媒”为一体，以“新媒体+教育”、“兼并重组+对外投资”为两翼：作为创新发展的重大引擎，围绕“创新驱动、加快转型”的主线，以“文化守望者，知识摆渡人”为职业使命，以登陆资本市场为契机，以深化改革为动力，以融合发展为重点，增强自主创新能力、推动产业结构协调发展、加快产业转型升级，打造强势出版粤军，实现“文化+金融”“文化+科技”融合发展，将传统主业与新兴业态、金融有机结合，各项经营数据稳步增长。

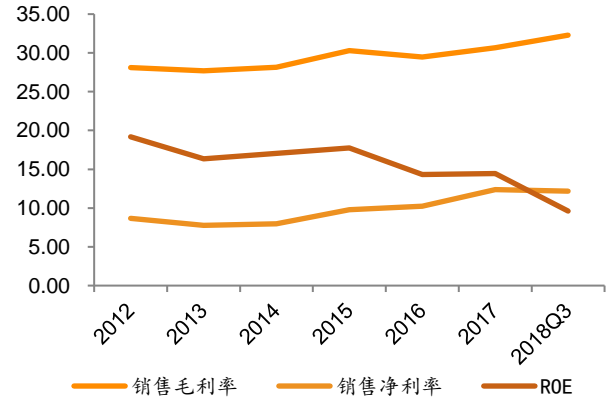
**主业稳健经营，2011年以来归母净利润复合增速18%：**公司2017年和2018Q3分别实现营业收入52.51亿元和40.15亿元，同比增长为6.78%和3.69%；业绩方面，公司2017年和2018Q3归母净利润为6.11亿元和4.84亿元，同比增长44.80%和8.43%；盈利水平方面，公司毛利率近年保持平稳增长，2018Q3毛利率水平达到新高32.29%，相比2017年年末增长1.61pct，2018Q3净利率为12.19%，与2017年基本持平。公司近年规模持续平稳扩张，2018Q3公司总资产规模达到99.87亿元，同比增长7.39%，其中所有者权益为52.33亿元，同比增长9.87%，自2016年以来，资产负债率保持50%以下，杠杆水平的良好控制能够有效降低财务风险，响应了供给侧改革“去杠杆”的要求。

图表6公司资产规模将近百亿(亿元、%)



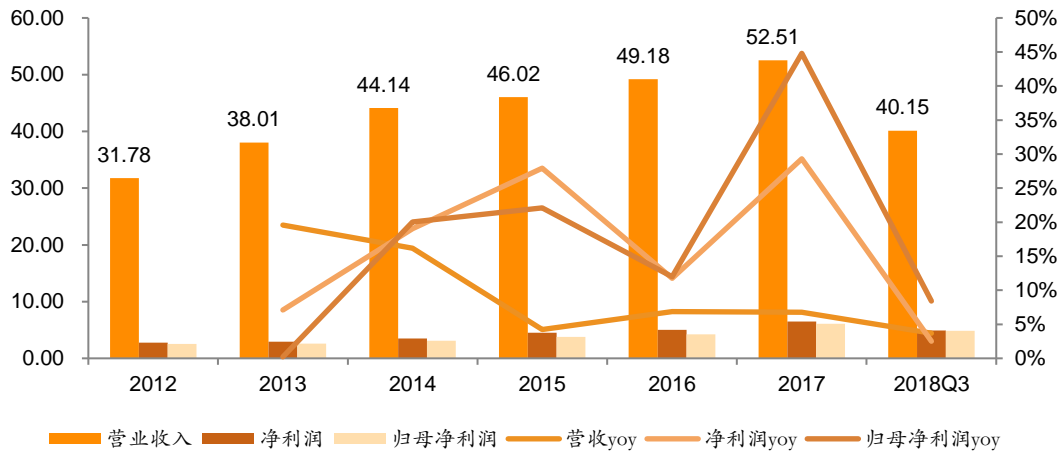
资料来源:公司公告、广证恒生

图表7公司整体盈利水平情况(%)



资料来源:公司公告、广证恒生

图表8公司近年营收业绩情况(亿元、%)



资料来源:公司公告、广证恒生

### 1.3 天时、地利、人和兼备，南传发展有望再上台阶

#### 1.3.1 天时：乘政策东风，迎改革开放四十周年

##### 1) 文化国企股权激励政策打开窗口，文化国企改革进入更深层次

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》，政策层面推动文化传媒领域国企改革，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，从实操层面进行文化传媒精准改革。2016年9月东方明珠股权激励方案通过，成国内文化国企股权激励首案；2018年3月，浙数文化亦披露不超过1300万股的股权激励计划，这些都反映出文化国企股权激励的窗口已被打开，对于文化传媒国企探索调动公司管理层及核心业务骨干积极性的机制方面提供了重要的可行工具，也是文化国企改革进入到更深层次的标志。

图表9文化国企股权激励事件

文化国企	公告时间	股权激励内容
东方明珠	2016.9	股权激励数量不超过1812.28万股，价格为12.79元，激励对象主要为核心技术及管理人员，占总员工数量的9.3%。
浙数文化	2018.3	股权激励数量不超过1300万股，价格为7.18元，激励对象包括公司主要子公司领导班子及核心经营技术管理骨干，占总员工数量的9.16%。

资料来源:公司公告、广证恒生

##### 2) 大湾区文化建设新契机叠加改革开放四十周年，政策红利释放

大湾区建设释放政策红利，公司走出去经验助力湾区文化发展融合：粤港澳大湾区作为世界第四大湾区，兼容了多元文化价值，大湾区建设已经写入十九大报告和政府工作报告，提升到国家发展战略的层面。广东省享大湾区建设及“一带一路”双重政策红利，对于优质人才的吸引、文化产业的迅速发展及相关文化企业“走出去”带来重大利好。南方传媒作为国际化先行者，过去一直遵循“立足广东，依托港澳，深耕周边，辐射欧美”的思路，按照“港澳台地区—东南亚华文区—欧美主流市场”的路径，

在中央和广东省委的指导下，成立了“粤港澳大湾区文化教育交流中心”，推进粤港澳三地的交流，2017年全年输出图书版权达 235 项，创历史新高，其中《少年文摘》更成为新加坡双语学校阅读课教材，市场份额约占 90%。凭借丰富的“走出去”经验以及政策红利带来的发展新契机，南方传媒有望在国际市场留下更深足迹。

**改革开放四十周年叠加建国 70 周年，主题出版助力双效融合：**与此同时，改革开放迎来四十周年，按照中央和省委省政府、省委宣传部的统一部署，**公司把出版宣传庆祝改革开放 40 周年的出版物作为全年的重点工作**，《广东改革开放发展史》、《口述改革历史》、《改革开放：40 年的 40 个中国成就故事》入选中宣部庆祝改革开放 40 周年重点图书选题，主题出版有望在确保社会效益优先的同时，奠定公司业务发展。

**图表10南方传媒“走出去”硕果累累**

	公司“走出去”成果
输出图书版权	2015 年：211 项；2016 年：228 项；2017 年：235 项
海外合作	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
参加国际书展	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。
政府认可	自 2007 年以来连续 11 年被商务部等五部委评为“国家文化出口重点企业”。

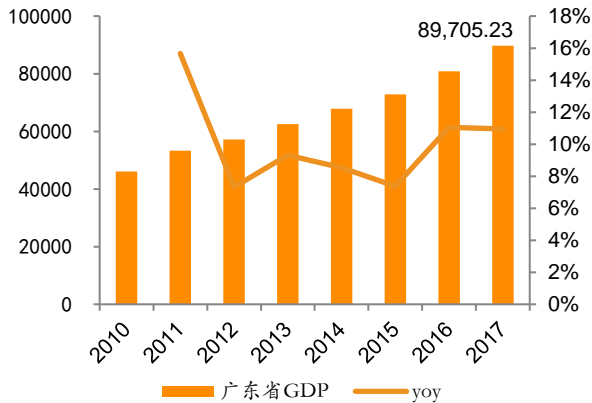
资料来源：公司官网、公司公告、广证恒生

### 1.3.2 地利：依托经济强省&人口大省广东，资源禀赋优势显著

**依托经济强省奠定需求基础：**南方传媒地处 GDP 连续 29 年位居国内首位的广东省，2017 年广东 GDP 达 8.97 万亿，同比增长 10.95%。**一方面，雄厚的经济实力成为教育投资的根本支撑：**广东省 2017 年一般公共预算教育经费达到 2522.55 亿元，同比增长 12.42%，遥遥领先其他省份，并在在 2018 年秋季率先在义务教育阶段推出全学科、全学段国家课程数字教材，走在全国前列。南方传媒作为广东省中小学生教材教辅市场的绝对龙头，直接受益于教育投资增长带来的教辅教材新需求；**另一方面，公司另一主要业务——一般图书业务市场导向型更强，**长期来看，取决于居民购买力，广东省领先的经济发展水平带来的较强的居民购买力能够削弱线上阅读、数字出版等对该业务的冲击，提供更多的安全边际。

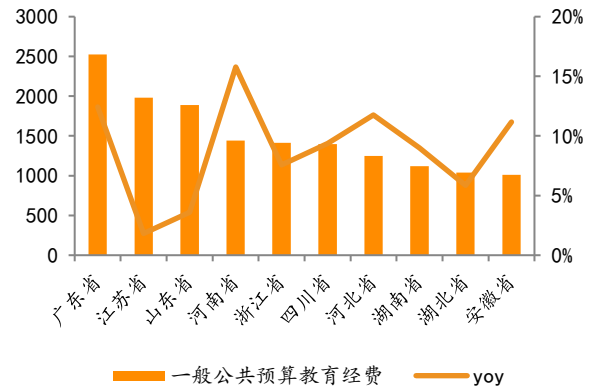
**人口大省奠定规模优势，潜在开发空间巨大：**2017 年末广东省常住人口 11169 万人，比上年末增加 170 万人，城镇化率将近 70%。**庞大的人口规模从需求端为广东省的文化产业兴盛发展提供保障，**《2017 年新闻出版产业分析报告》指出广东位于各省市新闻出版业总体经济规模综合评价之首，占全行业营业收入的 13.59%。**从 K12 学生数量来看，广东省也具有明显优势，**2017 年 K12 学生达到 1487.33 万人，自 2014 年以来呈现持续回升状态（且由于广东省常住人口-出生人数 2013 年以来呈现拐点向上增长的态势，奠定 2019 年及未来 5 年新入学人数基数的增加），广东省 K12 学生人数远优于其他各个省份。我们认为从长远来看，K12 学生数量是决定教辅教材市场规模的根本因素，受益广东省庞大的 K12 学生数量，公司教材教辅出版发行业务市场空间大，业绩具备强支撑。

图表11广东GDP蝉联全国第一(亿元、%)



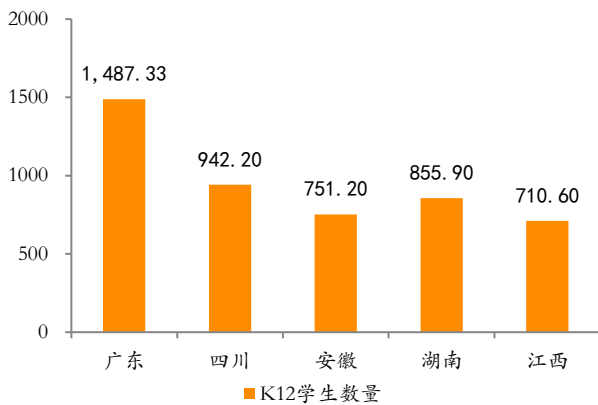
资料来源: Wind、广证恒生

图表122017年广东教育经费居全国首位(亿元、%)



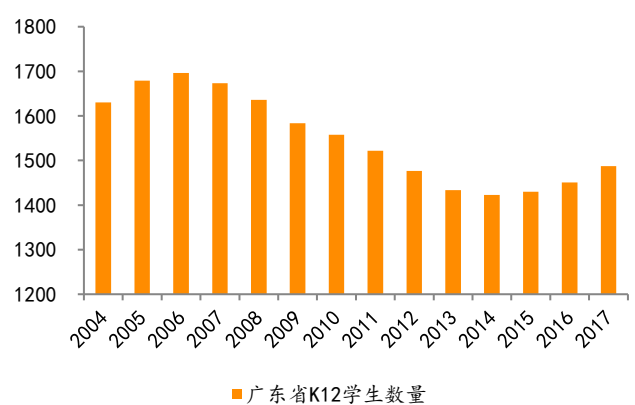
资料来源: 国家统计局、广证恒生

图表132017年广东K12学生数优势明显(万人)



资料来源: Wind、广证恒生

图表14广东K12学生近三年持续增长(万人)



资料来源: Wind、广证恒生

### 1.3.3 人和: 管理团队换届注入新活力, 丰富经验人才护航平稳发展

**管理班子陆续完成换届, 新活力注入赋能公司发展:** 2018年9月谭君铁先生担任省出版集团党委书记、董事长, 并于今年11月担任南方传媒董事长, 谭董到任广东省出版集团与南方传媒之前, 曾主政梅州市并担任过梅州市市长及市委书记, 有着丰富的政府管理经验, 有望为南方传媒发展注入新的活力与资源赋能。鉴于公司第三届董事会、监事会任期于2018年12月22日届满, 新一届董事会成员已经董事会与股东大会表决通过, 且主要管理层也已于去年陆续完成换届。从公司新一届董事会及高管班子年龄结构来看, 管理层趋于年轻化现象比较明显。

图表15公司第四届董事会候选人简历

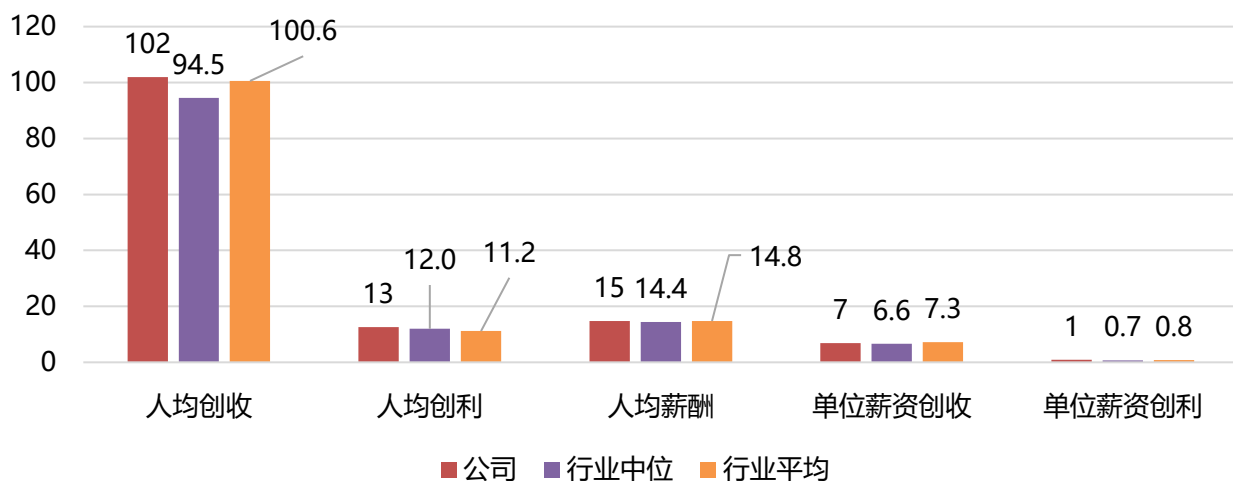
非独立董事候选人	董事会非独立董事候选人简历
谭君铁	男, 出生于1968年1月, 中山大学管理学硕士。现任广东省出版集团党委书记、董事长, 南方传媒党委书记、董事长。历任广东省阳江市江城区委常委, 区委办公室主任, 广东省阳西县委常委, 组织部长, 阳西县委副书记, 县长, 团广东省委副书记, 党组成员, 团广东省委书记, 党组书记, 广东省政府副秘书长, 广东省港澳办主任, 党组书记, 广东省梅州市委副书记, 代市长, 党组书记, 梅州市委书记, 市人大常委会主任; 2018年9月至今任广东省出版集团党委书记, 董事长, 南方传媒党委书记, 2018年11月至今任南方传媒董事长。

杜传贵	男，出生于1963年12月，编审，华中师范大学科学社会主义专业硕士。现任南方传媒董事，广东省出版集团党委副书记、董事、总经理。
叶河	男，出生于1972年6月，高级经济师，中山大学高级工商管理硕士，华南师范大学教育硕士，现任南方传媒党委副书记、董事、总经理、财务负责人，广东省出版集团党委副书记、董事。
许文钦	男，出生于1963年5月，编辑，中山大学高级管理人员工商管理专业硕士。现任南方传媒董事，广东省出版集团党委委员、副总经理。
何祖敏	男，出生于1963年5月，副编审，华东师范大学中国古代史专业硕士。现任南方传媒董事，广东省出版集团党委委员、副总经理，益智传媒（现更名为现代教育）董事长。
陈玉敏	男，出生于1969年2月，高级会计师，中山大学高级工商管理专业硕士。现任南方传媒董事，广东省出版集团党委委员、董事、副总经理，广东新华发行集团董事，广东省出版集团投资有限公司董事长，广东省出版会计学会会长。

资料来源：公司公告、广证恒生

**公司经营效率位于同业上市公司中上水平：**综合各项经营效率指标来看，以2017年数据为例，公司各项经营数据均位于行业同业上市公司的中位值和平均值以上水平。2017年公司人均创收102万元，人均创利13万元，显著优于同业平均与中位水平。在人才激励方面，我们初步测算公司人均薪资福利为15万元/人/年，优于同业上市公司中位值14.4万元与平均值14.8万元。考虑公司人力成本投入与产出来看，单位员工薪资福利的创收水平为7倍，优于同业中位值6.6倍，单位员工薪资福利的创利水平为1倍，优于同业中位值（0.7倍）和平均值（0.8倍）。此外，公司还拥有享受国务院政府特殊津贴人才，全国宣传文化系统“四个一批”经营管理人才，新闻出版总署全国新闻出版行业领军人才等。2017年，公司2人获评全国新闻出版行业领军人才。

**图表16公司经营效率与行业对比（万元、元）**



资料来源：Wind、广证恒生

备注：其中人均创收、人均创利、与人均年薪酬数据单位为万元，其余为元，为模拟估算数据。

人均创收=公司当年经营收入/年末总人数；人均创利=当年净利润/年末总人数；

人均薪酬福利=(支付给职工以及为职工支付的现金+当期应付职工薪酬增加额)/年末员工人数；

单位薪资创收=人均薪酬/人均创收；单位薪资创利=人均创利/人均薪酬

## 2. 主业稳健发展，夯实基础行稳致远

### 2.1 出版业务：学生人数奠定教材教辅出版稳健增长，一般图书出版保持高速增长

#### 2.1.1. 宽护城河+K12人数反弹，公司教育出版业务有确定性增长空间

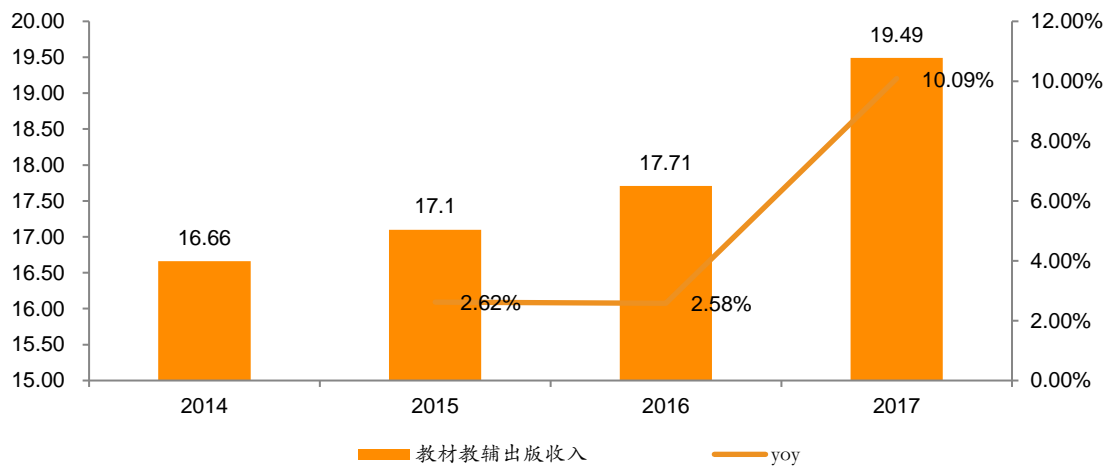
公司教材教辅收入稳步增长，占据广东省中小学教材市场两类出版主体：公司旗下拥有出版、印刷、发行、报刊、数字、投资等一体化完整产业链，其中图书出版物主要为中小学教材、教辅和一般图书。2017年公司出版收入为22.28亿元，其中教材教辅出版收入为19.49亿元，同比增长10.09%，共出版教材804种，教辅3571种。教材出版市场存有一定垄断性，目前人民教育出版社教材占据市场主要份额，此外，广东省中小学教材出版市场参与主体还包括公司下属各出版社和其他出版社。

图表17广东省中小学教材市场三类参与主体

参与主体	出版内容
南方传媒本部	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
南方传媒下属各出版社	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、岭南美术出版社等其他出版社	原创出版新课标教材和地方教材

资料来源：招股说明书、广证恒生

图表18公司教材教辅出版收入稳步增长（亿元、%）



资料来源：公司公告、广证恒生

**教材出版在省内占绝对主导：**公司早在2014年即实现在本省销售中小学教材码洋16.69亿元，占广东省各阶段教材市场的66.1%，此后也一直在广东省中小学教材出版方面占据绝对主导地位。2017年秋季，国家统编三科教材首次投入使用，推动公司人教版教材市场占有率再创新高，义务教育阶段达61.64%，同比增长11%。目前全国所有出版社均为国有经营，由于国家对出版社实行特许经营制和行政许可制管理，行业准入相当严格，行业性质特殊，截至2017年年底，全国共有出版社585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366家（包括副牌社20家），相比2014年仅增加2家，反映出行业壁垒之高，主营业务具有宽护城河。



**教辅占据省内推荐目录 65%以上：**广东省 2012 年印发教辅新政，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。自 2013 年广东省教育厅开始编写中小学教辅材料推荐目录以来，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。

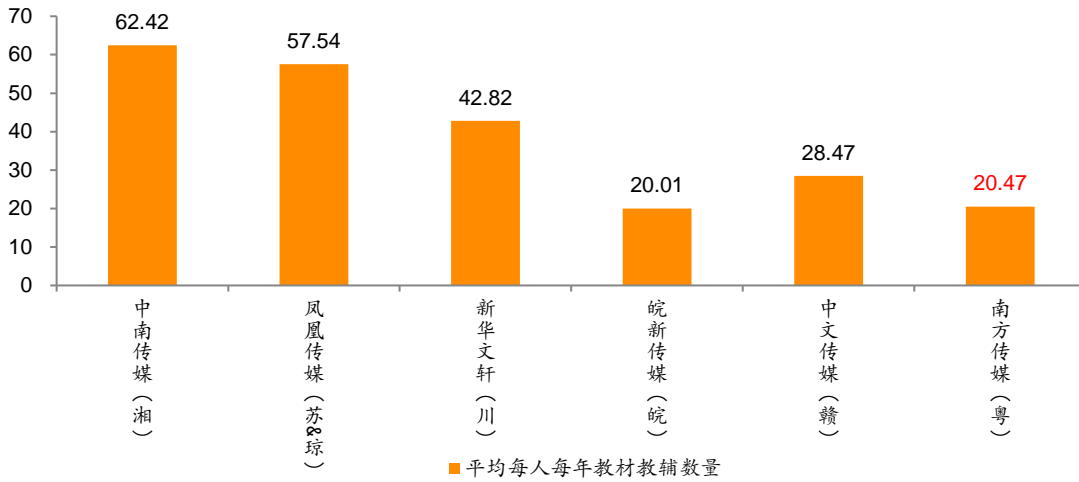
图表19公司拥有自主产权的教材（部分）

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：招股说明书、公司公告、广证恒生

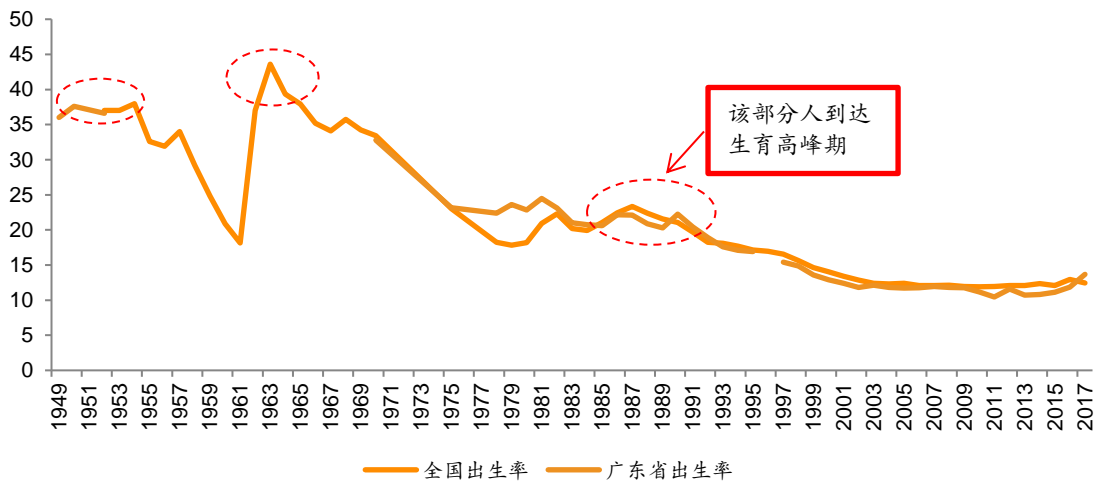
我们对比了 2017 年南方传媒及其他主要地方出版集团发行教材教辅总量对应省份的 K12 学生人数（平均每人每年教材教辅数量）发现，南方传媒潜力依然较大：2017 年南方传媒发行教材教辅总量为 30440 万册，对应广东省 2017 年 K12 在校人数 1487 万人，每年生均发行教材教辅不足 21 册，而中南传媒高达 62.42 册，6 家公司的均值也达到了 39.62 册，南方传媒依然具备增长空间（备注：数据的差异一方面反映企业在省内的发行能力，也体现了不同省份在教辅配套数量方面限制政策的差异）。中长期来看，我们认为边际增量来自 K12 学生数量的变化，广东省占据全国 K12 学生人数最大的体量：自 2014 年以来 K12 学生数量持续增长，从最低水平 1422.68 万人增长至 2017 年的 1487.33 万人，我们认为第三次“婴儿潮”（这部分人目前 25-30 岁）带来的“婴儿回声潮”叠加“二胎政策”的全面放开，未来几年或迎来第四次婴儿潮，带来 K12 学生数量的持续增长（2013 年以来广东省常住人口出生人数持续增长，奠定了 2019 年之后 K12 新招生人数增长基础）。此外，广东省作为经济强省叠加落户门槛降低的人才吸引政策，常住人口不断增长，近五年广东常住人口累计增长 525 万人，也将对 K12 学生数量形成实质利好，给公司教材教辅出版业务带来增量空间。

图表20公司教材教辅渗透率仍有大幅提升空间(册)



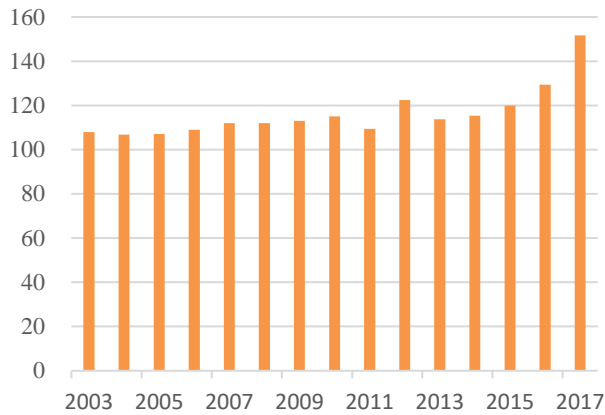
资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

图表21第四次婴儿潮有望到来(%)

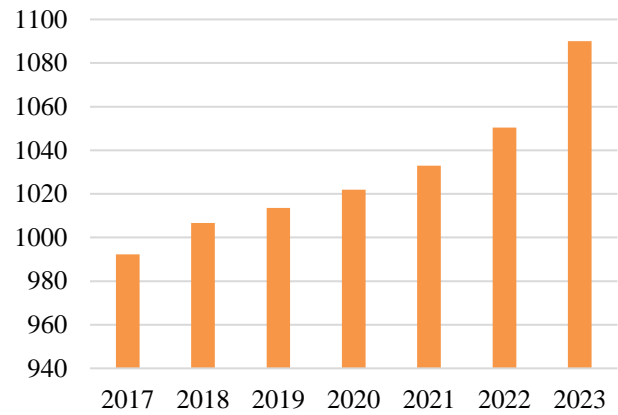


资料来源: Wind、广证恒生

图表22广东省常住人口出生人数(万)



图表23广东省K12年龄段学生对应年份出生人数之和(万人)



资料来源: Wind、广证恒生

### 2.1.2. 深耕主题、少儿与文学，一般图书保持稳健高速发展

**旗下控股6家图书出版社，深耕各自特色：**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、经济社等子公司从事出版业务，各出版社深耕不同领域，形成了在教材教辅、教育、中医、文学、少儿以及经济管理等多方面的覆盖。六大出版社多次获得国家和省部级奖项，构筑了品牌优势。**2017年公司出版一般图书3500种，收入达到2.53亿元，同比增长25.81%，毛利率提升2.52pct，达到24.49%。**

图表24六大图书出版社资质优越

出版社	主要出版领域	获得奖项
人民社	教辅教材	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	教育	《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	中医	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	文学	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	少儿	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	经管	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

从整个新闻出版行业发展情况来看，近年来主题出版影响力和传播力持续彰显。2017年17种主题图书年度累计印数均超过100万册，占年度累计印数100万册及以上一般图书的29.3%；8种进入印数前10。列入中宣部、国家新闻出版行政管理部门“2017年主题出版重点出版物”的图书单品种平均印数6.8万册，是书籍单品种平均印数的近5倍。南方传媒紧随主题，党的十九大胜利闭幕后积极响应，2017年共印刷发行党的十九大报告及学习辅导读物790万册，发行总数居全国前三位；2018年改革开放四十周年之际，公司将出版宣传庆祝改革开放40周年的出版物作为全年的重点工作，多项图书入选中宣部庆祝改革开放40周年重点图书选题，成为公司一般图书出版收入增速较快的重要原因，而近年来党中央对于主流文化、党建工作的高度重视将为主题出版带来持续的新动力。

图表25公司深耕主题出版

时间	公司主题出版内容
2017年	党的十九大胜利闭幕后，公司全年共印刷发行党的十九大报告及学习辅导读物790万册，发行总数居全国前三位；《习近平谈治国理政》（第二卷）发行突破75万册，发行量居全国第一位；《习近平总书记系列重要讲话读本（2016版）》发行391万册。
2018年上半年	《广东改革开放发展史》《口述改革历史》《改革开放：40年的40个中国成就故事》入选中宣部庆祝改革开放40周年重点图书选题。

资料来源：公司公告、广证恒生

从细分市场来看，2017年文学和少儿类图书依然具有成长空间。2017年，全国出版文学类图书7.38亿册，同比增长14.52%，少儿类图书8.2亿册，同比增长5.42%。从2018年前三季度数据来看，仅少儿和文学的整体码洋比重就达到36.67%，在国内一般图书市场占据重要地位。与行业整体现状相似，南方传媒也将少儿和文学作为最重要的一般图书出版细分领域，2018年前三季度，新世纪（专注少儿出版）和花城（专注于文学）两大出版社码洋贡献超过44%。花城出版社《平原客》《遥远的向日葵地》于2018年4月入选中宣部“中国好书”正式奖，《惊蛰》《金钉》入选提名奖。新世纪出版社自2009年开始经营的《小屁孩日记》，发行量已突破1000万册。

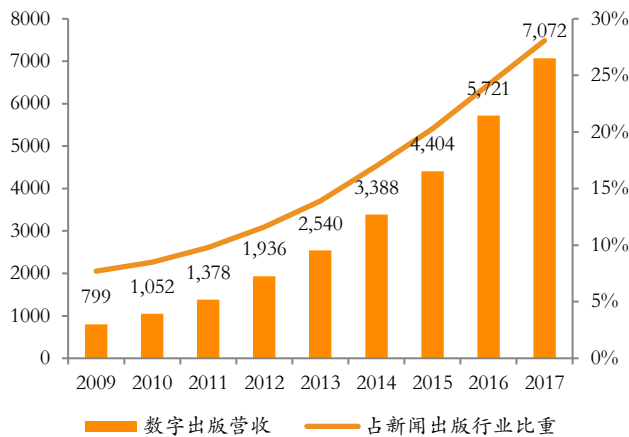
### 2.1.3. 数字化转型先行者，享数字出版行业高增长

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。2017年数字出版实现营业收入7071.9亿元，同比增长23.62%，远超传统出版行业营收的4.5%同比增速，占全行业营业收入的28.07%，同比增长3.87pct，成为推动新闻出版行业成长的重要力量。数字出版行业的发展依托于数字出版产业基地，截至2016年，30家国家新闻出版产业基地中，14家是数字出版产业基地，且其中有

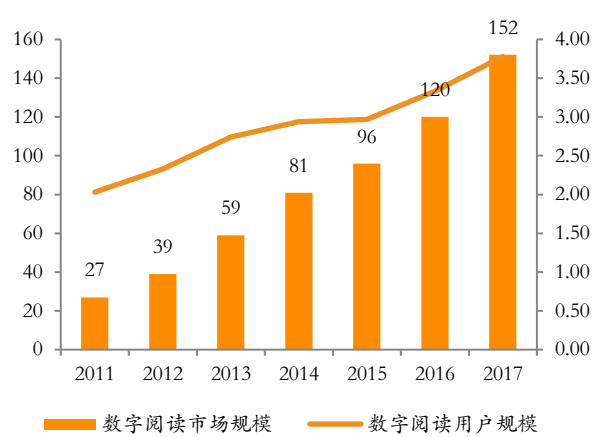
6家资产和营收均突破百亿元，集聚效应进一步显现。我们认为，数字出版行业正处高速增长期，发展潜力巨大；看好积极布局延伸数字出版，并通过数字出版产业基地聚合产业优势的传统出版发行公司。

**产业链位置决定传统出版公司有向数字出版拓展的动力：**从整个数字出版的产业链来看，传统出版公司位于中游，上游是内容创作者，包括作者和海外出版社，下游是数字出版分发平台（提供数字出版物及电子阅读器），并最终呈现给用户。我们认为对于传统出版公司而言，向下游数字出版分发平台渗透与自身业务具有联动效应，且能够更大程度享受行业的发展红利。

图表26数字出版高速增长（亿元、%）



图表27数字阅读市场、用户规模齐升（亿元、亿人）



资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：《2017年数字阅读白皮书》、广证恒生

图表28数字出版行业产业链



资料来源：艾瑞咨询、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。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。

数字阅读和数字教育是公司重点发展方向。数字阅读业务中，数字出版公司整合公司内外的内容资源，开展数字内容版权收集与运营，从而作为版权方与外部渠道参与分成或者扎根出版领域开展数据库出版。数字教育业务则根植于公司教材教辅出版的核心优势，通过整合教师、作者的数字资源与南传资深的出版资源，从而搭建数字内容聚合平台，提供教育信息化产品和服务。

图表29公司数字阅读业务流程



资料来源：公司公告、广证恒生

## 2.2 发行业务：广东中小学教材发行业务独家许可，渠道整合规模与效率提升

### 2.2.1. 广东中小学教材发行业务独家许可，发力大中专教材市场

省内中小学主科教材总发行商，再添牌照优势：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，2017年公司发行总收入为26.11亿元，同比增长15.94%，中小学教材发行规模首次突破16亿元。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，其中由公司发行集团发行的人教版教材占整个人教版教材省内码洋的87%以上。公司长期在广东省中小学教材发行业务中占据领先地位。2018年3月，国家新闻出版广电总局向发行集团核发《中华人民共和国出版物经营许可证》，成为广东省从事中小学教科书发行业务的唯一合法机构，进一步巩固公司在广东地区的教材教辅发行优势。

发力大中专教材与教育装备市场：除核心优势教材发行外，2017年公司发力多产品市场，大中专教材营收达到1.8亿元，同比增长38%；文体用品实现营收0.89亿元，同比增长34%；教育装备市场异军突起，中标和采购项目金额达到6031万元。我们认为在教材发行之外的其他细分市场的突破性进展将成为未来公司发行收入的重要增量来源。

图表30广东省内教材发行格局

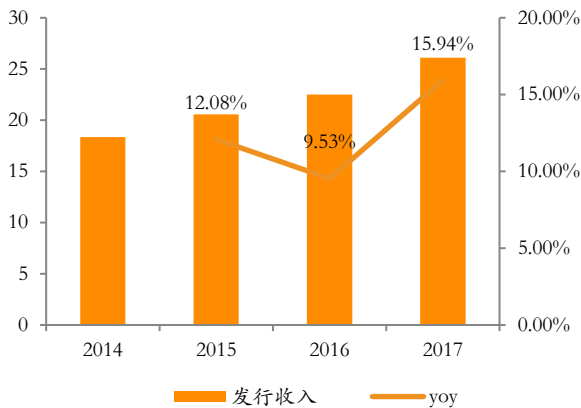
总发行商	发行集团 (本公司子公司)	教育书店
分销商	各地新华书店 (含发行集团内部新华书店)	教育书店各地分销渠道



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，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

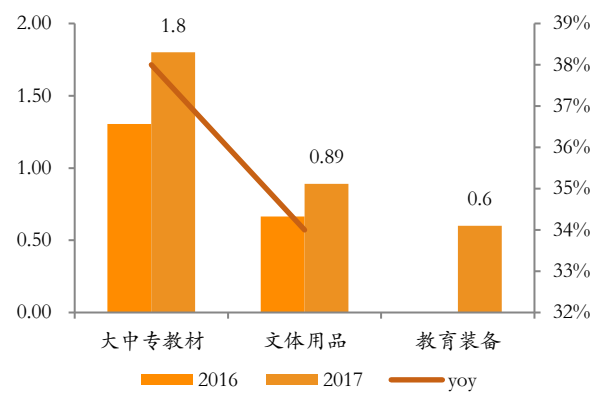
资料来源：公司公告、广证恒生

图表31公司近年发行业务收入(亿元、%)



资料来源：公司公告、广证恒生

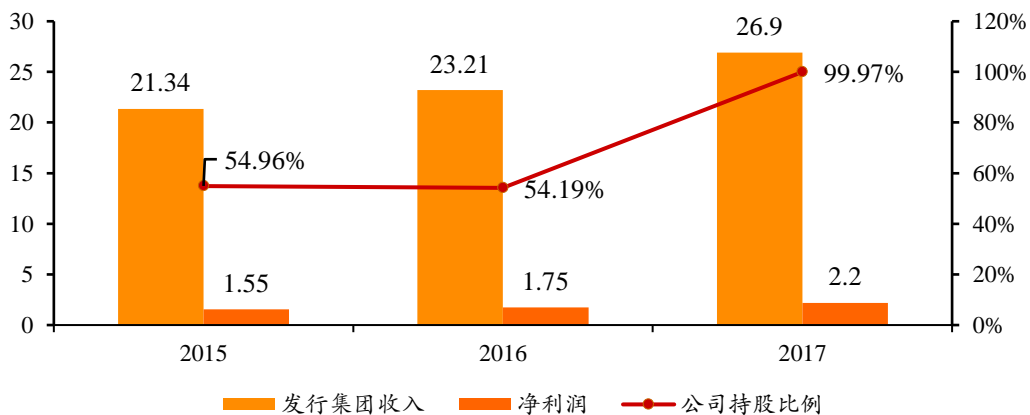
图表32公司发行收入趋于多元化(亿元、%)



资料来源：公司公告、广证恒生

**完成收购发行集团少数股东股权，近年来渠道整合持续推进：**2018年上半年，发行集团实现营收12.9亿元，同比增长26.94%，公司2017年10月通过购买子公司发行集团少数股东持有的43.27%股权，实现了对发行集团99.97%控股。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，增强公司对发行集团经营的决策能力和效率，为公司发行渠道持续升级转型和存量资产经营带来重要利好。

图表33公司几乎全资持股发行集团&发行集团营收业绩(亿元、%)

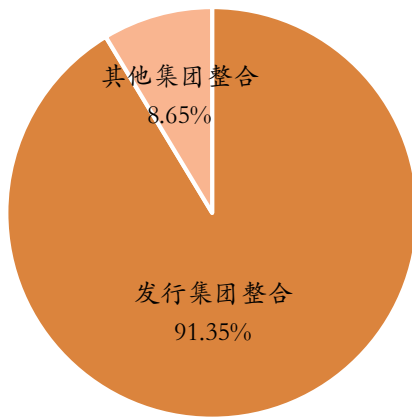


资料来源：公司公告、广证恒生

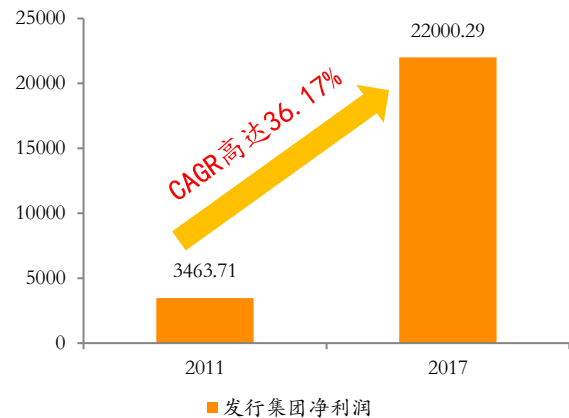
### 2.2.2. 渠道整合仍存空间，扩张体现多层次

**整合省内新华书店，搭建发行网络：**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2017年的22000.29万，年复合增长率高达36.17%。

图表34发行集团整合全省91.35%的新华书店



图表35发行集团净利润年复合增速高达36.17%

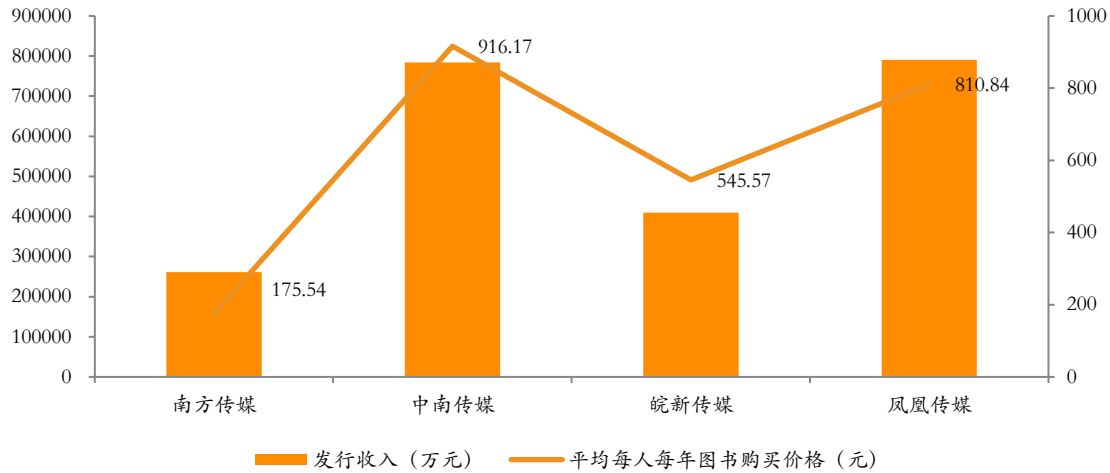


资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

**广东省发行业务格局仍较分散，存在继续整合的空间：**我们对比2017年广东、湖南、江苏与江西四省K12学生数量，以及各省主要出版发行集团发行业务收入，并将后者除以前者得到的平均每人每年购买图书金额作为衡量各地区发行格局分散度的标准，可以看到南方传媒的175.54元/人显著低于同业水平，仅为中南传媒的19.16%，皖新传媒的32.18%，凤凰传媒的21.65%，主要源于省内发行市场的分散格局，随着公司3月份已经获得广东省中小学教材发行的独家经营许可，未来有望继续盘活旗下发行资产的经营效率，同时有望发力进一步整合省内发行资源。

**渠道扩张稳步推进，下沉与升级共存：**截至2017年底，公司旗下的发行集团在广东省内销售网点已达688个(含代发点)，比去年同期净增47个，面积达12.60万平方米，同比增加连锁经营网络覆盖全省93市县镇乡，在省内拥有强大的线下渠道优势，为公司的发行业务以及其他新业务的发展提供强有力的渠道支撑。从网点结构来看，增量主要来自校园书店和乡镇书店(包括文化驿站)，2017年两者数量的增加占合计增量的95.74%，我们认为多渠道覆盖可以拉动相关教育产品和服务的销售，渠道效应将逐渐显现。

**图表36公司平均每人每年图书购买金额显著低于同业水平（万元、元）**


资料来源：公司公告、广证恒生

**图表37公司销售网点情况**

项目	数量 (个)			面积 (平方米)		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
中心门店	105	108	111	96444	100441	110053
校园书店	59	74	100	7505.24	11285	16334
乡镇书店	19	29	48	乡镇书店包含文化驿站, 2 家自营, 46 家为加盟式经营		
待发点	430	430	429	主要代发中小学教材		
合计	613	641	688	103949.24	111726	126387

资料来源：公司公告、广证恒生

中心门店虽对增量贡献较小，但结构出现优化，2017 年新增的 3 家全部为四阅书店，“四阅”即“一年四季都有书香浸润，随时都可以阅读”的生活理念，四阅书店相比公司传统门店是集书店、美学、生活、创意、文化交流等多种元素为一体的高端个性化品质生活书店。从整个图书发行行业来看，近年图书零售市场额的增长主要来自于线上图书销售，2017 年国内线上图书码洋规模 459 亿元，同比增长 25.82%，实体书店码洋规模为 344.2 亿元，虽走出负增长态势，但同比增速仅为 2.33%，线上发行对于线下发行的冲击仍将持续，我们认为在这样的行业现状和趋势条件下，实体书店转型升级成为必然，借助消费升级，实体书店可以向文化消费一体化建设转型，带来发展新动力。南方传媒的“四阅”书店就是积极应对行业发展趋势的产物，且具有示范效应，可以带动存量的转型升级。

图表38公司“四阅”书店一览



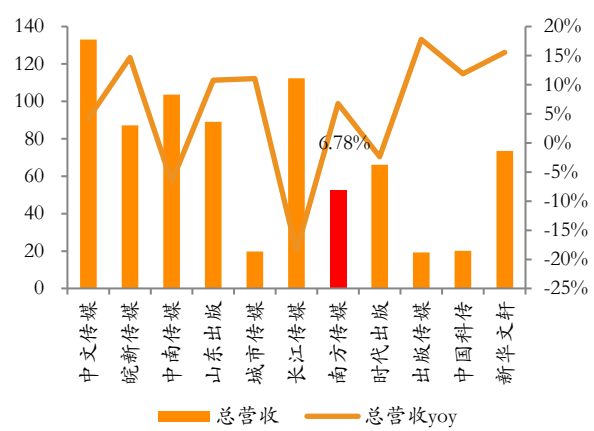
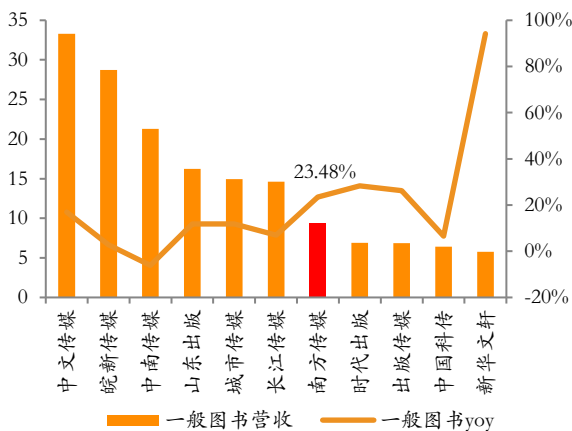
资料来源：搜狐、广证恒生

### 2.3 一般图书业绩抢眼，长期逻辑下的真成长来源

从产品维度看，一般图书增长快于行业整体：我们统计了包括中南传媒、凤凰传媒、南方传媒等 11 家行业重点公司的 2017 年一般图书营收及增速和总营收及增速，并将 11 家公司作为总体对比一般图书增速和整体增速，从数据结果来看，无论是单个标的还是行业整体，一般图书增长速度明显更快，其中整体的一般图书营收增速为 11.07%，而含教材教辅业务在内的总营收增速仅为 1.40%，一般图书成为 2017 年出版发行行业的重要增长来源。从个股角度看，南方传媒一般图书收入增速高于行业整体水平（23.48% vs. 11.07%）。考虑到教材教辅需求刚性，依赖以 K12 指标为代表的人口数的变化，且具有垄断性质，随着渗透率的提高天花板确定性显现，一般图书成为行业增长的重要推动力。因此在一般图书业务方面表现优异的公司具有较强的长期竞争力，竞争力的根源是内容与渠道的双重建设。

图表39行业一般图书收入及增速（亿元、%）

图表40行业总营收及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：Wind、广证恒生

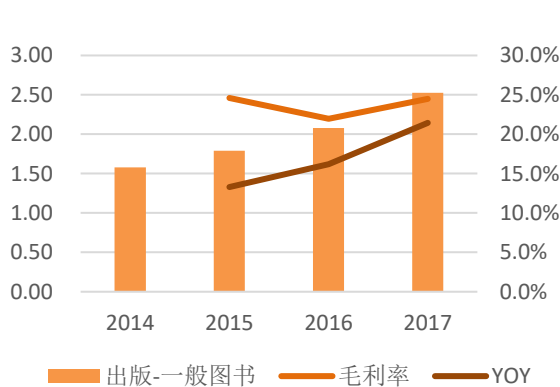
公司一般图书收入占比不断提高，成未来业绩主要助推器：2017 年公司一般图书业务收入为 9.41

亿,同比增长 23.48%,占总营收比重为 17.92%,同比增长 2.43pct,自 2015 年以来占比持续提升。我们认为凭借一报 21 刊、八社优质出版资源,紧随主题、深耕市场份额最高的少儿与文学领域,积极拥抱数字出版高增长,公司一般图书出版将延续高景气;门店建设与经营管理并重,打造多层次发行网络,受益于广东省较分散的发行格局带来的渠道整合空间,公司一般图书发行将继续发力。秉承行业逻辑,一般图书业务将成为公司长期逻辑下的真成长来源。

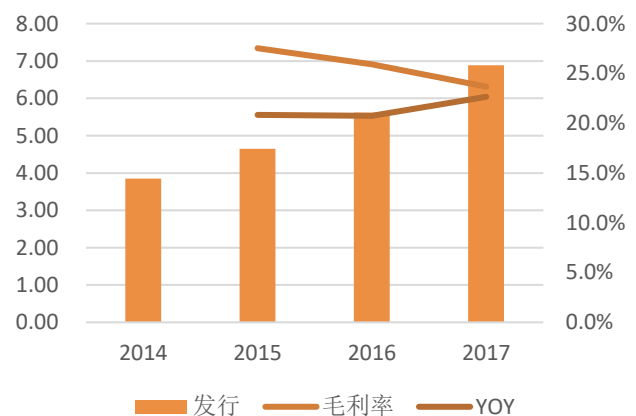
**图表41公司一般图书收入占比近年不断提升**

	2014	2015	2016	2017
一般图书收入(亿元)	5.42	6.43	7.62	9.41
营业收入(亿元)	44.14	46.02	49.18	52.51
一般图书 yoy		18.63%	18.51%	23.49%
一般图书/总营收	12.28%	13.97%	15.49%	17.92%

资料来源:公司公告、广证恒生

**图表42公司一般图书出版业务情况(亿元、%)**


资料来源: Wind、广证恒生

**图表43公司一般图书业务发行情况(亿元、%)**


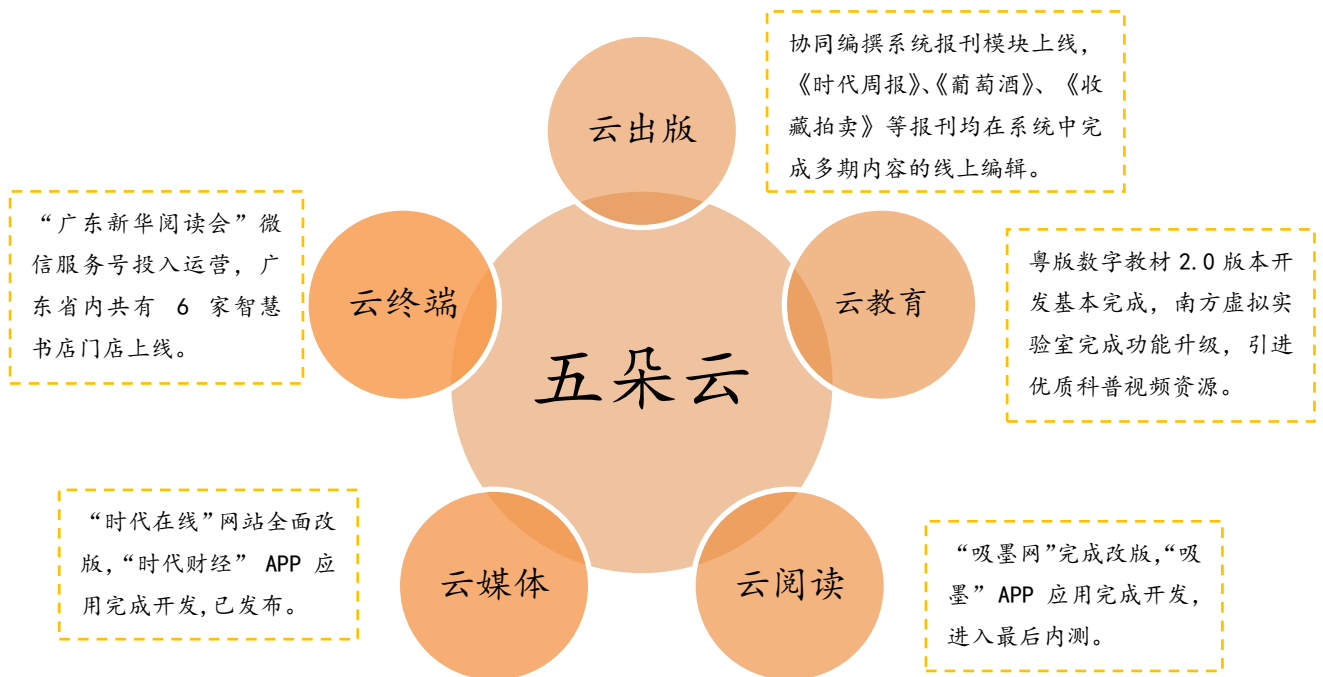
资料来源: Wind、广证恒生

### 3. 新业务布局谋增长,投资发力盘活资源

#### 3.1 “五朵云”加快媒体融合,培育报刊业务IP化生态

以“五朵云”为抓手,公司新媒体融合成效显著: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。公司也制定了《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,大力推进包括云出版、云教育、云阅读、云媒体以及云终端的“五朵云”建设,打造多种媒介相融合的内容平台。以云阅读为例,公司的“吸墨 APP”2016 年完成开发并正式上线,当年累计用户数达 15 万;云终端方面,以“微信服务号+微信商城”模式推动门店线上线下融合发展,已在 15 家门店投入使用。

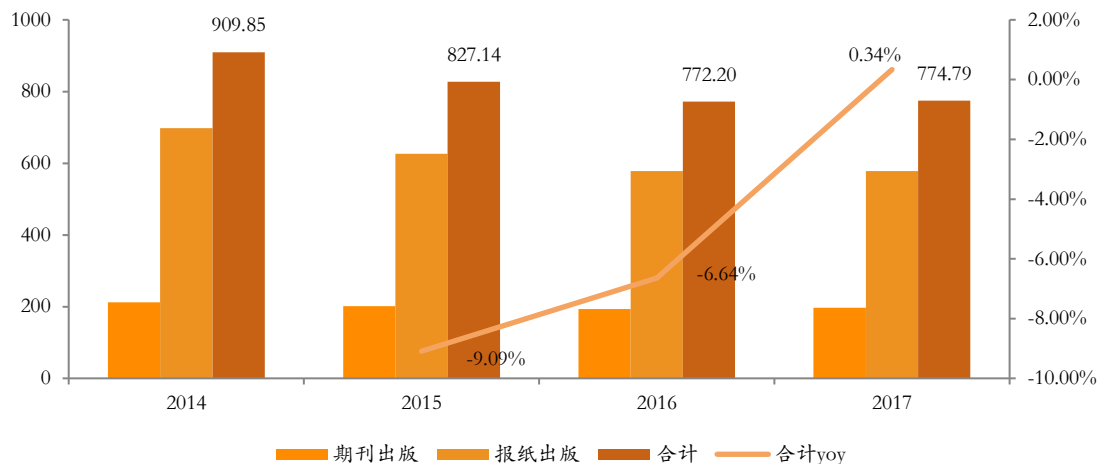
图表44公司媒体融合“五朵云”建设成效显著



资料来源：公司公告、广证恒生

近年来,国内报刊行业由于存在时效性、资源容纳度有限以及排版形式固定化等天然劣势,受到了新媒体的巨大冲击,主要的广告收入下滑明显,2015 年和 2016 年全国报刊收入分别同比下降 9.09% 和 6.64%,报刊行业具有与新媒体融合的强劲动力,也成为了报刊行业转型的重点方向,立足于自身内容优势,通过与网络融合、开发自身新闻 APP 以及建立新技术体系,报刊行业在 2017 年终结了持续下滑的趋势,营收同比增长 0.34%,呈现微弱复苏趋势。

立足优质报刊资源,通过新旧媒体融合,培育公司报刊业务 IP 化生态:公司拥有 1 报 21 刊的丰富报刊资源,影响力较大的有《新周刊》、《花城》、《随笔》、《时代周报》、《少年文摘》、《葡萄酒》、《收藏·拍卖》等。公司近年积极推动报刊与新媒体深度融合,这些优质期刊本身具有良好口碑和巨大的社会影响力,并接触产业链上游 IP,具备 IP 孵化能力,通过新媒体融合,报刊业务 IP 化生态显现。以《新周刊》为例,目前已实现 IP 品牌的全媒体输出,2018 年上半年微信公众号文章阅读量达 5 万已成常态,阅读量 10 万以上的文章 21 篇。此外重点打造“新周说世”线上知识分享沙龙、“繁象”系列周边品牌”与“新周猫”IP”三大项目作为新一轮的全媒体运营改革,借力粉丝经济,构建“新周刊”IP 为核心的媒体生态。

**图表45国内报刊行业收入2017年弱势企稳**


资料来源：《2017年新闻出版产业分析报告》、广证恒生

**图表46公司旗下《花城》刊登大量优秀作者作品，具有IP孵化潜力**

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

### 3.2 积极布局文化地产，社会、经济效益双收

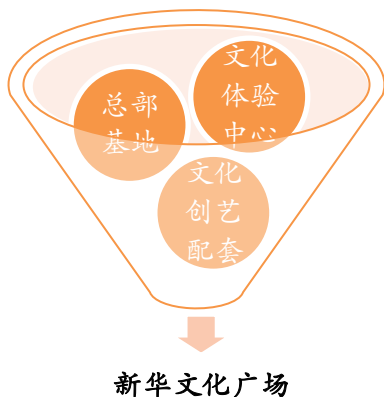
文化地产是文化产业发展的重要载体，受益于“十三五”规划将文化产业上升到国民经济支柱产业的政策东风，文化地产迎来了历史性发展机遇。区别于传统商业地产，文化地产在资质审核方面更加严格，国有出版传媒企业相比普通地产开发企业具有更多政策资源优势；而较大幅度的政策支持（土地价格优惠、税收优惠等）又能为公司带来项目成本优势。我们认为国内文化地产仍处于起步阶段，政策扶持力度强，未来发展空间巨大，从市场格局来看，国有出版传媒企业凭借牌照和稳定现金流优势，有望在文化地产行业获得更多市场份额。

公司在文化地产方面的布局主要分为三方面：1) 广州国际文化中心：公司2016年3月以15亿元竞得琶洲核心地块，面积达到7671平方米；2) 国家数字出版基地：公司顺利完成广东国家数字出版基地一期建设和相关证件办理；3) 新华文化中心：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，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。从公司在建工程数据来看，2018年前三季度在建工程达到3.09亿元，同比增长36.45%，增长主要来源于公司文化地产项目的顺利发展。

我们认为文化地产项目一方面有望带来良好的社会效益，另一方面也有利于公司的产业布局优化和可持续发展，带来可观的经济收益。因为从长期来看，文化地产项目本身的品质和性价比并非核心竞争点，开发企业所赋予它的文化价值才是真正的竞争力，这一文化价值将为顾客、住户以及城市共同享用。

图表47“新华文化广场”规划定位



资料来源：公司公告、广证恒生

图表48公司琶洲项目示意图



资料来源：网易房产、广证恒生

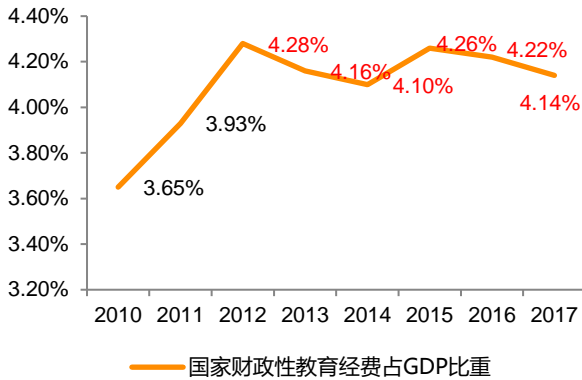
### 3.3 依托出版资源，打造一体化教育服务产业

**出版企业延伸其他教育业务优势明显：**近年出版企业向教育服务业延伸成为趋势，出版传媒企业介入教育的核心优势在于出版权赋予的内容资源优势以及强大的品牌效应，同时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。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。

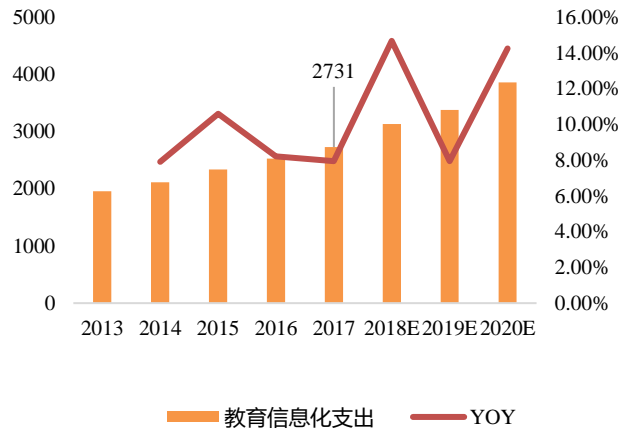
**教育信息化支出未来规模可观，2.0计划开启新风口：**教育投入长期是财政支出的重心，连续六年占GDP比重超过4%，且各级政府保证教育信息化经费占教育经费比例不低于8%的规定，将使得教育信息化支出规模持续稳定增长，2017年全国教育信息化经费支出不低于2731亿元，假设GDP增长率稳定在6.7%，教育经费占GDP比重每年提升0.05个百分点，信息化支出比重到2020年提升至9%，我们测算2020年教育信息化经费将突破3800亿元。2018年4月，教育部印发《教育信息化2.0行动计划的通知》，核心理念就在于将信息技术与教育教学深度融合，将教育信息化推至新风口。在“三通两平台”接近尾声的背景下，未来教育信息化投入将向教育内容和平台服务等方向延伸，真正提高教育信息化实际使用水平。我们认为出版企业凭借在教育出版多年深耕培育的内容优势以及强大的渠道优势，能够有效解决教育信息化过程中的两大痛点：软（内容）硬（设备）件发展不均匀以及教育市场的高度分散，从而成为教育信息化过程中的主要力量。

**推动数字化教材落地，打造数字教育公共服务平台。**南方传媒作为广东省教材教辅出版、发行龙头企业，数字教材成为线上教育产品的重点，公司已经完成了粤版数字教材产品的迭代，并与多个公共资源平台对接，在广东省选取40多所学校作为数字教材试点单位；**搭建数字内容聚合平台**，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，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。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。

图表49教育支出占GDP比重连续6年超过4%



图表50教育信息化支出将继续维持增长(亿元)



资料来源：统计局、广证恒生

资料来源：广证恒生

图表51跨网络教育内容聚合服务平台项目



图表52教育信息化2.0计划八大任务



资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：教育部、广证恒生

### 3.4 产业基金+参股多家企业，迎文化与金融共舞时代

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。2016年以来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，公司成为新媒体产业基金首批投资项目签约单位之一。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53 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：网易新闻、广证恒生

**借力产业投资基金，依托资本强化产业链布局：**近年传媒公司设立产业投资基金事件屡见不鲜，2017年10月，公司旗下子公司南方传媒投资公司携手广东省新媒体产业基金（有限合伙）、横琴粤科母基金投资管理中心（有限合伙）成立南方传媒创业投资中心，总规模为5.05亿元，出资分3期到位，重点关注文化传媒、教育、互联网行业优质标的。

**图表54 近期上市传媒公司部分产业基金情况**

上市传媒公司	设立基金名称	基金总规模
东方明珠	上海东方明珠传媒产业股权投资基金	20.02 亿元
深新传媒	深圳市深报一本文化产业股权投资基金合伙企业	5 亿元
中广天择	湖南天择先导文化传媒产业私募股权基金	3 亿元
中视传媒	朴华融合媒体股权投资合伙企业	20 亿元
分众传媒	北京健康消费产业投资基金	40.91 亿元
南方传媒	南方传媒创业投资中心（有限合伙）	5.05 亿元

资料来源：各公司公告、广证恒生

**公司多次对外投资，投资收益可观：**①南方传媒于2013年5月于北京金融资产交易所支付7706万元受让华证资管所持长城证券1779.74万股份额（成本价为4.33元/股），2015年9月，南方传媒出资4302万元以每股6.5元的价格认购长城证券662.32万股；前后两次合计以1.2亿元出资额（注：南方传媒2016、2017年自长城证券分红所得分别为610万元和244.21万元），目前合计持有长城证券2442万股，持股比例为0.86%，若以当前市价计算，公司持股长城证券股份部分市值约为2.65亿元，相对公司投入成本11153万元的收益率为137.5%（账面浮盈15334万元）。②2017年11月，公司旗下控股子公司发行集团支付约4.17亿元参股广州银行，持股比例1.13%，完成该项股权投资后，公司积极推动新华书店网点与广州银行网点合作，以资本运作撬动产业融合；③2018年11月，公司旗下南方传媒创业投资中心（有限合伙）以2000万元认购新三板企业金版文化270.64万股，持股4.76%，金版文化主营业务以内容创意为核心，提供图书策划、编辑创作等业务，有望与公司现有出版业务形成协同。

**图表 55 公司参股其他公司一览**

参股公司	意义/收益
长城证券	投资初始成本：约1.2亿，持股比例：0.86%；现金红利：610.52万元（2016）/244.21万元（2017）；自长城证券上市以来，账面浮盈超过1.53亿元（以2018.12.26收盘价为准）。



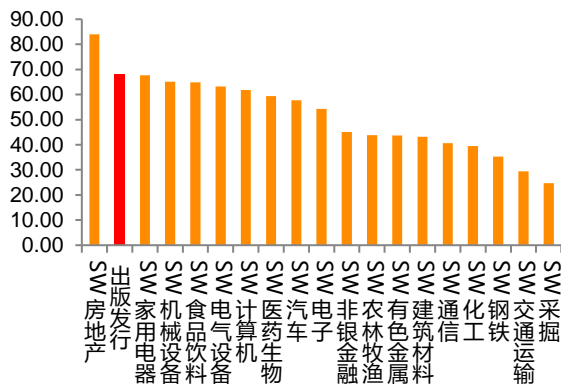
广州银行	持股比例: 1.13%; 完成该项股权投资后, 公司积极推动新华书店网点与广州银行网点合作, 以资本运作撬动产业融合。
金版文化	2000 万元认购新三板企业金版文化 270.64 万股, 持股 4.76%; 金版文化主营业务以内容创意为核心, 提供图书策划、编辑创作等业务, 与公司现有出版业务形成业务优势协同。

资料来源: Wind、广证恒生

#### 4. 高现金流+强资产流动性+稳健增长与分红为“矛”，板块低估为“盾”

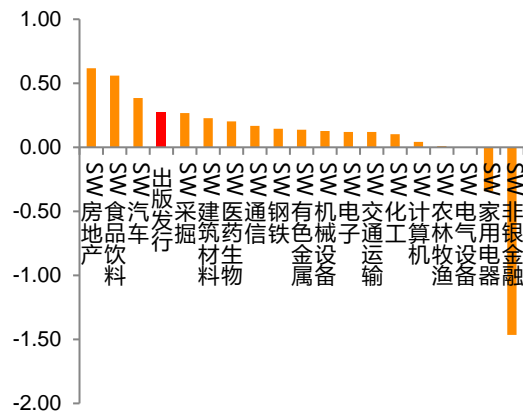
出版发行行业业务稳定性较强，相比其他行业的突出优势在于现金流充足、资产流动性强以及分红稳定。我们对比了 2017 年各行业的流动资产/资产总额、每股现金流量净额以及流动比率，出版发行行业的三项财务指标均居前列，反映出整个行业具有高资产质量和较强的稳定性。南方传媒 2017 年货币资金/总资产达到 20.21%，流动资产/总资产达到 46.88%，每股现金流量净额实现 0.52 元，资产负债表保持健康发展水平。而充沛现金流和高资产质量成为了公司分红稳健的基础。南方传媒 2017 年每股股利达到 0.2048 元（股息率对应当前约为 2.6%），位居行业主要公司分红水平中上游，且近年公司股利支付率保持在 30%左右稳定水平。

图表56 2017年各行业流动资产/总资产 (%)



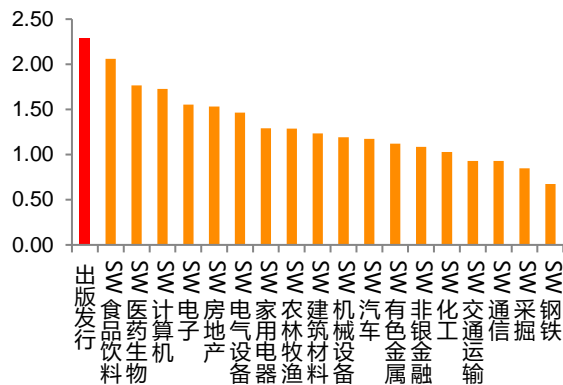
资料来源: Wind、广证恒生

图表57 2017年各行业每股现金流量净额 (元)



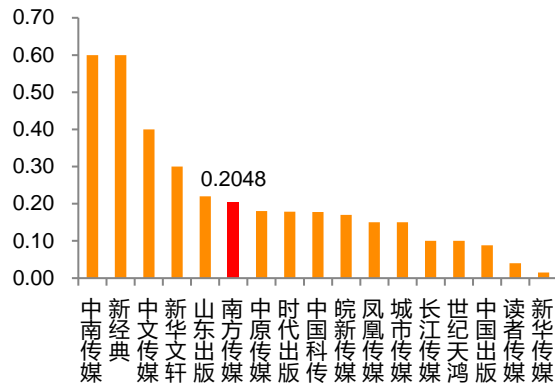
资料来源: Wind、广证恒生

图表58 2017年各行业流动比率



资料来源: Wind、广证恒生

图表59 2017年南方传媒分红水平位居行业上游



资料来源: Wind、广证恒生

板块处于估值洼地，提供充足安全边际。目前整个出版发行板块PE(TTM)在14倍左右，处于自2010年以来后10%的估值水平，我们认为在行业基本面良好、财务健康的情况下，板块价值洼地明显。南方传媒目前PE(TTM)在11倍左右，处于自公司上市以来的低位，也低于行业平均水平，我们认为公司资源禀赋优势显著（地域优势+整合潜力），出版业务稳中有增、发行渠道扩张升级以及积极布局多业态，将公司的估值水平提升提供重要支撑。

图表60 出版发行行业目前PE(TTM)在14倍左右，处于历史估值低位



资料来源: Wind、广证恒生

图表61南方传媒目前PE (TTM) 为11倍左右, 自上市以来处于低位



资料来源: Wind、广证恒生

## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2018-2020 年实现备考归母净利润 6.58、7.51、8.28 亿元, 对应 EPS 分别为: 0.73、0.84、0.92 元/股, 当前股价对应估值 PE 分别为;10.82、9.47、8.6 倍。考虑公司占据广东省最大 K12 人群, 作为人教版教材的独家代理商区域市场份额不断提升, 且随着公司获得广东省中小学教材的发行的独家许可, 有望进一步整合省内渠道资源, 带动发行业务进一步增长, 给予公司 2019 年 12 倍 PE, 对应目标价为 10.08 元/股, 对应当前股价依然有 27.79% 的空间, 维持**强烈推荐**评级。

图表62可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值	股价	PE(2018)	PE(2019)	PE(2020)
601801.SH	皖新传媒	133.48	6.71	11.01	10.27	9.69
601098.SH	中南传媒	219.11	12.20	17.05	16.02	14.86
600373.SH	中文传媒	178.03	12.92	10.78	9.33	8.37
601928.SH	凤凰传媒	203.59	8.00	14.29	13.72	13.20
600757.SH	长江传媒	79.74	6.57	11.25	9.94	9.02
600229.SH	城市传媒	49.15	7.00	13.18	11.28	9.77
平均				12.93	11.76	10.82

资料来源: Wind 一致预期、广证恒生

## 6. 风险提示

- (1) 广东省出生人口下滑
- (2) 出版发行业务面临数字化冲击
- (3) 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				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
单位:百万元					单位:百万元				
<b>流动资产</b>	4267	4327	4349	4684	<b>营业收入</b>	5251	5717	6256	6870
现金	1839	1164	1111	1403	营业成本	3640	3942	4286	4698
应收账款	929	1011	1106	1215	营业税金及附加	31	34	38	41
其它应收款	57	74	77	83	营业费用	592	610	680	754
预付账款	57	96	86	105	管理费用	532	579	626	680
存货	947	943	945	944	财务费用	-9	-12	-11	-10
其他	438	1039	1023	934	资产减值损失	54	50	52	51
<b>非流动资产</b>	4835	5400	6325	7009	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	59	37	48	43	投资净收益	73	64	66	66
固定资产	641	666	677	692	<b>营业利润</b>	620	577	651	722
无形资产	3195	3879	4781	5465	营业外收入	43	100	120	130
其他	940	817	819	809	营业外支出	8	5	6	6
<b>资产总计</b>	9101	9727	10674	11693	<b>利润总额</b>	655	672	765	846
<b>流动负债</b>	3608	3733	4060	4405	所得税	6	4	5	6
短期借款	361	133	170	221	<b>净利润</b>	650	668	761	840
应付账款	1927	2087	2269	2488	少数股东损益	38	10	9	12
其他	1320	1513	1620	1696	<b>归属母公司净利润</b>	611	658	752	828
<b>非流动负债</b>	558	574	572	566	EBITDA	749	760	864	953
长期借款	0	-1	-3	-3	EPS(摊薄)	0.68	0.73	0.84	0.92
其他	558	575	574	569					
<b>负债合计</b>	4166	4307	4632	4971	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	54	64	73	85	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	896	896	896	896	<b>成长能力</b>				
资本公积	1782	1782	1782	1782	营业收入增长率	6.8%	8.9%	9.4%	9.8%
留存收益	2203	2678	3291	3958	营业利润增长率	61.6%	-7.0%	12.9%	11.0%
归属母公司股东权益	4881	5356	5969	6636	归属于母公司净利润增长率	44.8%	7.7%	14.2%	10.2%
<b>负债和股东权益</b>	9101	9727	10674	11693	<b>获利能力</b>				
					毛利率	30.7%	31.1%	31.5%	31.6%
					净利率	12.4%	11.7%	12.2%	12.2%
					ROE	13.1%	12.7%	13.1%	13.0%
					ROIC	12.2%	11.6%	12.1%	12.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	45.8%	44.3%	43.4%	42.5%
					净负债比率	8.67%	3.07%	3.62%	4.40%
					流动比率	1.18	1.16	1.07	1.06
					速动比率	0.92	0.91	0.84	0.85
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.61	0.61	0.61
					应收账款周转率	5.98	5.89	5.91	5.92
					应付账款周转率	1.97	1.96	1.97	1.98
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.73	0.84	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.25	1.15	1.29
					每股净资产(最新摊薄)	5.45	5.98	6.66	7.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.65	10.82	9.47	8.60
					P/B	1.46	1.33	1.19	1.07
					EV/EBITDA	7.61	8.31	7.30	6.39



### 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。