

2019年05月23日

证券研究报告·公司研究报告

南方传媒 (601900) 传媒

买入 (首次)

当前价: 9.65 元

目标价: 11.85 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

守正创新，省内渠道整合带来更广覆盖

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 广东省为人口、经济、教育大省，教材教辅的出版发行量具备天然的优势；2) 政策壁垒+三科统编+国有股权无偿划转，公司市占率有望提升；3) 新高管上任，公司整合速度超预期。
- **背靠人口、经济、教育大省广东，具备天然优势。** Wind 数据显示，2018 年末广东常住人口 1.1 亿人，位列全国第一，常住人口的增长率处于持续稳定增长中。且规划预计 2030 年达到 1.25 亿人左右。与此同时，2017 年，全省地方教育经费总投入为 3861 亿元，同比增长 15%，增幅高于全国增幅 5.2 个百分点，占全国教育经费总投入的 9.1%。常住人口的高基数与持续流入，以及教育经费的持续高投入，为公司主营业务提供持续发展动力。
- **教材教辅业务：政策壁垒+三科统编+国有股权无偿划转，公司市占率有望提升。** 1) 广东省内的中小学生此前使用多版本教材产品，2017 年秋季学期，中小学起始年级的语文、历史、思品等科目均需使用人教版教材，公司旗下发行集团具有广东省中小学教材发行独家资质，有望凭借政策壁垒，提升公司产品市占率。2018 年公司人教版教材在义务教育阶段的市占率增长至 61.6%，同比增长 11%，后续有望持续提升；2) 2019 年 2 月，公司公告广东教育书店将被无偿划转至公司控股股东 (36 个月)，广东教育书店负责广东省内副科教材和教辅图书的发行业务，2018 年其净利润为 1.7 亿元，公司有望继续整合省内教材教辅的发行业务。
- **投资创新，加码数字教材，探索成长新方向。** 公司先后成功投资了广州银行 (拟在深交所上市)、长城证券 (已上市)、龙版传媒等项目，且在参股龙版传媒后进一步推动落实了战略合作实施计划，实现财务与业务双受益。数字教材方面，公司旗下广东省出版集团数字出版公司将在广东省独家、全面代理由人教社研发的数字教材和数字教辅产品。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.79 元、0.85 元、0.92 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。给予公司 2019 年 15 倍 PE，目标价 11.85 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料纸价上涨风险，新业务拓展成效或不及预期风险，渠道整合不达预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5597.42	6013.21	6458.09	6908.76
增长率	6.60%	7.43%	7.40%	6.98%
归属母公司净利润 (百万元)	655.29	706.33	761.56	821.31
增长率	7.18%	7.79%	7.82%	7.85%
每股收益 EPS (元)	0.73	0.79	0.85	0.92
净资产收益率 ROE	11.99%	12.67%	11.95%	11.62%
PE	14	13	12	11
PB	1.65	1.53	1.38	1.25

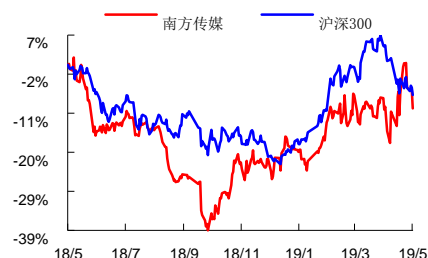
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 张闻宇
 电话: 021-58351917
 邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.96
流通 A 股(亿股)	8.89
52 周内股价区间(元)	6.6-11.17
总市值(亿元)	90.48
总资产(亿元)	99.58
每股净资产(元)	6.42

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 广东省文化产业第一股，天时地利人和再迎新发展.....	1
2 乘政策东风，坐拥1亿+人口，公司大环境向好.....	4
3 三科统编&整合速度超预期，省内市占率有望提升.....	7
4 投资创新，加码数字教材，探索成长新方向.....	11
5 盈利预测与估值.....	12
5.1 盈利预测.....	12
5.2 估值与评级.....	13
6 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 公司股权结构以及公司架构 (截至 2018 年年报)	1
图 2: 公司历史沿革图	2
图 3: 公司历年营收结构: 教材、教辅业务贡献主要营收 (亿元)	2
图 4: 公司历年毛利结构: 教材、教辅为主体 (亿元)	2
图 5: 公司历年营收结构: 教材教辅占营收的 70%左右	3
图 6: 公司历年毛利结构: 教材教辅占毛利的 65%左右	3
图 7: 公司 2015 年以来营收和归母净利润情况	3
图 8: 公司 2015 年以来非经常性损益和扣非归母净利润情况	3
图 9: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	4
图 10: 历年公司三项费率情况	4
图 11: 部分省/计划单列市的常住人口数量 (万人)	4
图 12: 广东省 2000 年以来常住人口情况: 人口净流入省份	4
图 13: 广东省常住人口出生人数: 2002 年以来持续提升 (万人)	5
图 14: 广东省目前学前、小学在校生数量占比持续提升	5
图 15: 广东省在校生数量情况: 2012 年以来, 学前教育、小学生数量持续提升 (万人)	5
图 16: 南方传媒及其同类企业所在省份 2018 年 GDP (亿元)	6
图 17: 2008 年-2018 年广东省 GDP (亿元)	6
图 18: 2015 年-2018 年公司营收地区分布 (亿元)	7
图 19: 2015-2018 年公司营收地区占比 (亿元)	7
图 20: 出版业务销售量: 租型教材教辅出版数量提升 (万册)	7
图 21: 公司教育出版物情况	8
图 22: 发行业务销售量: 教材教辅/一般图书发行量提升 (万册)	9
图 23: 广东新华发行集团获广东省中小学教材发行独家资质	9
图 24: 公司旗下粤教翔云数字教材应用平台在广东省的使用情况	11

表 目 录

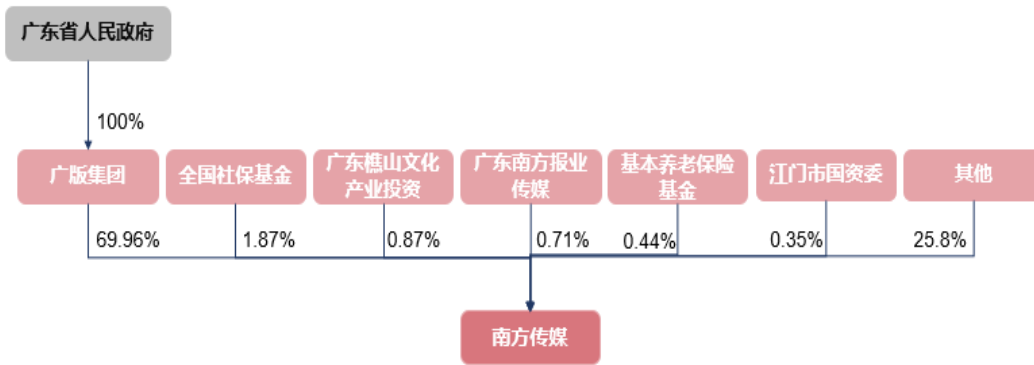
表 1: 公司旗下重要子公司 (截至 2018 年年报)	1
表 2: 南方传媒“走出去”成果	6
表 3: 公司出版的拥有自主知识产权的教材 (截至 2016 年初)	8
表 4: 广东省的发行格局: 南方传媒旗下发行集团负责除深圳、广州之外全省的主科教材教辅的发行, 后续有望负责副科的发行	10
表 5: 新高管上任后推动南方传媒省内整合、省外扩张、挖掘粤港澳大湾区机会	10
表 6: 公司重要投资项目、基金情况	11
表 7: 广东省推动发展数字教材教辅政策	12
表 8: 分业务收入及毛利率	13
表 9: 可比出版公司估值情况	14
附表: 财务预测与估值	15

1 广东省文化产业第一股，天时地利人和再迎新发展

2009 年底成立，2016 年 2 月正式登陆上交所，是广东省级文化产业第一股。南方传媒于 2009 年 12 月 28 日由广东省出版集团以主要经营性资产和业务发起设立，公司的主营业务为图书、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），发行区域目前为除广州市、深圳市之外的广东省其他地区。2016 年 2 月 15 日，南方传媒正式在上海证券交易所挂牌上市，是广东省级文化产业第一股。

公司股权结构：广版集团直接持有公司 69.96% 的股份，为公司控股股东，广东省人民政府为公司实际控制人，公司股权较为集中。公司其他股东包括：广东樵山文化产业投资、广东南方报业传媒等，以及全国社保基金、基本养老保险基金。公司旗下重要的子公司包括：发行集团和教育出版社，业务包括中小学教材教辅的出版与发行，合计占 2018 年净利润的 47%。

图 1：公司股权结构以及公司架构（截至 2018 年年报）



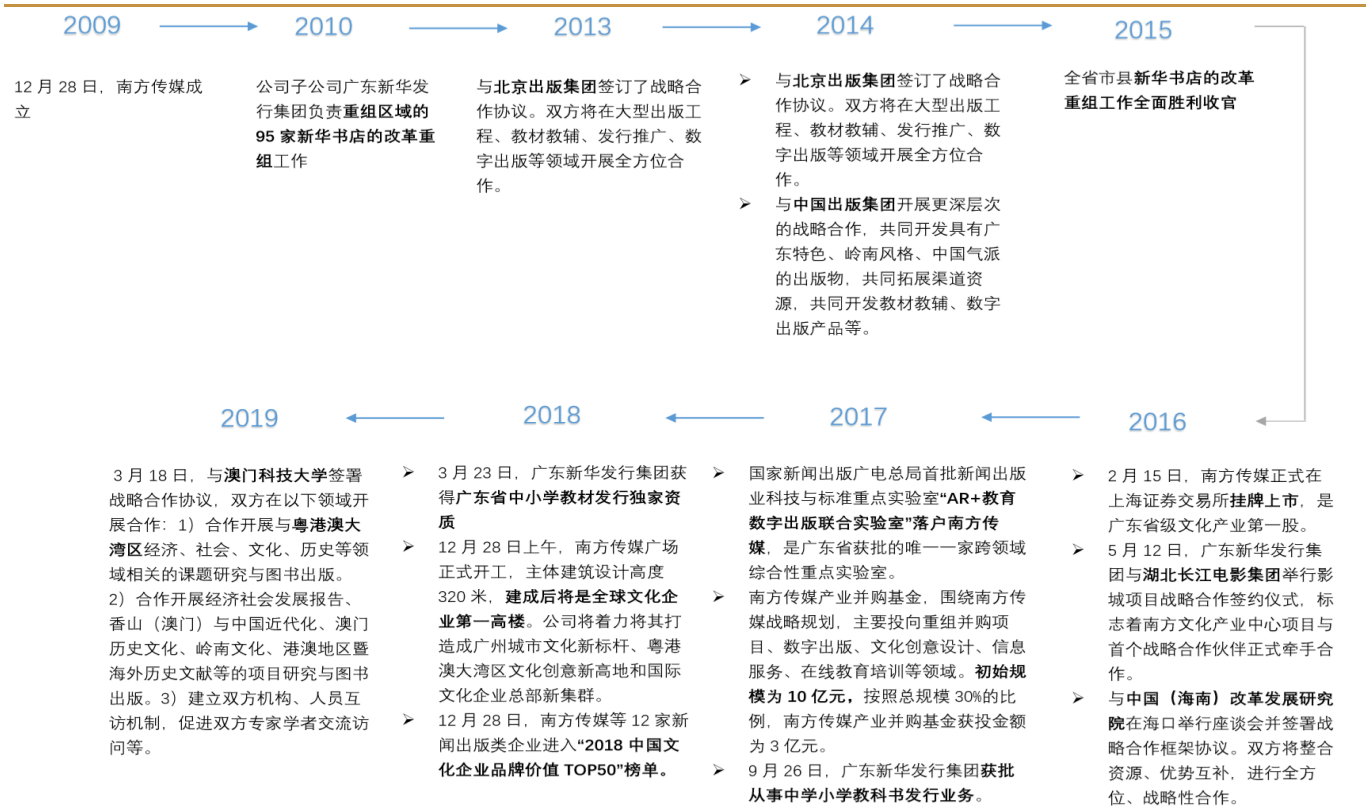
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司旗下重要子公司（截至 2018 年年报）

序号	子公司名称	主营业务	2018 年净利润 (万元)	公司持股比例	占公司 2018 年 归母净利润比例
1	广东新华发行集团股份有限公司	图书音像制品发行	21400.09	99.97% (直接 99.39%+间接 0.58%)	33%
2	广东教育出版社有限公司	图书出版	9365.70	100%	14%

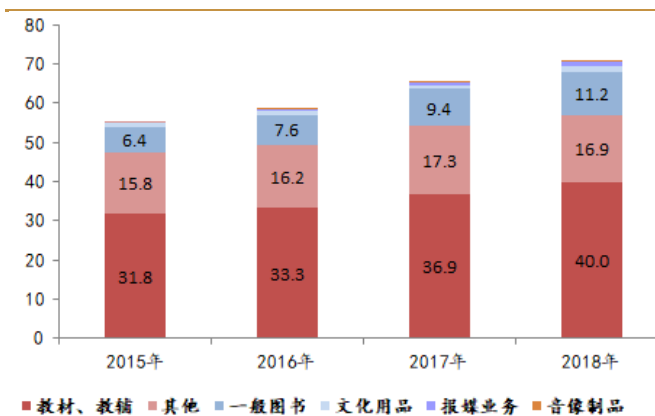
数据来源：公司公告，西南证券整理

从整合教育书店开始，到探索粤港澳大湾区相关图书，公司联合合作伙伴，携手打造广东文化产业的排头兵。公司在 2009 年由广东省出版集团以主要经营性资产和业务发起设立，到 2015 年，新华书店改革重组基本完成，为上市打好基础。2016 年 2 月，公司成功登陆上交所，此后通过与合作伙伴合作、设立基金、与研究院/大学合作等方式探索更多的发展方向。

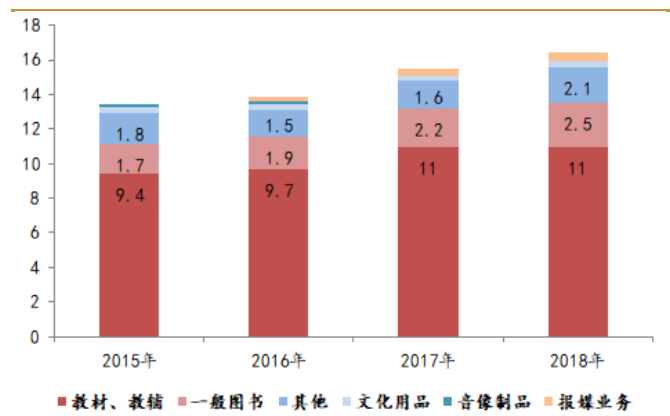
图 2: 公司历史沿革图


数据来源：公司公告，西南证券整理

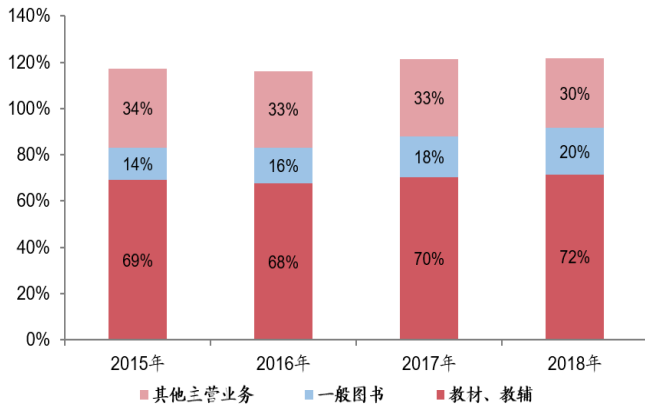
公司业务结构：教材教辅贡献 70%左右营收，贡献 65%左右毛利（未剔除内部抵销），公司业绩主要由教材教辅贡献。2015-2018 年，公司教材教辅营收规模从 31.8 亿元增长到 40 亿元，3 年 CAGR 约 8%。2015-2018 年，教材教辅占营收的比例呈提升的趋势，从 69% 提升到了 72%，这主要受益于不免教材提价，拓展电商等售书渠道、三科统编。由于公司存在原材料囤货周期，2018 年的纸价平均成本较高，使得教材教辅的毛利占比由 2017 年 68% 下降到 2018 年的 63%。

图 3: 公司历年营收结构：教材、教辅业务贡献主要营收（亿元）


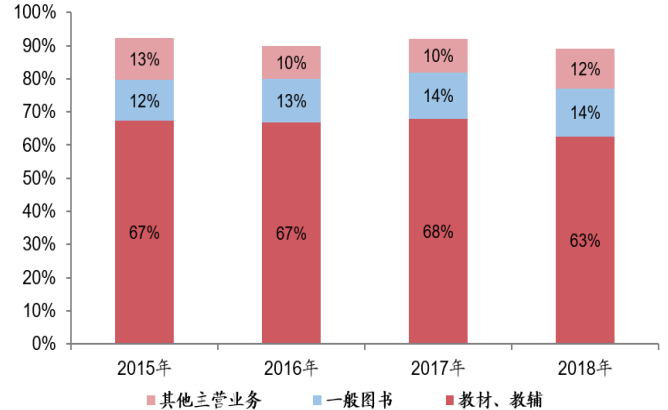
数据来源：公司公告，西南证券整理（未剔除内部抵销）

图 4: 公司历年毛利结构：教材、教辅为主体（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理（未剔除内部抵销）

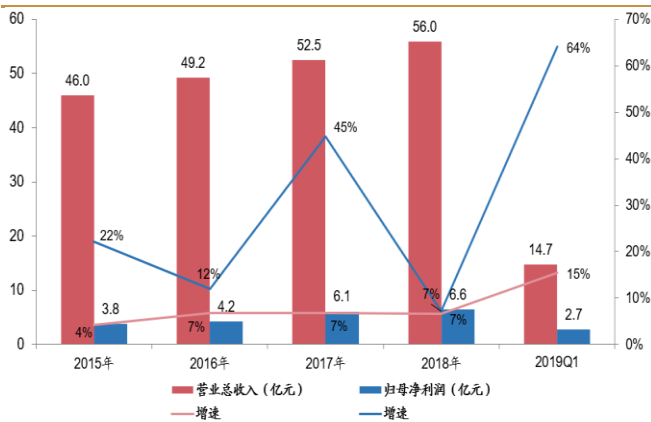
图 5: 公司历年营收结构: 教材教辅占营收的 70%左右


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

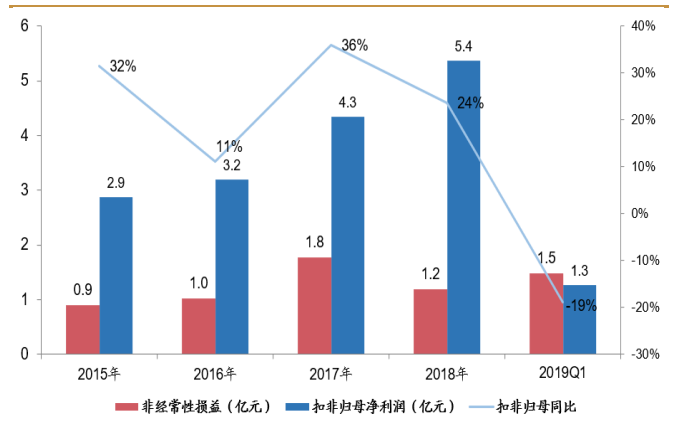
图 6: 公司历年毛利结构: 教材教辅占毛利的 65%左右


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (未剔除内部抵销)

公司业绩状况: 营收保持 7%左右的增速稳步提升。2016-2018 年公司营收均保持 7% 以上的增长速度, 主要系积极开拓大中专教材市场, 三科统编带来教材教辅市场占有率的提升, 增加教材品类, 积极开拓馆配机关团体等大客户业务所致; 过去几年公司的利润增速高于营收增速, 主要由于公司毛利率的持续攀升和费用率的相对稳定。2017 年归母净利润的大幅提升主要受教育配置公司纳入合并范围带来投资收益 (1223 万元)、广东省教育研究院债务重组收益 (3889 万元) 等带来的非经常性损益, 以及三科统编带来更多发行业务。

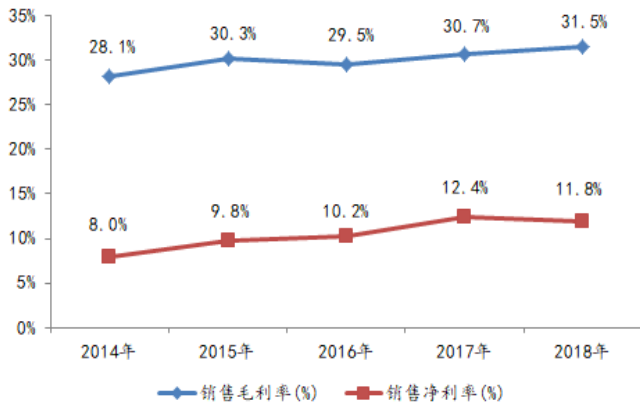
图 7: 公司 2015 年以来营收和归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

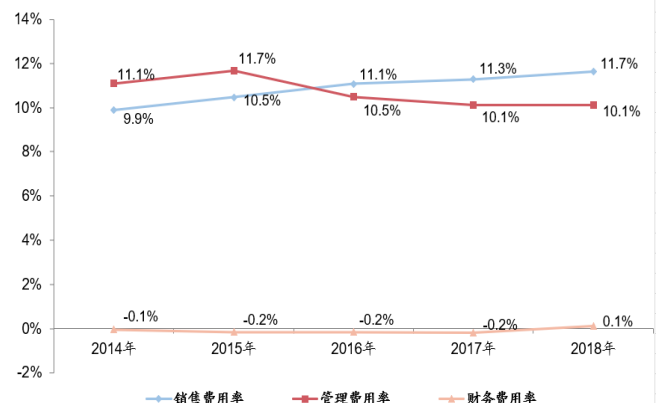
图 8: 公司 2015 年以来非经常性损益和扣非归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司盈利能力: 公司毛利率与净利率持续上升、三费率水平保持稳定。2014 年至 2018 年, 公司毛利率与净利率总体呈上升趋势, 其中毛利率由 28.1% 上升到 31.5%, 主要原因是销售结构的调整、新媒体带来的广告、新拓展的数字教材业务等毛利率较高的业务; 净利率由 8% 上升到 11.8%, 体现出持续增长的盈利能力。2014 年-2018 年, 公司销售费用率稳定保持在 10%-11.6% 的范围内, 近年略有提高主要系随着业务拓展, 人工成本、劳务费以及物流费同比增长所致; 管理费用率稳定在 11% 左右。

图 9: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况


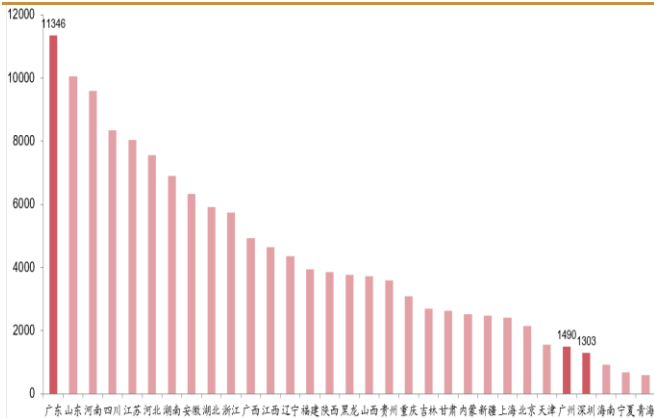
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 历年公司三项费率情况


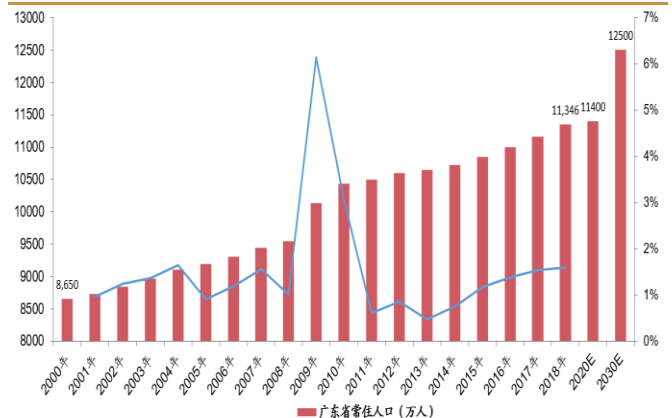
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 乘政策东风, 坐拥 1 亿+人口, 公司大环境向好

广东省人口 1 亿+, 且为人口净流入省份, 人口基数奠定公司庞大的市场规模。Wind 数据显示, 2018 年末广东常住人口 11346 万人, 位列全国第一, 常住人口的增长率处于持续稳定增长趋势。2017 年中国城镇化率为 58.52%, 较去年增长 1.17 个百分点。2018 年 3 月, 广东省政府官网公布了《广东省人口发展规划 (2017-2030 年)》, 规划预计 2020 年全省常住人口总量达到 11400 万人左右, 2030 年达到 12500 万人左右; 近几年, 珠三角多城市降低入户门槛吸引人才, 广东常住人口不断增长, 近五年广东常住人口累计增量 525 万人。庞大的人口规模从需求端为南方传媒的业务提供稳定发展动力。

图 11: 部分省/计划单列市的常住人口数量 (万人)


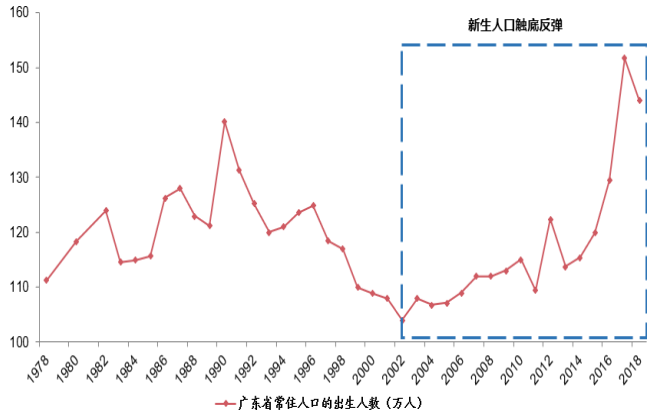
数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 广东省 2000 年以来常住人口情况: 人口净流入省份


数据来源: wind, 西南证券整理

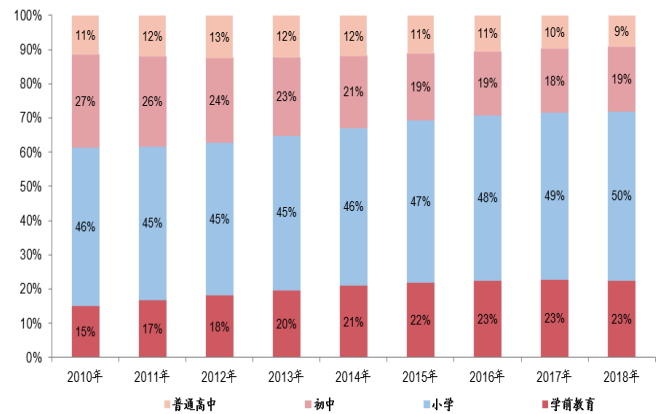
广东省新生人口 2002 年为 104 万人, 2018 年已达 144 万人, 学生结构有改善趋势, 预计教材教辅需求量也将提升。根据 wind 的数据, 2018 年广东省常住人口的新生人口数为 144 万人, 相比于 2002 年的 104 万人来说, 提升了约 40%, 预计在 2024 年之内, 小学在校人数都将持续增长。学生结构方面, 根据广东统计信息网的数据, 自 2012 年以来 (对应 2006 年出生的人口), 广东省小学的在校生数量持续提升, 小学在校生从 2012 年的 808 万人提升到 2018 年的 988 万人, 提升 22%。目前, 初中在校生数量在 2016 年达到 348 万人的低点之后, 也出现提升的趋势, 预计学生结构也将进一步改善。

图 13: 广东省常住人口出生人数: 2002 年以来持续提升 (万人)



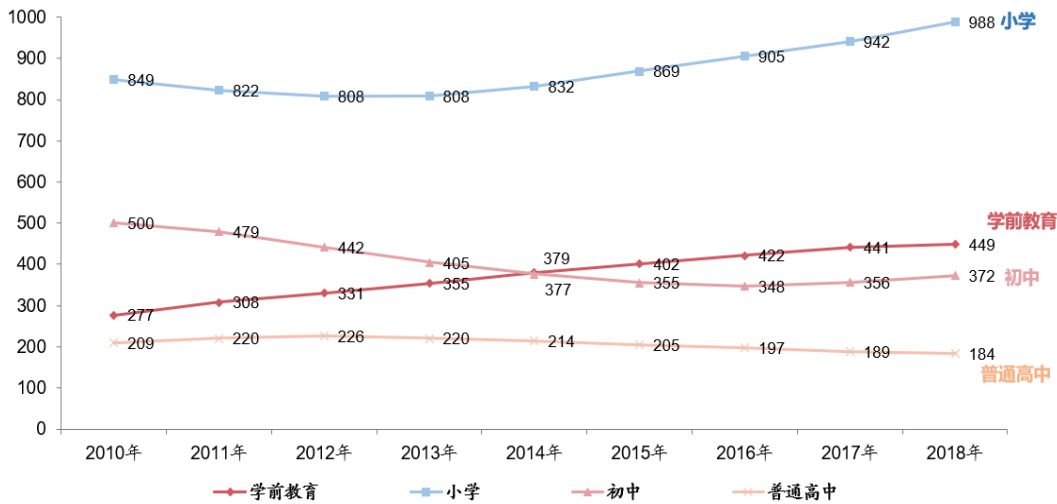
数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 广东省目前学前、小学在校生数量占比持续提升



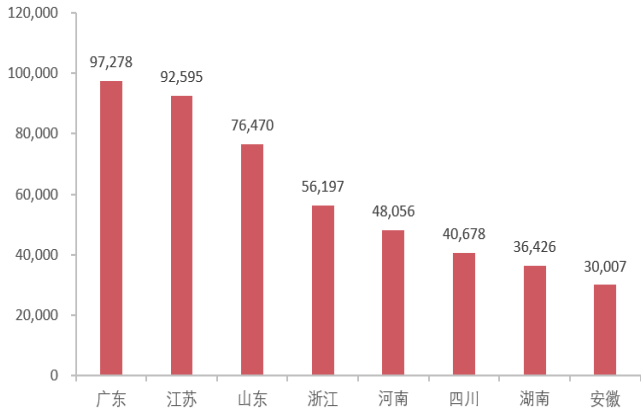
数据来源: 广东统计信息网, 西南证券整理

图 15: 广东省在校生数量情况: 2012 年以来, 学前教育、小学生数量持续提升 (万人)

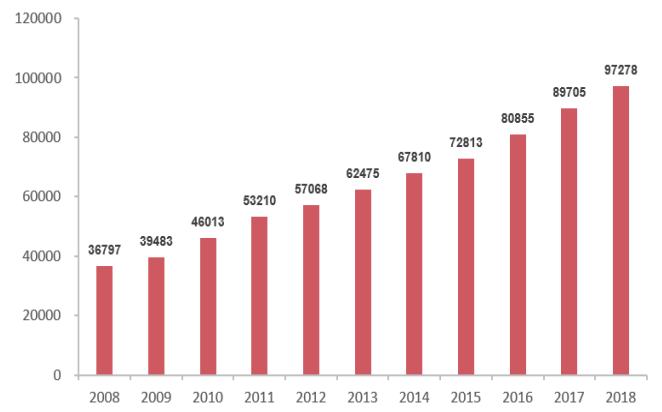


数据来源: 广东统计信息网, 西南证券整理

广东省经济发达, 且教育经费投入高、增速领先全国。新华网数据显示, 2017 年, 全省地方教育经费总投入为 3861 亿元, 同比增长 15%, 增幅高于全国增幅 5.2 个百分点, 占全国教育经费总投入的 9.1%, 广东在 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。

图 16: 南方传媒及其同类企业所在省份 2018 年 GDP (亿元)


数据来源: choice, 西南证券整理

图 17: 2008 年-2018 年广东省 GDP (亿元)


数据来源: choice, 西南证券整理

粤港澳大湾区建设升级至国家战略层面，公司作为文化港口有望获得更多市场&图书题材，助力公司图书走出去。粤港澳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。同时，粤港澳大湾区也是“一带一路”建设重要支撑区，将深入参与沿线国家基础设施互联互通及经贸合作，给广东带来庞大的发展机遇，更有利于企业“走出去”。2018年，公司充分发挥“粤港澳大湾区文化教育交流中心”的平台作用，全力参与“粤港澳大湾区”文化建设。2018年，以澳门启元出版社为平台，整合中西文化交融互渗的澳门独特文化资源，推动港澳文化读本的出版与推广使用工作，助力“粤港澳大湾区文化圈”建设。全年输出图书版权 251 种（不含港澳台地区），同比增长 6%，再创历史新高，并呈现向“一带一路”沿线国家倾斜的势头，占比 70%。《我的家在中国》（丛书）繁体版先后在澳门、香港出版发行，《走进岭南文化》《广府文化读本》《客家文化读本》等正在改编中。

表 2: 南方传媒“走出去”成果

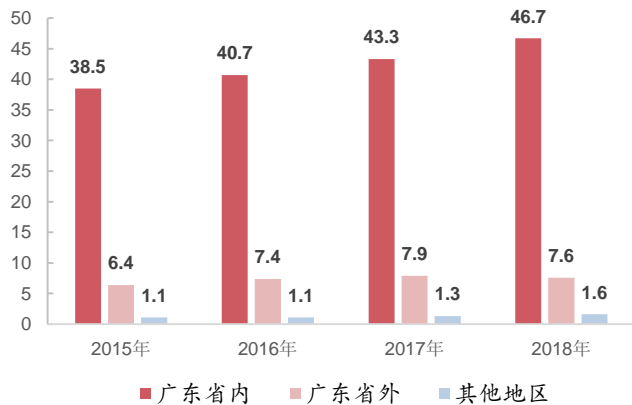
类别	公司“走出去”成果
输出图书版权	2015 年 211 项，2016 年 228 项，2017 年 235 项
海外合作	海外合作单位包括：德国 Verlag Rommerskirchen GmbH & Co. KG 出版社、比利时金源集团、法国大众出版社、荷兰文学基金会，比利时佛兰德语文学基金会、新华社欧洲总分社、澳洲《星岛日报》等十余家知名海外出版传媒机构
参加国际书展	参加的国际书展包括：北京国际图书博览会、意大利博洛尼亚书展、美国书展、东京书展、香港书展、法兰克福书展、马来西亚书香国际中华书展等
政府认可	自 2007 年以来连续 11 年被评为“国家文化出口重点企业”

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

3 三科统编&整合速度超预期，省内市占率有望提升

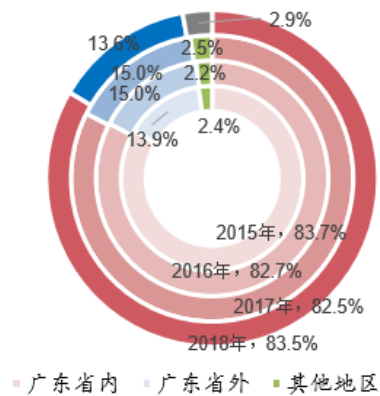
营收主要由广东省内贡献，公司主要负责广东省内教材的出版，以及除广州、深圳之外的广东省教材教辅的发行。占总营收比重最大的业务是教材教辅的出版发行，公司教材教辅业务在广东省占绝对优势。2015年以来，广东省内的营收呈逐年稳步提升态势，是公司营收的主要来源，从2015年的38.5亿元增长到2018年的46.7亿元，占总营收的80%以上；省外营收波动小幅上升，从2015年的6.4亿元上升到2018年的7.6亿元，占总营收的13%以上；公司还有少量业务布及大陆之外的地区，这部分占总营收的比例低于3%。

图 18：2015 年-2018 年公司营收地区分布（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

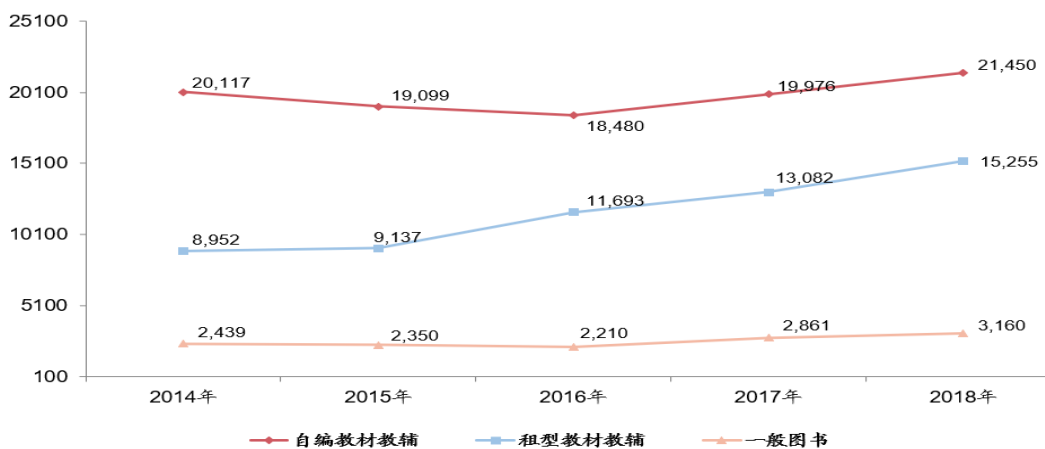
图 19：2015-2018 年公司营收地区占比（亿元）



数据来源：公司官网，西南证券整理

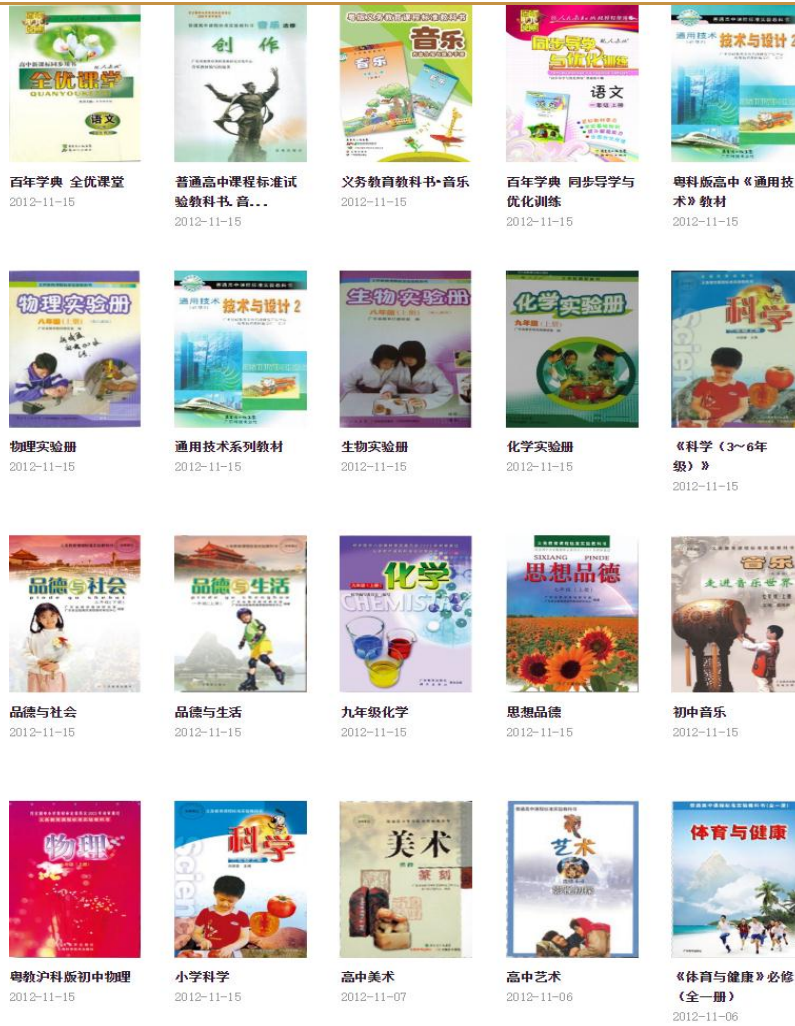
出版业务方面：三科统编助力公司整合市场，教材教辅出版数量逐年提升。2016 年公司招股说明书显示，公司旗下出版社共出版 19 科粤版国家新课标实验教材，其中义务教育阶段 11 科，公司出版的粤版教材是广东省除人教版之外，使用量最大的教材。公司公告显示，租型教材在 2016 至 2018 年出版数量大幅提升，广东省原本语文、政治、历史的教材使用较为自由和分散，受三科统编的影响，人教版的语文、政治、历史逐年替代原先的版本，并且由公司来出版。2018 年，三科统编教材的使用推动公司人教版教材市场占有率再创新高，义务教育阶段达 61.6%，同比增长 11%。

图 20：出版业务销售量：租型教材教辅出版数量提升（万册）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21: 公司教育出版物情况



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 3: 公司出版的拥有自主知识产权的教材 (截至 2016 年初)

科目	阶段	覆盖省份
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

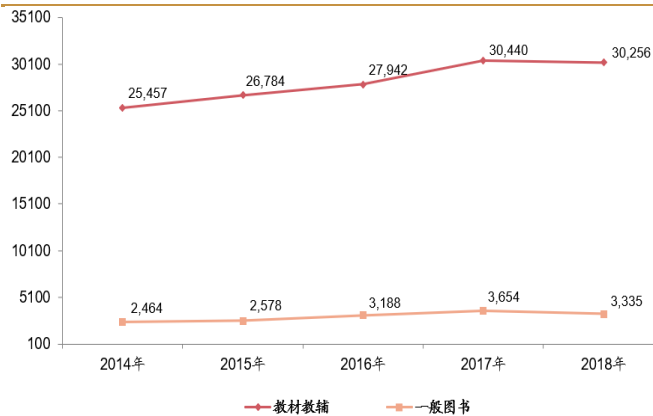
科目	阶段	覆盖省份
品德与生活 (3-6 年级)	小学	8
信息技术	高中	19
通用技术	高中	16
书法	小学	通过评审

数据来源：公司公告，西南证券整理（加粗字体为需要替换为人教版的教材）

发行业务方面：通过购买控股子公司发行集团少数股东权益+控股股东完成接受广东教育书店无偿划转国有股权+三科统编，公司逐步整合省内发行业务，提升公司发行业务市占率。根据公司公告，教材教辅与一般图书的发行数量自 2014 年有数据以来持续提升，教材教辅发行册数从 2014 年的 2.5 亿册增长到 2018 年的 3.0 亿册，一般图书的发行册数由 2014 年的 2464 万册增长到 2018 年的 3335 万册。

- **政策壁垒：**2017 年 9 月底，公司旗下发行集团获国家新闻出版广电总局批复，同意其从事中学小学教科书发行业务，根据公司官网的数据，发行集团具有广东省中小学教材发行独家资质。
- **收编发行集团：**发行集团全称是广东新华发行集团，成立于 1995 年 1 月，2015 年其净利润为 1.5 亿元，是广东省义务教育阶段教材的总发行单位，由于前期发行集团在负责广东省共 95 家新华书店的重组整合工作中多采取换股方式收购新华书店，因此南方传媒对于发行集团的股份被逐渐稀释。2017 年 7 月，南方传媒完成对发行集团 45.2% 股权过户手续，至此，南方传媒直接及间接持有发行集团 99.97% 的股权，进一步强化了公司在广东省的发行地位，增厚了公司业绩。
- **控股股东广版集团接受广东教育书店国有股权的无偿划转：**2019 年 2 月，公司公告广东省人民政府决定将广东商贸公司所持有的广弘资产 51% 的股权无偿划转至南方传媒控股股东广版集团。广东教育书店为广弘资产控股的上市公司广弘控股的全资子公司。同时，广版集团承诺将在过户的 36 个月内，消除本次股权划转与南方传媒的同业竞争。广东教育书店负责广东省内副科教材和教辅图书的发行业务，2018 年其净利润为 1.7 亿元，将广东教育书店 51% 股权行政划转至广版集团之后，公司将收回广东省（除深圳市、广州市）的副科教材教辅发行。

图 22：发行业务销售量：教材教辅/一般图书发行量提升（万册）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：广东新华发行集团获广东省中小学教材发行独家资质



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 4：广东省的发行格局：南方传媒旗下发行集团负责除深圳、广州之外全省的主科教材教辅的发行，后续有望负责副科的发行

发行商	分销商	发行品种	发行范围	市场份额
发行集团 (公司子公司)	各地新华书店(含发行集团内部新华书店)	语文、数学、英语等主科教材	全省(除深圳市、广州市之外)	65%左右(不包括深圳市、广州市)
教育书店 (51%股权无偿划转至广版集团)	教育书店各地分销渠道	音乐、美术等副科教材	全省(除深圳市、广州市之外)	35%左右(不包括深圳市、广州市)
广州新华出版发行集团 (实控人为广州市人民政府)	广州市的大中小型书城/店	教材教辅	广州市	——
深圳出版发行集团 (深圳市国资局 100%控股)	深圳市书城	教材教辅	深圳市	——

数据来源：公司公告，西南证券整理

新高管上任，公司整合速度超预期。2018年9月，任命谭君铁同志为广东省出版集团党委书记、董事长，2018年11月，南方传媒选举谭君铁先生为公司董事长。谭君铁先生历任团广东省委副书记、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、市政府市长、党组书记，梅州市委书记、市人大常委会主任等。上任之后，先后推动了：竞购黑龙江出版传媒股份有限公司股权 4.41% 的股权、文化地标开工、广东教育书店无偿划转至广版集团等，预计新高管的上任或将带领公司到达新的高度。

表 5：新高管上任后推动南方传媒省内整合、省外扩张、挖掘粤港澳大湾区机会

时间	事件	意义
2018年10月底	以不高于 1.45 元/股的价格，投资总额不超过 8768 万元，竞购黑龙江出版传媒股份有限公司 6047 万股股份，竞购完成后南方传媒股权份额占其全部股权的 4.41%；签署战略合作协议	实现外延拓展
2018年11月	双方签署战略合作实施行动计划，双方战略合作进入实质性阶段	实现外延拓展
2018年12月底	南方传媒广场开工，南方传媒广场主体建筑设计高度 320 米，建成后将是全球文化企业第一高楼，建成后，除省出版集团、南方出版传媒进驻外，还将引进国内外文化相关企业进驻办公；同时配套了超大体量的复合型特色品牌书店（施工总工期计划 5 年）	打造文化地标
2019年2月	广东省人民政府决定将广东商贸公司所持有的广弘资产 51% 的股权无偿划转至南方传媒控股股东广版集团。广东教育书店为广弘资产控股的上市公司广弘控股的全资子公司。同时，广版集团承诺将在过户的 36 个月内，消除本次股权划转与南方传媒的同业竞争	公司将收回广东省（除深圳市、广州市）的副科教材教辅发行
2019年3月	与澳门科技大学签署战略合作协议，合作开展与粤港澳大湾区经济、社会、文化、历史等领域相关的课题研究及图书出版，根据各自业务范围和优势，开展产学研合作	产学研合作，挖掘粤港澳大湾区机会

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

4 投资创新，加码数字教材，探索成长新方向

扩大投资视野，公司投资成果丰硕。公司先后成功投资了广州银行（拟在深交所上市）、长城证券（已上市）、龙版传媒等项目，且在参股龙版传媒后进一步推动落实了战略合作实施计划，实现财务与业务双受益。2017 年公司成立投资公司，同年成立基金，重点关注文化传媒、教育、互联网行业优质标的。

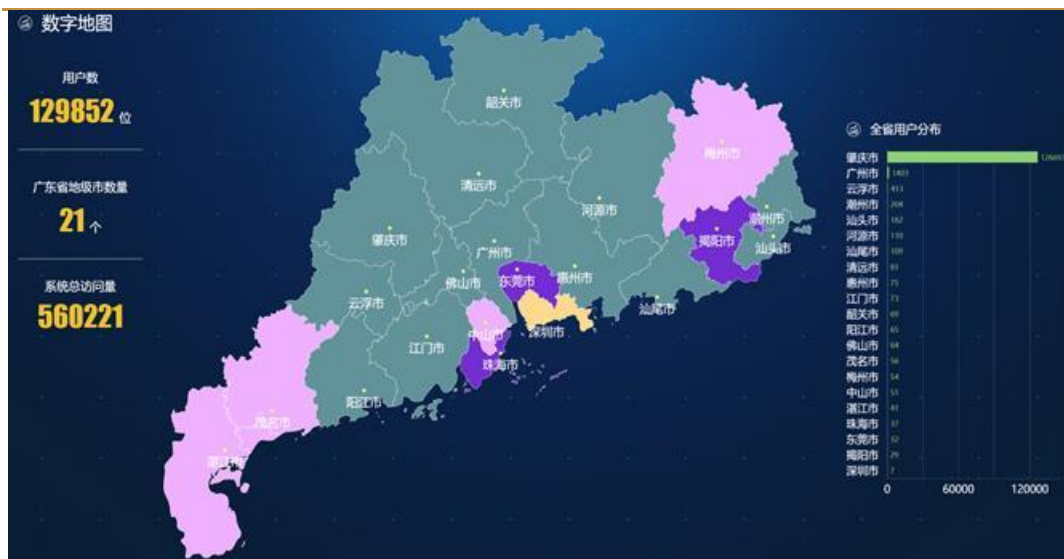
表 6：公司重要投资项目、基金情况

时间	被投资公司	累计投资额	进展
2013 年首次持股 2015 年增资	原持有长城证券 0.87% 股权	1.2 亿元	已成功 IPO，公司已退出
2017 年	广州银行 1.13% 股权	4.2 亿元	2018 年 12 月，广州银行股东会已批准其首次公开发行股票并上市的议案，将在深圳证券交易所上市
2018 年 10 月底	黑龙江出版传媒股份有限公司 4.41% 股权	8768 万元	完成龙版传媒股权投资项目，并与其签署战略合作协议及实施计划
成立时间	基金投向	基金规模	公司份额
2017 年	广东南方传媒创业投资中心（有限合伙）：重点关注文化传媒、教育、互联网行业优质标的	5.05 亿元，首期到位资金 1 亿元	公司认缴出资 3.5 亿元，南方传媒投资公司作为有限合伙人首期到位资金 4900 万元，后续南方传媒投资公司作为有限合伙人出资或对外募集 3.01 亿

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

广东省出版集团数字出版公司将在广东省独家、全面代理由人教社研发的数字教材和数字教辅产品。根据广东省教育厅的数据，要求到 2020 年，各地数字教材应用覆盖 100% 公办学校和 100% 教师，指导广大教师用好、用活数字教材。南方传媒旗下广东省出版集团数字出版有限公司是广东省唯一具备中小学教科书发行资质的机构。根据南方日报的信息，自 2011 年起，广东省出版集团已开始探索数字教材的开发和应用。截至 2018 年 4 月，广版集团在全省 1/3 以上的地市拥有近百个数字教材试验点，针对人教版教材已开发完成数字教材 106 个品种，粤版教材已开发完成 46 个品种，学生可以在个人电脑或手机、PAD 等移动设备上登录客户端下载使用数字教材，后续或将继续扩大数字教材的使用区域。

图 24：公司旗下粤教翔云数字教材应用平台在广东省的使用情况



数据来源：粤教翔云数字教材应用平台官网，西南证券整理

表 7: 广东省推动发展数字教材教辅政策

发布时间	发布机构	政策名称	相关内容
2014 年 4 月	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省云计算发展规划（2014—2020 年）的通知》	发展目标： 在云计算发展重点城市初步建立面向电子政务、电子商务、交通物流、智能制造、医疗健康、教育文化等重点领域的云服务。统筹各级教育部门的公共服务资源，建设省级高性能计算中心、“粤教云”数据中心和“粤教云”公共服务平台，推进“粤教云”示范应用试点，探索基于云计算和大数据的智慧教育。
2015 年 9 月	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省“互联网+”行动计划（2015-2020 年）的通知》	工作目标： 在智慧医疗、智慧教育、社区服务、高分遥感等领域开展大数据创新应用示范。 重点任务： 加快“粤教云”等在线教育平台建设。建立全省教育大数据库，推进各级各类优质教学资源联网共享。
2017 年 8 月	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省战略性新兴产业发展“十三五”规划的通知》	发展重点： 推动数字创意在教育领域的应用，提升学习内容创意水平，加强数字文化教育产品开发和公共信息资源深度利用。积极研制高端移动智能终端产品和服务，推动智能感知、模式识别、智能分析、智能控制等人工智能技术在教育、办公、医疗等关键行业的示范应用。
2019 年 4 月	广东省教育厅	《国家课程数字教材规模化应用》	目标： 到 2019 年底，各地分批分步完成数字教材应用全员培训工作，整体提升学校教师实施数字教材应用的能力，进一步增强教研和电教队伍的专业支撑能力。 到 2020 年，全省各学校教师均开展数字教材普遍应用，相关工作推进机制和保障机制进一步健全，涌现一批示范区、示范校和应用成果。 到 2021 年，绝大多数师生能将数字教材应用的理念、内容和要求全面落实到学科教学的各个环节。

数据来源：公司公告、公司官网、广东省教育厅，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

公司的主要业务为教材教辅、一般图书的出版、发行，以及围绕出版发行业务开展的印刷、物资贸易、新业务等。

教材教辅出版发行业务：公司负责广东省（除深圳、广州外）教材教辅的出版发行工作，预计在学生人数回升，三科统编普及、纸价回稳带来毛利率的回升后，公司教材出版发行业务发展速度将维持前期水平，毛利率提升到 28% 左右。

一般图书出版发行业务：公司具有稳定的线上、线下发行渠道，预计在纸价企稳的背景下，公司一般图书业务保持平稳发展，毛利率回升到 23% 左右。

其他主营业务：公司其他主营业务包括印刷、物资业务等，预计业务体量与前期持平，毛利率维持在 12% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 8: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
教材教辅出版发行	收入	4003.6	4,343.9	4,691.4	5,019.8
	增速	8.6%	8.5%	8.0%	7.0%
	毛利率	27.6%	28.2%	28.2%	28.2%
一般图书出版发行	收入	1119.9	1,321.5	1,559.4	1,840.0
	增速	19.0%	18.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
文化用品	收入	128.0	179.2	250.9	351.3
	增速	43.7%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
报媒业务	收入	115.5	150.2	180.2	198.2
	增速	34.7%	30.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	43.2%	43.0%	43.0%	43.0%
音像制品	收入	2.6	2.3	2.1	1.9
	增速	-29.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	38.5%	35.0%	35.0%	35.0%
其他主营业务	收入	1692.9	1,692.9	1,692.9	1,692.9
	增速	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%
其他业务	收入	164.6	181.0	199.1	219.0
	增速	30.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	60.1%	55.0%	55.0%	50.0%
内部抵销	收入	-1629.7	-1,857.8	-2,117.9	-2,414.4
	增速	14.8%	14.0%	14.0%	14.0%
	毛利率	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
合计	收入	5597.4	6,013.2	6,458.1	6,908.8
	增速	6.6%	7.4%	7.4%	7.0%
	毛利率	31.5%	32.6%	33.4%	33.9%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 估值与评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.79 元、0.85 元、0.92 元。我们选取 A 股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比, 2019 年行业平均估值水平为 16 倍, 剔除民营新经典之后, 行业平均估值水平为 13 倍。基于 1) 公司背靠人口大省、经济, 2018 年小学、初中、高中合计在校生数超 1500 万人, 全国领先; 2) 广东省内教材教辅发行较为分散, 大三科普及带来公司市占率进一步提升。给予公司 2019 年 15 倍 PE, 目标价 11.85 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9：可比出版公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601098.SH	中南传媒	12.62	0.76	0.81	0.9	16.71	15.52	14.07
603096.SH	新经典	59.45	2.12	2.55	2.96	27.99	23.29	20.07
000719.SZ	中原传媒	7.11	0.78	0.86	0.92	9.09	8.28	7.74
601019.SH	山东出版	7.71	0.78	0.85	0.91	——	——	——
601811.SH	新华文轩	12.30	0.85	0.94	1.02	14.55	13.15	12.06
600229.SH	城市传媒	7.35	0.56	0.62	0.7	13.22	11.78	10.5
601928.SH	凤凰传媒	7.39	0.61	0.68	0.7	12.12	10.91	10.23
均值						15.61	13.82	12.45

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

原材料纸价上涨风险。尽管目前的纸价相比于 2017 年来说，处于较为稳定的环境中，但也不能排除纸价大幅提升使公司成本承压的影响。

新业务拓展成效或不及预期风险。尽管公司在数字教材领域拥有政策的支持，且目前已经在全省 1/3 以上的地市拥有近百个数字教材试验点，但也不能排除公司新业务拓展不及预期，拖累公司业绩的风险。

渠道整合不达预期风险。尽管公司已经完成发行集团少数股东权益的整合，正在推动广东教育书店的整合，但也不能排除整合进展不达预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5597.42	6013.21	6458.09	6908.76	净利润	662.80	765.01	800.82	860.63
营业成本	3833.80	4051.00	4298.77	4565.14	折旧与摊销	116.04	236.51	236.51	236.51
营业税金及附加	37.09	37.87	40.96	44.04	财务费用	5.43	-12.03	-12.92	-13.82
销售费用	652.22	655.44	749.14	808.32	资产减值损失	6.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	567.18	601.32	658.73	711.60	经营营运资本变动	20.25	150.90	9.03	32.44
财务费用	5.43	-12.03	-12.92	-13.82	其他	-338.15	-48.57	-318.69	94.15
资产减值损失	6.99	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	473.36	1091.82	714.76	1209.90
投资收益	33.35	50.00	50.00	40.00	资本支出	-729.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02	其他	408.96	49.98	49.98	39.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-320.50	49.98	49.98	39.98
营业利润	655.46	729.58	773.39	833.44	短期借款	-358.00	-3.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.67	29.84	19.48	19.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	652.78	759.42	792.87	852.83	股权融资	-0.11	0.00	0.00	0.00
所得税	-10.02	-5.59	-7.95	-7.80	支付股利	-183.48	-131.06	-141.27	-152.31
净利润	662.80	765.01	800.82	860.63	其他	5.60	-109.70	12.92	13.82
少数股东损益	7.51	58.68	39.26	39.32	筹资活动现金流净额	-535.98	-243.76	-128.35	-138.49
归属母公司股东净利润	655.29	706.33	761.56	821.31	现金流量净额	-383.13	898.04	636.39	1111.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1341.31	2239.34	2875.73	3987.12	成长能力				
应收和预付款项	1155.93	1228.17	1323.95	1413.77	销售收入增长率	6.60%	7.43%	7.40%	6.98%
存货	1043.63	1116.61	1470.17	1427.27	营业利润增长率	5.71%	11.31%	6.00%	7.76%
其他流动资产	163.26	175.38	188.35	201.49	净利润增长率	2.00%	15.42%	4.68%	7.47%
长期股权投资	58.57	58.57	58.57	58.57	EBITDA 增长率	8.42%	22.80%	4.50%	5.93%
投资性房地产	493.31	493.31	493.31	493.31	获利能力				
固定资产和在建工程	1032.74	980.57	928.40	876.22	毛利率	31.51%	32.63%	33.44%	33.92%
无形资产和开发支出	3162.92	2988.63	2814.33	2640.04	三费率	21.88%	20.70%	21.60%	21.80%
其他非流动资产	867.29	857.24	847.20	837.15	净利率	11.84%	12.72%	12.40%	12.46%
资产总计	9318.97	10137.84	11000.02	11934.96	ROE	11.99%	12.67%	11.95%	11.62%
短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.11%	7.55%	7.28%	7.21%
应付和预收款项	2793.72	3077.42	3250.46	3445.27	ROIC	20.03%	22.16%	24.52%	27.60%
长期借款	0.33	0.33	0.33	0.33	EBITDA/销售收入	13.88%	15.87%	15.44%	15.29%
其他负债	994.67	1020.61	1050.20	1082.01	营运能力				
负债合计	3791.72	4098.36	4300.99	4527.61	总资产周转率	0.61	0.62	0.61	0.60
股本	895.88	895.88	895.88	895.88	固定资产周转率	8.70	9.71	11.39	13.42
资本公积	1782.32	1782.32	1782.32	1782.32	应收账款周转率	5.88	5.94	5.93	5.92
留存收益	2674.65	3249.93	3870.22	4539.22	存货周转率	3.02	3.00	3.01	3.01
归属母公司股东权益	5474.58	5928.13	6548.42	7217.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.50%	—	—	—
少数股东权益	52.67	111.35	150.61	189.93	资本结构				
股东权益合计	5527.25	6039.47	6699.03	7407.34	资产负债率	40.69%	40.43%	39.10%	37.94%
负债和股东权益合计	9318.97	10137.84	11000.02	11934.96	带息债务/总负债	0.09%	0.01%	0.01%	0.01%
					流动比率	1.14	1.34	1.56	1.76
					速动比率	0.82	1.02	1.17	1.40
					股利支付率	28.00%	18.55%	18.55%	18.55%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.79	0.85	0.92
					每股净资产	6.11	6.62	7.31	8.06
					每股经营现金	0.53	1.22	0.80	1.35
					每股股利	0.20	0.15	0.16	0.17
业绩和估值指标									
EBITDA	776.92	954.07	996.99	1056.14					
PE	13.81	12.81	11.88	11.02					
PB	1.65	1.53	1.38	1.25					
PS	1.62	1.50	1.40	1.31					
EV/EBITDA	7.03	4.78	3.94	2.67					
股息率	2.03%	1.45%	1.56%	1.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn