

公司研究/公告点评

2017年02月28日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

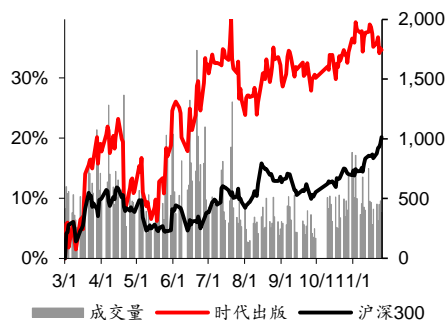
当前价格(元): 20.32
合理价格区间(元): 24.50-26.50

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

相关研究

- 1《时代出版(600551): 时代少儿增长强劲, 布局进一步完善》2016.08
- 2《时代出版(600551): 幼教等新业态业务带动公司转型发展》2016.04
- 3《时代出版(600551): 切入幼儿园运营, 幼教业务进入 2.0 时代》2015.11

股价走势图



资料来源: Wind

外延大幕开启, 公司转型加速

时代出版(600551)

年报符合预期, 公告投资并购三家公司

公司披露 2016 年年报, 报告期内实现营收 67.67 亿元, 同比增长 12.38%; 归属于上市公司股东的净利润 4.03 亿元, 同比增长 2.44%; 基本每股收益 0.8 元/股。基本符合预期。另外, 公司拟发行股份购买江苏名通 100% 股权 (作价 15.026 亿元)、数智源 100% 股权 (4.3 亿元), 共需发行股份 1.04 亿股, 并募集配套资金不超过 9.75 亿元。全资子公司对外投资 1.02 亿元收购径成英 (综合教育集团) 51% 股权。

主业有望随 K12 在校人数增多而提升增长速度, 新业务保持高增长

报告期内公司新闻出版、印刷等业务保持低速增长, 毛利率水平保持稳定。目前安徽省 K12 在校学生人数还未出现大幅增长, 预期未来三年将进入增长周期, 后续主业增长速度将随在校人数重回增长趋势而有所提升。新业务方面, 公司数字出版及电子商务业务实现大幅增长: 报告期内公司数字出版及电子商务业务营收达为 1.72 亿元, 同比增长 85%, 主要是少儿数字教材等新业务快速拓展所致。

收购江苏名通, 布局娱乐板块

公司拟以 18.57 元/股的价格发行股票收购江苏名通 100% 股权, 交易作价初步定为 15.03 亿元, 对应 2016 年 PE 约 15X。江苏名通是一家集网络游戏的研发和运营为一体的综合性网络游戏公司, 主要从事网页游戏和手机游戏的研发 (《热血江湖转》等) 和运营 (8090 运营平台), 2016 年实现营业收入 1.87 亿元 (同增 70%), 净利润 1.05 亿元 (同增 67%)。通过收购江苏名通布局娱乐板块, 开启新的业务增长点。

收购数智源, 控股径成英, 进一步深入教育布局

公司拟增发收购数智源 (新三板公司) 100% 股权, 该公司主要从事视频监控软件技术的研究和开发、视频监控系统的集成销售等业务, 并在教育管理公共服务平台和教育资源公共服务平台建设方面形成了较为完整的产品体系。另外, 公司全资子公司时代少儿以 1.02 亿元现金收购外语培训全国连锁机构径成英 51% 股权。两项外延布局有利于公司拓展除幼教之外的其他教育服务门类, 进一步扩充教育板块。

给予买入评级, 建议投资者积极关注

公司预期将收缩外贸业务、商品贸易业务, 因此将内生 EPS 略微下调为 2017-2019 年 0.87 元/0.93 元/1.01 元。考虑到公司外延情况, 此次收购游戏公司江苏名通、视频监控软件数智源以及综合教育集团径成英, 不仅有助于提升上市公司教育和游戏领域业务能力, 更标志着外延布局大幕的开启, 展现出很强的执行力和转型决心。以草案披露情况计算, 2017 年备考业绩将超过 6.5 亿元, 考虑购买资产发行股份 1.04 亿股, 备考 EPS 为 1.07 元, 给予合理估值区间 23X-25X, 对应目标价 24.5 元-26.5 元, 维持买入评级。

风险提示: 收购项目进展缓慢的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	505.83
流通 A 股 (百万股)	505.83
52 周内股价区间 (元)	15.28-21.09
总市值 (百万元)	10,278
总资产 (百万元)	7,650
每股净资产 (元)	10.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,021	6,767	7,806	8,989	10,209
+/-%	12.26	12.38	15.36	15.15	13.57
净利润 (百万元)	393.02	402.59	437.89	471.52	508.96
+/-%	0.80	2.44	8.77	7.68	7.94
EPS (元)	0.78	0.80	0.87	0.93	1.01
PE (倍)	26.15	25.53	23.47	21.80	20.19

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

收购标的介绍

A 江苏名通

江苏名通信息科技有限公司成立于2009年3月，注册资金1350万元。公司自成立以来，每年保持超过50%以上的速度增长，2014-2015连续两年实现销售收入过亿元，发展成为国内优质的集游戏研发、游戏运营于一体的网络游戏综合服务企业。

*研发游戏：

月流水过千万元的游戏产品：《奇迹来了》、《RO仙境物语》、《热血江湖传》、《暗黑王座》其中《热血江湖传》2015年10月上线，2016年3月月流水已突破4000万元。截止2016年6月总流水已达到2.5亿元。

2016年：页游《墨香》、《新天上碑》、《神之领域》、《大江湖》、《魔幻X》、《天火大道》；手游《墨香》、《热血江湖传》、《漆黑之翼》

*游戏运营：

8090运营平台：2011年以页游的联合运营起步，2015年拿下多款精品游戏的独代运营权。目前公司拥有的IP：包括老牌端游IP：《墨香》、《新天上碑》、《神之领域》、《劲舞团》、《热血江湖》等；S级小说IP：《天火大道》、《武炼巅峰》等。借助自研产品《RO仙境物语》、《热血江湖传》、独代产品《铁骑三国》等游戏，公司的8090平台2016年1月总收入规模已突破1000万元。

2016年8090平台除独代公司自研产品外，还签约独家发行《开心赛车手游》、《劲舞团》、《武尊传奇》等业内精品游戏大作。公司具备研发、运营、平台三大业务体系，形成了产品、平台、用户为核心的健康游戏产业链，2016年预计销售收入将突破2亿元。

*融资：

2016年1月以12亿估值完成首轮融资，引进了一批优质的战略合作伙伴，包括三七互娱、南京创投、星耀基金等。

B 数智源

数智源于2015年11月13日挂牌新三板，主要从事视频监控软件技术的研究和开发、视频监控系统的集成销售等业务。经过多年的创新和积累，数智源已在视频大规模联网、视频融合应用、智能视频应用、视频云处理等方面形成了一套较为完整的技术体系，逐步从视频监控的技术服务商向行业应用解决方案的提供商过渡。此外，数智源凭借自身在视频数据处理方面的技术积累，积极布局智慧教育行业。已经研发出智慧校园基础平台、教育资源管理平台、微课学习平台、教研备课平台、网络学习空间人人通等多项技术，在教育管理公共服务平台和教育资源公共服务平台建设方面形成了较为完整的产品体系。

*融资：

融资方面，数智源共在新三板进行了三轮融资，共计融资5100万元。

在最近一轮融资中，数智源以11.13元/股的价格向东方网力和博雍一号发行269.44万股，融资3000万元，估值3亿元。

*2016年业绩快报：

2016年，公司营业收入为7910.82万元，净利润为1666.26万元。

C 径成英

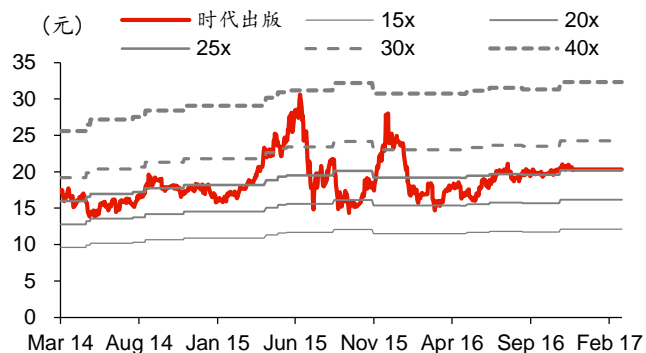
公司全资子公司时代少儿以1.02亿元现金收购径成英51%股权。径成英100%股权估值为20,000万元人民币，对应的估值基础为径成英2016年预期净利润1,600万元人民币的12.5倍。

径成英以外语培训和基础教育为核心，是一家集教育培训、教育研发、图书杂志音像出版、出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等一体的大型综合性教育集团。

经过近15年的发展，径成英旗下拥有二十余家径成英外语培训全国连锁机构、北京径成英教育网络科技有限公司和北京径成英教育文化发展有限公司；径成英拥有员工1000余人，三十个教学部、五个城市教学区，主要集中在北京。未来将在香港、韩国、加拿大等地开设远程教育、青少年英语、实用口语和对外汉语培训。预计2017年实现收入1.67亿元人民币、净利润1,728万元人民币；2018年收入1.8亿元人民币、净利润1,866万元人民币；2019年收入1.95亿元人民币、净利润2,015万元人民币。

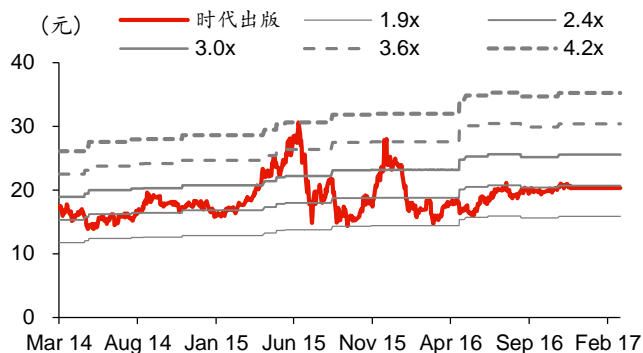
PE/PB – Bands

图表1：时代出版历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：时代出版历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,933	5,241	8,110	8,303	9,751
现金	1,571	2,216	4,240	4,599	5,019
应收账款	1,108	1,055	1,513	1,219	1,882
其他应收账款	81.16	112.57	0.00	0.00	0.00
预付账款	395.46	281.15	0.00	0.00	0.00
存货	970.52	1,106	1,290	1,300	1,643
其他流动资产	806.86	470.67	1,067	1,185	1,207
非流动资产	1,918	2,409	2,088	2,137	2,066
长期投资	32.03	35.26	100.00	220.00	220.00
固定投资	761.94	732.23	676.07	615.48	552.67
无形资产	147.16	136.25	130.36	124.59	118.78
其他非流动资产	976.48	1,505	1,182	1,177	1,174
资产总计	6,851	7,650	10,199	10,440	11,817
流动负债	2,370	2,286	4,397	4,230	5,131
短期借款	267.21	290.58	1,561	1,561	1,561
应付账款	868.18	815.34	1,522	1,176	1,893
其他流动负债	1,234	1,181	1,314	1,493	1,677
非流动负债	141.04	134.21	131.35	130.78	129.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	141.04	134.21	131.35	130.78	129.84
负债合计	2,511	2,421	4,528	4,361	5,261
少数股东权益	129.39	129.41	132.67	136.00	139.33
股本	505.83	505.83	505.83	505.83	505.83
资本公积	1,345	1,344	1,344	1,344	1,344
留存公积	2,080	2,364	3,688	4,093	4,567
归属母公司股	4,210	5,100	5,538	5,943	6,417
负债和股东权益	6,851	7,650	10,199	10,440	11,817

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	437.14	262.14	463.64	390.55	188.55
净利润	396.24	406.09	441.15	474.86	512.30
折旧摊销	83.57	82.71	44.89	44.93	45.04
财务费用	(6.50)	(4.56)	(8.48)	(7.69)	(9.75)
投资损失	(77.62)	(107.59)	(100.00)	(120.00)	(132.00)
营运资金变动	7.96	(167.06)	3.97	18.76	(364.15)
其他经营现金	33.49	52.56	82.11	(20.31)	137.12
投资活动现金	151.89	470.63	287.68	25.86	257.79
资本支出	55.60	49.20	(29.71)	(29.71)	(29.71)
长期投资	(99.49)	(447.06)	(170.79)	120.00	0.00
其他投资现金	108.00	72.77	87.18	116.15	228.08
筹资活动现金	(181.19)	(84.00)	1,273	(58.25)	(25.75)
短期借款	(13.29)	23.37	1,271	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.13	(0.64)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(168.04)	(106.73)	2.84	(58.25)	(25.75)
现金净增加额	408.01	650.19	2,025	358.16	420.60

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,021	6,767	7,806	8,989	10,209
营业成本	5,359	6,033	7,011	8,092	9,207
营业税金及附加	17.87	28.95	28.01	33.39	38.45
营业费用	158.33	173.95	187.34	215.73	245.01
管理费用	280.24	277.98	288.82	341.57	387.93
财务费用	(6.50)	(4.56)	(8.48)	(7.69)	(9.75)
资产减值损失	44.56	63.00	63.00	63.00	63.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.62	107.59	100.00	120.00	132.00
营业利润	245.59	301.80	336.37	370.87	408.90
营业外收入	163.30	114.19	114.00	114.00	114.00
营业外支出	2.74	3.10	2.51	2.78	2.80
利润总额	406.15	412.90	447.86	482.09	520.10
所得税	9.91	6.81	6.72	7.23	7.80
净利润	396.24	406.09	441.15	474.86	512.30
少数股东损益	3.22	3.50	3.26	3.33	3.33
归属母公司净利润	393.02	402.59	437.89	471.52	508.96
EBITDA (倍)	322.66	379.95	372.78	408.11	444.18
EPS (元)	0.78	0.80	0.87	0.93	1.01

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.26	12.38	15.36	15.15	13.57
营业利润	(19.09)	22.89	11.45	10.26	10.25
归属母公司净利润	0.80	2.44	8.77	7.68	7.94
获利能力 (%)					
毛利率	11.00	10.84	10.19	9.98	9.81
净利率	6.53	5.95	5.61	5.25	4.99
ROE	9.33	7.89	7.91	7.93	7.93
ROIC	13.03	16.13	18.68	21.57	21.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.65	31.64	44.40	41.77	44.52
净负债比率 (%)	10.64	12.00	34.48	35.80	29.67
流动比率	2.08	2.29	1.84	1.96	1.90
速动比率	1.59	1.70	1.49	1.59	1.51
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.93	0.87	0.87	0.92
应收账款周转率	5.08	5.71	5.54	6.00	6.00
应付账款周转率	6.29	7.17	6.00	6.00	6.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.80	0.87	0.93	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.52	0.92	0.77	0.37
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.08	10.95	11.75	12.69
估值比率					
PE (倍)	26.15	25.53	23.47	21.80	20.19
PB (倍)	2.44	2.02	1.86	1.73	1.60
EV_EBITDA (倍)	21.68	18.41	18.77	17.14	15.75

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com