



Research and
Development Center

转型加速，占领数字教育制高点

—— 中南传媒（601098.sh）首次覆盖报告

2014年3月12日

谢从军 分析师
方光照 研究助理

证券研究报告

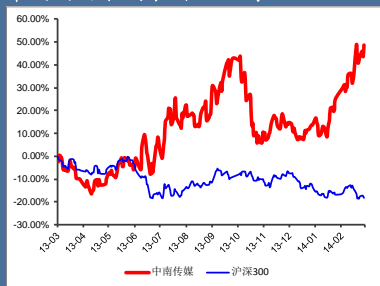
公司研究——首次覆盖

中南传媒 (601098.sh)



首次评级

中南传媒相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014. 3. 11)

收盘价(元)	13.32
52周内股价波动区间(元)	8.27-15.05
最近一月涨跌幅(%)	4.06
总股本(亿股)	17.96
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	239.22

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

谢从军 分析师，中小企业研究
执业编号：S1500511120001
联系电话：+86 10 63081271
邮箱：xiecongjun@cindasc.com

方光照 研究助理
联系电话：+86 10 63081267
邮箱：fangguangzhao@cindasc.com

转型加速，占领数字教育制高点

深度报告

2014年3月12日

本期内容提要：

- ◆ **转型深入，价值重估。**公司深入推进由传统的出版传媒企业向全介质、全流程的综合传媒集团转型，积极打造互联网平台。公司现阶段发展重点是线上建平台，线下建网络，目前已进入战略见效阶段，市场目前对公司的估值折价应重新认识，公司价值必将重估。
- ◆ **天闻数媒：占领数字教育制高点，即将驶入快车道。**公司控股 51% 的子公司天闻数媒已成为国内数字教育领域的领军者，长期来看有望成为颠覆传统教育模式的教育信息服务全程方案提供商，2014 年开始进入市场规模扩张期，盈利将高速增长。
- ◆ **电视、广告业务前景广阔，并购有望继续推进。**公司 2013 年提出并购年，与湖南教育电视台合资成立公司，进军广播电视领域，同年打开地铁广告市场。2014 年有望积极推动并购，方向主要是移动互联网、游戏等新媒体领域，目的是继续拓展新媒体业务，丰富业务线，深化转型。
- ◆ **传统出版发行业务加快省外扩张，拓宽护城河。**公司近两年加大了省外教材教辅的推广力度。我们认为，公司数字教育业务在全国范围的扩张也将带动以教辅教材为主的传统出版发行业务继续向省外渗透。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.72、0.83 元，基于公司转型处于发轫期，综合考虑新媒体业务增长潜力及当前市值，参照出版传媒行业平均 PE，给予公司 10% 溢价，即 2014 年 30 倍 PE，对应 6 个月目标价 21.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**数字教育业务拓展速度超预期；并购等资本运作；国家教育信息化投入加大。
- ◆ **风险因素：**天闻数媒数字教育产品推广进度不达预期；图书出版行业增速下滑。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	5,856.57	6,930.36	8,029.03	9,438.06	10,911.25
增长率 YoY %	22.97%	18.33%	15.85%	17.55%	15.61%
归属母公司净利润(百万元)	802.24	940.46	1,105.39	1,298.08	1,487.07
增长率 YoY %	35.12%	17.23%	17.54%	17.43%	14.56%
毛利率 %	39.57%	38.65%	38.71%	38.93%	38.95%
净资产收益率 ROE %	10.87%	11.62%	12.27%	12.71%	12.82%
每股收益 EPS(元)	0.45	0.52	0.62	0.72	0.83
市盈率 P/E(倍)	30	25	22	18	16

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 3 月 11 日收盘价

目 录

投资聚焦：打造全介质、全流程传媒集团	1
公司概况：全产业链整体上市的传媒公司	3
股权结构及子公司	3
业绩增长较快，出版发行业务占比下降	4
数字教育空间巨大，天闻数媒独领风骚	5
天闻数媒跑马圈地，进入高速增长通道	5
对互联网教育的理解：线上线下皆有会	8
最看好数字教育市场	8
数字教育市场规模将超千亿元	10
市场竞争格局：蛋糕很大，天闻赢在起跑线	12
牵手湖南教育电视台，加速向全介质迈进	12
进军地铁广告领域，打开想象空间	13
有望加快外延并购，不断丰富业务线	14
传统出版发行业务加快省外扩张，拓宽护城河	15
盈利预测、估值与投资建议	17
关键假设：	17
盈利预测	17
估值及投资评级	19
风险因素	21

表 目 录

表 1：公司控股及参股子公司	3
表 2：子公司天闻数媒营业收入预测	6
表 3：区分不同学习群体，发掘最优细分领域	9
表 4：中小学数字教育市场需求测算	11
表 5：子公司湖南教育电视传媒有限公司经营目标（2013-2017 年）	13
表 6：2013 年上市传媒国企发生的并购	15
表 7：公司分产品收入及毛利率预测	17
表 8：可比上市公司 PE 估值	19

图 目 录

图 1：公司股权结构	3
图 2：近 4 年营业收入构成	5
图 3：近 4 年毛利构成	5
图 4：公司营业收入（2007-2013 年）	5
图 5：公司归属母公司的净利润（2007-2013 年）	5
图 6：单校解决方案 AiSchool（云课堂服务于教师、学生、家长和教学管理者）	7
图 7：区县教育云整体架构图	7
图 8：区县教育云应用场景展示	7
图 9：区县教育云组网拓扑展示	7
图 10：两种假设下的教育信息化经费测算	11
图 11：近几年广播电视全行业总收入保持较快增速	12
图 12：长沙地铁 2 号线一期工程广告经营权费	14
图 13：长沙计划 17 年末建成 4 条地铁线，全长 234 公里	14
图 14：公司在手现金充足	14
图 15：近几年传媒行业上市公司并购规模明显增大	14
图 16：教材发行收入对比（2013 年上半年）	15
图 17：公司省外收入增速比省内快	16
图 18：图书出版总码洋保持稳定增长	16
图 19：公司波特五力分析	17

投资聚焦：打造全介质、全流程传媒集团

中南传媒（601098）是一家要用互联网视角重新认识的公司。基于互联网的**数字教育**为公司转型插上了腾飞的翅膀，其控股子公司**天闻数媒**已在中小学数字教育处于绝对领先地位，2014年开始进入爆发增长期，我们最看好的数字教育行业市场空间广阔，数字教育的未来发展有可能对我国教育产生颠覆性的影响。公司转型还有切入电视、地铁广告等新领域，市场空间广阔，并购有望加快推进。同时，公司护城河也在扩宽加固，中小学教材出版业务巩固省内、拓展全国，出版、印刷、发行、报纸、网站、户外框架媒体等完整产业链深化发展。更重要的是，公司的数字教育与传统业务的融合发展将提升毛利率。

投资逻辑

数字教育市场空间巨大，公司具备先发优势，已进入高速发展通道。

- 目前数字教育的投入主要依赖各地教育信息化经费，根据我们不同假设下的测算，到2020年，教育信息化经费将分别达到3173亿元和5259亿元。（假设情况一：2013-2020年，教育信息化经费占国家财政性教育经费比重维持在8%；假设情况二：2013-2020年，教育信息化经费维持15%的增速。）
- 到2020年，我国九年义务在校生约为16500万人，我们假设到2020年，其中15%的学生具备条件实现数字教育，按照我们目前了解的单校数字教育方案收费标准上下浮动一定幅度，估算人均10000元的投入，那么到2020年这个市场需求规模将达到2500亿元。
- 全国中小学校41万家，天闻数媒电子书包业务覆盖了200多家，而其余竞争者覆盖家数都不超过10家。基于我们对数字教育市场空间和竞争格局的判断，我们认为，天闻数媒在2013年实现盈亏平衡的基础上，将从2014年起进入业绩快速增长期，未来3年有望实现超过100%的营业收入复合增速。

切入电视、地铁广告等新领域，市场空间广阔，并购有望加快推进。

- 2013年与湖南教育电视台成立合资公司，进军电视台领域，目标2014年计划实现6020万收入。公司控股**湖南教育电视传媒有线公司**60%，获得湖南教育电视台除时政类新闻节目外所有节目的制造供应权、所有广告代理经营权及相关衍生产品独家生产销售权。合资公司成立后即对节目内容进行升级改版，收视率不断提升，最终目标是要打通线上线下业务通道，并与天闻数媒实现业务对接，巩固公司在数字教育领域领先地位。
- 公司获得长沙2号线一期工程地铁平面广告经营合同，合同期10年总经营权费7.9亿元，我们预计该项目2016年实现1亿元收入。依据长沙市综合交通规划，城市轨道交通线网由12条线路组成，总长约456公里，其中计划2017年底建成线路234公里，按照全长22公里的2号线一期工程2017年营收1亿元估算，长沙地铁广告2017年的市场空间就达

11 亿元。

- 手握 76 亿现金，2014 年有望加快并购力度。13 年公司提出并购年，但当年并购速度不够快。相比之下，2013 年百视通、浙报传媒等大型地方传媒国企均发生了并购，拓展互联网和游戏业务。我们认为作为同样具有转型目标的大型地方国企，公司将积极寻找标的，加大并购推进力度。并购的方向可能集中在移动互联网、游戏、数字阅读等领域。

传统出版发行业务加快省外扩张，拓宽护城河。

- 公司加快教辅教材出版发行省外扩张。公司 2012、2013 年上半年省外营收增速均超过省内，主要是因为教辅教材出版发行业务省外增长较快。原因有：1、公司加大湘版教材省外推广力度，市场份额提升；2、“一教一辅”新政的实施，湘版教材配套的教辅省外发行量大增；3、13 年循环教材涨价 20%。公司数字教育业务在全国范围的扩张也将带动教辅教材出版发行继续向省外渗透。

股价催化剂

- 1、数字教育业务拓展速度超预期；
- 2、并购等资本运作；
- 3、国家教育信息化投入加大。

关键假设、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2013-2015 年营业收入分别为 80.29、94.38、109.11 亿元，同比增速分别为 15.85%、17.55%、16.25%；归属母公司股东的净利润分别为 11.05、12.98、14.87 亿元，同比增速分别为 17.54%、17.43%、14.56%；对应 2013-2015 年 EPS 分别为 0.62、0.72、0.83 元。综合考虑公司新媒体业务的巨大增长潜力，获得估值切换以及市值较大等因素，参照出版传媒上市公司 2014 年平均 PE27 倍，我们给予公司 10%的估值溢价，即给予公司 14 年 30 倍 PE，对应 6 个月目标价 21.6 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险因素

- 1、天闻数媒数字教育产品推广进度不达预期；
- 2、图书出版行业增速下滑。

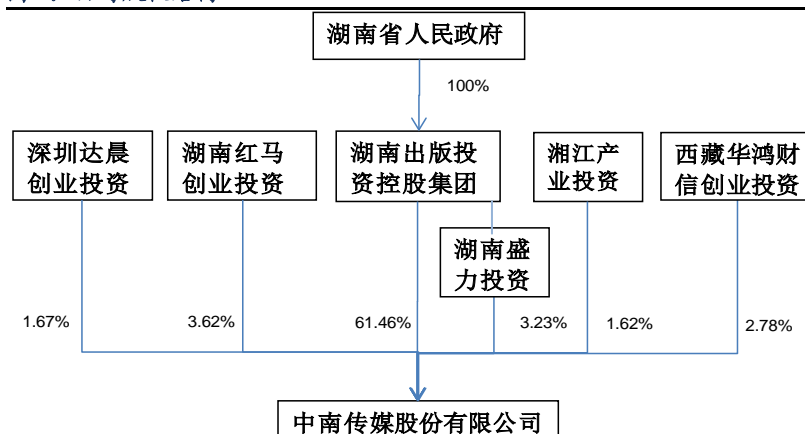
公司概况：全产业链整体上市的传媒公司

公司明确提出战略转型，由传统出版传媒企业转变为全介质、全流程的大型综合传媒集团。教育领域是公司的主战场，公司的长远目标是成为世界知名的教育信息服务全程解决方案提供商。公司转型初见成效，当前发展重点是“线上建平台，线下建网络”，2014年将加速转型，并将迎来转型见效阶段。

股权结构及子公司

公司是由湖南出版投资控股集团有限公司主营业务和资产重组改制而来，成立于2008年12月，2010年10月28日在上海证券交易所上市，是我国第一只全产业链整体上市的出版传媒股。公司实际控制人是湖南省人民政府。公司旗下25家子公司（或联营、合营公司）覆盖出版、发行、印刷、报媒和新媒体五大业务板块。

图 1: 公司股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

表 1: 公司控股及参股子公司

被参控公司	参控关系	股权比例 (%)	表决权比例 (%)
湖南省新华书店有限责任公司	子公司	100	100
天闻数媒科技(北京)有限公司	子公司	51	51
湖南天闻新华印务有限公司	子公司	100	100
湖南省印刷物资有限责任公司	子公司	100	100
湖南美术出版社有限责任公司	子公司	100	100
湖南文艺出版社有限责任公司	子公司	100	100
湖南人民出版社有限责任公司	子公司	100	100

湖南少年儿童出版社有限责任公司	子公司	100	100
湖南潇湘晨报传媒经营有限公司	子公司	100	100
湖南天闻动漫传媒有限公司	子公司	100	100
湖南科学技术出版社有限责任公司	子公司	100	100
湖南省新教材有限责任公司	子公司	100	100
上海浦睿文化传播有限公司	子公司	95	95
湖南岳麓书社有限责任公司	子公司	100	100
湖南文远国际文化传播有限公司	联营企业	28	28
中南出版传媒集团北京涌思图书有限责任公司	子公司	100	100
湖南珈汇教育图书发行有限公司	子公司	51	51
湖南联合教育出版物发行有限公司	子公司	51	51
湖南腾湘科技有限公司	联营企业	49	49
北京国风网球体育发展有限责任公司	合营企业	50	50
湖南电子音像出版社有限责任公司	子公司	100	100
中广潇湘广告(北京)有限公司	子公司	100	100
中南博集天卷文化传媒有限公司	子公司	51	51
湖南教育电视传媒有限公司	子公司	60	60
民主与建设出版社有限责任公司	子公司	70	70

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

业绩增长较快，出版发行业务占比下降

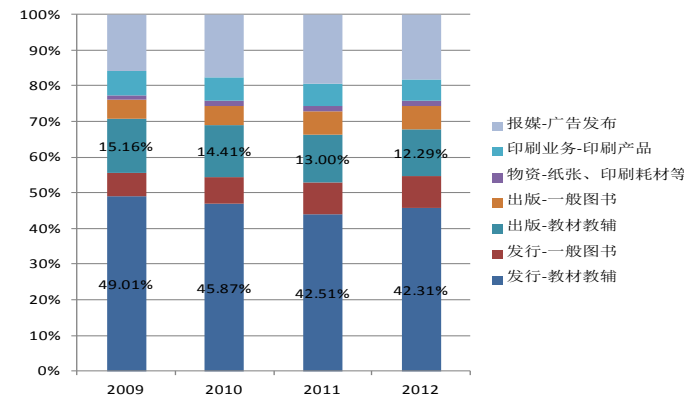
从业务结构上看，公司近几年推进战略转型的成果也有所体现，传统的教材教辅出版发行业务占比呈下降趋势。公司在推进业务转型过程中，总体来看业绩保持较快增长。近两年营业收入和净利润增速有所下滑，主要是受图书出版行业整体收入增速下滑的影响。

图 2: 近 4 年营业收入构成



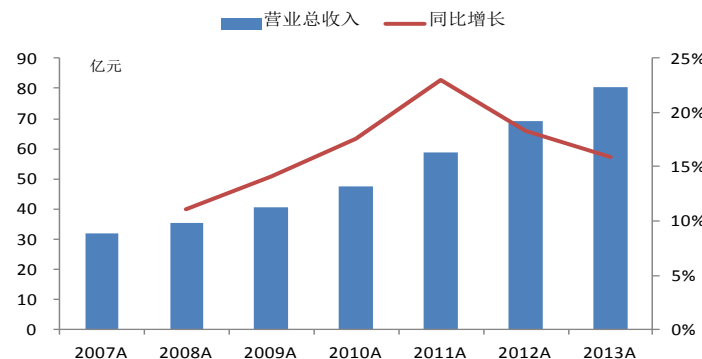
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 近 4 年毛利构成



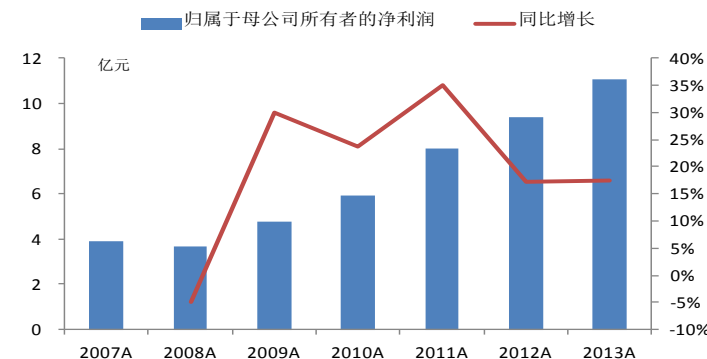
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 公司营业收入 (2007-2013 年)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (注: 2013 年数据来源于公司业绩快报)

图 5: 公司归属母公司的净利润 (2007-2013 年)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (注: 2013 年数据来源于公司业绩快报)

数字教育空间巨大，天闻数媒独领风骚

天闻数媒跑马圈地，进入高速增长通道

天闻数媒科技(北京)有限公司由中南出版传媒集团股份有限公司和華為技术有限公司合资设立,持股比例分别为 51%和 49%, 注册资本 3.2 亿元, 是中南传媒数字内容资源的唯一运营主体和数字资源对外合作的唯一窗口, 主要产品包括数字教育产品、政企学习产品、大众阅读产品。

公司是国内技术最先进、规模最大、市占率第一、也是目前唯一走出国门的数字教育服务商。2011 年公司搭建平台，2012 年全面投入商用并覆盖了 18 所学校，2013 年公司的数字教育产品就已经覆盖了 200 余所学校，其中包括四所教育部试点学校，并且完成了深圳龙岗区教育云一期工程的交付。覆盖区域包括北上广深、两湖、江浙等 16 个省市，在数字教育这个市场可以说是独领风骚。

公司的数字教育产品包括单校解决方案和区县教育云，前者实现教育信息化，后者实现教育管理信息化。公司构建“平台+内容+服务”模式，不仅销售数字教育方案实现收入，后续提供内容和服务也将实现持续的收入。基于我们对数字教育市场空间和竞争格局的判断，我们认为，公司在 2013 年实现盈亏平衡的基础上，将从 2014 年起进入盈利高速增长通道。

天闻数媒收入预测假设：1) 单校解决方案每个学校 50 万元；2) 区县教育云每个区域 5000 万元；3) 天闻数媒重点开拓北上广深等目标区域，目标区域内有 2 万多家中小学校，考虑到目前基数很小，所以我们假定未来三年学校覆盖年均增速在 100% 左右；4) 其余收入为政企学习产品、大众阅读产品、海外收入贡献。

表 2：子公司天闻数媒营业收入预测

	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
覆盖学校数(家)	18	220	500	1000	2000
区县教育云(个)	0	0	1	2	4
前二者收入(万元)	900	11000	30000	60000	120000
其余收入(万元)	100	1000	5000	10000	20000
营业收入(万元)	1000	12000	35000	70000	140000

数据来源：信达证券研发中心预测

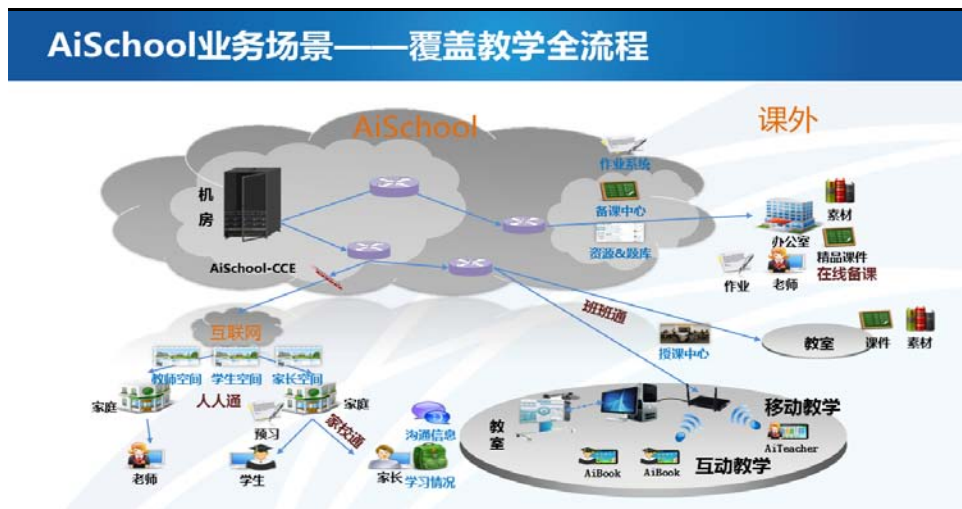
我们认为，随着数字教育试点的深入，家、校、学生三方的观念转变和接受度提升，更重要的是企业的产品能真正实现教育管理信息化的良好运行，那么数字教育则有望在政策层面获得更多支持，而真正缺乏优质教育资源的广大不发达地区教育市场将打开新的增长空间。

基于我们的判断和想象，未来天闻数媒的数字教育产品有可能以这样一种方式呈现：

小学生空着手去上学了，到了教室，用自己的 PAD 打考勤，去食堂买早餐，用 PAD 支付，上课了，PAD 上演示音视频多媒体课件（而这些知识点都是天闻数媒的研究院根据教材重新编辑的，从学生理解的角度、以寓教于乐的方式），老师在 PAD 上推送练习和作业，同学们的知识点掌握情况实时反馈至老师，人机互动 20 分钟、人人互动 20 分钟，一堂课快乐的结束，而这些信息在老师的 PAD 上随时推送至家长的手机，放学了，小学生空着手回家了，拿着家里的 PAD 云同步，学校的功课，预习复习，在交流群里和同学讨论，充实的一天结束了。

所有通过 PAD 的信息都保存在服务器上，服务器上的数据都保存在云端，教育信息和教育管理信息尽收眼底，大数据产生，教育改革指日可待。

图 6: 单校解决方案 AiSchool (云课堂服务于教师、学生、家长和教学管理者)



资料来源: 信达证券研发中心整理

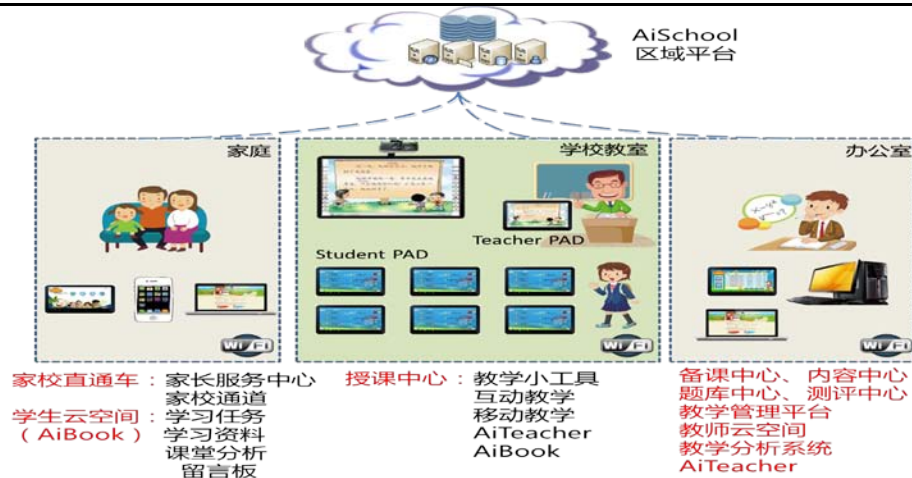
图 8: 区县教育云应用场景展示

图 7: 区县教育云整体架构图

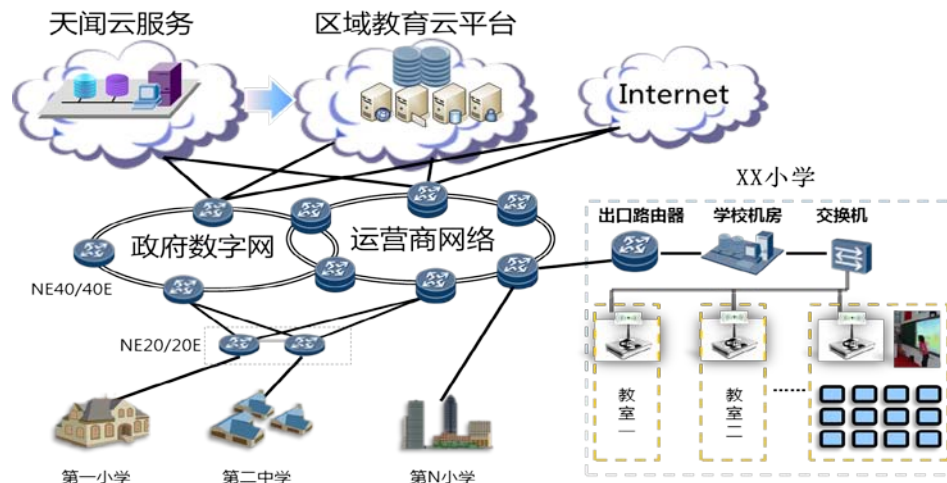


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 9: 区县教育云组网拓扑展示



资料来源：信达证券研发中心整理



资料来源：信达证券研发中心整理

对互联网教育的理解：线上线下皆有

2014年，“改革”再次成为关键词。中国需要改革的东西太多，教育，就是其中最传统最保守最落后的领域之一。而改革传统教育的各种教育方式出现了并且悄悄生长着。互联网教育、在线教育、数字教育，这些关键词在2014年初点燃了资本市场的热情，一如2013年初的手游。

互联网教育：大家只有概念没有定义。我们认为，互联网教育就是用互联网技术和互联网思维来做教育，即是以互联网为媒介、时空分离，以受教育者为中心、给他们极致体验、搭建开放平台、接入巨大流量、收集大数据、能够分享协作交流、教育资源更公平易获得、并且免费或少收费。

在线教育：可以理解为互联网教育的线上部分，它更注重平台、流量。

数字教育：可以理解为互联网教育的线下部分，它更注重内容、服务。

但是线上线下并不是绝对的，更多时候需要它们的融合。比如，YY教育是做在线教育，但也需要拓展线下，天闻数媒是做数字教育，同样需要拓展线上，只有打通线上线下才有可能做大，只是当前的侧重点不同。

最看好数字教育市场

下面这张表很重要，它基本涵盖了普通人一生的受教育阶段，在线教育和数字教育的机会也蕴藏其中：

表 3: 区分不同学习群体, 发掘最优细分领域

学习群体	婴幼儿	小学生、初中生	高中生	学历考试学生 (本、硕、博; 非/全日制)	职业人群	为丰富知识增加谈资的好学人群
主要途径	线下为主, 线上为辅	线下为主, 线上为辅	没时间	线上为主	线上为主	线上为主
其他参与主体	老师指导, 家长参与	老师互动, 家长辅助		\	\	\
主学内容	智力开发的游戏; 基本事物认知	语言、数字等为代表的基础知识结构		各种学历考试、资格考试; 知识丰富	各种资格考试、学历考试	各种类型趣味知识
时间空间	时空不分离, 需要活动场地, 线状时间(周末为主, 睡前时间)	时空不分离, 需要活动场地, 片状时间(全日制, 周末为辅)		时空分离, 时间自由	时空分离, 碎片化时间	时空分离, 碎片化时间
付费能力及意愿	不能让孩子输在起跑线上, 家长付费意愿强	打击补课行为, 反对占用孩子业余时间, 禁止向家长乱收费等, 家长付费意愿受影响, 地方财政教育信息化专项经费是承担主力		线上免费参考资料和视频多如牛毛, 学生付费意愿一般, 能免就免, 付费内容主要是必付的考试费	为求职升职积累资本, 付费能力和付费意愿相对强	线上免费学习资料和视频多如牛毛, 基本没有付费意愿

资料来源: 信达证券研发中心

- 1) 从付费能力及意愿这个维度, 我们淘汰了高中生、学历考试人群和好学人群;
- 2) 剩下的三类人群中, 从主要途径这个维度, 我们看好线下的婴幼儿教育、线下的小学生初中生教育、线上的职业人群教育;
- 3) 线下的婴幼儿教育, 要求老师和家长的参与度很高, 非标准化的东西比较多, 一家门店覆盖的社区范围小, 复制和扩张难度大; 此外, 线上的婴幼儿教育, 我们比较熟悉的主要有两类, 一类是做平台的; 另一类是付费 APP, 软件种类很多, 竞争分散。
- 4) 线下的小学生初中生教育, 是我们目前最看好的细分领域, 为什么我们说对小学生初中生这个群体, 我们看好线下而不是线上, 主要原因是这个阶段和婴幼儿阶段比起来, 家长的参与度出现了显著下降, 而与高中生及之后阶段相比, 小学生初中生这个群体的互联网甄别能力明显不足, 自由支配时间亦不足, 这个阶段的教育不能够时空分离, 所以, 一旦这个群体获得了良好的线下教育体验, 就会大大挤压他们的线上教育需求, 这个群体的家长、老师和学生本身都希望实现的是学校快乐高效学习、周末快乐玩耍, 他们的线上需求更多的是娱乐需求。这个群体对教育的需求几乎决定了数字教育会率先在这个领域突破。而事实上也是如此, 天闻数媒在中小学数字教育领域一家独大, 经过三年培育, 从 2014 年开始将进入盈利高速增长通道,

未来几年将实现快速扩张;

5) 职业人群的线上教育和培训,是我们列入重点关注的细分领域,但是因为这个领域目前正处于激烈的平台之争,各巨头纷纷搭台,集体烧钱。雷军要投资 10 个亿,五年内不考虑盈利,龚海燕要投资 6 个亿,三年内不考虑盈利,百度、阿里巴巴、腾讯等互联网巨头也在争相收购或投资相关标的。相比之下这个领域,数字教育现在就能实现盈利了,这也是我们更看好数字教育的理由。

6) 学历考生及学生的线上教育,这个群体的付费类线上教育需求和职业人群很多是重合的,比如语言类,可以与上一条合并,它们的市场都属于在线教育的市场。

各大互联网巨头在在线教育上的大手笔吸引了资本市场的眼球,但我们强烈建议投资者重视中小学数字教育市场,体量同样相当庞大,目前市场上普遍预测 2015 年在线教育的市场规模将达到 1600 亿元,而我们测算的中小学数字教育市场也将在未来五到十年达到千亿市场规模。

数字教育市场规模将超千亿元

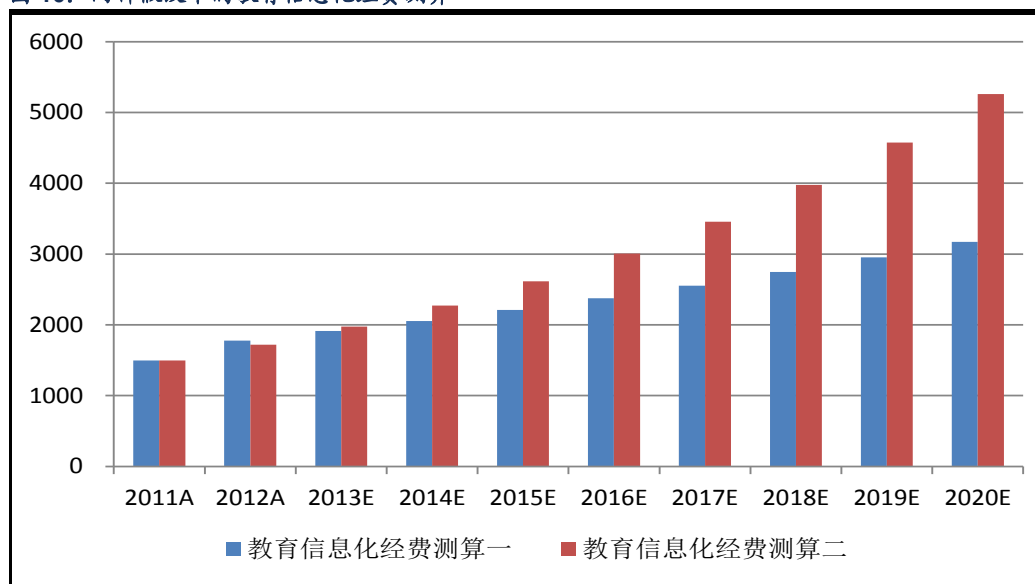
教育信息化经费 2020 年或超 5000 亿

教育部、国家统计局、财政部发布的 2012 年全国教育经费执行情况统计公告显示,2012 年国家财政性教育经费为 22236.23 亿元,占 GDP 比重为 4.28%,比上年的 3.93%增加了 0.35 个百分点,如期实现了教育规划纲要提出的 4%目标,成为中国教育发展史上重要的里程碑。2011 年教育部发布的《教育信息化十年发展规划(2011-2020 年)》(征求意见稿),其中提到“各级政府在教育经费中按不低于 8%的比例列支教育信息化经费,保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入”。但最终发布的十年规划将具体数字目标删除。

基于上面两组数据,我们假设 1) 2013-2020 年,国家财政性教育经费占 GDP 比重维持在 4%,GDP 增速维持在 7.5%; 2) 2013-2020 年,教育信息化经费占国家财政性教育经费比重维持在 8%。这两个假设都相对保守,一方面国家一直在加大教育投入,另一方面教育信息化也是未来教育改革的重中之重,所以两个假设中的占比可能比实际的要低。按照这种假设测算的教育信息化经费到 2020 年增长至 3173 亿元。

此外,如果参考 2009-2013 年中国教育行业 IT 投资规模年均 18%的增速,我们假定只有教育信息化经费维持相应增长,教育行业的 IT 投资规模也才实现相应增长,我们重新假设 1) 2013-2020 年,国家财政性教育经费占 GDP 比重维持在 4%,GDP 增速维持在 7.5%; 2) 2013-2020 年,教育信息化经费维持 15%的增速。按照这种假设测算的教育信息化经费到 2020 年增长至 5259 亿元。这两组数据反映出,数字教育的发展是有经济基础的。

图 10: 两种假设下的教育信息化经费测算



资料来源: 信达证券研发中心预测, 参考教育部提供的国家财政性教育经费数据

2020 年中小学数字教育市场需求或达 2500 亿

根据 2013 年中国教育行业信息化展望报告的数据显示, 到 2020 年, 我国九年义务在校生约为 16500 万人, 我们假设到 2020 年, 其中 15% 的学生具备条件实现数字教育, 按照我们目前了解的单校数字教育方案收费标准上下浮动一定幅度, 估算人均 10000 元的投入, 那么到 2020 年这个市场需求规模将达到约 2500 亿元。

表 4: 中小学数字教育市场需求测算

	2009A	2015E	2020E
假设一			
K9 在校生 (万人)	15772	16100	16500
数字教育覆盖比例			15%
假设二			
人均投入 (元)			10000
市场空间 (亿元)			2475

资料来源: 《2013 年中国教育行业信息化展望报告》, 信达证券研发中心预测

还有一种更简单的测算方式也提出来供投资者参考, 全国 2000 多个县, 假设到 2020 年平均每个县投入 1 亿元, 那也是 2000 多亿的市场规模。

以上测算未必准确，但给了我们一个启示，数字教育的市场规模至少在千亿以上，而现在实际上做的很少，还有大片的处女地等待开垦。如果说在线教育市场是从 900 亿增长到 4000 亿（这个说法来自新东方俞洪敏提出今后万亿教育市场的 40% 会在线上变现），那么数字教育几乎是从 0 增长到千亿以上。

市场竞争格局：蛋糕很大，天闻赢在起跑线

数字教育市场刚刚起步，天闻数媒具备先发优势。数字教育市场目前的竞争格局，简单概括就是多家布局，天闻数媒一家独大。投资者可能会关心一个问题，即天闻数媒 2011 年搭建平台，2012 年全面投入商用，2013 年收入过亿并实现盈亏平衡，看起来公司有先发优势，但如果砸钱就能做，公司会不会有被竞争对手超越的可能？我们认为，首先，相对整个市场千亿空间来说，天闻数媒一家独大也没大到哪里去，市场份额普遍都小，即使竞争对手切入，比如凤凰传媒、人教网、立思辰等等，大家的战场都还离得很远，现在还不是担心竞争的时候，而是注重扩张的时候。

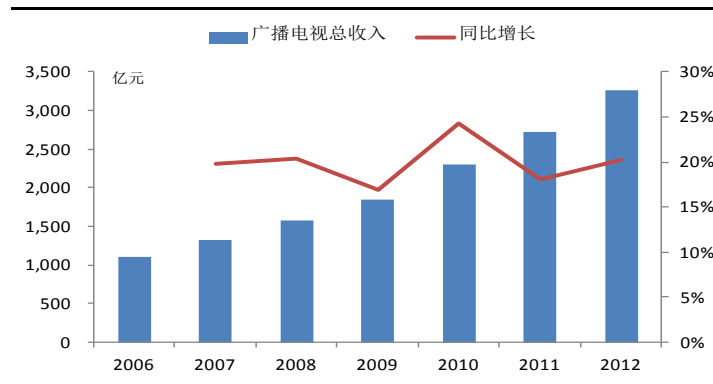
全国中小学校 41 万家，天闻数媒覆盖了 200 多家，而据我们了解的情况，其余竞争者覆盖家数都不超过 10 家。所以，我们认为，数字教育市场的竞争格局比较单一，并不激烈，大家一起推广数字教育的理念，让更多的中小学校接受数字教育方案，引起教育部的重视并获得其支持，共同把市场蛋糕做大才是现在的重点。

牵手湖南教育电视台，加速向全介质迈进

2013 年公司与湖南教育电视台成立合资公司，进军电视媒体领域。公司持有合资公司湖南教育电视传媒有限公司 60% 的股权，获得湖南教育电视台除时政类新闻节目外所有节目的制造供应权、所有广告代理经营权及相关衍生产品独家生产销售权。公司致力于向全介质综合传媒集团转型，合资公司的成立弥补了公司在电视媒体领域的缺环，使得公司朝全介质目标又迈出了坚实的一步。

合资公司的发展方向，体现了公司“线上建平台，线下建网络”的发展思路，其成立后即对湖南教育电视台节目内容进行升级改版，收视率不断提升。合资公司前期收入将主要来自电视节目制作和广告收入，但将不断进行业务结构的调整，最终目标是打通线上线下业务通道，实现线上节目、广告和线下教育相关主题活动策划组织等业务的齐头并进。

图 11：近几年广播电视全行业总收入保持较快增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 5: 子公司湖南教育电视传媒有限公司经营目标 (2013-2017 年)

经营年度	经营目标	线上: 线下	年营收目标
2014 年	由药品保健品为核心的业务结构调整到以日化、快消、培训招生、IT 电子产品和教育地产行业为主, 老年用品及健康行业为辅的多行业并存业务格局。	9:1	6020 万元
2015 年	进一步优化业务经营结构, 完全打通营销策划各个环节, 实现线上和线下销售收入的快速增长	7:3	8428 万元
2017 年	完全打通线上和线下销售两个业务通道	5:5	1.2 亿元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

另外, 合资公司湖南教育电视传媒有线公司也将成为中南传媒发展数字教育业务, 打造教育信息服务全程解决方案提供商的重要载体, 依托公司教育领域的广泛资源, 实现与天闻数媒业务对接。首先, 公司将建立一套完整的集硬件设备、平台软件、应用软件和应有服务为一体的教育视频云服务平台; 其次, 将利用教育视频资源, 为天闻传媒电子书包提供丰富的媒体教育教学素材。合资公司与天闻数媒的结合, 将进一步提升公司在数字教育领域的领先地位。

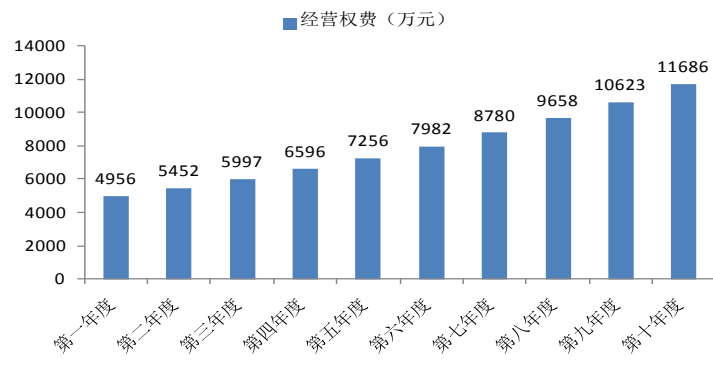
进军地铁广告领域, 打开想象空间

公司全资子公司潇湘晨报集团与长沙轨道交通集团签署《长沙轨道交通 2 号线一期工程地铁平面广告经营合同》, 经营权费第 1 年度 4956 万元, 10 年总经营权费 7.9 亿元。按照户外平面广告项目的一般盈利水平, 我们预计该项目 2016 年有望给公司贡献 1 亿元的营业收入。

地铁平面广告是公司拓展的又一片新领域, 依据长沙市综合交通中长期规划, 城市轨道交通线网由 12 条线路组成, 总长约 456

公里，其中计划 2017 年底建成线路 234 公里，我们按照全长 22 公里的 2 号线一期工程 2017 年实现广告营收 1 亿元推算，仅长沙地铁平面广告 2017 年的市场空间就达 11 亿元。我们认为公司凭借全介质的综合传媒集团的地位，以及国有控股的性质，在省内能获得较大的地铁平面广告市场份额。若公司能成功进军省外市场，那么广告业务增长潜力极具想象空间。

图 12: 长沙地铁 2 号线一期工程广告经营权费



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 长沙计划 17 年末建成 4 条地铁线, 全长 234 公里



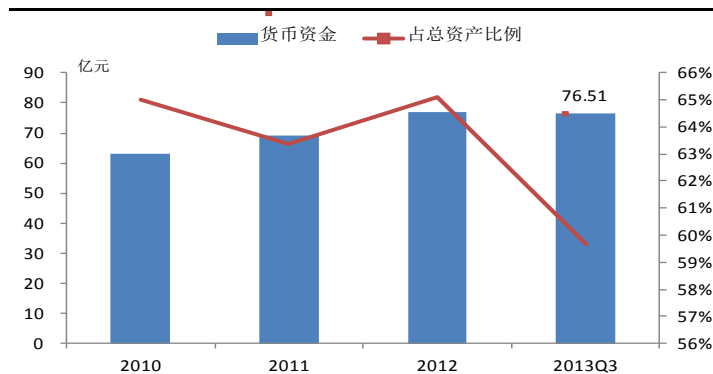
资料来源: 信达证券研发中心

有望加快外延并购, 不断丰富业务线

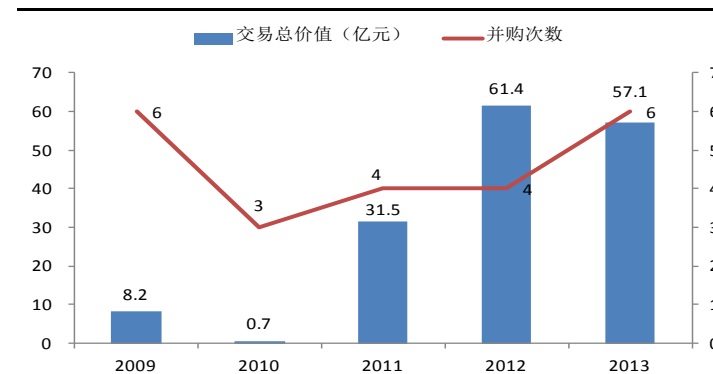
手握 76 亿现金, 2014 年有望加快并购力度。2013 年公司提出并购年, 但当年并购速度不够快。相比之下, 13 年所有传媒行业上市公司发生并购 6 起, 较 12 年增加 2 起, 自 11 年以来并购交易价值也明显提升。13 年传媒上市公司并购标的集中在游戏、视频网站等领域, 其中百视通、浙报传媒等大型地方传媒国企均发生了并购, 拓展互联网和游戏业务。我们认为同样作为转型目标坚定的大型传媒国企, 公司 14 年或将积极寻找标的, 加大并购推进力度。

图 14: 公司在手现金充足

图 15: 近几年传媒行业上市公司并购规模明显增大



数据来源：公司公告，信达证券研发中心



数据来源：wind，信达证券研发中心

表 6: 2013 年上市传媒国企发生的并购

最新披露日	交易买方	交易标的	交易总价值(万元)
2013/5/7	浙报传媒	边锋软件及浩方在线各 100%股权	349000
2013/10/1	百视通	风行网 19.0425%股权	30660
2013/11/9	博瑞传播	漫游谷 70%股权	103600

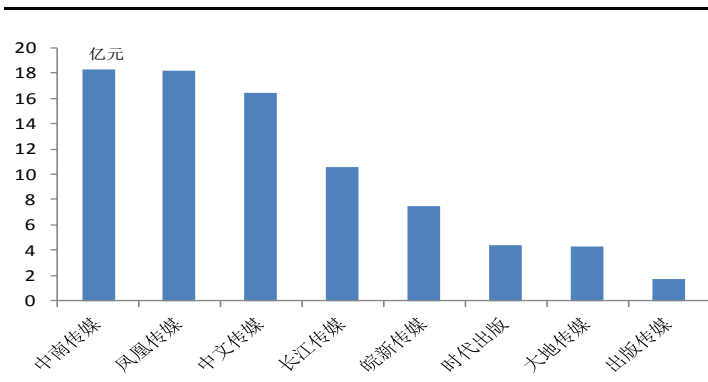
资料来源：wind，信达证券研发中心整理

并购的方向可能集中在移动互联网、游戏、数字阅读等领域。公司积极推动并购，目的是加快拓展新媒体业务，并实现与传统业务的协同，即继续深化向全介质、全流程传媒集团的转型。

传统出版发行业务加快省外扩张，拓宽护城河

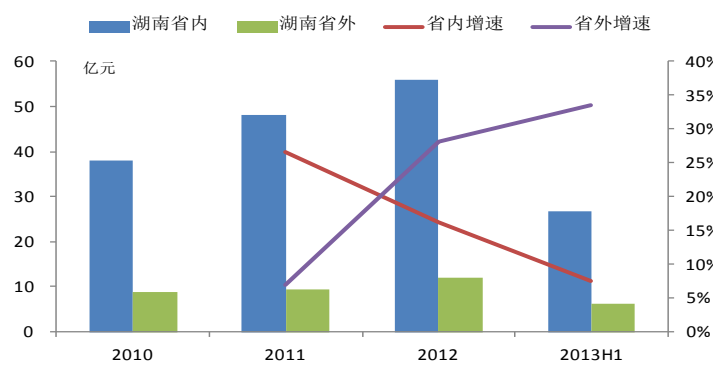
公司加快教辅教材出版发行省外扩张。公司 2012、2013 年上半年省外营收增速均超过省内，主要是因为教辅教材出版发行业务省外增长较快。主要原因有：1、公司加大湘版教材省外推广力度，市场份额提升；2、“一教一辅”新政的实施，湘版教材配套的教辅省外发行量大增；3、13 年循环教材涨价 20%。由于省外市场快速扩张，2013 年上半年公司教辅教材发行规模已超过凤凰传媒，跃居上市出版传媒企业第一位。我们认为，公司数字教育业务在全国范围的扩张也将带动教辅教材出版发行继续向省外渗透。

图 16: 教材发行收入对比 (2013 年上半年)



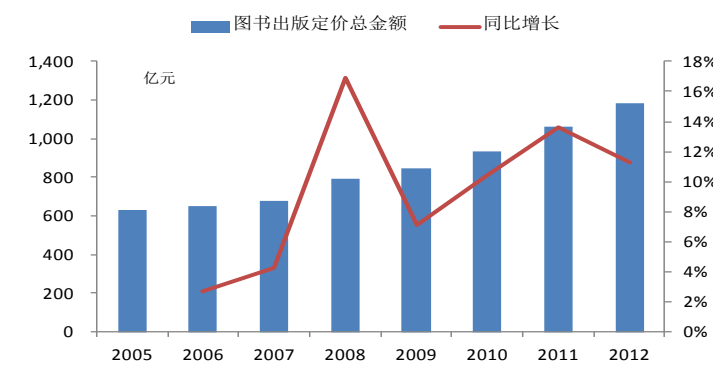
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 公司省外收入增速比省内快



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 图书出版总码洋保持稳定增长

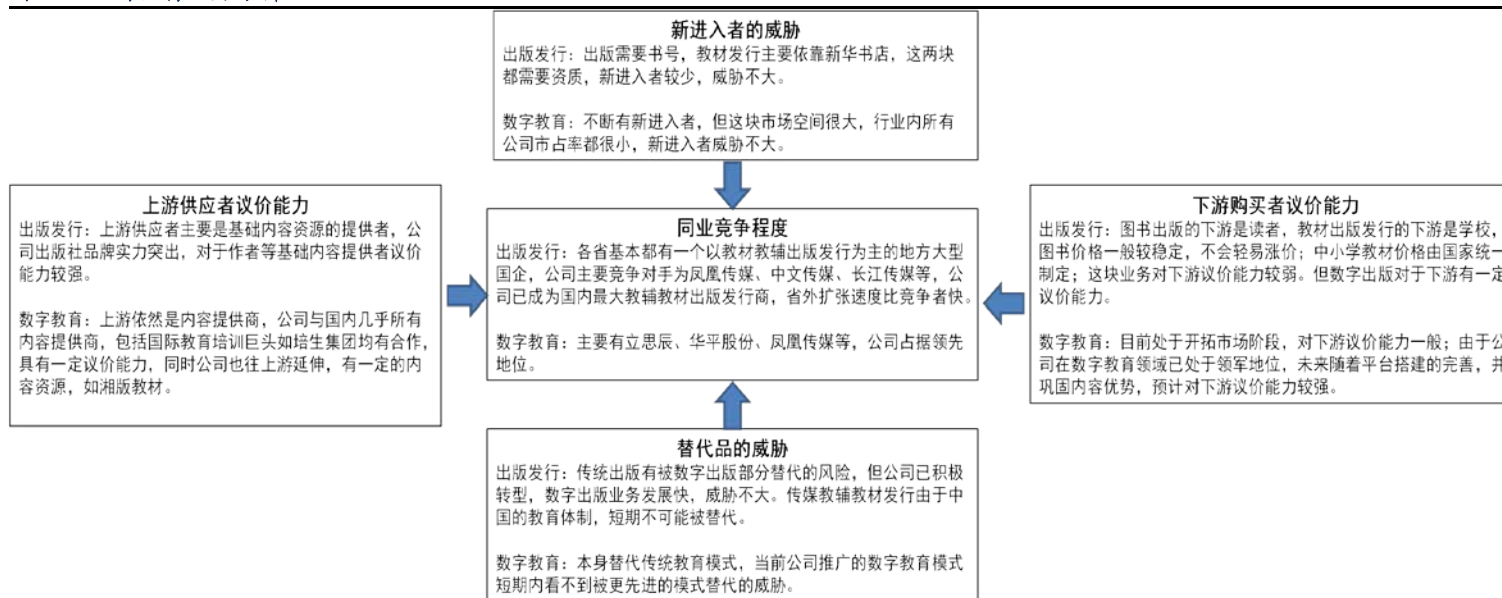


资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 总码洋指全部图书定价总额。

校园书店快速布点, 稳固省内市场。公司发展校园书店是“线下建网络”战略的重要体现, 我们预计校园书店 2014 年将在湖南省所有重点书店全面落地, 2015 年有望覆盖湖南所有的义务制中小学校。

综合来看, 公司不论在以教材教辅为主的传统出版发行领域, 还是在以数字教育为代表的新媒体领域, 在行业内都具有较强的竞争力。短期内也看不到新进入者和替代品的实质性威胁。相比之传统的出版发行业务, 公司数字教育等新媒体业务对于上下游的议价能力将会更强, 因此随着公司转型的深化, 公司无论是在行业内, 还是对于上下游, 综合竞争力是不断增强的。

图 19: 公司波特五力分析



数据来源：信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资建议

关键假设：

- 1、传统出版发行业务省外拓展顺利，收入增速略高于行业增速；
- 2、天闻传媒电子书包业务快速推广；
- 3、数字教育业务由于快速推广，单位成本大幅降低，14年毛利率大幅提升；其他业务毛利率保持稳定。

盈利预测

表 7: 公司分产品收入及毛利率预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入(单位: 亿元)	58.57	69.30	80.29	94.38	109.11	127.26	144.69

发行	40.34	48.45	57.33	66.83	75.53	83.88	91.55
其中：发行-教材教辅	31.26	36.81	42.33	48.68	54.52	59.98	64.77
发行-一般图书	7.08	8.19	9.50	11.02	12.45	14.07	15.48
出版	16.55	18.71	21.18	23.96	26.73	29.63	32.73
其中：出版-教材教辅	11.79	13.19	14.77	16.55	18.20	20.02	22.02
出版-一般图书	3.69	4.19	4.82	5.54	6.37	7.14	7.99
物资	7.19	9.36	11.70	14.04	16.15	18.57	20.42
物资-纸张、印刷耗材等	7.19	9.36	11.70	14.04	16.15	18.57	20.42
印刷	8.48	8.98	9.42	9.70	9.99	10.09	10.19
其中：印刷业务-印刷产品	8.38	8.88	9.32	9.60	9.89	9.99	10.09
报媒	7.14	7.84	8.77	10.15	11.62	12.97	14.37
其中：报媒-广告发布	5.97	6.35	6.86	7.68	8.60	9.46	10.41
内部抵消	-22.08	-25.24	-30.90	-35.66	-40.04	-44.37	-48.41
数字教育等新媒体			1.20	3.50	7.00	14.00	21.00
营业总收入增速	23%	18%	16%	18%	16%	17%	14%
发行	19%	20%	18%	17%	13%	11%	9%
其中：发行-教材教辅	14%	18%	15%	15%	12%	10%	8%
发行-一般图书	44%	16%	16%	16%	13%	13%	10%
出版	19%	13%	13%	13%	12%	11%	10%
其中：出版-教材教辅	11%	12%	12%	12%	10%	10%	10%
出版-一般图书	48%	14%	15%	15%	15%	12%	12%
物资	17%	30%	25%	20%	15%	15%	10%
物资-纸张、印刷耗材等	17%	30%	25%	20%	15%	15%	10%
印刷	17%	6%	5%	3%	3%	1%	1%
其中：印刷业务-印刷产品	17%	6%	5%	3%	3%	1%	1%
报媒	31%	10%	12%	16%	15%	12%	11%
其中：报媒-广告发布	34%	6%	8%	12%	12%	10%	10%
数字教育等新媒体				292%	100%	100%	50%
毛利率	39.6%	38.7%	38.7%	38.9%	38.9%	40.0%	40.3%
发行	32.4%	32.1%	31.7%	31.4%	31.2%	31.1%	30.9%
其中：发行-教材教辅	34.9%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%

发行-一般图书	25.8%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
出版	27.5%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.3%
其中：出版-教材教辅	25.9%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
出版-一般图书	34.8%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%
物资	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
物资-纸张、印刷耗材等	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
印刷	19.3%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
其中：印刷业务-印刷产品	19.4%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
报媒	43.6%	45.2%	45.4%	45.8%	46.2%	46.2%	46.2%
其中：报媒-广告发布	87.2%	84.9%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
数字教育等新媒体			21.0%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心预测

我们预测公司 2013-2015 年营业收入分别为 80.29、94.38、109.11 亿元，同比增速分别为 15.85%、17.55%、16.25%；归属母公司股东的净利润分别为 11.05、12.98、14.87 亿元，同比增速分别为 17.54%、17.43%、14.56%；对应 2013-2015 年 EPS 分别为 0.62、0.72、0.83 元。

估值及投资评级

采用相对估值（市盈率法）对公司进行估值。考虑到公司已经不是传统意义上的出版传媒企业，在数字教育领域潜力巨大，随着转型的不断深入，未来数字教育、营销广告等新媒体业务占比将越来越大，而这两个行业上市公司平均估值明显比出版传媒行业高，因此公司理应获得估值切换，长期估值中枢提升。公司当前股价对应的 2014 年市盈率仅为 18 倍，甚至远低于出版传媒行业平均水平，我们分析主要原因可能是公司市值已超过 230 亿，排名出版传媒行业第一，市场在将公司按照传统出版传媒企业估值的基础上，倾向于给市值较大的公司估值折价。

综合考虑公司新媒体业务的巨大增长潜力，获得估值切换以及市值较大等因素，参照出版传媒上市公司 2014 年平均 PE27 倍，我们给予公司 10% 的估值溢价，即给予公司 14 年 30 倍 PE，对应 6 个月目标价 21.6 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 8：可比上市公司 PE 估值

证券代码	证券简称	市盈率（倍）				总市值（亿元）
		2012A	2013E	2014E	2015E	
	出版传媒/报媒					出版发行收入占比 (2013 年上半年)

600633.SH	浙报传媒	85	38	29	25	189	
601928.SH	凤凰传媒	26	22	19	16	236	98%
601801.SH	皖新传媒	22	19	17	15	111	57% (发行, 无出版业务)
600757.SH	长江传媒	31	24	23	18	100	70%
600551.SH	时代出版	27	25	21	17	85	38%
600825.SH	新华传媒	83	76	61	52	90	52%
600373.SH	中文传媒	28	20	18	14	140	38%
	平均	43	32	27	23		
营销广告							
002400.SZ	省广股份	73	48	34	27	135	
002712.SZ	思美传媒	48	53	45	38	46	
300058.SZ	蓝色光标	103	56	37	28	243	
300071.SZ	华谊嘉信	132	74	57	47	51	
	平均	90	58	43	35		
数字教育							
300235.SZ	方直科技	116	93	77	65	24	
300010.SZ	立思辰	99	73	47	34	46	
002230.SZ	科大讯飞	120	78	50	33	218	
300359.SZ	全通教育	79	87	68	54	34	
600661.SH	新南洋	-70	90	53	33	35	
300205.SZ	天喻信息	141	47	27	18	66	
300074.SZ	华平股份	72	42	29	21	59	
002315.SZ	焦点科技	45		36	29	56	
	平均	80	73	50	37		
601098.SH	中南传媒	25	22	18	16	239	65%

资料来源: wind 一致预测, 信达证券研发中心整理 (股价采用 2014 年 3 月 11 日收盘价)

风险因素

1、天闻数媒数字教育产品推广进度不达预期；

我们对于天闻数媒数字教育产品的推广进度及收入预测，是基于对数字教育市场空间的判断，以及公司当前订单谈判进展而做出的，但是数字教育产品在推广过程中，教师、学生和家長还存在一个接受的过程，因此存在因用户接受度不高，推广进度低于我们预期的风险。

2、图书出版行业增速下滑。

公司传统的出版发行业务在收入中占比较大，2012年国内图书出版总定价增速有所下滑，我们判断未来图书出版行业增速存在继续下滑的风险。虽然公司出版发行业务中占比最大的教材教辅出版发行由于存在刚需，仍将具有较大的市场，但一般图书出版发行增速存在受行业影响而下滑的风险。

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8,776.09	9,774.85	11,262.52	13,012.54	14,905.79
现金	6,902.17	7,713.76	8,863.94	10,286.65	11,832.95
应收票据	11.50	11.09	10.59	12.45	14.40
应收账款	342.36	480.57	493.14	579.68	670.17
预付账款	59.78	40.36	73.84	86.49	99.97
存货	976.42	1,028.83	1,320.76	1,547.01	1,788.06
其他	483.86	500.24	500.24	500.24	500.24
非流动资产	2,117.13	2,074.32	2,109.51	2,088.47	2,140.00
长期投资	12.81	18.67	18.67	18.67	18.67
固定资产	1,166.77	1,139.35	1,176.63	1,108.86	1,264.50
无形资产	747.03	729.81	712.83	698.62	684.25
其他	190.52	186.48	201.38	262.32	172.57
资产总计	10,893.22	11,849.16	13,372.04	15,101.01	17,045.79
流动负债	2,911.23	3,155.82	3,576.92	4,007.81	4,465.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,399.97	1,665.23	1,926.04	2,255.98	2,607.50
其他	1,511.26	1,490.59	1,650.88	1,751.84	1,858.03
非流动负债	44.96	58.85	58.85	58.85	58.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.96	58.85	58.85	58.85	58.85
负债合计	2,956.18	3,214.67	3,635.77	4,066.67	4,524.38
少数股东权益	205.91	179.42	179.42	179.42	179.42
归属母公司股东权益	7,731.12	8,455.07	9,560.46	10,858.54	12,345.60
负债和股东权益	10893.22	11849.16	13375.66	15104.63	17049.41

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,856.57	6,930.36	8,029.03	9,438.06	10,911.25
同比(%)	22.97%	18.33%	15.85%	17.55%	15.61%
归属母公司净利润	802.24	940.46	1,105.39	1,298.08	1,487.07
同比(%)	35.12%	17.23%	17.54%	17.43%	14.56%
毛利率(%)	39.57%	38.65%	38.71%	38.93%	38.95%
ROE(%)	10.87%	11.62%	12.27%	12.71%	12.82%
每股收益(元)	0.42	0.52	0.62	0.72	0.83
P/E	30	25	22	18	16
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	24.7	22.0	18.7	16.2	14.2

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,856.57	6,930.36	8,029.03	9,438.06	10,911.25
营业成本	3,539.15	4,251.56	4,920.74	5,763.69	6,661.77
营业税金及附加	67.28	76.70	80.29	94.38	109.11
营业费用	660.31	834.80	931.37	1,094.81	1,265.70
管理费用	919.05	1,016.76	1,146.55	1,347.75	1,558.13
财务费用	-152.04	-183.93	-190.64	-219.40	-255.09
资产减值损失	73.98	101.70	105.25	128.18	153.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.99	24.96	17.94	17.94	17.94
营业利润	759.84	857.74	1,053.41	1,246.57	1,436.04
营业外收入	58.49	72.74	66.38	66.38	66.38
营业外支出	12.13	9.52	11.63	11.63	11.63
利润总额	806.19	920.96	1,108.16	1,301.33	1,490.79
所得税	0.00	0.04	2.77	3.25	3.73
净利润	806.19	920.92	1,105.39	1,298.08	1,487.07
少数股东损益	3.95	-19.55	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	802.24	940.46	1,105.39	1,298.08	1,487.07
EBITDA	966.88	1,087.70	1,276.22	1,478.16	1,680.91
EPS (摊薄)	0.45	0.52	0.62	0.72	0.83

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1,111.64	1,096.00	1,340.11	1,561.50	1,770.88
净利润	806.19	920.92	1,105.39	1,298.08	1,487.07
折旧摊销	156.08	167.09	168.06	176.83	190.12
财务费用	4.61	-0.35	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	-10.99	-24.96	-17.94	-17.94
营运资金变动	79.68	-69.17	-21.65	-24.59	-42.77
其它	76.07	102.47	106.25	129.13	154.40
投资活动现金流	-461.07	-70.31	-189.93	-138.79	-224.59
资本支出	-168.70	-91.84	-207.87	-156.72	-242.53
长期投资	210.02	924.35	17.94	17.94	17.94
其他	-502.39	-902.81	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-74.60	-226.80	0.00	0.00	0.00
吸收投资	158.68	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-115.21	-0.42	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	115.94	225.44	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	575.71	799.31	1150.18	1422.71	1546.29

中小企业研究团队

谢从军，分析师，2011年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究2年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

杨腾，研究助理，中国人民大学数量经济学硕士，2012年7月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014年起从事中小企业研究。

方光照，研究助理，上海财经大学金融学硕士，2012年7月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014年起从事中小企业研究。

钟惠，研究助理，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事煤炭行业和中小企业研究。

胡申，研究助理，北京林业大学农林经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014年起从事中小企业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。