

中南传媒(601098.SH)

数字教育变革时代的领航者，未来中国的
 培生

评级: **买入(首次)**

目标价 **20.4-21.9**

TMT 首席分析师 联系人
 陈运红 丁婉贝
 S0740513080002 传媒互联网小组
 021-20315198 021-20315193
 chenyh@r.qlzq.com.cn dingwb@r.qlzq.com.cn
 2014年3月24日

基本状况

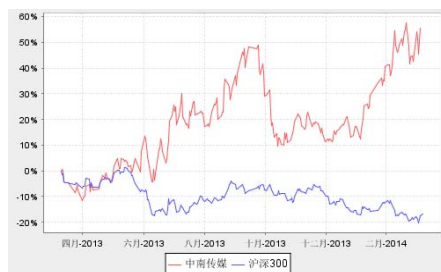
总股本(百万股)	1796.00
流通股本(百万股)	1796.00
市价(元)	14.60
市值(百万元)	26221.60
流通市值(百万元)	26221.60

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,856.5	6,930.3	8,033.8	9,334.2	10,951.1
营业收入增速	22.97%	18.33%	15.92%	16.19%	17.33%
净利润增长率	35.12%	17.23%	19.30%	17.60%	17.26%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.52	0.62	0.73	0.86
前次预测每股收(元)			0.62	0.77	0.93
市场预 每股收益(元)			0.76%	-4.58%	-7.36%
偏差率(本次-市场/市场)			20.24	17.07	17.59
市盈率 倍			14.96	12.76	
PEG	0.58	0.99	0.91	0.85	0.74
每股净资产(元)	4.30	4.71	5.15	5.89	6.75
每股现金流量(元)	0.62	0.61	1.03	0.86	1.08
净资产收益	10.38%	11.12%	12.12%	12.48%	12.77%
市净率	2.10	1.90	2.13	1.87	1.63
总股本(百万元)	1,796.0	1,796.0	1,796.0	1,796.0	1,796.0

备注: 市场预测取万德一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **技术革新使得基础教育数字化成为趋势，海外成熟市场数字化渗透率已非常高。**自 1996 年美国推出关注教育信息化基础设施建设的各项政策以来，美国 K12(从幼儿园到高中的 12 个年级)市场的数字化进程不断在提速，并随着软硬件技术和互联网的发展，逐步从课堂教学软件时代进入到了纯网络课程的在线教育时代。数字教育在美国变得越来越主流。《America's Digital Schools 2008》报告显示，电子白板和测评软件在中小学市场的渗透率都在 70%以上。2011 年 Simba Information 数据显示，估计最少有 68%、最多有 88%的学区采用了一个学习管理系统(LMS)。2012 年美国最新教育政策更是提出在 2017 年实现所有的美国 K12 公立学校学生拥有平板电脑，硬件与学生 1:1 的渗透率将提高到 100%。
- **中国数字基础教育变革刚开启，数字化渗透率不足 1%。**随着教育信息化政策启动试点，中国基础教育数字化刚刚开启。未来全国基础数字教育产业的空间十分广阔，当前不论是学生硬件设备、课程软件，还是学习管理平台等技术产品在全国 30 万所小初高学校中的渗透率都非常低，甚至几乎为零。未来当教育信息化由试点向全国推开时，将迎来该市场的爆发。
- **创新必然对传统教育出版格局构成威胁，培生教育成功实现数字化转型。**培生教育是覆盖 K-12 教育、高等教育、职业教育、英语培训和考试测评的最大的教育出版商。自 1998 年起，培生教育进行了数十次的数字化方面的教育并购。其数字化教育业务收入的比重在 2010 年达 44%，并逐年攀升。
- **公司以培生教育为目标，成为引领国内基础教育数字化的先行者。**公司于 2010 年战略性地成立天闻数媒公司，并于 2011 年与华为技术有限公司共同增资至 3.2 亿元，开始大力拓展数字教育及大众数字阅读业务。历经三年发展，天闻数媒成为了基础教育数字化变革时代的领航者，旗下电子书包商用业务 2013 年新增高达 116 个学校订单。

- **在数字教育领域，天闻数媒具备了先发优势和竞争优势。**1) 技术优势：华为的软件开发能力和领先 2 年的研发投入。2) 内容优势：中南传媒对基础教育的理解和深厚的教师资源。3) 渠道优势：直销和代理商模式下，合资双方在 2B 业务的资源积累。4) 人才优势：既懂技术又懂教育的稀缺复合型人才的培养和储备。
- **数字技术变革带来的机遇远大于挑战。**1) 纸质图书和数字化教学工具将在较长的时间共存，并留给公司充足的转型时间。2) 数字化出版变革从本质上改变了当前教育图书出版发行业条块分割的零散格局，全国布局的行业空间已然打开，基于先发优势公司有望成为全国性的数字教育产业龙头。3) 针对基础教育这样一个收入来源自政府预算的 2B 市场，技术变革使得公司不再局限于过去单纯向当地学校去发行教材和教辅的模式，而是可以真正地与学生、教师用户通过平台、系统和软件去对接，进而形成用户维护和大数据积累。
- **天闻数媒的战略走向：向学习管理平台演进。**根据成熟市场的经验，随着各类教学软件的不增多，来源更加多元化，平台将是学校、老师和学生进行资源管理的必备。因此，长远来看，公司战略必然是走学习管理平台的路线；中期以课程软件、互动课堂产品和测评产品为突破点；就短期来看，市场和用户拓展的渠道建设极为重要。当前国内整体学校的数字化渗透率还非常低，平台模式还不足以成型。
- **投资策略：**公司在其稳定的传统教育出版业务的基础上，在国内数字教育刚启动的时点上战略性地进入了市场前景广阔的数字教育产业，这种创新意识和市场敏锐度在传统国有出版公司中实属佼佼者。基于公司在基础教育数字化领域所具备的先发优势和竞争优势，公司的数字化转型有望取得成功。短期内，国内基础教育数字化市场难以爆发，公司数字业务占比仍然较低，我们预计 2013~2015 年公司 EPS 分别是 0.62、0.73 和 0.86 元。我们给予公司 2014 年高于同类出版公司的 PE 值，为 28-30 倍，对应的 2014 年目标价为 20.4-21.9 元，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 由于可能存在的国内教育投入和政策的变化，国内数字教育产业（尤其是中小学基础教育）的发展速度可能低于预期，并使得公司领先优势不够突出。2) 天闻数媒作为公司（51%）与华为的合资公司，未来可能引入的投资者和潜在的股权结构变化的可能性给公司未来发展和投入上带来不确定性。

内容目录

从传统教育出版出发，引领国内基础教育数字化	- 5 -
数字教育变革时代到来，公司积极推进自我升华	- 5 -
数字教育变革趋势凸显，中国基础教育数字变革启动	- 5 -
天闻数媒成为国内数字教育领域的领航者	- 8 -
天闻数媒的未来：向学习管理平台演进	- 9 -
海外借鉴：美国 K12 市场与培生教育的数字化转型	- 10 -
美国 K12 市场数字化进程提速：从教学软件进入在线教育时代	- 10 -
培生教育的数字化：及时进行自我升华的成功典型	- 12 -
培生教育在 K12 市场的排兵布阵保证了其领先地位	- 14 -
业绩预测与估值	- 16 -
收入预测假设	- 16 -
毛利率和费用预测假设	- 16 -
业绩预测结果	- 17 -
绝对估值	- 17 -
相对估值	- 18 -
风险提示	- 18 -

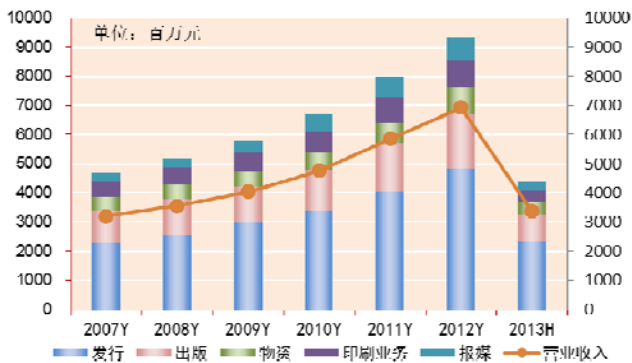
图表目录

图表 1：公司营业收入结构（2006-2013H）	- 5 -
图表 2：公司毛利结构（2006-2013H）	- 5 -
图表 3：中国数字教育产业细分市场	- 6 -
图表 4：中国教育信息化政策	- 6 -
图表 5：美国数字教育政策	- 6 -
图表 6：中国教育支出占 GDP 的比重逐年提升	- 7 -
图表 7：教育投入的国际比较（2005 年）	- 7 -
图表 8：历年中国小初高学校与学生数	- 7 -
图表 9：天闻数媒三大业务板块	- 8 -
图表 10：天闻数媒-数字教育业务体系	- 8 -
图表 11：天闻教育的平台模式	- 10 -
图表 12：2008 年美国中小学校 LMS 五大品牌	- 11 -
图表 13：中小学校数字教育渗透率（2008）	- 11 -
图表 14：K12 Inc 快速发展	- 12 -
图表 15：公立学区学生注册的主要在线课程的类别	- 12 -
图表 16：培生教育庞大的业务体系	- 12 -
图表 17：培生教育各产品学生用户增长情况（单位百万）	- 13 -
图表 18：培生教育并购史	- 13 -

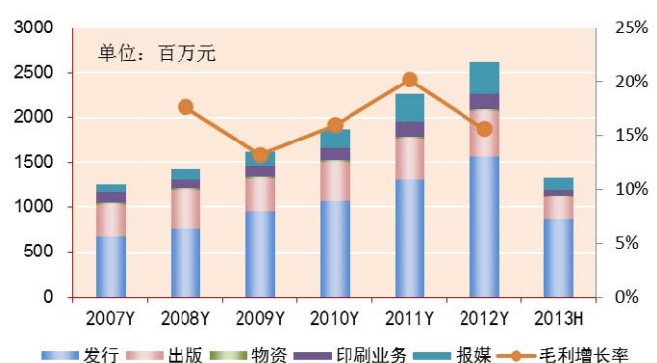
图表 19: 培生集团数字化占比在 2015 年目标为 70%.....	- 14 -
图表 20: K-12 教学软件出版商排名 (1998) (单位百万美元).....	- 14 -
图表 21: 领先 K12 教学软件出版商列表 (2003-2004)	- 15 -
图表 22: Connections Education 的三大业务结构	- 15 -
图表 23: 未来三年营业收入预测	- 16 -
图表 24: 公司各项毛利率预测	- 17 -
图表 25: 公司各项费用预测	- 17 -
图表 26: 公司 DCF 估值情况	- 17 -
图表 27: 传媒可比公司估值表 (对应 2014.03.20 收盘价)	- 18 -
图表 28: 财务报表摘要.....	- 19 -

从传统教育出版出发，引领国内基础教育数字化

- 中南传媒是国内出版传媒龙头企业，在大众图书领域以博集天卷品牌位列行业第一，在教育出版领域亦是行业龙头。公司旗下包含出版、发行、物资、印刷和报媒五大业务板块，当前传统出版业务仍占据主导地位，新媒体业务占比依然非常小。根据公司业绩快报，2013 年公司营业收入为 80 亿元，同比增长 15.9%，营业利润 10 亿元，同比增长 19.5%，净利润 11 亿元，同比增长 17.55%。总体上，传统出版业务保持着稳步增长的态势。

图表 1: 公司营业收入结构 (2006-2013H)


来源：公司财报、齐鲁证券研究所；备注：数值为去内部抵消前。

图表 2: 公司毛利结构 (2006-2013H)


来源：公司财报、齐鲁证券研究所；备注：数值为去内部抵消前。

- 在数字化带来了图书出版行业变革的背景下，公司于 2008 年启动了战略转型，成立天闻数媒公司，并于 2011 年与华为技术有限公司共同增资至 3.2 亿元，开始大力拓展数字教育及大众数字阅读业务。2013 年数字业务的销售收入大幅上扬至约 1 亿元，转型开始取得成效。2013 年中报显示，公司上半年数字媒体业务营收同比增长接近 900%，旗下电子书包商用业务新增高达 116 所学校订单，相比 2012 年全年的 18 所学校订单可谓进展神速。
- 我们认为，中国基础教育的数字化变革才刚开启，公司作为引领国内基础教育数字化的先行者，具备了先发优势。同时，数字化出版变革从本质上改变了当前教育图书出版发行业条块分割的零散格局，全国布局的行业空间已然打开，公司有望成为全国性的数字教育产业龙头。
- 天闻数媒作为基础教育数字化变革时代的领航者，在数字教育产业竞争中，具备如下的优势：
 - 技术优势：华为的软件开发能力和领先 2 年的研发投入。
 - 内容优势：中南传媒对基础教育的理解和深厚的教师资源。
 - 渠道优势：直销和代理商模式下，合资双方在 2B 业务的资源积累。
 - 人才优势：既懂技术又懂教育的稀缺复合型人才的培养和储备。

数字教育变革时代到来，公司积极推进自我升华

数字教育变革趋势凸显，中国基础教育数字变革启动

- 网络、数字内容和软件等教育技术的发展和成熟正在中国掀起一场教育革命,教育产业正在从以教科书为主的学习环境开始向数字内容为主的、互动的、个性化的学习环境转变。在这场数字教育变革的浪潮中,每个细分教育市场的数字化的速度和程度将有所不同。

图表 3: 中国数字教育产业细分市场



来源: 齐鲁证券研究所

- 正如美国成熟市场已经呈现出的特征,我们认为中国基础教育市场的数字化会是所有细分市场中进程最慢的一个。而相比于美国完善的校园基础设施,今日的中国小初高校园的基础设施还非常之弱,市场空间可谓非常大。基于国情所限,在今后一段时期内,基础教育数字化未来的发展将离不开政策的推动和地方教育预算的倾斜。
 - 政策解析: 通过中美教育政策对比,可见目前中国教育政策整体上还处于 1996 年美国推动学校教育信息化基础设施建设的阶段,整整落后了近 20 年。然而,也正是在 90 年代中期到 2000 年初的 10 多年间美国数字教育产业开始起航,美国市场上涌现出了诸多的数字教育软件和在线教育公司,比如我们分析过的刚被谷歌入股的 Renaissance Learning 等。

图表 4: 中国教育信息化政策

时间	政策和部署	内容
2013年7月	进一步加强教育管理信息化工作的通知	建设覆盖全国教育的学生、教师、经费、资产等管理信息系统,建成国家教育管理公共服务平台
2012年11月	教育部正式公布第一批教育信息化试点单位名单	56个地区教育部门或政府部门成为区域信息化试点单位,360余所中小学、170余所职业院校、70余所高校、30家单位成为专项试点信息化试点单位,32家单位成为国家数字教育资源公共服务平台规模化应用专项试点
2012年4月	《教育部等九部门关于加快推进教育信息化当前几项重点工作的通知》	推进农村中小学宽带接入与网络条件下的教学环境建设;推进网络学习空间建设;建设教育资源公共服务平台;建设教育管理公共服务平台;加大教师应用信息技术能力的培训力度
2012年4月	刘延东委员关于全国教育信息化工作电视电话会议	确定基于“三通两平台”模式的教育信息化发展导向,即实现“宽带网络校校通”、“教学资源班班通”、“网络学习空间人人通”;加强数字教育资源公共服务平台、教育管理信息系统平台的建设
2012年3月	教育信息化十年发展规划(2011-2020)	建立政府引导、多方参与、共建共享的开放合作机制

来源: 教育部、齐鲁证券研究所

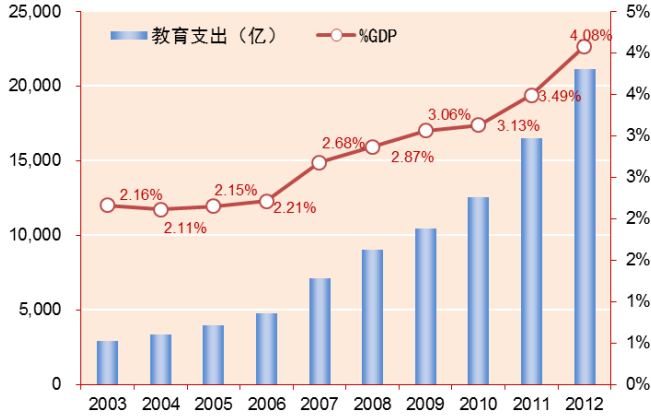
图表 5: 美国数字教育政策

时间	政策	内容
2012年	美国数字化教育的第一一个五年计划	在2017年让美国所有K-12公立学校学生用上平板和电子课本
2006年	提出1:1 数字学习	1:1 意味着每名教师和学生都拥有一台计算机和相关软件,可以上互联网,可以在任何时间、任何地点进行学习和交流
2005年	《迈向美国教育的黄金时代: 因特网、法律和当代学生变革展望》	主要侧重于推进信息技术应用的措施
2000年	《电子学习: 在所有孩子的指尖上构建世界课堂》	主要关注信息技术设备在教学和学习中的利用
1996年	《让美国的孩子为21世纪做好准备: 面向科技素养的挑战》	主要关注教育信息化基础设施建设

来源: 齐鲁证券研究所

- 教育预算分析: 自 2003 年以来,我国教育支出占 GDP 比重不断上升,从 2003 年的 2.16%增长到 2012 年的 4.08%水平。与此同时,我国近年经济发展迅速, GDP 增长较快,以教育支出绝对额来看,

10年间将近翻了三番。2012年，我国教育支出占全年GDP比重达4.06%，首次超过4%水平。从国际对比来看，我国政府对教育产业的投入不断加大，逐渐趋进OECD国家水平。可见，在经济发展的同时，我国政府对教育产业发展的重视程度也在不断加深。

图表 6: 中国教育支出占 GDP 的比重逐年提升


来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 7: 教育投入的国际比较 (2005 年)

国籍	全部教育支出占GDP (%)		
	财政性教育拨款	私费负担	合计
瑞典	6.2	0.2	6.4
法国	5.6	0.5	6.1
英国	5.0	1.2	6.2
OECD平均	5.0	0.8	5.8
美国	4.8	2.3	7.1
韩国	4.3	2.9	7.2
澳大利亚	4.3	1.5	5.8
德国	4.2	0.9	5.1
日本	3.4	1.5	4.9
中国	2.15		

来源: OECD、齐鲁证券研究所

- 基于政策的梳理和分析,我们认为中国基础教育数字变革已经开始启动。基于学校管理的信息系统的发展是第一步,而学校网络、硬件和教学软件设施的发展或许可能一步到位。在数字校园正在从“桌面时代”走向“移动时代”的当下,学生移动设备、课程软件和学习管理平台将在有条件和教育预算足够的一线城市慢慢铺开,相关公司也将慢慢发展起来。如,2013年“教育信息化暨电子课本与电子书包标准及应用国际论坛”上,上海宣布将在2014年4月完成全部1500种中小学电子教材的制作,并于9月在上海中小学的每门课程开始使用。
- 未来全国基础数字教育产业的空间十分广阔。当前该细分市场数字化才刚刚开启,不论是学生移动设备、课程软件,还是学习管理平台等的渗透率都非常低,甚至几乎为零。天闻数媒作为这一领域的领航者,也只在2013年爆发性新增一两百所学校订单,而2012年全国小初高学校合计有近30万所,在校学生数合计170百万人。由此可见,市场空间广阔。

图表 8: 历年中国小初高学校与学生数

年度	在校学生数 (百万人)			学校数 (万所)		
	普通小学	初中	普通高中	普通小学	初中	普通高中
2012	96.96	47.6	24.7	22.8	5.3	1.35
2011	99.3	50.7	24.5	24.1	5.4	1.37
2010	99.4	52.76	24.3	25.7	5.5	1.41
2009	100.7	54.3	24.3	28	5.6	1.46
2008		55.7			5.8	
2007	105.6	57.2	25.2	32	5.9	1.57
2006	107.1	59.4	25.1	34.2	6	1.62
2005	108.6	61.7	24.1	36.6	6.2	1.61

来源: 教育部官网、齐鲁证券研究所

天闻数媒成为国内数字教育领域的领航者

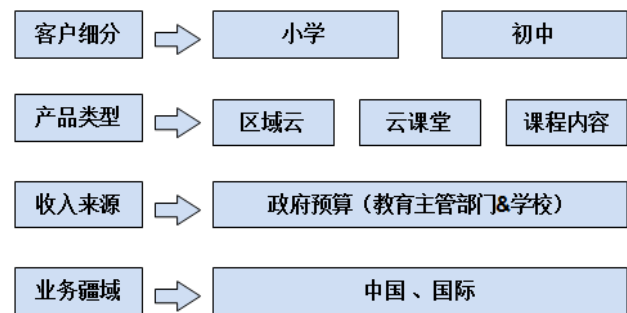
- 天闻数媒成立于 2008 年，2011 年中南出版传媒集团股份有限公司和華為技术有限公司共同增资至 3.2 亿元，是中南传媒数字内容资源的唯一运营主体和数字资源对外合作的唯一窗口。天闻数媒旗下包含三大业务板块：数字教育、大众数字阅读和定制化的政企信息化和培训解决方案。
 - 大众数字阅读：1) 内容提供模式。以 B2B2C 为商业模式，整合自有资源（中南传媒旗下出版社、博集天卷、天闻动漫）以及机械工业出版社、Pearson 等第三方内容资源进入运营商阅读平台，公司与营运商进行分成。2) 自建阅读平台模式。Read365 社区，以及 Read 365 APP，提供精品阅读、天天听书、漂流书语、书友社区等服务。
 - 政企板块：以“内容+终端（pad）”的形式为政企培训提供数字化解决方案。具体分为 1) 舆情业务：600 多种纸媒、门户网站、论坛、微博、微信的监控，定位 B2G（政府）。2) 军方业务：获得 C+级军用安全认证，供军队使用的 PAD，打开军方信息化的市场。3) 电子公文包：为政府部门以及企事业单位量身定做的开放式学习、移动办公的整体解决方案；4) 资源管理平台：天闻数媒是文化部文化共享工程的合作伙伴，公司目前与文化部已经有很多合作项目。

图表 9：天闻数媒三大业务板块



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 10：天闻数媒-数字教育业务体系



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 天闻数媒数字教育业务的商业模式为以教育主管部门或学校为购买方的 2B 业务，客户涵盖基础教育中的小学和中学，销售区域以国内为主，同时积极开拓海外。公司已推出的具体产品为单校产品和区教育云产品。
 - 单校产品（AiSchool 云课堂系统）：公司通过代理商体系进行渠道推广，从单校切入，提供“课程软件+系统+终端（pad）”的互动课堂产品。这一产品完美支撑数字化教学，很好地解决教师备课任务繁重、测评方式单一、学生课业过重等问题，并最终实现高效课堂和个性化学习。这一产品 2013 年覆盖学校数达 200 余所。
 - 区教育云产品：区县教育云产品是在单校产品的基础上，增加了教育资源共享和教学管理信息系统的区教育云平台。该平台可以同时为学生、家长、老师提供全面的教学服务，通过 1:1 终端实现网络学习、个性化学习和交互式学习。目前公司签约了深圳龙岗区、上海闵行两个地区。教育云是由当地政府或者教育主管部门购置，再配属区内学校。因此，区教育云业务具有非常高的进入壁垒，包括资金实力、技术/运营能力、当地政府资源等，任何一项都构成了

较大的竞争壁垒。

- 天闻数媒作为基础教育数字化变革时代的领航者，目前在数字基础教育这一细分领域具备领先优势。我们认为，在未来数字教育产业竞争中，公司将具备独特的竞争优势如下：
 - 技术优势：在华为深厚的软件开发能力的背书下，公司技术优势明显。同时，2011年至今公司累计研发投入2亿，领先优势明显。公司总员工260人中，研发人员占到多数，为160人。
 - 渠道优势：无论是华为还是中南本身的业务都主要是2B的模式，双方在2B业务拓展和政府资源方面都有很深厚的积累。公司教育产品销售模式主要为直销和代理商模式，公司总员工260人中目前超过100是销售。销售团队建设随着公司未来拓展的学校和学区不断增多将越来越重要。
 - 内容优势：中南传媒对基础教育的理解和深厚的教师资源，研发的课程软件产品。同时，公司专门成立的数字教育研究院，对用户的需求和用户体系进行甄别、接受和响应。
 - 人才和产品优势：目前国内的数字教育领域最缺的不是软件技术，也不是教育内容，而是在既懂技术又懂教育的复合型人才开发出来的适宜教学的课程软件产品。2013年天闻在上百所学校安装了数字教育系统，说明了公司产品正逐渐被市场接受。因此，公司率先对复合型人才的培育已经有所成效，这些稀缺人才对公司未来的发展将起到关键作用。

天闻数媒的未来：向学习管理平台演进

- 我们看好数字教育领域的市场潜力，同时认可公司进入该市场所具备的技术、内容和渠道建设能力。对公司来说，数字技术的变革既是挑战，又是极大的机遇。
 - 虽然针对基础教育的市场依然是一个收入来源自政府预算的2B市场，但技术变革使得公司不再局限于过去单纯向当地学校去发行教材和教辅的模式，而是可以真正地与学生、教师用户通过平台、系统和软件去对接，进而形成用户维护和大数据积累。
 - 基于网络传输和软件易复制的特点，过去基于各省新华书店的教材教辅发行体系的分割格局有望被打破，公司有望在全国范围上进行市场占领。
 - 从课程内容维度来看，局限性和垄断特征也将大为减少。过去课堂上的课本常常根据各地的考试标准去采用人教版、湘教版等。而天闻数媒的课程软件领先优势使其可能成为教育部的标准，向全国推广。此外，数字教育领域包含课程软件、学习管理系统和测评软件等各种各样的教学软件，更似课本、教辅和教学过程相互融合的综合体。因此，产品的局限性将大为减少。特别是在自然科学领域，教学软件和数字化的进展受意识形态的阻碍将远远小于文科学科，进而将得到更快的发展。
- 我们认为，当前中国的数字教育产业还处在初期。随着数字化趋势的推进，会有更多的教育软件公司以单一课程软件或是学校管理系统软件等

形式切入。当前线上公开的教育平台和课程内容也在快速发展，未来线上的内容也有望接入校园的学习系统。

- 因此，长远来看，公司未来的战略必然是走学习管理平台的路线；在中期以课程软件、互动课堂产品和测评产品为突破点；短期内，市场和用户拓展过程中，渠道建设极为重要，甚至从单校系统中拆分出来的单一课程软件产品进行销售亦是可以尝试的渠道建设模式。就短期来看，整体学校的数字化渗透率还非常低，平台模式还不足以成型，但随着未来课程软件、教学软件和测评产品类型的不断增多，来源更加多元化，平台是学校、老师和学生进行资源管理的必备。

图表 11: 天闻教育的平台模式



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

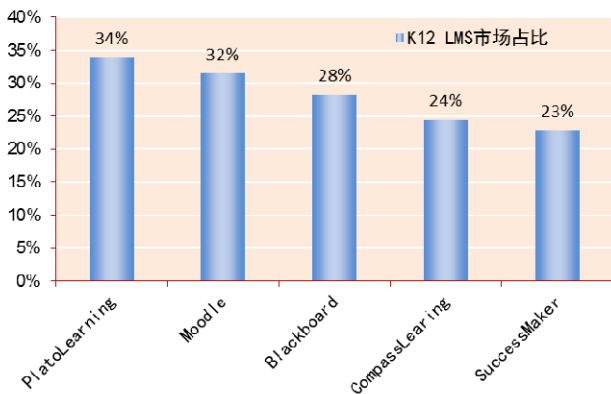
海外借鉴：美国 K12 市场与培生教育的数字化转型

美国 K12 市场数字化进程提速：从教学软件进入在线教育时代

- 从 90 年代大批的教学软件、学生信息系统公司出现，到今日涌现出的大量的学习管理平台、纯网络在线课程和移动 APP，这场革命在美国已经进行了十几年，数字教育在美国变得越来越主流。
- 从数字教育产业的细分市场来看，按学生的成长阶段来分，可以分为 K-12（小初高）教育、高等教育和职业教育。经过多年的发展，美国的数字教育呈现出如下细分市场格局：以高校为主要市场的学习管理系统（LMS）；以大学为主导的公开课市场（MOOC）；大学远程在线教育（Uni E-learning）市场；针对 K12（小初高）的平板电脑、教学测评软件、学习管理系统（LMS）市场，以及中小学远程在线教育市场（School E-learning）。
- 就美国 K12 教育这一细分市场而言，美国从 90 年代初开始发展数字教学软件市场，目前已经进入了纯网络教学的 K12 公立特许网络学校时代。但整体而言，K12 数字教育的发展程度比职业教育和高等教育要慢得多。我们认为，基础教育市场发展慢于高等教育市场和职业市场的原因在于，基础教育费用主要由政府预算来支出，其数字教育基础设施的建设进度取决于政府的投入和相关政策的推进。此外，学生年龄差异带来的行为特征差异也是导致 K12 在线教育发展较慢的原因。
- 总体上，美国 K12 的教学软件市场发展起于 90 年代，目前教学软件、学习平台等数字化教学工具的渗透率也已经较高。《America's Digital

Schools 2008》报告显示，电子白板和在线测评软件这两种数字教学工具在中小学的使用中已经非常主流，渗透率都在70%以上。其中，在线测评渗透率的快速提升缘于奥巴马“不让一个孩子掉队”的教育政策的推出。但孩子与电脑设备1:1的硬件设施的渗透率相对较低，2007年的统计显示只有27%的学校为学生提供电脑，进行个性化教学。然而，随着过去五年平板电脑的快速发展，现在学校为学生配备电脑设施并进行1对1个性化教学的比例应该正在提升。

- K12 的学习管理系统（LMS）市场在过去几年快速发展。《America's Digital Schools 2008》报告显示，在美国有48%的中小学校使用LMS，而有的学区会同时使用多个LMS服务。前五大品牌分别为：PlatoLearning、Moodle、Blackboard、CompassLearning 和培生集团的SuccessMaker。而根据2011年Simba Information/MCH Strategic数据，根据LMS的定义不同，估计最少有68%，最多有88%的学区采用了一个LMS系统。
 - K12 学校的LMS发展较慢的原因在于，K12学校的LMS和高等教育的LMS有较大的差异，高校LMS市场以Blackboard为主导，更多的是一个学校行政管理系统。而中小学LMS需要对接州课程标准和以测评为导向的教学软件的接入等。因此K12的LMS产品正在从一个单纯的学校行政管理平台变成了为管理者、老师、学生和家長服务的在线教育平台。

图表 12: 2008 年美国中小学校 LMS 五大品牌


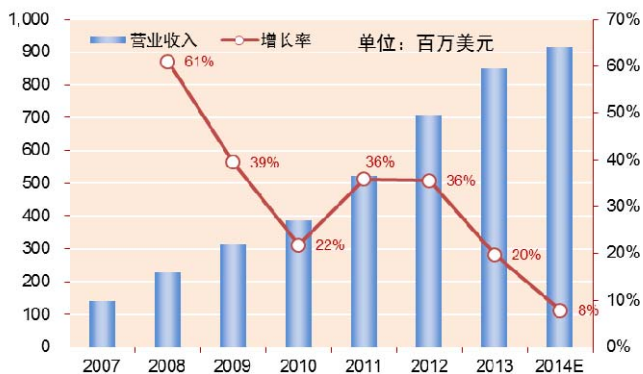
来源：《America's Digital Schools 2008》、齐鲁证券研究所

图表 13: 中小学校数字教育渗透率 (2008)

	Yes	No
互动电子白板	85%	15%
在线测评	70%	30%
学习管理系统 (LMS)	47%	53%
1对1电脑教学设施	27%	73%

来源：《America's Digital Schools 2008》、齐鲁证券研究所

- 不同于大学公开课（MOOC）的蓬勃发展，K12 在线教育市场还较小，但也在快速发展。美国上市公司 K12 Inc 亮丽的财报中不断攀升的公立网络在线特许学校业务的收入，显示了美国在线教育时代已经到来，美国在线教育的渗透率在快速提升。根据 K12 Inc 和 MDR 对学区和学校层面负责人调查数据显示：1) 2013 年 81% 的受访者表示他们的学校提供在线课程，这比 2012 年 66% 提升了 15 个百分点。2) 66% 的受访者表示他们更喜欢混合型在线教育模式，相比之下只有 34% 的受访者使用完全在线教育模式。3) 在超过 1 万个学生的学区里面，完全在线教育项目的比例从 2012 年 27% 增长到了 48%。

图表 14: K12 Inc 快速发展


来源: 彭博、齐鲁证券研究所

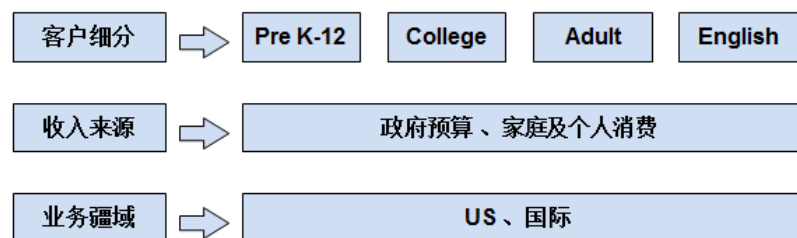
图表 15: 公立学区学生注册的主要在线课程的类别

课程类别	学区占比
主修和选修的学校课程	65%
修补学分	62%
双入学协议的相关课程	47%
跳级班课程	29%
职业和技术教育课程	27%

来源: 美国教育部 (2011.11)、齐鲁证券研究所

培生教育的数字化: 及时进行自我升华的成功典型

- 培生教育业务涵盖 K-12 (中小学) 教育、高等教育、职业教育、英语培训和考试测评, 是拥有包括美国和国际的、包括公立学校和个人消费者的最大目标客户群体的教育出版商。

图表 16: 培生教育庞大的业务体系


来源: 培生官网、齐鲁证券研究所

- 在技术变革带来的行业环境变化的压力下, 培生教育通过并购等手段及时地进行自我升华。目前, 培生教育在各个细分市场都占据较为重要的行业地位, 这与某些在单一具体领域占据龙头地位的公司较为不同。
 - 学习管理系统 (LMS) 市场: 美国高校 LMS 市场主要由 Blackboard 和 Moodle 主导, 两者市场占有率超过 60%。培生旗下的 Learning Studio (之前收购的 eCollege) 和 2011 年推出的免费的平台 Openclass 则占据不到 5% 的市场份额; 而在 K12 的 LMS 市场, 培生的 SuccessMaker 在 2008 年的调查中排名第五, 学校使用率达到 24%。根据公司公告, SuccessMaker 的服务学生数从 2008 年的 200 万增长到 2011 年的 310 万。
 - 在高校 MOOC 公开课市场, 培生集团没有抢占到如 Coursera、edX、Udacity 三大平台的地位, 但培生集团旗下的测评部门 Pearson Vue 成为了 edX、Udacity 的合作方。
 - 在高校远程在线教育领域, 培生收购的 Embanet Compass 及旗下内生的 Course Connect 业务合计占据市场份额第一的位置。
 - 在 K12 远程在线教育领域, 培生通过收购 Connections Education

Group, 成为 K12 在线教育市场排名第二的领先企业, 第一的是 K12 Inc.

图表 17: 培生教育各产品学生用户增长情况 (单位百万)

	2008	2009	2010	2011	CAGR
MyLabs	3.6	4.8	6.3	7.8	29%
SuccessNet	3.7	4.4	6.1	6.2	19%
PowerSchool	6.1	8.5	9.4	10.0	18%
LearningStudio	1.1	1.4	2.6	2.8	37%
PearsonAccess	1.0	1.7	3.7	5.7	79%
AIMSweb	2.2	3.1	3.9	4.1	23%
SuccessMaker	2.2	2.5	2.8	3.1	12%
Schoolnet				3.2	
Total	19.9	26.4	34.9	42.9	29%

来源: 公司公告、彭博、齐鲁证券研究所

- 在培生教育的数字化推进过程中, 并购是其发展的重要手段。其数字教育相关的第一笔并购发生在 1998 年, 培生以 36 亿美元收购 S&S 集团, 一举成为市场份额第一的电子教学材料出版商, 开始了数字化出版转型。并在此后的 10 余年时间里进行了数十次的数字化方面的教育并购。

图表 18: 培生教育并购史

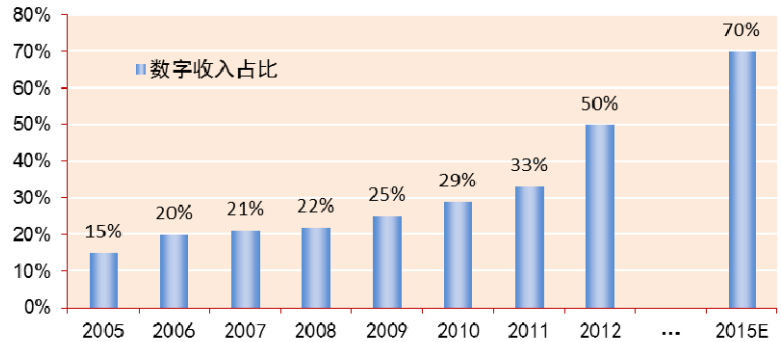
时间	并购对象	并购协同
1998年5月	Simon & Schuster旗下教育技术业务部门Computer Curriculum Corp	CCC拥有软件、网上课程软件和卫星电视等技术, 拥有20%的电子教材市场份额。
2000年7月	美国顶级教育测试及数据库管理厂商国家计算机系统公司(NCS)	NCS提供软件、系统和教育相关的基于互联网的管理系统
2003年	英国最大的学术和职业资格颁证机构Educe公司	强化职业教育领域
2003年	著名的教育理论和教学技能研究公司Lesson Lab	强化教师职业培训业务, 整合集团的职业培训业务
2003年11月	Scholar 公司	进入美国 K-12 教育管理系统和教学软件市场
2005年6月	WRC 传媒集团旗下的AGS Publishing	加强在考试和教材出版这两块发展最快的业务
2006年1月	职业测试公司Promissor	整合进其专业评测公司Pearson VUE, 整合两大世界领先的专业技能评测公司
2006年4月	美国领先的教师资格证评测公司National Evaluation Systems (NES)	强化教师职业培训业务
2006年5月	第三大学生信息系统PowerSchool和第二大的Chancery Software	整合成为Pearson School Systems业务, 强化学习管理系统业务
2007年5月	Harcourt Assessment和Harcourt Education International	强化其测评和国际业务
2007年	创办于1996年在线远程教育公司eCollege	进入高等教育市场的在线教育和网络学位教学业务
2008年	Learning Education Center (LEC)、Dell English	进军中国英语教育培训市场
2009年4月	华尔街英语 (Wall Street English)	强化中国英语教育培训业务, 深入中国市场
2009年4月	National Transcript Center (NTC)、软件公司Intellipro.NTC	整合进测评业务
2009年10月	专注于教师培训的A+RISE	整合进旗下 Teacher Education & Development Group
2010年11月	学生信息系统服务提供商Administrative Assistants	培生的PowerSchool and Chancery SMS systems为1100万名学生提供服务, 并购后培生在全球的学生服务量将达到15 million
2011年1月	TutorVista公司控股权	在线教学公司TutorVista成立于2005年, 专注于英语、数学等
2011年4月	现金收购Schoolnet	强化提供评测、课程和其他服务
2011年9月	现金收购Connections Education	进入K12州立公立特许网络学校市场
2011年10月	TQ holding	强化在政府、机构和公司领域的技术教育和职业培训
2012年	创立于1997年的硅谷软件公司Globalenglish	领先的基于云服务的商务英语测评和服务软件提供商
2012年5月	创立于1997年的Certiport	强化IT技能培训业务
2012年10月	美国在线教育服务提供商Embanet Compass Group Inc	强化大专院校在线课程业务
2013年12月	巴西成人英语教育领导者Grupo Multi	强化其国际英语培训业务

来源: 官网、Reuters、齐鲁证券研究所

- 总体上, 培生教育不断向数字化推进, 集团总体收入中数字化业务占比逐渐提高, 公司目标在 2015 年数字业务占比要达到 70%。而其中数字

化产品和服务收入占培生教育收入的比重从2005年的30%增长到2010年的44%，并逐年攀升。

图表 19: 培生集团数字化占比在 2015 年目标为 70%



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

培生教育在 K12 市场的排兵布阵保证了其领先地位

- 收购 CCC，成为教学软件市场龙头。**美国 K12 教育软件市场兴起于 90 年代 PC 电脑开始普及的时候，当时没有技术积累的培生教育通过收购快速切入教学软件市场。1998 年，培生以 36 亿美元收购 S&S 集团旗下的 CCC，一举成为市场份额第一的教学软件提供商。Simba Information 在 1998 年对美国 K-12 教室使用的教学软件（包括课程软件和在线课程服务等）市场分析表明，培生教育在 K12 教学软件市场处于领先地位。

图表 20: K-12 教学软件出版商排名 (1998) (单位百万美元)

Rank		Revenues ¹			Share		
		1999 ²	1998	Change	1999	1998	Change
1	Pearson Education/CCC	\$170.0	\$161.2	5.5%	14.8%	16.1%	-7.9%
2	Mattel/TLC	\$185.0	\$125.0	48.0%	16.1%	12.5%	29.3%
3	Primedia	\$118.5	\$110.8	6.9%	10.3%	11.1%	-6.6%
4	Ripplewood/Jostens Learning	\$114.0	\$100.0	14%	9.9%	10.0%	-0.4%
5	McGraw-Hill/ODC	\$78.0	\$62.0	25.8%	6.8%	6.2%	9.9%
6	Havas Interactive	\$69.0	\$56.2	22.8%	6.0%	5.6%	7.2%
7	Advantage Learning Systems	\$87.7	\$54.8	60.0%	7.6%	5.5%	39.8%
8	IBM/Edmark	\$48.4	\$44.0	10.0%	4.2%	4.4%	-3.9%
9	TRO Learning	\$33.9	\$29.5	14.9%	3.0%	2.9%	0.4%
10	HMI/Sunburst Communications	\$27.5	\$26.0	5.8%	2.4%	2.6%	-7.6%
11	Scholastic	\$19.5	\$16.5	18.2%	1.7%	1.6%	3.2%
12	Torstar/Tom Snyder	\$15.0	\$12.5	20.0%	1.3%	1.2%	4.8%
Top 12 Total		\$966.5	\$798.5	21.0%	84.2%	79.7%	5.7%
Total Industry		\$1,147.4	\$1,002.2	14.5%			

来源：Simba Information、齐鲁证券研究所

- 在学生管理信息系统市场领先，并转入 LMS 市场。**在 2003 年收购 Scholar 公司后，培生开始介入 K-12 教育管理系统市场。图 9 统计了 2004 年培生的教学软件 Pearson Digital Learning 业务和 Pearson School Systems 学校管理系统业务在行业的排名情况。2006 年，公司收购第三大学生信息系统（SIS）PowerSchool 和美国市场第二大学生系统公司 Chancery Software，并将其整合进 Pearson School Systems 业务。而随着教学软件提供商和软件数量的增多，学校急需强大的学习

管理平台，因此基于某些课程的教学软件市场和学习管理系统（LMS）市场成为两个独立的市场，培生也推出了自己的学习管理平台 SuccessMaker。

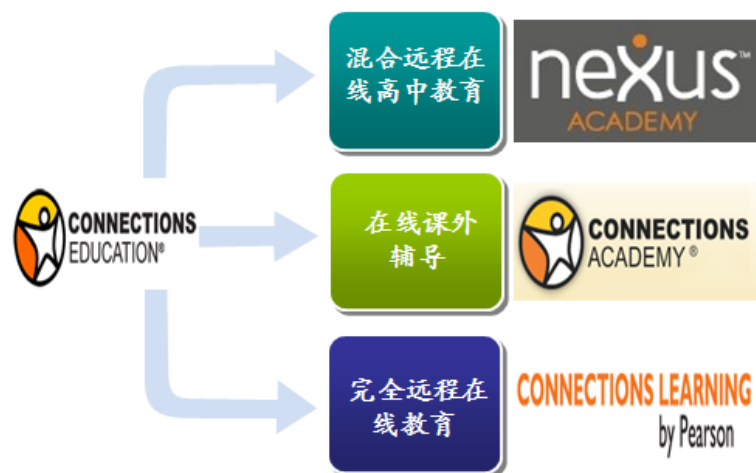
图表 21: 领先 K12 教学软件出版商列表 (2003-2004)

Publisher	收入			市占率	
	2004P	2003	%Chg.	2004P	Chg.
Pearson Digital Learning	\$224.70	\$223.50	0.50%	14.50%	-0.7
Plato Learning	\$140.60	\$82.20	71.00%	9.10%	3.5
Riverdeep	\$116.60	\$111.00	5.00%	7.50%	0
Renaissance Learning	\$114.90	\$130.50	-12.00%	7.40%	-1.5
McCraw-Hill Education	\$74.30	\$69.80	6.50%	4.80%	0.1
Total Industry	\$1,544.40	\$1,473.70	4.80%	100%	

来源：Simba Information、齐鲁证券研究所；备注：对 RL、Plato 等其他教学软件公司的分析敬请查看齐鲁相关分析报告和文章。

- 随着美国 K12 在线教育时代的到来，培生通过收购 Connections Education Group 成为 K12 在线教育市场的领先企业。Connections Education 成立于 2001 年，开发了各种在线教育学习系统，在中小学远程在线教育市场上处于领先地位。2011 年培生集团以 4 亿美元现金从阿波罗管理公司旗下的 Sterling Partners 投资基金中收购了 Connections Education。2009-2011 年的三年期间，Connections Education 的营收增长均超过了 30%，该公司预计 2011 年的营收约为 1.9 亿美元。

图表 22: Connections Education 的三大业务结构



来源：培生官网、齐鲁证券研究所

- Connections Education 在中小学生在在线教育市场有三大细分产品，具体为高中混合远程在线教育产品、在线课后辅导产品以及完全远程在线教育产品。以上三类产品均是免费的，都是与学校的教学相对应，并由相关的政府预算负责采购。通过其 Connections Academy 业务，Connections Education 在美国 21 个州有完全在线的公立网络学校，在 2011 学年拥有学生超过 4 万人。这些特许的远程在线教育学校（virtual charter schools）都得到了相关州政府的认可和资助，并对学生家庭免

费。

- 我们认为，海外经验表明，公司在最好的发展时点上进入了市场前景广阔的数字教育产业是一个非常正确的战略选择。同时，公司在开拓数字教育市场的过程中，基于自身内容优势与技术优势强劲的华为公司形成了强有力的合作，并使得天闻数媒在这一新兴的教育产业细分市场中具备了先发优势和竞争优势。

业绩预测与估值

收入预测假设

- **传统业务收入假设：**我们认为基础教育的数字化提升将持续较长时间。纸质教材、教辅与数字化教学软件将会在课堂上同存较长的时间。因此，在公司总体业务中，传统出版业务将保持 14%-15% 的稳步增长。
- **天闻数媒业务收入假设：**2013 年收入过亿，实现盈亏平衡。我们预计天闻数媒业务在未来三年的营收增长将超过 100%，2016 年营收有望达 10 亿元以上。
 - 数字教育业务：1) 国内业务将快速发展。2013 年中报显示，上半年公司数字媒体业务营收同比增长接近 900%，天闻数媒电子书包商用业务 2013 年上半年新增高达 116 个学校订单，相比 2012 年全年的 18 所学校订单进展迅速。2) 海外业务拓展是以华为作为代理商的模式进行，2014 年有望做到数百万美金。
 - 大众数字阅读和政企解决方案业务也将随着公司积极的业务开拓而呈现快速增长态势。

图表 23: 未来三年营业收入预测

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
传统业务							
销售收入	4762.58	5856.57	6930.36	7933.88	9123.96	10401.31	11857.50
增长率 (YOY)			18.33%	14.48%	15.00%	14.00%	14.00%
数字业务							
销售收入				100.0	250.0	550.0	1100.00
增长率 (YOY)					150.00%	120.00%	100.00%
合计				8033.88	9373.96	10951.31	12957.50

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

毛利率和费用预测假设

- 毛利率变化情况: 我们认为，公司传统教育出版业务的销售成本将保持稳定，毛利率也保持稳定。而以天闻数媒为主体的数字业务的利润率在前期大量人力成本投入之后，后续的毛利率将逐步有所提升。由于目前数字业务比重仍然较低，在公司总体业务的毛利率保持平稳。

图表 24: 公司各项毛利率预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
传统业务							
毛利率	39.86%	38.97%	38.21%	39.80%	40.00%	40.00%	39.00%
数字业务							
毛利率				44.00%	45.00%	46.00%	47.00%
综合毛利率	39.86%	38.97%	38.21%	39.85%	40.19%	40.41%	39.92%

来源: 齐鲁证券研究所

- 费用变化情况: 我们认为, 公司传统业务的销售费用和管理费用维持平稳。而以天闻数媒为主体的数字业务处于高速拓展市场的过程中, 相关费用将有所上升, 包括人才引入等。但公司总体业务中, 两三年内传统业务比重依然较高, 管理费用和销售费用总体上保持短期平稳。

图表 25: 公司各项费用预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业税金及附加	1.15%	1.15%	1.11%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
营业费用率	11.31%	11.27%	12.05%	11.67%	11.73%	11.76%	11.73%
管理费用率	15.69%	15.69%	14.67%	15.01%	14.90%	14.94%	14.92%

来源: 齐鲁证券研究所

业绩预测结果

- 在传统业务保持稳定增长, 而新媒体数字业务短期内基数低但爆发式增长的态势下。我们预计 2013~2015 年公司营业收入分别为 80.34、93.3 和 109.5 亿元, 营业成本分别为 48.3、55.9 和 65.4 亿元, 归属于母公司净利润分别是 11.2 亿, 13.2 亿和 15.5 亿元, EPS 分别是 0.62、0.73 和 0.86 元。

绝对估值

- 参考前述我们对公司各项业务增长假设的基础上, 按照以下绝对估值条件进行估值:
 - 无风险利率=3.75% (两年定存利率), 风险溢价=6.5%。
 - 传媒行业 Beta=1.2, 公司 Beta=1.2, 永续增长率=3%。
- 在上述假设条件下, 我们得到公司 DCF/WACC 绝对估值结果为 23.08, DCF/FCFE 绝对估值结果为 24.2。

图表 26: 公司 DCF 估值情况

估值方法	每股价值	估值区间		
APV	27.00	19.97	----	46.09
DCF/WACC	23.08	19.97	----	46.09
DCF/FCFE	24.21	20.94	----	48.36
AE	14.27	13.35	----	21.38
DDM	4.53	4.52	----	4.53
EVA	16.74	13.88	----	38.18

来源: 齐鲁证券研究所

相对估值

- 从相对估值来看，目前国内出版类和教育出版类传媒上市公司主要为凤凰传媒、中文传媒、天舟文化、长江传媒和时代出版，整体上这些出版龙头公司 2014 年平均 PE 估值为 21 倍。

图表 27: 传媒可比公司估值表 (对应 2014.03.20 收盘价)

公司	总股本 (亿股)	收盘价	EPS			P/E	
			2013E	2014E	14%13	2013E	2014E
中南传媒	17.96	13.68	0.61	0.77	25.43%	22.30	17.78
凤凰传媒	25.45	9.17	0.42	0.50	19.96%	22.05	18.38
中文传媒	6.59	21.19	1.04	1.19	13.98%	20.35	17.85
天舟文化	1.52	34.62	0.38	0.50	31.58%	37.11	28.49
长江传媒	12.14	8.47	0.34	0.35	2.76%	24.64	23.98
时代出版	5.06	17.37	0.67	0.80	19.56%	26.07	21.81
AVE						25.42	21.38

来源: wind、齐鲁证券研究所

- 公司在其稳定的传统教育出版业务的基础上，战略转型进入了市场前景广阔的数字教育产业，并成为了基础教育这一新兴的数字教育产业细分市场中的领航者，具备了先发优势和竞争优势。我们给予公司 2014 年高于同类出版公司的 PE 值，为 28-30 倍，对应的 2014 年目标价为 20.4-21.9 元，首次给予公司“买入”评级。

风险提示

- 由于可能存在的国内教育投入和政策扶持的变化，国内数字教育产业(尤其是中小学基础教育)的发展速度可能低于预期，并使得公司领先优势不够突出。
- 天闻数媒作为公司(51%)与华为的合资公司，未来可能引入的投资者和潜在的股权结构变化的可能性给公司未来发展和投入上带来不确定性。

图表 28: 财务报表摘要

损益表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	476,258	585,657	693,036	803,388	933,429	1,095,151
增长率	17.53%	23.0%	18.3%	15.9%	16.2%	17.3%
营业成本	-283,463	-353,915	-425,156	-483,219	-558,807	-653,791
% 销售成本	59.5%	60.4%	61.3%	60.1%	59.9%	59.7%
毛利	192,795	231,742	267,881	320,168	374,622	441,360
% 销售收入	40.5%	39.6%	38.7%	39.9%	40.1%	40.3%
营业税金及附加	-5,469	-6,728	-7,670	-9,004	-10,418	-12,240
% 销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-53,862	-66,031	-83,480	-93,722	-109,465	-128,788
% 销售收入	11.3%	11.3%	12.0%	11.7%	11.7%	11.8%
管理费用	-74,732	-91,905	-101,676	-120,601	-139,063	-163,571
% 销售收入	15.7%	15.7%	14.7%	15.0%	14.9%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	58,732	67,078	75,055	96,841	115,675	136,762
% 销售收入	12.3%	11.5%	10.8%	12.1%	12.4%	12.5%
财务费用	1,543	15,204	18,393	4,309	5,222	6,083
% 销售收入	-0.3%	-2.6%	-2.7%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-5,668	-7,398	-10,170	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	48	1,099	2,496	1,500	1,500	2,000
% 税前利润	0.1%	1.4%	2.7%	1.3%	1.1%	1.3%
营业利润	54,656	75,984	85,774	102,649	122,397	144,845
营业利润率	11.5%	13.0%	12.4%	12.8%	13.1%	13.2%
营业外收支	5,469	4,636	6,322	10,000	10,000	10,000
税前利润	60,125	80,619	92,096	112,649	132,397	154,845
利润率	12.6%	13.8%	13.3%	14.0%	14.2%	14.1%
所得税	0	0	-4	-33	-19	-21
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	60,125	80,619	92,092	112,617	132,378	154,824
少数股东损益	752	395	-1,955	416	425	96
归属于母公司的净利润	59,372	80,224	94,046	112,201	131,953	154,728
净利率	12.5%	13.7%	13.6%	14.0%	14.1%	14.1%
现金流量表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	60,125	80,619	92,092	112,617	132,378	154,824
少数股东损益	0	0	0	416	425	96
非现金支出	20,367	23,006	26,879	13,154	17,126	17,484
非经营收益	684	-429	-2,454	-11,500	-11,500	-12,000
营运资金变动	-696	7,968	-6,917	71,429	15,593	33,109
经营活动现金净流	80,479	111,164	109,600	186,115	154,023	193,513
资本开支	11,983	16,870	9,184	25,724	-4,520	-2,518
投资	0	-30,500	-281	0	0	0
其他	2	1,263	2,435	1,500	1,500	2,000
投资活动现金净流	-11,981	-46,107	-7,031	-24,224	6,020	4,518
股权募资	416,274	15,868	0	0	0	0
债权募资	-32,950	-11,521	-42	0	0	0
其他	-38,370	-11,834	-22,596	-196	-32,328	0
筹资活动现金净流	344,953	-7,486	-22,637	-196	-32,328	0
现金净流量	413,452	57,571	79,931	161,695	127,715	198,030
资产负债表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	632,443	690,217	771,376	932,656	1,059,945	1,257,880
应收账款	45,895	53,699	79,087	85,918	101,172	109,328
存货	81,451	97,642	102,883	117,629	145,286	165,531
其他流动资产	5,283	36,051	24,138	29,695	29,401	30,761
流动资产	765,072	877,609	977,485	1,165,897	1,335,804	1,563,500
% 总资产	78.6%	80.6%	82.5%	83.5%	86.0%	88.2%
长期投资	12,569	12,704	12,415	12,415	12,415	12,415
固定资产	117,517	121,340	119,122	132,002	121,324	111,726
% 总资产	12.1%	11.1%	10.1%	9.5%	7.8%	6.3%
无形资产	77,814	77,620	75,847	85,537	84,569	84,165
非流动资产	207,901	211,713	207,432	230,003	218,357	208,355
% 总资产	21.4%	19.4%	17.5%	16.5%	14.0%	11.8%
资产总计	972,973	1,089,322	1,184,916	1,395,900	1,554,161	1,771,855
短期借款	10,000	42	0	0	0	0
应付款项	230,456	263,606	285,982	381,235	432,498	487,182
其他流动负债	22,863	27,475	29,600	65,042	39,662	47,848
流动负债	263,319	291,123	315,582	446,277	472,160	535,030
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,220	4,496	5,885	5,885	5,885	5,885
负债	264,539	295,618	321,467	452,162	478,045	540,915
普通股股东权益	703,072	773,112	845,507	925,380	1,057,333	1,212,061
少数股东权益	5,362	20,591	17,942	18,358	18,783	18,879
负债股东权益合计	972,973	1,089,322	1,184,916	1,395,900	1,554,161	1,771,855
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.331	0.447	0.524	0.625	0.735	0.862
每股净资产 (元)	3.915	4.305	4.708	5.152	5.887	6.749
每股经营现金净流 (元)	0.448	0.619	0.610	1.034	0.855	1.077
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.180	0.180	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.44%	10.38%	11.12%	12.12%	12.48%	12.77%
总资产收益率	6.10%	7.36%	7.94%	8.04%	8.49%	8.73%
投入资本收益率	79.99%	73.85%	94.22%	-7265.97%	3079.23%	-347.46%
增长率						
营业总收入增长率	17.53%	22.97%	18.33%	15.92%	16.19%	17.33%
EBIT 增长率	18.61%	14.21%	11.89%	29.03%	19.45%	18.23%
净利润增长率	23.80%	35.12%	17.23%	19.30%	17.60%	17.26%
总资产增长率	73.53%	11.96%	8.78%	17.81%	11.34%	14.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.4	19.0	21.7	19.4	21.0	20.5
存货周转天数	99.9	92.4	86.1	88.9	94.9	92.4
应付账款周转天数	142.0	128.8	131.6	127.0	136.6	133.2
固定资产周转天数	89.9	72.4	60.7	54.4	46.8	36.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-87.86%	-86.96%	-89.34%	-98.83%	-98.50%	-102.19%
EBIT 利息保障倍数	-38.1	-4.4	-4.1	-22.5	-22.2	-22.5
资产负债率	27.19%	27.14%	27.13%	32.39%	30.76%	30.53%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。