

## 中南传媒(601098.SH)

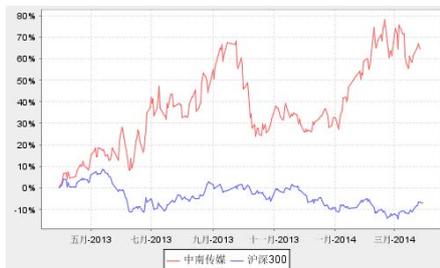
### 年报业绩符合预期，数字化转型值得期待

**评级: 买入**      **前次: 买入**  
**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  
 021-2035198      021-20315193  
 chenyh@r.qizq.com.cn      dingwb@r.qizq.com.cn  
 2014年4月14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)	13.68
市值(百万元)	24569.28
流通市值(百万元)	24569.28

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,930.3	8,033.0	9,313.3	10,913.	12,934.
营业收入增速	18.33%	15.91%	15.94%	17.18%	18.51%
净利润增长率	17.23%	19.74%	17.75%	17.27%	11.93%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.63	0.74	0.87	0.97
前次预测每股收(元)				0.77	0.93
市场预 每股收益(元)				0.77	0.93
偏差率(本次-市场/市场)				-4.11%	-6.90%
市盈率 倍	17.07	17.53	14.88	12.69	11.34
PEG	0.99	0.89	0.84	0.74	0.95
每股净资产(元)	4.71	5.15	5.89	6.76	7.73
每股现金流量(元)	0.61	1.04	0.86	1.08	1.24
净资产收益	11.12%	12.16%	12.53%	12.81%	0.00%
市净率	1.90	2.13	1.86	1.63	1.42
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

#### 投资要点

- 天闻数媒扭亏为盈，步入发展期。**天闻数媒 2013 年实现订货超过 2 亿元，营业收入 1.39 亿元，并首次扭亏为盈。其中数字教育单校产品 AiSchool 解决方案成功拓展北京西城区奋斗小学、上海闵行区蔷薇小学、广州越秀区培正小学、北师大附属中学深圳分校等 209 所学校。同时培育了政企学习大客户订货区、区域教育云的商用版本以及场景式内容产品、安全 PAD 等可批量销售的政企学习产品。
- 看好天闻数媒在数字教育领域的先发优势和快速增长潜力。**我们认为在数字教育领域，天闻数媒对比与竞争对手具备了先发优势。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。我们看好公司的快速发展，预计 2014 年公司单校云课堂产品有望覆盖到 500 - 600 所学校，区域教育云部署增加到 2 - 3 个实验局点。未来可销售产品丰富度将通过平台应用的逐步增加和产品的颗粒化进一步提升。
- 传统教材教辅业务相对稳健，构成短期业绩支撑。**传统教材教辅作为公司核心产业，未来几年仍将是公司重点夯实的业务。公司 2014 年经营计划为营业收入 86 亿元，同比增长不低于 7%。总体上，公司开始加快转型，整体方向为产融与线上线下双结合、财团式发展模式。
- 投资策略:**公司在国内数字教育刚启动的时点上战略性地进入了这一新兴产业，这种创新意识、市场敏锐度和执行力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 2014~2016 年公司 EPS 分别是 0.74、0.87 和 0.97 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，维持“买入”评级。

图表 1: 财务报表摘要

损益表 (人民币万元)							资产负债表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>585,657</b>	<b>693,036</b>	<b>803,304</b>	<b>931,337</b>	<b>1,091,363</b>	<b>1,293,427</b>	货币资金	690,217	771,376	932,876	1,060,168	1,258,386	1,481,457
增长率	—	18.3%	15.9%	15.9%	17.2%	18.5%	应收账款	53,699	79,087	85,909	100,945	108,950	128,510
营业成本	-353,915	-425,156	-482,742	-566,641	-650,279	-777,904	存货	97,642	102,883	117,513	144,723	164,642	193,768
%销售收入	60.4%	61.3%	60.1%	59.8%	59.6%	60.1%	其他流动资产	36,051	24,138	29,686	29,365	30,704	32,421
毛利	231,742	267,881	320,561	374,696	441,083	515,523	流动资产	877,609	977,485	1,165,983	1,335,201	1,562,682	1,836,156
%销售收入	39.6%	38.7%	39.9%	40.2%	40.4%	39.9%	%总资产	80.6%	82.5%	83.5%	85.9%	88.2%	90.2%
营业税金及附加	-6,728	-7,670	-9,003	-10,394	-12,197	-14,449	长期投资	12,704	12,415	12,415	12,415	12,415	12,415
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	121,340	119,122	132,002	121,324	111,726	103,024
营业费用	-66,031	-83,480	-93,712	-109,220	-128,342	-151,761	%总资产	11.1%	10.1%	9.5%	7.8%	6.3%	5.1%
%销售收入	11.3%	12.0%	11.7%	11.7%	11.8%	11.7%	无形资产	77,620	75,847	85,537	84,569	84,165	84,590
管理费用	-91,905	-101,676	-120,589	-138,752	-163,005	-193,022	非流动资产	211,713	207,432	230,003	218,357	208,355	200,077
%销售收入	15.7%	14.7%	15.0%	14.9%	14.9%	14.9%	%总资产	19.4%	17.5%	16.5%	14.1%	11.8%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	67,078	75,055	97,257	116,330	137,539	156,290	<b>资产总计</b>	<b>1,089,322</b>	<b>1,184,916</b>	<b>1,395,986</b>	<b>1,553,558</b>	<b>1,771,036</b>	<b>2,036,233</b>
%销售收入	11.5%	10.8%	12.1%	12.5%	12.6%	12.1%	短期借款	42	0	0	0	0	0
财务费用	15,204	18,393	4,309	5,223	6,084	7,301	应付款项	263,606	285,982	380,931	430,964	484,753	568,095
%销售收入	2.6%	2.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动负债	27,475	29,600	65,015	39,521	47,609	55,707
资产减值损失	-7,398	-10,170	0	0	0	0	流动负债	291,123	315,582	445,946	470,484	532,362	623,802
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,099	2,496	1,500	1,500	2,000	2,000	其他长期负债	4,496	5,885	5,885	5,885	5,885	5,885
%税前利润	1.4%	2.7%	1.3%	1.1%	1.3%	1.2%	<b>负债</b>	<b>295,618</b>	<b>321,467</b>	<b>451,832</b>	<b>476,369</b>	<b>538,247</b>	<b>629,687</b>
营业利润	75,984	85,774	103,066	123,053	145,622	165,591	<b>普通股股东权益</b>	<b>773,112</b>	<b>845,507</b>	<b>925,795</b>	<b>1,058,401</b>	<b>1,213,907</b>	<b>1,387,969</b>
营业利润率	13.0%	12.4%	12.8%	13.2%	13.3%	12.8%	少数股东权益	20,591	17,942	18,360	18,787	18,883	18,577
营业外收支	4,636	6,322	10,000	10,000	10,000	8,191	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,089,322</b>	<b>1,184,916</b>	<b>1,395,986</b>	<b>1,553,558</b>	<b>1,771,036</b>	<b>2,036,233</b>
税前利润	<b>80,619</b>	<b>92,096</b>	<b>113,066</b>	<b>133,053</b>	<b>155,622</b>	<b>173,783</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	13.8%	13.3%	14.1%	14.3%	14.3%	13.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	0	-4	-33	-19	-21	-26	<b>每股指标</b>						
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	每股收益 (元)	0.447	0.524	0.627	0.738	0.866	0.969
净利润	80,619	92,092	113,033	133,034	155,601	173,757	每股净资产 (元)	4.305	4.708	5.155	5.893	6.759	7.728
少数股东损益	395	-1,955	418	427	96	-306	每股经营现金净流 (元)	0.619	0.610	1.035	0.855	1.079	1.240
归属于母公司的净利润	<b>80,224</b>	<b>94,046</b>	<b>112,616</b>	<b>132,607</b>	<b>155,505</b>	<b>174,063</b>	每股股利 (元)	0.000	0.180	0.180	0.000	0.000	0.000
净利率	13.7%	13.6%	14.0%	14.2%	14.2%	13.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币万元)</b>							净资产收益率	10.38%	11.12%	12.16%	12.53%	12.81%	0.00%
净利润	80,619	92,092	113,033	133,034	155,601	173,757	总资产收益率	7.36%	7.94%	8.07%	8.54%	8.78%	0.00%
少数股东损益	0	0	418	427	96	-306	投入资本收益率	73.85%	94.22%	-8555.82%	2525.38%	-361.79%	0.00%
非现金支出	23,006	26,879	13,154	17,126	17,484	18,027	<b>增长率</b>						
非经营收益	-429	-2,454	-11,500	-11,500	-12,000	-10,191	营业总收入增长率	22.97%	18.33%	15.91%	15.94%	17.18%	18.51%
营运资金变动	7,968	-6,917	71,233	14,940	32,615	41,037	EBIT增长率	14.21%	11.89%	29.58%	19.61%	18.23%	13.63%
<b>经营活动现金流</b>	<b>111,164</b>	<b>109,600</b>	<b>186,337</b>	<b>154,027</b>	<b>193,797</b>	<b>222,324</b>	净利润增长率	35.12%	17.23%	19.74%	17.75%	17.27%	11.93%
资本开支	16,870	9,184	25,724	-4,520	-2,518	1,558	总资产增长率	11.96%	8.78%	17.81%	11.29%	14.00%	0.00%
投资	-30,500	-281	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	1,263	2,435	1,500	1,500	2,000	2,000	应收账款周转天数	19.0	21.7	19.4	21.0	20.5	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-46,107</b>	<b>-7,031</b>	<b>-24,224</b>	<b>6,020</b>	<b>4,518</b>	<b>442</b>	存货周转天数	92.4	86.1	88.9	94.9	92.4	0.0
股权募资	15,868	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	128.8	131.6	127.0	136.6	133.2	0.0
债权募资	-11,521	-42	0	0	0	0	固定资产周转天数	72.4	60.7	54.4	46.9	36.2	0.0
其他	-11,834	-22,596	-196	-32,328	0	0	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-7,486</b>	<b>-22,637</b>	<b>-196</b>	<b>-32,328</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-86.96%	-89.34%	-98.81%	-98.42%	-102.08%	0.00%
<b>现金净流量</b>	<b>57,571</b>	<b>79,931</b>	<b>161,917</b>	<b>127,719</b>	<b>198,315</b>	<b>222,766</b>	EBIT利息保障倍数	-4.4	-4.1	-22.6	-22.3	-22.6	0.0
							资产负债率	27.14%	27.13%	32.37%	30.66%	30.39%	0.00%

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。