

证券研究报告

公司研究——季报点评

中南传媒（601098.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.04.15

谢从军 分析师

执业编号：S1500511120001

联系电话：+86 10 63081271

邮箱：xiecongjun@cindasc.com

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 10 63081079

邮箱：shandan@cindasc.com

方光照 研究助理

联系电话：+86 10 63081267

邮箱：fangguangzhao@cindasc.com

相关研究

《数字教育 B2B2C 之路：掘金“中国式教育”系列报告一》2014.4

《中南传媒（601098）：主业稳定，数字教育业务加快扩张》2014.4

《中南传媒（601098）：转型加速，占领数字教育制高点》2014.3

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

盈利能力提升，B2B2C 模式助力数字教育业务

2014 年一季报点评

2014 年 04 月 24 日

事件：公司发布 2014 年一季报，报告期内实现营业收入 16.44 亿元，同比增长 19.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.40 亿元，同比增长 19.63%；扣除非经常性损益后净利润 2.35 亿元，同比增长 22.81%；实现基本每股收益 0.13 元。公司同时公告，公司与其控股股东湖南出版投资控股集团有限公司共同投资设立的财务公司收到湖南银监局发出的开业批复。

点评：

- **业绩符合预期，盈利能力较上年同期提升。**公司一季度销售净利率为 14.60%，较上年同期提升 0.39 个百分点，主要原因是期间费用率下降了 1.07 个百分点，其中管理费用率和财务费用率分别下降了 1.5 和 0.45 个百分点。公司一季度加强了人员成本的控制，使得报告期管理费用增长幅度明显低于营业收入增长幅度，并通过加强资金管理力度、优化资金存放结构等手段，导致报告期存款利息收入较上年同期明显增加。
- **数字教育业务开启 B2B2C 模式。**数字教育是公司增长速度最快，发展潜力最大的业务，公司 2013 年年报中首次将数字出版业务收入（主要是数字教育内容及平台收入）单独披露，体现了公司加快向以数字教育为支点的全介质、全流程的综合传媒集团转型的战略。随着 2014 年 3 月上海市闵行区电子书包 BYOD 模式（即携带自己的办公设备）探索的第一所学校罗阳小学 1-4 年级成功实现 95% 以上的学生人手一部数字化学习终端，上海市电子书包普及拉开了 BYOD 模式的序幕，而中南传媒控股 51% 的子公司天闻数媒作为产品供应商，成功实现数字教育业务由 B2B 向 B2B2C 模式的转变，未来将向学校和家长收费。我们认为，在 B2B 模式下已经实现快速扩张的天闻数媒，依托 Aichool 单校教学解决方案（电子书包）和区县教育云两个主打产品，在 B2B2C 模式下，2014 年开始将进入业绩高速增长期。
- **新业务稳步拓展，并购前景可期。**报告期末公司预付账款较年初增加 2633 万元，增长 49%，其中一部分是长沙市轨道交通 2 号线一期工程地铁平面广告项目设备款，表明公司于 2013 年底开拓的地铁平面广告业务正在稳步推进。公司 2013 年年报中提出要高度重视外延并购扩张工作，重点锁定国内外优质的内容资源、优势的平台资源、优秀的团队资源，加快并购步伐，2014 年一季度末在手现金已超过 83 亿元，加上与控股股东共同投资设立财务公司，进一步增强融资和资本运作能力，2014 年并购前景可期。
- **盈利预测及评级：**综合以上分析，我们维持对公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.72、0.83、0.99 元的预测，考虑到公司作为出版传媒行业龙头，已加速向全介质、全流程的综合传媒集团转型，且在市场空间巨大的数字教育领域已具备先发优势，我们按照公司 2014 年 0.72 元的 EPS，给予公司 30 倍 PE，目标价 21.6 元，维持公司“买入”评级。

➤ **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。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	6,930.36	8,033.05	8,947.23	10,327.31	11,824.18
增长率 YoY %	18.33%	15.91%	11.38%	15.42%	14.49%
归属母公司净利润(百万元)	940.46	1,110.65	1,298.08	1,487.15	1,785.64
增长率 YoY%	17.23%	18.10%	16.88%	14.57%	20.07%
毛利率%	38.65%	39.24%	39.89%	39.99%	40.77%
净资产收益率 ROE%	11.62%	12.56%	13.14%	13.20%	13.84%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.99
市盈率 P/E(倍)	26	22	19	16	14
市净率 P/B(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2014年4月23日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	9,774.85	10,794.63	12,449.97	14,409.37	16,597.04
现金	7,713.76	8,461.96	9,926.08	11,571.17	13,439.90
应收账款	11.09	9.09	14.00	16.16	18.50
其它应收款	480.57	658.28	625.55	722.04	826.70
预付账款	40.36	53.88	67.09	77.31	87.36
存货	1,028.83	1,141.96	1,347.81	1,553.24	1,755.13
其他	500.24	469.45	469.45	469.45	469.45
非流动资产	2,074.32	2,217.98	2,249.74	2,223.34	2,272.36
长期投资	18.67	121.26	121.26	121.26	121.26
固定资产	1,139.35	1,104.99	1,140.11	1,070.11	1,224.74
无形资产	729.81	708.26	691.11	676.73	661.92
其他	186.48	283.47	297.27	355.24	264.44
资产总计	11,849.16	13,012.61	14,699.72	16,632.71	18,869.39
流动负债	3,155.82	3,432.82	3,797.06	4,214.51	4,631.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,665.23	1,856.55	2,093.14	2,412.17	2,725.71
其他	1,490.59	1,576.27	1,703.92	1,802.33	1,905.74
非流动负债	58.85	99.84	99.84	99.84	99.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	58.85	99.84	99.84	99.84	99.84
负债合计	3,214.67	3,532.66	3,896.91	4,314.35	4,731.29
少数股东权益	179.42	252.84	277.63	306.03	340.13
归属母公司股东权益	8,455.07	9,227.10	10,525.18	12,012.33	13,797.97
负债和股东权益	11849.16	13012.61	14699.72	16632.71	18869.39

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,930.36	8,033.05	8,947.23	10,327.31	11,824.18
同比	18.33%	15.91%	11.38%	15.42%	14.49%
归属母公司净利润	940.46	1,110.65	1,298.08	1,487.15	1,785.64
同比	17.23%	18.10%	16.88%	14.57%	20.07%
毛利率	38.65%	39.24%	39.89%	39.99%	40.77%
ROE	11.62%	12.56%	13.14%	13.20%	13.84%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.99
P/E	26	22	19	16	14
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	22.4	18.6	16.3	14.4	12.1

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,930.36	8,033.05	8,947.23	10,327.31	11,824.18
营业成本	4,251.56	4,881.02	5,378.04	6,197.75	7,003.34
营业税金及附加	76.70	58.59	89.47	103.27	118.24
营业费用	834.80	1,021.82	1,073.67	1,239.28	1,418.90
管理费用	1,016.76	1,128.83	1,245.16	1,438.25	1,646.71
财务费用	-183.93	-189.47	-194.89	-229.27	-267.92
资产减值损失	101.70	127.73	127.71	156.79	178.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.96	24.71	24.05	24.05	24.05
营业利润	857.74	1,029.25	1,252.12	1,445.28	1,750.24
营业外收入	72.74	123.68	84.97	84.97	84.97
营业外支出	9.52	11.06	10.91	10.91	10.91
利润总额	920.96	1,141.87	1,326.18	1,519.35	1,824.30
所得税	0.04	10.01	3.32	3.80	4.56
净利润	920.92	1,131.85	1,322.87	1,515.55	1,819.74
少数股东损益	-19.55	21.21	24.79	28.40	34.10
归属母公司净利润	940.46	1,110.65	1,298.08	1,487.15	1,785.64
EBITDA	1,087.70	1,314.25	1,498.34	1,700.40	2,018.80
EPS (摊薄)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.99

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,096.00	1,279.26	1,644.83	1,776.46	2,088.91
净利润	920.92	1,131.85	1,322.87	1,515.55	1,819.74
折旧摊销	167.09	172.16	172.16	181.05	194.50
财务费用	-0.35	0.22	0.00	0.00	0.00
投资损失	-24.96	-24.71	-24.05	-24.05	-24.05
营运资金变动	-69.17	-127.32	45.30	-53.65	-80.70
其它	102.47	127.05	128.55	157.56	179.42
投资活动现金流	-70.31	-198.32	-184.33	-131.36	-220.19
资本支出	-91.84	-153.00	-208.38	-155.41	-244.23
长期投资	924.35	1,202.52	24.05	24.05	24.05
其他	-902.81	-1,247.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-226.80	-333.31	0.00	0.00	0.00
吸收投资	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
借款	-0.42	3.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	225.44	344.95	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	799.31	747.60	1460.49	1645.10	1868.73

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。

单丹，分析师，2012年5月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6年行业经验。

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
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。