

证券研究报告

公司研究——季报点评

长江传媒（600757.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.10.21

方光照 分析师

执业编号：S1500514070002

联系电话：+86 10 63081267

邮箱：fangguangzhao@cindasc.com

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 10 63081079

邮箱：shandan@cindasc.com

谢从军 分析师

执业编号：S1500511120001

联系电话：+86 10 63081271

邮箱：xiecongjun@cindasc.com

相关研究

《中南传媒（601098）：中期业绩增速超预期，基本面良好》2014.7

《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）：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

短期业绩承压，新业务打开成长空间

2014 年三季报点评

2014 年 10 月 30 日

事件：公司发布 2014 年三季报，前三季度实现营业收入 33.37 亿元，同比增长 21.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.54 亿元，同比下滑 13.26%；实现基本每股收益 0.21 元。

点评：

- **毛利率下滑导致增收不增利。**公司三季度单季度实现营业收入 10.83 亿元，同比增长 6%；实现归属母公司股东的净利润 4482 万元，同比下滑 48%，扣非后同比下滑 7%。三季度归母净利润虽同比仍大幅下滑，但扣非后下滑幅度较二季度已有所收窄（二季度扣非后同比下滑 56%）。我们分析，公司前三季度收入增速有所放缓，主要是因为湖北省中小学入学人数增速有下滑趋势，且由于政府采购教材教辅品种的变化，公司教材的出版发行量增速放缓；另一方面，公司前三季度增收不增利，一是因为一般图书出版的印刷、人力成本增加，导致毛利率同比下滑约 5 个百分点；二是因为公司推广幼教、数字教育等新业务，召开大量培训会和产品展示会，销售费用率同比提升 0.97 个百分点。
- **幼教将为公司打开成长空间。**“单独二胎”政策放开叠加新一轮生育高峰期来临，为未来 10 年幼教产业提供巨大的发展空间。在“去小学化”政策推动下，寓教于乐的学教具以及优质数字内容资源成为幼儿园费用支出的主体，我们测算仅湖北省这片市场空间或达 36 亿元。公司依托丰富的内容资源以及湖北省各地教育局和幼儿园的长期合作关系，以 B2B 方式推广幼教云平台和从法国纳唐公司引进的体验式幼儿学教具，开发幼教课程体系，未来将打通幼教线上线下一体化并实现 B2C 盈利模式。我们预计幼教将成为公司主业新的增长点，为公司打开成长空间。
- **数字教育贡献有望逐步加大。**我们测算 2016 年 K12 基础信息化软硬件投入将达到 575 亿元，考虑到还有价值不低的数字内容资源投入，推测数字教育市场空间或达千亿级别。公司旗下 4 家子公司，从教育云平台、电子双板、家校互通等线上线下多个角度布局数字教育，未来各自业务存在融合的可能。我们认为公司将充分分享数字教育千亿投资盛宴，预计未来 3-5 年数字教育业务对公司业绩的贡献将逐渐加大。
- **寻求内容变现，新商业模式可期。**在图书发行规模增速放缓的背景下，传统出版企业纷纷通过并购，新军新媒体领域，寻求内容变现新途径。公司旗下文艺社、美术社和少儿社码洋占有率在同类出版社中名列前茅，拥有一大批优秀的签约作家和漫画家，掌握了丰富的 IP 资源，且已与阿里巴巴数字娱乐事业群旗下子公司签署战略合作协议，未来有望在内容变现方面衍生出新的商业模式，并积极寻求内容产业向下游影视、动漫等领域延伸。尽管公司近期刚终止发行股份购买资产事项，但根据公司的战略规划，未来依托并购方式，实现新媒体布局和外延式发展的预期仍强烈。

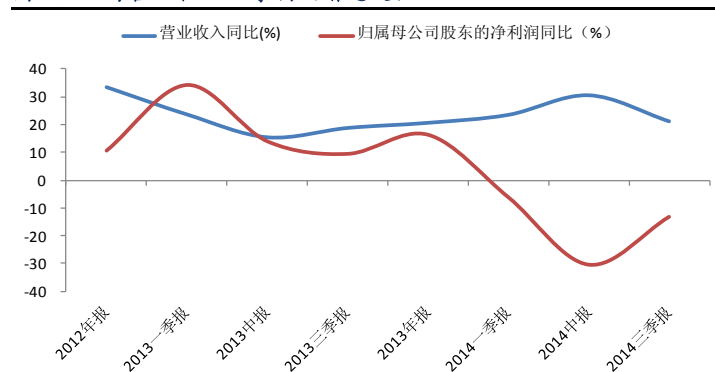
- **盈利预测及评级:** 基于公司前三季度业绩情况, 以及我们对于公司当前经营状况和全年图书出版行业增速的判断, 我们下调对公司 2014 年 EPS 的预测至 0.30 元 (-12%); 考虑到 2015 年公司幼教及数字教育业务有望开始贡献利润, 我们维持对公司 2015、2016 年 EPS 分别为 0.43、0.53 元的预测, 参照可比公司估值水平, 我们给予公司 2015 年 29 倍 PE, 对应目标价 12.5 元。维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 幼教业务进展不达预期; 数字教育业务拓展进度不达预期; 纸质图书出版发行增速持续下滑。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	3,485.69	4,208.07	5,344.95	6,086.14	6,794.03
增长率 YoY %	33.49%	20.72%	27.02%	13.87%	11.63%
归属母公司净利润(百万元)	326.56	378.21	360.23	524.19	640.28
增长率 YoY%	16.58%	15.81%	-4.75%	45.52%	22.15%
毛利率%	32.39%	30.05%	29.33%	30.54%	31.36%
净资产收益率 ROE%	11.76%	10.23%	7.78%	10.34%	11.33%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.31	0.30	0.43	0.53
市盈率 P/E(倍)	35	30	32	22	18
市净率 P/B(倍)	3.9	2.6	2.4	2.1	1.9

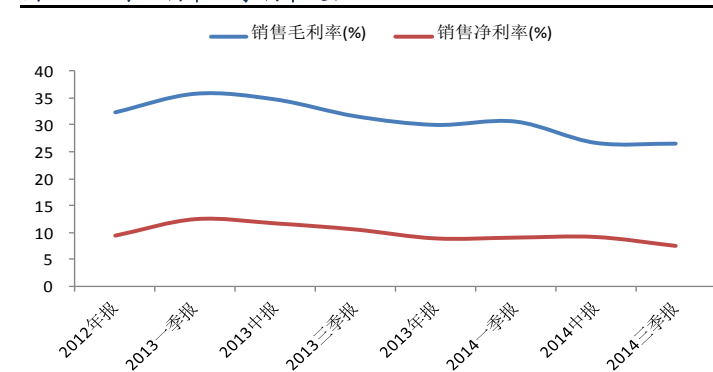
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 10 月 29 日收盘价

图 1: 公司营业收入及净利润增速变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,605.89	4,251.24	4,963.49	5,642.81	6,453.36
现金	1,076.77	1,381.98	1,626.75	2,010.08	2,535.50
应收票据	33.62	91.99	84.19	95.87	107.02
应收账款	428.11	675.87	748.29	852.06	951.16
预付账款	91.55	135.18	160.09	179.18	197.66
存货	908.44	976.66	1,354.60	1,516.06	1,672.46
其他	67.40	989.56	989.56	989.56	989.56
非流动资产	1,911.47	2,126.34	2,217.76	2,281.22	2,322.18
长期投资	56.57	153.73	153.73	153.73	153.73
固定资产	929.56	932.63	970.51	1,068.79	1,038.83
无形资产	391.30	403.12	431.56	457.93	472.46
其他	534.04	636.86	661.96	600.77	657.16
资产总计	4,517.35	6,377.58	7,181.26	7,924.02	8,775.54
流动负债	1,465.11	1,818.60	2,262.05	2,480.62	2,691.86
短期借款	45.25	40.20	40.20	40.20	40.20
应付账款	739.76	832.52	1,185.69	1,327.02	1,463.92
其他	680.10	945.88	1,036.16	1,113.41	1,187.74
非流动负债	17.00	8.14	8.14	8.14	8.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.00	8.14	8.14	8.14	8.14
负债合计	1,482.11	1,826.74	2,270.19	2,488.76	2,700.00
少数股东权益	87.45	103.37	103.37	103.37	103.37
归属母公司股东权益	2,947.79	4,447.47	4,807.70	5,331.89	5,972.17
负债和股东权益	4517.35	6377.58	7181.26	7924.02	8775.54

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	3,485.69	4,208.07	5,344.95	6,086.14	6,794.03
同比	33.49%	20.72%	27.02%	13.87%	11.63%
归属母公司净利润	326.56	378.21	360.23	524.19	640.28
同比	16.58%	15.81%	-4.75%	45.52%	22.15%
毛利率	32.39%	30.05%	29.33%	30.54%	31.36%
ROE	11.76%	10.23%	7.78%	10.34%	11.33%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.30	0.43	0.53
P/E	35	30	32	22	18
P/B	3.9	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	22.8	23.3	23.3	17.0	14.2

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,485.69	4,208.07	5,344.95	6,086.14	6,794.03
营业成本	2,356.78	2,943.74	3,777.29	4,227.52	4,663.65
营业税金及附加	24.92	27.67	40.09	45.65	50.96
营业费用	309.52	375.16	507.77	547.75	611.46
管理费用	508.75	567.77	748.29	827.72	896.81
财务费用	-11.03	-5.69	-6.75	-8.65	-11.75
资产减值损失	46.02	35.47	55.09	53.87	64.38
公允价值变动收益	0.05	0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.16	60.76	57.67	57.67	57.67
营业利润	260.93	324.72	280.84	449.96	576.18
营业外收入	80.37	85.87	105.02	105.02	98.53
营业外支出	6.16	27.21	14.30	14.30	14.30
利润总额	335.13	383.39	371.56	540.68	660.41
所得税	9.11	11.69	11.33	16.48	20.13
净利润	326.02	371.70	360.23	524.19	640.28
少数股东损益	-0.54	-6.51	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	326.56	378.21	360.23	524.19	640.28
EBITDA	429.08	489.43	489.91	673.42	805.20
EPS (摊薄)	0.27	0.31	0.30	0.43	0.53

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	265.44	267.01	394.83	519.84	651.16
净利润	326.02	371.70	360.23	524.19	640.28
折旧摊销	87.85	102.35	114.73	129.12	141.17
财务费用	6.10	3.69	3.62	3.62	3.62
投资损失	-9.74	-60.76	-57.67	-57.67	-57.67
营运资金变动	-188.18	-185.63	-79.12	-131.28	-138.28
其它	43.40	35.65	53.04	51.85	62.04
投资活动现金流	-144.06	-1,127.97	-146.44	-132.89	-122.13
资本支出	-101.30	-177.82	-204.10	-190.56	-179.80
长期投资	34.99	273.96	57.67	57.67	57.67
其他	-77.76	-1,224.11	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-51.78	1,165.36	-3.62	-3.62	-3.62
吸收投资	6.55	1,164.78	0.00	0.00	0.00
借款	-39.75	-5.05	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	8.91	6.80	3.62	3.62	3.62
现金净增加额	69.61	304.40	244.78	383.33	525.41

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。

王镓，分析师，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

杨腾，分析师，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，分析师，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，分析师，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，分析师，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。

王光兵，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014 年 7 月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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。