

## 管理层换届，幼教业务有望进入国际化扩张阶段

- 事件:**公司公告，近日分别召开股东大会和董事会，审议通过《关于选举公司第六届董事会董事的议案》、《关于组建时代少儿文化发展有限公司的议案》等，选举王民为公司董事长，聘任田海明为公司总经理，公司管理层换届完成。
- 公司管理层换届，幼教业务有望进入国际化扩张阶段。**王民先生曾任安徽华文国际经贸股份有限公司董事长、总经理，拥有开阔的国际化视野和丰富的市场化运作经验，将以组建时代少儿作为发展创新业态的第一步，公司幼教业务发展有望提速。成立时代少儿，将推进传统出版与新兴媒体的融合发展，通过整合幼教资源，提供幼儿教育的整体方案及幼儿教育所需要的全部服务内容，并把时代少儿打造成为国内首家具有全国影响力、立足中国、放眼全球的全媒体、全产业链国际化少儿文化产业集团。公司幼教业务将进入国际化扩张阶段。
- IP资源驱动公司幼教业务向全产业链深度布局。**公司拥有丰富IP资源，并以此驱动公司向幼教领域全产业链深度延伸。公司发挥内容版权资源优势，打造豚宝宝品牌，并以此为纽带，推出电子教材(2B,面向幼儿园)，豚宝宝妙趣盒(2C,面向家庭)，豚宝宝活动中心(2C,面向社会)系列产品。自主开发豚宝宝的电子书，精美的制作、深度的交互性惊艳市场，目前已覆盖13个省1530多家幼儿园，反响强烈！推出的妙趣盒产品向2C(家庭)延伸，采取社会化营销方式进行推广。豚宝宝活动中心主打亲子体验，将以加盟连锁方式进行推广。同时，公司携手紫荆时代教育科技有限公司以及贝壳育德教育集团，切入高端幼儿园运营市场，开展幼儿园运营业务，首家幼儿园将在上海开园，后续外延扩张预期强烈！
- 公司估值处于低位，具备较大提升空间。**我们预计公司2015-2016年PE分别为32倍、28倍，处于较低位！公司主营业务基本面良好，现金流支撑有力，属于拥有较大预期差的标的！公司在确保风险可控的前提下，实行多方式、多品种多对象的理财安排，各类资本运作项目储备丰厚，其中参股多家上市公司，包括：东方证券、华安证券(IPO预披露，持股2.48%)、读者传媒(IPO预披露，持股1.67%)等，未来增值空间可期！
- 盈利预测及评级：**我们预测公司2015-2017年EPS分别为0.84元、0.96元和1.09元，对应动态PE分别为32倍、28倍和25倍。我们非常看好公司在幼教领域的发展模式和空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新业务拓展或不及预期、理财投资亏损风险。

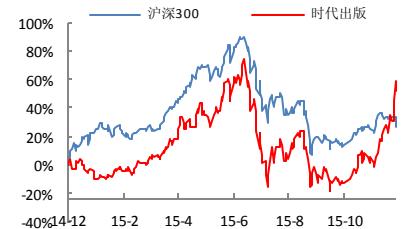
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5363.74	5920.93	6628.70	7510.38
增长率	24.04%	10.39%	11.95%	13.30%
归属母公司净利润(百万元)	389.90	423.20	483.32	551.75
增长率	12.47%	8.54%	14.21%	14.16%
每股收益EPS(元)	0.77	0.84	0.96	1.09
净资产收益率ROE	10.36%	10.43%	10.95%	11.45%
PE	35	32	28	25
PB	3.62	3.35	3.08	2.83

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 田明华  
执业证号: S1250515060001  
电话: 021-68415819  
邮箱: tmhua@swsc.com.cn  
  
联系人: 任鹤义  
电话: 021-68415720  
邮箱: rhyi@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	5.06
流通A股(亿股)	5.06
52周内股价区间(元)	14.39-31.58
总市值(亿元)	136.93
总资产(亿元)	64.94
每股净资产(元)	7.79

### 相关研究

## 1 管理层换届，幼教业务有望进入国际化扩张阶段

公司管理层换届，幼教业务进入国际化扩张阶段。新任董事长王民先生曾任安徽华文国际经贸股份有限公司董事长、总经理，拥有开阔的国际化视野和丰富的市场化运作经验，将以组建时代少儿作为新领导班子发展创新业态的第一步，公司幼教业务发展有望提速。成立时代少儿，将推进传统出版与新兴媒体的融合发展，通过整合幼教资源，提供幼儿教育的整体方案及幼儿教育所需要的全部服务内容，并把时代少儿打造成为国内首家具有全国影响力、立足中国、放眼全球的全媒体、全产业链国际化少儿文化产业集团。公司幼教业务将进入国际化扩张阶段！

**IP 资源驱动公司幼教业务向全产业链深度布局。**作为传媒出版企业，公司拥有丰富IP 资源，并以此驱动公司向幼教领域延伸。公司发挥内容版权资源优势，打造豚宝宝品牌，并以此为纽带，推出电子教材（2B，面向幼儿园），豚宝宝妙趣盒（2C，面向家庭），豚宝宝活动中心（2C，面向社会）系列产品。自主开发豚宝宝的电子书，精美的制作、深度的交互性惊艳市场，目前已覆盖 13 个省 1530 多家幼儿园，反响强烈！推出的妙趣盒产品向 2C（家庭）延伸，采取社会化营销方式进行推广。豚宝宝活动中心主打亲子体验，将以加盟连锁方式进行推广。同时，公司切入高端幼儿园运营市场，所属安徽少儿出版社携手紫荆时代教育科技有限公司以及拥有 8 家高端幼儿园的贝壳育德教育集团，共同投资设立时代紫荆教育投资公司，开展幼儿园运营业务，首家幼儿园将在上海开园，后续外延扩张预期强烈！

图 1：公司幼教业务布局



数据来源：西南证券

图 2: 豚宝宝电子书



数据来源: 互联网, 西南证券

图 3: 豚宝宝妙趣盒产品



数据来源: 互联网, 西南证券

## 2 公司估值处于低位, 未来发展空间巨大

公司估值处于低位, 具备较大提升空间。我们预计公司 2015-2016 年 PE 分别为 32 倍、28 倍, 公司主营业务基本面良好, 现金流支撑有力, 属于拥有较大预期差的标的。

抓住机遇强化资本运作, 未来股权投资收益可观。公司在确保风险可控的前提下, 实行多方式、多品种多对象的理财安排, 各类资本运作项目储备丰厚, 其中参股多家上市公司, 包括: 东方证券、华安证券 (IPO 预披露, 持股 2.48%)、读者传媒 (IPO 预披露, 持股 1.67%) 等, 未来增值空间可期!

## 3 盈利预测

### 关键假设

- (1) 公司传统出版业务毛利率基本保持稳定;
- (2) 公司创新业态产品从研发投入阶段开始进入市场, 毛利率提升到 60%。

表 1: 分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>新闻出版</b>				
收入(百万元)	1529.1	1590.3	1669.8	1770.0
成本(百万元)	1043.1	1081.4	1135.4	1203.6
毛利率(%)	31.8%	32%	32%	32%
<b>数字出版及电子商务</b>				
收入(百万元)	77.0	93.9	117.4	150.2
成本(百万元)	58.8	71.4	88.6	112.7
毛利率(%)	23.53%	24.00%	24.50%	25.00%

	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>印刷及制造</b>				
收入(百万元)	275.5	338.9	423.5	529.4
成本(百万元)	221.9	271.0	338.8	423.5
毛利率(%)	19.44%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>印刷物资及文化商品</b>				
收入(百万元)	3421.9	3832.5	4330.7	4893.7
成本(百万元)	3305.1	3700.3	4181.3	4724.9
毛利率(%)	3.41%	3.45%	3.45%	3.45%
<b>新业态</b>				
收入(百万元)	16.6	19.1	38.2	114.5
成本(百万元)	8.8	7.6	15.3	45.8
毛利率(%)	46.71%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>其他</b>				
收入(百万元)	43.8	46.4	49.2	52.6
成本(百万元)	12.7	13.5	14.3	15.3
毛利率(%)	71.01%	71%	71%	71%
<b>营业收入(百万元)</b>	5363.7	5920.9	6628.7	7510.4
<b>营业成本(百万元)</b>	4650.4	5145.1	5773.70	6525.7
<b>毛利率</b>	13.30%	13.10%	12.90%	13.11%
<b>归属净利润(百万元)</b>	389.90	423.20	483.32	551.75
<b>EPS</b>	0.77	0.84	0.96	1.09

数据来源：公司公告，西南证券

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.84 元、0.96 元和 1.09 元，对应动态 PE 分别为 32 倍、28 倍和 25 倍。我们非常看好公司在幼教领域的发展模式和空间，首次覆盖给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5363.74	5920.93	6628.70	7510.38	净利润	392.50	425.80	486.12	554.75
营业成本	4650.44	5145.14	5773.70	6525.69	折旧与摊销	78.06	127.45	127.45	127.45
营业税金及附加	14.81	16.71	18.35	19.87	财务费用	-4.12	5.41	-5.05	-6.18
销售费用	134.60	147.47	160.03	177.04	资产减值损失	64.29	65.58	68.20	68.20
管理费用	265.75	257.88	271.75	314.30	经营营运资本变动	335.89	-14.99	-142.98	-160.17
财务费用	-4.12	5.41	-5.05	-6.18	其他	-457.59	-60.25	-143.18	-140.35
资产减值损失	64.29	65.58	68.20	68.20	经营活动现金流净额	409.03	549.01	390.57	443.70
投资收益	65.56	65.25	65.25	65.25	资本支出	32.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-258.11	207.25	65.25	65.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-225.34	207.25	65.25	65.25
<b>营业利润</b>	<b>303.52</b>	<b>347.98</b>	<b>406.97</b>	<b>476.71</b>	短期借款	103.60	-280.50	0.00	0.00
其他非经营损益	98.60	86.78	89.51	90.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>402.13</b>	<b>434.76</b>	<b>496.48</b>	<b>566.82</b>	股权融资	-5.65	0.00	0.00	0.00
所得税	9.62	8.96	10.36	12.07	支付股利	-106.22	-119.47	-129.67	-148.09
<b>净利润</b>	<b>392.50</b>	<b>425.80</b>	<b>486.12</b>	<b>554.75</b>	其他	-216.57	-16.29	5.05	6.18
少数股东损益	2.60	2.60	2.80	3.00	筹资活动现金流净额	-224.84	-416.26	-124.62	-141.91
归属母公司股东净利润	389.90	423.20	483.32	551.75	<b>现金流量净额</b>	-41.11	340.00	331.19	367.04
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>财务分析指标</b>	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1125.61	1465.61	1796.80	2163.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1764.84	1925.03	2171.61	2464.03	销售收入增长率	24.04%	10.39%	11.95%	13.30%
存货	911.37	937.73	1070.64	1224.91	营业利润增长率	9.87%	14.65%	16.95%	17.14%
其他流动资产	379.43	262.09	293.42	332.45	净利润增长率	12.06%	8.48%	14.17%	14.12%
长期股权投资	30.79	30.79	30.79	30.79	EBITDA 增长率	11.87%	27.39%	10.09%	12.96%
投资性房地产	239.21	239.21	239.21	239.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	814.18	702.80	591.43	480.05	毛利率	13.30%	13.10%	12.90%	13.11%
无形资产和开发支出	125.72	109.80	93.89	77.98	三费率	7.39%	6.94%	6.44%	6.46%
其他非流动资产	774.51	774.34	774.18	774.02	净利率	7.32%	7.19%	7.33%	7.39%
<b>资产总计</b>	<b>6165.64</b>	<b>6447.41</b>	<b>7061.97</b>	<b>7787.27</b>	ROE	10.36%	10.43%	10.95%	11.45%
短期借款	280.50	0.00	0.00	0.00	ROA	6.37%	6.60%	6.88%	7.12%
应付和预收款项	1866.78	2124.08	2370.10	2674.27	ROIC	12.40%	15.52%	17.77%	19.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.04%	8.12%	7.99%	7.96%
其他负债	231.05	240.57	252.67	267.14	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2378.33</b>	<b>2364.65</b>	<b>2622.76</b>	<b>2941.41</b>	总资产周转率	0.92	0.94	0.98	1.01
股本	505.83	505.83	505.83	505.83	固定资产周转率	6.97	7.84	10.30	14.11
资本公积	1344.75	1344.75	1344.75	1344.75	应收账款周转率	5.64	5.48	5.61	5.57
留存收益	1804.12	2107.85	2461.49	2865.15	存货周转率	4.90	5.36	5.40	5.41
归属母公司股东权益	3665.57	3958.42	4312.07	4715.73	销售商品提供劳务经营现金营业收入	97.26%	—	—	—
少数股东权益	121.74	124.34	127.14	130.14	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3787.31</b>	<b>4082.76</b>	<b>4439.20</b>	<b>4845.87</b>	资产负债率	38.57%	36.68%	37.14%	37.77%
负债和股东权益合计	6165.64	6447.41	7061.97	7787.27	带息债务/总负债	11.79%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	1.87	2.06	2.15	2.21
EBITDA	377.46	480.85	529.37	597.98	速动比率	1.46	1.64	1.72	1.77
PE	35.12	32.36	28.33	24.82	股利支付率	27.24%	28.23%	26.83%	26.84%
PB	3.62	3.35	3.08	2.83	<b>每股指标</b>				
PS	2.55	2.31	2.07	1.82	每股收益	0.77	0.84	0.96	1.09
EV/EBITDA	30.09	22.33	19.66	16.79	每股净资产	7.49	8.07	8.78	9.58
股息率	0.78%	0.87%	0.95%	1.08%	每股经营现金	0.81	1.09	0.77	0.88
					每股股利	0.21	0.24	0.26	0.29

数据来源：Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼  
邮编: 200120  
邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼  
邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编: 400023

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn