

业务稳定增长, 全产业链深入布局

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入37.9亿元, 同比增长12.8%, 归母净利润8.3亿元, 同比增长72.9%, 扣非后归母净利润3.9亿元, 同比增长6.4%。
- **整体业绩符合预期, REITs持续贡献利润。** 2017年上半年, 公司各项业务稳步增长, 其中教材销售、商品贸易和教育装备多媒体业务分别提升27.9%、38.5%和38.2%, 是业绩增长的主要动力。报告期内, 公司毛利率下降1.4pp, 主要由于销售增加引起; 销售、管理、财务费用分别增长8.4%、17.25和-40.5%, 综合作用下, 期间费用率下降0.34pp。REITs项目贡献4.1亿元收益, 对报告期业绩产生较大影响, 我们认为在公司众多优质网点的支撑下, 未来3-5年REITs仍将持续盘活公司资产, 输送持续稳定的收益。
- **9月初迎来大规模股票解禁, 影响相对有限。** 9月4日, 公司将有1.7亿股公司股票解禁上市, 约占总股本8.5%, 相关股票均为2016年9月非公开发行认购股票, 均价为11.82元/股。我们认为认购价格与现价相差不多, 减持动力不足, 此次股票解禁对公司影响相对有限。
- **依托传统优势, 强势布局教育产业。** 公司是安徽省规模最大的国有控股文化企业, 具备极强的区域优势。近期, 公司依托优势产业资源, 持续布局教育产业, 以期充分盘活现有资源。
 - 1) **学校资源方面:** 公司公告收购成都七中实验学校, 成为A股市场K12民办学校收购首单, 吸收成熟的寄宿制教学管理体系; 与英国莱普顿国际学校合作设立寄宿制、双课程体系的莱普顿学校, 借助海外优势资源提升综合竞争力;
 - 2) **产业生态方面:** 公司先后投资新科数媒、沪江网、学霸君等不同产业资源, 迅速打造教育生态闭环, 构建相对完善的教育产业生态圈。
- **大股东坚定增持, 离下限仍有距离。** 控股股东新华控股宣布股份增持计划, 拟通过二级市场增持、资管计划等手段增持不低于总股本0.4%的股票。截至目前, 大股东累计增持约674万股, 总股本占比约0.34%, 达到增持计划股份下限(总股本的0.4%)的84.76%。控股股东的增持行为, 极大彰显了其对公司未来发展的坚定信心。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2017-2019年实现归母净利润14.3亿、16.0亿和17.0亿元, 对应EPS分别为0.72元、0.81元、0.85元。今年是公司教育产业布局集中落地的关键之年, 建议持续关注, 维持19.98元目标价, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险, 业务拓展或不及预期的风险, 轻资产模式推广或不达预期的风险, 限售股上市或造成股价波动风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7593.53	8772.15	10063.48	11215.80
增长率	15.38%	15.52%	14.72%	11.45%
归属母公司净利润(百万元)	1058.67	1434.92	1603.61	1692.26
增长率	37.00%	35.54%	11.76%	5.53%
每股收益EPS(元)	0.53	0.72	0.81	0.85
净资产收益率ROE	12.33%	14.72%	14.48%	13.60%
PE	24	18	16	15
PB	2.90	2.57	2.26	2.01

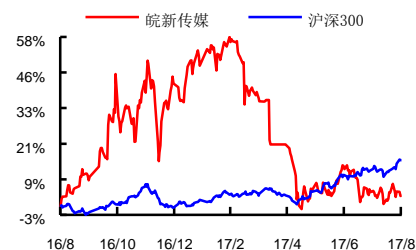
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
邮箱: zhuzh@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
电话: 010-57631198
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.89
流通A股(亿股)	19.89
52周内股价区间(元)	12.31-19.56
总市值(亿元)	253.03
总资产(亿元)	124.45
每股净资产(元)	4.61

相关研究

1. 皖新传媒(601801): 携手优质海外学校, 教育布局更进一步 (2017-07-02)
2. 皖新传媒(601801): 民办学校收购完成, 教育生态构建更进一步 (2017-05-02)

关键假设：

假设 1：公司继续加强市场开发力度，教材销售业务实现较快增长，毛利率为 20%；

假设 2：教育产业闭环构建利好教育装备及多媒体销量大幅提升，毛利率保持在 5%左右；

假设 3：创新型资产运作模式 (REITs) 持续开展，增厚公司业绩，每年贡献约 8 亿元收益。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
一般图书销售及音像制品	收入	2793.4	2765.5	2820.8	2877.2
	yoy	4.8%	-1.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	34.07%	36.0%	36.0%	36.0%
教材销售	收入	1304.9	1670.3	1920.8	2151.3
	yoy	11.5%	28.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	23.72%	20.0%	20.0%	20.0%
商品贸易	收入	1071.1	1392.4	1559.5	1715.5
	yoy	-12.8%	30.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	0.33%	0.7%	0.7%	0.8%
教育装备及多媒体	收入	755.8	1058.1	1375.5	1650.6
	yoy	45.4%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	4.54%	5.0%	6.0%	6.0%
供应链及物流服务	收入	363.1	580.9	755.2	981.7
	yoy	-	60.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	6.01%	6.0%	6.0%	7.0%
广告及游戏	收入	93.8	234.4	351.6	422.0
	yoy	2367.6%	150.0%	50.0%	20.0%
	毛利率	3.56%	3.5%	3.5%	3.5%
出版策划及服务	收入	68.9	92.9	111.5	133.8
	yoy	-	35.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	50.53%	50.0%	50.0%	50.0%
文体用品及其他	收入	958.4	670.9	704.4	739.6
	yoy	8.6%	-30.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	6.79%	6.0%	7.0%	7.0%
成都七中实验学校	收入	-	48.75	128.70	141.57
	yoy	-	-	306.2%	10.0%
	毛利率	-	70.0%	72.0%	72.0%
其他	收入	184.3	258.0	335.4	402.5
	yoy	65.9%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	51.00%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	7593.5	8772.2	10063.5	11215.8
	yoy	15.4%	15.5%	14.7%	11.5%
	毛利率	20.0%	19.0%	19.3%	19.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7593.53	8772.15	10063.48	11215.80	净利润	1075.48	1449.41	1618.99	1708.49
营业成本	6075.44	7107.43	8119.11	9074.07	折旧与摊销	95.16	150.29	150.29	150.29
营业税金及附加	27.53	28.95	30.19	33.65	财务费用	-83.48	-117.99	-136.74	-154.12
销售费用	585.98	649.14	724.57	796.32	资产减值损失	14.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	398.14	473.70	523.30	572.01	经营营运资本变动	-403.37	-20.27	-175.96	-152.99
财务费用	-83.48	-117.99	-136.74	-154.12	其他	-141.63	-102.56	-99.37	-99.81
资产减值损失	14.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	557.01	1358.88	1357.21	1451.85
投资收益	113.02	100.00	100.00	100.00	资本支出	-74.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.11	-0.02	-0.05	-0.05	其他	-81.03	135.98	99.95	99.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-155.74	135.98	99.95	99.95
营业利润	687.98	730.91	902.99	993.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	403.45	740.00	740.00	740.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1091.43	1470.91	1642.99	1733.83	股权融资	1956.40	0.00	0.00	0.00
所得税	15.95	21.49	24.01	25.34	支付股利	-236.60	-211.73	-286.98	-320.72
净利润	1075.48	1449.41	1618.99	1708.49	其他	119.70	6.48	136.74	154.12
少数股东损益	16.81	14.49	15.38	16.23	筹资活动现金流净额	1839.50	-205.26	-150.25	-166.60
归属母公司股东净利润	1058.67	1434.92	1603.61	1692.26	现金流量净额	2241.10	1289.60	1306.91	1385.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5496.07	6785.67	8092.58	9477.79	成长能力				
应收和预付款项	995.60	1282.29	1420.27	1602.65	销售收入增长率	15.38%	15.52%	14.72%	11.45%
存货	958.36	1134.42	1303.90	1464.28	营业利润增长率	-11.54%	6.24%	23.54%	10.06%
其他流动资产	1250.36	1386.39	1574.87	1743.07	净利润增长率	38.27%	34.77%	11.70%	5.53%
长期股权投资	443.30	443.30	443.30	443.30	EBITDA 增长率	-11.30%	9.08%	20.09%	8.01%
投资性房地产	60.78	60.78	60.78	60.78	获利能力				
固定资产和在建工程	656.40	559.26	462.11	364.97	毛利率	19.99%	18.98%	19.32%	19.10%
无形资产和开发支出	492.52	446.43	400.34	354.26	三费率	11.86%	11.45%	11.04%	10.83%
其他非流动资产	660.21	653.15	646.09	639.04	净利率	14.16%	16.52%	16.09%	15.23%
资产总计	11013.60	12751.69	14404.25	16150.13	ROE	12.33%	14.72%	14.48%	13.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.77%	11.37%	11.24%	10.58%
应付和预收款项	2001.92	2581.90	2871.16	3199.72	ROIC	24.23%	21.99%	26.72%	27.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.21%	8.70%	9.11%	8.83%
其他负债	291.08	323.02	354.32	383.87	营运能力				
负债合计	2293.00	2904.92	3225.48	3583.59	总资产周转率	0.80	0.74	0.74	0.73
股本	1989.20	1989.20	1989.20	1989.20	固定资产周转率	17.33	25.31	40.34	73.62
资本公积	2418.47	2418.47	2418.47	2418.47	应收账款周转率	14.65	15.99	15.47	15.41
留存收益	4032.05	5255.23	6571.86	7943.39	存货周转率	6.50	6.41	6.34	6.28
归属母公司股东权益	8551.23	9662.90	10979.53	12351.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.90%	—	—	—
少数股东权益	169.37	183.87	199.25	215.48	资本结构				
股东权益合计	8720.60	9846.77	11178.77	12566.54	资产负债率	20.82%	22.78%	22.39%	22.19%
负债和股东权益合计	11013.60	12751.69	14404.25	16150.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.97	3.78	3.97	4.11
					速动比率	3.54	3.37	3.55	3.68
					股利支付率	22.35%	14.76%	17.90%	18.95%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.72	0.81	0.85
					每股净资产	4.38	4.95	5.62	6.32
					每股经营现金	0.28	0.68	0.68	0.73
					每股股利	0.12	0.11	0.14	0.16
业绩和估值指标									
EBITDA	699.66	763.20	916.54	989.99					
PE	23.90	17.63	15.78	14.95					
PB	2.90	2.57	2.26	2.01					
PS	3.33	2.88	2.51	2.26					
EV/EBITDA	27.05	23.11	17.82	15.10					
股息率	0.94%	0.84%	1.13%	1.27%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn