

升级+转型，向第三方物流扩展

增持首次评级

投资要点:

- 📖 “升级”战略专注于提升传统业务（一般图书销售等）增长
- 📖 “转型”战略专注于已有终端和仓储物流资源价值最大化
- 📖 “升级+转型”战略成功后，公司收入结构将发生根本性变化，收入有望大幅上涨

报告摘要:

- **中部地区最大的出版物发行企业，最大优势在于其大量的终端资产和遍布全省的仓储物流资源。**拥有覆盖安徽省全省的图书音像等出版物的分销、零售终端网络和物流体系，507个营业网点遍布全省17个地级市及其县、镇（乡）。
- **收入结构逐步改善。**传统主要收入来源教材销售收入占比稳步下降，由2008年的56.38%下降到2010年的46.97%；一般图书销售收入和音像、文体用品销售收入稳步上升，2010年占比分别为41.55%和10.08%。
- **与同行业公司对比，皖新传媒毛利率较高且较为稳定。**2008-2010年，公司综合毛利率保持在33%左右。2010年，公司综合毛利率稳步上升至33.26%，高于所有同行业上市公司发行业务的毛利率，显示出公司同上游出版业较强的议价能力。
- **“升级”战略，提高内涵式增长：**通过建立全新的绩效文化，改善营销能力，促进卖场内销售收入的增长，增加一般图书、音像、文体用品的销售。
- **“转型”战略：**（1）卖场业态的转型，增加多元化经营比例，将大幅提升卖场坪效。（2）受益于皖江城市带承接产业转移，转型成为以文化流通为主体的现代物流企业，能够最大化利用公司已有的高效物流系统和丰富仓储物流资源。预计2012年，第三方物流收入有望实现突破性增长。（3）在数字教育转型中，公司利用多年来在教育系统内积累的渠道资源，以数字教育的研发与落地为战略进行部署。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2544.68	2760.38	3138.58	3540.69	4023.98
同比增长率	5.43%	8.48%	13.70%	12.81%	13.65%
归属母公司净利润(百万元)	276.47	321.06	372.47	425.50	489.15
同比增长率	9.59%	16.13%	16.01%	14.24%	14.96%
每股收益(元)	0.30	0.35	0.41	0.47	0.54
P/E(倍)	37	32	27	24	21

资料来源：公司公告，宏源证券预测

传媒行业小组

分析师:

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

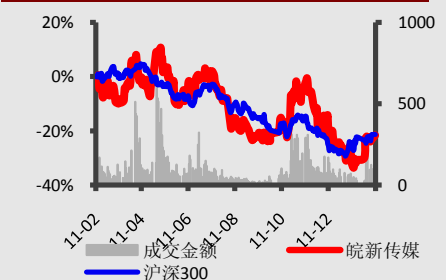
联系人:

郭幼竹

电话: 010-88085096

Email: guoyouzhu@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	9.1
流通股本(亿)	1.51
股价(元)	11.23
第一大股东	安徽新华发行集团
第一大股东持股比例	75.4%

数据来源：公司公告，上交所

相关研究

乐视网(300104): 技术驱动下，打造最大视频服务平台(2012.02.07)

吉视传媒(601929): 数字时代的弄潮儿(2012.02.07)

中南传媒(601098): 年报好于预期 转型期窥探机会(2012.02.05)

华谊兄弟(300027): 全产业链扩张 娱乐巨头风范(2012.02.02)

传媒2011年报预告总览: 推荐平面媒体，规避互联网(2012.01.31)

华录百纳(300291): 质量为先的精品剧制作公司(2012.01.19)

目录

一、中部地区最大的出版物发行企业.....	4
(一) 公司概况.....	4
(二) 股权结构.....	5
二、公司发展战略：升级+转型.....	6
(一) 升级—专注内涵式增长，提高卖场经营效率.....	6
(二) 转型—面临行业变革，实施三大转型.....	7
三、盈利预测与估值.....	8
(一) 盈利预测.....	8
(二) 估值建议：估值较为合理，“增持”评级.....	9

插图

图 1: 公司收入结构变化趋势 (2008-2010)	4
图 2: 公司收入结构 (%) 变化趋势 (2008-2010)	4
图 3: 公司分业务毛利率 (2008-2010)	5
图 4: 公司毛利率与同行业对比 (2008-2010)	5
图 5: 皖新传媒股权结构.....	5
图 6: 皖新传媒遍布安徽省内的终端资源.....	6
图 7: 皖新传媒上市后的股价和 PE 估值变化.....	9

表格

表 1: A 股平面媒体上市公司相对估值 (按 2011PE 升序排序)	9
表 2: 财务和估值数据摘要.....	10
表 3: 利润表预测.....	10
表 4: 资产负债表预测.....	11
表 5: 现金流量表预测.....	11

一、中部地区最大的出版物发行企业

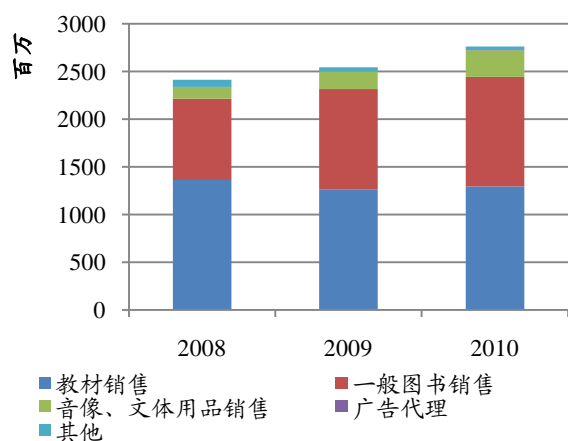
(一) 公司概况

皖新传媒(安徽新华传媒股份有限公司)是中部地区最大的出版物发行企业,拥有覆盖安徽省全省的图书音像等出版物的分销、零售终端网络和物流体系,507个营业网点遍布全省17个地级市及其县、镇(乡)。

公司主营业务包括教材发行、一般图书发行和其他销售。收入结构方面:

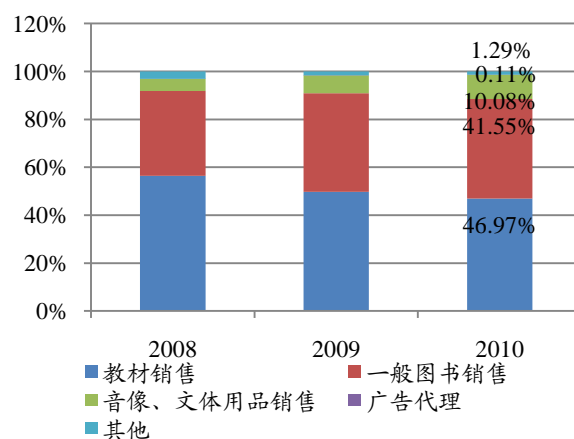
(1) 收入结构逐步改善:传统主要收入来源即教材销售收入占比稳步下降,由2008年的56.38%下降到2010年的46.97%;一般图书销售收入和音像、文体用品销售收入稳步上升,2010年占比分别为41.55%和10.08%。

图1: 公司收入结构变化趋势(2008-2010)



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图2: 公司收入结构(%)变化趋势(2008-2010)



资料来源: 公司数据, 宏源证券

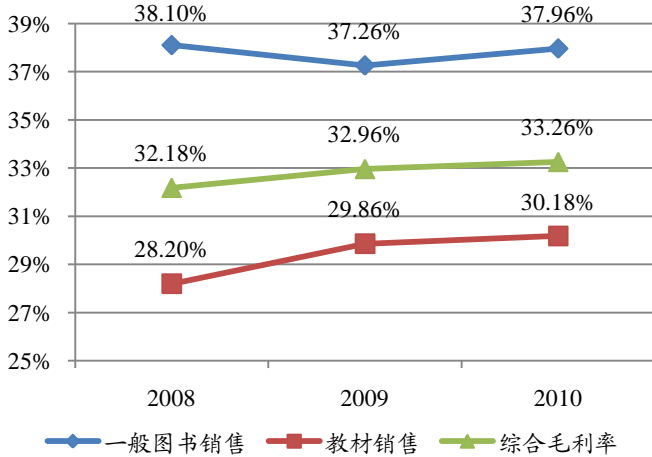
(2) 募投项目 e 网广告联播系统逐步开始贡献收入:2010 年, e 网工程所贡献的广告收入为 309 万元。目前, e 网工程在安徽省内已铺设 10 块屏幕, 未来计划在 16 个地级市及 52 个县均要铺设 LED 广告牌。预计 2014-2015 年可实现联网, 联网后由于可以实现全省联播, 广告收入将大幅上涨。

毛利率方面:

(1) 2008-2010 年公司毛利率稳步提升: 由 2008 年的 32.18% 提升至 2010 年的 33.26%。其中, 教材毛利率由政府控制, 稳定保持在 30% 左右。一般图书毛利率由公司同上游出版方谈判决定, 公司一般图书毛利率保持在 38% 左右。

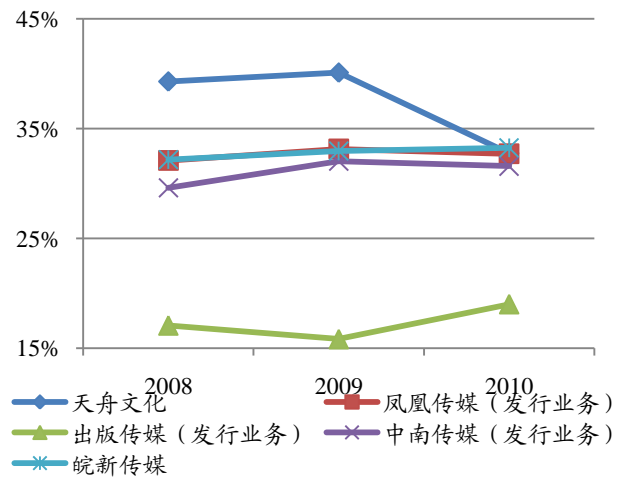
(2) 与同行业公司对比, 皖新传媒毛利率较高且较为稳定。公司综合毛利率保持在 33% 左右。2010 年, 公司综合毛利率稳步上升至 33.26%, 高于所有同行业上市公司发行业务的毛利率, 显示出公司与上游出版业较强的议价能力。

图 3: 公司分业务毛利率 (2008-2010)



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 4: 公司毛利率与同行业对比 (2008-2010)

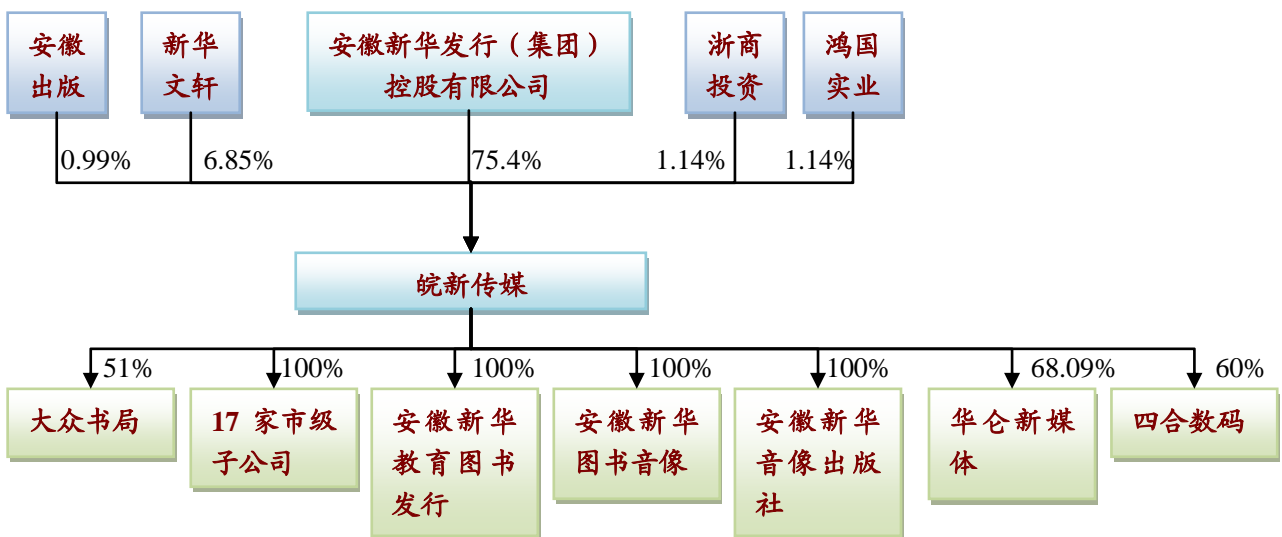


资料来源: 公司数据, 宏源证券

(二) 股权结构

安徽新华传媒股份有限公司大股东为安徽新华发行(集团)控股有限公司。旗下拥有安徽新华图书音像连锁有限公司、安徽新华教育图书发行有限公司、安徽新华音像出版社、安徽华仑新媒体传播有限公司和 17 个省辖市子公司及其所属 62 个县分公司, 覆盖安徽省城乡的 507 个网点构成完整的分销网络。

图 5: 皖新传媒股权结构



资料来源: 公司数据, 宏源证券

二、公司发展战略：升级+转型

图书出版发行行业：数字化大趋势下，行业面临机遇&挑战，传统发行企业在电子书发行市场不占优势。随着图书电子商务网站的繁荣发展和电子终端阅读器的推出和逐步普及，数字化给传统图书出版发行行业带来了巨大的冲击。对于皖新传媒而言，虽然目前在省内教材教辅销售领域仍具有强大的垄断优势，但在行业数字化变革的大趋势下，公司必然要随之进行改变。然而，在电子书发行市场，电子商务平台、出版商及先期进入该行业的互联网企业远比传统图书发行企业更有优势。

我们认为，对于皖新传媒此类传统图书发行企业，最大的优势在于其大量的终端资产和遍布全省的仓储物流资源。在图书行业数字化变革的过程中，传统图书发行渠道必然会受到一定的冲击，如何最大化利用原有大量的终端资源和仓储物流资源是公司面临行业变革的战略选择。

图 6：皖新传媒遍布安徽省内的终端资源



资料来源：招股说明书，宏源证券

(一) 升级—专注内涵式增长，提高卖场经营效率

对于传统的卖场内业务(包括一般图书销售和音像、文体用品销售)，公司提出了“升

级”战略，即通过建立全新的绩效文化，改善营销能力，促进卖场内销售收入的增长。通过实施“年初预算、月度考核、季度兑现、年度考核”的制度，对销售情况进行及时奖励、张榜公布，有效提升了卖场销售情况。例如，近期推出的图书《经典天天读》，在新的考核制度下，实现了18万套的销售业绩。

（二）转型一面临行业变革，实施三大转型

1、卖场业态的转型—文化主题性书店

业态转型将大幅提升卖场坪效。皖新传媒拥有遍布安徽省全省507个发行终端资源。其中，绝大部分新华书店位于各个地级市、县的中心地带。公司将以不同文化主题来对各个书店进行转型，加大卖场内的多元化经营，其中，出版物销售占比将下降至30%，其余70%将销售坪效高的产品，例如电子产品、乐器、玩具等。

2012年转型效果将初现：2012年，公司卖场转型将以合肥科教书店为示范店展开。而现在正在建设中的处于合肥市中心地带的四牌楼书店建成后也将成为体验式文化主体性书店。

2、转型为文化流通为主体的现代物流企业

受益于皖江城市带承接产业转移，安徽省物流业市场空间巨大。随着皖江示范区的建立，联想、海尔、格力等公司的生产基地均迁往安徽省。目前，安徽省内现代物流业已达千亿规模，而文化物流的规模仅在百亿左右。

安徽省内物流市场分散，公司致力成为省内最大物流企业。目前，安徽省内物流业主要局限于传统货物运输、仓储运输（中转站形式）、挂户运输和只提供信息的中介公司这几种形态，物流市场极为分散，并没有形成具有垄断地位的大型现代物流商。而公司将与战略伙伴合作，进入第三方物流市场。

竞争优势：高效的物流系统和丰富仓储物流资源。皖新传媒在安徽省内拥有面积约18.16万平方米的仓储中心，并且已实现物流系统和ERP系统无缝连接操作。目前，正在对现有信息网进行升级。已有的物流系统和仓储资源是公司转型现代物流企业的核心竞争力。预计2012年，第三方物流收入有望实现突破性增长。

3、数字教育转型—数字教育的研发与落地

数字教育转型中，公司最大的优势在于渠道。作为安徽省内唯一拥有中小学教材全部品种独家总发行权的企业，公司最大的优势在于多年来积累的教育系统内渠道资源。我们预计，公司所提出的“数字教育研发与落地”战略，极有可能与一些在数字教育研发领域具有较强竞争力的企业合作，而公司主要负责打通渠道，进行数字教育产品的实际销售。

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测

我们预测公司 11~13 年主营业务收入增长率分别为 13.7%、12.81%和 13.65%，毛利率分别为 34.1%、34.2%和 34.2%，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.47 元和 0.54 元。

公司未来成长驱动因素：

1. **收入结构逐步改善。**教材销售收入占比稳步下降，由 2008 年的 56.38%下降到 2010 年的 46.97%；一般图书销售收入和音像、文体用品销售收入稳步上升，2010 年占比分别为 41.55%和 10.08%。

2. **通过实施“升级”战略，一般图书、音像、文体用品销售收入有望大幅增长。**通过建立全新的绩效文化，改善营销能力，促进卖场内销售收入的增长，增加一般图书、音像、文体用品的销售。

3. **如果“转型”战略实施成功，公司收入结构将发生巨大变化：**卖场业态的转型，增加多元化经营比例，将大幅提升卖场坪效。受益于皖江城市带承接产业转移，转型成为以文化流通为主体的现代物流企业，能够最大化利用公司已有的高效物流系统和丰富仓储物流资源。预计 2012 年，第三方物流收入有望实现突破性增长。在数字教育转型中，公司利用多年来在教育系统内积累的渠道资源，以数字教育的研发与落地为战略进行部署。

(二) 估值建议：估值较为合理，“增持”评级

横向对比：可比公司中的估值水平居中

目前 A 股可比上市的平面媒体公司 2011、2012 年算术平均市盈率为 28 倍、24 倍。而皖新传媒的 2011、2012PE 为 27、24 倍，其估值处于同类公司中的平均水平。

表 1: A 股平面媒体上市公司相对估值 (按 2011PE 升序排序)

股票代码	股票简称	EPS (元)			PE (元)		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
600880.SH	博瑞传播	0.51	0.65	0.76	23	18	15
600551.SH	时代出版	0.49	0.57	0.63	23	20	18
600373.SH	中文传媒	0.62	0.83	0.96	28	21	18
601098.SH	中南传媒	0.33	0.45	0.53	28	21	18
002181.SZ	粤传媒	0.05	0.49	0.56		22	19
600633.SH	浙报传媒	0.01	0.55	0.64		27	23
601801.SH	皖新传媒	0.35	0.41	0.47	32	27	24
601928.SH	凤凰传媒	0.26	0.30	0.37	34	30	24
600825.SH	新华传媒	0.19	0.20	0.21	32	30	29
000793.SZ	华闻传媒	0.17	0.19	0.23	34	30	25
600757.SH	ST 源发	0.82	0.26	0.31	11	34	28
601999.SH	出版传媒	0.24	0.24	0.26	35	35	32
300148.SZ	天舟文化	0.32	0.45	0.64	76	54	38
算术平均					32	28	24

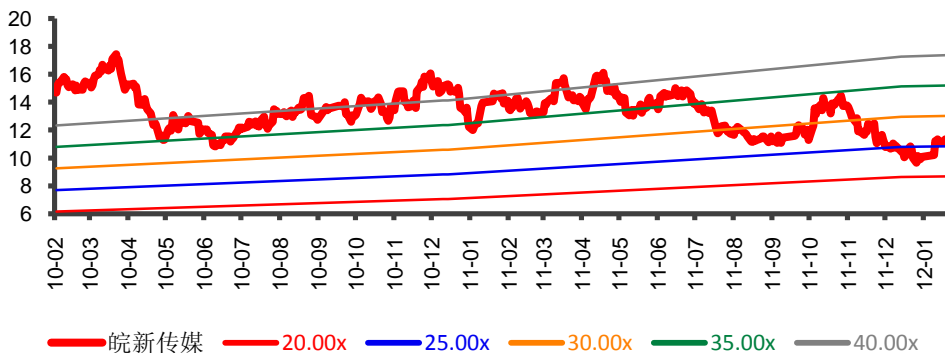
数据来源: wind, 宏源证券

纵向对比：处于历史估值较低水平

股价 (前复权): 目前皖新传媒的股价处于上市后的下线区域。

PE 估值: 皖新传媒的估值长期在 25-40 倍区间波动, 目前 2011 年 PE 在 27 倍, 处于估值区间较低的水平。

图 7: 皖新传媒上市后的股价和 PE 估值变化



资料来源: Wind, 宏源证券

表 2: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2413.62	2544.68	2760.38	3138.58	3540.69	4023.98
增长率(%)		5.43%	8.48%	13.70%	12.81%	13.65%
归属母公司股东净利润	252.28	276.47	321.06	372.47	425.50	489.15
增长率(%)		9.59%	16.13%	16.01%	14.24%	14.96%
每股收益(EPS)	0.28	0.30	0.35	0.41	0.47	0.54
每股股利(DPS)	-	-	-	0.082	0.094	0.108
每股经营现金流	0.39	0.50	0.58	0.50	0.58	0.66
销售毛利率	32.18%	32.96%	33.26%	34.00%	34.00%	34.00%
销售净利率	10.45%	10.86%	11.63%	11.87%	12.02%	12.16%
净资产收益率(ROE)	14.68%	14.20%	9.26%	9.75%	10.08%	10.45%
投入资本回报率(ROIC)	10.49%	10.12%	6.41%	7.03%	7.27%	7.54%
市盈率(P/E)	41	37	32	27	24	21
市净率(P/B)	5.95	5.25	2.95	2.67	2.42	2.18
股息率(分红/股价)	-	-	-	0.73%	0.83%	0.96%

资料来源: 宏源证券

表 3: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2413.62	2544.68	2760.38	3138.58	3540.69	4023.98
减: 营业成本	1636.95	1705.90	1842.39	2071.46	2336.86	2655.82
营业税金及附加	12.69	13.84	14.38	16.63	18.77	21.33
销售费用	298.04	308.59	339.39	386.05	435.51	494.95
管理费用	213.44	215.09	227.72	266.78	300.96	342.04
财务费用	-11.85	-13.35	-25.85	-15.91	-18.19	-20.87
资产减值损失	11.61	21.00	17.26	16.62	16.62	16.62
加: 投资收益	10.24	10.35	2.33	2.00	2.00	2.00
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	261.67	298.95	346.51	398.94	452.18	516.08
加: 其他非经营损益	-9.38	-22.89	-24.28	-25.00	-25.00	-25.00
利润总额	252.30	276.06	322.23	373.94	427.18	491.08
减: 所得税	0.02	-0.11	0.57	0.75	0.85	0.98
净利润	252.28	276.17	321.66	373.20	426.32	490.10
减: 少数股东损益	0.00	-0.30	0.61	0.72	0.83	0.95
归属母公司股东净利润	252.28	276.47	321.06	372.47	425.50	489.15

资料来源: 宏源证券

表 4: 资产负债表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1190.11	1407.68	2973.34	3388.77	3888.54	4458.05
应收和预付款项	289.12	396.69	398.31	428.10	482.95	548.87
存货	196.68	184.96	225.53	251.09	283.26	321.92
其他流动资产	20.57	23.18	21.63	22.00	22.00	22.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	118.27	111.45	97.53	97.53	97.53
固定资产和在建工程	643.18	534.43	536.03	500.30	464.56	428.83
无形资产和开发支出	328.45	316.50	306.73	286.28	265.83	245.38
其他非流动资产	15.95	138.76	121.17	157.17	157.17	157.17
资产总计	2702.69	3006.83	4588.78	5027.82	5560.42	6180.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	959.46	1029.29	1061.65	1200.46	1332.67	1494.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	24.67	30.28	58.75	6.42	6.42	6.42
负债合计	984.13	1059.57	1120.41	1206.88	1339.09	1501.20
股本	800.00	800.00	910.00	910.00	910.00	910.00
资本公积	410.17	414.06	1546.60	1546.60	1546.60	1546.60
留存收益	501.39	729.86	987.22	1326.07	1709.01	2152.87
归属母公司股东权益	1711.56	1943.92	3443.83	3782.67	4165.62	4609.47
少数股东权益	7.00	3.34	24.54	38.27	55.71	69.67
股东权益合计	1718.56	1947.26	3468.37	3820.94	4221.33	4679.14
负债和股东权益合计	2702.69	3006.83	4588.78	5027.82	5560.42	6180.34

资料来源: 宏源证券

表 5: 现金流量表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	404.32	51.41	356.80	458.85	524.13	597.56
投资性现金净流量	-63.35	-15.67	-3.01	-22.08	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-50.73	181.82	1211.87	-21.34	-24.36	-28.05
现金流量净额	290.24	217.56	1565.67	415.43	499.77	569.51

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所传媒行业研究员; 五年证券行业从业经验, 曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010年加盟宏源证券研究所。

郭幼竹: 宏源证券研究所传媒行业研究员, 南开大学硕士, 2011年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 华谊兄弟、中南传媒、华录百纳、乐视网、吉视传媒、皖新传媒。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。