

2010年6月28日

# 皖新传媒

## 升级、转型

**A**
**未有评级**

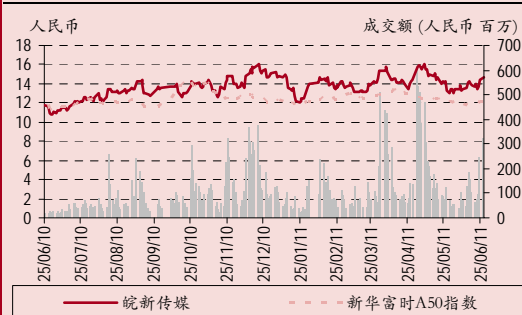
601801.SS - 人民币 14.65

**冯雪**

 (8601) 6622 9323  
 tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	10	5	24
相对新华富时A50指数(%)	(3)	9	9	21

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	910
流通股(%)	16.66
流通股市值(人民币 百万)	2,221
3个月日均交易额(人民币 百万)	162
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
安徽新华发行(集团)控股有限公司	75.40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

皖新传媒是安徽省最大文化企业和我国中部数一数二的出版物发行企业。公司现阶段以图书发行为主业, 拥有遍布全省的500多个网点。未来拟加快出版发行一体化、渠道业态创新、第三方物流、资本经营的步伐, 实现业务升级和业务转型。长期受益于管理层积极进取和激励完善。市场一致预期2011-2013年每股收益0.40、0.45和0.51元, 目前估值处于行业上游。

### 主要发现

- **“升级+转型”发展战略:** 原有主业升级、业务转型加快; 坚持渠道终端一体化无缝建设和跨媒体跨区域发展, 拟打造一流的现代综合传媒集团。
- **渠道业态创新:** 基于自有物业优势, 已增加文教用品销售、联通店中店、LED广告联播网、“三合一”农民文化家园——安徽省“十二五”重点文化项目。
- **异地市场突破:** 2010年12月重组大众书局, 实现对江苏、上海市场的低成本快速切入。
- **市场份额扩大:** 预计2011年公司在地方、二类、职高、大学教材、馆供等细分市场上再获佳绩。
- **电子商务进展:** 已有3家网上书店, 销售增长快。
- **产业链拓展:** 安徽音像出版社农科、戏曲细分市场增长快, 已是全省第一、全国前列, 我们还预计公司拟与内容商、软硬件厂商、媒体等合作, 布局数字出版。
- **募投项目加快:** 三网工程进度加快, 其中“e网”工程目前已在9个地市建设十余块屏, 拟建立全省广告联播体系, 成规模后还将有合作、独立发展的可能。
- **资本运营:** 公司现金充沛, 拟进行对文化企业的直接股权投资和参与私募股权基金投资。
- **估值:** 市场一致预期2011-2013年0.40、0.45和0.51元, 目前股价对应于2011年37倍市盈率, 处于行业上游。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	2,544.68	2,760.38	3,057.71	3,363.53	3,674.07
变动(%)	10.5	5.4	8.5	10.8	10.0
净利润(人民币百万)	276.47	321.06	364.5	408.04	461.87
全面摊薄每股收益(人民币)	0.346	0.353	0.401	0.448	0.508
变动(%)	9.6	16.1	13.5	12.0	13.2
市盈率(倍)	42.39	41.52	36.58	32.67	28.87
每股经营现金流量(人民币)	0.06	0.39	0.45	0.55	0.6
价格/每股现金流量(倍)	244.17	37.56	32.56	26.64	24.42
每股股息(人民币)	0.07	0.1	0.12	0.14	0.16
股息率(%)	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1

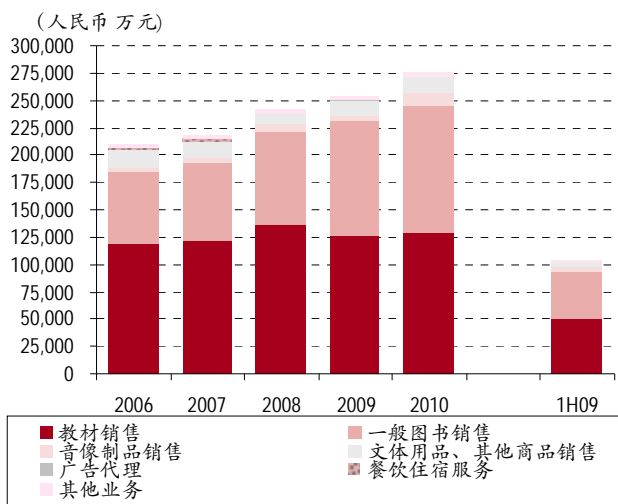
资料来源: 公司数据及万得资讯

## 公司简介

安徽新华传媒股份公司(简称皖新传媒)由安徽新华发行集团整体变更而成,是5家省委宣传部下属企业之一。2010年1月18日于上交所挂牌上市,A股市场发行行业第一股(其他省份多是出版发行整体上市)。目前第一大股东安徽新华发行(集团)控股公司持有75.40%股权,实际控制人为安徽省人民政府。

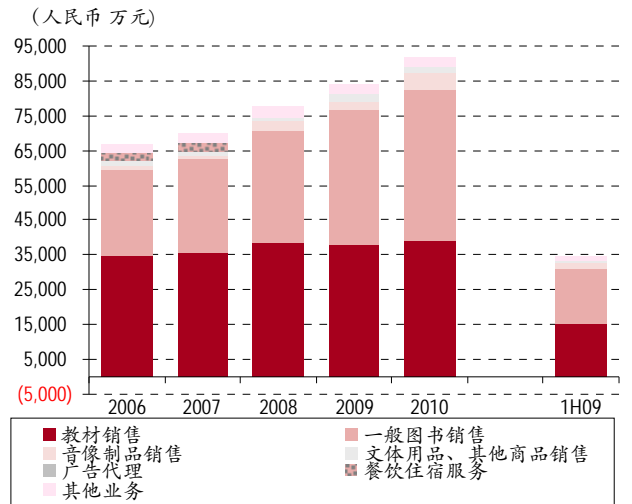
2009年安徽新华在全国发行集团中排名第4。2010年近30亿元营业收入总额,3.2亿元净利润,分别增长8.5%和16.1%。依托全省新华书店实体网络,传统主业覆盖教材、教辅和一般图书发行以及音像制品、文体用品、商品等销售。其中教材和一般图书(含教辅)分别约占公司营业收入总额和毛利总额的50%左右,是最重要的利润来源。书店混业经营思路下的文化商品运营和LED户外广告联播网等是新增长点。

图表 2. 公司营业收入增长及构成



资料来源: 公司数据

图表 3. 公司毛利增长及构成



资料来源: 公司数据

## 管理层变动

2010年4月,原古井集团董事长曹杰先生(1997年即进入古井集团)调任安徽新华控股公司副董事长、总经理、党委副书记,6月兼任安徽华仑港湾文化投资公司董事长和总经理,8月增选为股份公司董事和副董事长,目前兼任股份公司党委书记、董事长。皖新传媒即将进行董事会换届选举,市场期待新的领导班子将进一步促进公司发展。古井贡酒(000596.SZ/人民币 75.55, 200596.SZ/港币 52.98, 未有评级)2009年、2010年及2011年上半年的净利润增速分别为305%、124%和150%。在其担任董事长期间(2009年3月27日至2010年4月21日),古井贡酒A股和B股的股价涨幅分别为565%和289%。

我们预计公司从今年下半年开始将执行新的KPI绩效考核办法,有望进一步提高一线员工积极性。

## 升级与转型

公司未来发展遵循“升级+转型”思路,坚持渠道终端一体化无缝建设和跨媒体跨区域发展,拟打造一流的现代综合传媒集团。

### 1.渠道建设加强,原有业务升级

公司在安徽省内500多家门店全为自有物业,分布在安徽17个地市、62个区县。其中100多家中心门店位于城镇核心商圈,文化地产物业价值高。各店人均图书消费有差异,各店平效有差异,最差的与最好的门店甚至可相差百倍,业绩较差门店因而具有较大提升空间。“升级”战略即是在短期内以向上拉平各门店原有主业绩效为主要目标。

基于自有物业优势的已有的业态创新包括:增加电教数码和文化用品销售、与联通合作开设店中店、利用中心门店自有物业发展户外广告联播网、趁“农家书屋”政策东风发展农村“三合一”(便民店、农家书屋、网吧)门店(安徽省“十二五”重点文化建设项目,6月16日南港“农民文化家园”开业)。

此外,公司重组大众书局,持股51%,后者在上海、南京、扬州、连云港拥有8家租赁物业为主的中型书店,混业程度高,市场观念强。我们估计其年收入上亿元,盈利千万元,对公司业绩贡献暂时有限,但公司借此实现了对异地市场的快速切入。

原有图书主业方面，除中小学义务教育教材的独家发行权外，公司陆续通过市场竞争获得中学、高职、大学、馆配等业务，目前约占总业务规模的 10%，但增速较快，今年的情况比往年更好。

## 2. 合作共赢，业务转型

面对电子商务和数字出版的冲击，公司拟在 2-3 年后实现业务转型，形成教材教辅以外的新的利润支撑。

### 2.1. 电子商务

自 2008 年 6 月“借船出海”低成本扩张以来，目前共有 3 个网上书店(包括淘宝店)，年销售额各千万元以上，增长快(2010 年销售额增长 78.6%)。短期内我们难以预计网上书店能否贡献较多利润，但从品牌宣传、省外市场拓展和图书消费长尾效应看，都有正面效应。

### 2.2. 产业链延伸

公司下属全资子公司安徽音像出版社 2010 年收入增长 139% 至 1.2 亿元，省内排名第一，全国排名前列。在农科、戏曲细分类市场的份额高企，外地农家书屋项目连续中标，黄梅戏印象系列产品出口台湾、美国。此外，我们预计，公司也有意向与国内外知名的内容商、软硬件厂商和媒体合作，布局数字出版。

## 募投项目进展

公司首次发行募投项目包括“新网”、“畅网”和“e 网”三大工程。前期部分项目进度因审批等原因未达预期，未来将加快建设。

### 1. 新网：终端业态创新

截至 2010 年底“新网”工程已投入 66.5%，2010 年共新建 6 个市级图书城、5 个县级图书城和 1 个农村便民店，新增营业面积 26,347 平方米。预计基于书店自有业务的业态创新将持续。

### 2. 畅网：大型智能物流信息平台

2010 年“畅网”工程仅投入 2.22%，主要是用于信息化系统升级和电子商务平台建设，未来拟打造省内大型智能化物流信息平台。目前公司物流能力仅能够自身使用，预计随项目落地，第三方物流配送能力将大幅提升，会为公司带来新的盈利点。

### 3.e 网：全省广告联播体系

2010年“e网”工程仅投入12.5%——除市容管理、手续办理、投入进度还受到建屏成本下降的影响。2010年共建设6块屏，位于合肥、六安、滁州、蚌埠、安庆市级中心卖场和含山县中心卖场，截至目前在9个地市建设10余块屏。公司主要采取合肥自营、外地外包(先选好代理商后建屏)的方式推进，有效降低经营风险，同时因地制宜，对应各地不同经济水平采用高中低档LED屏，尽量控制成本。除合肥以外，其他地市发展户外广告屏受市容管理的影响小。2010年LED广告联播网共实现309万元，同比增长134%，毛利率提升25个百分点至67.1%。尽管广告业务目前占比极小，但依托100余家中心卖场，将大幅超越原有主业增速。同时，我们认为，公司将为广告业务打通发展通道，规模化之后还将有对外合作、独立发展的可能。

### 资本经营与文化地产

安徽新华发行集团“十二五”发展目标为“三大转型”：“加快由单一的传统图书流通企业向现代综合传媒企业的转型、由省域集团向全国性集团的转型、由资源经营向资本经营的转型”，“十二五”末达到销售收入和资产总额的双两百亿。集团将重点发展出版(尤其是数字出版)、物流、文化地产、资本经营、跨区并购等。我们认为，股份公司是出版发行、物流配送、股权投资、跨区并购等主业的重要载体。

截至2011年1季度末，公司账面净现金余额28亿元，扣除尚未使用的10亿元募集资金，剩余近18亿元现金。新闻出版企业的充沛现金流和高额现金余额使其具备股权投资、资本运营的条件。我们预计公司闲散资金一部分可用于自身对文化企业的直接投资，另一部分可用于投资私募股权融资基金，提高现金回报率。此外，当跨区并购的行政壁垒下降时，公司也有意愿有所作为。

集团的文化地产业务起步没几年。目前在芜湖、亳州等地将陆续拿地开工，拟打造华仑品牌的大型城市综合体，包括书城、影院、购物、住宅等多业态。项目推进受益于地方政府支持。我们预计现有土地储备已约800亩，注入股份公司平台有待合适时机。

## 初步结论

皖新传媒是安徽省最大的文化企业，我国中部地区最大的出版物发行企业，拥有全省 500 多个自有物业新华书店网络。现阶段传统教材教辅发行业务约贡献 50% 利润，未来将依托现有优势和资源实现主业提升和业务转型。公司将在出版发行一体化建设、渠道业态创新、第三方物流、资本经营等方面加快动作，长期受益于管理层积极进取和 KPI 考核升级。

按照公司 2011-2013 年 0.40、0.45 和 0.51 元的市场一致盈利预测，目前的股价对应于 2011 年的市盈率为 37 倍，估值处于行业上游。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371