

证券研究报告—动态报告

传媒

平面媒体

皖新传媒(601801)

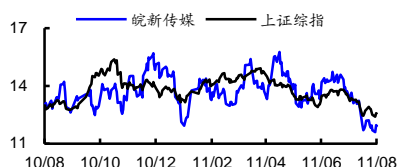
中性

2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	910.0/151.6
总市值 (百万元)	10,874.5/1,811.6
沪深 300/深圳成指	2,541.09/11,238.95
12 个 最高/最低 (元)	16.11/11.65

相关研究报告:

《中标安徽省农家书屋采购项目点评: 中标农家书屋工程, 小幅提升业绩》——2010-5-6

《皖新传媒 09 年报点评: 业绩符合预期, 关注“三跨战略”》——2010-3-22

《皖新传媒: 垄断发行和文化地产的双重价值》——2009-12-30

证券分析师: 陈财茂

电话: 010-88005322

E-mail: chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120040

联系人: 刘明

电话: 010-88005319

E-mail: liuming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

半年报点评

跨区域整合, 低成本扩张

●盈利快速增长, 基本符合预期

皖新传媒 2011 年上半年实现营业收入 13.2 亿元, 同比增长 14.1%, 实现归属母公司所有者的净利润 1.57 亿元, 同比增长 20.6%, EPS 为 0.17 元。

●一般图书业务表现抢眼

2011 年上半年, 皖新传媒一般图书业务收入达到 6.1 亿元, 同比增长 29.5%, 实现毛利 2.29 亿元, 同比增长 19.1%, 占上半年公司毛利的 54.3%, 是公司上半年业绩增长的主要动力。公司另一块支柱业务, 教材销售上半年收入为 5.16 亿元, 同比下滑 4.7%, 创造毛利 1.64 亿元, 同比增长 0.5%, 我们预计随着安徽中小学生数量下降, 教材销售收入下滑趋势可能仍将持续。文体用品业务收入达到 1.074 亿元, 增长 72.7%, 创造毛利 1140 万元, 但文体业务毛利率较低, 仅为 10.6%, 远低于其它业务。

●跨区域整合为图书业务增添活力

2011 年上半年, 公司成功收购江苏大众书局, 是国有发行企业并购优势民营连锁企业的首个案例, 标志着皖新传媒正式进入沿海发达地区市场, 实现图书主业的低成本扩张。公司跨区域整合优势资源有利于拓展销售渠道, 扩大销售终端, 从而逐步打破区域垄断局面, 为图书业务增添活力。

●维持公司“中性”评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.46 元和 0.51 元, 对应当前股价 PE 为 28 倍、26 倍和 23 倍, 考虑到安徽中小学生人数逐渐减少, 教材业务下滑趋势明显, 并且我们对一般图书行业增长持谨慎态度, 因此维持公司“中性”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,544.68	2,760.38	3,136	3,309	3,559
(+/-%)	5.43%	8.48%	13.6%	5.5%	7.6%
净利润(百万元)	276.47	321.06	393	416	464
(+/-%)	9.59%	16.13%	22.3%	5.9%	11.6%
每股收益(元)	0.35	0.35	0.43	0.46	0.51
EBIT Margin	10.85%	11.67%	12.3%	12.3%	12.6%
净资产收益率(OE)	14.22%	9.32%	10.4%	10.1%	10.2%
市盈率(PE)	34.58	33.87	27.7	26.2	23.4
EV/EBITDA	27.95	28.19	23.9	21.8	19.5
市净率(PB)	4.92	3.16	2.88	2.63	2.40

盈利快速增长，基本符合预期

皖新传媒 2011 年上半年实现营业收入 13.2 亿元，同比增长 14.1%，环比下降 18%，实现归属母公司所有者的净利润 1.57 亿元，同比增长 20.6%，环比下滑 18.1%，EPS 为 0.17 元。

二季度单季实现收入 5.73 亿元，同比增长 25.1%，环比下滑 22.9%，归属母公司净利润 4061 万元，同比增长 85.6%，环比下滑 65%，EPS 为 0.04 元。

皖新传媒中报业绩增长的主要影响因素为：（1）公司营业收入大幅增长，比同期增长约 1.62 亿元（2）财务收入大幅增长，比上期增加约 1600 万元，而归属母公司净利润增长为 2674 万元，财务收入贡献了约 60% 的利润增长（3）毛利率和 EBIT margin 都有小幅度增长，今年上半年毛利率和 EBIT margin 分别为 34.1% 和 12.3%，比同期提高 0.4% 和 0.9%。

表 1：皖新传媒利润表（2Q2010-2Q2011）

单位，百万元	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	2H10	1H11	YoY	HoH
营业收入	458.1	810.1	795.9	743.7	573.1	25.1%	-22.9%	1154.4	1606.0	1316.8	14.1%	-18.0%
营业成本	301.2	557.2	519.3	488.3	379.8	26.1%	-22.2%	765.9	1076.5	868.1	13.3%	-19.4%
营业税金及附加	2.9	3.0	4.4	6.1	5.0	69.3%	-18.9%	7.0	7.3	11.1	57.3%	50.4%
销售费用	95.5	71.7	123.5	51.4	108.6	13.8%	111.2%	144.2	195.2	160.1	11.0%	-18.0%
管理费用	59.0	40.5	81.0	54.0	62.1	5.3%	15.1%	106.2	121.5	116.1	9.3%	-4.5%
财务费用	(5.9)	(8.1)	(6.7)	(5.8)	(21.3)	259.1%	266.6%	(11.0)	(14.9)	(27.2)	148%	82.5%
资产减值损失	(21.2)	44.3	(33.8)	34.4	(16.0)	-24.4%	-146.6%	6.7	10.5	18.4	173%	74.5%
投资收益	0.3	1.5	(0.2)	(0.3)	(0.4)	-207.0%	4.0%	0.1	1.3	(0.7)	-651%	-155%
营业利润	27.0	102.9	108.2	115.0	54.5	102.1%	-52.6%	135.5	211.0	169.6	25.2%	-19.6%
营业外收入	0.5	0.5	5.6	1.9	4.8	953.7%	154.0%	0.6	6.1	6.7	936%	10.7%
营业外支出	5.4	1.0	23.9	0.8	17.3	222.5%	2181.5%	6.1	24.9	18.1	198%	-27%
利润总额	22.1	102.3	89.9	116.2	42.0	90.4%	-63.8%	130.0	192.2	158.2	21.7%	-17.7%
所得税	0.1	0.2	0.3	0.0	0.7	560.6%	1309.4%	0.1	0.5	0.7	602%	50.5%
净利润	22.0	102.2	89.5	116.1	41.4	88.3%	-64.4%	129.9	191.7	157.5	21.2%	-17.9%
少数股东损益	0.1	0.2	0.4	0.2	0.8	709.6%	390.5%	0.1	0.5	0.9	867%	80.8%
母公司的净利润	21.9	102.0	89.2	116.0	40.6	85.6%	-65.0%	129.8	191.2	156.6	20.6%	-18.1%
EPS	0.02	0.11	0.10	0.13	0.04	85.6%	-65.0%	0.143	0.210	0.17	20.6%	-18.1%
毛利	156.9	252.8	276.6	255.5	193.2	23.1%	-24.4%	388.5	529.5	448.7	15.5%	-15.2%
gross margin	34.3%	31.2%	34.8%	34.4%	33.7%	-0.5%	-0.6%	33.7%	33.0%	34.1%	0.4%	1.1%
EBIT	(0.5)	137.6	67.8	143.9	17.5	-3780.7%	-87.8%	131.1	205.4	161.5	23.2%	-21.4%
EBIT per share	0.00	0.15	0.07	0.16	0.02	-3780.7%	-87.8%	0.14	0.23	0.18	23.2%	-21.4%
EBIT margin	-0.1%	17.0%	8.5%	19.4%	3.1%	3.2%	-16.3%	11.4%	12.8%	12.3%	0.9%	-0.5%
营业税金率	0.6%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	0.2%	0.0%	0.6%	0.5%	0.8%	0.2%	0.4%
销售费用率	20.8%	8.8%	15.5%	6.9%	19.0%	-1.9%	12.0%	12.5%	12.2%	12.2%	-0.3%	0.0%
管理费用率	12.9%	5.0%	10.2%	7.3%	10.8%	-2.0%	3.6%	9.2%	7.6%	8.8%	-0.4%	1.3%
营业利润率	5.9%	12.7%	13.6%	15.5%	9.5%	3.6%	-5.9%	11.7%	13.1%	12.9%	1.1%	-0.3%
所得税率	0.4%	0.2%	0.3%	0.0%	1.6%	1.1%	1.5%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%
净利率	4.8%	12.6%	11.3%	15.6%	7.2%	2.4%	-8.4%	11.3%	11.9%	12.0%	0.7%	0.0%

资料来源：公司公告，Wind 资讯，国信证券经济研究所

一般图书业务表现抢眼

2011 年上半年，皖新传媒一般图书业务收入达到 6.1 亿元，同比增长 29.5%，实现毛利 2.29 亿元，同比增长 19.1%，占上半年公司毛利的 54.3%，是公司上半年业绩增长的主要动力。公司另一块支柱业务，教材销售上半年收入为 5.16 亿元，

同比下滑 4.7%，创造毛利 1.64 亿元，同比增长 0.5%，我们预计随着安徽中小学生学习数量下降，教材销售收入下滑趋势可能仍将持续。文体用品业务收入达到 1.074 亿元，增长 72.7%，创造毛利 1140 万元，但文体业务毛利率较低，仅为 10.6%，远低于其它业务。

我们认为公司在一般图书业务业绩表现抢眼的原因包括：（1）结合建党 90 周年，重点推出一系列精品图书（2）上半年，公司开展了一系列主题营销活动，有力地拉动了拉动了一般图书的销量，上半年卖场零售增幅达到 14.72%，高于同期全国图书零售市场 5.74% 的平均增幅

表 2: 皖新传媒各业务收入成本 (1H2010-1H2011)

单位, 百万元	1H2010	2H2010	1H2011	YoY	HoH
营业收入	1129.2	1595.6	1277.1	13.1%	-20.0%
教材销售	541.6	754.8	516.3	-4.7%	-31.6%
一般图书销售	470.7	676.1	609.4	29.5%	-9.9%
文体用品及其它	62.2	92.7	107.4	72.7%	15.9%
音像制品销售	51.2	70.1	40.0	-21.8%	-42.9%
广告业务	1.2	1.9	1.6	29.9%	-13.0%
音像出版	2.2		2.3	4.9%	
营业成本	755.6	1076.8	855.1	13.2%	-20.6%
教材销售	377.9	527.3	351.8	-6.9%	-33.3%
一般图书销售	278.4	433.0	380.4	36.6%	-12.2%
文体用品及其它	55.9	82.9	96.1	71.7%	15.9%
音像制品销售	41.5	33.1	24.2	-41.6%	-26.9%
广告业务	0.5	0.5	0.7	51.0%	28.6%
音像出版	1.4		2.0	37.6%	
毛利	373.6	518.7	422.0	13.0%	-18.6%
教材销售	163.8	227.5	164.6	0.5%	-27.7%
一般图书销售	192.3	243.1	229.0	19.1%	-5.8%
文体用品及其它	6.3	9.8	11.4	81.3%	16.2%
音像制品销售	9.8	37.0	15.9	62.5%	-57.2%
广告业务	0.8	1.3	0.9	17.2%	-30.5%
音像出版	0.7		0.3	-61.4%	
gross margin	33.1%	32.5%	33.0%	0.0%	0.5%
教材销售	30.2%	30.1%	31.9%	1.6%	1.7%
一般图书销售	40.9%	36.0%	37.6%	-3.3%	1.6%
文体用品及其它	10.1%	10.5%	10.6%	0.5%	0.0%
音像制品销售	19.0%	52.8%	39.6%	20.5%	-13.2%
广告业务	62.3%	70.4%	56.2%	-6.1%	-14.2%
音像出版	33.0%		12.1%	-20.9%	12.1%

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国信证券经济研究所

跨区域整合为图书业务增添活力

2011 年上半年, 公司成功收购江苏大众书局, 是国有发行企业并购优势民营连锁企业的首个案例, 标志着皖新传媒正式进入沿海发达地区市场, 实现图书主业的低成本扩张。公司跨区域整合优势资源有利于拓展销售渠道, 扩大销售终端, 从而逐步打破区域垄断局面, 为图书业务增添活力。

维持公司“中性”评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.46 元和 0.51 元，对应当前股价 PE 为 28 倍、26 倍和 23 倍，考虑到安徽中小学生人数逐渐减少，教材业务下滑趋势明显，并且我们对一般图书行业增长持谨慎态度，因此维持公司“中性评级”。

图表 3: 皖新传媒财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2973	3036	3121	3569	营业收入	2760	3136	3309	3559
应收款项	392	387	408	439	营业成本	1842	2083	2192	2350
存货净额	226	253	263	281	营业税金及附加	14	16	17	18
其他流动资产	7	16	17	18	销售费用	339	378	399	429
流动资产合计	3619	3711	3828	4326	管理费用	239	266	287	309
固定资产	543	844	1138	1122	财务费用	(26)	(42)	(43)	(47)
无形资产及其他	307	301	294	288	投资收益	2	8	5	5
投资性房地产	120	120	120	120	资产减值及公允价值变动	(18)	(24)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	11	(6)	(6)	(6)
资产总计	4589	4976	5381	5856	营业利润	347	413	436	480
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(24)	(20)	(20)	(15)
应付款项	930	898	936	998	利润总额	322	393	416	465
其他流动负债	184	269	282	301	所得税费用	1	0	0	0
流动负债合计	1114	1167	1218	1298	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	321	393	416	464
其他长期负债	6	6	6	6					
长期负债合计	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1120	1174	1224	1305	净利润	321	393	416	464
少数股东权益	25	25	26	27	资产减值准备	(4)	25	13	4
股东权益	3444	3777	4131	4525	折旧摊销	63	55	79	98
负债和股东权益总计	4589	4976	5381	5856	公允价值变动损失	18	24	20	20
					财务费用	(26)	(42)	(43)	(47)
					营运资本变动	32	49	31	36
					其它	4	(24)	(13)	(3)
					经营活动现金流	435	521	547	618
					资本开支	(33)	(400)	(400)	(100)
					其它投资现金流	2	1	0	0
					投资活动现金流	(31)	(399)	(400)	(100)
					权益性融资	1319	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(91)	(59)	(62)	(70)
					其它融资现金流	25	0	0	0
					融资活动现金流	1162	(59)	(62)	(70)
					现金净变动	1566	63	84	448
					货币资金的期初余额	1408	2973	3036	3121
					货币资金的期末余额	2973	3036	3121	3569
					企业自由现金流	376	91	119	481
					权益自由现金流	401	133	162	528

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.35	0.43	0.46	0.51
每股红利	0.10	0.06	0.07	0.08
每股净资产	3.78	4.15	4.54	4.97
ROIC	12.5%	14.7%	20.2%	21.0%
ROE	9.3%	10.4%	10.1%	10.2%
毛利率	33.3%	33.6%	33.8%	34.0%
EBIT Margin	11.4%	12.3%	12.3%	12.6%
EBITDA Margin	13.7%	14.1%	14.7%	15.3%
收入增长	8.5%	13.6%	5.5%	7.6%
净利润增长率	16.1%	22.3%	5.9%	11.6%
资产负债率	25.0%	24.1%	23.2%	22.7%
息率	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%
P/E	33.9	27.7	26.2	23.4
P/B	3.2	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	27.2	23.9	21.8	19.5

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏		袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn