

日期: 2014年04月11日

行业: 传媒行业



张涛  
021-53519888  
zhangtao@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120023

胡卉  
021-53519888-1927  
huhui@shzq.com  
执业证书编号: S0870514030001

# “文化消费”为核心进行多元化业务探索

## ■ 投资摘要

### 进行多元化业务探索

公司多年以来在安徽省教材教辅市场业务稳定, 在省内形成以新华发行系统为核心的市县乡全覆盖渠道, 教材教辅发行业务每年保持15%-20%的稳步增长。公司在教材教辅和一般图书销售的主营业务之外, 通过渠道网络+销售终端的优势提出了以文化消费、教育服务和现代物流三大方向为主的多元化业务模式探索。

### 以台湾诚品为标杆 “文化消费”为核心

公司目前在安徽省内, 包括新华书店和便利店, 大约有700-800个网点。曾多次赴台湾考察诚品书店, 以诚品为标杆, 把新华书店门店改造为集图书、休闲、文化场所消费于一体的综合性文化Mall, 以此提高单店销售额, 目前合肥市三孝口新华书店的改造已经完成。并在合肥市中心银泰百货商场内设立“前言后记”新型店中店, 销售图书及书签、旅行笔记、插画等周边产品, 配套贩售咖啡饮品和各类蛋糕甜点, 采取复合式混业经营。2013年上半年全省中心卖场多元文化经营较上年增长48%。鉴于诚品门店租金高昂, 极大压缩利润空间, 而皖新传媒门店均属自有物业, 假设未来10%门店改造成功, 市场潜力巨大。

### 利用渠道优势发展在线教育

与南京金智教育合作, 建立安徽皖新金智教育科技有限公司, 着力打造安徽省最大的数字教育基地和最优的数字教育服务提供商。2013年上半年, 皖新金智公司已完成数字教育服务平台的搭建。公司利用多年来深耕的安徽省中小学市场网点, 充分发挥和挖掘长期服务教育部门的经验和资源, 计划通过统一规划学校教育装备、网络化设备, 以及体育设施、草坪设施, 学校标识等设施, 开展教育多元服务。以学习多媒体设施采购为主, 少部分软件开发为辅, 推广校园信息化和多媒体教学。全国在线教育商业模式还不清晰的前提下, 公司倘若利用好现有的安徽中小学校网点资源, 尚有巨大空间亟待挖掘。

### 现代物流为新增长点

围绕传统出版发行物流服务的同时, 公司依托自身成熟的发行渠道网络优势, 积极拓展第三方物流和第四方物流。成功中标联想在中国最大生产基地——合肥联宝的物流仓储配送业务, 第一批成品于去年12月出仓并顺利运送。联宝项目是联想在安徽的生产基地, 占联想生产

## 基本数据 (2013Q3)

报告日股价 (元)	12.62
12mth A 股价格区间 (元)	8.90-15.61
总股本 (百万股)	910
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	112.02
每股净资产 (元)	4.97
PBR (X)	2.48
DPS (Y2012, 元)	0.17

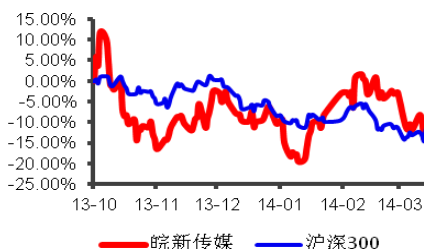
## 主要股东 (2013Q3)

安徽新华发行(集团)控股有限公司	75.73%
新华文轩出版传媒股份有限公司	6.85%
陈正忠	0.47%

## 收入结构 (2013H1)

一般图书销售	44.88%
教材销售	37.13%
文体用品及其他	12.61%
音像制品销售	3.07%
广告业务	0.17%

## 最近6个月股价与沪深300比较



报告编号: HH14-CI01

首次报告日期:

相关报告:

业务的 80-90%。此外，还中标海尔在安徽的物流项目。2013 年上半年，皖新物流实现营业收入 2319.10 万元、净利润 459.17 万元。

#### 给予“未来六个月，谨慎增持”评级

根据 13 年业绩快报，公司实现 EPS 为 0.66 元，预计 2014 年 EPS 为 0.74 元，以 4 月 8 日收盘价 12.62 元计算，13 年与 14 年 PE 分别为 19.12 倍和 17.05 倍。文化传媒上市公司 13 年、14 年市盈率中值分别为 34.9 倍和 29.6 倍，公司目前的估值水平低于行业平均水平。预计公司 2014 年、2015 年 EPS 为 0.74 和 0.84，公司的发行业务近两年内在安徽省内依然属于垄断业务，增长稳健；多元化发展模式有望带领公司进入传统业务之外的新的发展阶段。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“未来六个月内，谨慎增持”评级，给予 2014 年业绩 20 倍 PE，合理价位 14.8 元。

#### 主要风险

市场竞争风险、技术风险和业务模式风险。

#### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	3643.12	4511.54	5188.27	6225.93
年增长率	19.55%	23.84%	15%	20%
归属于母公司的净利润	498.83	598.03	673.4	764.4
年增长率	25.78%	19.89	12.6%	13.6%
每股收益 (元)	0.55	0.66	0.74	0.84
PER (X)	22.95	19.12	17.05	15.02

注：有关指标按当年股本摊薄

## 一、安徽省区域发行垄断企业

安徽新华传媒股份有限公司前身为安徽新华发行集团有限公司，是安徽省内规模最大的文化企业。目前公司主营业务为安徽省内教材教辅和一般图书的销售，这两块业务的营业收入占到全部业务收入的 80% 左右，其次为文体用品销售、音像制品销售和少量的广告业务。过去两年，公司先后通过投资控股方式进入安徽省外的图书发行市场、数字出版、在线教育服务及第三方物流等业务，逐渐在传统的教材教辅和图书销售之外，开展集团多元化经营的探索。

2010 年 1 月 5 日，公司在 A 股主板市场发行股票，人民币普通股股票 11,000 万股，本次发行后公司的注册资本为 91,000 万元，股本为 91,000 万元。公司控股股东为安徽新华发行（集团）控股有限公司，截止 2013 年三季报，持股比例为 75.73%，公司旗下拥有 8 家专业子公司，涵盖图书发行、音像制品发行、新媒体、在线教育及物流等多个领域；另外拥有省内 17 家市级新华书店子公司及所属 63 家县级分公司，37 个大中型图书城，500 多个发行网点，覆盖安徽省市、县、乡网点，在省内形成以新华发行系统为核心的垄断渠道。

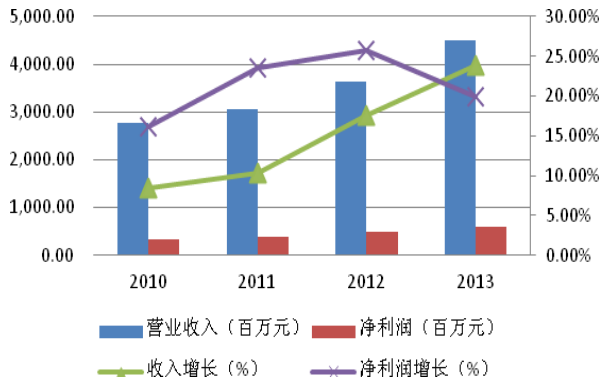
### 1.1 公司主营收入稳健

2010-2012 年，公司经营保持稳步增长，主营业务收入稳健。从收入构成上看，公司主要的收入来源始终为教材教辅销售和一般图书销售，历年来两项收入占比约超过 80%。2012 年，公司实现营业收入 36.43 亿元，同比增长 17.63%；实现净利润为 4.99 亿元，同比增长 25.73%。2013 年三季报显示，公司实现收入 32.18 亿元，同比增长 22.54%；实现净利润为 4.77 亿元，同比增长 22.17%；实现 EPS0.52 元。根据公司最新的业绩快报，公司 2013 年度实现营业收入 45.11 亿元，同比增长 23.84%；实现净利润 5.99 亿元，同比增长 19.89%，实现 EPS0.66 元。公司经营业绩增长的主要原因系公司进行改革转型，进一步拓展市场，在传统业务持续增长的同时，使多媒体教学新业务和多元产品销售增长明显，致使公司营业收入的增速较快。

## 1.2 近几年公司盈利状况良好

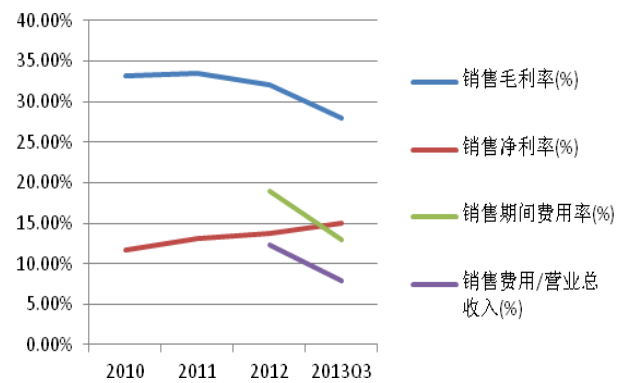
从盈利能力看，公司的销售毛利率基本保持稳定。毛利率的波动主要受图书销售毛利率波动的影响。从销售净利率看，近几年呈现稳步增长态势，显示公司在内部改革中已经建立了一套完整有效的内部控制制度。从各期费用率情况看，随着公司的销售规模扩大，公司的期间费用率保持稳定，其中营业费用率还有所下降。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



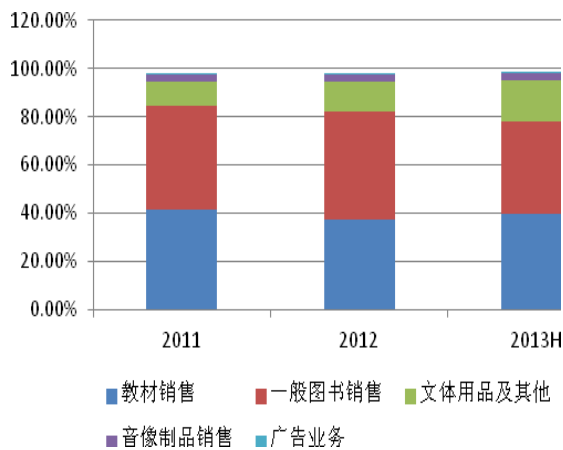
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



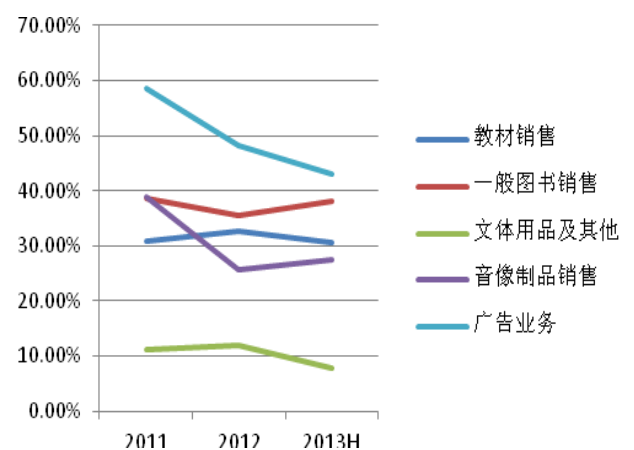
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 二、传统出版发行集团面临挑战

### 2.1 出版发行行业变革加剧

近些年来，随着外部出版发行环境的巨变和新技术的发展，出版发行行业正经历着日新月异的制度转型和结构重组。从上世纪 90 年代以来，出版发行行业在整个国有经济部门的制度转型和结构调整中明显落后，出版发行企业仍然停留在事业单位、企业管理模式上。近些年来，出版集团的建立才标志着现代企业制度在逐步建立，一大批出版发行企业由事业单位变成了独立企业法人，在转制改革的道路上越来越多的出版发行机构经历了市场的考验，在残酷的外部竞争中或者消亡，或者经历自身变革而发展壮大。出版、发行集团的成立、高校出版社转制、教材招投标，这些适应市场发展的改革措施，无一不显现着优胜劣汰的市场规律，从而也从外部环境倒逼各大出版发行企业进行内部改革，以期更好适应日益加剧的市场竞争。

另一方面，新技术革命也给传统出版发行行业带来严峻的技术挑战，主要表现在三个方面：一是传统出版业拥有大量纸质介质的出版资源，然而在纸张原料、印刷成本日益上升的基础上，进一步压缩图书出版发行的毛利率；二是数字技术迅速发展的今天，数字化和信息化正逐渐消除各个出版物之间的原有界限，出版发行行业原有的技术壁垒被突破，取而代之的是比拼内容的创新和出版的速度，使得传统出版发行行业置于新技术革命的末端；三是新一代读者阅读习惯的改变，在线阅读、下载和分享成为新一代读者的核心行为，传统纸质出版资源面临资源的浪费。从 2013 年下半年的情况来看，传统媒体、出版行业在加速数字化进程，发展新媒体之外，更倾向于跨媒体的整合，延伸广告价值链，新的投资机会将在不断收购整合中被创造和被挖掘，也为传统媒体、出版行业进入新一轮洗牌带来新契机。

### 2.2 国家政策扶持文化产业

文化部明确 2014 年文化改革发展四大重点工作。国务院新闻办公室于 2 月 24 日举行新闻发布会，明确了 2014 年重点工作，具体包括四点：一是继续深化文化体制机制创新；二是进一步推动文化事业的全面繁荣和文化产业的快速发展，抓经营性文化产业，促进文化产业振兴发展。进一步出台文化与金融合作的相关政策，推动文化产业园区、文化会展业的转型升级；三是构建优秀的传统文化传承体系，加强对中华优秀传统文化的挖掘；四是不断提高文化开放水平，建立完善外向型的文化产业聚集区。文化部年度重点工

作方向的出台有利于进一步推动文化产业发展，在 2014 年对提高产业景气度有一定作用。

同时自去年年底以来，为加快推动文化产业成为国民经济支柱性产业，中央财政去年 11 月中下旬下拨 2013 年度文化产业发展专项资金 48 亿元，比 2012 年增加 41.18%。今年该专项基金将考虑文化产业发展的不平衡性，在坚持扶优扶强的基础上，向中西部地区、特色文化产业和新兴文化业态适当倾斜。并扩大重大项目实施范围，新增文化金融扶持计划、实体书店扶持试点、环保印刷设备升级改造、重点新闻网站软硬件技术平台建设等 4 个重大项目。这为文化产业中出版、印刷、广告、新闻网站及新媒体等起到政策扶持作用。

### 三、多元化业务模式探索

公司多年以来在安徽省教材教辅市场业务稳定，在省内形成以新华发行系统为核心的市县乡全覆盖渠道，教材教辅发行业务每年保持 15%-20% 的稳步增长。公司在教材教辅和一般图书销售的主营业务之外，通过渠道网络+销售终端的优势提出了以文化消费、教育服务和现代物流三大方向为主的多元化业务模式探索。

#### 3.1 以台湾诚品为标杆 “文化消费”为核心

公司目前在安徽省内，包括新华书店和便利店，大约有 700-800 个网点。公司曾多次赴台湾考察诚品书店，向诚品交流取经，力图通过把新华书店门店改造为集图书、休闲、文化场所消费于一体的综合性文化 Mall，来拓展图书门店的附加价值，以此吸引人流量，提高单店销售额。目前合肥市三孝口新华书店的改造已经完成，从普通书店改造为八层的拥有图书销售、咖啡美食、文具用品、茶会所、花艺、儿童用品、多功能厅和展示厅为一体的文化休闲场所。三孝口书店同样以诚品为样本，改建成全落地窗结构，图书销售配套有可落座阅读场所，每层分别以创意、时尚、文学、生活、少儿等不同主题，一改新华书店空间布置密集，场所功能单一的传统形象。而“前言后记”时尚店中店则是设立于合肥银泰百货商场内，更类似于诚品在商场中设立的店中店。公司以随时随地培养市民阅读习惯为目标，期望通过设立一系列新型小型连锁书吧的形式来实现。“前言后记”占地空间不到 100 平米，有选择地销售 2000 多种图书，不售卖教材教辅。以年轻人更易接受的方式，通过不同主题来分类荐书，并销售图书配套的书签、旅行笔记、插画等周边产品，同时配套贩售咖啡饮品和各类蛋糕甜点，咖啡吧和书店相结合。

台湾诚品书店经历了从书店到百货商场的经营模式，是标准复合式经营。目前图书销售只占总收入的 30% 左右，非书部分营收比重达到 70%，其中商场餐饮占 20%—25% 左右。以诚品信义店为例，四万平方米的书店每年租金高达 7000 多万人民币，极大压缩了诚品的利润空间。虽然诚品采用二次出租的形式，把大面积商业地产出租给进驻的品牌方，但每年的租金压力仍然是一笔大帐。

皖新传媒旗下新华书店门店均属于自有物业，占据安徽省内各个城市地理位置比较好、人流量比较大的区域，跟诚品比较，租金方面的压力几乎为零。假设下属门店中 10% 左右改造成诚品模式，规模就已赶超诚品，市场潜力较大，接下来就看混业经营的理念是否成功了。

公司通过深度挖掘现有网点和门店的空间，将图书贩售与空间文化消费相结合，也从单一图书销售转向多元化场所经营提供了可操作途径。公司计划未来将文化 Mall 的模式独立出来，以互动、娱乐体验的方式做店，把置换出来的商业地产价值最大化。2013 年上半年全省中心卖场多元文化经营较上年增长 48%。同时校园书店提前完成全年建设目标，累计建成 146 家，以低成本扩张形式进一步提升终端覆盖。

除此之外，公司有意向未来尝试发展影视剧制作和游戏行业，并将纳入文化消费业务大板块。

图 3 合肥三孝口新华书店旗舰店



数据来源：上海证券研究所



数据来源：上海证券研究所

图 4 “前言后记”新型店中店



数据来源：上海证券研究所



数据来源：上海证券研究所

### 3.2 利用渠道优势发展在线教育

在教育信息化迅速推进的大环境下，公司通过与南京金智教育（002090.SZ）合作，建立安徽皖新金智教育科技有限公司（其中公司持股 55%），着力打造安徽省最大的数字教育基地和最优的数字教育服务提供商。2013 年上半年，皖新金智公司已完成数字教育服务平台的搭建，按照“着力介入、点上突破、以点带面、渐成规模”的总体思路，积极参与多媒体装备集成和数字化校园建设项目，签订合同金额共计 6000 多万元，其中，中标安徽省 2012 年“教学点数字教育资源全覆盖”政府采购项目，合同金额 1300 万元。与此同时，围绕教育云平台搭建，已完成底层技术平台和上层关键应用等方案设计。

目前，公司利用多年来深耕的安徽省中小学市场网点，充分发挥和挖掘长期服务教育部门的经验和资源，计划通过统一规划学校教育装备、网络化设备，以及体育设施、草坪设施，学校标识等设施，开展教育多元服务。以学习多媒体设施采购为主，少部分软件开发为辅，推广校园信息化和多媒体教学。素质教育这块，利用现有渠道和资金的优势，通过和南京金智合作来进行教育服务的业务。目前已经在合肥八中落地做电子书包的测试和试点。在国家对教育投入日渐加大，然而全国在线教育商业模式还不清晰的前提下，公司倘若利用好现有的安徽中小学校网点资源，尚有巨大空间亟待挖掘。另一方面，涉足数字出版，与从事数字出版的科技公司



合作进入中国移动阅读基地、中国联通阅读基地。通过加强技术开发和资源整合，进一步建立和完善网络分销体系，在销售、品种和渠道建设方面取得新进展，上半年销售收入同比增长 24%。

### 3.3 现代物流为新增长点

公司在围绕传统出版发行物流服务的同时，公司依托自身成熟的发行渠道网络优势，积极拓展第三方物流和第四方物流。2012 年与江苏新宁现代物流公司共同成立安徽皖新物流有限公司，全面引入现代仓储管理、配送运输管理技术，建设现代物流网络配套体系，积极发展第三方、第四方物流业务。新公司顺利通过"三标一体"体系认证评审，并成功中标联想在中国最大生产基地——合肥联宝的物流仓储配送业务，第一批成品于去年 12 月出仓并顺利运送。联宝项目是联想在安徽的生产基地，占联想生产业务的 80-90%。此外，还中标海尔在安徽的物流项目。2013 年上半年，皖新物流实现营业收入 2319.10 万元、净利润 459.17 万元。

下一步计划对物流网点进行网络化，目前物流网点的 ERP 系统已经开始实施，一旦网络化布局完成，未来可能与电商合作对接，物流市场巨大。

## 三、盈利预测

### 4.1 预测假设

- 1、教材教辅和一般图书销售业务 2014-2015 年保持稳定；
- 2、公司的文化消费业务增长点得到充分挖掘，从 2014 年开始所有门店不亏损；
- 3、公司在线教育和现代物流逐步发展，毛利率上升。

### 4.3 盈利预测

我们预计，2014-2015 年，净利润将实现年递增 12.6% 和 13.6%，相应的每股收益为 0.74 元和 0.84 元。

## 四、投资评级

公司 12 年实现 EPS 0.55 元，根据 13 年业绩快报实现 EPS 为 0.66

元，预计 2014 年 EPS 为 0.74 元，以 4 月 8 日收盘价 12.62 元计算，13 年与 14 年 PE 分别为 19.12 倍和 17.05 倍。文化传媒上市公司 13 年、14 年市盈率中值分别为 34.9 倍和 29.6 倍，公司目前的估值水平低于行业平均水平。预计公司 2014 年、2015 年 EPS 为 0.74 和 0.84，公司的发行业务近两年内在安徽省内依然属于垄断业务，增长稳健；公司规划的“文化消费、在线教育和现代物流”多元化发展模式，有望带领公司进入传统业务之外的新的发展阶段。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“未来六个月内，谨慎增持”评级，给予 2014 年业绩 20 倍 PE，合理价位 14.8 元。

## 五、风险提示

### 5.1 市场竞争风险

市场竞争进一步加剧，行业内部对市场份额的争夺日趋激烈。电子商务、数字媒体的蓬勃发展，大众图书零售需求的增速趋缓，对传统实体书店会形成一定分流与冲击。

### 5.2 技术风险

未来 5 至 10 年，技术革新将继续成为推动经济发展，创新产业格局的重要因素，而现代传播技术与传播方式革命性的数字技术更新发展，将给人们的文化消费方式带来巨大改变，给传统出版发行企业造成极大影响。

### 5.3 业务模式风险

全媒体时代，终端客户对产品和服务的需求呈现全时空、全方位、多媒体、多渠道等更高要求，传统的“内容为王”、“渠道为王”的业务模式将被突破，向“用户为王”转变和过渡。业态创新、业务模式创新是否满足客户需求尚待市场竞争的实际考验。

## 七、附表

附表 1 皖新传媒损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业总收入</b>	<b>3047.48</b>	<b>3643.12</b>	<b>4511.54</b>	<b>5188.27</b>	<b>6225.93</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>2641.3</b>	<b>3193.55</b>	<b>3974.97</b>	<b>4502.58</b>	<b>5447.58</b>
营业成本	2025.46	2473.23	3128.92	3553.96	4226.78
营业税金及附加	21.82	21.43	22.46	28.43	33.82
销售费用	382.89	448.16	515.97	576.47	747.39
管理费用	263.54	282.44	343.50	377.79	468.25
财务费用	-52.88	-39.31	-45.35	-45.85	-43.5
资产减值损失	0.47	7.60	9.47	11.78	14.84
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	-2.00	1.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.81	76.73	63.37	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>417.99</b>	<b>527.36</b>	<b>599.94</b>	<b>685.69</b>	<b>778.35</b>
加: 营业外收入	13.04	10.41	18.85	0	0
减: 营业外支出	29.59	30.94	10.1	0	0
<b>五、利润总额</b>	<b>401.44</b>	<b>506.83</b>	<b>608.69</b>	<b>685.69</b>	<b>778.35</b>
减: 所得税	2.35	4.30	5.84	6.86	7.78
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>399.09</b>	<b>502.53</b>	<b>602.85</b>	<b>678.83</b>	<b>770.57</b>
减: 少数股东损益	2.49	3.70	4.82	5.43	6.17
<b>归属于母公司所有者 的净利润</b>	<b>396.60</b>	<b>498.83</b>	<b>598.03</b>	<b>673.4</b>	<b>764.4</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.55</b>	<b>0.66</b>	<b>0.74</b>	<b>0.84</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 张涛、胡卉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。