

日期: 2014年12月19日

行业: 传媒行业



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

# 转型路径清晰 外延效应逐渐显现

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们预计公司 2014~2016 年营业收入分别为 58.02、69.91 和 82.50 亿元, 分别同比增长 26.25%、20.50% 和 18.00%。净利润分别为 7.24、8.23 和 9.79 亿元, 分别同比增长 19.53%、13.64% 和 19.01%。根据我们绝对估值和相对估值的结果, 公司合理价值为 22.00~22.56 元/股, 考虑到公司实体书店线上业务刚刚展开, 在线教育和物流等新业务仍在布局中, 我们给予谨慎增持的评级。

### 主要观点

目前在传统媒体的转型课题中, 市场普遍看好影视娱乐及游戏行业, 皖新传媒目前并未在上述领域有实质发展, 而是从图书发行和销售的本行入手, 加速实体书店经营线上业务的转型, 在原有的发行链条上开展在线教育及现代物流的外延业务。我们认为公司作为国内传统媒体中比较早的上市公司, 依托安徽新华发行集团在省内的垄断资源, 把网点建设铺设到省内市、县甚至乡一级, 基本达到全覆盖, 拥有良好的深耕多年的渠道基础。公司开始注重与外部互联网科技公司的合作, 加码数字业务与智能领域, 并积极准备文化产业优质资源的并购, 有望加速公司的发展。

### 股价变化的催化因素

(1) 实体书店转型线上业务符合预期; (2) 在线教育、现代物流等新业务发展增速符合预期; (3) 政府政策对文化传媒行业的扶持加大。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- (1) 实体书店转型速度低于预期。
- (2) 在线教育、物流等新业务发展增速低于预期。
- (3) 政策红利不再持续, 文化产业一系列补贴不再持续。

## 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4595.76	5802.14	6991.58	8250.07
年增长率	26.15%	26.25%	20.50%	18.00%
归属于母公司的净利润	605.71	724.01	822.76	979.16
年增长率	21.42%	19.53%	13.64%	19.01%
每股收益 (元)	0.666	0.796	0.904	1.076
PER (X)	27.34	22.88	20.14	16.92

注: 有关指标按当年股本摊薄

## 基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	18.21
12mth A 股价格区间 (元)	10.83-18.68
总股本 (百万股)	910
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	146.24
每股净资产 (元)	5.55
PBR (X)	3.28
DPS (3, 元)	0.20

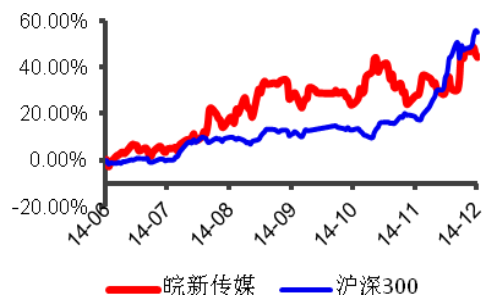
## 主要股东 (2014Q3)

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%
中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	1.11%

## 收入结构 (2014Q3)

一般图书销售	35.12%
教材销售	34.49%
文体用品及其他	13.71%
商品贸易	9.40%
音像制品销售	2.78%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HH14-DR02

首次报告日期: 2014年4月11日

相关报告:

## 目 录

<b>一、 估值与投资建议</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司盈利预测 .....	4
1.2 DCF 绝对估值：合理估值 22.56 元/股 .....	4
1.3 相对估值：合理估值区间 20.00 元-22.40 元 .....	5
1.4 估值结论：合理估值区间 20.00 元-22.56 元 .....	5
1.5 投资风险提示 .....	6
<b>二、 公司概况</b> .....	<b>6</b>
2.1 主要业务：图书和教材教辅销售 .....	6
2.2 公司基本面稳健 .....	8
2.3 传统主营业务增速减缓 .....	9
<b>三、 文化产业趋势</b> .....	<b>10</b>
3.1 2014 年平面媒体广告下滑趋势加剧 .....	10
3.2 传统出版发行行业经历剧变 .....	11
3.3 2015 年国资传媒改革效应有望显现 .....	12
<b>四、 三大路径支撑转型</b> .....	<b>12</b>
4.1 扩大文化消费 加速实体书店转型 .....	12
4.2 进入数字出版领域 发展在线教育 .....	13
4.3 现代物流为未来新增点 .....	14
<b>五、 公司的核心价值</b> .....	<b>14</b>
5.1 数字业务与传统业务结合带来新预期 .....	14
5.2 完善产业链带来新机会 .....	15
5.3 盈利预测假设 .....	15
5.4 公司的业绩预测 .....	15
5.5 可比公司估值比较 .....	16
<b>六、 附表</b> .....	<b>17</b>

## 图

图 1 皖新传媒与其控股方架构图.....	6
图 2 公司主要业务收入比较, 单位: 百万元.....	7
图 3 公司业务收入及净利润增速 单位: 百万元.....	8
图 4 公司近四年营运能力比较 单位: %.....	8
图 5 公司扣非后净利润增速放缓 单位: 百万元.....	9
图 6 2008-2013 年传统媒体广告市场走势及 2014 年预测.....	11

## 表

表 1 公司业绩预测	单位: 百万元.....	4
表 2 公司 WACC 的相关假设及计算 (单位: %)	.....	4
表 3 DCF 估值结果.....	.....	5
表 4 敏感性分析.....	.....	5
表 5 公司近三年存货明细	单位: 百万元.....	9
表 6 公司各业务收入预测	单位: 百万元.....	15
表 7 公司各项业务的毛利率预测.....	.....	16
表 8 皖新传媒损益简表及预测 (单位: 百万元)	.....	16
表 9 皖新传媒损益简表及预测 (单位: 百万元)	.....	17

## 一. 估值与投资建议

### 1.1 公司盈利预测

公司收入增长在过去几年主要来源于一般图书销售和教材教辅销售，未来将转向文化消费、在线教育和现代物流等外延产业。我们预计 2014 年-2016 年公司的收入增长分别为 26.25%、20.50% 和 18.00%，2014 年-2016 年摊薄后每股收益分别为 0.80 元，0.90 元和 1.08 元。

表 1 公司业绩预测

单位：百万元

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	3047.48	3643.12	4595.76	5802.14	6991.58	8250.07
增长速度	10.40%	19.55%	26.15%	26.25%	20.50%	18.00%
净利润	396.6	498.83	605.71	724.01	822.76	979.16
增长速度	23.53%	25.78%	21.42%	19.53%	13.64%	19.01%
摊薄后每股收益 (元)	0.436	0.548	0.666	0.796	0.904	1.076

资料来源：上海证券研究所整理

### 1.2 DCF 绝对估值：合理估值 22.56 元/股

在此对 2014-2016 年公司的业绩予以测算，稀释每股收益为 0.80 元、0.90 元和 1.08 元。基于我们的业绩预期，我们认为 22.56 元是公司的合理估值。

表 2 公司 WACC 的相关假设及计算（单位：%）

估值假设	数值
过渡期年数	500.00%
永续期增长率	1.05%
无风险利率 Rf	5.00%
市场组合报酬率 Rm	10.00%
有效税率 Tx	25.00%
过渡期增长率	8.00%
β 系数	165.00%
债务资本成本 Kd	5.70%
债务资本比重 Wd	13.00%
股权资本成本 Ke	13.25%
WACC	12.08%

数据来源：公司报告，上海证券研究所

表 3 DCF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现 (万元)
永续增长率	1.05%
预测期现值	337,145.11
过渡期现值	626,650.38
永续期现值	1,064,281.01
企业价值	2,028,076.50
股权价值	2,052,740.64
总股本(万股)	91,000.00
每股价值(元)	22.56

资料来源：上海证券研究所整理

表 4 敏感性分析

WACC	永续增长率 G <sub>n</sub>										
WACC	0.65%	0.72%	0.79%	0.87%	0.95%	0.0105	1.16%	1.27%	1.40%	1.54%	1.69%
7.50%	37.79	38.05	38.34	38.66	39.03	39.45	39.92	40.46	41.07	41.78	42.6
8.25%	33.9	34.1	34.33	34.58	34.87	35.19	35.55	35.96	36.43	36.96	37.58
9.08%	30.44	30.59	30.77	30.96	31.18	31.43	31.71	32.02	32.38	32.79	33.25
9.99%	27.34	27.46	27.6	27.75	27.92	28.11	28.32	28.56	28.83	29.14	29.49
10.98%	24.58	24.67	24.77	24.89	25.02	25.17	25.33	25.51	25.72	25.95	26.22
0.1208	22.11	22.18	22.26	22.35	22.45	22.56	22.68	22.82	22.98	23.16	23.36
13.29%	19.9	19.95	20.01	20.08	20.16	20.24	20.34	20.44	20.56	20.7	20.85
14.62%	17.92	17.96	18.01	18.06	18.12	18.18	18.25	18.33	18.42	18.53	18.64
16.08%	16.15	16.18	16.22	16.26	16.3	16.35	16.4	16.47	16.53	16.61	16.69
17.69%	14.57	14.59	14.62	14.65	14.68	14.72	14.76	14.81	14.86	14.91	14.98
19.46%	13.16	13.17	13.19	13.22	13.24	13.27	13.3	13.33	13.37	13.41	13.46

资料来源：上海证券研究所整理

### 1.3 相对估值：合理估值区间 20.00 元-22.40 元

公司 2013 年实现每股收益为 0.67 元，预计 14 年为 0.80 元，以 12 月 18 日收盘价 18.21 元计算，动态市盈率 22.76 倍。考虑到传媒行业上市公司 14 年市盈率中值 34 倍左右。公司目前的估值水平低于行业平均水平。公司是传统媒体上市公司中基本面比较稳健，业务相对较好的公司，随着公司实体书店线上业务的逐渐转型，在线教育和现代物流业务的陆续落地，公司未来的业绩有望保持较快增长。我们给予皖新传媒合理估值区间 14 年 25-28 倍 PE，对应的估值区间为 20.00-22.40 元。综合考虑绝对估值和相对估值，我们维持公司，“未来六个月内，谨慎增持”评级。

### 1.4 估值结论：合理估值区间 20.00 元-22.56 元

综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理估值区间为 20.00 元-22.56 元。

## 1.5 投资风险提示

- (4) 实体书店转型速度低于预期。
- (5) 在线教育、物流等新业务发展增速低于预期。
- (6) 政策红利不再持续，文化产业一系列补贴不再持续。

## 二. 公司概况

### 2.1 主要业务：图书和教材教辅销售

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 2014 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。

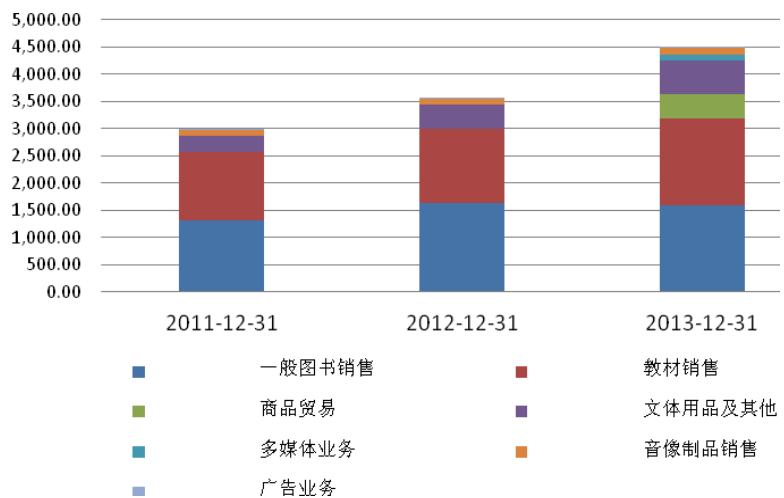
图 1 皖新传媒与其控股方架构图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司从 2011-2013 年，主营业务一般图书销售和教材教辅销售基本保持稳健收入，从 2012 年开始逐渐扩展主营业务之外的新业务，包括文体用品销售、商品贸易，开拓多媒体业务及物流等新业务。目前一般图书销售和教材教辅销售仍然是公司收入的主要且重要来源。而文体用品销售、多媒体业务这两方面业务分别为公司历年来传统业务和具备未来发展潜力的新业务，对公司经营业绩贡献有着较大敏感性。

图 2 公司主要业务收入比较，单位：百万元

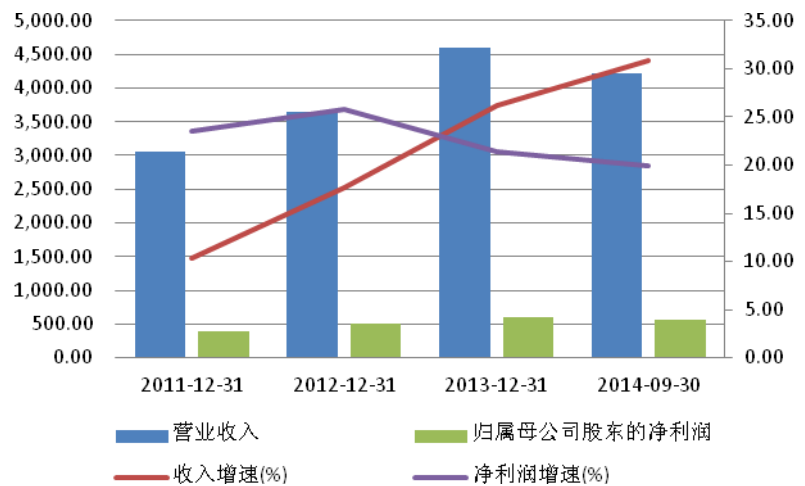


数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 2.2 公司基本面稳健

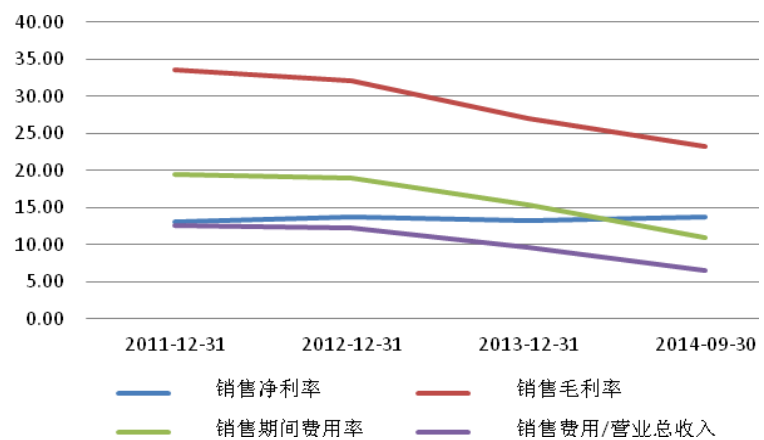
2010-2013 年，公司经营保持稳步增长，主营业务收入稳健。从收入构成上看，公司主要的收入来源始终为教材教辅销售和一般图书销售，历年来两项收入占比约超过 80%。2013 年，公司实现营业收入 45.96 亿元，同比增长 26.15%；实现净利润为 6.06 亿元，同比增长 21.42%，实现 EPS0.67 元。2014 年三季报显示，公司实现收入 42.10 亿元，同比增长 30.82%；实现净利润为 5.72 亿元，同比增长 19.96%；实现 EPS0.63 元。公司经营业绩增长的主要原因系公司进行改革转型，进一步拓展市场，在传统业务持续增长的同时，使多媒体教学新业务和多元产品销售增长明显，致使公司营业收入的增速较快。

图 3 公司业务收入及净利润增速 单位：百万元



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 4 公司近四年营运能力比较 单位：%



数据来源：公司公告 上海证券研究所



### 2.3 传统主营业务增速减缓

三季度报显示公司 1-9 月实现营业收入 42.10 亿元,同比增长 30.82%,实现归属于上市公司股东的净利润 5.72 亿元,同比增长 19.96%;基本每股收益 0.63 元。其中第三季度营业收入和净利润分别达到 16.99 和 2.39 亿元,实现了同比 27.96%和 25.02%的增长。我们认为,在公司坚定推行传统业务转型,探索多元化业务的基础上,在商品贸易、文体用品销售、多媒体业务等方面都获得一定机会。然而,2013 年年报和季报显示,计入当期损益的政府补助、交易性金融资产处理等非经常性损益占比较大,扣除非经常性损益之后,公司 2013 年末和 2014 年前三季度净利润同比分别增长 8.66%和 1.34%,扣非后净利润增速放缓。

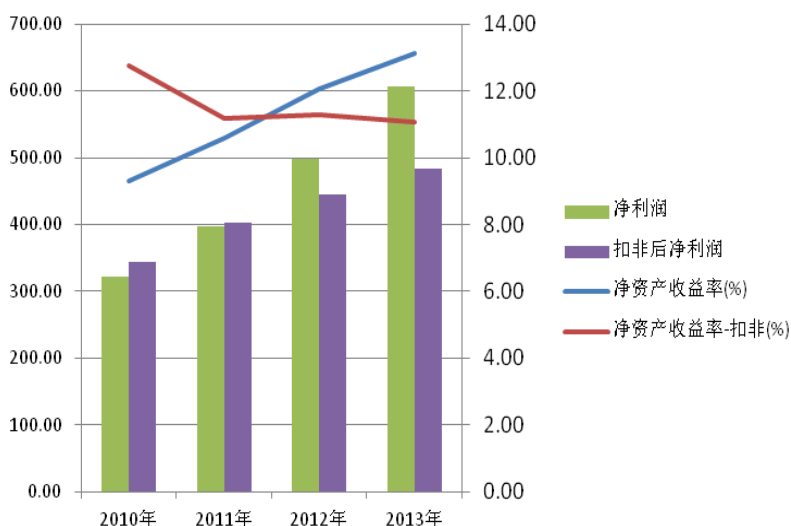
根据 2013 年年报显示,公司主营收入之一图书销售收入同比下降 3.1%,教材教辅销售同比增长 17.88%。如下表存货明细中,从 2013 年起,公司库存商品存货金额增加明显。综上,我们预计在当前出版行业大趋势下,公司图书销售和教材教辅销售在未来三年将维持稳中小幅有增长,需传统业务之外新增点来打业绩大幅增长。同时,近两年来,公司均获得文化产业专项基金补助、文化美国企税费返还等政府扶持,在当前政策环境下,受益政策红利。

表 5 公司近三年存货明细 单位: 百万元

	2012 中报		2012 年报		2013 中报		2013 年报		2014 中报	
	存货金额	跌价准备	存货金额	跌价准备	存货金额	跌价准备	存货金额	跌价准备	存货金额	跌价准备
低值易耗品包装物	0.26	—	0.30	—	0.39	—	0.92	—	0.08	—
库存商品	312.09	63.10	402.38	55.42	354.54	87.46	766.72	55.79	643.26	55.75
原材料	1.94	—	3.31	—	1.77	—	1.60	—	1.09	—
自制半成品	1.22	0.06	1.04	0.05	1.89	—	4.35	—	4.06	—

数据来源:公司公告 上海证券研究所

图 5 公司扣非后净利润增速放缓 单位: 百万元



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 三. 文化产业趋势

#### 3.1 2014 年平面媒体广告下滑趋势加剧

随着文化产业改革政策进一步推行，拉动传统媒体行业的对内并购和对外扩张。一方面是政府政策扶持，另一方面也是 2014 年作为纸媒进一步加剧衰弱的市场压力不断推动的结果。根据 CTR 媒介智讯的统计数据，**2014 年平面媒体广告投放创历史新低**，报纸和杂志同比减幅分别高达 13.2% 和 7.6%。从 2014 年 1-6 月报纸广告刊例花费情况来看，电视媒体 2014 年上半年广告花费增长放缓，仅为 1.9%，大大低于 2013 年同期的增长水平。从各级别电视广告刊例花费增幅及时长的同比变化来看，电视再次进入资源调整期。中央台广告时长调整明显，刊例花费随之受到影响，降幅达 11.1%。今年上半年新闻时事类、电视剧类和综艺类节目三驾马车的资源承载量均有不同程度的下滑。电台在前两年的资源调整后重新实现花费的快速增长，增幅有较大提升，达 13.1%。新闻/时事类电台节目的广告吸引力正在增大，花费较去年同期增长 21.5%。平面媒体缩减状态依旧，报纸和杂志同比减幅分别达 13.2% 和 7.6%，2014 上半年报广告资源量和刊例花费仍在持续衰减。今年 7 月，报纸和杂志的刊例花费同比下降均为 15%，投放面积同比缩减分别为 15% 和 23%，其中杂志广告面积降幅为单月之最。平面媒体整体走入冰河期，正面临艰难的考验。毫无疑问，广告商和读者一起，正在加速抛弃报纸和杂志。**新媒体方面，数字化传播分化趋势加剧**。上半年

互联网广告势头良好，持续增长 39.5%。从品牌投放来看，电商、网游热投互联网广告；公交移动电视广告出现同比上升 6.3%；商务楼宇视频广告增幅稳中有升，增幅为 12.0%。影视剧市场的火热使得影院视频成为广告投放增长最快速度部分，高达 57.1%。

图 6 2008-2013 年传统媒体广告市场走势及 2014 年预测



数据来源：CTR 媒介资讯 上海证券研究所

### 3.2 传统出版发行行业经历剧变

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。

### 3.3 2015 年国资传媒改革效应有望显现

今年以来，国企改革主题贯穿整个文化传媒领域。从上海国企改革方案 20 条出台，到年初以上海报业整合拉开传媒行业改革序幕，随之文广集团旗下东方明珠和百视通双双停牌，集团内部进行架构梳理和资本整合。相关公司陆续探索改革模式，一方面是行业内部推动所致，新技术发展和受众接收信息习惯的颠覆使得传统媒体发展到了难以逾越的瓶颈；另一方面是国资传媒上市之后在资本的推动下进一步扩大规模的需求，走传媒集团道路。在变革需求和资本市场的双重推动下，国资传媒 2014 年纷纷进入改革之路。2015 年，国资传媒改革有望在以下方面带来可见的预期：传统媒体加大数字业务比重；内容生产更贴近市场和年轻一代主力消费人群需求；通过并购重组进一步扩大外延和公司规模；更接近西方传播集团的多内容、多渠道、多领域、多种传播方式和营销手段的整合营销传播集团。

## 四. 三大路径支撑转型

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。

### 4.1 扩大文化消费 加速实体书店转型

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。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。

最近，公司与腾讯展开图书及文化消费领域的合作。目前搭建以微信为载体、以新华书店及其它实体业态为基础的 O2O 体系。合肥三孝口书店和淮南书城成为首批传统与新媒体有效结合的书店（其中三孝口书店属于公司转型，改造旧新华书店推出的新型书店卖场），也是首批结合微信体验式的 O2O 书店。试点书店中，用户可借助微信平台实现自助移动收银、互动娱乐、在线购买等服务。公司有望借助 O2O 应用平台，拓展到旗下 600 多家线下实体门店资源，形成一个聚集门店指引、自助查询、自助提货（核销）、互动娱乐、在线购买、社交传播等功能的生态闭环，有望借助移动互联网，对公司传统书店业务转型升级提供可实现途径。未来或将传统书店、传统卖场转型为线上线下相结合的体验式的场所，有利于公司实现可持续发展。

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，并也将纳入文化消费业务大板块。

## 4.2 进入数字出版领域 发展在线教育

近期，公司拟使用现金约 1.57 亿元收购财经出版机构杭州蓝狮子文化创意有限公司股份，成为蓝狮子第一大股东。蓝狮子已由传统的图书出版向阅读服务和数字出版转型。以专业的财经内容制造和策划为核心竞争力，继续扩大在数字出版平台上的分销能力，

同时布局于移动互联网，公司未来将借助蓝狮子平台，进入数字出版领域，加速传统业务转型。

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，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，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。2013 年实现营业收入 4858.58 万元、净利润-68.62 万元。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。2014 年 8 月与科大讯飞在智能玩具、在线翻译和在线教育等领域展开战略合作。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。随着在线教育基础设施搭建和业务的进一步挖掘，未来有一定预期。

#### 4.3 现代物流为未来新增点

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，皖新物流实现营业收入 6793.23 万元、净利润 703.22 万元。

截止 2013 年末，物流体系及信息化建设项目——畅网工程 ERP 项目完成主体上线工作，83 个专业公司、市县公司同步上线 EBS 供应链，536 个门店零售管理系统。公司实现了采购、销售、物流、营销、会员管理与服务的全局一体化管理，一旦网络化布局完成，未来可能与电商合作对接，物流市场巨大出。

## 五. 公司的核心价值

### 5.1 数字业务与传统业务结合带来新预期

公司传统业务发展稳健，主营收入每年保证 15%-20%左右增

长，借助安徽省内新华发行系垄断地位，以及教材教辅高毛利率，假设公司未来维持传统业务 10%-15% 左右增长，稳定传统业务前提下扩大数字业务外延，将会为公司带来较大业绩预期。

## 5.2 完善产业链带来新机会

目前，公司在传统业务面临行业整体瓶颈的情况下，确立了以文化消费为核心，在线教育和现代物流为外延的发展规划。产业链外延规划清晰。并且公司在今年下半年陆续参股正和岛新媒体投资基金，扩大外延发展思路，并且积极与互联网、新媒体行业巨头进行外部合作。比方与腾讯合作，借助微信新媒体平台使得三孝口新华书店转型为 O2O 书店，为实体书店转向线上业务提供了变现的可能途径。成为蓝狮子第一大股东，借助蓝狮子财经出版平台的影响力，尝试数字出版。与科大讯飞开展外部战略合作，在智能领域、在线教育领域寻求技术支持。通过外部合作和收购，进一步完善产业链，积极寻求和创造新的利润增长点。

此外，公司未来不排除在影视游戏、移动娱乐等领域，通过整合内部资源、投资并购等途径，积极寻求市场新机会。

## 5.3 盈利预测假设

- (1) 公司以三孝口为范本的 O2O 书店在新华书店体系内逐步推广；
- (2) 14/15/16 年的传统收入增长率每年依然能达到 10%-15% 左右；
- (3) 新业务的增长符合预期；公司的毛利率保持稳定，14/15/16 年的综合毛利率为 29.15%/28.05%/28.05%。

## 5.4 公司的业绩预测

考虑到公司公司主营业务一般图书销售和教材教辅销售的毛利率未来三年有可能逐年下降，面临整体行业瓶颈，公司在商品贸易、文体用品销售、多媒体业务等新业务领域有望获得快速增长。目前新业务在总体业务结构中比重偏低，利润贡献比较微弱，未来数字出版、在线教育等领域也会为公司带来一定机会和预期。

表 6 公司各业务收入预测 单位：百万元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
一般图书销售收入	131421.00%	163517.00%	158489.00%	202987.58%	218942.73%	250279.07%
YOY	43.12%	44.88%	35.13%	34.98%	31.32%	30.34%
教材销售收入	126631.00%	135257.00%	161401.00%	184534.16%	222363.71%	262389.35%
YOY	41.55%	37.13%	35.78%	31.80%	31.80%	31.80%
商品贸易收入	—	—	43192.00%	68135.69%	82103.52%	113029.26%
YOY	—	—	9.57%	11.74%	11.74%	13.70%
文体用品及其他	29539.00%	45923.00%	62985.00%	85169.61%	123155.28%	121102.78%

收入						
YOY	9.69%	12.61%	13.96%	14.68%	17.61%	14.68%
多媒体业务收入	—	—	10293.00%	12157.44%	19507.88%	39149.59%
YOY	—	—	2.28%	2.10%	2.79%	4.75%
音像制品销售收入	10102.00%	11187.00%	12769.00%	14194.94%	17104.90%	20183.80%
YOY	3.31%	3.07%	2.83%	2.45%	2.45%	2.45%
广告业务收入	410.00%	604.00%	418.00%	618.00%	1018.00%	1218.00%
YOY	0.13%	0.17%	0.09%	0.11%	0.15%	0.15%
合计营业收入	304748.00%	364312.00%	451154.00%	580214.00%	699158.00%	825007.00%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 7 公司各项业务的毛利率预测

毛利率	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
一般图书销售	38.57%	35.46%	36.23%	37.53%	34.80%	33.88%
教材销售	30.90%	32.71%	30.93%	33.50%	32.42%	32.42%
商品贸易	—	—	0.53%	4.73%	3.61%	6.56%
文体用品及其他	11.13%	12.04%	7.13%	15.86%	16.63%	4.83%
多媒体业务	—	—	4.72%	15.55%	46.59%	47.20%
音像制品销售	38.79%	25.72%	22.81%	13.56%	12.15%	12.15%
广告业务	58.48%	48.25%	37.40%	33.81%	40.96%	41.77%
合计	33.54%	32.11%	27.01%	29.15%	28.05%	28.05%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 5.5 可比公司估值比较

考虑到公司目前市盈率在 23 倍左右，略低于同类传统媒体公司行业估值（行业均值在 43 倍左右），公司在转型清晰，业绩稳固，估值依然低于平均数的情况下，仍然有一定空间。

表 8 皖新传媒损益简表及预测（单位：百万元）

代码	简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	14E	15E
601098.SH	中南传媒	318.97	318.97	24.02	22.85	18.76
601928.SH	凤凰传媒	305.64	305.64	29.29	26.36	22.86
600633.SH	浙报传媒	240.39	229.42	48.32	41.82	34.75
601929.SH	吉视传媒	180.70	106.63	29.06	27.99	20.57
600373.SH	中文传媒	170.50	170.50	22.03	19.67	16.42
<b>601801.SH</b>	<b>皖新传媒</b>	<b>165.71</b>	<b>165.71</b>	<b>23.64</b>	<b>23.18</b>	<b>20.05</b>
600880.SH	博瑞传播	132.51	88.88	44.20	31.96	26.85
000719.SZ	大地传媒	129.32	17.50	27.33	79.34	0.00



002181.SZ	粤传媒	127.93	38.44	63.87	42.24	34.61
600757.SH	长江传媒	116.39	50.26	34.29	32.31	22.20
600551.SH	时代出版	90.09	90.09	23.97	23.17	17.72

资料来源: Wind 上海证券研究所 (股价为2014年12月18日收盘价)

## 六、附表

表 9 皖新传媒损益简表及预测 (单位: 百万元)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	<b>3643.12</b>	<b>4595.76</b>	<b>5802.14</b>	<b>6991.58</b>	<b>8250.07</b>
<b>二、营业总成本</b>					
营业成本	2473.23	3354.37	4110.82	5033.94	5940.05
营业税金及附加	21.43	21.64	27.33	32.93	38.85
销售费用	448.16	446.53	563.74	679.31	801.58
管理费用	282.44	301.92	429.36	489.41	577.50
财务费用	-39.31	-43.03	-71.39	-92.51	-115.55
资产减值损失	7.60	11.56	11.56	11.56	11.56
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	1.07	0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	76.73	101.65	0.00	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>527.36</b>	<b>604.44</b>	<b>730.73</b>	<b>836.94</b>	<b>996.06</b>
加: 营业外收入	10.41	31.32	0	0	0
减: 营业外支出	30.94	19.57	0	0	0
<b>五、利润总额</b>	<b>506.83</b>	<b>616.19</b>	<b>730.73</b>	<b>836.94</b>	<b>996.06</b>
减: 所得税	4.30	5.52	6.58	7.53	8.96
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>502.53</b>	<b>610.68</b>	<b>724.15</b>	<b>829.41</b>	<b>987.09</b>
减: 少数股东损益	3.70	4.97	5.89	6.75	8.03
<b>归属于母公司所有者 的净利润</b>	<b>498.83</b>	<b>605.71</b>	<b>718.26</b>	<b>822.66</b>	<b>979.06</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.548</b>	<b>0.666</b>	<b>0.796</b>	<b>0.904</b>	<b>1.076</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 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±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±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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。