

市场价格 (人民币): 24.48 元
 目标价格 (人民币): 30.00-34.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	910.00
总市值(百万元)	22,276.80
年内股价最高最低(元)	24.48/11.45
沪深 300 指数	3846.06
上证指数	3577.30



致力于终身教育服务商，内延外购布局良多

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.464	0.554	0.753	0.945	1.176
每股净资产(元)	4.55	5.08	5.70	6.51	7.56
每股经营性现金流(元)	0.56	0.35	0.71	1.04	1.27
市盈率(倍)	22.38	22.51	22.07	23.48	18.87
行业优化市盈率(倍)	19.14	38.79	46.20	55.29	55.29
净利润增长率(%)	10.27%	19.42%	35.94%	25.51%	24.41%
净资产收益率(%)	10.20%	10.91%	13.21%	14.51%	15.55%
总股本(百万股)	910.00	910.00	910.00	910.00	910.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **战略清晰，三大主营业务转型发展迅速，初见成效：**公司将现有业务规划为三大产业群，并进行不断改革与创新：文化消费、教育服务、现代物流。
 - **文化消费：**传统的图书增长空间有限，将原有书店改造为基于餐饮、文化、休闲一体的文化消费中心。去年底收购蓝狮子，不仅将发行产业链布局完整。更有可能基于线下门店打造讲座、影视等内容服务消费，且蓝狮子在数字出版领域已经出露峥嵘。
 - **教育服务：**公司凭借教材教辅的垄断地位，与省内学校建立良好关系，目前基于教育产品的延伸服务已经获得很好的收益。后续可能基于学校和老师的良好资源，开展更深度的教育合作等。
 - **现代物流：**基于现有图书运输，并且已经与国内大型企业合作，不断扩展运输业务范围以及物流管理等。
 - **传统业务：**图书和教辅发行占收入比 80% 以上，占公司目前净利的 70% 左右。公司从 2011 年开始进行改革，营业费用和管理费用都呈下降趋势，今年也力争消灭亏损门店。目前皖新传媒凭借垄断地位的高毛利教材教辅业务以及快速改革的周边消费业务有着较好的盈利和较快速的增长，有非常好的安全边际
- **现有教育及合作资源整合，大教育布局外延可期：**传统媒体改革大幕拉起，外延寻找新的增长点乃大势所趋。纸媒运营影视、游戏，在线营销等高成长内容已有先例。皖新传媒战略旨打造终身教育集成服务商，在线教育等方向是公司后续发展重点。目前公司已经完善了出版发行产业链，基于现有的学校资源，后续公司进行教育领域延伸，特别是早教、K12 等领域是大概率事件。公司目前账面现金 30 亿左右，也有充足的筹码进行重点发展和并购。

投资建议

- 基于现有的三大业务发展现状，预测公司在 2015-2016 年的 EPS 为 0.95、1.18，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍。随着传媒行业的改革和转型整个传媒行业在 2015 年的行业均值为 35 倍 PE。我们认为皖新传媒有稳定的营收和现金流，业务和公司改革在进行中，后续进行教育行业深入布局也是大概率事件，后续布局展开可以享受更高估值，目前给予 2015 年 30-35 倍 PE，是合理且有足够的安全边际，目标价 30-34 元，给予买入评级。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

常兆亮 联系人
 (8621)60935529
 changzhaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

传统业务持续盈利，打造文化消费核心，出版发行全布局	3
公司发展概况	3
原有业务增长过缓，门店改造初见成效，打造文化消费中心	4
微信 O2O 书店、并购蓝狮子，文化 Mall 店，出版文化产业链布局形成.....	5
纸媒改革大爆发，终身教育服务商，大教育外延可期.....	7
省内学校垄断资源，文化体育消费高增长.....	7
互联网教育大幕拉起，致力于终身教育服务，外延可期.....	8
盈利预测与投资建议.....	10

图表目录

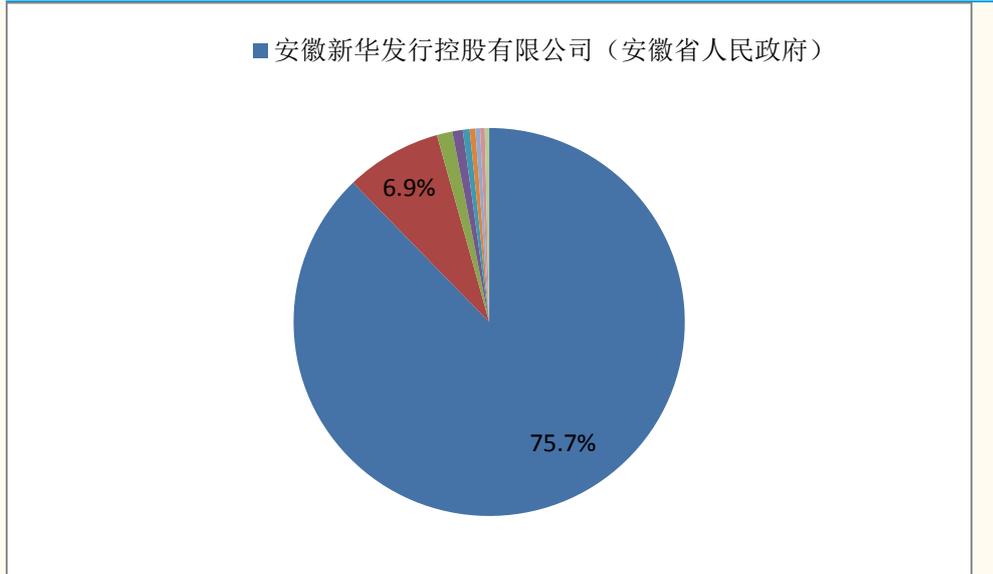
图表 1：公司股权分布图—政府绝对控股的国企背景	3
图表 2：营业费用率及管理费用率趋势	3
图表 3：公司净利润增速及预测	4
图表 4：分产品线营收（百万¥）	4
图表 5：三孝口书店改造完毕	5
图表 6：蓝狮子书屋	6
图表 7：出版发行全产业布局方向.....	7
图表 8：文体采购同比增速情况	8
图表 9：线上和线下资源展示.....	8
图表 10：在线教育详细分类.....	9
图表 11：自身优势以及外延可能	10

传统业务持续盈利，打造文化消费核心，出版发行全布局

公司发展概况

- 皖新传媒是全国新华书店系统境内首发上市第一股，有着主板“图书发行第一股”之称，在全国发行集团总体经济规模综合排名第一。公司是安徽省内最大的文化企业，也是我国中部地区最大的出版物发行企业。被中宣部、文化部、广电总局和新闻出版署评为“全国文化体制改革优秀企业”。公司控股股东为安徽新华发行集团控股有限公司，控股比例为 75%，实际控制人为安徽省人民政府，是典型的国企，政府拥有绝对的控股权。也是安徽国企改革的重点企业。

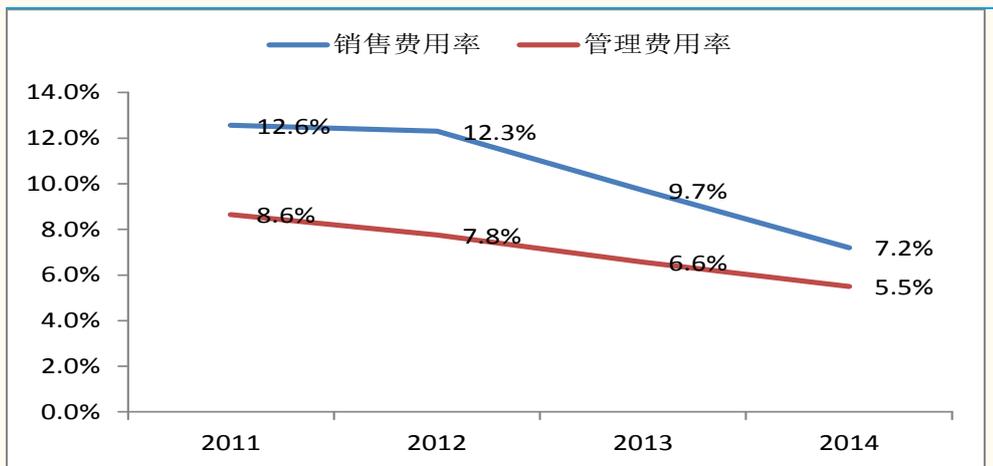
图表 1：公司股权分布图—政府绝对控股的国企背景



来源：公司公告 国金证券研究所

- 公司董事长为曹杰，曾担任古井集团董事长，在 2011 年开始担任皖新传媒党委书记、董事长。之后开始进行大规模改革，无论是上线 ERP 项目，还是销售考核制度等，都极大的改善了公司的经营效率。公司的营业费用率和管理费用率都极大的得到了改善。

图表 2：营业费用率及管理费用率趋势



来源：公司公告 国金证券研究所

- 公司在进行改革控制成本的同时，营收和净利润的增速并没有下降。净利润增速一直保持 20% 以上。公司改革成果明显，预计未来两年净利润仍将保持较高的速度增长。

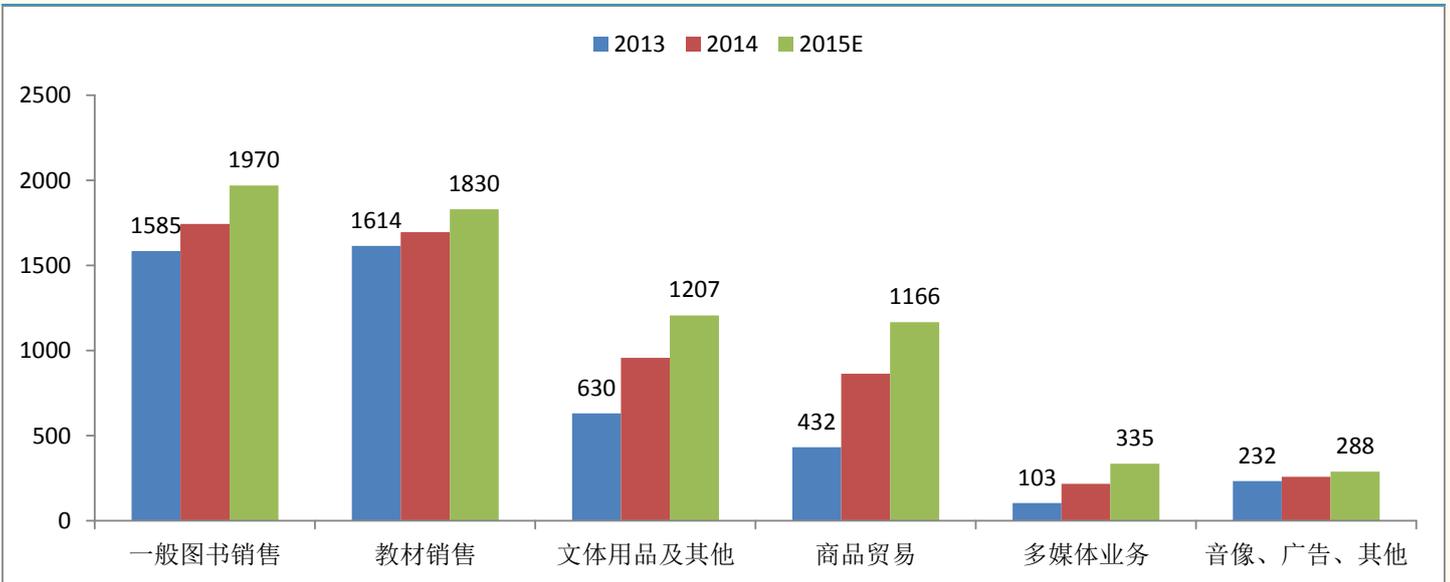
图表 3：公司净利润增速及预测



来源：公司公告 国金证券研究所

- 从收入构成上看，公司的主要收入来源为一般图书销售和教材教辅的销售。该两项收入在 2013 年之前占公司收入 80% 以上，并且凭借在省内的垄断地位，教材教辅的利润率极高。由于公司进行改革和转型，2014 年的一般图书和教材教辅的收入占比大约为 60%。在探索转型的道路上，商品贸易、文体用品、多媒体业务、教育服务都获得了一定的成就。特别是文体用品增速很快，也说明公司在线下的教育地推部队业务进展良好。

图表 4：分产品线营收 (百万 ¥)



来源：公司公告 国金证券研究所

原有业务增长过缓，门店改造初见成效，打造文化消费中心

- 公司的绝大部分收入和利润均是由一般图书销售和教材教辅销售构成，特别是教材教辅的净利润，占整体的 70% 左右。教材教辅的销售是公司目前

盈利的中流砥柱和发展的根本源泉。由于公司长久以来在省内教材教辅图书发行的垄断地位，这部分是持续稳定的盈利。两个会严重影响皖新传媒净利润的变量，就是新生入学的数量，以及学生用教材教辅的保有量。其中新生入学数量根据统计数据，目前已经出现拐点，向上趋势。安徽共拥有普通高中 694 所，在校生 120.1 万人，高中阶段毛入学率 91.9%，比上年上升 1.9 个百分点。生均教材使用量，是皖新传媒发力点。

- 对标台湾诚品书店，打造复合经营文化消费，促进图书进一步销售形成闭环。公司目前拥有 600 多家网点，市中心适合改造的有 100 家左右（面积在 2000 平以上）。将原有的单纯的图书导购，打造为集购书、休闲、电子消费、餐饮消费为一天的综合文化 Mall，多元化发展。成功改造一家店面，利润会提升 200% 左右，参考诚品书店图书销售仅占 30% 比例，其余部分为新增。而舒适的阅读环境和文化娱乐一体，也会促进一般图书等的销售，形成合力和闭环。
- 目前公司重点打造的三孝口书店、前言后记新店、银泰店都已经顺利开业。新店突出文化主题，以书为媒，整合了书吧、咖啡、饰品、数码等等项目，实现多元化经营。

图表 5：三孝口书店改造完毕



来源：国金证券研究所

微信 O2O 书店、并购蓝狮子，文化 Mall 店，出版文化产业链布局形成

- 公司以 1.57 亿人民币收购蓝狮子 45% 股份，并取代吴晓波成为第一大股东。这是公司迈出转型的一小步，我们相信，在传统媒体迫切改革的大背景下，后续公司定会加快脚步进行更重大的转型。蓝狮子在 2015 年承诺净利润不低于人民币 2200 万元。
- 蓝狮子作为国内顶级的财经出版机构，出版与游戏相似是内容为王的行业。而以目前吴晓波在国内经济作家的地位以及蓝狮子所签约的作家着手，蓝狮子在国内的财经出版地位，确实无可取代。蓝狮子也在积极的探索互联网数字出版的蓝海领地，作为细分行业龙头，蓝狮子 2012 年净利润是 300 万，2014 年是 1100 万，复合增速 100%。其中大约 70% 的收入来自数字产品和阅读服务，我们可以看到蓝狮子也在从传统出版向数字出版服务转型。

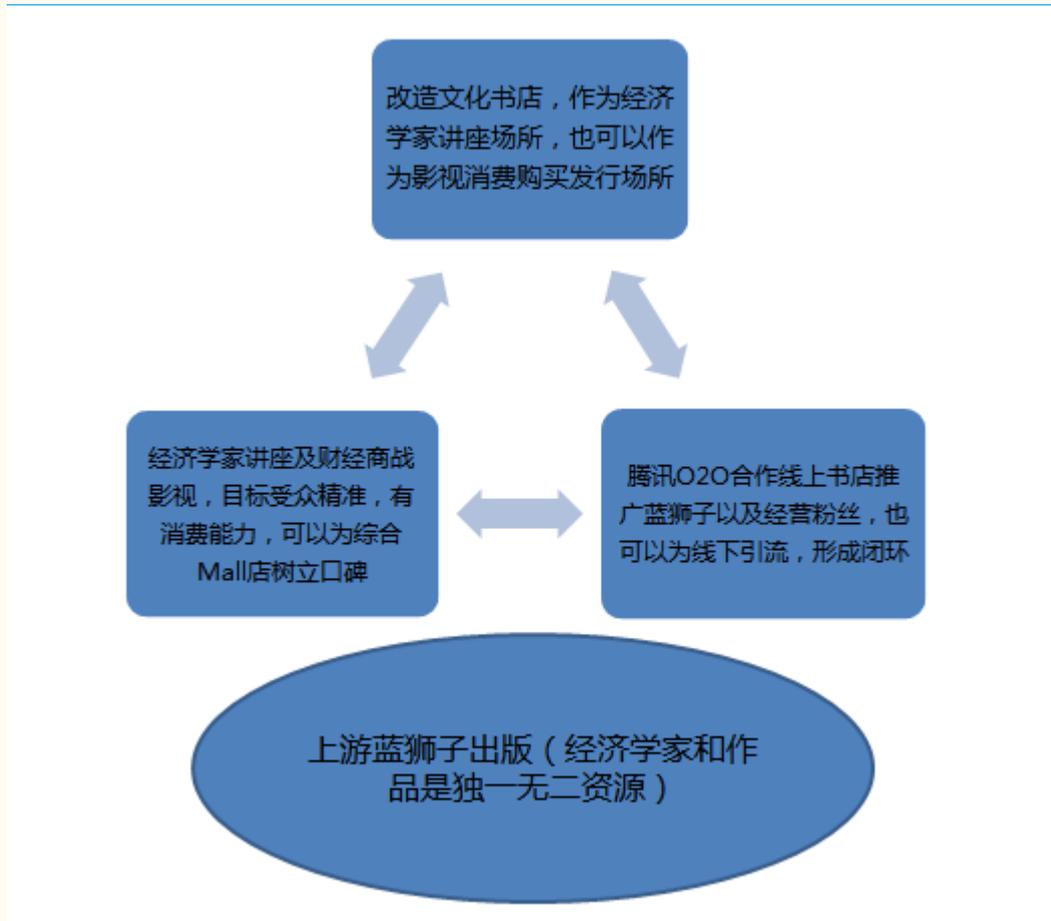
图表 6: 蓝狮子书屋



来源: 国金证券研究所

- 通过对收购蓝狮子的案例进行深度思考和探索, 我们可以发现, 单纯的出版和发行全部局, 只是一个小的产业链。从时间点去分析, 收购蓝狮子是在与微信展开 O2O 合作之后。微信 O2O 商店、蓝狮子经典内容、文化 Mall 店, 线上、内容、线下刚好形成一个完整的闭环。形成 1+1 大约 2 的局面。蓝狮子拥有的是国内顶尖的经济学家和经典的图书资源《大败局》等, 可以作为改编影视剧资源等。这是文化产业最重要的一环, 内容为王。而皖新传媒在与微信合作之后, 已经具备线上优质渠道, 线下的优质 Mall 店也在持续改造。后续三者形成合力, 微信导流, 无论是影视营收, 还是经济讲座等营收, 广告营收, 都可以进行商业变现。从此处可以看出皖新传媒在整个出版发行的大文化布局已经日臻完善, 需要等待用户和作品的进一步成熟, 达到爆发点即可。

图表 7：出版发行全产业链布局方向



来源：国金证券研究所

纸媒改革大爆发，终身教育服务商，大教育外延可期

省内学校垄断资源，文化体育消费高增长

- 皖新传媒凭借在安徽省内的多年经营，已经在省内教材教辅市场形成垄断，以教材教辅为突破口，与学校的关系也极为紧密，掌握了最主要的学校的采购资源。目前安徽省内大约 18000 所学校，皖新传媒有 1000 多个专员，专门进行跟踪负责。目前人数仍在扩充中，预计会形成分书到班，每班专人负责精细化管理。可以向学校销售体育用品、软件工具、午餐晚餐等等。而伴随着皖新传媒的进一步改革，今年的重点主题是强调一线人员的营销能力，我们预计文体教育装备的营收，还会进一步增长，参考 2014 年体育用品利润增速同比都在 25% 左右，我们预计 2015 年皖新传媒在文体用品的营收仍会保持 25% 以上的涨幅。

图表 8：文体采购同比增速情况



来源：轻工业网 国金证券研究所

互联网教育大幕拉起，致力于终身教育服务，外延可期

- 2013 年家庭教育支出超过 1 万亿，互联网教育大约占比 1 成，1000 亿市场规模。新东方作为传统教育积极转型的优秀代表，俞敏洪公开场合声明，在线教育未来占比会在 40%左右。目前来看在线教育天花板非常高。BAT 均已经布局在线教育；并且主要是以平台类产品为主，主要都是学堂类产品，汇集各种课程。从目前来看，线上和线下资源需要整合，形成合力，才能将互联网教育做大做强，任何公司包括 BAT 单独去做，都难以做大。

图表 9：线上和线下资源展示

线上教育平台，流量渠道技术资源







线下学校，核心教师和学生资源







来源：国金证券研究所

- 目前互联网教育分类主要有以下几种情况，早教、K12 教育、高等学历教育、职业教育、语言教育。其中高等学历教育、职业教育、语言教育都是比较成熟，且结构化的产品。而早教和 K12 是地域性差异很大的教育，没

绝对龙头，比较适合进行整合，进一步发展做大。特别是有针对性的对 K12 进行布局。

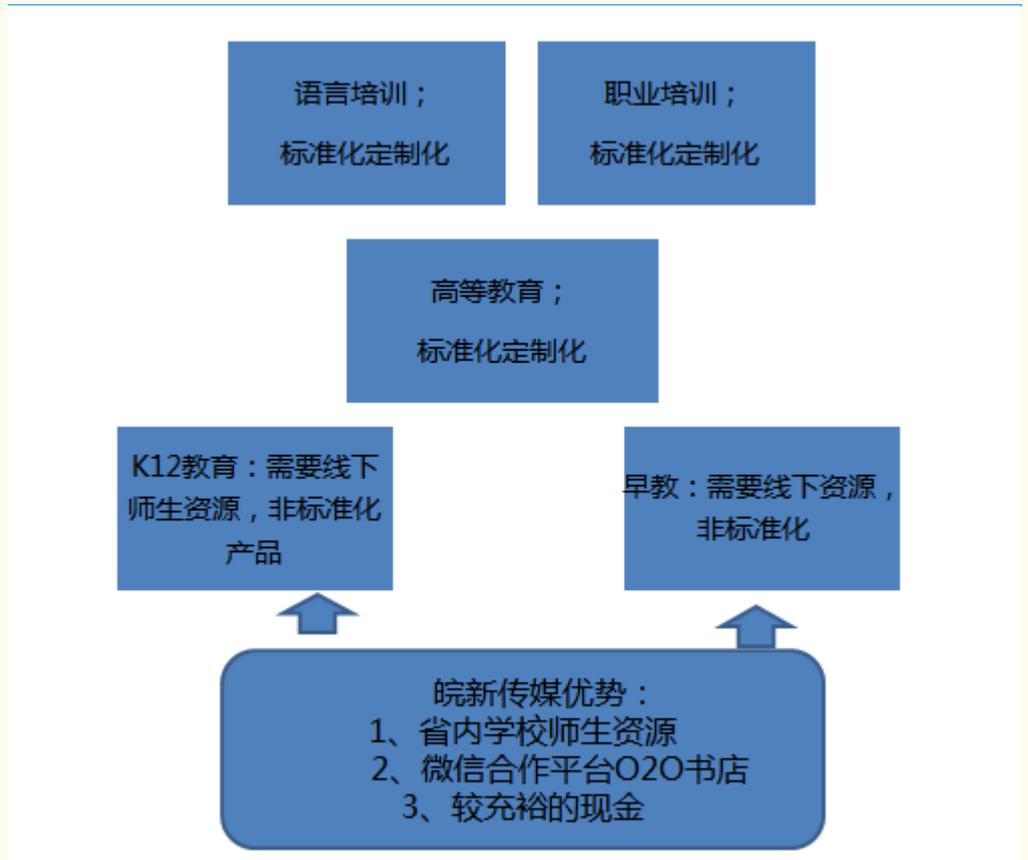
图表 10：在线教育详细分类



来源：艾瑞 国金证券研究所

- 传统媒体改革大幕拉起，外延寻找新的增长点乃大势所趋。纸媒运营影视、游戏，在线营销等高成长内容已有先例。皖新传媒战略旨打造终身教育集成服务商，基于这点我们可以猜测教育行业，特别是在在线教育等方向是公司后续发展重点。公司目前账面现金 30 亿左右，也有充足的筹码进行重点发展和并购。
- 2014 年与科大讯飞合作，联合进行数字教科书、数字教育平台，对接科大讯飞数字服务产品，都说明了公司在教育领域外延的想法。基于目前标准化产品的难以切入，我们认为，公司在早教和 K12 领域教育是很大概率去外延和发展，并且结合早教和 K12 的地域性，皖新传媒掌握了安徽几乎全乎的教学资源，发展起来定会得心应手。

图表 11：自身优势以及外延可能



来源：国金证券研究所

盈利预测与投资建议

基于现有的三大业务发展现状，预测公司在 2015-2016 年的 EPS 为 0.95、1.18，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍。随着传媒行业的改革和转型整个传媒行业在 2015 年的行业均值为 35 倍 PE。我们认为皖新传媒有稳定的营收和现金流，业务和公司改革在进行中，后续进行教育行业深入布局也是大概率事件，后续布局展开可以享受更高估值，目前给予 2015 年 30-35 倍 PE，是合理且有足够的安全边际，目标价 29-32.7 元，给予买入评级。

代码	简称	总市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE	
			14E	15E	14E	15E
000156.SZ	华数传媒	495.71	0.29	0.46	151.59	93.53
300251.SZ	光线传媒	379.90	0.39	0.50	86.89	67.10
601928.SH	凤凰传媒	370.79	0.42	0.50	34.83	29.43
000917.SZ	电广传媒	311.30	0.35	0.52	61.93	42.11
000793.SZ	华闻传媒	299.83	0.53	0.66	28.16	22.31
601801.SH	皖新传媒	222.77	0.79	0.92	30.98	26.49

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD