

# 皖新传媒 (601801.SH) 新闻出版行业

评级: 买入 维持评级

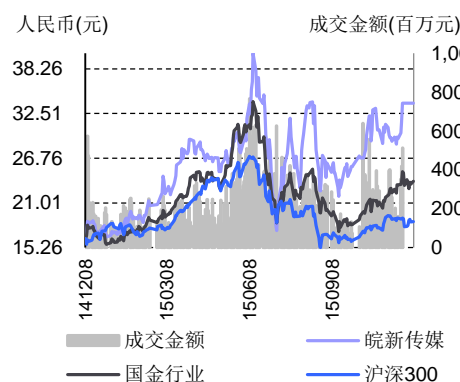
公司点评

市场价格(人民币): 33.85元  
 目标价格(人民币): 40.00-43.00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)     | 30,803.50   |
| 年内股价最高最低(元)  | 40.26/16.41 |
| 沪深300指数      | 3687.61     |
| 上证指数         | 3536.93     |



## 相关报告

- 《业绩增速平稳, 联手沪江加速布局教育转型; -皖新传媒业绩点评》, 2015.10.30
- 《参股沪江网, 教育转型愈加快; -皖新传媒公司点评》, 2015.10.27
- 《携手新东方, 皖新传媒数字教育转型落地-皖新传媒公司点评》, 2015.8.20
- 《与六合合拍影视剧, 开启转型新蓝筹大幕; -皖新传媒公司点评》, 2015.8.12
- 《致力于终身教育服务商, 内延外购布局良多-皖新传媒公司研究》, 2015.3.19

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

## 定增 20 亿正式进军大数据智能教育

### 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  | 1.044  | 1.291  |
| 每股净资产(元)    | 4.55   | 5.08   | 5.70   | 6.61   | 7.77   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.56   | 0.35   | 0.71   | 1.13   | 1.40   |
| 市盈率(倍)      | 22.38  | 22.51  | 22.07  | 21.25  | 17.19  |
| 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% | 38.68% | 23.59% |
| 净资产收益率(%)   | 10.20% | 10.91% | 13.21% | 15.79% | 16.60% |
| 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

### 事件简评

- 皖新传媒周一晚间发布定增预案, 拟向不超过 10 名特定投资者发行股票, 发行价不低于 27.15 元/股, 募集资金不超过 20 亿, 用于智能学习全媒体平台和智慧书城运营平台的建设。

### 经营分析

- **打造智能学习全媒体平台:** K12 线上教育发展迅速, 2017 年我国在线教育市场规模达到 1733.9 亿元, 从细分市场看, 增速最快的就是中小学在线教育未来三年复合增长率达到 36.5%。此次定增资金中大约 17.5 亿元用于智能学习全媒体平台的建设。皖新传媒转型在线教育的优势在于, 省内的 3000 名教育专员, 服务到班, 依托庞大的线下服务专员, 进行采集学生的知识点薄弱环节、错题试卷等内容。同时在线上通过“数字课堂”、“在线教育”、“线下学习中心”等平台为教师、学生提供有针对性的 VR 数字教育内容、数字课件、题库练习等。我们认为皖新的得天独厚优势在于线下资源的积累, 这也是 K12 领域最需要的基础资源。皖新充分利用自身的线下优势, 结合本次智能学习平台的大数据构建个人知识图谱, 打造较为完整的在线教育的生态闭环。同时参股沪江网之后, 也会深挖沪江网在 2C 端的平台资源优势, 既可以将自身的数据内容等建设更为完善, 也可以将优势内容推广到更大的目标受众。公司不排除后续与沪江等合作进行更大规模关于优质教育资产等稀缺资源的收购。
- **打造智慧书城运营平台:** 智慧书城运营平台建设将以现有书店会员体系为切入点, 对海量顾客文化消费数据进行全方位分析、挖掘, 通过在线检索、支付、评论等在线服务提升顾客体验。公司是最早开始转型将单一书店到综合文化消费中心策略, 目前效果较为明显, 在传统纸媒业务增速放缓情况下, 依然保持快速增长。

### 投资建议

- 维持“买入”评级, 目标价位 43 元, 预计公司今年的 EPS 大约在 1.0 元, 考虑到公司的转型方向, 预计明年 EPS 大约在 1.3。公司正处于转型之中, 并且在不断加快步伐, 同时公司的业绩仍然在高速增长, 考虑到公司转型的方向为线上线下教育相结合的模式, 我们认为当前公司仍极具投资价值。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>3,047</b>  | <b>3,643</b>  | <b>4,596</b>  | <b>5,733</b>  | <b>6,884</b>  | <b>8,524</b>  |
| 增长率                 |               | 19.5%         | 26.1%         | 24.7%         | 20.1%         | 23.8%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-2,025</b> | <b>-2,473</b> | <b>-3,354</b> | <b>-4,351</b> | <b>-5,166</b> | <b>-6,425</b> |
| %销售收入               | 66.5%         | 67.9%         | 73.0%         | 75.9%         | 75.0%         | 75.4%         |
| <b>毛利</b>           | <b>1,022</b>  | <b>1,170</b>  | <b>1,241</b>  | <b>1,382</b>  | <b>1,718</b>  | <b>2,099</b>  |
| %销售收入               | 33.5%         | 32.1%         | 27.0%         | 24.1%         | 25.0%         | 24.6%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-22</b>    | <b>-21</b>    | <b>-22</b>    | <b>-29</b>    | <b>-34</b>    | <b>-43</b>    |
| %销售收入               | 0.7%          | 0.6%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          |
| <b>营业费用</b>         | <b>-383</b>   | <b>-448</b>   | <b>-447</b>   | <b>-413</b>   | <b>-482</b>   | <b>-597</b>   |
| %销售收入               | 12.6%         | 12.3%         | 9.7%          | 7.2%          | 7.0%          | 7.0%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-264</b>   | <b>-282</b>   | <b>-302</b>   | <b>-315</b>   | <b>-330</b>   | <b>-384</b>   |
| %销售收入               | 8.6%          | 7.8%          | 6.6%          | 5.5%          | 4.8%          | 4.5%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>354</b>    | <b>418</b>    | <b>471</b>    | <b>625</b>    | <b>871</b>    | <b>1,076</b>  |
| %销售收入               | 11.6%         | 11.5%         | 10.3%         | 10.9%         | 12.7%         | 12.6%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>53</b>     | <b>39</b>     | <b>43</b>     | <b>59</b>     | <b>77</b>     | <b>99</b>     |
| %销售收入               | -1.7%         | -1.1%         | -0.9%         | -1.0%         | -1.1%         | -1.2%         |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>0</b>      | <b>-8</b>     | <b>-12</b>    | <b>-4</b>     | <b>-1</b>     | <b>-1</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>-2</b>     | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      |
| %税前利润               | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.7%          | 0.5%          | 0.4%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>404</b>    | <b>451</b>    | <b>503</b>    | <b>685</b>    | <b>953</b>    | <b>1,179</b>  |
| 营业利润率               | 13.3%         | 12.4%         | 10.9%         | 12.0%         | 13.8%         | 13.8%         |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-17</b>    | <b>-21</b>    | <b>12</b>     | <b>12</b>     | <b>12</b>     | <b>12</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>388</b>    | <b>430</b>    | <b>515</b>    | <b>697</b>    | <b>965</b>    | <b>1,191</b>  |
| 利润率                 | 12.7%         | 11.8%         | 11.2%         | 12.2%         | 14.0%         | 14.0%         |
| <b>所得税</b>          | <b>-2</b>     | <b>-4</b>     | <b>-6</b>     | <b>-7</b>     | <b>-10</b>    | <b>-12</b>    |
| 所得税率                | 0.6%          | 1.0%          | 1.1%          | 1.0%          | 1.0%          | 1.0%          |
| <b>净利润</b>          | <b>385</b>    | <b>426</b>    | <b>509</b>    | <b>690</b>    | <b>955</b>    | <b>1,179</b>  |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>2</b>      | <b>4</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>383</b>    | <b>422</b>    | <b>504</b>    | <b>685</b>    | <b>950</b>    | <b>1,174</b>  |
| 净利率                 | 12.6%         | 11.6%         | 11.0%         | 12.0%         | 13.8%         | 13.8%         |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014       | 2015E        | 2016E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>      | <b>399</b>   | <b>503</b>   | <b>611</b>   | <b>690</b> | <b>955</b>   | <b>1,179</b> |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>非现金支出</b>    | <b>66</b>    | <b>72</b>    | <b>83</b>    | <b>75</b>  | <b>69</b>    | <b>66</b>    |
| <b>非经营收益</b>    | <b>-68</b>   | <b>-118</b>  | <b>-148</b>  | <b>-18</b> | <b>-17</b>   | <b>-17</b>   |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-79</b>   | <b>50</b>    | <b>-232</b>  | <b>-99</b> | <b>23</b>    | <b>49</b>    |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>319</b>   | <b>506</b>   | <b>314</b>   | <b>648</b> | <b>1,031</b> | <b>1,278</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-77</b>   | <b>-104</b>  | <b>-104</b>  | <b>158</b> | <b>11</b>    | <b>10</b>    |
| <b>投资</b>       | <b>1,650</b> | <b>2,009</b> | <b>3,199</b> | <b>-1</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>其他</b>       | <b>70</b>    | <b>118</b>   | <b>155</b>   | <b>5</b>   | <b>5</b>     | <b>5</b>     |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>1,643</b> | <b>2,024</b> | <b>3,251</b> | <b>162</b> | <b>16</b>    | <b>15</b>    |
| <b>股权募资</b>     | <b>1</b>     | <b>14</b>    | <b>7</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>债权募资</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>-3</b>  | <b>0</b>     | <b>1</b>     |
| <b>其他</b>       | <b>-91</b>   | <b>-112</b>  | <b>-166</b>  | <b>-2</b>  | <b>-118</b>  | <b>-118</b>  |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-90</b>   | <b>-98</b>   | <b>-159</b>  | <b>-5</b>  | <b>-118</b>  | <b>-117</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>1,872</b> | <b>2,433</b> | <b>3,406</b> | <b>805</b> | <b>928</b>   | <b>1,176</b> |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015E        | 2016E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>2,485</b> | <b>2,264</b> | <b>2,466</b> | <b>3,272</b> | <b>4,200</b> | <b>5,371</b> |
| <b>应收款项</b>     | <b>251</b>   | <b>311</b>   | <b>418</b>   | <b>456</b>   | <b>547</b>   | <b>67</b>    |
| <b>存货</b>       | <b>348</b>   | <b>352</b>   | <b>718</b>   | <b>739</b>   | <b>878</b>   | <b>1,09</b>  |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>411</b>   | <b>1,320</b> | <b>1,087</b> | <b>1,133</b> | <b>1,174</b> | <b>1,23</b>  |
| <b>流动资产</b>     | <b>3,495</b> | <b>4,246</b> | <b>4,689</b> | <b>5,600</b> | <b>6,799</b> | <b>8,38</b>  |
| %总资产            | 72.7%        | 79.3%        | 75.0%        | 80.6%        | 84.2%        | 87.3%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>438</b>   | <b>174</b>   | <b>427</b>   | <b>428</b>   | <b>427</b>   | <b>42</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>541</b>   | <b>566</b>   | <b>564</b>   | <b>496</b>   | <b>430</b>   | <b>36</b>    |
| %总资产            | 11.2%        | 10.6%        | 9.0%         | 7.1%         | 5.3%         | 3.8%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>334</b>   | <b>331</b>   | <b>419</b>   | <b>419</b>   | <b>418</b>   | <b>41</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>1,314</b> | <b>1,111</b> | <b>1,560</b> | <b>1,344</b> | <b>1,277</b> | <b>1,21</b>  |
| %总资产            | 27.3%        | 20.7%        | 25.0%        | 19.4%        | 15.8%        | 12.7%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>4,809</b> | <b>5,358</b> | <b>6,249</b> | <b>6,944</b> | <b>8,076</b> | <b>9,59</b>  |
| <b>短期借款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>1,060</b> | <b>1,149</b> | <b>1,637</b> | <b>1,748</b> | <b>2,078</b> | <b>2,58</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>-33</b>   | <b>24</b>    | <b>-61</b>   | <b>-47</b>   | <b>-81</b>   | <b>-12</b>   |
| <b>流动负债</b>     | <b>1,027</b> | <b>1,173</b> | <b>1,576</b> | <b>1,702</b> | <b>1,997</b> | <b>2,45</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>5</b>     | <b>4</b>     | <b>3</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>1,032</b> | <b>1,176</b> | <b>1,579</b> | <b>1,702</b> | <b>1,997</b> | <b>2,45</b>  |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,749</b> | <b>4,138</b> | <b>4,620</b> | <b>5,186</b> | <b>6,018</b> | <b>7,07</b>  |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>28</b>    | <b>44</b>    | <b>50</b>    | <b>55</b>    | <b>60</b>    | <b>6</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>4,809</b> | <b>5,358</b> | <b>6,249</b> | <b>6,944</b> | <b>8,076</b> | <b>9,59</b>  |

**比率分析**

|               | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.421   | 0.464   | 0.554   | 0.753   | 1.044   | 1.29    |
| 每股净资产         | 4.120   | 4.547   | 5.076   | 5.699   | 6.614   | 7.77    |
| 每股经营现金净流      | 0.351   | 0.556   | 0.345   | 0.713   | 1.133   | 1.40    |
| 每股股利          | 0.070   | 0.100   | 0.120   | 0.130   | 0.130   | 0.13    |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 10.21%  | 10.20%  | 10.91%  | 13.21%  | 15.79%  | 16.60%  |
| 总资产收益率        | 7.96%   | 7.88%   | 8.07%   | 9.87%   | 11.77%  | 12.24%  |
| 投入资本收益率       | 9.31%   | 9.89%   | 9.98%   | 11.81%  | 14.19%  | 14.92%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 10.40%  | 19.55%  | 26.15%  | 24.74%  | 20.08%  | 23.82%  |
| EBIT 增长率      | 5.13%   | 18.11%  | 12.79%  | 32.63%  | 39.41%  | 23.53%  |
| 净利润增长率        | 20.10%  | 10.27%  | 19.42%  | 35.94%  | 38.68%  | 23.59%  |
| 总资产增长率        | 4.80%   | 11.41%  | 16.64%  | 11.11%  | 16.30%  | 18.82%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 37.1    | 26.2    | 27.0    | 27.3    | 27.3    | 27.     |
| 存货周转天数        | 51.7    | 51.6    | 58.2    | 62.0    | 62.0    | 62.     |
| 应付账款周转天数      | 152.2   | 125.6   | 122.8   | 120.0   | 120.0   | 120.    |
| 固定资产周转天数      | 63.0    | 52.6    | 40.9    | 27.4    | 18.5    | 11.     |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -66.31% | -54.64% | -53.25% | -62.80% | -69.42% | -75.56% |
| EBIT 利息保障倍数   | -6.7    | -10.6   | -11.0   | -10.5   | -11.3   | -10.    |
| 资产负债率         | 21.46%  | 21.95%  | 25.27%  | 24.51%  | 24.73%  | 25.59%  |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2015-03-19 | 买入 | 24.48 | 30.00~34.00 |
| 2  | 2015-08-12 | 买入 | 33.53 | N/A         |
| 3  | 2015-08-20 | 买入 | 33.53 | N/A         |
| 4  | 2015-10-27 | 买入 | 33.18 | N/A         |
| 5  | 2015-10-30 | 买入 | 30.37 | 40.00~43.00 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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：021-60753903

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