

民办学校收购完成，教育生态构建更进一步

投资要点

- **公司主营业务稳健，连续多年实现内生高速增长，领先出版行业平均水平。**公司锐意创新，于 2016 年下半年开展的 REITs 创新资产运营模式，旨在盘活现有优质资产。创新型资产运作模式“资产包一”和“资产包二”的完成给公司在 2016 年和 2017 年一季度分别带来 3.97 亿和 4.1 亿元的净利润。该项业务需具备优质资产、优质资源等多方面因素才能得以完成，具备一定稀缺性和不可复制性；此外，公司旗下仍有近 100 余家优质资产，创新型资产运作业务将在很长一段时间持续带来净利润，更为重要的是，该项业务为公司储备了丰富的现金，为后续布局奠定坚实基础。
- **A 股完成 K12 民办学校收购的第一家，进一步完善教育生态链。**
 - 1) 在《民办教育促进法》(修订稿)尚未正式实施的当下，顺利收购完成体现了公司对政策、资产和后续发展整体把握较好；
 - 2) 公司收购成都七中实验学校，形成更好的资源整合效应。公司作为教辅教材的龙头企业，一直具备优质的渠道资源和拓展实力，此次收购完成后能够更好地将优质教育服务资源复制推广到安徽及周边省市中；
 - 3) 义务阶段盈利问题也会迎刃而解：公司原本有免税的教育公司主体，提供教育管理服务原本就是公司主营业务，合理合法贡献收入业绩是可行的；
 - 4) 成都七中实验学校预计 2021 年于港股上市，公司采用 A+H 股形式上市。
- **转型升级关键年，教育布局是重要看点。**公司是国有文化教育企业中市场化程度最高的公司，已有的品牌资源、政府资源、渠道资源和资金资源会成为布局教育资产的核心优势。公司原本重点资源就在教育，通过不断整合猿题库、成都七中实验学校等优势资源发力 K12，公司有望快速打造教育生态闭环。我们认为，2017 年是公司持续布局教育优质资源的一年，也是公司成为教育学习集成商和运营商重要的一年。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 14.7 亿、16.7 亿和 17.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、0.84 元、0.88 元。公司是出版传媒龙头企业，完成 A 股民办学校收购第一家，构建教育产业生态闭环，协同效应显著，给予公司 2017 年 27 倍估值，对应目标价 19.98 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险，轻资产模式推广或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7593.53	8823.74	9973.72	11373.12
增长率	15.38%	16.20%	13.03%	14.03%
归属母公司净利润(百万元)	1058.67	1471.42	1672.04	1758.55
增长率	37.00%	38.99%	13.63%	5.17%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.74	0.84	0.88
净资产收益率 ROE	12.33%	15.11%	15.04%	14.01%
PE	28	20	18	17
PB	3.43	3.02	2.65	2.35

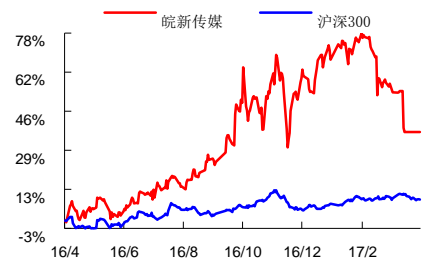
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.89
流通 A 股(亿股)	18.20
52 周内股价区间(元)	11.04-24.33
总市值(亿元)	298.98
总资产(亿元)	124.45
每股净资产(元)	4.61

相关研究

目 录

1 公司概况：出版传媒龙头企业，业绩稳定持续高增长	1
1.1 国有出版集团锐意创新，市值规模行业第一	1
1.2 “文化消费”+“教育服务”+“现代物流”打造公司产业生态	3
1.3 创新融资可持续性强，有望持续助推产业布局	5
2 A 股完成 K12 民办学校收购的第一家，进一步完善教育生态链	8
2.1 精心设计收购方案，确保收购顺利完成	8
2.2 成都七中实验学校：优质民办 K12 教育资产	9
2.3 深耕寄宿制，该模式是未来主流趋势	10
2.4 强强联合，协同效应显著	10
3 从出版龙头到终身学习的集成商和运营商	11
4 盈利预测	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2011 年以来归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2016 年主营业务结构情况.....	3
图 6: 公司 2016 年主营业务毛利情况.....	3
图 7: 公司创新融资创下“7 项首单”.....	5
图 8: 创新型资产运作模式概况.....	6
图 9: 收购方案.....	8
图 10: 成都七中实验学校.....	9
图 11: 成都七中实验中学荣誉集锦.....	9
图 12: 公司教育产业布局.....	11

表 目 录

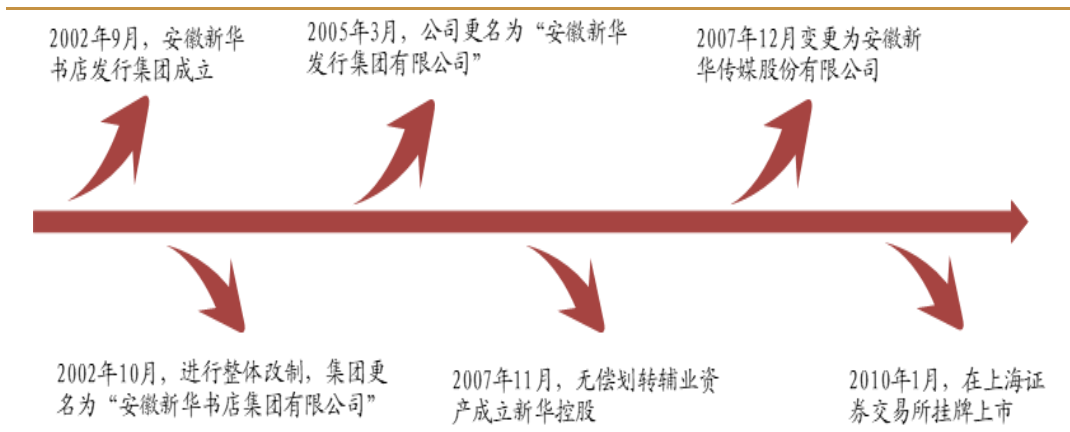
表 1: 公司全资子公司一览.....	7
表 2: 高达投资主要财务数据.....	8
表 3: 皖新传媒和勤上股份收购方案对比.....	8
表 4: 分业务收入及毛利率.....	12
附表: 财务预测与估值.....	14

1 公司概况：出版传媒龙头企业，业绩稳定持续高增长

1.1 国有出版集团锐意创新，市值规模行业第一

公司是安徽省规模最大的文化企业，成立于 2002 年。得益于中央政府将安徽省作为文化体制改革试点，公司于 2010 年成功在上交所挂牌上市，成为行业内首家上市企业。公司继承了安徽新华书店发行集团和安徽新华书店集团有限公司的全部业务，具备独立从事教材、一般图书、音像制品、电子出版物销售能力与数字广告媒体运营能力。

图 1：公司发展历程

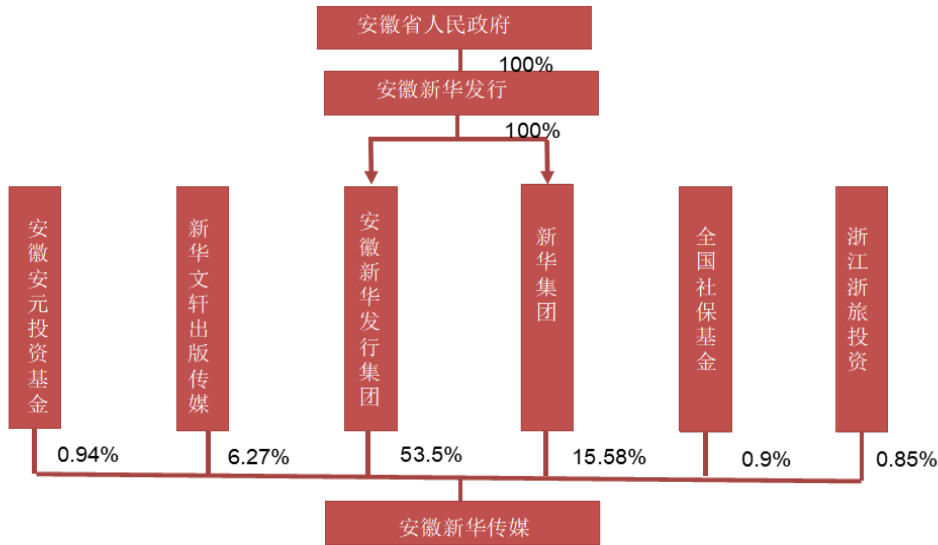


数据来源：西南证券

公司是国内传媒类国有企业中市场化程度较高的，较早地采用平衡积分卡等科学管理方法，公司对平衡计分卡的实践被评为全球“2015 年度平衡计分卡名人堂杰出组织奖”，并入选哈佛商学院教学案例。2016 年，公司先后荣膺中国上市公司最具行业品牌影响力企业、中国上市公司最具核心竞争力 100 强等多项荣誉，2016 年市值突破 370 亿，位居出版传媒类上市公司第一。

股权结构：公司是由安徽省新华书店发行集团整体改制基础上，联合四川文化文轩连锁股份有限公司、安徽出版集团有限公司、鸿国实业集团有限公司、京师国教（北京）投资发展公司、安徽浙商投资集团有限公司发起设立的。其中安徽新华发行集团持有 53.50% 股权，为公司控股股东，安徽省人民政府通过安徽发行集团和新华集团间接持有公司 69.08% 股权，为公司实际控制人。

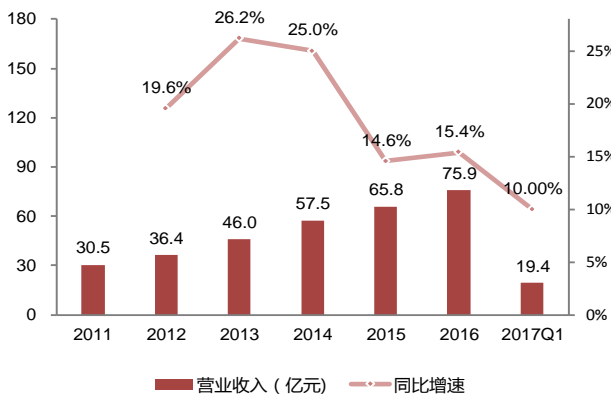
图 2: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

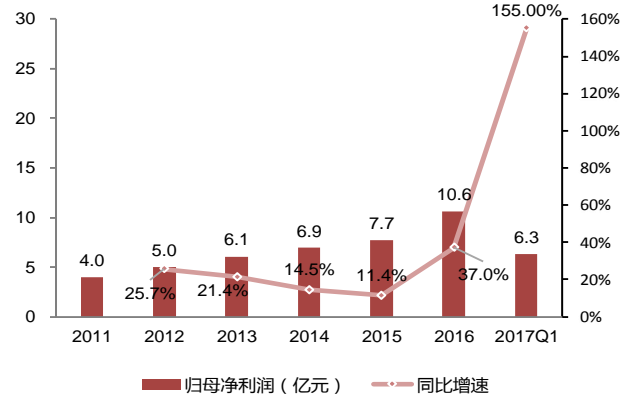
公司营业收入和归母净利润保持稳步增长, 2011-2016 年复合增速分别为 20% 和 21.5%。
1) 2013 年公司营业收入增速高达 26.2%, 主要是因为当年公司新增商品贸易和多媒体教学等教育装备新业务、教材销售发行业务中非义教教材销售增加以及公司推进卖场业态创新战略, 扩大了文体用品及其他发行业务的增加所致; 2014 年公司营业收入增速高达 25.0%, 主要是由于公司改革产品线重新划分使得一般图书销售发行业务营收同比增加以及公司战略转型, 积极拓展商品贸易和多媒体教学等装备新业务所致。2) 2016 年, 公司归母净利润增速高达 37%, 主要得益于营业外非流动资产处置利得由上年的 73.6 万元增至 2016 年的 3.97 亿元所致。

图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速



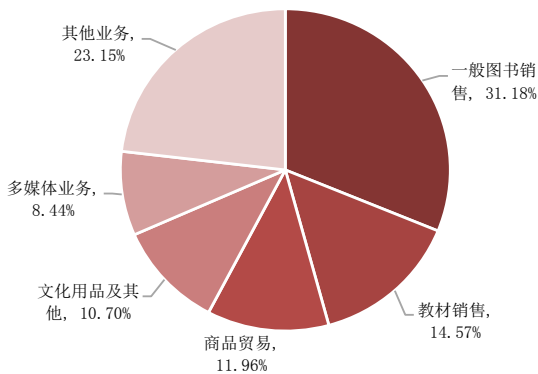
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2011 年以来归母净利润及增速

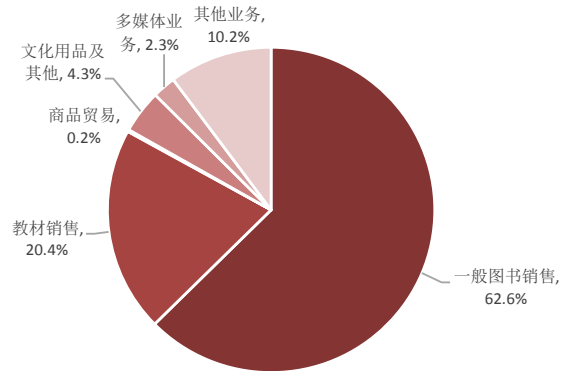


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主营收入仍以图书销售为主: 公司营业收入主要来源于一般图书销售、教程销售、商品贸易以及文化用品及其他发行业务, 占比达到 68.41%, 其中一般图书销售业务占比 31.18%, 贡献 62.6% 的毛利, 是公司最大的收入来源; 教材销售占比 14.57%, 贡献 20.4% 的毛利, 是公司业绩的有力补充。

图 5：公司 2016 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2016 年主营业务毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 “文化消费” + “教育服务” + “现代物流” 打造公司产业生态

1.2.1 文化消费板块：科技与文化融合驱动产业升级

公司主业为教材教辅及一般图书的发行，主要经营资产是新华书店渠道及相关人员。公司是安徽省规模最大的文化企业，中部地区最大的出版物发行企业，连续入选“中国 500 家最大服务企业”。公司实际控制人是安徽省人民政府，第一大股东为安徽新华发行集团，目前拥有安徽全省 17 个市级子公司及其所属 63 个县级分公司；拥有覆盖全省城乡、较为完整的图书音像等出版物的分销、零售终端网络和物流体系，在省内的市场竞争中处于领先地位。近年来，公司在文化消费板块的主要布局如下：

布局 1：建设与运营结合，提升企业知名度

主动承担公共文化服务职能，创新文化服务新模式，打造全国首家图书馆与实体书店结合的铜陵新华书店图书馆店。深入推进“文化惠民消费季”、“万场七进”等一系列高品质读书活动，成功举办第十届黄山书会，品牌影响力有效提升。

布局 2：积极拓展布局，推进数字出版战略

(1) 公司 2015 年 4 月发布公告使用现金 1.575 亿元购买杭州蓝狮子向公司定向增发的新股和老股东转让的股份，交易完成后，公司持股占比 45%，公司成为蓝狮子第一大股东。蓝狮子承诺 2015 年~2017 年净利润应分别不低于人民币 2200 万、2600 万、3000 万。蓝狮子 2016 年实现净利润 2655.02 万元，业绩完成度 102%。蓝狮子作为国内最优先原创财经出版机构，拥有极丰富的业务拓展空间，公司业务中 7 成以上都来自数字产品及阅读服务，是真正的数字及服务型出版公司。(2) 公司完成对中国外文局下属新世界出版社战略投资，获得新世界出版 34% 股权，并携手中国外文局共同收购法国成立时间最早的华文书店——法国凤凰书店。

布局 3：重塑服务方式，实现跨平台媒体融合

探索“阅+”数字化平台建设。公司“十三五”期间实现由传统企业向数字平台型企业转型的重要支撑项目，是以互联网金融为支撑，以优质文化教育产品服务为内容的移动互联网

网服务平台。目前，“阅+”平台成为安徽第一公众号。(2) 公司联合合肥工业大学、以色列 CDI 系统有限公司申报获得国家国际科技合作专项《面向移动互联网的数字版权管理关键技术合作开发》。该项目一次性通过国家科技部评审、验收。

1.2.2 教育服务板块：互联网技术助推教育形式多元化

教育服务板块是公司整体业务条线中的第二条，总体目标是提供学校教学、经营所需的所有东西，公司在省 18000 所学校布有 1000 多个服务专员，且人数还在持续扩充中。公司拥有 60 年的教材教辅销售经验，与学校之间形成了坚实无比的关系，可以向学校销售软件、体育用品、教师用餐等。Wind 数据显示，全国文教办公及体育用品自 2003 年的 30% 增速区间持续下降，但目前仍维持在 13% 和 11%，给予教育服务业务向上成长的空间。2014 年公司开始推进第三轮改革，重点是强化一线的营销职能，有望带动销售额进一步增长。近年来，公司在教育服务板块的主要布局如下：

布局 1：整合上下游产业，聚焦数字教育产业孵化

(1) 公司 1 亿元领投沪江网，并与沪江网达成战略合作，双方确定，共同出资成立数字教育产业基金，投资包括数字教育内容提供商、数字交互技术集成商、数字教育设备供应商、数字教育平台服务商在内的数字教育标的公司。(2) 公司联合天津施拉特科技有限公司、天津博大英华文化发展有限公司设立中以数字教育产业基金，通过三方合作借鉴以色列科技孵化器的先进经验，引进以色列先进创新的数字教育技术，推动教育业务的升级和发展。

布局 2：搭建智慧化平台，推动线上线下教学

2016 年 9 月，公司通过非公开发行股票 169,204,737 股，发行价格为 11.82 元/股，募集资金总额约 20 亿元。扣除发行费用后，共募集资金净额 19.59 亿元。资金用于“智能学习全媒体平台”和“智慧书城运营平台”。其中智能学习全媒体平台总投资 18.24 亿元，投入募集资金 17.5 亿元，项目以学生提高学习成绩为目标，以大数据构建的学生个人知识图谱为出发点，对学生知识点掌握的情况进行数据跟踪、深度分析和关联，再通过“数字课堂”、“在线教育”和“线下学习中心”等平台为教师、学生提供有针对性 VR 数字教育内容、数字课件、题库练习、视频学习等内容并提供线下的学习培训服务。

布局 3：利用 VR/AR 技术，开发数字教科书

开发全球国际一流水准数字教科书。开展 VR/AR 交互出版物的研发，面向国际打造 beauty of science.com 原创作品网站。首发产品仟问化学系列《美丽化学·高中化学核心概念》课程已于 2016 年 4 月在沪江网上线；其作品美丽科学《前程 VR》已被三星 Milk VR 收录上线，并授权 Jaunt VR, The VR Cinema, FIVARS (国际虚拟及增强现实故事电影节) 等知名国际机构收录发布。

1.2.3 现代物流板块：渠道整合提升服务标准

物流板块是公司第三个业务条线，公司在全省有 700 多个网点，100 多个在市中心地段，可以做为配送服务的基础。公司依托 ERP 信息系统，搭建高起点、高标准的信息化管理平台和区域社会物流交易平台，整合、优化物流、人流、商流、资讯流、现金流优化。同时，引入以云计算、物联网等前沿技术，对现有物流管理模式和物流手段进行改造、升级。立足

文化流通，突出图书发行主业，力争成为国家级中部地区出版物物流中心。近年来，公司在现代物流板块的主要布局如下：

布局 1：构建自动化平台，开拓新型模式

打造物流大数据平台，已完成云仓管理平台初步方案。推动联宝事业部自动化仓库建设，成为国内首家电子行业自动化仓库。试水蓝月亮业务，推动最后一公里战略落地。物流金融模式发展迅速，供应链金融业务收入成为新的增长点，并成功申报物流 4A 企业、高新技术企业，进入安徽物流第一方队。

布局 2：优化产业结构，拓展业务板块

在持续提升传统出版物流管理和服务保障能力的基础上，产业结构进一步优化，第三方物流新业务稳步提升，合肥新宁物流获批安徽省高新技术企业，新增联想 BTC 业务及 LG 化学区外短驳运输业务；海尔事业部成功续签服务合同，并获得特钢等体系外新增业务。近年来新拓业务成为产业板块快速增长的最大支撑。

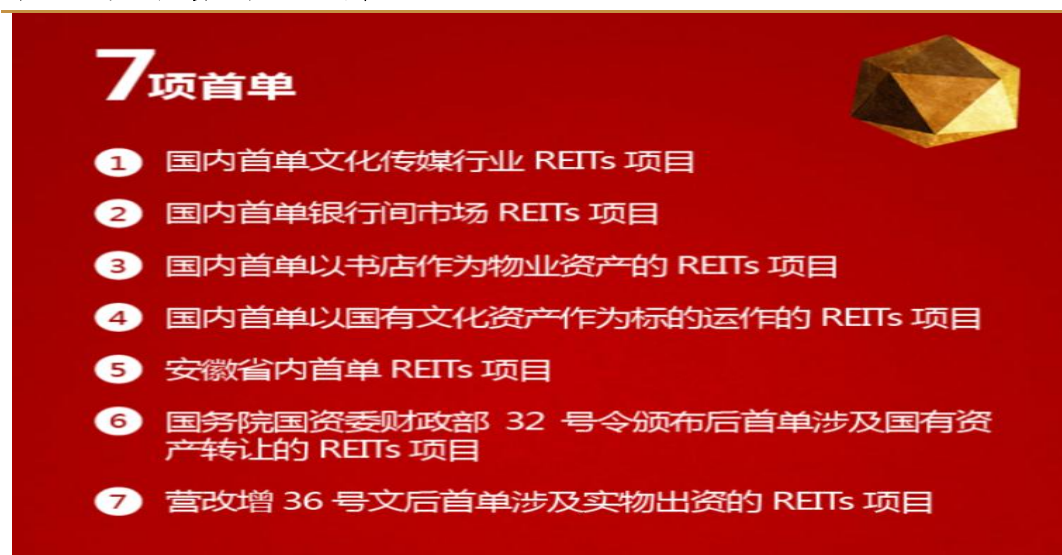
1.3 创新融资可持续性，有望持续助推产业布局

公司旗下网点物业多处于核心商圈区位，且经过多年折旧摊销，其账面价值远低于其真实价值。为了整合优化存量资源、实现资产保值增值，公司着手进行创新型资产整合，对公司旗下物业进行重新评估价值，充分挖掘优质网点物业的真实价值。目前已成功实现两单，为公司贡献非流动资产处置收益约 8.1 亿元，在扩大资产控制规模的同时，对公司转型发展提供了现金流。公司采用的创新融资方案具备一定的稀缺性、不可复制性和持续性特点。

1.3.1 创多项首单，稀缺性强

得益于上市公司长期积累下来的深厚基础和当地政府的持续大力支持，公司已形成了创新融资业务闭环，具备一定的稀缺性。公司的创新资产管理方案创下如“国内首单文化传媒行业 REITs 项目”“国内首单银行间市场 REITs 项目”等 7 项首单。

图 7：公司创新融资创下“7 项首单”



数据来源：公司资料，西南证券整理

1.3.2 实施难度较大，可复制性低

创新型资产运作模式需要优质资产作为物质基础，需要省市政府以及财政、税收等专项部门作为政策支撑，并非一般的传媒类上市公司所能企及。此外，资产运作模式运行较为复杂，需经过较多步骤。

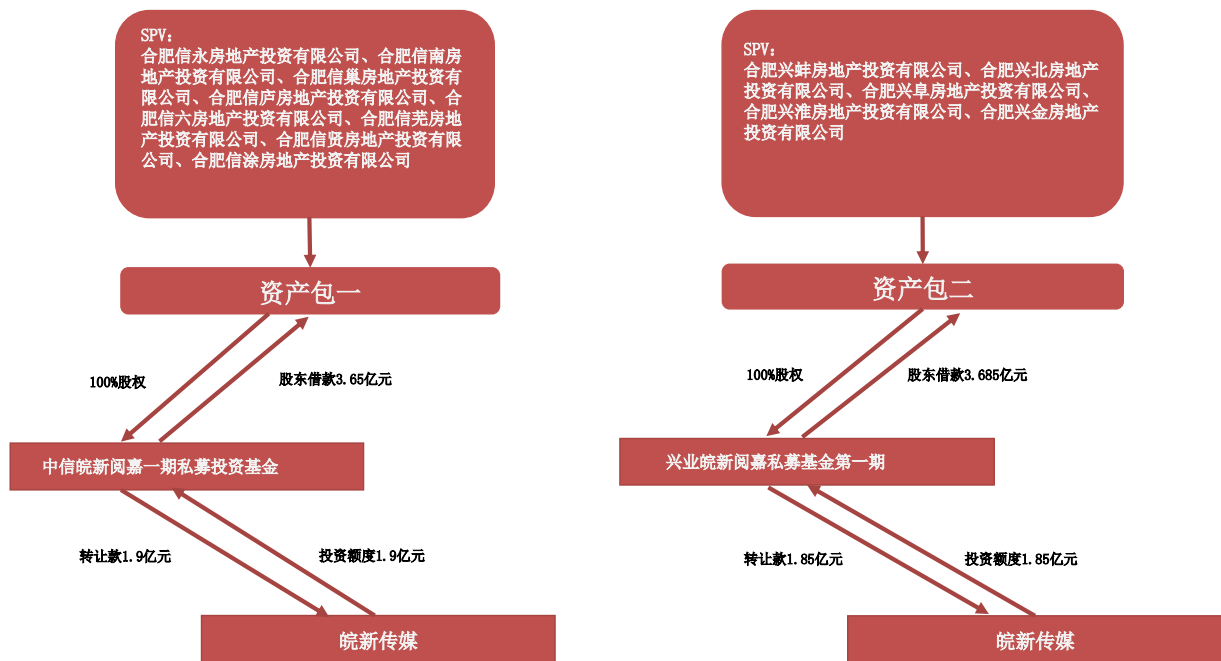
1) 公司将旗下 16 个自有门店物业的房产权及对应的土地使用权分别出资设立 13 家“书店管理有限公司”，同时使用自有资金成立 13 家全资子公司“房地产投资有限公司”（SPV 公司），并利用后者收购 13 家“书店管理有限公司”股权；

2) 公司将 13 家全资子公司“房地产投资有限公司”（SPV）100% 股权以公开挂牌方式进行转让，最终挂牌价不低于国资管理部门备案通过的评估值；

3) 中信皖新闻嘉一期私募投资基金对其中 8 家 SPV 公司提出 1.9 亿元报价，在获得标的公司全部股权的同时，对其进行 3.65 亿元股东借款并偿还全部债务 3.6308 亿元。该交易完成后，公司 2016 年共实现非流动资产处置收益约 4 亿元，其中固定资产处置利得 2.8 亿元，无形资产处置利得 1.1 亿元。

4) 兴业皖新闻嘉私募基金第一期对剩余 5 家 SPV 公司提出 1.85 亿元报价，在获得标的公司全部股权的同时，对其进行 3.685 亿元股东借款并偿还全部债务 3.685 亿元。该交易完成后，公司 2017 年一季度实现固定资产处置收益 4.1 亿元。

图 8：创新型资产运作模式概况



数据来源：公司公告，西南证券

1.3.3 优质资产较多，具备较强持续性

此次创新资产管理方案涉及公司 16 个门店、物业，而公司体内适合该模式的门店超过 100 个、处于城市核心商圈的物业 700 余，创新融资模式的持续性存在保障。

表 1：公司全资子公司一览

序号	被参控公司	被参控公司注册 资本 (万元)	营业收入 (亿元)	净利润 (万元)	主营业务
1	安庆新华书店有限公司	9982.1	4.59	7082	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售；文化用品、体育用品及器材、数码产品等
2	蚌埠新华书店有限公司	1000	2.78	6071	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售等
3	亳州新华书店有限公司	3400.69	3.46	2709	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售等
4	池州新华书店有限公司	1989.32	1.59	1770	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售
5	滁州新华书店有限公司	6157.13	3.87	9265	国内书报刊、音像电子出版物、文化体育用品批发、零售等
6	阜阳新华书店有限公司	6253.79	7.48	20421	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发与零售等
7	合肥新华书店有限公司	9715.96	9.54	23721	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发与零售等
8	淮北新华书店有限公司	1801.23	2.17	6889	国内书报刊、电子出版物、音像制品、隐形眼镜零售等
9	淮南新华书店有限公司	1050	3.06	12359	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售等
10	黄山新华书店有限公司	2463.75	12.14	1297	图书、教材教辅、电子出版物批发、零售，音像制品零售等
11	六安新华书店有限公司	6106.90	3.87	13637	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售等
12	马鞍山新华书店有限公司	1129.39	1.64	572	国内书报刊音像电子出版物批发、零售、定型包装食品（限分支机构经营），电子产品、文体用品等
13	宿州新华书店有限公司	5797.99	4.29	3266	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发、零售等
14	铜陵新华书店有限公司	2086.82	1.34	160	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发及零售等
15	芜湖新华书店有限公司	8000	3.11	13405	国内书报刊、电子出版物、音像制品批发零售，文化办公用品等
16	宣城新华书店有限公司	2086.3	2.0	2006	国内书报刊、电子出版物批发、零售；音像制品零售等

数据来源：Wind，西南证券整理

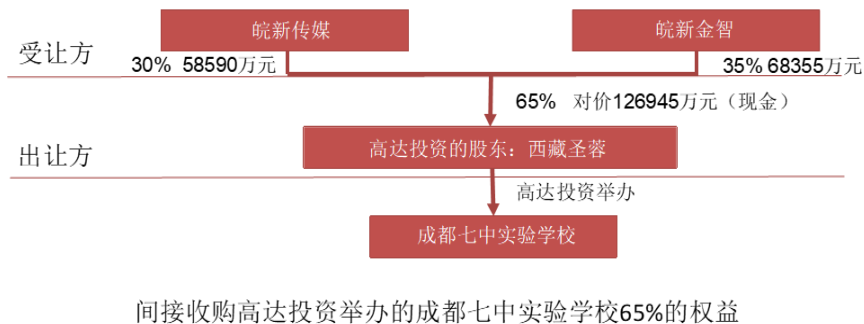
我们认为，公司所采用的创新型资产运作模式是有效盘活公司资产、提高资产运营效率的有力举措，将极大推进公司战略转型的落地实施，此次收购成都七中所需资金即来自于此。

2 A股完成K12民办学校收购的第一家，进一步完善教育生态链

2.1 精心设计收购方案，确保收购顺利完成

皖新传媒联合皖新金智以支付现金方式共同购买西藏圣蓉持有的 65% 高达投资的股权，实现间接收购高达投资举办的成都七中实验学校 65% 的权益。本次交易对价 12.7 亿元。其中，皖新传媒受让 30% 股权，受让价款为 5.86 亿元，皖新金智受让 35% 股权，受让价款为 6.84 亿元。

图 9：收购方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

皖新金智是公司关联方，公司于 2012 年以有限合伙人身份认购了皖新金智第一期 80% 股权，按比例享有对应项目的投资收益和风险。2017 年 4 月，公司拟使用不超过 7 亿元自有资金认购皖新金智三期 100% 股权，独自享有收购高达投资的投资收益和风险。

表 2：高达投资主要财务数据

项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 3 月 31 日
资产总额	69313.96	70578.80
净资产	44474.98	46520.75
项目	2016 年 1-12 月	2017 年 1-3 月
营业总收入	19287.01	4802.97
净利润	8673.23	2025.77

数据来源：公司公告，西南证券整理

对比此前勤上股份收购计划，我们可以发现公司此次收购成本较低，不负责高达投资与成都七中的往来款和增资款 5 亿以及其他成本。

表 3：皖新传媒和勤上股份收购方案对比

受让方	出让方	目标标的	股权比例	支付价款	支付方式	业绩承诺
皖新传媒	西藏圣蓉	高达投资	65% (间接持有成都七中 65% 权益)	12.6945 亿元	现金支付	2018-2019 年年度结余不低于 0.98 亿、1.03 亿和 1.08 亿

受让方	出让方	目标标的	股权比例	支付价款	支付方式	业绩承诺
勤上股份	西藏圣蓉、 成都冠域投资、 成都高达房地产	高达投资	90% (间接持有成都七中 90% 权益)	17.6 亿元 (含往来款和增资款 5 亿元) + 交易税金 50%	现金支付	2017-2019 年经营性结余分别为 0.98 亿、1.03 亿和 1.08 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 成都七中实验学校：优质民办 K12 教育资产

成都七中实验学校位于成都西郊光华大道延伸线，占地 300 余亩，于 2003 年陆续投资近 3 亿元人民币兴建，学校注册资金人民币 2000 万元。学校按照国家级示范校的标准设计的具有国际水准的寄宿制学校，也是成都市率先实现信息化的数字化学校。自创办以来，学校先后获评“中国十大杰出民办学校”、“全国首届百佳特色学校”、“中国西部名校”、“成都新五朵金花”等殊荣。

图 10：成都七中实验学校



数据来源：官方网站，西南证券整理

图 11：成都七中实验中学荣誉集锦



数据来源：官方网站，西南证券整理

成都七中实验学校是由成都七中实验学校独家管理的集小学、初中、高中于一体的 12 年多学段制民办公助学校，设有小学部、初中部、高中部、国际部，目前现有在校学生约 5800 人，学校单体规模排名四川所有民办学校的首位。学校毕业生在中、高考、海外大学入学考试均取得理想成绩，每年都有多名学生考入北大、清华、剑桥大学、新加坡国立大学等海内外名校；2014-2016 年，高考成绩不断攀升，2016 年高考理科火箭班一本率 91.8%，文科实验班一本率 69.7%。理科一本率 62.6%，文科一本率 56.8%。文理科合计一本率 61.3%，本科率 93.2%。2016 年中考，720 人毕业，513 人（含 180 名直升的优秀学生）升级示范高中录取线。重点率 71.25%，600 分及以上 123 人。位列成都市前列。

相关承诺

1) 业绩承诺：高达投资原股东承诺，成都七中实验学校的三年累计结余总额应不低于人民币 30,900 万元，具体可列举为 2018 年的年度结余不低于 9,800 万元、2019 年的年度结余不低于 10,300 万元、2020 年的年度结余不低于 10,800 万元。同时，高达投资原股东承诺，成都七中实验学校 2017 年的年度结余应不低于人民币 8800 万元，如不足，则由高达投资原股东向受让方现金差额补足。

2) 其他承诺：各方同意尽其最大努力争取使高达投资和成都七中实验学校于 2021 年 12 月 31 日前实现在香港联交所挂牌上市；在无法实现香港上市目标的情况下，各方同意尽

其最大努力争取使高达投资和成都七中实验学校于 2021 年 12 月 31 日前实现 A 股上市；或以皖新传媒直接或间接收购或持有高达投资和成都七中实验学校的收益、收入或资产等方式间接实现 A 股上市或以其他间接方式实现 A 股上市。

2.3 深耕寄宿制，该模式是未来主流趋势

成都七中实验学校拥有十多年的创办历史，积累了丰富的教育实践经验和良好的办学口碑，尤其是自小学开始的寄宿制是未来城市教育的主流方向。

成本上，虽然寄宿制学费明显高于一般学费，但考虑到庞大的课外辅导成本、家长接送成本和教育成本，寄宿制综合成本远低于一般教学机制。

效果上，寄宿制对青少年自身成长、学习生活习惯的养成以及健全人格的建立方面拥有得天独厚的优势。

2017 年 4 月，公司与高达投资的控股方冠城投资签订《教育服务战略合作协议》，双方约定将 1)“逐步探索教材教辅、数字教育课程开发、教育培训、教育装备、研学旅行等多元教育服务产品合作模式，打造校内校外线上线下相融合的教育生态圈”；2)“依托现有小学、初中优质生源，重点加大高中、国际学校（国际班）等非义务教育层面的办学规模及办学力度，丰富提升办学层次，对接国内外名校和优质教育品牌，形成拥有核心竞争力的教育办学管理服务体系”；3)“立足于安徽省向中部覆盖，立足四川省向西部辐射，通过搭建教育服务管理运营公司向外输出‘国际化、全日制，集小学、初中、高中三部分为一体的学历制寄宿式学校’教育办学管理整体解决方案，规划未来五年开办 20 所以上学校”。

公司将依托成都七中丰富的寄宿制管理实践经验和优势的教学品牌声誉，打造校内校外线上线下相融合的互联网教育生态圈，进一步整合优质教育资源、延展教育产业链，提升企业的整体竞争能力。

2.4 强强联合，协同效应显著

公司是安徽省最大的文化教育集团，也是国内领先的出版传媒上市公司，具备较强的资金实力和教育产业资源；成都七中实验学校是成都市乃至四川省顶尖的民营私立学校，教学经验丰富、办学效果显著，二者强强联合，有望形成较强的协同效应。

1) 一方面，安徽等周边省市由于扩建新区新增了许多学校，学校运营资源较为缺乏。公司可与地方政府开展相关合作，将成都七中较为成熟的模式进行轻资产模式输出，不仅可以提升公司整体资源利用效率，也扩大了营收规模和利润体量。假设公司每年新拓展 4 所学校，每所学校每年新增学生 1500 人，按成都七中收费人均 4 万计算，一年给上市公司预计带来 3000 万左右净利润增长，三年满员后会带来较大的业绩提升。

2) 另一方面，公司旗下教育服务子公司可以与成都七中实验学校实现产业链延伸整合，逐步探索教材教辅开发、课程体系搭建、教育软件研发等教育相关领域，进一步强化教育产业链整合优化。

此次对高达投资的收购是公司切入 K12 办学教育的重要举措，是公司整合国内外优质教育资源，对接公司产业链、产品链和价值链的实现手段，将极大推进公司教育产业转型的落地实施。

3 从出版龙头到终身学习的集成商和运营商

教育是公司布局最多、市场关注度最高的业务条线，实施主体是皖新传媒教育服务总公司，主要涉及教材教辅、教育装备、研学旅行等业务。1) 教材教辅方面，人均单价和服务能力均处于行业翘楚；2) 教育装备在安徽省以及周边地区拥有 80% 的占有率。公司现有业务“立足安徽，辐射东部”，服务 2 万多所学校、800 余万师生、3000 多万家长，渠道优势显著；3) 公司与长城影视联手打造了国内首个美育研学旅行教育基地，突破性的研发出以影视、戏曲、戏剧等艺术课程为主体适合中小学生的美育课程体系。

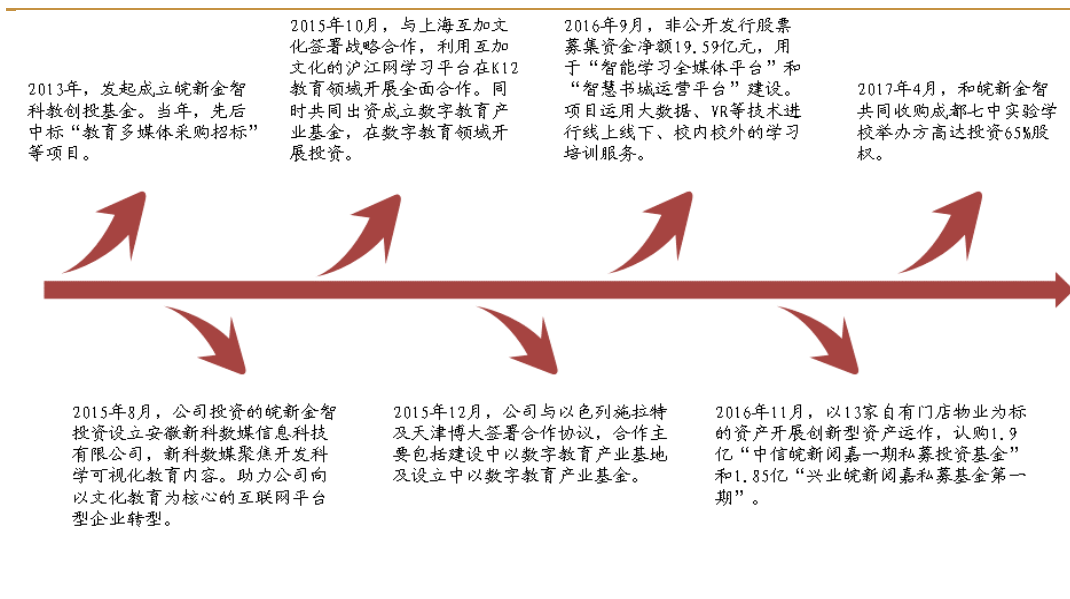
在传统教育服务业务深耕细作的同时，公司积极进取进行新业务布局，以期实现教育产业生态圈的构建。

1) 2015 年 8 月，公司投资的皖新金智参与设立安徽新科数媒信息科技有限公司，占股 40%。新科数媒是移动互联网时代下的科学内容提供商和数字交互技术集成商，以安徽省 16 个地市为试点区域，聚焦科学可视化数字教育内容的开发，面向中小学进行试点推广，为上市公司开启了向以文化教育为核心的互联网平台型企业转型之路。

2) 2015 年 10 月，公司与沪江网达成战略合作，双方约定共同出资成立数字教育产业基金，投资包括数字教育内容提供商、数字交互技术集成商、数字教育设备供应商、数字教育平台服务商在内的数字教育标的公司。此后，公司于 2017 年 1 月参投学霸君 C 轮融资，加强与高端教育资源的对接。

3) 2016 年 9 月，公司非公开发行股票募集约 20 亿元资金，其中斥资 18.24 亿元用于“智能学习全媒体平台”项目。该项目以学生提高学习成绩为目标，以大数据构建的学生个人知识图谱为出发点，为师生提供个性化提分方案。在取得较好的测试结果后，公司计划在 2017 年上半年将其推广到 50 个学校、上千个班级，实现智能学习产品的实施落地。

图 12：公司教育产业布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是国有文化教育企业中市场化程度最高的公司，已有的品牌资源、政府资源、渠道资源和资金资源会成为布局教育资产的核心优势。公司原本重点资源就在教育，通过不断整合猿题库、成都七中实验学校等优势资源发力 K12，公司有望快速打造教育生态闭环。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：市场拓展持续推进，利好教材销售业务平稳增长，毛利率保持在 23% 左右；

假设 2：教育产业闭环构建利好教育装备及多媒体销量大幅提升，毛利率为 5%；

假设 3：创新型资产运作模式持续开展，增厚公司业绩。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
一般图书销售及音像制品	收入	2793.4	2933.1	3021.1	3111.7
	yoy	4.8%	5.0%	3.0%	3.0%
	成本	1841.7	1935.9	1993.9	2053.7
	毛利率	34.07%	34.0%	34.0%	34.0%
教材销售	收入	1304.9	1539.8	1770.7	2036.4
	yoy	11.5%	18.0%	15.0%	15.0%
	成本	995.4	1185.6	1363.5	1568.0
	毛利率	23.72%	23.0%	23.0%	23.0%
商品贸易	收入	1071.1	942.6	848.3	763.5
	yoy	-12.8%	-12.0%	-10.0%	-10.0%
	成本	1067.5	937.9	844.1	759.7
	毛利率	0.33%	0.5%	0.5%	0.5%
教育装备及多媒体	收入	755.8	1058.1	1428.4	1928.3
	yoy	45.4%	40.0%	35.0%	35.0%
	成本	721.5	1005.2	1357.0	1831.9
	毛利率	4.54%	5.0%	5.0%	5.0%
供应链及物流服务	收入	363.1	508.3	660.8	859.0
	yoy	-	40.0%	30.0%	30.0%
	成本	341.2	477.8	621.1	807.5
	毛利率	6.01%	6.0%	6.0%	6.0%
广告及游戏	收入	93.8	234.4	351.6	422.0
	yoy	2367.6%	150.0%	50.0%	20.0%
	成本	90.4	226.2	339.3	407.2
	毛利率	3.56%	3.5%	3.5%	3.5%
出版策划及服务	收入	68.9	89.5	107.4	128.9
	yoy	-	30.0%	20.0%	20.0%

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	成本	34.1	44.8	53.7	64.4
	毛利率	50.53%	50.0%	50.0%	50.0%
文体用品及其他	收入	958.4	1006.3	1056.6	1109.4
	yoy	8.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	893.3	945.9	993.2	1042.9
	毛利率	6.79%	6.0%	6.0%	6.0%
成都七中实验学校	收入	-	117.00	128.70	141.57
	yoy	-	-	10.0%	10.0%
	成本	-	35.10	38.61	42.47
	毛利率	-	70.0%	70.0%	70.0%
其他	收入	184.3	331.7	530.8	796.1
	yoy	65.9%	80.0%	60.0%	50.0%
	成本	90.3	162.5	260.1	390.1
	毛利率	51.00%	51.0%	51.0%	51.0%
合计	收入	7593.5	8823.7	9973.7	11373.1
	yoy	15.4%	16.2%	13%	14%
	成本	6075.4	6975.7	7885.3	8990.7
	毛利率	20.0%	20.9%	20.9%	20.9%

数据来源：公司公告，西南证券

5 风险提示

市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险，轻资产模式推广或不达预期的风险，并购企业业绩实现或不及承诺。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7593.53	8823.74	9973.72	11373.12	净利润	1075.48	1494.78	1698.59	1786.48
营业成本	6075.44	6975.71	7885.27	8990.72	折旧与摊销	95.16	150.29	150.29	150.29
营业税金及附加	27.53	29.27	34.32	39.02	财务费用	-83.48	-16.23	-20.31	-24.40
销售费用	585.98	703.25	698.16	832.89	资产减值损失	14.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	398.14	462.64	498.69	568.66	经营营运资本变动	-340.48	-30.25	-148.74	-172.80
财务费用	-83.48	-16.23	-20.31	-24.40	其他	-204.52	-80.43	-117.49	-94.43
资产减值损失	14.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	557.01	1518.16	1562.33	1645.12
投资收益	113.02	100.00	100.00	100.00	资本支出	-74.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.11	-0.02	-0.05	-0.05	其他	-81.03	135.98	99.95	99.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-155.74	135.98	99.95	99.95
营业利润	687.98	769.08	977.54	1066.18	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	403.45	747.87	746.24	746.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1091.43	1516.95	1723.78	1812.97	股权融资	1956.40	0.00	0.00	0.00
所得税	15.95	22.17	25.19	26.49	支付股利	-236.60	-211.73	-294.28	-334.41
净利润	1075.48	1494.78	1698.59	1786.48	其他	119.70	-95.28	20.31	24.40
少数股东损益	16.81	23.36	26.55	27.92	筹资活动现金流净额	1839.50	-307.02	-273.97	-310.01
归属母公司股东净利润	1058.67	1471.42	1672.04	1758.55	现金流量净额	2241.10	1347.12	1388.31	1435.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5496.07	6843.19	8231.50	9666.56	成长能力				
应收和预付款项	995.60	1276.71	1395.88	1609.62	销售收入增长率	15.38%	16.20%	13.03%	14.03%
存货	958.36	1080.83	1241.85	1410.72	营业利润增长率	-11.54%	11.79%	27.11%	9.07%
其他流动资产	1250.36	1393.92	1561.77	1766.03	净利润增长率	38.27%	38.99%	13.63%	5.17%
长期股权投资	443.30	443.30	443.30	443.30	EBITDA 增长率	-11.30%	29.08%	22.63%	7.63%
投资性房地产	60.78	60.78	60.78	60.78	获利能力				
固定资产和在建工程	656.40	559.26	462.11	364.97	毛利率	19.99%	20.94%	20.94%	20.95%
无形资产和开发支出	492.52	446.43	400.34	354.26	三费率	11.86%	13.03%	11.80%	12.11%
其他非流动资产	660.21	653.15	646.09	639.04	净利率	14.16%	16.94%	17.03%	15.71%
资产总计	11013.60	12757.57	14443.63	16315.28	ROE	12.33%	15.11%	15.04%	14.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.77%	11.72%	11.76%	10.95%
应付和预收款项	2001.92	2546.49	2800.10	3185.47	ROIC	24.23%	27.04%	33.59%	34.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.21%	10.24%	11.10%	10.48%
其他负债	291.08	318.94	347.09	381.29	营运能力				
负债合计	2293.00	2865.43	3147.19	3566.77	总资产周转率	0.80	0.74	0.73	0.74
股本	1989.20	1989.20	1989.20	1989.20	固定资产周转率	17.33	25.46	39.98	74.65
资本公积	2418.47	2418.47	2418.47	2418.47	应收账款周转率	14.65	16.03	15.36	15.58
留存收益	4032.05	5291.74	6669.50	8093.64	存货周转率	6.73	6.78	6.73	6.75
归属母公司股东权益	8551.23	9699.41	11077.17	12501.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.90%	—	—	—
少数股东权益	169.37	192.73	219.28	247.20	资本结构				
股东权益合计	8720.60	9892.14	11296.45	12748.52	资产负债率	20.82%	22.46%	21.79%	21.86%
负债和股东权益合计	11013.60	12757.57	14443.63	16315.28	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.97	3.84	4.08	4.17
					速动比率	3.54	3.44	3.68	3.77
					股利支付率	22.35%	14.39%	17.60%	19.02%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.74	0.84	0.88
					每股净资产	4.38	4.97	5.68	6.41
					每股经营现金	0.28	0.76	0.79	0.83
					每股股利	0.12	0.11	0.15	0.17
业绩和估值指标									
EBITDA	699.66	903.14	1107.51	1192.07					
PE	28.24	20.32	17.88	17.00					
PB	3.43	3.02	2.65	2.35					
PS	3.94	3.39	3.00	2.63					
EV/EBITDA	33.62	24.56	18.77	16.24					
股息率	0.79%	0.71%	0.98%	1.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn