

皖新传媒(601801)/文化传媒

锐意改革创新, 切入民办教育开启发展新篇章

评级: 增持(首次)

市场价格: 13.38

目标价格: 14.98

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人: 熊亚威

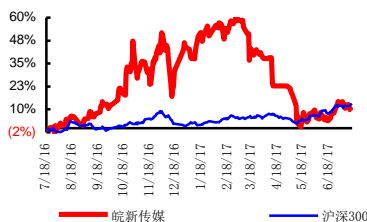
电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,989
流通股本(百万股)	1,820
市价(元)	13.38
市值(百万元)	26,616
流通市值(百万元)	24,352

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,581.34	7,593.53	8,791.59	9,694.09	10,612.87
增长率 yoy%	14.56%	15.38%	15.78%	10.27%	9.48%
净利润	772.77	1,058.67	1,275.80	1,418.03	1,535.41
增长率 yoy%	11.31%	37.00%	20.51%	11.15%	8.28%
每股收益(元)	0.85	0.53	0.64	0.71	0.77
每股现金流量	0.43	0.28	0.49	0.61	0.69
净资产收益率	13.47%	12.38%	13.13%	12.74%	12.12%
P/E	38.48	33.01	20.86	18.77	17.33
PEG	3.40	0.89	1.02	1.68	2.09
P/B	5.18	4.09	2.74	2.39	2.10
备注:					

投资要点

- **安徽文化传媒龙头, 连续多年高速增长, 创新型资产经营注入新动力。**皖新传媒是安徽省最大的国有控股文化企业, 主营业务包括图书销售、商品贸易、文化用品。2011-2016年营收与归母净利复合增速分别为20%和21.5%, 高于行业平均水平。公司实施REITs这一创新型资产经营, 在2016年及2017年一季度分别贡献了3.97亿及4.08亿的资产处置利得, 盘活了资产, 为进一步转型升级添砖加瓦。
- **转型升级, 打造文化消费、教育服务、现代物流新业态。**皖新传媒坚持“传统主业提升与转型、实体经济和资本市场双轮驱动”两大核心战略, 形成“文化消费、教育服务、现代物流”三大产业集群。其中文化消费将依托销售网络优势, 结合科技与文化布局转型; 教育服务实施遍布全省的专员服务, 开拓数字化业务与教育投资; 现代物流则打造一体化智能物流, 试水供应链金融。
- **布局民办学校, 发力实体办学, 模式成熟后将输出复制。**
 - **牵手冠城投资, “成熟经验+优质资源”双轮驱动, 有望成为A股首家收购优质K12民办教育资源标的。**皖新传媒联合皖新金智拟以12.69亿元收购高达投资65%股权, 实现间接收购成都七中实验学校65%的权益。高达投资承诺2017-2020年学校结余分别不低于8800万、9800万、10300万及10800万元。皖新将依托自身品牌及资源, 结合高达投资十三年办学及管理经验, 将成熟模式对外输出复制, 形成公司自有的核心竞争力和办学教育品牌体系。
 - **合作“莱普顿”, 建立双课程民办学校。**皖新拟与英国著名的莱普顿国际学校合作设立一所寄宿制的莱普顿学校, 由皖新传媒建造和拥有, 由双方共同进行日常运营, 未来有望复制与扩张, 形成多品牌差异化的服务
- **盈利预测与投资建议:**我们预测皖新传媒2017-2019年实现营收分别为87.92亿元、96.94亿元、106.13亿元, 同比增长15.78%、10.27%、9.48%; 实现归母净利润12.75亿元、14.18亿元、15.35亿元, 同比增长20.51%、11.15%、8.28%; 2017-2019年EPS分别为0.64元、0.71元、0.77元。我们选取A股相关公司进行比较, 按照2017年平均PE23.37倍给予估值, 对应目标价14.98元, 首次覆盖予以增持评级。
- **风险提示:**出版发行行业不景气; 转型升级不达预期; 创新型资产经营不可持续; 市场风险偏好下行风险。

内容目录

安徽文化企业龙头，锐意改革创新	- 4 -
安徽政府实控，省内文化企业龙头.....	- 4 -
业绩持续增长，创新型经营注入新动力.....	- 4 -
转型升级，打造文化消费、教育服务、现代物流新业态	- 6 -
文化消费：依托销售网络优势，结合科技与文化布局转型.....	- 6 -
教育服务：遍布全省专员服务，开拓数字化业务与教育投资.....	- 10 -
现代物流：打造一体化智能物流，试水供应链金融.....	- 11 -
创新型资产运营，储备转型动力	- 12 -
首单文化传媒行业 REITs 项目，融资盘活资产.....	- 12 -
溢价 48% 发行，国内文化产业首家可交换债.....	- 15 -
布局民办学校，发力实体办学	- 16 -
牵手冠城投资，“成熟经验+优质资源”双轮驱动.....	- 16 -
合作“莱普顿”，民办学校布局更进一步.....	- 19 -
盈利预测与估值	- 19 -
盈利假设与盈利预测.....	- 19 -
估值与投资建议.....	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1：公司发展历史.....	- 4 -
图表 2：公司股权结构.....	- 4 -
图表 3：公司营收及增速.....	- 5 -
图表 4：公司归母净利润及增速.....	- 5 -
图表 5：公司 2016 年主营业务结构.....	- 5 -
图表 6：公司 2016 年主营业务毛利结构.....	- 5 -
图表 7：公司近 4 年营收结构（百万元）.....	- 6 -
图表 8：皖新传媒利润率情况.....	- 6 -
图表 9：新华书店省内布局.....	- 7 -
图表 10：全省分布网点图（2010 年）.....	- 7 -
图表 11：一般图书销售业务情况.....	- 7 -
图表 12：教材销售业务情况.....	- 7 -
图表 13：文化消费五大品牌.....	- 8 -
图表 14：蓝狮子出品图书.....	- 8 -

图表 15: 爱奇艺上的吴晓波频道.....	- 8 -
图表 16: 《美丽化学·高中化学核心概念》课程.....	- 9 -
图表 17: 教育服务专员系统.....	- 10 -
图表 18: 多媒体业务情况.....	- 10 -
图表 19: 文体用具销售情况.....	- 10 -
图表 20: 科教创投基金投资的优质项目.....	- 11 -
图表 21: 物流业务供应链.....	- 12 -
图表 22: 创新融资“7 项首单”.....	- 13 -
图表 23: REITS 项目运作过程.....	- 13 -
图表 24: 创新型资产管理方案.....	- 14 -
图表 25: 项目涉及的 16 个新华门店.....	- 15 -
图表 26: 可交换债“16 皖新 EB”.....	- 15 -
图表 27: 高达投资股东结构图.....	- 16 -
图表 28: 成都七中实验学校.....	- 17 -
图表 29: 成都七中 2017 招生计划.....	- 17 -
图表 30: 成都七中实验学校承诺年度结余情况.....	- 17 -
图表 31: 皖新传媒与高达投资优势互补.....	- 18 -
图表 32: 与冠域投资的教育合作战略协议.....	- 18 -
图表 33: 皖新传媒细分业务营收预测 (单位: 百万元).....	- 20 -
图表 34: 相关上市公司估值参考 (根据 wind 一致预期).....	- 21 -
图表 35: 皖新传媒财务报表预测.....	- 22 -

安徽文化企业龙头，锐意改革创新

安徽政府实控，省内文化企业龙头

- 安徽新华传媒股份有限公司成立于 2007 年，在安徽新华发行集团有限公司基础上改制创立，目前已成为安徽省最大的国有控股文化企业。2010 年 1 月 18 日登陆 A 股，成为全国发行行业首家 A 股上市企业。公司于 2012 年开始进行传统主业升级转型及三轮体制机制改革，2015 年荣获全球管理大奖，是中国文化企业唯一入选哈佛商业案例，唯一一家入选中国 500 强出版发行企业。

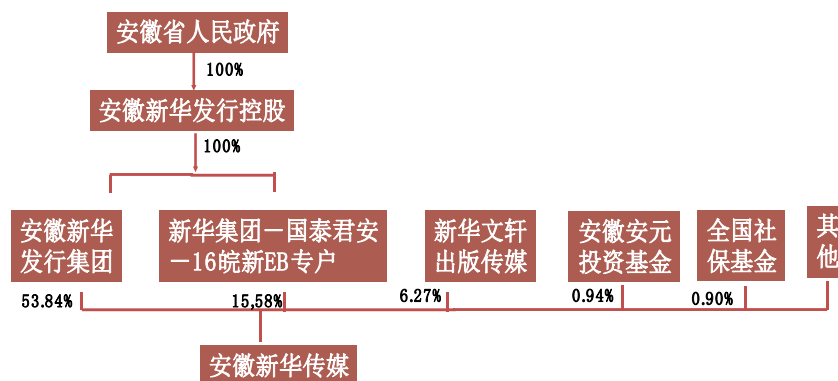
图表 1：公司发展历史



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司由安徽新华发行集团联合四川文化文轩连锁、安徽出版集团、鸿国实业、京师国教、安徽浙商投资设立，第一大股东为安徽新华发行集团，持股 53.84%。安徽省人民政府间接持有公司 69.42% 股权，为公司实际控制人。

图表 2：公司股权结构



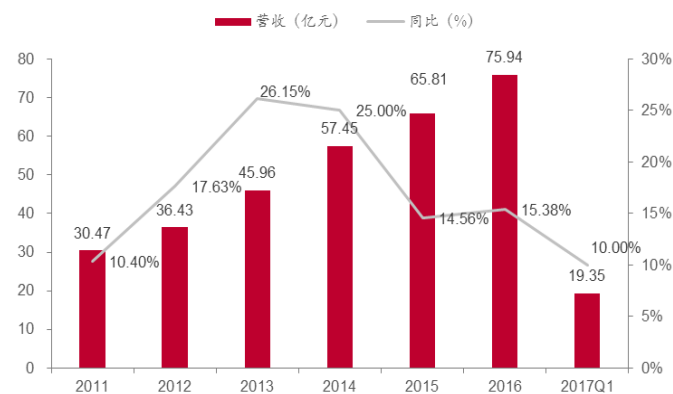
来源：公司公告、中泰证券研究所

业绩持续增长，创新型经营注入新动力

- 营收净利持续增长。2011-2016 年营收与归母净利复合增速分别为 20%

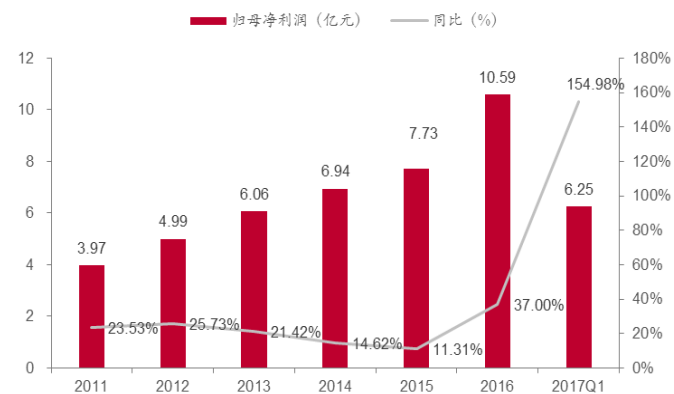
和 21.5%。2013、2014 年公司营业收入达高峰 26.2%、25.0%，主要由于公司开拓商品贸易和多媒体教学等新业务，扩大文体用品及其他发行业务增加收入点。2016 年及 2017 第一季度，归母净利润增速高达 37% 及 154.98%，主要由于 REITs 这一创新型资产经营获得非流动资产处置利得分别 3.97 亿元、4.08 亿元所致，盘活资产，为进一步转型升级添砖加瓦。

图表 3：公司营收及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

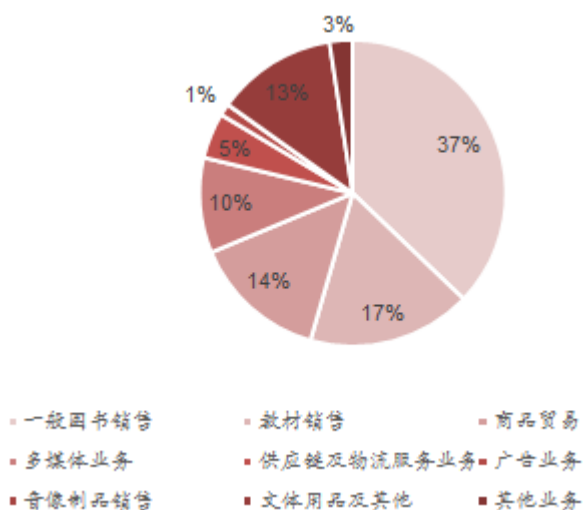
图表 4：公司归母净利润及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

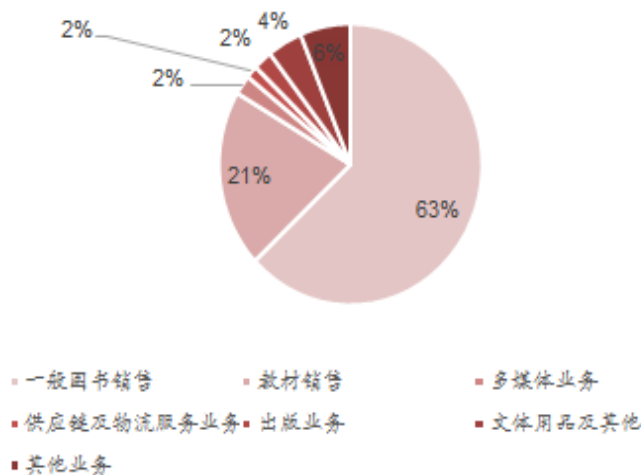
- 公司主营业务稳定，以图书销售为主，积极寻找新增长点。业务营收排序为一般图书销售、教材销售、商品贸易、文化用品及其他发行，占比达 68.41%。2016 年，一般图书销售占比 31.18%，毛利占比 62.6%，是最大收入来源；其次教材销售占比 14.57%，毛利占比 20.4%。2016 年公司积极推动现代物流板块发展，供应链及物流服务业务成为新的增长点。

图表 5：公司 2016 年主营业务结构



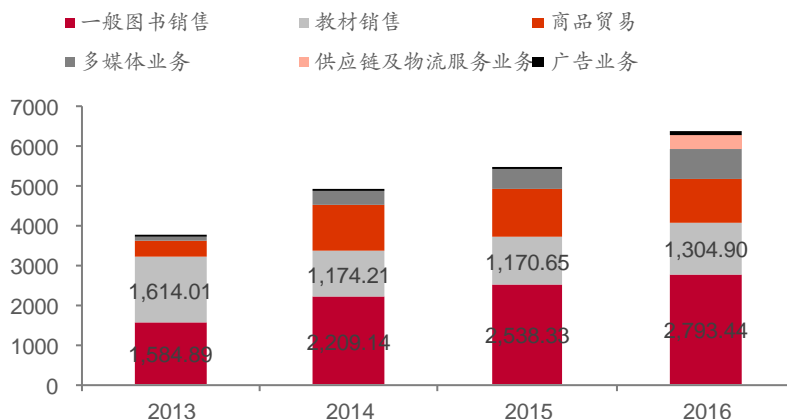
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6：公司 2016 年主营业务毛利结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

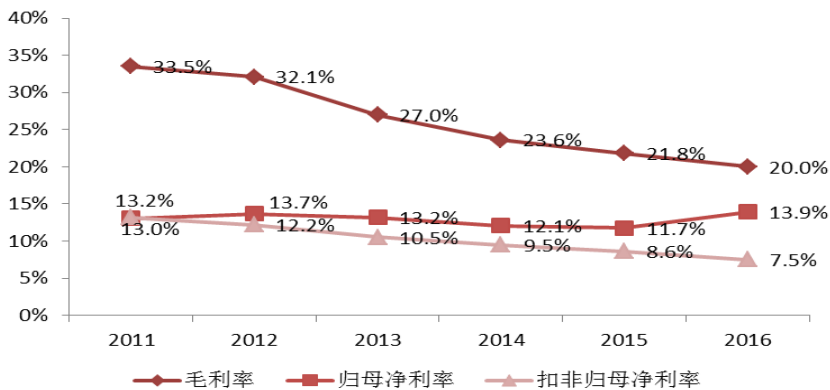
图表 7: 公司近 4 年营收结构 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 利润率下滑, 转型有望改善。**2012 年以来, 公司毛利率出现了较为明显的下滑, 一方面由于传统图书业务毛利率小幅下滑, 另一方面毛利率较低的商品贸易等业务占比提升。归母净利率相对平稳, 2016 年提升较多主要是因为创新型资产经营获得非流动资产处置利得提升了净利率。未来, 随着公司向文化消费、教育服务、现代物流等方向转型升级, 利润率有望改善。

图表 8: 皖新传媒利润率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

转型升级, 打造文化消费、教育服务、现代物流新业态

- 皖新传媒坚持“传统主业提升与转型、实体经济和资本市场双轮驱动”两大核心战略, 形成“文化消费、教育服务、现代物流”三大产业集群。

文化消费: 依托销售网络优势, 结合科技与文化布局转型

- 皖新传媒是中部地区最大的出版物发行企业, 销售网络优势明显。全资拥有安徽新华图书音像连锁有限公司、安徽新华教育图书发行有限公司、安徽新华音像出版社和全省 17 个省辖市子公司及其所属 62 个县分公

司，拥有覆盖全省城乡 507 个网点的完整出版物分销网络，在省内出版发行市场占据领先地位。

图表 9：新华书店省内布局



来源：中泰证券研究所

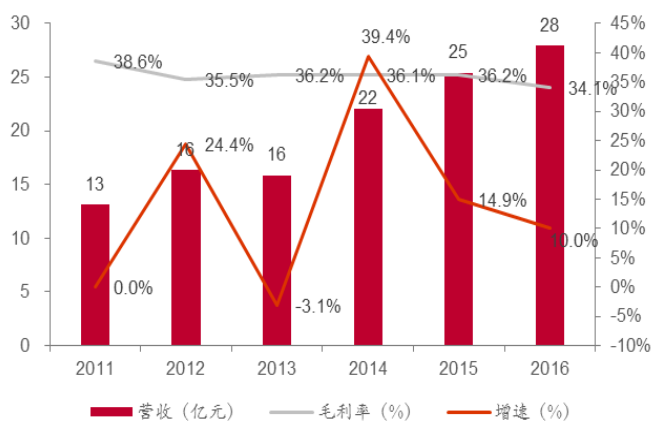
图表 10：全省分布网点图（2010 年）



来源：招股书、中泰证券研究所

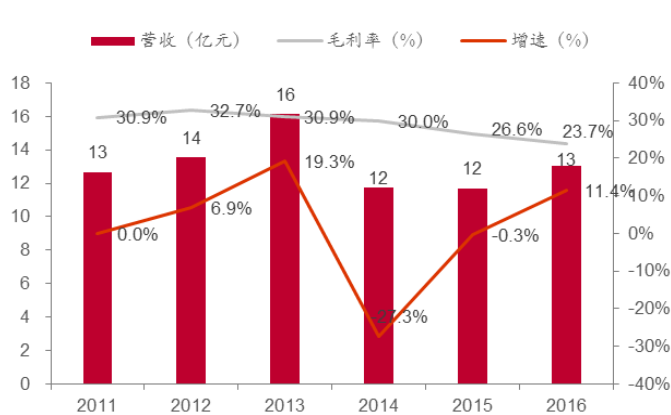
- 公司以教材教辅及一般图书发行为主的文化消费每年贡献利润 60-70%。营收保持稳速增长，2016 年分别达 27.97 亿元、13.05 亿元，同比增长 10%、11%。两业务合计近 6 年保持 6%-10% 增速，2013 及 2014 年分拆增速有波动变化，系公司改革产品线重新划分所致。毛利率分别稳定维持行业水平 34%、24%。

图表 11：一般图书销售业务情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 12：教材销售业务情况

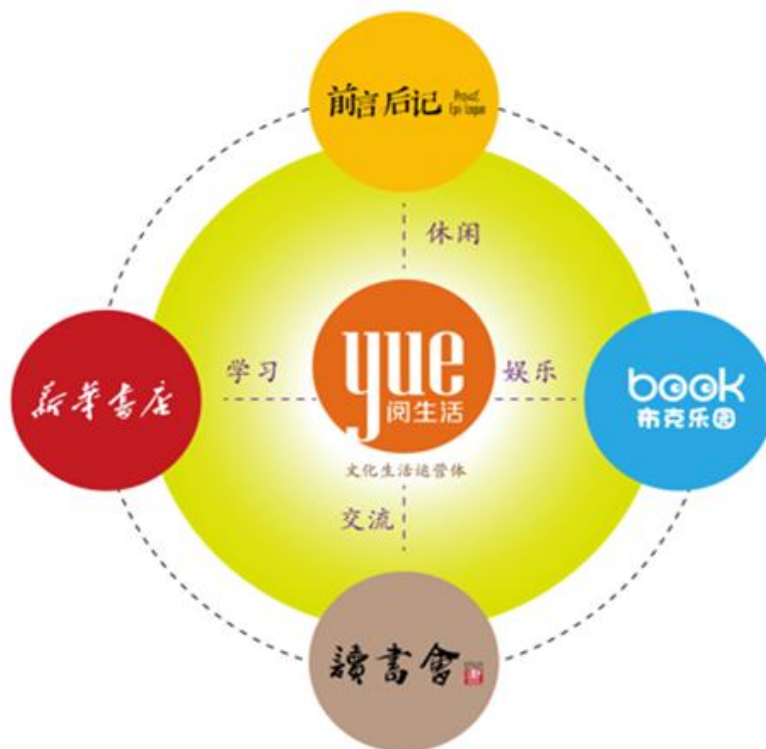


来源：Wind、中泰证券研究所

- 创新文化服务新模式，承担公共文化服务职能，提高品牌知名度。
 - 公司打造以中国驰名商标“皖新传媒”为核心的企业品牌体系，以“阅

- 生活”、“新华书店”、“前言后记”、“布克公园”、“读书会”五大品牌代表的文化商业品牌集群，涵盖学习、休闲、娱乐、交流多个领域。
- 2016 年开展“中国黄山书会”、“以色列创新之旅”、“文化惠民消费季”、“院士进校园”等一系列品牌活动，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。

图表 13: 文化消费五大品牌

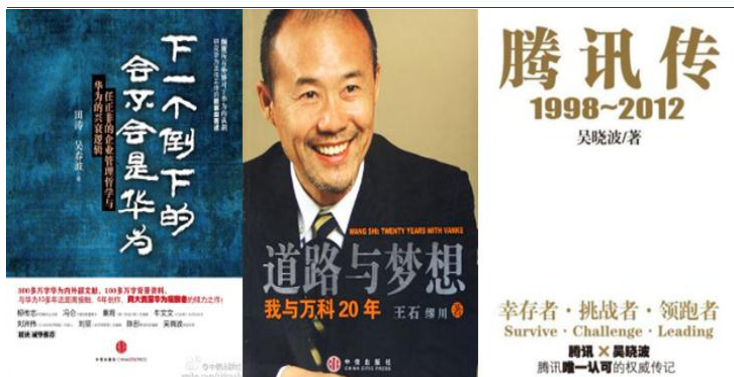


来源：中泰证券研究所

- 积极向产业链上游布局，发挥出版发行一体化优势。
 - 2015 年 4 月使用现金 1.575 亿元购买估值 3 亿的杭州蓝狮子定增股份，持股占比 45%，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%。蓝狮子是国内原创财经出版机构，业务中 7 成以上都来自数字产品及阅读服务，孵化了吴晓波频道等新的业务和公司。上海巴九灵文化传播有限公司（“吴晓波频道”运营公司）在 2017 年初宣布完成 A 轮融资 1.6 亿元，投后估值 20 亿元，成为目前国内公开数据里估值最高的自媒体创业公司。

图表 14: 蓝狮子出品图书

图表 15: 爱奇艺上的吴晓波频道



来源：蓝狮子官网，中泰证券研究所



来源：爱奇艺，中泰证券研究所

- 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。
- 积极开拓数字化服务布局，推进数字出版战略及数字化平台建设，推进文化业务转型升级。
 - 打造数字出版发行服务平台。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；携手蓝狮子，打造的“皖新传媒·蓝狮子自出版系统”成功上线。
 - “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服务平台。目前，“阅+”平台成为安徽第一公众号。
 - 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。首发产品任问化学系列《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。

图表 16: 《美丽化学·高中化学核心概念》课程

全部课程 > 中小幼儿教育 > 高中 > 高一



任问化学 高中核心概念【第四季】

有一种动力叫兴趣，有一种力量叫科学；关注孩子成绩，更关心孩子未来！
儿童节福利，6元畅学，详情>>

价格 **¥820** ~~¥1000~~ 8.2折

优惠活动 **折** 儿童节6元畅学，戳我前往>> / 剩1天11小时1分53.0秒

特色服务 🕒 全程督导 🕒 24H内答疑 📁 资料下载 🔗 系统化学习

选择班次 第四季 (50课时 / 报班即学,有效期210天) 第三季 第二季 第一季

立即购买

📅 支持分期付款

授课机构: 沪江网校 分享 收藏课程(1342)

来源：沪江网，中泰证券研究所

教育服务：遍布全省专员服务，开拓数字化业务与教育投资

- 教育服务板块是第二业务主线，公司提供学校教学、经营所需设备及服务，有 60 年的教材教辅销售经验，在省 3087 所初中，16975 所小学布有 3000 多名服务专员，服务 60 万教师、750 万学生、1500 万家长。扎实的教育资源积累及服务经验有助公司持续扩大服务规模，内生增长教育业务收入。

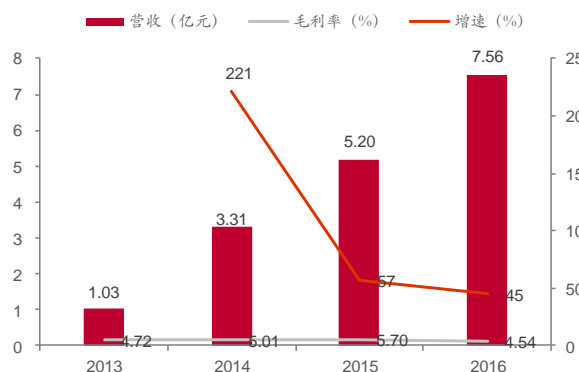
图表 17：教育服务专员系统



来源：公司公告，中泰证券研究所

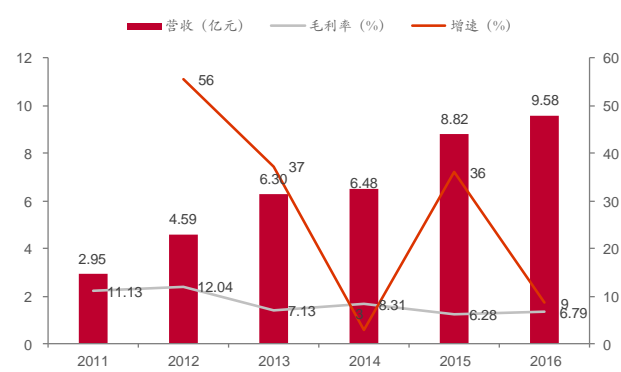
- 教育服务业务中，多媒体业务由 2013 年开启，近几年取得快速发展，每年以 2 亿营收增加增速，2016 营收 7.56 亿元。文体用具销售为公司传统业务，营收匀速增长，2016 年贡献 9.58 亿元。经营结构跟随产业升级调整，持续向上开拓利润空间。

图表 18：多媒体业务情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 19：文体用具销售情况



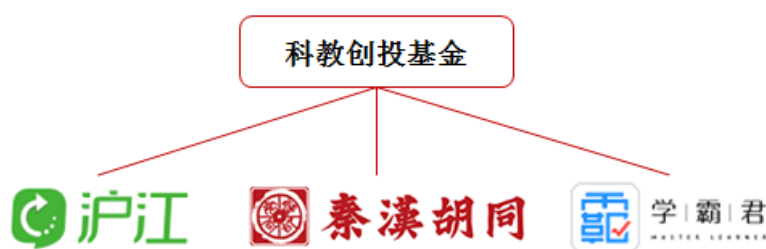
来源：Wind、中泰证券研究所

- 多方技术平台布局，稳健高效推进新型教育服务。
 - 设立新知数媒开发可视化数字教育内容：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（注册资本 3333 万元），占股 40%。新科数媒定位于移动互联网时代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，面向中小学进行试点推广，助力公司向以文化教育为核心的互联网平台型企业转型。
 - 募资建设智能学习全媒体平台：2016 年 9 月，公司非公开发行股票募资 20 亿元的 18.24 亿元用于此项目。公司与学霸君合作 AI 教学，已实现 12 所学校，50 个试点班级。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风方

案。公司计划在 2017 年上半年将其推广到 50 所学校、上千个班级，实现智能学习产品的实施落地。

- **开发基于 VR/AR 技术的数字教科书。**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。首发产品任何化学系列《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, TheVR 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。
- **公司与多方教育研发机构合作并投资科教基金，为教育服务升级提供持续动力。**
 - **与中科大合作新知数媒：**2014 年 8 月签订协议共建科技传播专业，双方依托中科大新媒体研究平台与终身学习实验室，联合进行数字教科书、数字教育平台的研发，以项目化方式推进。共建平台公司占股 40%，孵化的公司命名为“新知数媒”。对于后续的融资，沪江有参与意向。
 - **科教创投基金：**公司投资沪江、秦汉胡同国学、学霸君等，加强与高端教育资源的对接。2015 年 10 月与沪江网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。公司开发美丽科学系列、微课程产品于沪江销售取得可观收益。

图表 20：科教创投基金投资的优质项目



来源：中泰证券研究所

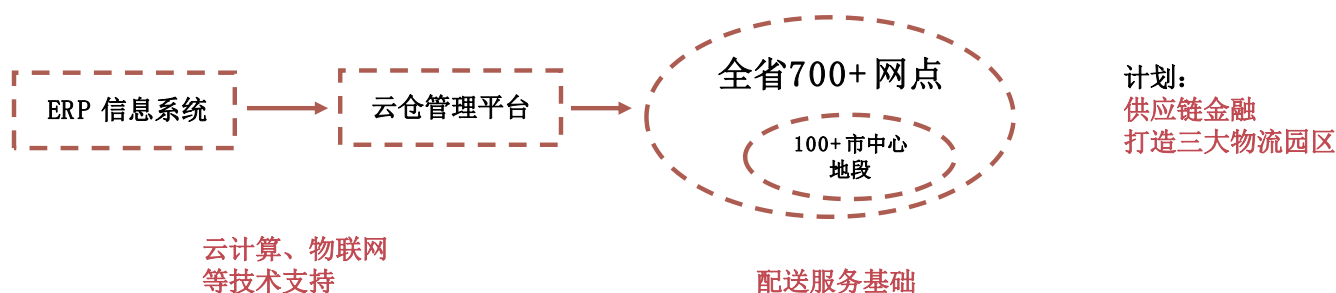
- **中以数字教育基金：**2015 年 12 月与以色列施拉特有限公司签订合作建设中以数字教育产业基地及基金。2016 年，公司联合合肥工业大学、以色列 CDI 系统有限公司申报获得国家国际科技合作专项《面向移动互联网的数字版权管理关键技术合作开发》，打造数字出版发行服务平台。
- **与加州艺术学院合作：**第一期投资 1000 多万人民币。学院系华特迪士尼创办，现为美国顶级的艺术高等院校。学院有意向与在中国合办学校，乌镇戏剧节上发布合作。

现代物流：打造一体化智能物流，试水供应链金融

- 公司供应链及物流服务业务自 2016 年起开拓，全年实现营收 3.63 亿元，毛利率 6.01%，已形成物流基础产业链：
 - 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、现优化。
- 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。
 - 在全省设置 700 多个网点，100 多个在市中心地段，作为配送服务的基础。打造三大物流园区，已完成功能定位及建筑规划设计并开始建筑施工。
 - 公司持续对物流管理模式和物流手段进行改造、升级，引入以云计算、物联网等前沿技术，在金融资本融合驱动产业转型以及科技与文化产业融合方面迈出了实质性的一步。物流业务有望成为国家级中部地区出版物物流中心。
 - 公司逐步试水供应链金融业务，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。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。

图表 21：物流业务供应链



来源：中泰证券研究所

创新型资产运营，储备转型动力

首单文化传媒行业 REITs 项目，融资盘活资产

- 2016 下半年，公司创新型资产管理项目（REITs）圆满完成。创下“国内首单文化传媒行业 REITs 项目”、“安徽省内第一单”、“国内以实体书店为物业资产的第一单”、“国内首单银行间市场 REITs 项目”等 7 项首单。

图表 22：创新融资 “7 项首单”



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 资产运作模式运行较为复杂，经过较多步骤。

图表 23：REITs 项目运作过程

	内容	备注
阶段一 资产出售	Step1. 皖新传媒所属 16 地新华书店分别出资设立 13 家全资书店管理公司，将持有的 16 处自有门店的房屋、土地使用权协议转让到对应书店管理公司名下。	通过评估转让实现了房地产价值的提升，免缴了房地产转让的相关税费。
	Step2. 在合肥注册 13 家房地产投资公司，按评估价对应收购 13 家书店管理公司 100% 股权，其中平均支付了 1/3 的收购款共 3.7 亿元，欠下各对应新华书店约 66% 的股权转让款共 7.335 亿元。	完成了各书店管理公司出资人变更，欠下付原新华书店的股权转让款。
	Step3. 各地新华书店与新华书店管理公司签订 20 年的长期租赁协议，使上述资产产生稳定收益。	实现了基础资产稳定的现金收入来源，把原来没有产生现金流收益的书店房地产，变成了可实施资产证券化的基础资产。
	Step4. 皖新对上述 13 家公司股权价值进行评估，经省财政厅核准后，在安徽产交所挂牌转让上述公司股权，共拆分成两个资产包，资产包 1 共 8 家，评估值 1.9 亿元，资产包 2 共 5 家，评估值 1.85 亿元。挂牌时限定意向受让方应为经中国证券投资基金业协会备案的私募投资基金。	公开挂牌转让，实现了资产出售的关键一步。在公开挂牌转让条件中，受让方必须在中国投资基金业协会备案的私募基金(资产证券化中的 SPV，为了实现资产证券化“真实出售、破产隔离”的要求而设立的主体)。
	Step 5. 由第三方资产管理公司(中信金石、兴业国信)发起设立私募基金中信皖新闻嘉一期私募投资基金(契约式)、兴业皖新闻嘉私募基金第一期(契约式)，皖新传媒认购初始份额分别 1.9、1.8 亿元，共 3.7 亿元。分别对应收购资产包 1、资产包 2 股权资产，并承诺委托贷款分别 3.65 亿元，3.685 亿元给相应 13 家公司归还股权转让欠款，该委托贷款期限为 18 年。	在基金中的出资 3.7 亿元已通过股权转让回流，相关房地产资产已通过股权转让方式转出皖新传媒资产负债表。通过资产的评估转让，实现了资产沉淀资金的盘活和升值部分的变现。从财务报表上，原属于非流动资产的房屋土地变成了流动资产中流动性最强的货币资金。
阶段二 资金回流	资产包一：由中信证券操盘，以中信皖新闻嘉一期私募投资基金为基础资产，在上交所发行“中信皖新闻嘉一期资产支持专项计划”方式回收资金，发行规模 5.55 亿元，计划项下的资产支持证券分为两个品种，发行规模分别为 3.60 亿元和 1.95 亿元。发售所得款 5.55 亿元首先赎回皖新传媒在私募基金中的基础份额 1.9 亿元。专项计	在证券化过程中，皖新传媒的大股东安徽新华发行集团提供了增信担保，提高了证券的评级。

划于 2016 年 12 月 13 日正式成立，到期日为 2035 年 1 月 18 日。

资产包二：由兴业银行操盘，通过将兴业皖新闻嘉私募基金第一期作为信托资产设立“兴业皖新闻嘉一期房地产投资信托基金”，并在银行间债券市场以簿记建档方式公开发售，规模 5.535 亿元，其中 1.8 亿元赎回皖新传媒出资的 1.8 亿元份额。起息日为 2017 年 2 月 20 日，到期日为 2035 年 2 月 20 日。

阶段三
还本付息

从 2017 年初起，上述实施资产证券化的 13 家公司 16 处资产的日常运营管理、运营收入的归集由皖新传媒大股东安徽新华发行集团旗下子公司——安徽皖新融资租赁公司负责，定期向专用监管账户还本付息。为保证对资产的控制权，在两个专项计划中设置了皖新融资租赁公司为 B 份额的优先购买权人，并按照 5.5% 的比例支付权利维持费。

来源：公司公告、雪球网 <https://xueqiu.com/1626721691/82983909>、中泰证券研究所

- 创新型资产运作模式需要公司长期积累下来的优质资产作为物质基础和省市政府以及财政、税收等专项部门作为政策支撑，操作难度大。公司强大的国有背景具有稀缺性，形成创新融资业务闭环。

图表 24：创新型资产管理方案



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 创新资产管理方案首次涉及公司 16 个新华门店、物业。公司体内此类门店超过 100 个、处于城市核心商圈的物业 700 余，创新融资模式可复制持续变现。

图表 25: 项目涉及的 16 个新华门店

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	6106.9	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，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	2006	国内书报刊、电子出版物批发、零售；音像制品零售等

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 原资产经过多年折旧摊销账面价值远低于其真实价值，创新融资对公司旗下物业进行重新评估价值，盘活原有固定资产，增强公司现金流，为公司转型发展作储备。

溢价 48% 发行，国内文化产业首家可交换债

- 2016 年 7 月 29 日，安徽新华发行集团公开发行可交换公司债券“16 皖新 EB”在上海证券交易所上市，并以其持有的皖新传媒 A 股股票作为担保及信托财产并办理担保及信托登记。新华控股发行的信用等级为 AA+，初始换股价格为 16.50 元/股，募集资金 25 亿元换股期限为 2017 年 6 月 23 日起至 2021 年 6 月 22 日。

图表 26: 可交换债“16 皖新 EB”

名称	类型	募资数额	换股期限	初始换股价格	信用等级
16 皖新 EB	可交换债	25 亿元	2017 年 6 月 23 日起至 2021 年 6 月 22 日	16.50 元/股	AA+

来源：公司公告、中泰证券研究所

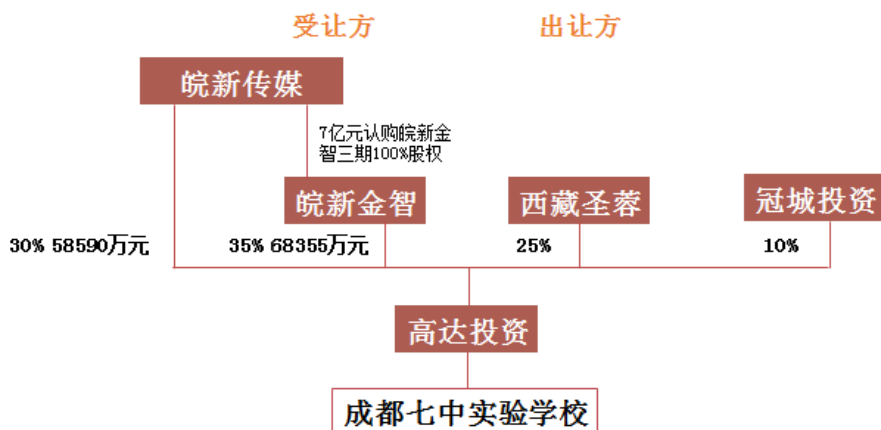
- 新华控股从项目资料申报到证监会下发批文仅用三个工作周时间，彰显集团内部有效协同和高效的执行力。2016年6月22日簿记日，该可交换债有超过200家机构踊跃认购，全天认购额超2500亿元。最终，以1%的超低利率募集资金25亿元，完成募资任务。发行时的转股溢价率约48%，创下全国可交换债公开发行的最高纪录，体现市场对国企改革资产增值的信心。
- 该次新华控股的债券发行，创造了业内的多个“第一”，是境内证券市场发行的首只传媒行业可交换债、上交所发行的首只小公募可交换债、并且是目前公开发行的溢价率最高的股债混合型产品，为新华发行集团成功开拓了低成本融资渠道，不仅有效盘活了国有存量资本，也创造了境内证券市场股债混合类投资品种发行的新纪录，实现了融资方和投资者的共赢，对推动证券市场发展、深化企业创新发展具有重要意义。

布局民办学校，发力实体办学

牵手冠城投资，“成熟经验+优质资源”双轮驱动

- 联手皖新金智，间接控股成都七中实验学校。2017年4月，皖新传媒联合安徽皖新金智科教创业投资以12.69亿元共同购买西藏圣蓉持有的成都高达投资发展有限公司65%股权，总体估值19.53亿元，实现间接控股高达投资举办的成都七中实验学校。

图表 27：高达投资股东结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 有望成为 A 股首家收购优质 K12 民办教育资源标的。成都七中实验学校创建于2003年，由冠城集团投资近3亿元人民币兴办。占地300余亩，现有在校学生约5800人，教师400名，学校单体规模排名四川民办学校首位。2014-2016年，高考成绩不断攀升，2016年高考本科上线率93%，一本率61%；2016年中考重点率71.25%，600分及以上123人，位列成都市前列。

图表 28：成都七中实验学校



来源：学校官网、中泰证券研究所

图表 29：成都七中 2017 招生计划

班级类型	招生规模	费用
高中（非国际班）	8 个班， 约 350 人	学费：3.3 万元/年；住宿费：1200 元/年；生活费 3500 元/期；代管费：2000 元/期；
中美高中双文凭班	2 个班	学费：9.8 万/年
初中	16 个班， 约 700 人	学费：3.3 万元/年；加生活费、住宿费，总计约 4.5 万/年
小学	10 个班	约 4.2 万元/年（含学杂费、住宿费）

来源：四川教育新闻网、精品学习网、中泰证券研究所

■ 对赌承诺保证业绩，力推标的在未来上市。

- 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 年不低于 10,300 万元、2020 年不低于 10,800 万元。若三年累计结余未达业绩承诺目标，高达投资原股东承诺将对受让方进行现金补偿。利润补偿金额 = (业绩承诺目标 - 三年累计结余总额) * 2。高达投资原股东承诺业绩承诺期内 35% 股权锁定。

图表 30：成都七中实验学校承诺年度结余情况

时间	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
承诺结余（万元）	8800	9800	10300	10800

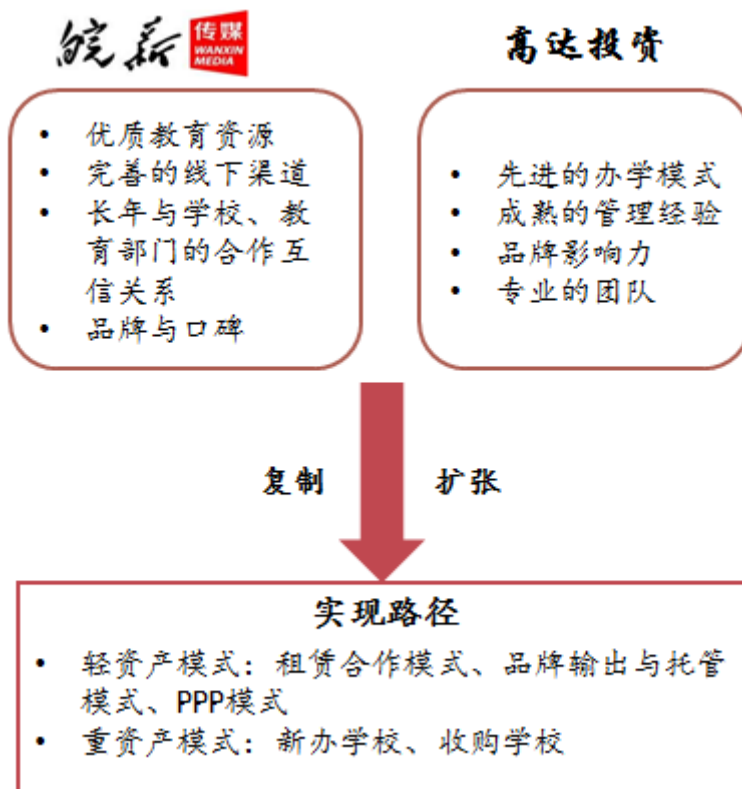
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 资本安排：**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，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 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。

- **成熟经验+优质资源，未来有望实现大规模推广复制。**
 - 高达投资拥有先进的办学模式、成熟的管理经验及品牌影响力，而皖新传媒行业内拥有丰富的教育资源。未来结合二者的优势，有望实现复制与扩张。公司将立足中西部（成都、安徽为基地），辐射全国，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。

图表 31：皖新传媒与高达投资优势互补



来源：中泰证券研究所

- 公司与冠城投资签订教育服务战略合作协议，在办学扩张、教育产品开发、提升办学品质、培养教育人员等方面进行多方位合作。

图表 32：与冠城投资的教育合作战略协议

合作点	主要内容
教育办学扩张	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。
教育产品开发	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；

提升办学品质 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）等非义务教育制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，形成拥有核心竞争的教育办学管理服务体系。

教育人员培养 结合双方办学教育实践，建立教育服务标准，联合培养高级职称教师和教学管理人员。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 多元教育服务产品合作有助于公司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，助力于公司向以文化教育为核心的数字化平台企业转型。
- 成都七中是四川省顶尖的民营私立学校，办学经验丰富、效果显著，**成熟办学模式输出可提升公司实体办学效率**。2016年高达投资3亿的眉山七中成立，由成都七中团队运营。眉山七中占地230亩，现有学生约1100多人，2016取得可观业绩。

合作“莱普顿”，民办学校布局更进一步

- 皖新传媒与英国德比郡莱普顿国际学校（RISL）签署合作备忘录，双方计划在中国以“莱普顿”的品牌和名义建立双课程民办学校。英国德比郡莱普顿国际学校（RISL）是英国著名非盈利机构——莱普顿学校的全资子公司，是冠以莱普顿名称和品牌的海外学校，具有丰富的办学经验和品牌优势。
 - 双方拟于十八联圩合作设立一所寄宿制的莱普顿学校，招收3至18岁的中外学生。最多可容纳1500名学生，实行双课程教学。有望于2019年开学。
 - RISL许可皖新传媒使用“莱普顿”为学校名称。学校将由皖新传媒建造和拥有，由双方共同进行日常运营。协议有效期为25年。
 - RISL提供国际课程的全面运营服务和咨询帮助，并根据总收入的一定比率收取品牌使用费和服务费。
- 此次合作是公司拟收购成都七中实验学校后在教育产业的又一重要布局，我们判断公司将采用与高达投资类似的模式去复制与扩张，形成多品牌差异化的服务，实现资源、人才等领域的优势互补，使得公司在民办学校及教育产业链的布局更进一步。

盈利预测与估值

盈利假设与盈利预测

- 根据公司现有业务，我们给出以下核心假设：
 - 假设一：相关行业不发生重大政策变化；
 - 假设二：创新型资产运营未来三年可以持续，贡献利润逐年降低；
 - 假设三：互联网等新兴技术对图书出版发行不产生重大影响。
- 我们预测皖新传媒2017-2019年实现营收分别为87.92亿元、96.94亿

元、106.13 亿元，同比增长 15.78%、10.27%、9.48%；实现归母净利润 12.75 亿元、14.18 亿元、15.35 亿元，同比增长 20.51%、11.15%、8.28%；对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.71 元、0.77 元。

图表 33：皖新传媒细分业务营收预测（单位：百万元）

项目	2016	2017E	2018E	2019E
一般图书				
营业收入	2793.44	3072.78	3349.33	3617.28
增速	10.1%	10.0%	9.0%	8.0%
毛利率	34.1%	34.0%	34.0%	34.0%
教材				
营业收入	1304.90	1409.29	1507.94	1598.42
增速	11.5%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率	23.7%	24.0%	25.0%	25.0%
多媒体				
营业收入	755.76	982.49	1228.11	1473.73
增速	45.4%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	4.5%	5.0%	6.0%	10.0%
物流服务				
营业收入	755.76	906.91	1088.29	1305.95
增速	—	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	54.8%	33.0%	33.0%	33.0%
商贸				
营业收入	1164.87	1106.63	1106.63	1106.63
增速	-5.4%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	0.6%	1.0%	1.2%	1.3%
文体用品				
营业收入	958.36	1035.03	1107.48	1173.93
增速	8.6%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率	6.8%	6.8%	7.0%	7.0%
出版及其他				
营业收入	253.14	278.45	306.30	336.93
增速	127.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	50.9%	50.0%	50.0%	50.0%

来源：wind，中泰证券研究所

估值与投资建议

- 根据公司当前股价，对应 2017-2019 年 PE 分别为 20.6 倍、18.53 倍、17.11 倍。我们选取 A 股相关公司进行比较，按照 2017 年平均 PE23.37 倍给予估值，对应目标价 14.98 元，首次覆盖予以增持评级。

图表 34: 相关上市公司估值参考 (根据 wind 一致预期)

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601098	中南传媒	17.96	321.30	17.89	0.98	1.11	1.24	18.23	16.15	14.42
600373	中文传媒	13.78	303.84	22.05	0.89	1.18	1.47	24.66	18.68	14.98
601900	南方传媒	8.19	98.21	11.99	0.47	0.60	0.67	25.72	20.04	17.77
601928	凤凰传媒	25.45	247.11	9.71	0.47	0.51	0.54	20.82	18.88	17.85
601999	出版传媒	5.51	49.09	8.91	0.19	0.24	0.29	46.69	36.38	30.33
300148	天舟文化	8.45	131.56	15.57	0.27	0.47	0.56	57.93	33.31	27.72
600229	城市传媒	7.02	64.38	9.17	0.37	0.46	0.52	25.08	20.12	17.80
平均 PE								31.30	23.37	20.13

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **出版发行行业不景气。**出版行业可能受到新媒体等多因素冲击, 导致行业整体低迷。
- **转型发展不及预期。**公司积极寻求转型升级, 教育是其中的重点方向, 存在不确定性。
- **创新型资产经营不可持续。**公司实施创新型资产经营, 为公司带来额外收益, 但存在不可持续的风险。
- **市场竞争加剧。**市场上竞争者众多, 有竞争加剧的不确定性。
- **市场风险偏好下行风险。**风险偏好有下降的可能, 会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 35: 皖新传媒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,745	6,581	7,594	8,792	9,694	10,613
增长率	25.00%	14.6%	15.4%	15.8%	10.3%	9.5%
营业成本	-4,388	-5,148	-6,075	-6,840	-7,502	-8,140
% 销售收入	76.4%	78.2%	80.0%	77.8%	77.4%	76.7%
毛利	1,357	1,433	1,518	1,952	2,193	2,473
% 销售收入	23.6%	21.8%	20.0%	22.2%	22.6%	23.3%
营业税金及附加	-12	-23	-28	-32	-35	-38
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-511	-558	-586	-703	-756	-828
% 销售收入	8.9%	8.5%	7.7%	8.0%	7.8%	7.8%
管理费用	-327	-349	-398	-475	-514	-562
% 销售收入	5.7%	5.3%	5.2%	5.4%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	506	504	506	742	888	1,044
% 销售收入	8.8%	7.7%	6.7%	8.4%	9.2%	9.8%
财务费用	65	70	83	83	83	83
% 销售收入	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-10	-11	-15	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	132	215	113	133	184	197
% 税前利润	18.8%	27.5%	10.4%	10.2%	12.6%	12.5%
营业利润	693	778	688	909	1,104	1,275
营业利润率	12.1%	11.8%	9.1%	10.3%	11.4%	12.0%
营业外收支	11	6	403	400	350	300
税前利润	703	783	1,091	1,309	1,454	1,575
利润率	12.2%	11.9%	14.4%	14.9%	15.0%	14.8%
所得税	-4	-6	-16	-20	-22	-24
所得税率	0.5%	0.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
净利润	700	778	1,075	1,289	1,433	1,551
少数股东损益	5	5	17	13	15	16
归属于母公司的净利润	694	773	1,059	1,276	1,418	1,535
净利率	12.1%	11.7%	13.9%	14.5%	14.6%	14.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,773	3,245	5,496	6,770	8,206	9,768
应收款项	691	658	591	803	873	944
存货	669	789	958	995	1,082	1,177
其他流动资产	1,719	1,301	1,655	1,781	1,825	1,863
流动资产	5,852	5,992	8,700	10,348	11,986	13,751
% 总资产	81.2%	75.6%	79.0%	82.2%	84.2%	85.8%
长期投资	381	732	1,057	1,057	1,057	1,057
固定资产	564	585	661	632	642	679
% 总资产	7.8%	7.4%	6.0%	5.0%	4.5%	4.2%
无形资产	401	512	563	516	518	508
非流动资产	1,356	1,934	2,313	2,236	2,248	2,276
% 总资产	18.8%	24.4%	21.0%	17.8%	15.8%	14.2%
资产总计	7,208	7,926	11,014	12,585	14,234	16,028
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,839	1,823	1,993	2,432	2,627	2,848
其他流动负债	144	170	197	224	245	266
流动负债	1,983	1,992	2,190	2,655	2,872	3,114
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	16	31	31	31	31
负债	2,000	2,062	2,293	2,687	2,903	3,146
普通股股东权益	5,152	5,738	8,551	9,716	11,134	12,669
少数股东权益	57	126	169	182	197	213
负债股东权益合计	7,208	7,926	11,014	12,585	14,234	16,028

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.763	0.849	0.532	0.641	0.713	0.772
每股净资产(元)	5.661	6.306	4.299	4.884	5.597	6.369
每股经营现金净流(元)	0.550	0.433	0.280	0.486	0.607	0.693
每股股利(元)	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.48%	13.47%	12.38%	13.13%	12.74%	12.12%
总资产收益率	9.63%	9.75%	9.61%	10.14%	9.96%	9.58%
投入资本收益率	28.83%	29.86%	24.19%	37.18%	44.54%	52.68%
增长率						
营业总收入增长率	25.00%	14.56%	15.38%	15.78%	10.27%	9.48%
EBIT增长率	7.39%	-0.48%	0.54%	46.58%	19.58%	17.65%
净利润增长率	14.62%	11.31%	37.00%	20.51%	11.15%	8.28%
总资产增长率	15.34%	9.96%	38.96%	14.27%	13.10%	12.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.2	33.5	24.9	29.2	28.5	28.1
存货周转天数	57.7	51.7	52.5	53.1	52.6	52.8
应付账款周转天数	119.8	102.8	82.5	95.5	92.4	91.7
固定资产周转天数	31.9	26.9	21.1	13.8	8.4	4.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.17%	-58.98%	-64.24%	-69.47%	-73.36%	-76.65%
EBIT利息保障倍数	-7.8	-7.2	-6.1	-8.9	-10.7	-12.6
资产负债率	27.74%	26.01%	20.82%	21.35%	20.40%	19.63%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	700	778	1,075	1,289	1,433	1,551
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	94	92	110	116	107	100
非经营收益	-200	-288	-602	-533	-534	-497
营运资金变动	-93	-187	-26	95	202	225
经营活动现金净流	500	394	557	967	1,208	1,379
资本开支	73	146	-220	-411	-281	-222
投资	-138	147	-581	0	0	0
其他	187	277	205	133	184	197
投资活动现金净流	-23	277	-156	544	465	419
股权募资	5	1	1,971	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-185	-200	-132	-237	-237	-237
筹资活动现金净流	-181	-199	1,840	-237	-237	-237
现金净流量	297	472	2,241	1,274	1,436	1,562

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。