

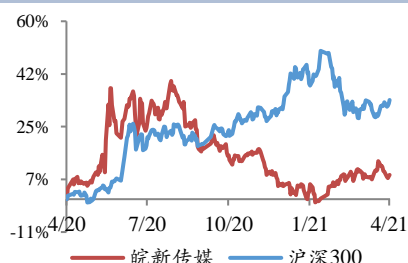
资产质地优异，数字化新业态驱动增长

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-04-29

收盘价（元）	4.90
近 12 个月最高/最低（元）	6.34/4.48
总股本（百万股）	1,989
流通股本（百万股）	1,989
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	97
流通市值（亿元）	97

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 公司图书发行主业经营稳健，着力推进数字化新业态

公司是安徽省最大的国有控股文化教育上市公司，经营业务包括文化消费、教育服务和现代物流三大主营板块。在核心业务图书发行上，至 2020 年底公司已在安徽、江苏、上海等地共布局 780 家实体网点，构建了覆盖安徽全省、辐射周边的完整的出版物分销服务及教育服务体系。

图书发行包括教材教辅与大众图书发行，公司一直是安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司，我们认为，受益于控股股东国资背景此优势延续的确定性较强。并且在与教材教辅业务相关的人口数据上，安徽省内中小学生人数增长稳定，出生率相比全国其他教育大省更高，故教材教辅发行业务增长确定性较强。同时，公司着力推进文化消费新零售、智慧教育、智慧物流三大新业态领航发展，为新型文化业态成为公司未来发展支柱夯实基础。我们认为，公司通过三大智慧业务带来的增速未来有望持续。

● 供应链业务保持高增长，未来增速有望持续

公司供应链及物流服务业务营收 2016-2020 年 CAGR 达 56.9%，占营收比重从 4.8% 增长至 24.9%。供应链业务依托发行网点，渠道优势早已建立，且优势明显，已是安徽省内第一梯队物流企业。公司依托省内新华书店，建立起了覆盖整个安徽省市县乡镇的渠道网络，具备在安徽全省范围内提供物流配送服务的渠道优势。公司聚焦于供应链及物流服务打造三大物流园区，并且已经介入冷链仓储物流服务、新零售电商供应链配送体系，服务的客户有联想、海尔等世界 500 强企业。

● 资产质量优异，估值处于历史低位

公司所有持有的现金类资产占总资产的比重常年维持在 40% 以上，从 2019-2020 年均保持在 50% 以上。2020 年，公司账面上有现金约 75.61 亿元，占总资产的比重高达 51.5%。2010-2018 年公司股利支付率一直稳定维持在 30% 左右，到 2019 年开始达到 50% 以上，以保证现金分红总额稳定在 3 亿左右。2016-2019 年分红金额稳定维持在 3.2 亿左右，公司股息率稳定维持在 3% 左右。公司当前估值约为 16 倍 PE，处于近 10 年中的历史低位，与同行业公司相比，公司当前估值位于行业中游水平。

● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 97.07、107.13、118.93 亿元，同比增速分别为 9.67%、10.37%、11.01%，未来三年毛利率分别为 19.46%、18.86%、18.40%。归母净利润 6.89、7.79、8.78 亿元，EPS 分别为 0.35、0.39、0.44 元，对应 PE 分别为 13.99X、12.38X、10.99X。首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；中小学教材发行正常变动风险；新生人口数量下滑；

技术变革风险；第三方物流业务拓展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8851	9707	10713	11893
收入同比 (%)	0.2%	9.7%	10.4%	11.0%
归属母公司净利润	614	689	779	878
净利润同比 (%)	10.2%	12.3%	13.0%	12.6%
毛利率 (%)	20.4%	19.5%	18.9%	18.4%
ROE (%)	5.8%	6.1%	6.5%	6.8%
每股收益 (元)	0.31	0.35	0.39	0.44
P/E	15.40	13.99	12.38	10.99
P/B	0.89	0.85	0.80	0.74
EV/EBITDA	3.92	4.69	3.43	2.46

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 安徽省图书发行龙头.....	6
2 主业稳健，增长潜力可期.....	6
2.1 图书与教材销售为公司基本盘，营收确定性强.....	7
2.1.1 安徽省在校中小学生人数稳定，教材营收确定性较强.....	8
2.1.2 全面二胎政策短期推升安徽省内人口出生率.....	10
2.1.3 教材发行业务稳定，省内发行龙头地位稳固.....	11
2.2 顺应“互联网+教育”行业趋势，发力建设智慧教育体系.....	13
2.3 打造文化消费新零售体系.....	18
2.4 供应链及物流服务业务增长可期.....	21
3 资产质量优质标的.....	23
3.1 估值处于近 10 年低位，分红情况稳定.....	23
3.2 资产端：资产质量过硬，现金占比高.....	25
3.3 负债端：金融性负债少，以经营性负债为主.....	26
4 盈利预测及投资建议.....	27
5 风险提示.....	28
财务报表与盈利预测.....	29

图表目录

图表 1 公司股权结构图	6
图表 2 公司各产品营收占比	7
图表 3 公司图书与教材销售占总营收比重	7
图表 4 图书与教材销售占公司总毛利比重情况	7
图表 5 公司教材销售占总营收比重	8
图表 6 安徽省在校中小学生人数 (单位: 人)	9
图表 7 安徽出生人数预测 (单位: 万人)	9
图表 8 《中小学教学用书目录》中的教材全国统一发行费用标准	10
图表 9 安徽省人口出生率	10
图表 10 全国及各教育大省人口出生率情况	11
图表 11 2019 年发行和出版集团综合排名情况	11
图表 12 新华文轩各地区营收占比	12
图表 13 新华传媒各地区营收占比	12
图表 14 出版传媒各地区营收占比	13
图表 15 中南传媒各地区营收占比	13
图表 16 公司各地区营收占比	13
图表 17 公司十分钟学校平台官网截图	14
图表 18 美丽科学教学平台官网截图	15
图表 19 2019-2020 年公司智慧教育建设运营项目中标数量与金额情况	16
图表 20 《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》主要内容	16
图表 21 《安徽省深化基础教育改革全面提高育人质量行动计划》主要内容	16
图表 22 中国教育信息化经费投入水平 (单位: 亿元)	17
图表 23 中国教育信息化政策历程	18
图表 24 公司三大智慧体系	18
图表 25 文化消费新零售平台与疫情间相关活动	19
图表 26 2017-2022 年中国网络购物交易规模	20
图表 27 2013-2019 年年中国图书零售市场总规模	20
图表 28 2012-2019 中国实体书店图书销售额	20
图表 29 公司覆盖安徽全省的终端优势	22
图表 30 供应链及物流服务营收及同比 (单位: 亿元)	23
图表 31 供应链及物流服务毛利率情况	23
图表 32 公司 PEBAND	23
图表 33 同业公司 TTM 估值情况 (截至 2020 年 4 月 7 日)	24
图表 34 公司自上市以来历年分红情况	24
图表 35 公司股息率 (以 2021 年 4 月 15 日收盘价计算)	24
图表 36 公司现金类资产占总资产比重	25
图表 37 公司 2020 年资产负债表主要科目 (单位: 亿元)	25
图表 38 公司经调整后的维持性资本开支 (亿元)	26
图表 39 公司金融性负债占总资产比重	26

图表 40 公司经营性负债占总资产比重	26
图表 41 盈利预测（单位：百万元）	27

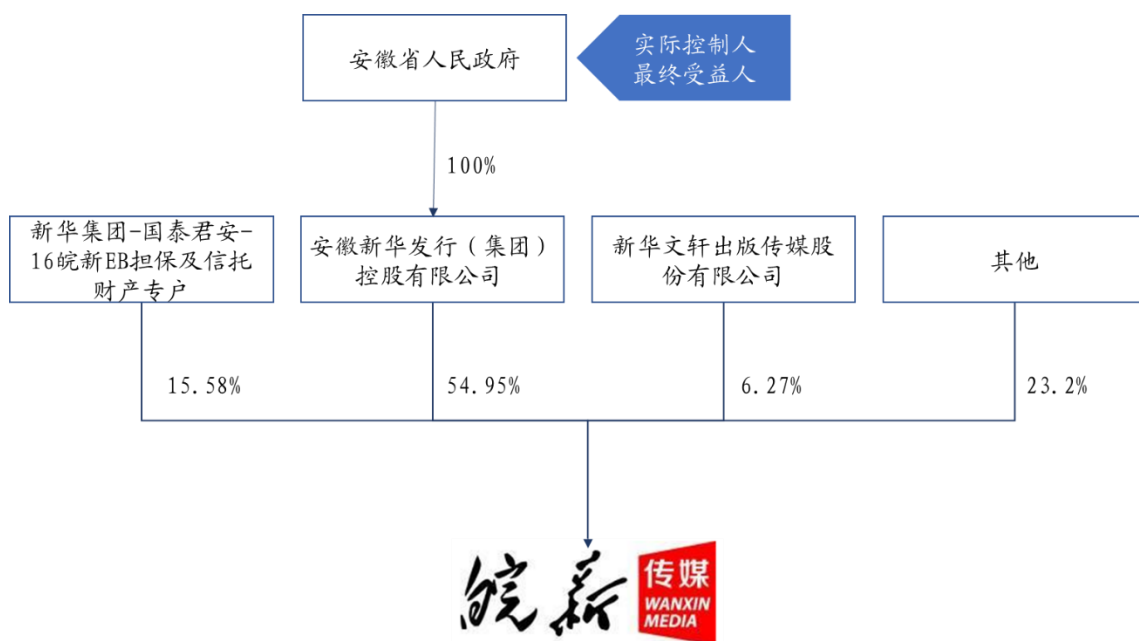
1 安徽省图书发行龙头

皖新传媒是安徽省最大的国有控股文化教育上市公司，成立于 2002 年，于 2010 年成功在上交所挂牌上市，成为全国图书发行行业首家 A 股上市公司。公司在行业内处于领先地位，于 2019 年期间获取“首届新财富最佳上市公司”、“中国百强企业奖”等荣誉，并入选富时罗素新兴市场指数。

公司的经营业务包括文化消费、教育服务和现代物流三大主营板块，以及其他文化相关业务板块。在巩固主要业务优势、提高核心竞争力的同时，公司稳步推进数字化转型，不断探索并壮大新业态规模。在核心业务图书发行上，至 2020 年底公司已在安徽、江苏、上海等地共布局 780 家实体网点，构建了覆盖安徽全省、辐射周边的完整的出版物分销服务及教育服务体系。

公司股权较为集中，超过一半的公司股权归安徽新华发行（集团）控股有限公司持有，而安徽省人民政府通过 100% 控股安徽新华发行集团来间接持有公司 54.95% 股权，为公司实际控制人和最终受益人。

图表 1 公司股权结构图



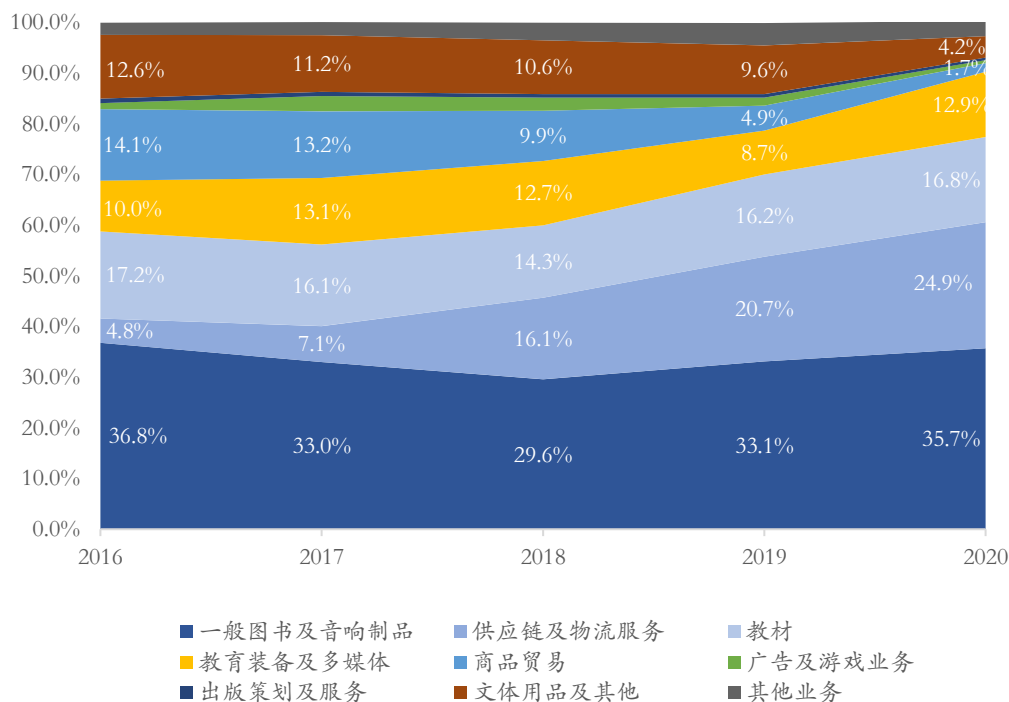
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 主业稳健，增长潜力可期

公司前身为安徽省新华书店，最初主营图书及教材销售，从 2013 年开始，公司基于自身主业与渠道优势，积极探索推进文化消费、教育服务、现代物流三大产业布局。我们认为，目前公司已经形成以图书与教材销售为基本盘、文体用品及其他销售为补充、第三方供应链服务为增长点的业务发展格局。从公司经营数据来看，公司图书及教材销售占营收比重常年维持在五成左右，2016-2020 年其占比分别为 54.0%/49.1%/43.9%/49.3%/52.5%；公司供应链及物流服务占营收比重持续增长，

2016-2020 年分别为 4.8%/7.1%/16.1%/20.7%/24.9%。

图表 2 公司各产品营收占比

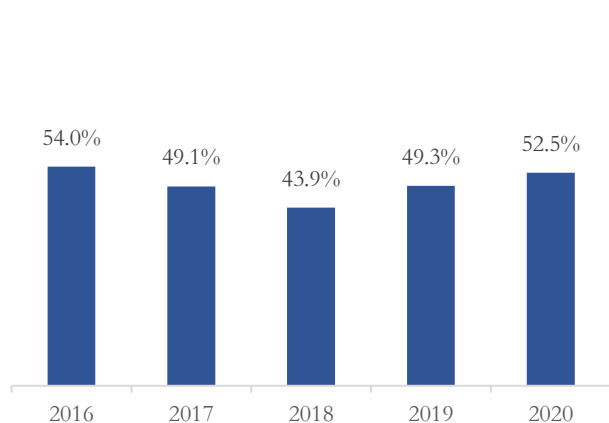


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.1 图书与教材销售为公司基本盘，营收确定性强

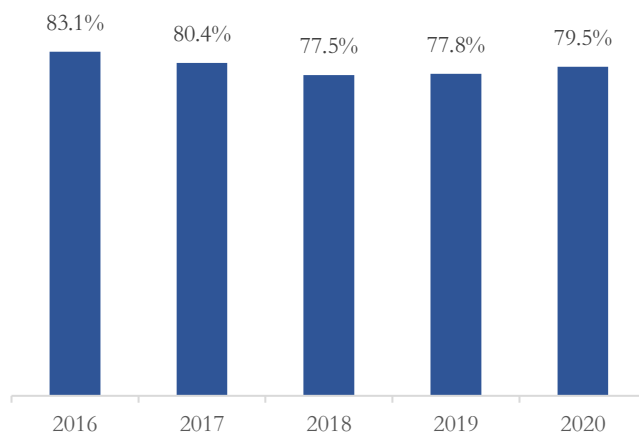
图书及教材销售营收连续多年占公司总营收比重近五成，贡献了公司近八成毛利。从 2016 到 2020 年，公司一般图书及音响制品与教材销售占公司总营收比重分别为 54.0%、49.1%、43.9%、49.3%、52.5%，占公司毛利比重分别为 83.1%、80.4%、77.5%、77.8%、79.5%。

图表 3 公司图书与教材销售占总营收比重



资料来源: wind, 华安证券研究所

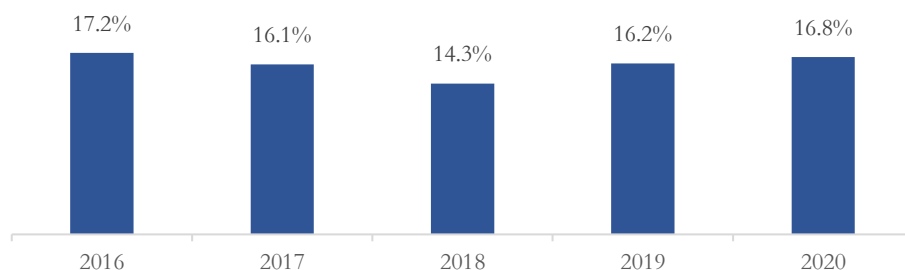
图表 4 图书与教材销售占公司总毛利比重情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

教材销售占营收比重约 16% 左右，受益于公司在省内的主导性发行地位。虽然从 2008 年秋季开始，中小学教材发行招投标在全国范围推行，但是公司一直是安徽省内唯一一家承担安徽省中小学教材发行业务的企业。根据公司招股说明书披露，2006 年秋季学期开始至今，公司仍是安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司。公司在安徽省内持续具备中小学教材发行的主导优势地位，我们认为，这既与公司前身安徽省新华书店系统一直承担着中小学教材的发行工作有关，也离不开公司国资背景控股股东的支持。

图表 5 公司教材销售占总营收比重

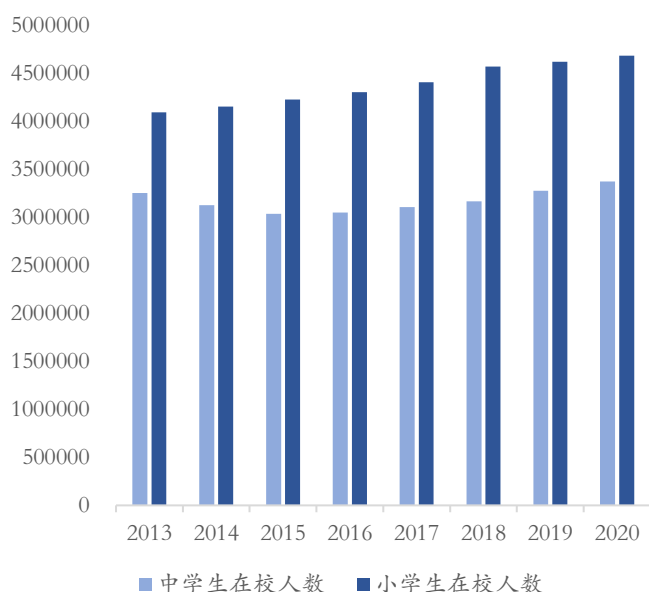


资料来源：wind，华安证券研究所

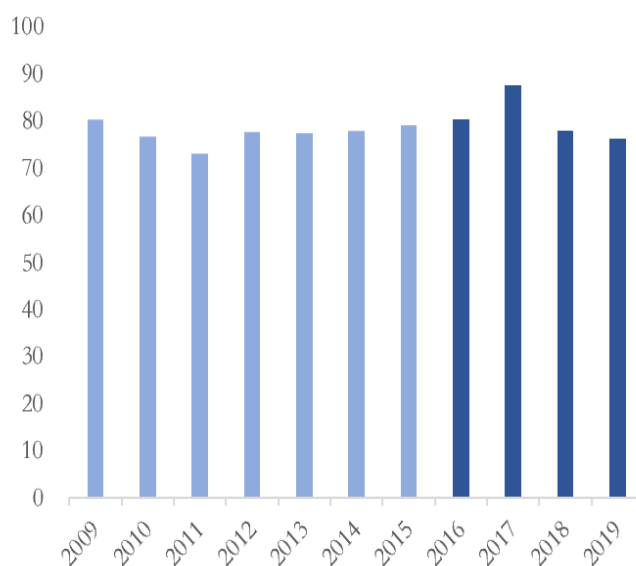
2.1.1 安徽省在校中小学生人数稳定，教材营收确定性较强

我们预计未来几年安徽省在校中小学生人数稳定。根据安徽省教育厅公布的数据来看，2015-2020 年安徽省在校的中小学生人数均较稳定且呈小幅上升态势，其中在校中学生人数分别为 303.6/304.9/310.7/316.6/327.6/337.3 百万人、在校小学生人数分别为 422.5/430.4/440.5/456.8/462.1/468.2 百万人。同时，我们以普遍入学年龄 6 岁为界限来分析未来几年安徽省预计新增小学生入学人数情况，在 2016-2019 年安徽省出生人口数分别为 80.33/87.59/78.00/76.33 万人，整体来看这几年的出生人口数较稳定。

图表 6 安徽省在校中小学生人数 (单位: 人)



图表 7 安徽出生人数预测 (单位: 万人)

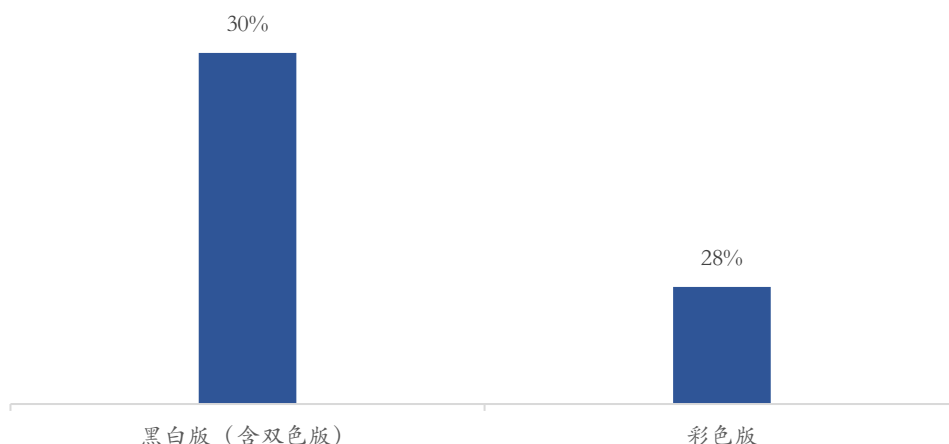


资料来源: 安徽省教育厅, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

教材作为特殊的图书, 中小学教材定价受到政府的严格监管。根据《中小学教材价格管理办法》(计价格[2001]945号), 中小学教材零售价格由省级人民政府价格主管部门会同新闻出版行政部门根据国家规定的印张指导价和教材的印张数量、封面价格、插页价格以及出版发行环节的增值税确定, 即教材零售价格 = (印张单价 × 印张数量 + 封面价格 + 插页价格 × 插页数量) × (1 + 增值税率)。其中印张单价实行政府指导价, 由国家发改委同新闻出版总署规定印张中准价和浮动幅度。2015年6月3日, 国家发改委、教育部、司法部、新闻出版广电总局联合发布《关于下放教材及部分服务价格定价权限有关问题的通知》(发改价格[2015]1199号), 决定列入中小学用书目录的教科书和列入评议公告目录的教辅材料印张基准价及零售价格, 由省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门会同同级出版行政部门按照微利原则确定。根据《关于中小学教材发行费用标准的通知》(新出发[2006]489号), 国家和省级教育行政部门审定颁布的《中小学教学用书目录》中的教材, 全国实行统一的发行费用标准, 即黑白版(含双色版)30%、彩色版28%。在行政定价的机制下, 公司教材发行业务的毛利率将保持相对稳定。

图表 8 《中小学教学用书目录》中的教材全国统一发行费用标准

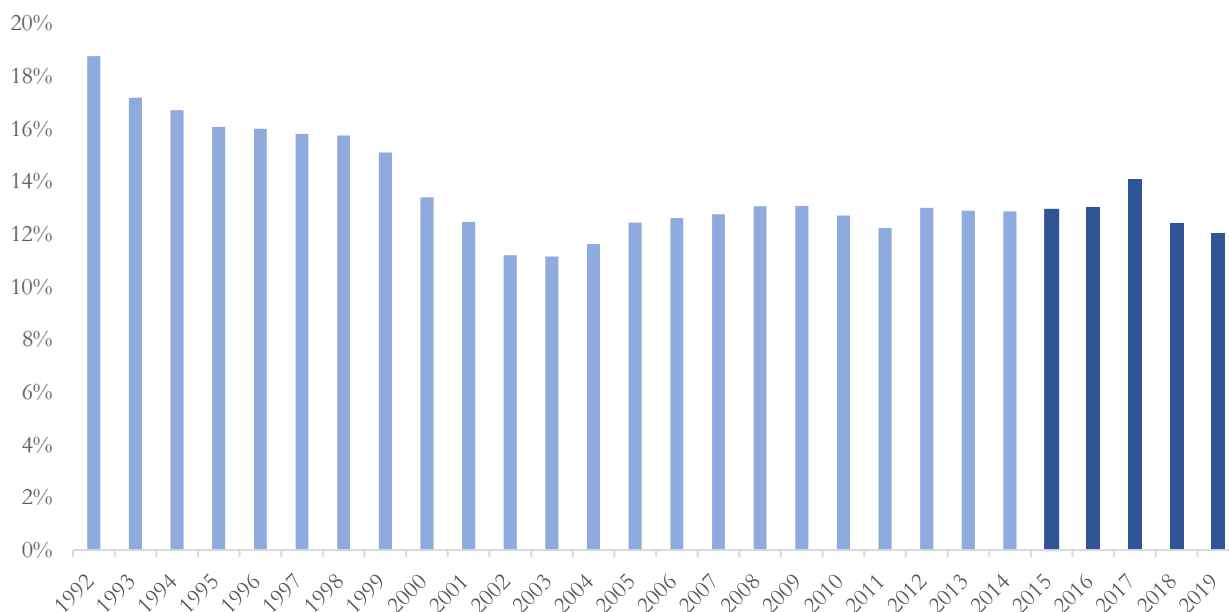


资料来源：《关于中小学教材发行费用标准的通知》（新出发[2006]489号），华安证券研究所

2.1.2 全面二胎政策短期推升安徽省内人口出生率

二胎政策全面放开，为公司 2023 年教材销售业绩新高点埋下伏笔。因教材价格受政府管制，所以教材市场规模主要取决于新生人口数量。2017 年安徽省人口出生率突然增长，达到 14.07%。我们认为，这主要是因为从 2015 年 10 月起国家推行全面二胎政策，所以使得安徽省内人口出生率从 2015 年开始提升。但是自 2017 年以后安徽省内人口出生率又逐渐回落到 12% 左右的水平。以 6 岁这个界限来分析安徽省预计新增入学人数情况，我们预计，大概公司在 2023 年的教材销售将迎来一个高点。

图表 9 安徽省人口出生率

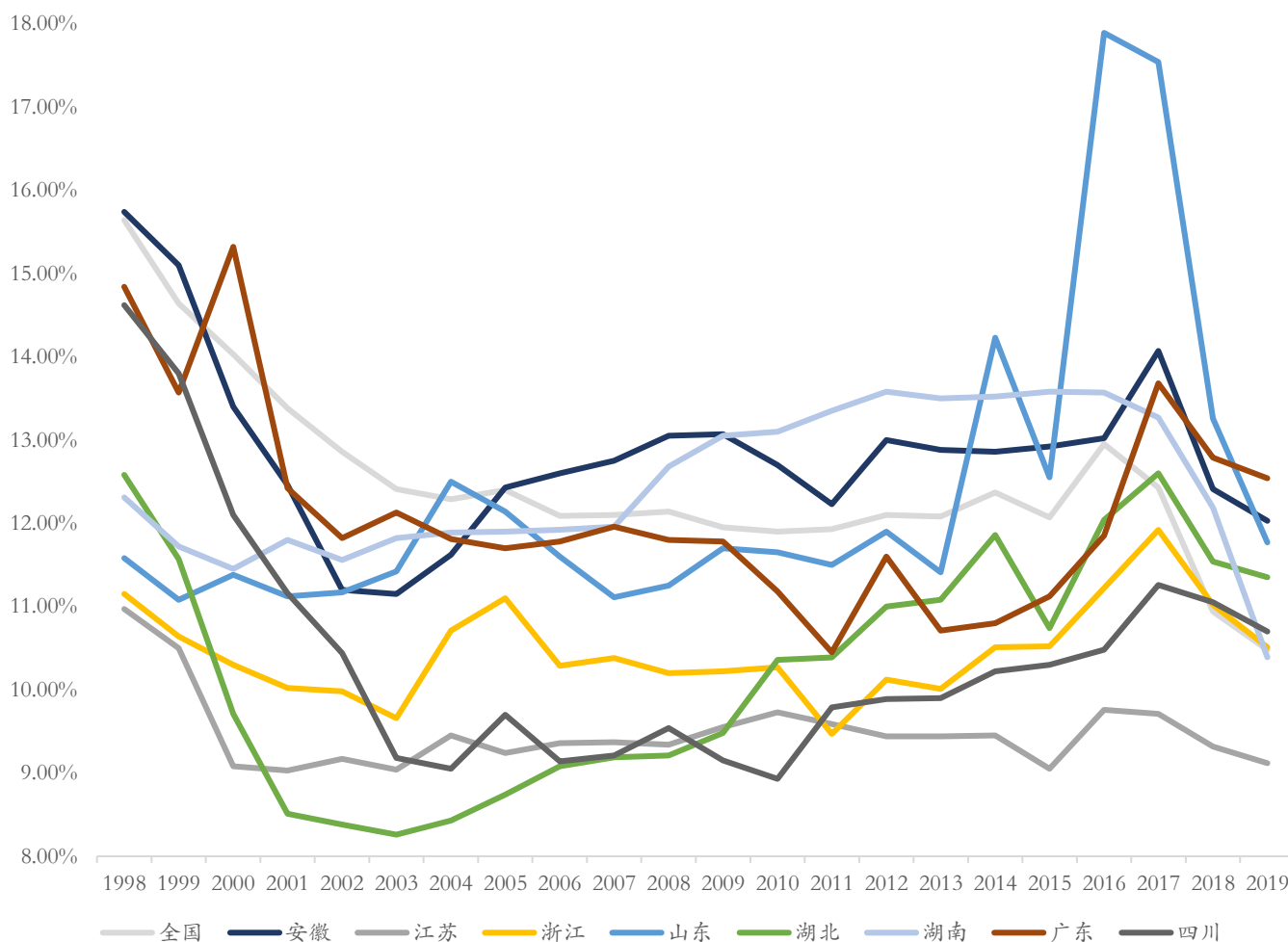


资料来源：wind，华安证券研究所

虽然就全国范围来看，出生率下滑态势比较明显，但是比较而言，目前安徽省人口出生率情况较好。与全国人口出生率相比，自 2006 年开始，安徽省的人口出生

率情况好于全国水平，即使与其他教育大省相比，如江苏、浙江、山东、湖北、四川等，安徽省的人口出生率从 2006 年到 2019 年也相对表现较好。

图表 10 全国及各教育大省人口出生率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2.1.3 教材发行业务稳定，省内发行龙头地位稳固

教材教辅发行对企业的要求与限制往往高于经营一般图书的企业，具备更强的区域优势。从教材教辅发行格局来看，目前的图书发行渠道主要以国有的新华书店、外文书店、邮政系统和出版社自办渠道为主，民营渠道为辅。其中，新华书店在教材教辅发行方面具备主导优势，而且伴随着新课标和高考改革，各省教育本地化趋势日趋明显，每个省都拥有自行独立开发的省版教材，由地区出版社自行出版，并由当地发行集团发行。

图表 11 2019 年发行和出版集团综合排名情况

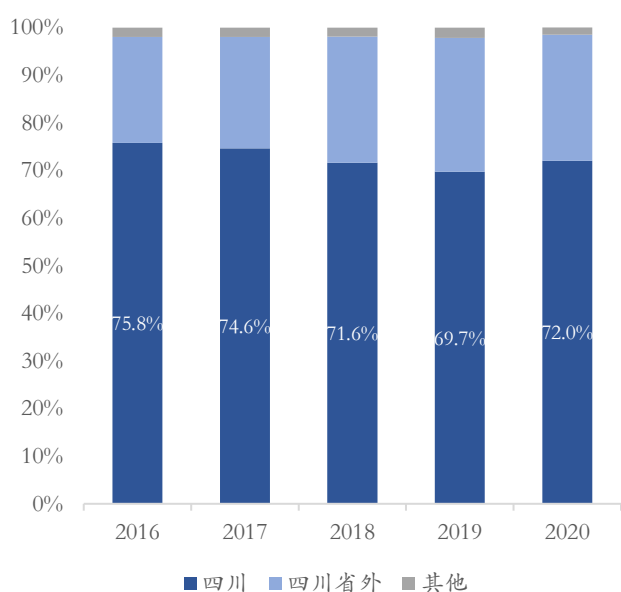
综合排名	出版集团	综合得分	发行集团	综合得分
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	3.5648	安徽新华发行（集团）控股有限公司	3.0254

2	江西省出版集团公司	1.6152	四川新华发行集团有限公司	2.2533
3	中国教育出版传媒集团有限公司	1.3809	江苏凤凰新华书店集团有限公司	1.1929
4	湖南出版投资控股集团有限公司	1.1524	江西新华发行集团有限公司	0.9387
5	山东出版集团有限公司	0.9965	山东新华书店集团有限公司	0.9261
6	浙江出版联合集团有限公司	0.9211	浙江省新华书店集团有限公司	0.7313
7	安徽出版集团有限责任公司	0.8823	河南省新华书店发行集团有限公司	0.5459
8	中国出版集团公司	0.7909	湖南省新华书店有限责任公司	0.5021
9	湖北长江出版传媒集团有限公司	0.7477	河北省新华书店有限责任公司	0.4009
10	中原出版传媒投资控股集团有限公司	0.6831	云南新华书店集团有限公司	0.063

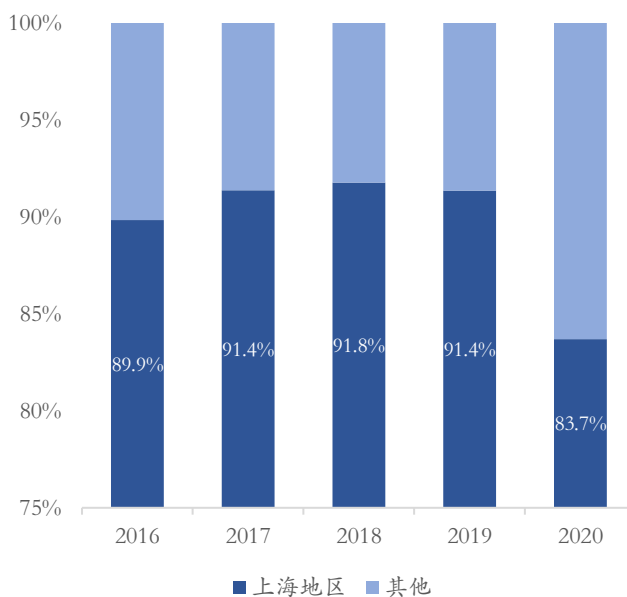
资料来源:《2019 新闻出版产业分析报告》,联合资信,华安证券研究所

教材图书发行市场呈现各大省份出版发行公司本地优势的竞争格局。由于新华书店在我国的图书发行市场长期占据龙头地位,我们观察到公司前身为新华书店的图书出版发行企业,其营收主要集中在公司所在省份。比如,新华文轩有超七成营收来自四川省内、新华传媒有超八成营收来自上海地区、出版传媒有近六成营收来自辽宁省内、中南传媒有超八成营收来自湖南省内。而且上述公司各地区营收来源的占比常年保持稳定,这也表明其区域性地位稳固。

图表 12 新华文轩各地区营收占比



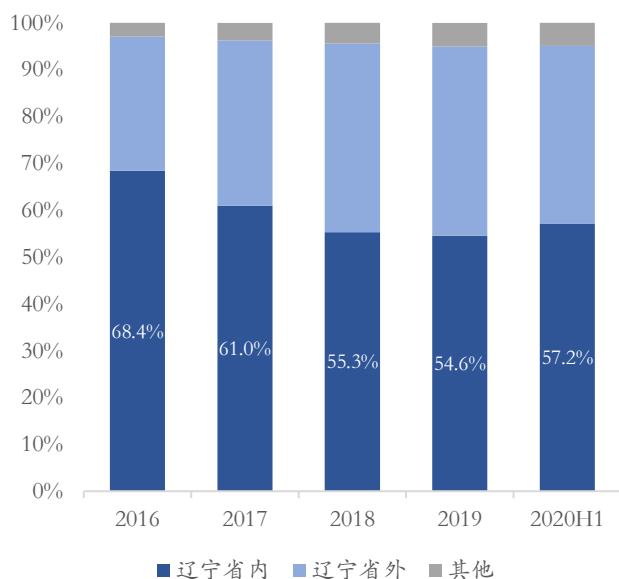
图表 13 新华传媒各地区营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

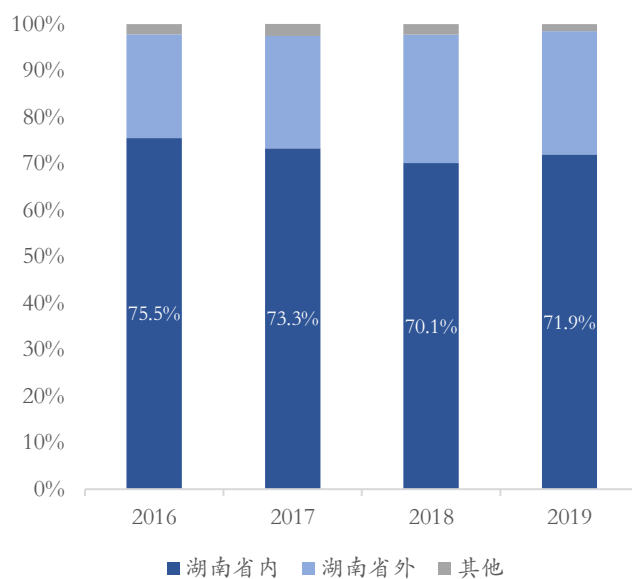
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 出版传媒各地区营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

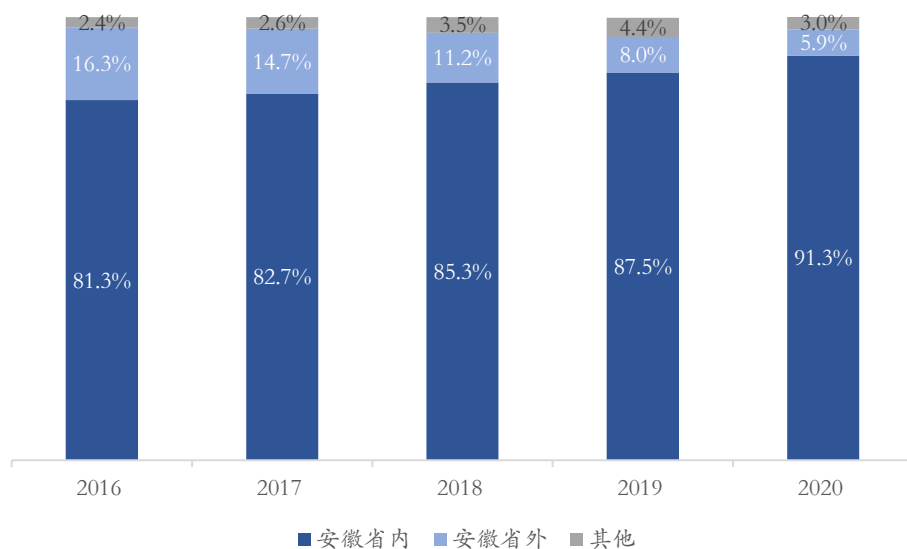
图表 15 中南传媒各地区营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司近九成营收来自安徽省内, 我们认为在本地优势明显的局面下, 彼此很难抢占对方的市场, 公司在安徽省内的教材图书发行地位稳固。从 2016 到 2020 年, 来自安徽省内营收占比分别为 81.3% / 82.7% / 85.3% / 87.5% / 91.3%。

图表 16 公司各地区营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 顺应“互联网+教育”行业趋势, 发力建设智慧教育体系

公司以打造教育服务第一品牌为目标, 长期以来不断建设升级覆盖全省的教育服务网络及教育服务专员体系。作为安徽省唯一拥有教材发行资质的公司, 公司对教材发行工作认真负责, 并致力提高相关供应链效率, 力保“课前到书、人手一册”。

公司积极顺应“互联网+教育”行业趋势，积极响应安徽省印发的《深化基础教育改革全面提高育人质量行动计划》的号召，全面发力建设智慧教育体系，夯实公司教育产业优势，打造内核坚实稳固、外延同频共振的皖新教育产业生态圈层。除了积极拓展 K12 智慧学校、大中专等高校及省外教育服务业务，公司同时积极探索延展业务领域，通过开展教师培训、研学教育等业务，辅以对教育领域领先企业的股权投资，积极布局智慧教育领域。

图表 17 公司十分钟学校平台官网截图



资料来源：十分钟学校平台官网，华安证券研究所

图表 18 美丽科学教学平台官网截图

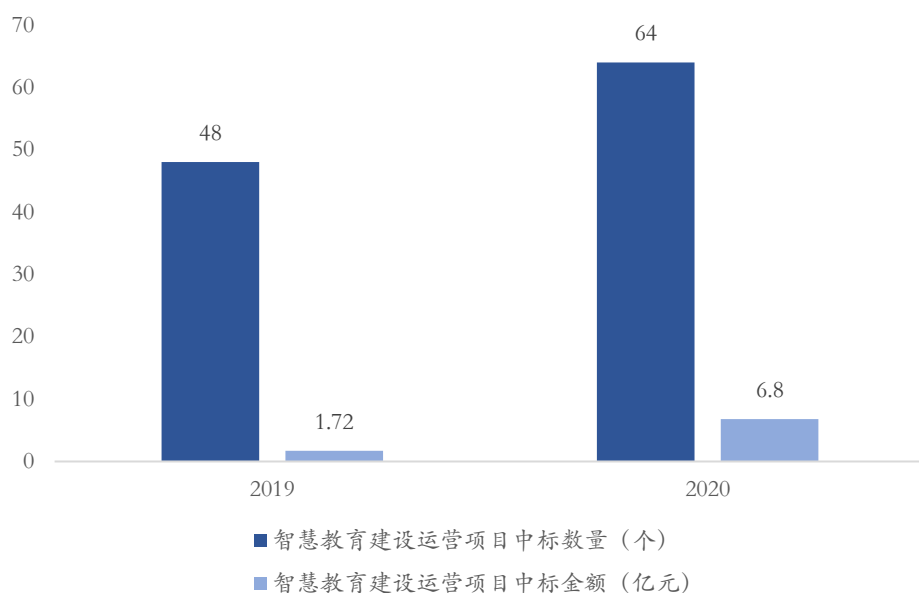


资料来源：美丽科学教学平台官网，华安证券研究所

智慧学校建设项目是公司教育业务数字化转型的核心赛道。智慧学校从智慧教学、智慧管理、智慧文化、智慧生活及基础环境建设出发，综合运用云计算、物联网、大数据、人工智能等新兴信息技术，促进数字化校园的流程再造与系统重构，提高教育教学质量和教育管理决策水平，目前公司智慧学校建设业务已拓展至安徽、山东、河南、江西、江苏等多个省份。

智慧教育业务初显规模效应。2020 年公司上线美丽科学教学平台 3.0 版本，覆盖超过 11000 所学校、1600 万用户，向意大利教材出版机构输出数字版权，为三星、LG、微软等国际品牌提供优质数字资源。建设推广智慧校园阅读平台，被教育部评为“2020 年终身学习品牌项目”。2020 年度，公司教育装备及多媒体业务实现营业收入 11.41 亿元，同比增长 47.85%；累计中标省内外智慧教育建设运营项目 64 个，中标金额达 6.8 亿元。

图表 19 2019-2020 年公司智慧教育建设运营项目中标数量与金额情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

新政策催生智慧教育建设发展新机遇。2020 年，教育部等五部门发布《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》，明确提出到 2025 年，基本形成定位清晰、互联互通、共建共享的线上教育平台体系。2020 年 4 月，安徽省发布《深化基础教育改革全面提高育人质量行动计划》，加快智慧学校建设和应用，到 2022 年实现教学点智慧课堂全覆盖。公司经过多年积累，智慧教育服务体系初具规模，在新的政策环境下将迎来更大发展机遇。

图表 20 《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》主要内容

《意见》提出了五项重要举措	
1	加强国家、省、市、县、校级平台体系建设，统筹利用网络和电视渠道，促进资源共享，渠道互补，覆盖全体学生，国家层面完善国家中小学网络云平台和中国教育电视台空中课堂。
2	高质量开发资源，坚持把德智体美劳全面发展育人理念贯穿到资源建设中，重点开发两大类资源，广泛汇聚丰富的专题教育资源，以“四高”标准系统建设课程教学资源。
3	充分发挥平台资源作用，服务学生自主学习、服务教师改进教学、服务农村提高质量、服务应对重大公共事件以及增强师生互动交流。
4	提高师生应用能力，加大教师培养培训；提升学生信息素养，将信息素养培育有机融入各门学科教育教学。
5	完善政策保障体系。设立重点建设项目， <u>用五年时间建立健全国家和省级中小学线上教育教学平台资源体系和运行机制</u> ；加强基础条件保障，明确教育等各部门的职责，加强协作；推进资源开发应用，完善资源开发遴选、优质资源奖励、应用动力机制。

资料来源：教育部，华安证券研究所

图表 21 《安徽省深化基础教育改革全面提高育人质量行动计划》主要内容

第四部分实施课堂教学提质行动主要内容	
1	深化课堂教学改革。坚持教学相长，注重启发式、互动式、探究式教学，

	引导学生主动思考、积极提问、自主探究。探索基于学科的课程综合化教学,开展研究型、项目化、合作式学习。精准分析学情,重视差异化教学和个别化指导,更加注重面向人人,更加注重因材施教。普通高中要因地制宜、有序实施选课走班。
2	加强智慧学校建设。 推进“教育+互联网”发展,加快智慧学校建设和应用,推进数字化、智能化、个性化教育。 到 2022 年,实现教学点智慧课堂全覆盖,乡村普通中小学全部达到智慧学校建设要求,城镇中小学基本建成智慧学校,基本建成覆盖中小学各年级各学科的优质数字资源体系。 推进长三角区域省级教育资源平台互联互通、资源共享。
3	加强教学管理。推进科学保教,坚决克服和纠正幼儿园“小学化”倾向。分学科制定义务教育课堂教学基本要求,指导学校形成教学管理特色。完善普通高中教学管理规范,强化教学常规管理。坚持和完善学校内集体备课制度,认真制定教案。定期开展课堂教学质量评价,创新研发优质教育资源,注重培育、遴选和推广优秀教学模式、教学案例。建立学有困难学生帮扶制度,为学有余力学生拓展学习空间。

资料来源: 安徽日报, 华安证券研究所

底层硬件设施 and 信息技术的发展为教育供需平衡提供了可能,因此国家不断加大教育信息化的建设和投入从而实现智慧教育的跨越式发展。中国拥有全球最大的在校生群体,据教育部统计,2019 年中国拥有 4713.9 万学前教育在校生,1.06 亿小学在校生,4827.1 万初中在校生,2414.3 万高中在校生,2857.2 万职业教育在校生,2672.7 万高等教育在校生。庞大的在校生数也使得中国长期面临教育资源供给不足和资源不均的挑战。同时,据中国互联网络信息中心数据,我国互联网上网人数 2005 年约 1 亿人,2012 年人数已增至 5.6 亿人,2020 年 6 月则达 9.4 亿人,互联网普及率达 67.0%。2019 年,我国已建成全球最大规模光纤和移动通信网络,行政村通光纤和 4G 比例均超过 98%,固定互联网宽带用户接入超过 4.5 亿户。据 GSMA 预测,到 2025 年,中国 5G 用户的渗透率将增至近 50%,移动用户数约为 6.3 亿人;2020 年至 2025 年,中国运营商将在其 5G 网络上投资超过 1600 亿美元,占其总资本支出的 90%。

图表 22 中国教育信息化经费投入水平 (单位: 亿元)



资料来源: 《5g 赋能中国智慧教育》德勤, 华安证券研究所

图表 23 中国教育信息化政策历程

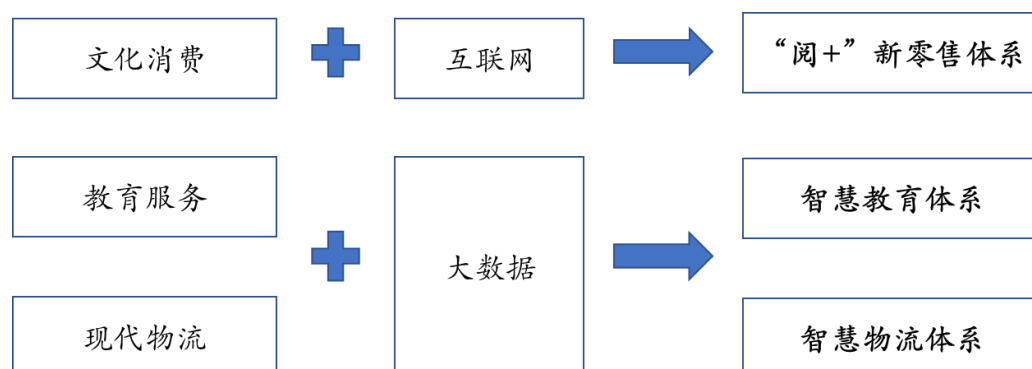


资料来源：《5g 赋能中国智慧教育》德勤，华安证券研究所

2.3 打造文化消费新零售体系

《2020 年国务院政府工作报告》明确指出，新一代信息网络的发展、5G 应用的拓展、数据中心的建设落地是激发新消费需求、助力产业升级的新驱动。随着新基建大规模实施以及投入使用，智能化方式将引发各行业商业模式的深刻转变，给文化、教育、物流等行业带来新的变革和重大机遇。公司根据三大主业自身特点分别实施数字化转型，分别构建适合文化、教育、物流产业的文化消费新零售体系、智慧教育体系和智慧物流体系三大智慧体系。

图表 24 公司三大智慧体系



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司通过旗下强大的实体销售网络与文化商业品牌体系，包括“新华书店”、24 小时书店、“阅+”共享书店，“前言后记”、“读书会”等，公司为广大消费者提供一般图书销售、

多元化文化文创产品代理销售、图书馆馆配等文化服务的同时，引入教育培训、手工体验、特色文创等消费者体验项目，提升客户粘性，发掘并利用流量价值，不断探索并构建以文化消费为核心的新零售体系。

其中，公司通过打造文化消费新零售服务体系，搭建 O2O 电商平台、社群营销和直播平台，布局新型文化直播矩阵，拓展文化消费新形式，满足新时代用户的文化消费需求。疫情期间，通过“阅+”小程序、微信读者群等形式，公司为广大读者提供了精神食粮、丰富其精神世界。

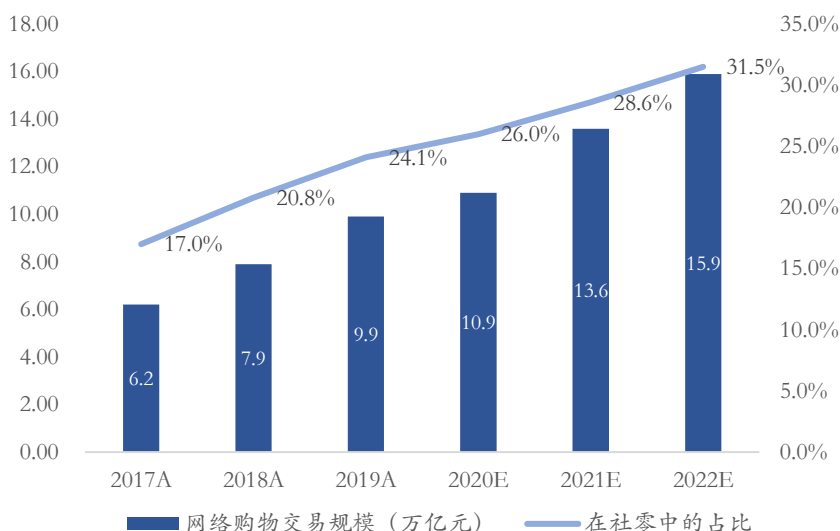
图表 25 文化消费新零售平台与疫情间相关活动



资料来源：阅佳优选小程序，官方公众号，华安证券研究所

公司敏锐洞察消费者消费习惯的迁移，构建文化消费新零售体系整合线上线下资源，积极应对书店危机。在“互联网+”的时代背景下，中国消费者的消费习惯愈来愈往线上迁移，网络购物交易规模在社会总零售额中的占比逐年增长。2019年中国网络购物规模达9.9万亿元，占社零的24.1%，预计未来3年拥有17.10%的复合增长速度。

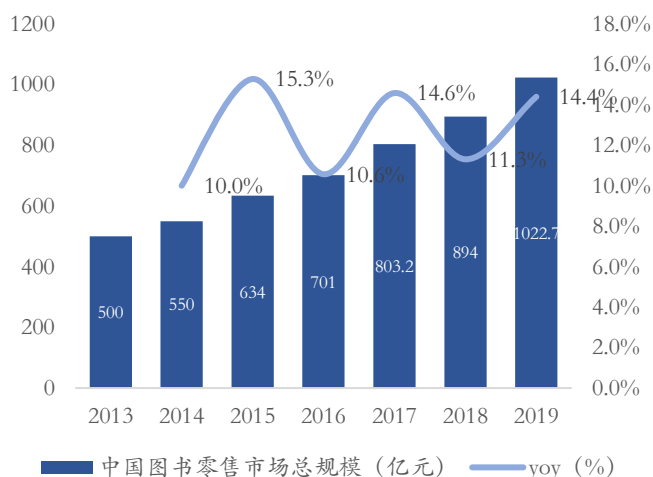
图表 26 2017-2022 年中国网络购物交易规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

网购盛行的大背景下，虽然阅读越来越受到全社会的重视，消费者购书总额持续增加，但是网上书店的快速发展挤占了实体书店的生存空间。国家全民阅读战略在长期利好图书消费，2013-2019 年我国图书零售市场总规模稳步增加，并于 2019 年突破 1000 亿。但是，由于实体书店在为消费者提供购买便利上相较于线上书店存在着天然劣势，网上书店的图书销售额占据我国图书零售市场的大半江山，图书零售渠道的变迁已经不可逆转。另外，2020 年疫情黑天鹅为实体书店的处境雪上加霜，业内各企业纷纷为其文化消费业务谋求出路。

图表 27 2013-2019 年年中国图书零售市场总规模



资料来源：开卷信息，华安证券研究所

图表 28 2012-2019 中国实体书店图书销售额



资料来源：开卷信息，华安证券研究所

公司敏锐地发现了图书消费者的购买习惯的变迁，并积极发展文化消费新零售体系，结合线下覆盖安徽全省的实体出版物分销服务体系和线上“阅+优选”平台，顺应行业发展趋势，进行图书销售渠道的转型。2020 年公司开展系统化、常态化的文化直播活动超千场，观看人次超百万。并且，公司通过构建抖音、微信、微博等新媒体渠道矩阵，创新

活动策划、选品营销、粉丝运营等方式，扩大线上用户群体，不断推进文化消费新零售体系建设。我们认为，出于公司战略的高前瞻性，公司有望在顺应图书销售的行业潮流的同时，迎来一波文化消费业务收入的高增长。

2.4 供应链及物流服务业务增长可期

公司及早期洞见新技术为物流行业带来的新机遇，并且布局及时，新智慧物流体系的高效率有望为公司带来高收入增长。

早在 2011 年，公司意识到电子商务的崛起导致企业和人们对物流行业的大量需求。于是，在传统的图书、教材教辅的仓储、流通加工、配送服务基础上，公司开始拓展面向第三方的物流业务，并且发展至 2020 年，物流业务相关收入已经占公司总收入的 25%，成为公司收入的三大支撑之一。经过近十年发展，电子商务趋于成熟，新零售、C2M 等各种新型商业模式的市场规模也迅猛增长，带动快递业从 2007 年开始连续 10 年保持 50% 左右高速增长。行业爆发式增长的业务量对物流行业更高的包裹处理效率以及更低的配送成本提出了要求。以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式正在蓬勃发展中，这一模式下，企业将产生如利用消费者数据合理优化库存布局，实现零库存，利用高效网络妥善解决可能产生的逆向物流等诸多智慧物流需求。

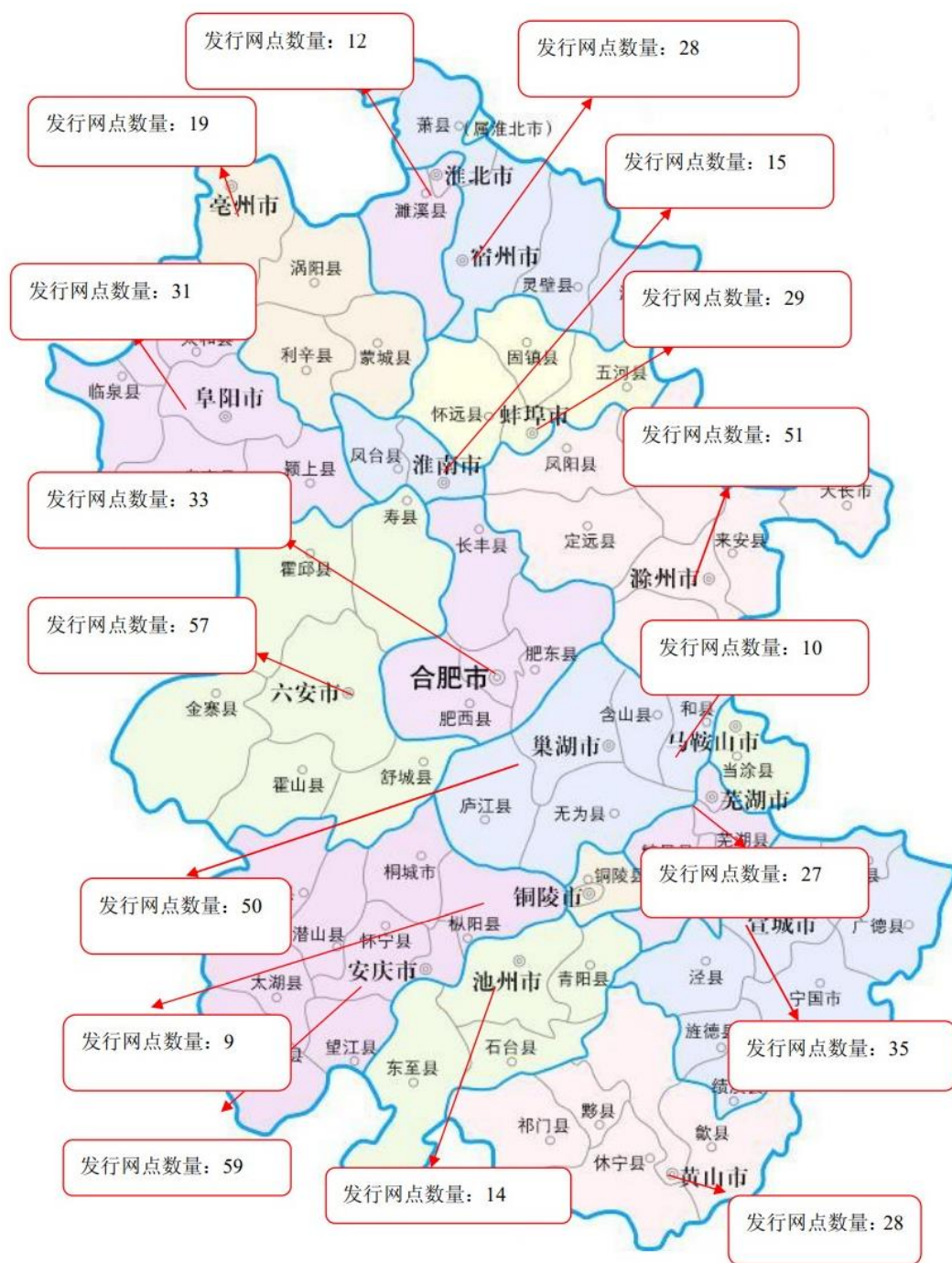
公司 2016 年开始推动传统物流的转型升级，布局“大数据+”物流平台，建设智慧物流体系。我们认为，在 5G 物联网技术衔接工程末端的智能仓储系统的加持下，该体系极大提高了分拣配发效率，能够满足高业务量随之而来的高效率要求，有望为公司降低业务成本，提高业务毛利，最终带来业务利润的提升。

在传统的图书、教材教辅的仓储、流通加工、配送服务基础上，通过精益运营和智能化升级改造，持续提升自身的物流能力和管理水平，公司拓展物流服务业务，创造营收新增长点。

通过深入融合新经济新零售模式，发展供应链采销存配运一体化服务，公司拓展农特产品、化妆品、快消品供应链采配业务和跨境直采等业务，不断改造提升传统产业，打造智能化配送与供应链业务体系，增强全产业链管理能力。同时，依托“大数据+”物流平台系统的建设，公司打造基于数据云的智慧物流配送体系，持续推进合肥皖新数字化出版发行产业园、休宁民生物流园及亳州综合物流园三大园区建设，进一步完善网点空间布局，逐渐成长为专业、智能、高效的平台型供应链服务企业。

依托发行网点，渠道优势早已建立，且优势明显，已是安徽省内第一梯队物流企业。公司前身为安徽省新华书店，建立起了覆盖整个安徽省市县乡镇的渠道网络，意味着公司具备在安徽全省范围内提供物流配送服务的渠道优势。公司聚焦于供应链及物流服务打造三大物流园区，并且已经介入冷链仓储物流服务、新零售电商供应链配送体系，服务的客户有联想、海尔等世界 500 强企业。

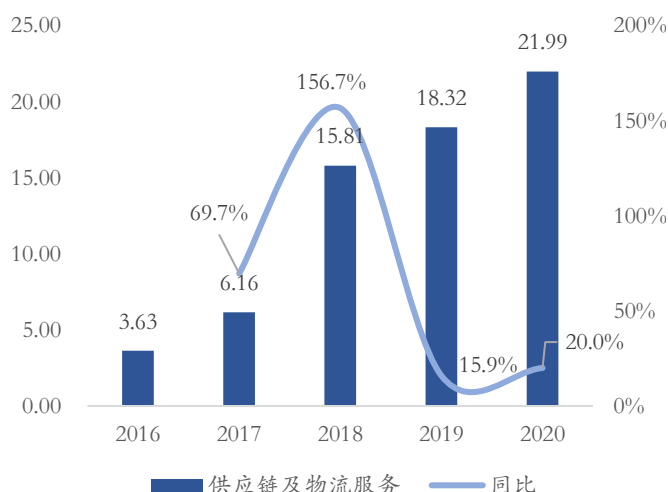
图表 29 公司覆盖安徽全省的终端优势



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

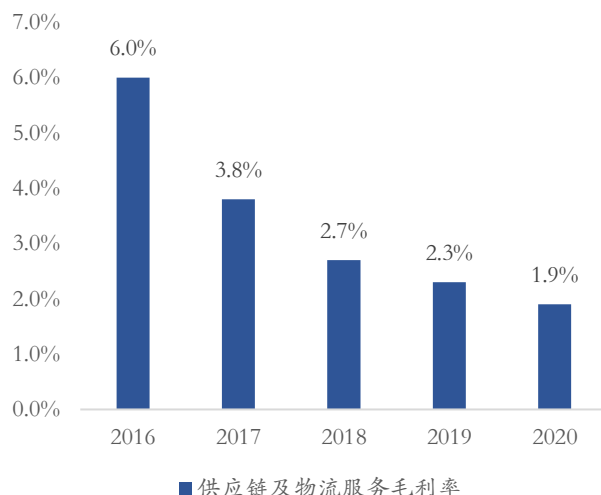
供应链及物流服务业务营收持续增长，但毛利率较低，暂时对利润贡献不大。从 2016 年到 2020 年，公司供应链及物流服务营收持续增长，从 3.63 亿元增长至 21.99 亿元，但其毛利率持续下降，主要因为规模的持续扩张抬升了成本。我们认为，供应链及物流服务业务将是公司未来利润增长的最大看点。

图表 30 供应链及物流服务营收及同比 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 供应链及物流服务毛利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 资产质量优质标的

我们认为, 皖新传媒属于资产质量优质的投资标的。当前公司估值水平处于近 10 年历史低位, 在同行业公司中公司的估值水平处于行业中游水平。其次, 公司资产硬、负债软。公司所持资产中的类现金资产占比高, 公司的负债以经营性负债为主, 主要是应付票据及应付账款, 金融性负债占比较少。

3.1 估值处于近 10 年低位, 分红情况稳定

公司当前估值水平处于近 10 年低位。根据 Wind 数据, 截至 2020 年 4 月 28 日, 公司按 2020 年业绩计算的静态 PE 为 15.17。参考公司近十年 PE 变化情况来看, 目前公司估值水平位于历史较低位置。

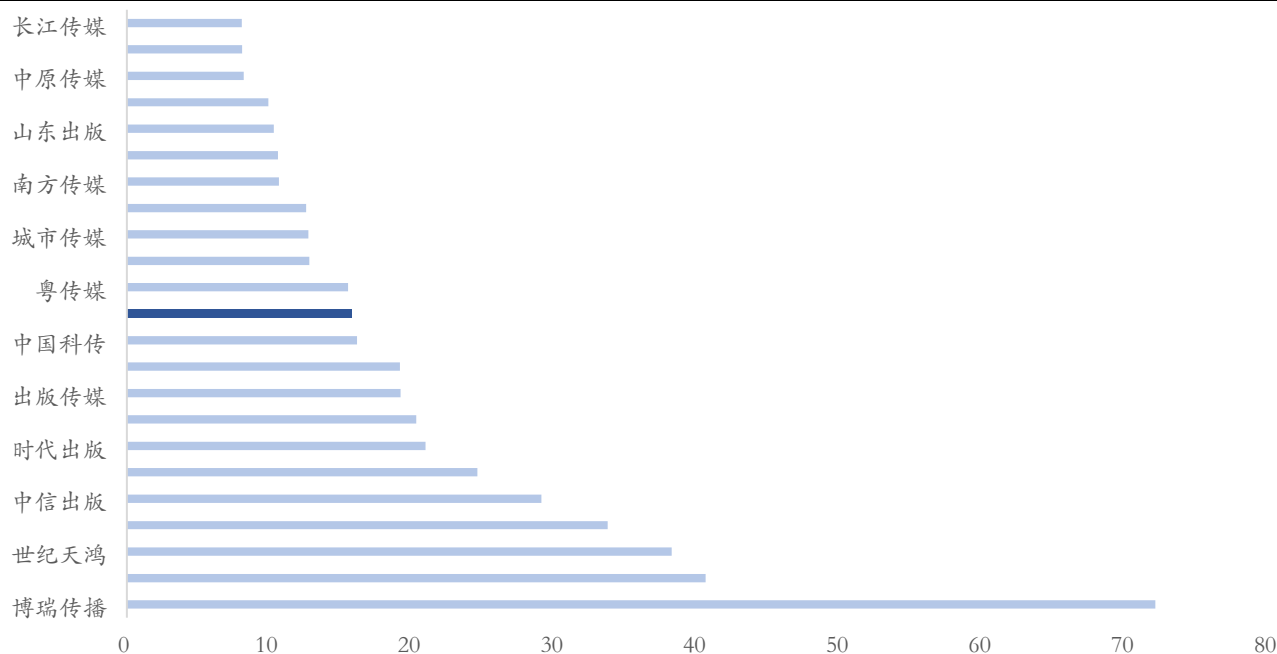
图表 32 公司 PEband



资料来源: Wind, 华安证券研究所

与同行业公司估值水平相比,公司当前估值水平处于行业中部。根据 Wind 数据,截至 2020 年 4 月 7 日,比较皖新传媒与 22 家同业公司的 TTM 估值水平,皖新传媒处在第 12 位。

图表 33 同行业公司 TTM 估值情况 (截至 2020 年 4 月 7 日)

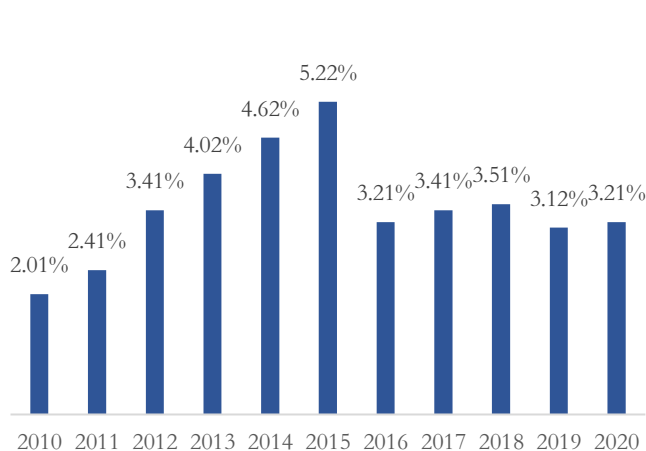
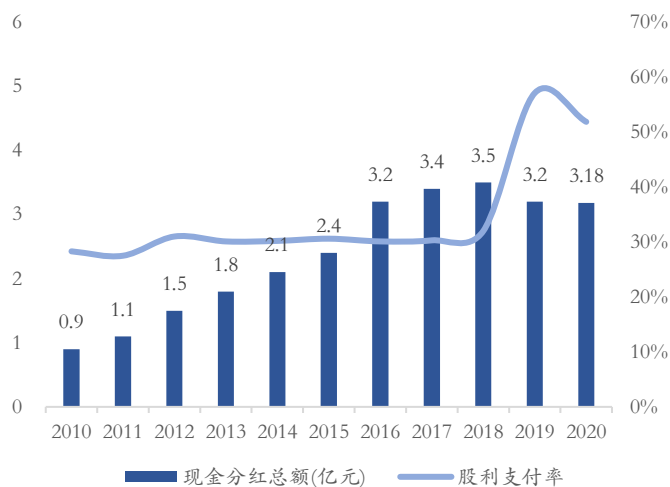


资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司股利支付率、分红金额、股息率常年均维持在稳定水平。2010-2018 年公司股利支付率一直稳定维持在 30% 左右,到 2019 年开始达到 50% 以上,以保证现金分红总额稳定在 3 亿左右。而 2010-2016 年公司现金分红总额持续增长,在 2016-2019 年的分红金额稳定维持在 3.2 亿左右。以 2021 年 4 月 15 日作为收盘价计算公司股息率,2016-2019 年公司股息率稳定维持在 3% 左右。

图表 34 公司自上市以来历年分红情况

图表 35 公司股息率 (以 2021 年 4 月 15 日收盘价计算)



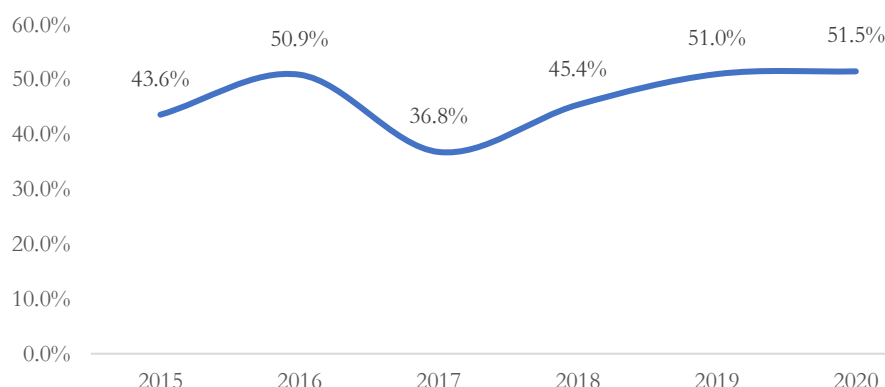
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 资产端: 资产质量过硬, 现金占比高

我们认为, 公司资产质量过硬, 现金类资产占比高。公司所有持有的现金类资产占总资产的比重常年维持在 40% 以上, 从 2019-2020 年均保持在 50% 以上。根据 20 年公司资产负债表, 公司账面上有现金约 75.61 亿元, 占总资产的比重高达 51.5%, 其中包括货币资金 70.06 亿元、交易性金融资产 5.55 亿元。

图表 36 公司现金类资产占总资产比重



备注: 现金流资产=货币资金+交易性金融资产

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 37 公司 2020 年资产负债表主要科目 (单位: 亿元)

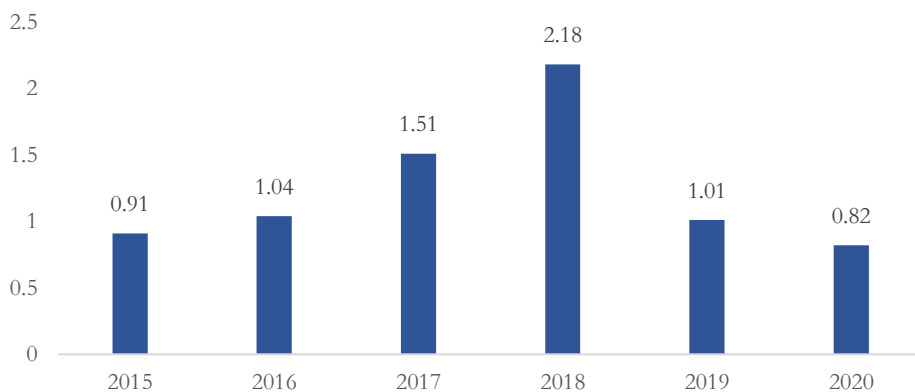
流动资产:		流动负债:	
货币资金	70.06	短期借款	1.50
交易性金融资产	5.55	应付账款	22.21
应收账款	6.92	合同负债	6.61
预付款项	0.06	应付职工薪酬	3.96
流动资产合计	108.11	流动负债合计	37.16
非流动资产:		非流动负债:	
长期股权投资	16.53	长期借款	0.85
其他权益工具投资	1.21	非流动负债合计	2.61
投资性房地产	0.47	负债合计	39.78
固定资产	5.17	所有者权益(或股东权益):	
在建工程	4.74	未分配利润	49.71
非流动资产合计	38.66	所有者权益合计	106.99
资产总计	146.77	负债和所有者权益总计	146.77

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司的维持性资本开支小, 常年稳定在 1 亿左右。维持性资本开支, 即为维持原有获利能力所必须的投入, 从 2015-2020 年分别为 0.91/-2.93/-2.58/-2.2/1.01/0.82 亿元。考虑到 2016-2018 年公司以部分自有门店物业为资产包开展创新资产运作模式项目 (REITs), 分别为净利润贡献了 3.97/4.09/4.38 亿元, 将其通过处置固定资

产项目给维持性资本开支带来的影响剔除后,那么公司 2015-2020 年维持性资本开支分别为 0.91/1.04/1.51/2.18/1.01/0.82 亿元。

图表 38 公司经调整后的维持性资本开支 (亿元)

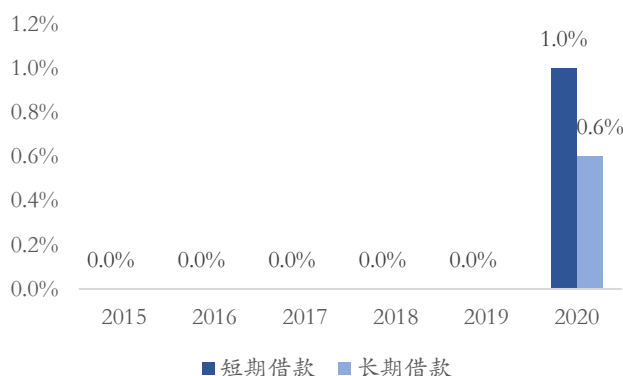


资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.3 负债端: 金融性负债少, 以经营性负债为主

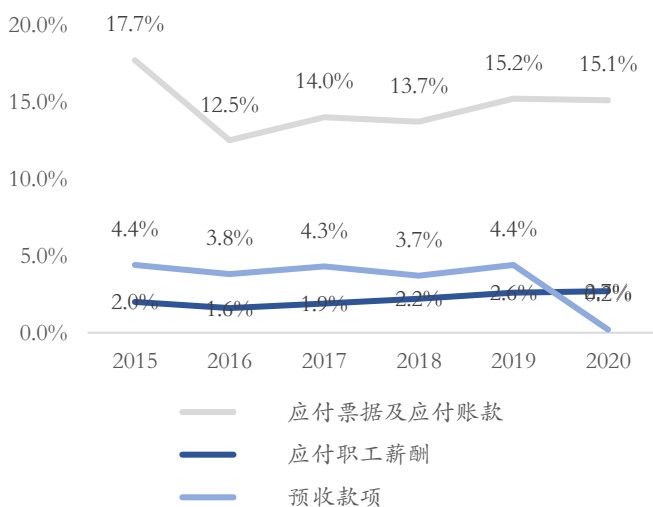
公司负债端以经营性负债为主, 经营性负债中以应付票据及应付账款为主。公司经营性负债主要包括应付票据及应付账款、预收款项和应付职工薪酬, 公司经营性负债又主要以应付票据及应付账款为主, 2015-2020 年其占公司总资产比重分别为 17.7%/12.5%/14.0%/13.7%/15.2%/15.1%; 预收款项占总资产比重较小, 2015-2020 年占公司总资产比重分别 4.4%/3.8%/4.3%/3.7%/4.4%/0.2%; 应付职工薪酬占公司总资产比重常年维持在 2%-3%左右。而公司长期借款与短期借款在 2015-2020 年占总资产的比重几乎可以忽略, 到 2020 年公司资产负债表上才有 0.85 亿的长期借款与 1.5 亿的短期借款。

图表 39 公司金融性负债占总资产比重



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 40 公司经营性负债占总资产比重



资料来源: wind, 华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

核心假设:

- 1) 一般图书销售: 是公司主营收入的重要板块, 我们认为公司在安徽省内具备广泛分布的网点优势, 该业务持续稳定发展的确定性较强, 我们预计该部分业务 2021-2022 年收入增速分别为 5%、5%、5%;
- 2) 供应链及物流服务: 是公司营收增长的最大看点, 我们看好公司基于自身网点布局的物流服务能力, 同时考虑到公司已经为海尔、联想这类大客户提供供应链物流服务, 我们看好公司持续拓展该业务能力, 我们预计这部分业务 2021-2022 年收入增速分别为 20%、20%、20%;
- 3) 教材销售: 是公司营收的稳定来源, 我们认为, 从竞争格局来看, 前身为新华书店的图书发行公司在各自所属省份体现本地优势, 彼此很难抢占对方的市场, 我们认为, 公司在本省的图书销售地位稳固。但教材销售的定价受政府管制, 同时未来几年中小学生规模也较稳定, 我们预计该部分业务将为公司稳定贡献营收, 我们预计这部分业务 2021-2022 年收入增速分别为 2.04%、2.62%、2.86%;
- 4) 多媒体业务: 主要通过参与各级教育部门招标或学校自主采购等方式获取合同。我们认为, 该项业务初显规模效应, 预计这部分业务 2021-2022 年收入增速分别为 20%、20%、20%;

图表 41 盈利预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9831.95	8832.66	8850.88	9706.66	10713.39	11893.38
YOY	12.89%	-10.16%	0.21%	9.67%	10.37%	11.01%
营业成本	8057.27	7009.85	7042.34	7817.99	8692.55	9705.35
毛利润	1774.68	1822.81	1808.54	1888.67	2020.85	2188.04
YOY	11.21%	2.71%	-0.78%	4.43%	7.00%	8.27%
毛利率	18.05%	20.64%	20.43%	19.46%	18.86%	18.40%
一般图书销售						
收入	2906.37	2926.93	3151.26	3308.823	3474.26	3647.98
YOY	1.19%	0.71%	7.66%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1843.91	1838.28	2047.00	2101.10	2206.16	2298.23
毛利	1062.46	1088.65	1104.25	1207.72	1268.11	1349.75
毛利率(%)	36.56%	37.19%	35.04%	36.50%	36.50%	37.00%
供应链及物流服务业务						
收入	1580.79	1831.86	2198.82	2638.58	3166.30	3799.56
YOY	156.74%	15.88%	20.03%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1538.56	1789.90	2158.09	2585.81	3096.64	3704.57
毛利	42.23	41.96	40.73	52.77	69.66	94.99
毛利率(%)	2.67%	2.29%	1.85%	2.00%	2.20%	2.50%

教材销售

收入	1401.82	1428.79	1484.67	1514.94	1554.70	1599.14
YOY	0.28%	1.92%	3.91%	2.04%	2.62%	2.86%
成本	1087.38	1099.14	1140.48	1158.93	1189.35	1215.35
毛利	314.44	329.65	344.19	356.01	365.36	383.79
毛利率(%)	22.43%	23.07%	23.18%	23.50%	23.50%	24.00%

多媒体业务

收入	1251.40	771.68	1140.90	1369.08	1642.90	1971.48
YOY	9.82%	-38.33%	47.85%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1152.44	687.35	1034.42	1239.02	1486.82	1784.19
毛利	98.96	84.33	106.48	130.06	156.08	187.29
毛利率(%)	7.91%	10.93%	9.33%	9.50%	9.50%	9.50%

其他收入

收入	2691.57	1873.40	875.23	875.23	875.23	875.23
YOY	0.28%	-30.40%	-53.28%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	2434.98	1595.18	662.35	733.13	713.58	703.02
毛利	256.59	278.22	212.88	142.10	161.65	172.21
毛利率	9.53%	14.85%	24.32%	16.24%	18.47%	19.68%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

综合以上,我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 97.07、107.13、118.93 亿元,同比增速分别为 9.67%、10.37%、11.01%,未来三年毛利率分别为 19.46%、18.86%、18.40%。归母净利润 6.89、7.79、8.78 亿元, EPS 分别为 0.35、0.39、0.44 元,对应 PE 分别为 13.99X、12.38X、10.99X。首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

市场竞争加剧风险;中小学教材发行正常变动风险;新生人口数量下滑;技术变革风险;第三方物流业务拓展不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10811	10996	11920	12827	营业收入	8851	9707	10713	11893
现金	7006	6701	7300	7821	营业成本	7042	7818	8693	9705
应收账款	692	952	1023	1077	营业税金及附加	25	29	31	35
其他应收款	248	330	337	371	销售费用	721	777	825	904
预付账款	442	423	477	556	管理费用	433	477	482	500
存货	1521	1678	1872	2087	财务费用	-174	-200	-220	-240
其他流动资产	903	911	911	915	资产减值损失	-98	0	0	0
非流动资产	3866	4146	4441	4736	公允价值变动收益	31	0	0	0
长期投资	1653	1803	1953	2103	投资净收益	33	29	21	35
固定资产	517	567	617	667	营业利润	694	740	834	939
无形资产	247	233	233	233	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1450	1545	1640	1735	营业外支出	33	0	0	0
资产总计	14677	15142	16361	17563	利润总额	663	740	834	939
流动负债	3716	3467	3879	4172	所得税	23	26	27	30
短期借款	150	0	0	0	净利润	639	714	807	909
应付账款	2221	2407	2709	3006	少数股东损益	26	25	28	32
其他流动负债	1345	1060	1170	1165	归属母公司净利润	614	689	779	878
非流动负债	261	261	261	261	EBITDA	686	649	713	782
长期借款	85	85	85	85	EPS (元)	0.31	0.35	0.39	0.44
其他非流动负债	176	176	176	176					
负债合计	3978	3728	4140	4433					
少数股东权益	95	120	148	180					
股本	1989	1989	1989	1989					
资本公积	2446	2446	2446	2446					
留存收益	6169	6859	7638	8515					
归属母公司股东权	10605	11294	12073	12951					
负债和股东权益	14677	15142	16361	17563					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	715	163	925	835	成长能力				
净利润	614	689	779	878	营业收入	0.2%	9.7%	10.4%	11.0%
折旧摊销	77	64	50	50	营业利润	11.6%	6.7%	12.7%	12.6%
财务费用	-175	0	0	0	归属于母公司净利	10.2%	12.3%	13.0%	12.6%
投资损失	-33	-29	-21	-35	获利能力				
营运资金变动	29	-588	86	-93	毛利率 (%)	20.4%	19.5%	18.9%	18.4%
其他经营现金流	788	1305	724	1005	净利率 (%)	6.9%	7.1%	7.3%	7.4%
投资活动现金流	155	-318	-326	-313	ROE (%)	5.8%	6.1%	6.5%	6.8%
资本支出	-124	-102	-103	-103	ROIC (%)	5.4%	4.9%	5.2%	5.4%
长期投资	197	-250	-250	-250	偿债能力				
其他投资现金流	82	34	26	40	资产负债率 (%)	27.1%	24.6%	25.3%	25.2%
筹资活动现金流	-89	-150	0	0	净负债比率 (%)	37.2%	32.7%	33.9%	33.8%
短期借款	150	-150	0	0	流动比率	2.91	3.17	3.07	3.07
长期借款	85	0	0	0	速动比率	2.38	2.56	2.46	2.44
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.64	0.65	0.68
其他筹资现金流	-325	0	0	0	应收账款周转率	12.80	10.19	10.47	11.04
现金净增加额	780	-305	599	522	应付账款周转率	3.17	3.25	3.21	3.23

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.31	0.35	0.39	0.44	P/E	15.40	13.99	12.38	10.99
每股经营现金流薄)	0.36	0.08	0.46	0.42	P/B	0.89	0.85	0.80	0.74
每股净资产	5.33	5.68	6.07	6.51	EV/EBITDA	3.92	4.69	3.43	2.46

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕。三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券, 2020 年加入华安证券研究所。

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。