

2009年12月30日

 上市定价(人民币)：10.55-11.22 元
 目标价格(人民币)：10.02-11.02 元
 询价价格(人民币)：8.35-9.35 元

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

发行A股上限(百万股)	110.00
总股本(百万股)	800.00
国金新闻出版指数	1319.83
沪深300指数	3558.86
上证指数	3262.60


传媒旅游研究小组
毛峥嵘
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

联系人：朱莉
 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

皖新传媒 (601801.SH)

——主业平稳发展，业务延伸或将打开成长空间
公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.196	0.265	0.315	0.307	0.334	0.356
净利润增长率	N/A	35.33%	19.16%	10.59%	8.84%	6.65%
行业优化市盈率(倍)	102.54	100.8	41.45	90.05	90.05	90.05
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
净资产收益率	9.93%	14.44%	14.73%	9.20%	9.10%	8.85%
每股净资产(元)	1.97	1.83	2.14	3.33	3.66	4.02
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	110.00	110.00	110.00
总股本(百万股)	800.00	800.00	800.00	910.00	910.00	910.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- **关键假设—核心业务中，教材销售业务发展平缓，一般图书销售业务发展较快；音像制品销售及广告代理业务发展潜力大**
 - ◆ 教材销售业务保持平缓增长态势。教材销售业务与适龄学生人数密切相关，我们判断，鉴于适龄学生人数将保持相对稳定，及教材定价受限、免费教材的普及，公司的教材销售业务将呈小幅增长态势。
 - ◆ 一般图书销售业务保持较快速发展。鉴于公司是发行领域的龙头企业，占据较好的渠道优势、品牌优势及先发制人的读者群优势，公司的一般图书销售业务有一定的市场竞争力，将在公司主业中占据日益重要的地位。
 - ◆ 音像制品销售业务是公司进入产业链上端的出版编辑领域的试探性拓展，目前已进入良性的发展轨道，未来有望保持较快的发展势头。
 - ◆ 广告代理业务是公司在上市之后拟使用募股资金重点打造的三个项目之一，鉴于安徽省户外广告业务广阔的市场前景及巨大的受众容量，此业务发展潜力巨大，或将有效开启公司未来的成长空间。
- **我们与市场观点不同之处—相对于网络书店，我们更看好公司的“e 网工程”，即在安徽省各市县新华书店卖场内外建立以全天候 LED 显示系统为主体的广告联播媒体系统。**
 - ◆ 市场普遍认为，公司以华仑为品牌的网上书店业务将是公司未来发展中的主要成长空间所在。
 - ◆ 我们认为，相对于网络书店，公司的 LED 广告联播媒体系统能更好地提升公司业绩增长的潜力。网上书店虽是信息时代的产物，是对实体书店的有效延伸，但依然属于发行业这个子行业，尽管公司凭借其强大的物流体系及广泛的门店布局能在经营网上书店方面获得一定的优势，但是网上书店没有从本质上改变公司的以发行业为核心的业态模式，而发行业利润薄、进入壁垒低、成长能力弱，较难培育出良好的利润增长点。而户外广告经营则是公司积极涉足新媒体领域、努力寻

求跨子行业的业态创新的表现，其有望优化公司的业务结构、摆脱以发行业为核心的单一业务体系，并增强公司的盈利能力，培育公司新的竞争优势，真正开启公司未来的成长空间。因此，我们对于公司的“e网工程”给予一定的期望。

■ 估值与投资建议—未来 6-12 个月合理估值区间元

- ◆ 我们假设公司发行 1.1 亿股，总股本增加至 9.1 亿股。我们预测 2009-2011 年公司销售收入将达到 24.67 亿元、27.48 亿元、31.24 亿元；预计实现净利分别为 2.69 亿元、3.01 亿元和 3.43 亿元，对应的 EPS 为 0.307 元、0.334 元和 0.356 元。
- ◆ 综合相对和绝对估值结果，我们建议，以公司 2010 年盈利预测为基础上，对应 25~28 倍动态市盈率进行询价，建议询价区间为 8.35~9.35 元，鉴于目前市场上出版发行类个股的估值水平和皖新传媒的业务特点及其可见的扩张空间，我们认为，不建议以高于区间上限的价格申购。
- ◆ 根据目前市场上出版发行子行业的估值水平，我们认为，6~12 个月目标价格区间为 10.02~11.02 元，对应 2010 年动态市盈率 30~33 倍。而鉴于目前传媒类新股上市后的高估值状态，我们预计，公司上市首日定价区间可能出现 5% 的溢价，达到 10.55~11.22 元。

■ 股价表现的催化剂—新建或改扩建门店的盈利能力超出预期；户外广告联播系统建设的超预期推进；跨区域扩张得到有效推动

- ◆ 公司拟用 4.8 亿元的募股资金新建或改扩建 10 个地/市图书城、11 个县级中心卖场和 2 家镇便民店，在完善门店分销网络的同时，公司结合了业态创新，在部分的乡镇卖场实行“混业经营”，发挥文化用品和其他商品的协同效应；在部分城市卖场实行“店中店”经营模式，经营数码、眼镜、文体用品等。我们认为，若公司能够合理选择商家，则这些旨在提高门店盈利水平的业态创新模式或能为各门店带来超出预期的盈利能力。
- ◆ 公司拟用 2 年时间，完成安徽省各市县新华书店卖场内外的广告媒体体系建设，形成对拥有近 6600 万人口的全省广告区域的全面覆盖。若公司的媒体体系建设的进度超预期，或户外广告体系对商家的网络效益超预期，则公司均将明显受益于户外广告这一新兴业务。
- ◆ 鉴于公司率先 IPO 后在出版发行子行业拥有的先发优势，我们认为，公司未来存在较大可能在跨区域扩张工作上获得实质性推动。由于启动并购工作具有一定的突然性，将对股价具有显著的刺激作用。

■ 风险提示—经营管理风险、业态转型风险、外延式发展风险

- ◆ 公司网点众多，物流管理和库存管理水平对于公司的稳健经营起到举足轻重的作用。若公司的管理水平跟不上网点扩张速度，则很容易出现低效率的内部损耗，影响到公司主营业务的发展。
- ◆ 若在业态转型过程中，公司没有选择合适的商户，则可能无法有效地提升公司的业绩，也会对公司未来的发展空间形成较大的制约。
- ◆ 公司未来若寻求到了跨地区或跨产业链的并购机会，则如何进行有效的整合以产生协同效应，是公司将要面临一大挑战。若公司无法很好地管理好并购对象，则会给公司的经营带来较大的负面影响。

内容目录

1. 盈利预测及说明.....	5
1.1. 预测假设及说明.....	5
1.2. 盈利预测.....	6
2. 估值及上市定价.....	7
2.1. PE 相对估值.....	7
2.2. DCF 绝对估值.....	8
2.3. 合理估值区间及上市定价.....	9
3. 出版物发行行业概况.....	10
3.1. 中国出版业的特点：内容创新不足，教材仍占主导地位.....	10
3.2. 出版发行业历史演变：从新华书店的“一统江山”到完全放开.....	15
3.3. 中国出版物发行业的经营特点：政策保护下的稳定盈利能力.....	15
3.4. 中国发行业的主要参与者：新华书店系统仍占据主要优势.....	17
3.5. 我国发行业的政策导向：重点发展文化产业、加快科技创新.....	18
3.6. 出版物发行业未来的发展方向：经营模式转型+跨区域整合.....	18
4. 公司概况及主营业务.....	20
4.1. 公司简介.....	20
4.2. 主营业务.....	21
5. 募股资金投向分析.....	30
6. 风险提示.....	31
6.1. 经营管理风险.....	31
6.2. 业态转型的风险.....	32
6.3. 外延式发展的风险.....	32

图表目录

图表 1.教材销售额、销售成本及销售毛利率预测(单位：百万册/百万元)	5
图表 2.一般图书销售额、销售成本及销售毛利率预测(单位：百万册/百万元)	5
图表 3.音像制品销售额、销售成本及销售毛利率预测(单位：百万册/百万元)	5
图表 4.广告代理业务的销售额、销售成本及销售毛利率预测	6
图表 5.皖新传媒业绩假设条件及盈利预测（2006-2011F）	7
图表 6.传媒业公司的估值水平	8
图表 7.主板新股发行一览表	8
图表 8.估值的关键假设	9
图表 9.DCF 估值表	9
图表 10.图书出版发行业的产业链分布	11
图表 11.图书种类及同比增长	12
图表 12.图书码洋总金额及同比增长	12
图表 13.码洋单价的年度比较	12
图表 14.新书种数及同比增长	13
图表 15.重印率的年度比较	13
图表 16.总印数及同比增长	13
图表 17.总印张及同比增长	13
图表 18.平均印数及同比增长	13
图表 19.平均印张及同比增长	13
图表 20.教材销量及销售占比的年度比较	14
图表 21.2008 年全国各类图书销量分布	14
图表 22.2008 年全国各类图书销售额分布	14
图表 23.各类图书的销量的年度对比(亿册册)	15
图表 24.各类图书的定价金额的年度对比(亿元)	15
图表 25.教材销售额占比	15
图表 26.教材销量占比	15
图表 27.发行总销售金额及同比增长	16
图表 28.纯销售金额及同比增长	16
图表 29.发行总销售金额、发行纯销售金额及折扣率	17
图表 30.各类资本发行网点数量结构	17
图表 31.各类资本发行网点数量结构变化	17
图表 32.发行总购进与从新华书店购进总金额对比	18
图表 33.总销售额和新华书店销售额的年度比较	18
图表 34.皖新传媒股权结构图及主要资产	21
图表 35.覆盖全省的渠道终端	22
图表 36.2009 年上半年公司各业务的营业收入占比	23
图表 37.2009 年上半年公司各业务的毛利润占比	23
图表 38.公司发行业务的各子业务的毛利率水平	23
图表 39.教材业务收入及毛利率分析预期	24
图表 40.公司各业务的营业收入占比的年度比较	24
图表 41.公司各业务的毛利润占比的年度比较	24
图表 42.教材销售收入增速与一般图书销售收入增速的对比	24
图表 43.一般图书业务的业绩预测	25
图表 44.公司控股股东控制的企业	27
图表 45.图书出版发行业的产业链分布	28
图表 46.IPO 募集资金用途一览	30
图表 47.淮北图书城建设的相关情况	31
图表 48.蚌埠图书城建设的相关情况	31
图表 49.2008 年末公司的货币资金占流动资金比例	31

1. 盈利预测及说明

1.1. 预测假设及说明

作为中部地区图书发行行业的龙头企业，公司目前较为可见的业绩增长主要来自于教材销售和一般图书销售业务的稳步发展，此外，公司新近拓展的音像制品销售和拟用募股资金重点发展的户外广告联播媒体业务或将成为公司未来新的盈利增长点。我们在对公司未来 3 年业绩预测过程中，主要从以下几个方面对公司主业经营和财务状况加以考虑：

1，教材销售业务保持平稳态势。教材销售与适龄学生人数密切相关，鉴于中国的人口制度，我们判断，未来 3 年安徽省适龄学生人数将保持相对稳定，教材的销量也将总体保持稳定。此外，由于教材定价受到一定的管制，销售单价仅在成本上升的情况下实现小幅增长，而全面招投标实施和免费教材的日渐普及将导致毛利率呈小幅下降趋势(见图表 1)。

图表1.教材销售额、销售成本及销售毛利率预测(单位：百万册/百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
教材销售收入	996.85	1184.75	1216.28	1360.81	507.94	1379.00	1405.92	1432.34
增长率		18.85%	2.66%	11.88%		1.34%	1.95%	1.88%
占发行总收入之比	63.70%	62.99%	61.78%	59.48%	51.92%	56.47%	53.53%	50.50%
销售量		238.80	243.17	250.31	115.81	251.88	253.94	256.53
增长率			1.83%	2.94%		0.63%	0.82%	1.02%
销售单价		4.96	5.00	5.44	4.39	5.47	5.54	5.58
增长率			0.82%	8.69%		0.71%	1.13%	0.85%
教材销售成本		838.77	861.04	976.93	357.03	970.12	991.17	1012.67
教材销售毛利率		29.20%	29.21%	28.21%	29.71%	29.65%	29.50%	29.30%

来源：国金证券研究所

2，一般图书销售业务保持相对较快速发展。一般图书销售业务的发展能在一定程度上反映出发行企业的市场竞争力，鉴于公司是发行领域的龙头企业，占据较好的渠道优势、品牌优势及先发制人的读者群优势，我们预测，未来 3 年，公司的一般图书销售业务将保持较快发展，并在公司的主业中占据日益重要的地位(见图表 2)。

图表2.一般图书销售额、销售成本及销售毛利率预测(单位：百万册/百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
一般图书销售收入	532.28	655.24	721.83	855.30	423.37	968.89	1114.70	1285.92
增长率		23.10%	10.16%	18.49%		13.28%	15.05%	15.36%
占发行总收入之比	34.01%	34.84%	36.66%	37.38%	43.27%	39.68%	42.44%	45.34%
销售量		129.14	131.68	150.97	101.47	193.25	228.03	255.39
增长率			1.97%	14.65%		28.00%	18.00%	12.00%
销售单价		5.07	5.48	5.67	4.17	5.01	4.89	5.04
增长率			8.03%	3.35%	-26.35%	-11.50%	-2.50%	3.00%
一般图书销售成本		406.10	452.61	529.35	262.68	600.71	688.89	794.70
一般图书销售毛利率		38.02%	37.30%	38.11%	37.95%	38.00%	38.20%	38.20%

来源：国金证券研究所

3，音像制品销售业务和广告代理业务发展潜力巨大。音像制品销售是公司进入产业链上游 - 出版编辑领域的试探性拓展，从近 4 年的经营情况来看，该项业务进入了良性发展轨道，未来有望保持较快的发展势头(见图表 3)。

图表3.音像制品销售额、销售成本及销售毛利率预测(单位：百万册/百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
音像制品销售收入	35.85	40.94	30.78	71.72	47.08	93.99	105.87	118.09
增长率		14.20%	-24.82%	133.01%		31.04%	12.64%	11.55%
占发行总收入之比	2.29%	2.18%	1.56%	3.13%	4.81%	3.85%	4.03%	4.16%
销售量		4.10	3.26	6.55	7.17	11.01	14.09	16.21
增长率			-20.58%	101.05%		68.00%	28.00%	15.00%
销售单价		9.98	9.44	10.94	6.57	8.54	7.51	7.29
增长率			-5.34%	15.90%	-40.01%	-22.00%	-12.00%	-3.00%
音像制品销售成本		28.70	22.01	47.46	31.58	63.06	70.72	78.65
音像制品销售毛利率		29.90%	28.50%	33.83%	32.92%	32.90%	33.20%	33.40%

来源：国金证券研究所

广告代理业务是公司在上市之后拟使用募股资金重点打造的三个项目之一，鉴于安徽省户外广告业务广阔的市场前景及巨大的受众容量(安徽省是人口大省)，我们积极地看好此业务未来的发展(见图表 4)，我们认为，若该项业务发展得当，将成为公司的一大经营亮点，能有效开启公司未来的成长空间，甚至不排除其成为公司核心盈利业务的可能性。

图表4.广告代理业务的销售额、销售成本及销售毛利率预测

	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
广告代理收入	0.70	0.56	0.97	1.93	3.86
增长率			38.00%	100.00%	100.00%
广告代理成本	0.41	0.25	0.43	0.85	1.62
增长率			6.66%	95.56%	90.91%
广告代理毛利率	41.78%	55.02%	55.00%	56.00%	58.00%

来源：国金证券研究所

4，期间费用：随着收入规模的不断扩大，期间费用相对收入的比率整体呈下降趋势，但鉴于公司未来 3 年将新建或改建较多的门店、加强物流能力建设及拓展户外广告媒体体系建设，期间费用率的降幅将相对有限。

有关公司盈利预测的具体细项假设详见图表 5。

1.2. 盈利预测

据测算，我们预测公司 2009-2011 年公司分别实现销售收入 25.79 亿元、27.80 亿元、30.10 亿元，同比增长率分别为 6.84%、7.81%和 8.26%。2009-2011 年实现的归属于母公司的净利润分别为 2.79 亿元、3.04 亿元和 3.24 亿元，我们假设公司发行 1.1 亿股，总股本增加至 9.1 亿股，完全摊薄后 EPS 为 0.307 元、0.334 元和 0.356 元(见图 5)。

图表5. 皖新传媒业绩假设条件及盈利预测 (2006-2011F)

百万	2006	2007	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
营业总收入	2,099.2	2,184.9	2,413.6	1,046.4	2,578.8	2,780.2	3,010.0
增长率		4.08%	10.47%		6.84%	7.81%	8.26%
教材销售	1,184.8	1,216.3	1,360.8	507.9	1,379.0	1,405.9	1,432.3
一般图书销售	655.2	721.8	855.3	423.4	968.9	1,114.7	1,285.9
音像制品销售	40.9	30.8	71.7	47.1	94.0	105.9	118.1
文体用品销售	34.5	45.2	50.2	22.1	57.7	69.3	83.1
广告代理	0.0	0.0	0.7	0.6	1.0	1.9	3.9
其他商品销售	127.3	106.9	38.9	29.4	40.5	42.1	43.8
餐饮住宿服务	26.4	29.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他业务收入	30.0	34.8	35.9	15.9	37.7	40.4	42.8
营业总成本							
营业成本	1,433.6	1,485.8	1,637.0	697.5	1,720.1	1,849.1	1,998.4
教材销售	838.8	861.0	976.9	357.0	970.1	991.2	1,012.7
一般图书销售	406.1	452.6	529.3	262.7	600.7	688.9	794.7
音像制品销售	28.7	22.0	47.5	31.6	63.1	70.7	78.7
文体用品销售	26.1	34.9	40.1	17.6	46.2	55.6	66.8
广告代理	0.0	0.0	0.4	0.3	0.4	0.8	1.6
其他商品销售	120.9	100.0	36.8	27.6	38.0	39.4	41.0
餐饮住宿服务	5.6	6.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他业务收入	7.5	9.0	6.0	0.7	1.5	2.4	3.0
毛利	665.5	699.0	776.7	348.9	808.0	875.7	950.3
教材销售	346.0	355.2	383.9	150.9	408.9	414.7	419.7
一般图书销售	249.1	269.2	326.0	160.7	368.2	425.8	491.2
音像制品销售	12.2	8.8	24.3	15.5	30.9	35.1	39.4
文体用品销售	8.4	10.3	10.2	4.4	11.5	13.6	16.3
广告代理	0.0	0.0	0.3	0.3	0.5	1.1	2.2
其他商品销售	6.4	6.9	2.2	1.8	2.5	2.7	2.8
餐饮住宿服务	20.8	22.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他业务收入	22.5	25.9	30.0	15.3	36.2	37.9	39.8
毛利率	31.71%	31.99%	32.18%	33.34%	33.30%	33.49%	33.61%
教材销售	29.20%	29.21%	28.21%	29.71%	29.65%	29.50%	29.30%
一般图书销售	38.02%	37.30%	38.11%	37.95%	38.00%	38.20%	38.20%
音像制品销售	29.90%	28.50%	33.83%	32.92%	32.90%	33.20%	33.40%
文体用品销售	24.29%	22.88%	20.22%	20.01%	20.00%	19.70%	19.60%
广告代理			41.78%	55.02%	55.00%	56.00%	58.00%
其他商品销售	5.07%	6.48%	5.52%	6.15%	6.10%	6.40%	6.50%
餐饮住宿服务	78.94%	78.20%					
其他业务收入	75.04%	74.24%	83.42%	95.77%	96.00%	94.00%	93.00%
营业税金及附加	12.7	8.7	12.7	6.0	14.7	15.8	17.2
主营业务税金及附加比率	0.60%	0.40%	0.53%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
主营业务利润	652.9	690.3	764.0	342.9	844.0	915.2	994.4
销售费用	266.2	276.0	298.0	124.8	318.5	343.4	370.2
销售费用率	12.68%	12.63%	12.35%	11.93%	12.35%	12.35%	12.30%
管理费用	217.1	234.9	213.4	97.1	250.9	273.8	296.5
管理费用率	10.34%	10.75%	8.84%	9.28%	9.73%	9.85%	9.85%
财务费用	(10.7)	(17.0)	(11.8)	(7.0)	(21.3)	(31.5)	(34.2)
资产减值准备	22.3	8.6	11.6	15.6	11.4	0.9	1.0
加：公允价值变动损益	1.5	4.1	(1.3)	0.7	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.5	39.1	10.2	1.2	4.5	5.0	5.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	160.9	231.0	261.7	114.4	289.0	333.7	365.9
营业外收入净额	(4.4)	(19.2)	(9.4)	(2.2)	(10.0)	(30.0)	(42.0)
利润总额	156.5	211.7	252.3	112.1	279.0	303.7	323.9
所得税	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
实际所得税率	0.01%	0.02%	0.01%	-0.15%	0.01%	0.01%	0.01%
净利润	156.5	211.7	252.3	112.3	279.0	303.6	323.8
减：少数股东损益	0.1	0.0	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
少数股东损益比例	0.05%	0.00%	0.00%	-0.33%	0.00%	0.00%	0.00%
归属于母公司所有者的净利润	156.4	211.7	252.3	112.7	279.0	303.6	323.8
增长		35.33%	19.17%	-55.34%	10.59%	8.84%	6.65%
净利润率	7.45%	9.69%	10.45%	10.77%	10.82%	10.92%	10.76%
每股收益	0.172	0.233	0.277	0.141	0.307	0.334	0.356

来源：国金证券研究所

2. 估值及上市定价

2.1. PE 相对估值

公司的主业—发行业务属于传统业务，增长相对稳定，目前来看暂时缺少突破性的增长点。目前内地及香港市场上与公司业务最为相近的公司是新华文轩(0811.HK)，但由于其在香港市场，估值体系与国内存在较大差异，无法作为合理的参考标的。目前，A股市场传媒行业09年平均市盈率为42.84倍，2010年为33.27倍(见图表6)，三家出版发行上市公司2010年动态市盈率平均也在33倍左右。鉴于公司在中部地区发行领域的重要地位及上市后在文化传媒行业中拥有的先发优势，综合参照新华文轩、国内传媒行业及主板新股(见图表7)的市盈率水平，我们认为，公司合理市盈率水平有望达到30~33倍左右，根据2010年的盈利预测计算，对应每股合理价值为10.02~11.02元。

图表6. 传媒业公司的估值水平

代码	公司名称	价格 2009-12-29	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB 最新	EV/EBITDA 2010	投资建议
				2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E			
有线网络														
600037.SH	歌华有线	14.31	151.74	0.31	0.35	0.40	0.45	46.13	40.65	36.14	31.66	3.46	16.68	买入
002238.SZ	天威视讯	20.48	54.68	0.32	0.30	0.40	0.54	64.67	68.49	51.33	38.28	4.49	15.19	买入
600831.SH	广电网络	8.85	38.36	0.13	0.21	0.27	0.34	68.08	42.55	33.27	25.95	3.23	10.36	持有
000917.SZ	电广传媒	18.20	73.96	0.05	0.16	0.33	0.41	364.00	112.35	54.82	44.61	4.38	13.14	持有
600088.SH	中视传媒	15.79	37.38	0.23	0.29	0.33	0.38	3.62	4.52	5.24	6.03	4.38		持有
报纸、广告经营														
600825.SH	新华传媒	11.57	100.74	0.42	0.27	0.36	0.37	27.55	43.66	32.50	31.02	4.99	25.61	买入
600880.SH	博瑞传播	27.18	102.00	0.52	0.79	0.94	1.06	52.27	34.32	28.95	25.55	8.33	23.52	买入
000793.SZ	华闻传媒	6.79	92.35	0.12	0.12	0.13	0.14	55.52	56.77	50.94	47.75	4.19		持有
002181.SZ	粤传媒	10.07	35.26	0.00	0.01	0.07	0.09	3596.43	950.00	151.66	117.09	2.71	39.71	持有
600386.SH	北巴传媒	14.93	60.20	0.22	0.35	0.58	0.66	67.86	42.84	25.61	22.68	6.24		买入
图书出版														
601999.SH	出版传媒	11.03	60.77	0.21	0.25	0.26	0.28	52.52	44.48	41.94	38.84	4.31	43.72	买入
600373.SH	鑫新股份	12.44	23.33	(0.74)	0.39	0.43	0.45	-16.74	31.90	28.93	27.64	31.25		持有
600551.SH	时代出版	18.72	73.12	1.54	0.60	0.66	0.72	12.16	31.24	28.28	26.11	3.83	28.90	买入
综合														
600832.SH	东方明珠	11.09	353.36	0.14	0.18	0.29	0.30	79.21	62.30	38.24	36.97	5.00	32.32	持有
000839.SZ	中信国安	14.44	226.41	0.23	0.49	0.40	0.50	3.29	7.05	5.81	7.27	3.96	20.53	持有
Median				0.22	0.29	0.36	0.41	52.52	42.84	33.27	31.02	4.38	23.52	
Average				0.25	0.32	0.39	0.45	298.44	104.87	40.91	35.16	6.32	24.52	

来源：Wind，国金证券研究所

图表7. 主板新股发行一览表

代码	名称	招股日期	发行价格	PE(发行后)	PE(发行前)	发行股数(万股)
601801.SH	皖新传媒	2009-12-25				11,000.00
601117.SH	中国化学	2009-12-18	5.43	45.25	34	123,300.00
601299.SH	中国北车	2009-12-10	5.56	49.21	34	250,000.00
601139.SH	深圳燃气	2009-12-3	6.95	49.64	43	13,000.00
601989.SH	中国重工	2009-11-25	7.38	42.14	30	199,500.00
600999.SH	招商证券	2009-11-3	31.00	56.26	51	35,854.61
601888.SH	中国国旅	2009-9-15	11.78	49.08	37	22,000.00
601618.SH	中国中冶	2009-8-31	5.42	22.36	18	350,000.00
601788.SH	光大证券	2009-7-27	21.08	58.56	49	52,000.00
601668.SH	中国建筑	2009-7-13	4.18	51.29	31	1,200,000.00
601107.SH	四川成渝	2009-7-6	3.60	20.00	17	50,000.00
平均值				44.38	34.33	
中值				49.15	34.17	

来源：wind,国金证券研究所

2.2. DCF 绝对估值

关键假设见图表8.

图表8. 估值的关键假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.02	股本总额(百万股)	910.00
无风险利率	3.53%	股价	9.80
风险溢价	5.80%	股票市值	8,918.00
资产贴现率Ka	9.46%	债务总额	0.00
加权平均资本成本WACC		债务利率	6.57%
		实际税率	0.01%
D/(E+D)	0.00%	股票Beta	0.98
E/(E+D)	100.00%		
WACC	9.22%	股票贴现率Ke	9.22%

来源：国金证券研究所

我们用 APV、WACC、FEFE 三种方法对公司进行了绝对估值，结果分别为 9.12 元、9.64 元和 9.64 元(见图表 9)。

图表9.DCF 估值表

I、APV														
每股价值	9.12												TV增长率	2.0%
企业值	8,310.54												Ka	9.46%
股票价值	8,303.54												债务	0.00
													投资	2,659.13
													少数股东权益	7.00
会计年度截止日：12/31		2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计	
FCF	399.38	185.35	281.56	466.24	496.77	502.40	520.69	547.28	560.24	580.29	580.29	7,931.87	12,472.06	
ITS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
PV(FCF)	364.85	154.69	214.67	324.75	316.10	292.05	276.52	265.52	113.63	116.96	3,211.66	5,651.41		
PV(ITS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
II、WACC														
每股价值	9.64												TV增长率	2.0%
企业值	8,779.16												WACC	9.22%
股票价值	8,772.16												债务	0.00
													投资	2,659.13
													少数股东权益	7.00
会计年度截止日：12/31		2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计	
FCF	399.38	185.35	281.56	466.24	496.77	502.40	520.69	547.28	560.24	580.29	580.29	8,199.53	12,739.72	
PV(FCF)	365.67	155.38	216.11	327.66	319.64	295.98	280.87	270.29	253.34	240.26	3,394.84	6,120.04		
III、FCFE贴现														
每股价值	9.64												TV增长率	2.0%
企业值	8,772.16												Ke	9.22%
股票价值	8,772.16												债务	0.00
													投资	2,659.13
													少数股东权益	7.00
会计年度截止日：12/31		2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计	
FCFE	399.38	185.35	281.56	466.24	496.77	502.40	520.69	547.28	560.24	580.29	580.29	8,199.53	12,739.72	
PV(FCFE)	365.67	155.38	216.11	327.66	319.64	295.98	280.87	270.29	253.34	240.26	3,394.84	6,120.04		

来源：国金证券研究所

2.3. 合理估值区间及上市定价

我们以 2009 年盈利预测作为当前发行定价的相对估值基准，以 2010 年预测作为未来 6-12 个月目标定价的估值基础。

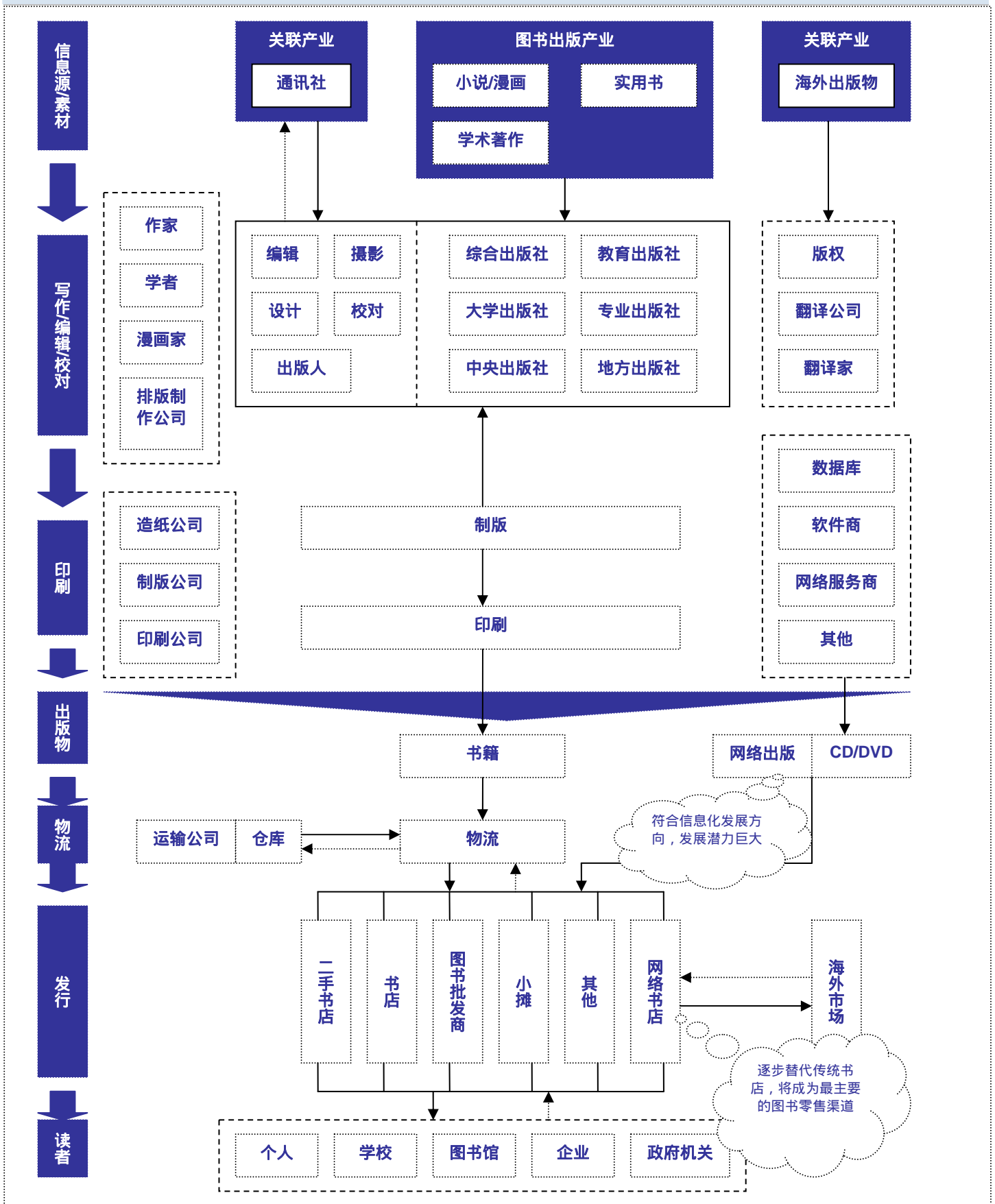
综合以上相对估值和绝对估值结果，我们建议，以公司 2010 年盈利预测为基础，对应 25~28 倍动态市盈率进行询价，建议询价区间为 8.35~9.35 元，鉴于目前市场上出版发行类个股的估值水平和皖新传媒的业务特点及其可见的扩张空间，我们认为，不建议以高于区间上限的价格申购。根据目前市场上出版发行子行业的估值水平，我们认为，6~12 个月目标价格区间为 10.02~11.02 元，对应 2010 年动态市盈率 30~33 倍。而鉴于目前传媒类新股上市后的高估值状态，我们预计，公司上市首日定价区间可能出现 5% 的溢价，达到 10.55~11.22 元。

3. 出版物发行行业概况

3.1. 中国出版业的特点：内容创新不足，教材仍占主导地位

在介绍出版物发行业前，我们认为有必要先介绍一下出版业的概况。虽然在建国后 30 多年内，我国的图书发行与出版是两个完全割裂的部门，但发行业与出版业却有着内在的紧密关系。从产业化的角度来看，图书出版行业包括从素材采集、写作编辑、印刷、发行物流到批发零售的一系列产业链环节(见图表 10)。可以说，出版环节为发行环节提供内容支持，而发行环节为出版环节提供销售渠道，两者相辅相成。

图表10.图书出版发行业的产业链分布

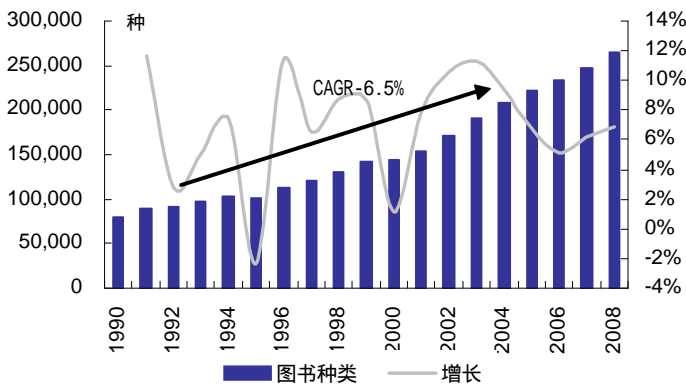


来源：国金证券研究所

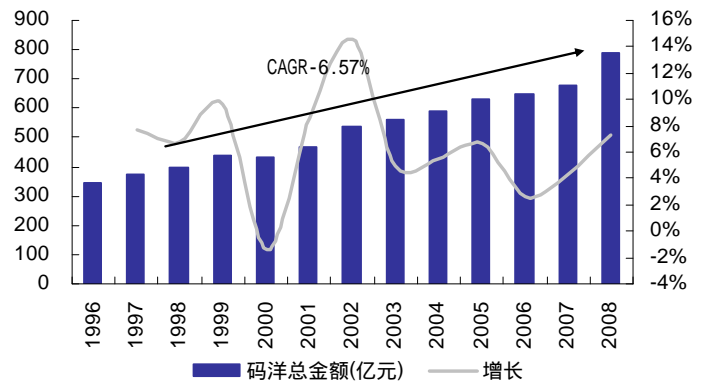
■ 图书种类及码洋金额均获得了较快的增长

近年来，随着我国经济的快速稳定发展和人民生活水平的不断提高，中国出版图书的品种及定价总金额均获得了良好的发展。2008 年全国共出版图书 264,464 种，自 1990 年起的年均复合增长率为 6.5%(见图表 11)，定价总金额 649.13 亿元，自 1996 年起的年均复合增长率为 6.57%(见图表 12)。定价总金额的增速大于图书总印刷数量的增速，说明单位定价持续上涨(见图表 13)。

图表11.图书种类及同比增长

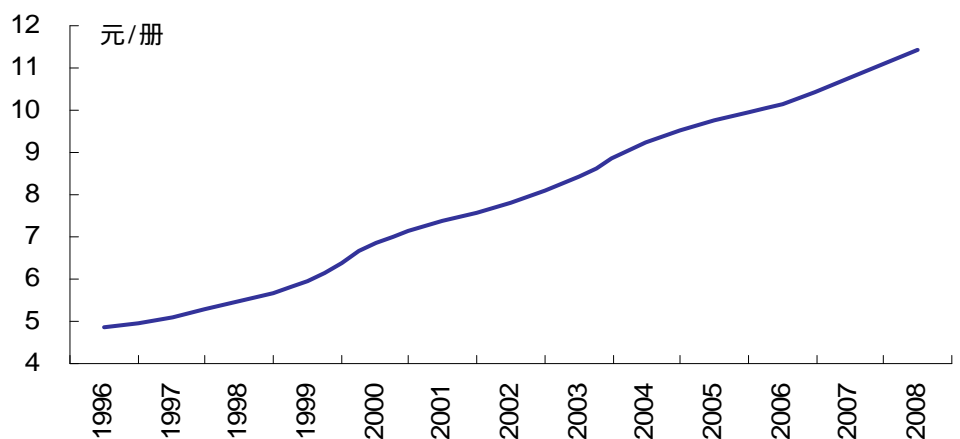


图表12.图书码洋总金额及同比增长



来源：CEIC,国金证券研究所

图表13.码洋单价的年度比较



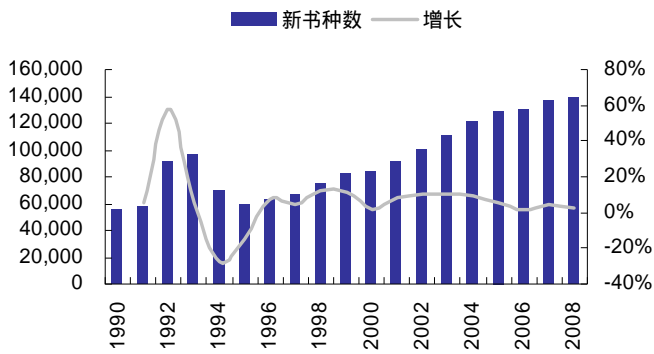
来源：CEIC,国金证券研究所

■ 内容创新不足

2008 年全国出版的图书中，新版图书 139,784 种，同比增长 2.61%(见图表 14)，重版、重印图书 125,680 种，同比增长 12.16%，重印率达 47.34%，并呈不断上升之势(见图表 15)。这说明中国图书的内容创新能力较薄弱，新书品种的增长乏力，近一半的图书品种来自于重印。

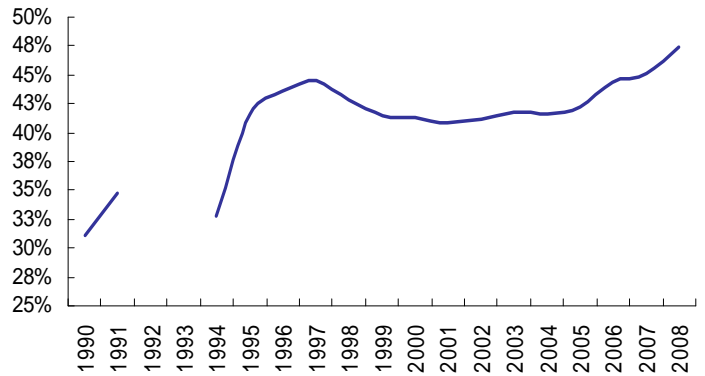
2008 年，总印数为 69.36 亿册(张)，同比增长 10.22% (见图表 16)，总印张 462.34 亿印张，同比减少 4.97%(见图表 17)。总印数和总印张的增幅均小于图书种类的增长，直接表现为平均印数和平均印张的持续下降(见图表 18、19)。究其原因，平均印数持续下降，一方面是由于图书种类增加后，读者的可供选择范围增加，对多元化内容的需求也增加，使得每本书的平均销量有所减少，另一方面，也反映出中国的图书出版市场缺少经典畅销的读物，因此，种类虽然很多，但每本图书的销量却有限。平均印张下降，说明图书变得越来越薄，反映出随着生活节奏的加快，读者越来越倾向于快餐式的阅读消费。

图表14. 新书种数及同比增长

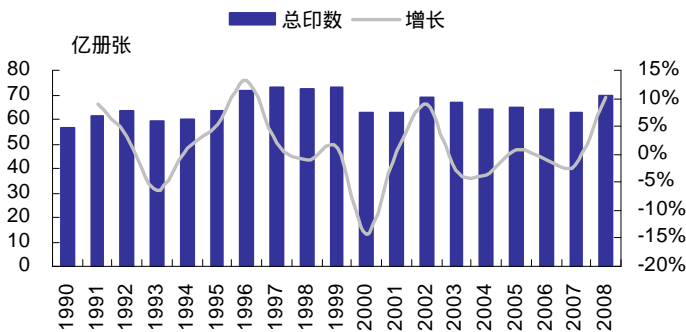


来源：CEIC,国金证券研究所

图表15. 重印率的年度比较

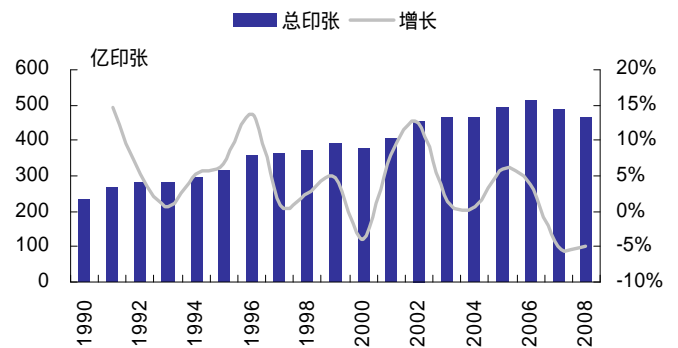


图表16. 总印数及同比增长

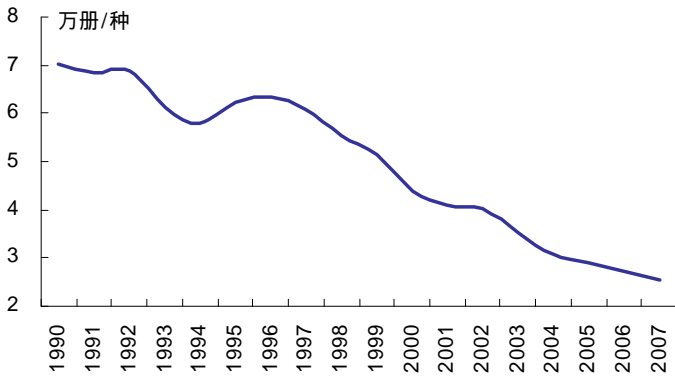


来源：CEIC,国金证券研究所

图表17. 总印张及同比增长

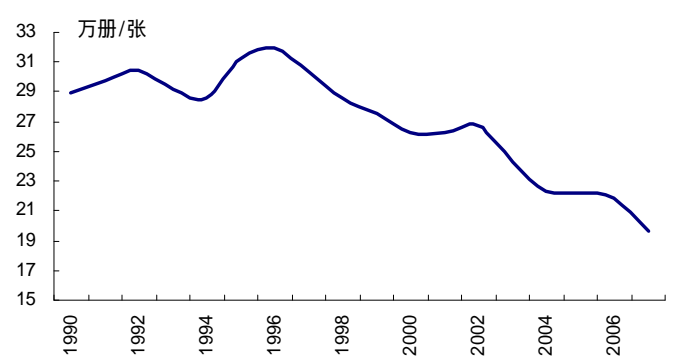


图表18. 平均印数及同比增长



来源：CEIC,国金证券研究所

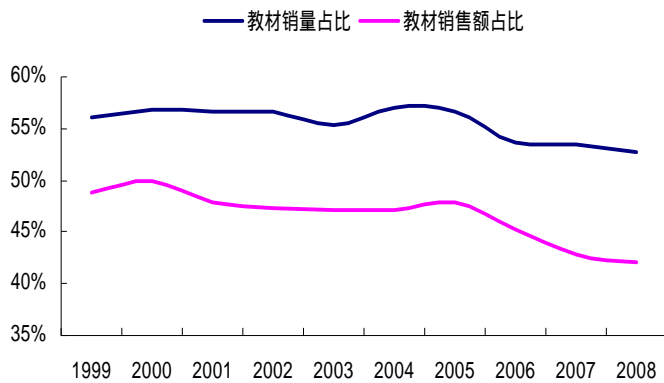
图表19. 平均印张及同比增长



■ 教材仍占主导地位

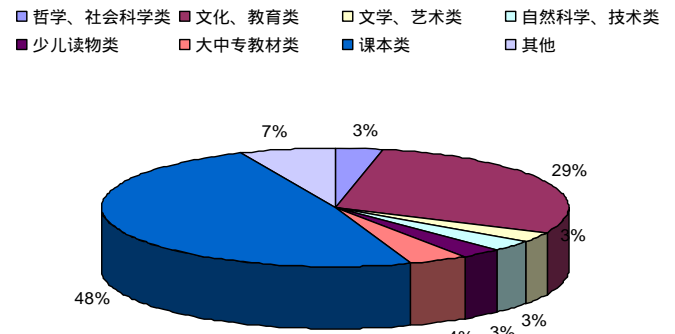
从市场结构来看，中国目前仍旧是以教材(含课本、大中专教材，下同)占主导地位的图书出版市场(见图表 20)，尤其是中小学教材，其受益于庞大的人口基数和九年义务教育有力执行，销售量及定价总金额在各类图书中均占比最大(见图表 21、22)，也成为了决定国有出版企业经营业绩走向的决定性力量。

图表20.教材销量及销售额占比的年度比较

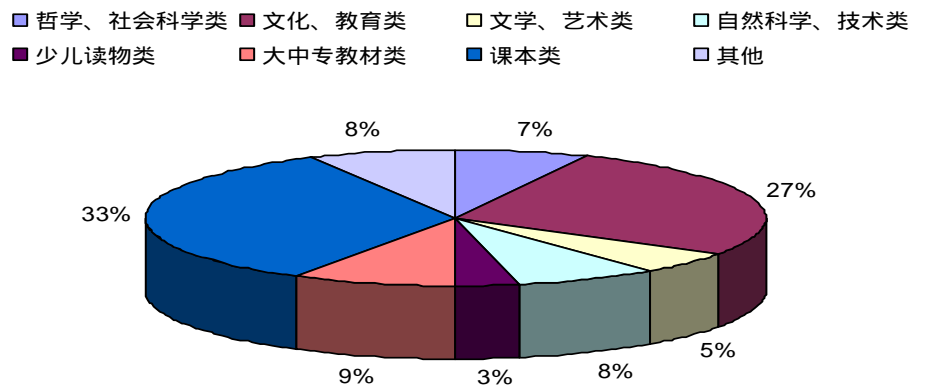


来源：CEIC,国金证券研究所

图表21.2008年全国各类图书销量分布



图表22.2008年全国各类图书销售额分布



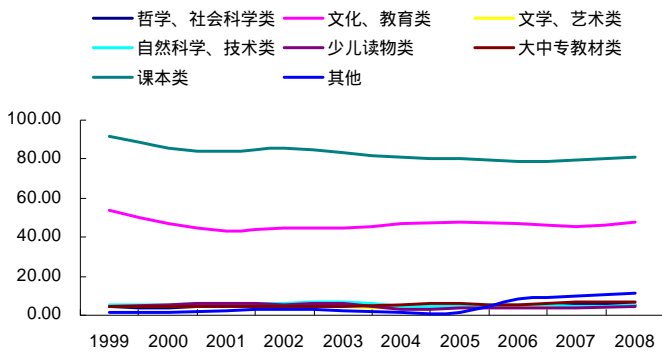
来源：CEIC,国金证券研究所

教材占比较高反衬出一般图书的市场化发展相对缓慢。除文化、教育类书籍外，其他类型的图书的销量和定价金额均占比很小(见图表 23、24)。

但是，值得注意的是，近年来图书市场的结构已发生了一些良性变化。教材占比绝对值虽然较大，但却呈逐年下降趋势(见图表 25、26)，特别是从 2006 年起，教材的占比水平明显下降，由于教材发行市场相对稳定，因此，这在一定程度上说明一般类图书发行市场获得了较为显著的增长。

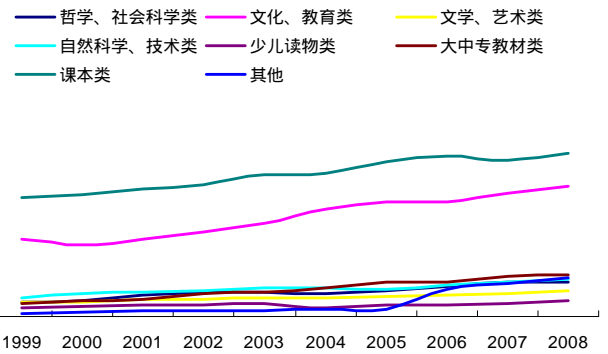
我们认为，中国的图书市场正日益显示出多样化发展的良好迹象，未来中国的图书市场将逐步摆脱以教材销售为绝对主导的单一化市场。

图表23. 各类图书的销量的年度对比(亿册册)

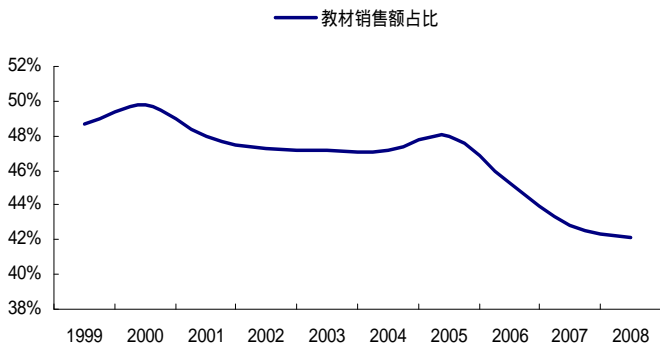


来源：CEIC,国金证券研究所

图表24. 各类图书的定价金额的年度对比(亿元)

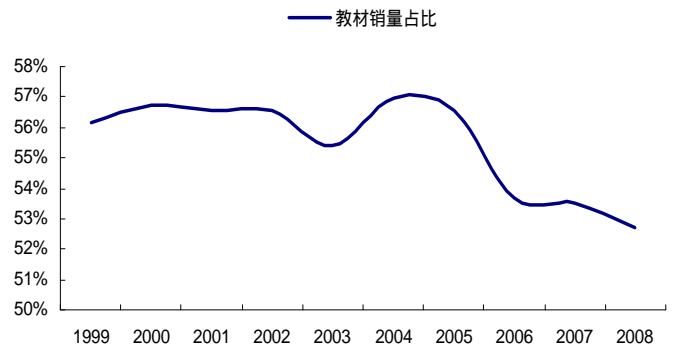


图表25. 教材销售额占比



来源：CEIC,国金证券研究所

图表26. 教材销量占比



3.2. 出版发行业历史演变：从新华书店的“一统江山”到完全放开

历史上的新华书店曾是图书发行市场上的唯一参与主体，在新中国成立后，其与供销社、邮局、银行一起随同人民解放军入驻全国各市、县，乃至乡镇的主要街道，经过多年的建设、发展，已经形成了遍布全国的图书批发、零售、物流网络。

从推动市场化、促进竞争的角度来看，新华书店“一统江山”式市场格局的打破几乎是必然的。改革开放后，新华书店总店逐渐失去了对各地新华书店的控制，原有的北京、上海发行所失去了批发管理职能，“行业管理”逐步演变成“区域国资管辖”，逐步形成了区域内发行资源(如教材、教辅)垄断和销售网点分布的经营优势。

1991年，国家新闻出版总署正式放开了出版社自办发行的权限，结束了新华书店垄断经营图书发行的状况。中国加入WTO后，出版物发行市场成为唯一承诺全面开放的文化传媒领域，到2007年正好结束过渡期，包括民营、外资在内各类非公资本已允许全面进入图书(含电子出版物)的批发、零售渠道运营。

此外，随着人们生活工作节奏加快、互联网的广泛应用以及网络电子商务的迅速发展，网络书店已日益成为替代传统零售网点最重要的新型业态。

3.3. 中国出版物发行业的经营特点：政策保护下的稳定盈利能力

■ 毛利率较低，但盈利能力稳定

由于中国出版和发行部门的长期割裂，中国的发行业实则仅代表成熟市场中的出版发行业中的发行环节，类似于产品销售中的经销商角色，以做渠道为主，业务复杂性较低，增值空间较小，再加上中国发行商长期与出版社之间保持的

代销关系以及与出版社延迟结算采购款的惯例均使发行企业基本不用承担市场风险，这些特征决定着发行业的经营特点是，毛利率较低，但盈利能力稳定。书店的网络布局及物流体系成了发行业的核心竞争力所在。

■ 曾长期受政策保护；教材发行是稳定的利润来源

由于中国的发行业务缺少不可复制性，竞争门槛较低，再加上作为重要文化宣传阵地的政治意义，因此，中国的图书发行，尤其是国有图书发行体系，长期受到政策保护。

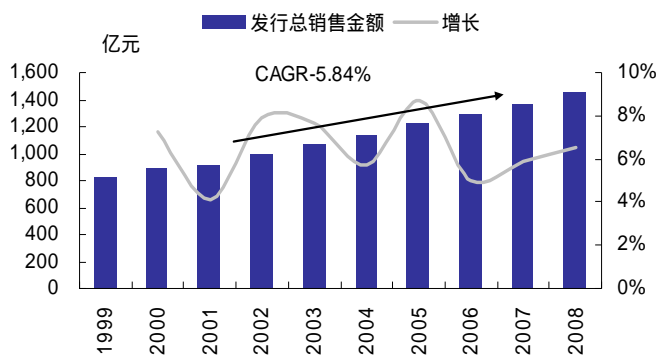
省级新华发行集团凭借着其发行资源的垄断性和销售网点分布的竞争优势，占据了发行市场的绝大多数的市场份额。而教材销售业务规模庞大，相对稳定，回款率优良，是大多数出版发行集团的主要收入及利润构成，占比往往超过50%。在2008年秋中小学教材全面实行招投标制度前，国家和省级教育行政部门审定颁布的《中小学教学用书目录》中的教材，全国实行统一的发行费用标准，即黑白版(含双色版)30%，彩色版28%。这无疑为升级新华发行集团带来了稳定利润的重要来源。

但随着中小学教材招投标制度在2008年的全面实行，国家将主要承担九年义务教育学杂、课本费用，而且对农村地区实行免费教育，因此，出版发行商逐步让利已是既成事实，教材在盈利构成中的比重及其变化趋势将成为未来3年内影响出版发行企业盈利变化的关键因素。

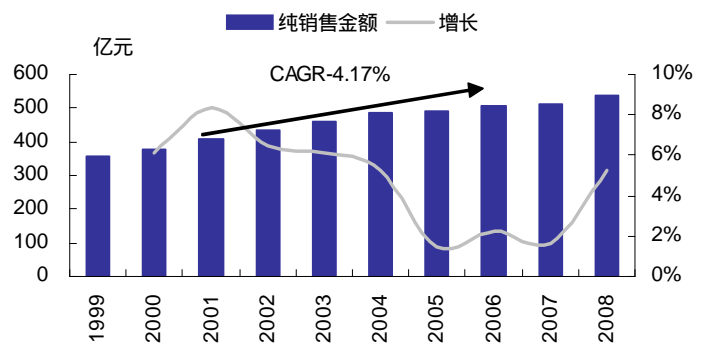
■ 日益激烈的竞争导致折扣率上升

中国发行业近十年来获得了较快的发展。2008年，发行总销售金额为1456.39亿元，同比增长6.56%，自1999年以来年均复合增长率为5.84%(见图表27)，纯销售金额为539.65亿元，同比增长5.27%，自1999年以来年均复合增长率为4.17%(见图表28)。发行业政策限制的放开使市场参与主体增加，发行网点的供给增加，竞争日益激烈，导致折扣率持续上升(见图表29)。

图表27.发行总销售金额及同比增长

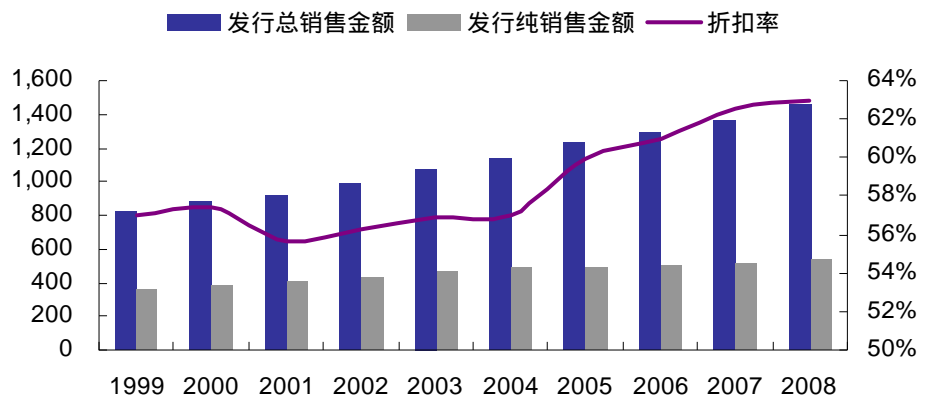


图表28.纯销售金额及同比增长



来源：CEIC,国金证券研究所

图表29.发行总销售金额、发行纯销售金额及折扣率



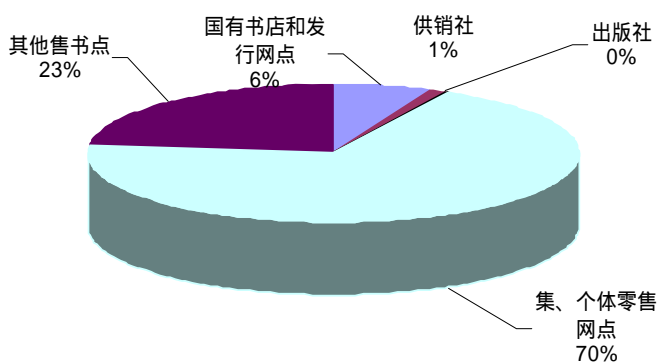
来源：CEIC,国金证券研究所

3.4. 中国发行业的主要参与者：新华书店系统仍占据主要优势

■ 国有发行商的市场化程度较低

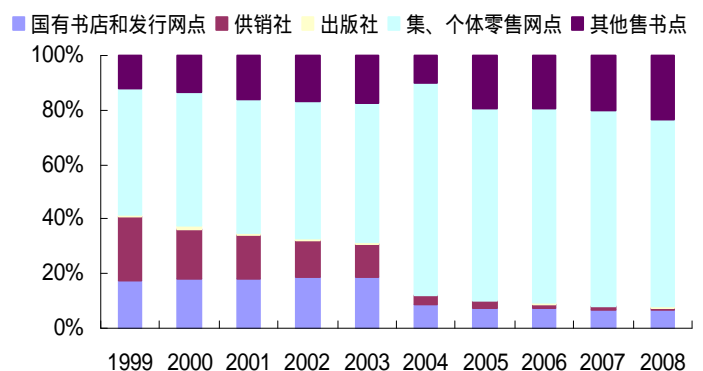
1991年，国家新闻出版总署放开出版社自办发行权限，新华书店系统垄断全国的图书发行、批发、零售体系的状况正式结束。2008年，发行网点数量结构中，集、个体的网点数量最多，其中零售网点10.55万处，二级民营批发网点5454处，占70%的市场份额（见图表30），而国有书店和发行网点的数量却持续下降，占比也呈明显的下降趋势（见图表31），这从侧面反映出，不少国有发行网点的机制灵活性较差，市场化适应能力也较弱，在缺少了政策保护后，不少网点都难以避免亏损，只能关闭。出版社自办发行网点也处于不断萎缩的境地，这也主要归咎于出版社长期同市场分割运作，产业化程度较低，不适应自己经营大规模的发行渠道。

图表30.各类资本发行网点数量结构



来源：CEIC,国金证券研究所

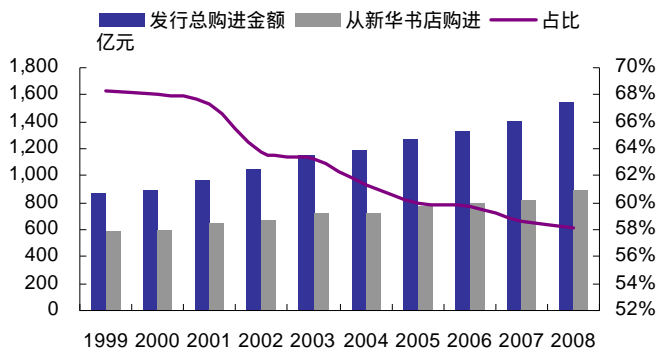
图表31.各类资本发行网点数量结构变化



■ 新华书店系统仍占主要市场份额

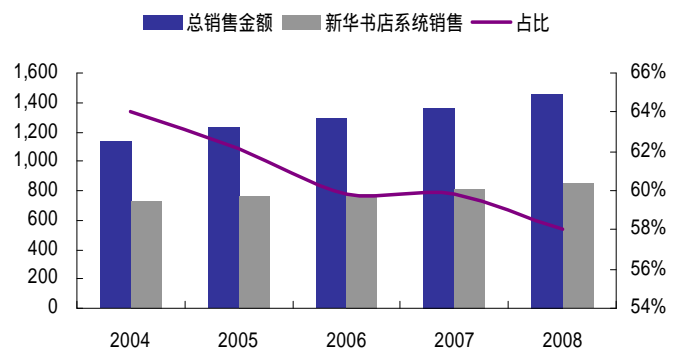
虽然国有发行体系的网点数量有所下降，但无论是从采购端、还是从销售端来看，新华书店仍占据着主要的市场份额。2008年，从新华书店购进金额占发行总购进金额之比为58.18%（见图表32），新华书店的销售金额占总销售金额之比为57.99%（见图表33）。但值得注意的是，新华书店的购进金额占发行总购进金额之比和销售金额占总销售金额之比均呈持续下降之势，说明非新华书店系统的市场份额正日益扩大，但就绝对量而言，新华系统的发行主渠道地位目前仍很难动摇。

图表32. 发行总购进与从新华书店购进总金额对比



来源：CEIC,国金证券研究所

图表33. 总销售额和新华书店销售额的年度比较



3.5. 我国发行行业的政策导向：重点发展文化产业、加快科技创新

根据《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》（以下简称《纲要》），国家共制定了四十八项与文化产业发展相关的政策和指导方针，其中涉及发行行业的有：“支持出版物发行企业开展跨地区、跨行业、跨所有制经营，重点发展连锁经营、现代物流和网络书店等现代出版物流通系统，形成若干大型发行集团，建设全国统一、开放、竞争、有序的出版物市场”；“推进连锁经营、物流配送、电子商务，加快文化产品物流中心建设，实行新型代理配送制度，建立以大城市为中心、中小城市相配套、贯通城乡的文化产品流通网络。”

《纲要》还指出，要加快文化领域核心技术研究，创新文化传播方式和手段，推动文化业态更新。加快传统出版发行业向现代出版发行业的转换，积极发展电子书、手机报刊、网络出版物等新兴业态。鼓励具有自主知识产权的网络文化产品的创作和研发，开发文化数据处理、存储和传输服务、移动文化信息服务、网上文化交易、数字互动体验服务、数字远程教育及数字娱乐产品等增值业务。

根据国家发改委和商务部联合下发的《外商投资产业指导目录》、《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干规定》(国发[2005]10号)及文化部等五部委联合下发的《关于文化领域引进外资的若干意见》(文办发[2005]19号)等政策文件，非公有资本、外商投资国内图书出版发行产业的规定如下：鼓励和支持非公有资本进入书报刊分销、音像制品分销、包装装潢印刷品印制等领域；鼓励和支持非公有资本从事文化产品和服务出口业务；允许非公有资本进入出版物印刷、可录类光盘生产、只读类光盘复制等文化行业和领域；非公有资本可以投资参股下列领域国有文化企业：出版物印刷、发行，新闻出版单位的广告、发行等；上述文化企业国有资本必须控股51%以上；禁止外商投资从事书报刊的出版、总发行和进口业务，音像制品和电子出版物的出版、制作、总发行和进口业务；允许外商以独资或合资、合作的方式设立包装装潢印刷、书报刊分销、可录类光盘生产、艺术品经营等企业。在中方控股51%以上或中方占有主导地位的条件下，允许外商以合资、合作的方式设立出版物印刷和只读类光盘复制等企业，参与国有书报刊音像制品发行企业股份制改造。

可见，政策在出版物发行企业的外延式发展及业态创新方面均提供了有力的支持，但同时也放开了出版物发行行业的进入壁垒，提高了行业的市场化程度，加剧了行业内竞争。

3.6. 出版物发行业未来的发展方向：经营模式转型+跨区域整合

网上书店电子商务对传统图书发行模式构成了日益严峻的冲击，也或将成为行业未来发展的空间所在。我们认为，电子商务较高的物流成本以及新的阅读习惯较漫长的形成过程，将使得现有图书发行体系在相当长的时间里仍将占据主导地位。

由于历史原因形成的新华书店门店网络在地理位置、自有物业比例、租金水平(新华书店属文化产业,租金享受国家的政策倾斜)等诸多方面形成的显著优势将使其在未来市场格局中拥有一定的“资源禀赋”优势,如若在今后的发展中能够进行更为深入的市场化、产业化改革,建立科学、健全的物流、库存管理体系以及现代化的企业管理体制,将能够更大限度地实现渠道资源价值的显性化和最大化。

- 发行商面临的挑战:网上书店对实体书店的冲击;人工成本上涨;物业租金上涨

随着网络电子商务的迅速发展和人工成本的大幅上升,新华书店系统的零售网点日益受到严峻的挑战。

尽管目前由于物流成本高企等方面的原因,国内网上书店基本仍处于亏损状态,但已无法阻止越来越多的人通过互联网购买所需要的书籍,书店单位面积的图书销售出现显著下降;而且,长期以来形成的准事业体制导致国有图书发行企业冗员情况严重,人工成本不断大幅攀升,再加上屡禁不绝的图书偷盗行为,除少数地理位置优越的大型书城,大多数图书零售网点基本处于亏损的状态。

国有图书发行企业能够享受大量的国家文化产业政策扶持,虽由于体制的原因经营状况不甚理想,但凭借物业低租金的优势尚能维持,而大量民营书商则在不断上涨的商业租金压力下已是步履艰难。因此,图书零售网络的经营模式亟待全面转型。

- 发行商的转型方向:泛文化经营提升盈利能力,电子商务打开发展空间

一方面,地处消费水平较高之大城市的大型书城应积极向多业态组合的“文化MALL”经营模式转变。大型书城一般地处大城市的经济繁华地段或者城市分中心,往往是客流量巨大的商业街和人口集聚区,在这些地区建设大型“文化MALL”能够形成以文化消费、文化体验为核心内容的文化商业地标。“文化MALL”能够凭借其独特新颖的高端定位、黄金地段地理位置、文化产业政策扶持(低租金)等优势,在图书销售的基础上融合与之相关的咖啡与茶、品牌简餐、主题玩具(如迪斯尼授权玩具)、创意精品、艺术收藏、时尚数码以及动漫、琴棋文具等文化休闲消费,扩大并满足不同文化消费者的连带需求和文化体验。此举不仅能够提高客流量和人均消费水平,提升文化内涵、品牌形象,还能在提升图书及相关增值商品销售业绩的同时提高物业租金水平,通过引入品牌商户收取租金的模式减少自己经营的风险,提升整体盈利水平。

另一方面,散落在城市中面积较小的新华书店由于受到网上书店、民营书店的冲击更为直接,传统的开放式书架图书零售模式亟待转型,从已有经营模式转变的雏形来看,向兼有图书、音像制品、主题玩具、动漫文具以及上网功能的社区书店方向应是大势所趋。其中的核心仍旧是传统单一图书(书架)销售形式的压缩以及泛文化经营的提升。尽管单店的盈利水平不会很高,但改变目前持续亏损的状况应是可以预期的。

在图书发行网络经营模式转型的过程中,能有效使用电子商务的传统图书发行企业有较大的优势。因为网上书店及数字出版将从实体书店和纸质出版物之处分流越来越多的读者人群,成为行业发展的大势所趋。国有体制的新华发行集团可以通过自建或收购网上书店品牌推进实体书店经营和电子商务的结合。从目前网上购书电子商务的发展来看,网上书店的经营状况还不甚理想,不断攀升的网下商品物流配送费用成为吞噬其利润的主要原因。因此,消费者已形成使用习惯的电子商务品牌还需与拥有中心城区广泛分布之书店和物流配送体系的图书发行企业紧密结合,以实现双方的共赢。图书发行企业能够形成具有一定知名度的网上书店品牌,完全可以在所属大型书城或社区书店设置电脑进行网上查询,通过“前店后仓库”的方式大大缩减开放式书架面积,让更多的商业面积用于高附加值的品牌“店中店”的出租业务,获取更高的租金回报。

- 发行商未来发展的潜力:寻找横向或纵向的外延式发展机会

由于中国的发行业是图书出版发行产业链上的一个环节,有一定的孤立性,因此,有发展潜力的发行企业应当不仅局限于发行业本身,而应当积极寻求产业整合的收购兼并机会。

横向来看，发行业企业应当寻求跨地区并购的机会。由于如今的各省的新华书店基本各成一体，导致了市场分割，资源不能共享，阻碍了发行业的长远发展，因此，应当寻求机会收购兼并其他省市新华书店的发行资源。

纵向来看，发行业企业应当寻求产业链上游的收购兼并机会。发行业本身只是大产业链中的一个环节，有一定的孤立性，未来发展前景有限，而大型发行企业拥有广泛的终端销售网络，能获得第一手图书市场信息，对图书选题内容的文化价值和市场价值有准确清晰的判断，若进入上游出版领域，则能增强满足市场需求的能力。因此，从现有资源禀赋和未来发展前景两方面而言，发行业企业都应当积极寻找上游出版业的合并机会，产业链完整的出版发行运营商势必将获得更多的机会。

4. 公司概况及主营业务

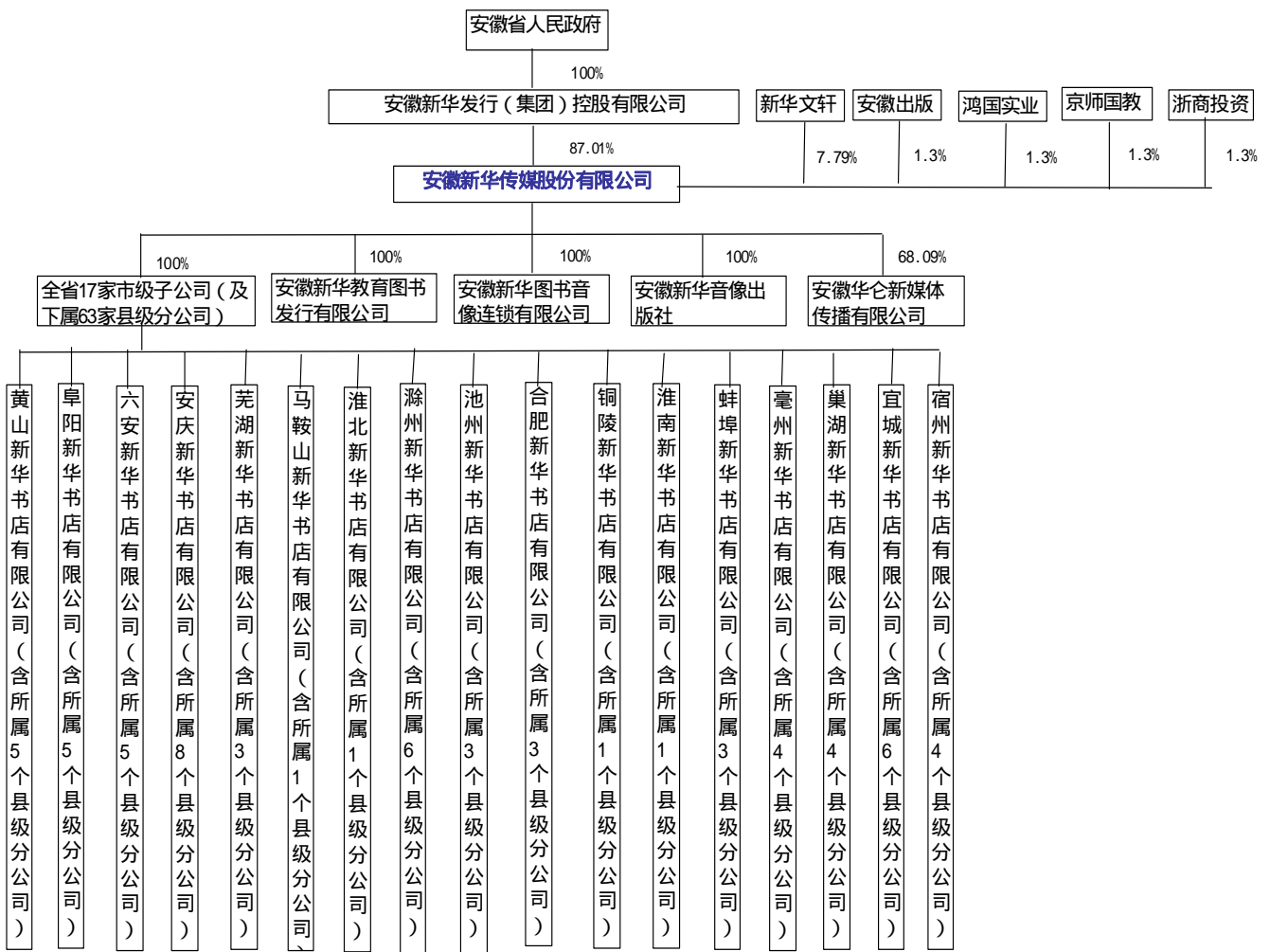
4.1. 公司简介

皖新传媒是安徽省规模最大的文化企业，是我国中部地区最大的出版物发行企业。2007--2008年，公司连续入选“中国 500 家最大服务企业”，名列 208 位；2009 年公司继续入选“中国 500 家最大服务企业”并列发行行业第 2 位。2008 年，在中宣部组织的全国文化企业 30 强评选中，本公司名列全国新闻出版发行行业第 6 强，发行行业第 2 强。公司主要从事出版物的批发、零售；文体用品零售；音像出版；广告传播。出版物主要包括教材、一般图书和音像制品。下设教材中心，从事全省中小学教材发行业务。安徽省在 2002 年即被确定为中小学教材发行招标试点地区，所有符合竞标资质的企业均可参与竞标。在激烈的竞争中，本公司以完善的发行网络体系、高效的物流保障能力以及良好的商誉，连续赢得了 2002 年秋季至 2004 年春季、2006 年秋季至 2008 年春季安徽省中小学教材全部品种的总发行权。每年春秋两季开学前，本公司教材中心合理调配资源，统筹安排全省中小学教材的采购、仓储、调运、调剂等工作，及时把教材送到学校和学生手里，确保了“课前到书，人手一册”。

公司下属子公司连锁公司、教辅公司和 17 个市级子公司从事一般图书和音像制品的发行业务，与全国近千家图书、音像制品供应商有着长期、友好的业务合作关系。本公司拥有遍布安徽省 17 个省辖市及其县、镇(乡)三级分销网络，共有 507 个发行网点，营业面积约 16 万平方米，其中以闻名中部地区的“安徽图书城”为代表的大中型图书城有 37 个。

2007 年 12 月，安徽省财政厅同意将安徽新华发行（集团）控股有限公司 28.57% 的国有股权在安徽省产权交易中心公开挂牌转让，实际转让了 12.99% 的股权，引入了 5 家战略投资者——四川新华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。股权转让后的股权机构见图表 34。

图表34.皖新传媒股权结构图及主要资产



来源：招股说明书，国金证券研究所

目前公司有 4 家专业子公司，分别为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、安徽华仑新媒体传播有限公司，另有分布全省的 17 家市级全资子公司。

4.2. 主营业务

公司从事的主要业务为教材、一般图书、音像制品、电子出版物的批发与零售，是安徽省规模最大的文化企业，是给我我国中部地区最大的出版物发行企业。公司在全省有 17 个市级子公司及其所属 63 个县级分公司，507 个营业网点(见图表 35)，营业面积约为 16 万平米，拥有以“安徽图书城”为代表的大中型图书城卖场 37 个；公司以各地子公司为主体形成的较为完善的销售渠道，有效地形成了专业化、网络化、规模化经营。“条块结合”的业务模式，扩大了公司的市场覆盖，保证了公司各项主营业务的成长。

图表35.覆盖全省的渠道终端

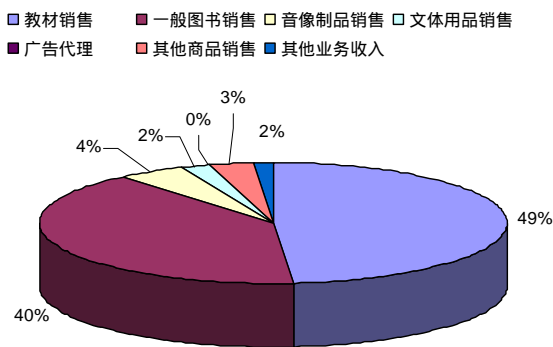


来源：招股说明书，国金证券研究所

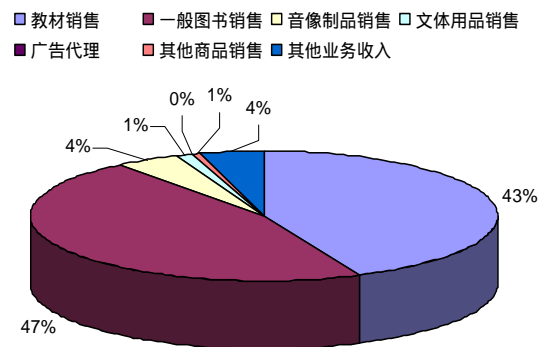
教材销售和一般图书销售是公司核心业务。由于连续夺得安徽省内中小学教材全部品质的总发行权，公司的中小学教材发行业务的市场占有率为 100%；公司的一般图书和音像制品发行的市场占有率逐年提高，达到 60%以上。

09 年上半年，教材销售占营业收入之比为 49%(见图表 36)，但由于其毛利率较低(见图表 38)，其营业利润的占比有所下降，为 43%(见图表 37)。一般图书销售业务占收入之比为 40%(见图表 32)，仅次于教材，由于其毛利率较高(见图表 38)，因此占营业利润之比为 47%(见图表 37)。

图表36.2009 年上半年公司各业务的营业收入占比

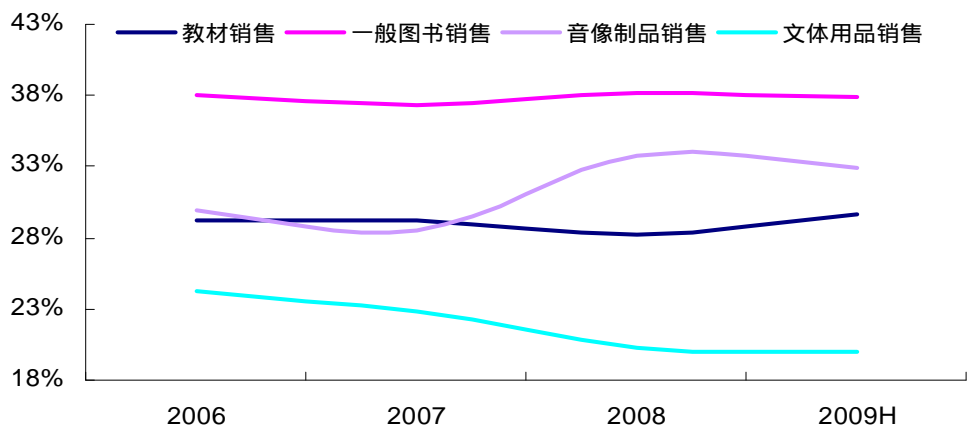


图表37.2009 年上半年公司各业务的毛利润占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表38.公司发行业务的各子业务的毛利率水平



来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 教材业务有先行者优势，增长稳定；一般图书业务发展势头良好

教材销售是公司的主要业绩支撑点，这是新华系统发行商的普遍特点。公司下设的教材中心从事全省中小学教材发行业务。在过去的两期招标过程中，公司凭借完善的发行网络体系、高效的物流保障能力、丰富的教材发行经验以及良好的商业信誉，连续赢得了两期安徽省中小学教材全部品种的总发行权。可以说，公司在教材业务领域具有明显的先行者优势。

由于教材市场有较刚性的需求，也存在一定的垄断性，因此容易受到政策的调控，即，公司的教材业务的业绩水平要受到政策外生变量的影响，有一定的不可控性。我们看到，08年起，教材的毛利率明显下降（见图表 34），这是因为 2008 年春季学期起，安徽省政府对全省农村义务教育阶段所有学生提供免费教材。而免费教材实行统一采购，存在一定的发行折扣，挤压教材发行业务的利润空间。

我们认为，由于适龄人群的数量相对稳定，总体而言，教材业务未来将保持相对平稳(见图表 39)。

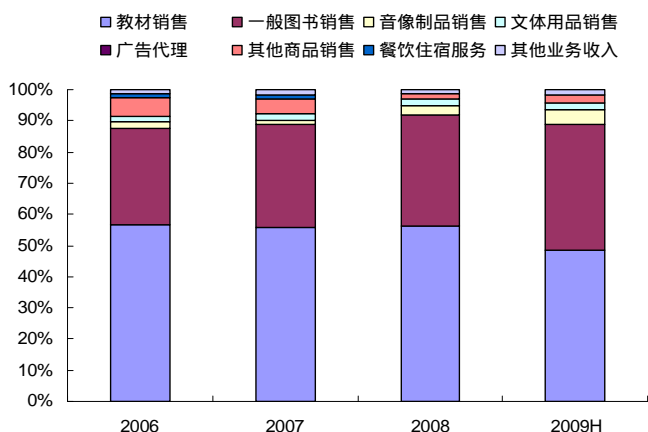
图表39.教材业务收入及毛利率分析预期

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
教材销售收入	996.85	1184.75	1216.28	1360.81	507.94	1379.00	1405.92	1432.34
增长率		18.85%	2.66%	11.88%		1.34%	1.95%	1.88%
占发行总收入之比	63.70%	62.99%	61.78%	59.48%	51.92%	56.47%	53.53%	50.50%
销售量		238.80	243.17	250.31	115.81	251.88	253.94	256.53
销售单价		4.96	5.00	5.44	4.39	5.47	5.54	5.58
教材销售成本		838.77	861.04	976.93	357.03	970.12	991.17	1012.67
教材销售毛利率		29.20%	29.21%	28.21%	29.71%	29.65%	29.50%	29.30%

来源：招股说明书，国金证券研究所

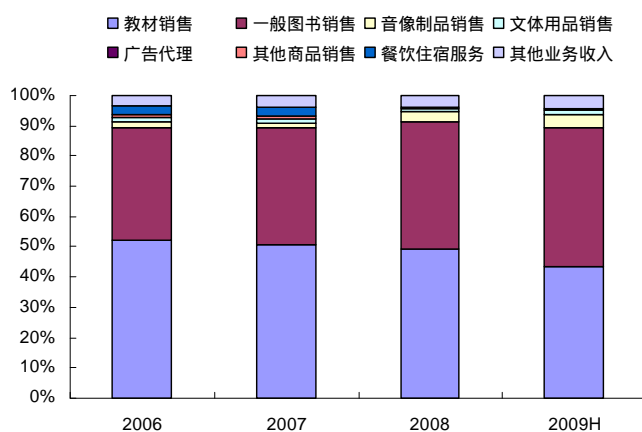
但我们也看到，教材销售的占比逐年下降(见图 40、41)，到 09 年上半年，教材占比更是首次低于 50%，而一般图书的收入增速则每年均明显超过教材(见图表 42)，这一方面是由于政府鼓励对部分免费教材实行循环使用，导致部分循环使用教材年度采购量有所下降，减少了教材发行收入；另一方面则是由于公司的一般图书销售的发展势头良好，公司正在逐步摆脱对教材的依赖。

图表40.公司各业务的营业收入占比的年度比较

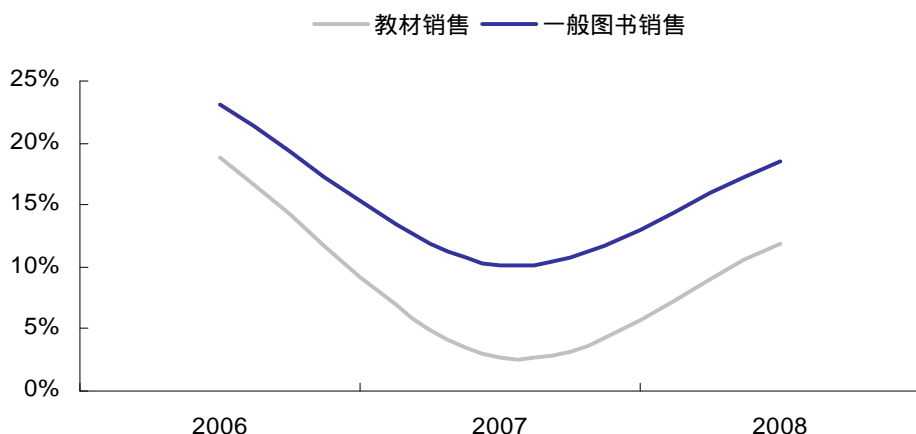


来源：招股说明书，国金证券研究所

图表41.公司各业务的毛利润占比的年度比较



图表42.教材销售收入增速与一般图书销售收入增速的对比



来源：招股说明书，国金证券研究所

我们认为，公司的网点优势及较好的物流体系均为一般图书发行业务的增长奠定了较好的基础。随着人们生活水平的提高及对多元化图书的需求，公司的一

般图书销售业务或将成为公司图书发行业务的发展重心。我们对一般图书发行业务的预测见图表 43。

图表43. 一般图书业务的业绩预测

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009F	2010F	2011F
一般图书销售收入	532.28	655.24	721.83	855.30	423.37	968.89	1114.70	1285.92
增长率		23.10%	10.16%	18.49%		13.28%	15.05%	15.36%
占发行总收入之比	34.01%	34.84%	36.66%	37.38%	43.27%	39.68%	42.44%	45.34%
销售量		129.14	131.68	150.97	101.47	193.25	228.03	255.39
增长率			1.97%	14.65%		28.00%	18.00%	12.00%
销售单价		5.07	5.48	5.67	4.17	5.01	4.89	5.04
增长率			8.03%	3.35%	-26.35%	-11.50%	-2.50%	3.00%
一般图书销售成本		406.10	452.61	529.35	262.68	600.71	688.89	794.70
一般图书销售毛利率		38.02%	37.30%	38.11%	37.95%	38.00%	38.20%	38.20%

来源：国金证券研究所

■ 公司的经营优势及劣势

我们认为，公司在发行领域的优势主要体现在：

1，新华发行系统的网点渠道优势；

公司覆盖全省的终端渠道是公司的主要竞争优势之一。作为发行企业而言，完善的销售渠道，一方面能有助于公司形成专业化、网络化、规模化经营，提高经营效应，占据更多的市场份额；另一方面，网络优势也为公司的转型经营提供了更广阔的平台。

2，政策优势；

公司的政策优势主要体现在税收优势。

根据财政部、国家税务总局《关于出版物和电影拷贝增值税及电影发行营业税政策的通知》规定，在 2005 年底以前，本公司县（含县级市）及其以下网点销售的出版物，实行增值税先征后退办法。根据财政部、国家税务总局《关于宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》规定，自 2006 年 1 月 1 日起至 2008 年 12 月 31 日，本公司下属县及县以下网点在本地销售的出版物，免征增值税。根据中央扶持文化产业发展的税收优惠政策，财政部、国家税务总局正在办理新一轮增值税优惠政策。

此外，据相关规定，从 2006 年 1 月 1 日起至 2013 年 12 月 31 日，本公司、下属专业子公司和 17 个市级子公司免征企业所得税。

报告期内，公司增值税优惠金额占利润总额的比例在 20%左右，所得税免税金额占利润总额的比例在 25%以上，税收优惠占本公司利润总额比例较高，具有行业特点。此外，作为国有控股的文化企业，公司享有较大的租金优惠。在租金成本日益高企的今天，低租金无疑是公司相对于民营、外资企业的重要优势之一。

3，强大的物流优势；

公司非常强调提高物流园区的性价比，目前拥有图书发行仓库面积约 15.66 万平米，各市级子公司均拥有图书存储仓库，用于图书的接受、暂存、分拣配发等物流作业，其位于合肥的总部的物流园，建筑面积近 5.5 万平米，包括一般图书配送仓库、教材教辅配送仓库、办公综合楼一座及其他配套附属设施。一般图书配送仓库可储存 21 万件，20 万个品种的图书；物流园的自动化流水线日处理能力可达 4000 件，峰值处理能力可达 6000 件；其人工分拣和自动分拣的退货流水线，可同时向 80 个货源单位进行退货分拣，退书日处理能力可达 1000 件。

物流园已实现了物流系统和 ERP 系统无缝连接操作。大部分地区的图书发运均采用以汽车直送的“门到门”运输方式。物流园主要向各市级子公司提供集中采购、集中仓储、集中发送等服务。

物流系统的使用对提高劳动生产率、缩短图书传递时间、减轻员工劳动强度、增强图书处理时效性、保证作业质量起到了显著的效果。同时，物流系统在业务、配送、信息上对全省图书发行提供了强有力的支撑，对加快全省图书营销网点及连锁经营建设、缩短图书配送时间、提高对基层书店的服务质量、提升本公司的形象和市场竞争力都起到了至关重要的作用。

4，灵活的机制优势；

公司是较早完成股份制改制的文化企业之一，目前公司已适当分散了国有股权，引入了战略投资者，已建立了规范的法人治理结构，实现了较为市场化的经营机制，这些都使得公司拥有较灵活的经营权。此外，良好的机制能吸引有能力的管理层，而管理层素质对于传媒企业而言，具有举足轻重的作用。

5，读者市场优势。

作为新华发行系统的一员，公司有知名的品牌、较完善的网点、较长的历史，在省内享有一定的垄断性经营优势，也拥有较大的读者群，这是公司的先发者优势之一。特别地，对于教材发行业务，发行企业的经营情况与所在省份的适龄学生的数量直接挂钩，而安徽省是人口大省，能为教材销售提供庞大稳定的市场。公司作为省内的独家教材发行商，将明显受益。

但公司的劣势也比较明显：

1，发行业发展空间有限，公司缺少有力的业绩支撑点。

发行业务毛利较薄，发展空间有限，而公司以发行业务为核心主业，业务构成单一，因而缺少有力的业绩支撑点。如今，发行业务的市场化程度的提高及网络电子商务等新型业态的出现已是大势所趋，公司未来必须要努力在优化业务结构，实施业态创新和培育新的利润增长点取得突破。

2，核心竞争力较弱；

公司的主要两块业务均缺少核心的不可替代的市场竞争力。教材销售有一定的行政垄断性，公司的优势主要在于其新华发行系统网络优势，而非在于市场化环境下培育出的核心竞争力；而一般图书领域，公司的竞争优势并不明显，虽然公司目前的市场占有率较为可观，但就整体盈利模式而言，并无明显的出彩之笔。

未来，中小学教材公开招标制度及免费教材和循环教材政策的全面实施将对公司的教材销售业务形成一定的压力，比如将挤压利润空间、延长回款周期、加大资金压力等，这均对公司的教材销售业务构成一定的制约。

在一般图书领域，随着发行体制改革的深入和民营、外资等非公资本的逐步进入导致的发行业整体的市场化程度的提高，行业竞争日趋激烈。民企以体制灵活见长，外企以管理规范见长，面对这两类竞争对手，公司将如何应对，如何将目前拥有的一定的制度优势、网络优势、人才优势、信息优势转换成真正的不可替代的核心竞争力，是公司管理层必须思考的问题。

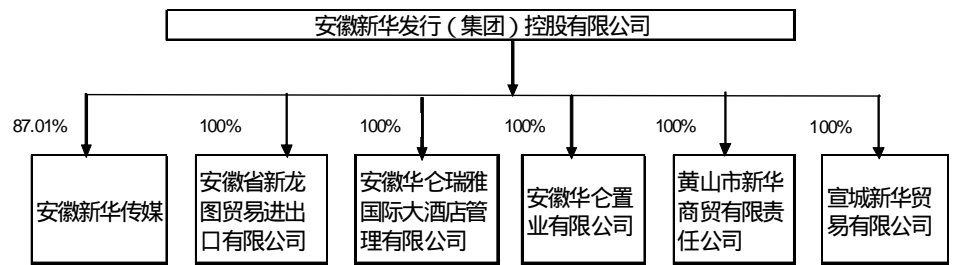
3，目前缺少横向（跨区域）和纵向（产业链）整合的资源。

横向而言，目前我国出版物发行市场仍存在较强的地域壁垒和地方保护，跨区域并购存在一定的难度，且公司目前尚不具备强势的整合实力。

纵向而言，公司也较难获得产业链上下游的整合机会和资源。由于传媒业公司受到的政策限制，因此纵向整合的机会往往在于股东的优质资产的注入，而深入分析公司的股东背景，我们就可以发现，公司缺少这样的股东背景支持。公司的控股股东新华控股仅是控股型公司，本身无实质性的可注入的优质资产，而其控股的其他企业(见图表 44)原本就是从公司剥离出来的辅业，也没有可注入的有价值的经营性资产；公司的其他股东中，鸿国实业、京师国教均为实业投资公司，缺少实质性的资产可注入；新华文轩也从事图书、报纸、期刊、电子出版物的销售业务，与公司业务具有一定的重叠性，但其是 H 股上市公司，自身就是资本运作平台，没有可能将优质资产注入公司；同是安徽省人民政府控制的安徽出版集团本是公司最有可能整合的上游企业，但如今后者早已借壳科大创新上市（借壳后改名为时代出版）(见图表 45)，拥有了自身的资本运作

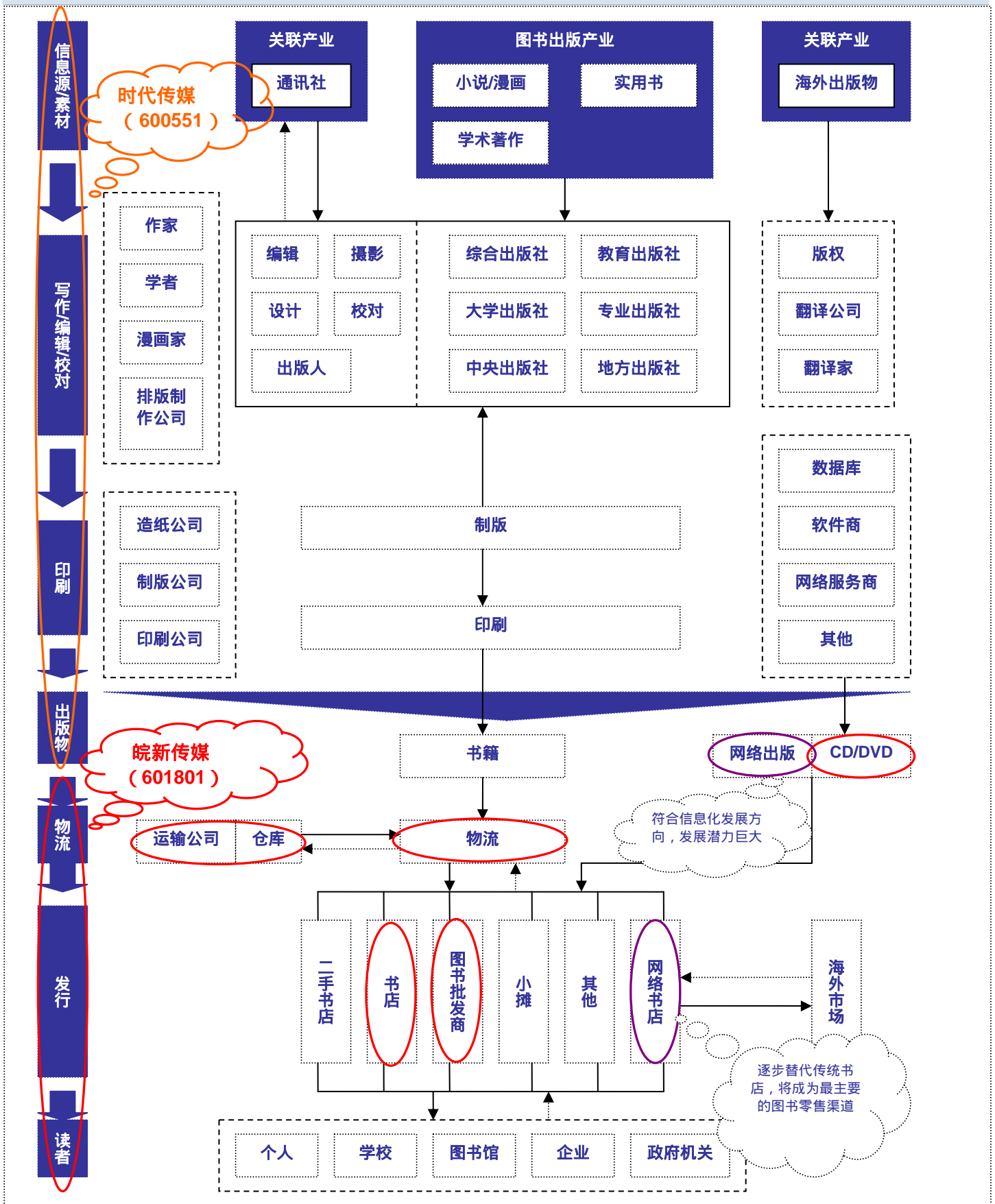
平台，无需依靠公司来进行资本运作。因此，公司未来省内的产业链纵向整合的机会相对有限。

图表44. 公司控股股东控制的企业



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表45.图书出版发行业的产业链分布



来源：国金证券研究所

注：橙色圈出部分为上游出版行业的上市公司时代传媒所涉及的产业链部分；红色圈出的部分为公司现已涉及的产业链部分及其从事的具体业务；紫色圈出的部分为公司未来需加强的业务方向，亦是发行行业未来发展的方向

■ 未来发展方向：

鉴于现有的资源条件，我们认为，公司未来在以下几个方面还拥有较大的发展空间：

1，集约化的管控模式，提高经营效率；

对大型发行企业而言，如何管理分布广泛的众多营业网点至关重要，特别对于国有发行集团而言，加强管理的规范化、减少漏损点更是当务之急。我们认为，公司未来应当运用股份制改造和现代企业法人治理结构的制度优势，优化母子公司管理体系和管理流程再造，提高库存、物流等多方面的管理水平，这样一方面能减少内部漏损点、降低运作成本，另一方面能加强公司对市场的反应敏感度，从而有利于公司优化销售结构，提高一般图书、文体用品等竞争性产品的贡献率，进行发行业的盈利模式创新。

2，提升渠道的终端价值；

国有图书发行企业拥有广泛的销售渠道终端，但渠道终端功能单一，渠道终端商业价值没有得到充分利用。随着市场竞争加剧及发行业的业态创新的逐步推进，拥有广泛渠道终端网络的图书发行集团有必要也有能力充分挖掘销售渠道终端的附加值，为公司带来较高回报。

庆幸的是，公司已经意识到这个问题，提出要“在全省图书卖场，创新业态，做强出版物发行主业，利用好自有物业优势”。如今，公司已于部分的乡镇卖场实行“混业经营”，发挥文化用品和其他商品的协同效应；在部分城市卖场实行“店中店”经营模式，经营数码、眼镜、文体用品等，公司还拟募集资金凭借卖场网点优势进入数字广告媒体领域。我们积极肯定公司在提升渠道终端价值方面做出的努力，我们认为，通过对销售终端市场价值的不断深入挖掘，网点的固有商业价值将逐步释放，从而形成行业新的盈利模式、提升公司的业绩水平。

3，积极涉足网上书店经营，推进经营转型；

如果说提升渠道的终端价值仅是对传统经营模式的创新，那么网上书店经营则是对整个发行业的业态创新。随着人们阅读方式及生活节奏的改变，电子出版物将是未来的趋势所在，因此公司应当积极把握行业转型的趋势，以在行业转型中获得先发者优势。

4，依托现有优势，进行上下游产业链的多元化扩张；

正如我们已提到的，发行业企业想要获得更大的未来发展空间，则向上下游进行产业链拓展是非常重要的。如今公司已收购了安徽新华音像的音乐资源的出版资产，我们认为，这是有利于公司未来发展的。但目前此块业务的规模尚小，尚不足以成为公司的重要业绩支撑点，未来公司将如何进行经营，我们将予以积极的关注。未来，公司也应当积极关注其他的产业链上下游延伸的机会。

5，加强与其他地区骨干发行企业的合作，把握可能存在的跨地区并购契机

公司作为中部地区最大的出版物发行企业，初步具备实施行业整合的优势和条件。根据公司制定的发展战略，在进入资本市场后，将通过建立持续稳定的融资渠道，运用企业的创新能力及较为成熟的管理模式，积极推进跨区整合，打破全国出版物发行行业区域分割的格局，在全国出版物发行行业宏观布局中促进中部地区发行中心的形成，力争成为中部地区出版发行市场的主导者和战略投资者。

我们认为，现在公司尚不完全具备进行跨区域资本运作的条件，但应当通过积极地与其他省市的发行企业保持良好的合作关系，一方面能借势增强自身的经营实力，另一方面，也能为公司未来的跨区域并购打下良好基础。目前公司是发行企业中为数不多的上市公司之一，具有明显的先发者优势，未来将有较大潜力成为区域文化产业的整合者，甚至成为全国文化领域的战略投资者，这将给公司带来巨大契机。

5. 募股资金投向分析

公司的募股资金投向见图 46。

图表46.IPO 募集资金用途一览

项目名称	总投资额	项目内容	投资利润率	投资回收期
新网工程——安徽图书音像及文化商品经营网点的建设项目	48,000	在安徽省域17个省籍市中,新建安庆、巢湖、亳州3个省籍市图书城;新购房产,扩大蚌埠、铜陵2地图书卖场;改扩建淮北、宿州、合肥(四牌楼店)、宣城、池州5个省籍市图书城。新建宿松、桐城2个县中心卖场;新购增加界首、萧县2地卖场;改扩建东至、泗县、舒城、利辛、歙县、枞阳、霍山7个县级中心卖场。在无为、襄安、蕪湖新建镇便民店;在滁州乌衣镇配好扩建镇便民店。	14.33%	9.17年(含2年建设期)
畅网工程——安徽图书音像及文化商品物流体系、信息化建设项目	8,000	物流中心二期工程建设;企业信息化系统升级建设,包括销售链管理模块建设;计划管理模块升级改造建设;库存管理模块升级改造建设等	-	-
e网工程——安徽数字广告媒体网络建设项目	15,200	采用数字技术,对全省新华书店卖场的楼体、店堂广告位资源进行深度开发,建立以全天候LED显示系统为主体的广告联播媒体系统	18.50%	5.95年(含2年建设期)
合计	71,200			

来源:招股说明书,国金证券研究所

归结起来,募集资金的主要投向为扩展实体书店网络、加强物流体系建设及管理信息化建设、数字广告媒体网络建设。

我们非常认同公司的募股投向。“新网工程”中公司拟创新卖场业态,建立“店中店”,探索“条块结合”规模经营的新模式,这有利于提高盈利能力;公司还准备改变以往各店文体、数码等商品分散经营的局面,实现卖场核心资源与专业公司的对接,统一合作经营的方式,在全省卖场统一按照“新华数码”、“新华贝发(文体)”、“新华眼镜”模块进行标准配置,提高商品周转率及附加值,提升卖场效益。在农村全面建设“新华书店便民店”、实施混业经营战略,结合本地农村市场需求,扩大经营范围,从事文体用品、数码产品、日用百货等各类商品的经营,这些有助于公司进行泛文化经营,改善盈利模式,提升盈利水平。“畅网工程”有利于公司完善物流体系,为公司扩张实体店面、开拓网络书店等奠定坚实的基础。“e网工程”则是公司致力于提升终端渠道价值并积极拓展新媒体领域的表现。公司拟用2年时间完成安徽省各市县新华书店卖场内外的广告媒体体系建设,形成对拥有近6600万人口的全省广告区域的全面覆盖。我们认为,此项业务若发展得当,将成为公司经营中的一大亮点。

但是,我们对公司投入巨资进行“新网工程”持相对谨慎态度。据我们了解,淮北书店已在2006、2007年两年连续扩建(见图表47)。目前的图书城共16层,地下一层,地上15层,但除了1-2层用作图书经营外,其余均作出租用,而公司也缺少对出租楼面的统一规划,因此并未形成有价值的商业物业。我们根据公司先期垫付的资金,计算了淮北图书城的投资额度、单位面积投资额及净利润,发现投资收益率较低(见图表47)。在这样的背景下,公司又拟募资对淮北图书城进行扩建,其是否能取得良好的效益,尚有待观察。

图表47. 淮北图书城建设的相关情况

年份	项目	金额 (万元)
淮北图书城相关建设		
2006	淮北图书城建设	800
2007	淮北图书城追加投资	1600
2008	淮北图书城改造、扩建	2533
2008	淮北图书城设备购置	1063
合计		5996
面积 (平方米)		6722.45
单位面积投资额		0.89
2008年净利润 (包括濉溪县1家县级分公司)		440.47
投资收益率		7.35%

来源：招股说明书，国金证券研究所

而公司拟拓展的其他门店也在一定程度上存在此问题，如蚌埠图书城(见图表48)。公司门店建设的资金使用效率是否能够提高，我们将予以密切关注。

图表48. 蚌埠图书城建设的相关情况

蚌埠图书城相关建设		
2008	蚌埠新购房产	3183
2009H	蚌埠图书城扩建工程	109
合计		3292
面积 (平方米)		2170
单位面积投资额 (万元/平米)		1.52
2008年净利润 (包括怀远县、固镇县、五河县3家县级分公司)		219.11
投资收益率		6.66%

来源：国金证券研究所

此外，公司的货币资金非常充裕，08年末，有货币资金 11.9 亿元，占流动资金之比远高于其他出版类公司(见图表 49)；本次募股项目中，也有 1.32 亿元都已先期垫付，占拟募集总金额 7.12 亿元的 18.5%。我们认为，公司已有如此充裕的货币资金，此次 IPO 还将募集 8~9 亿元的资金，巨额现金的投资效率需要予以关注。

图表49. 2008 年末公司的货币资金占流动资金比例

	新华传媒 (600825.SH)	出版传媒 (601999.SH)	新华文轩 (0811.HK)	算术平均	皖新传媒 (601801.SH)
货币资金占流动资金比例	20.95%	46.17%	63.75%	43.62%	70.15%

来源：招股说明书，国金证券研究所

6. 风险提示

6.1. 经营管理风险

公司网点众多，物流管理和库存管理水平对于公司的稳健经营起到举足轻重的作用。若公司的管理水平跟不上网点扩张速度，则很容易出现低效率的内部损耗，影响到公司主营业务的发展。此外，募集资金完成后，加上原先较多的自由现金流，巨额现金如何将转换为较好的效益，也是公司管理层需要考虑的问题。

6.2. 业态转型的风险

业态转型对发行企业未来的发展而言有重要的意义。业态转型主要是指开办“店中店”等模式来深入挖掘终端渠道的价值。若在业态转型过程中，公司没有选择合适的商户，则可能无法有效地提升公司的业绩，也会对公司未来的发展空间形成较大的制约。具体而言，公司投入巨资打造的“e 网工程”若无法对数字广告商户进行合理定位及有效管理，则可能无法产生预期的效益。

6.3. 外延式发展的风险

公司未来若寻求到了跨地区或跨产业链的并购机会，则如何进行有效的整合以产生协同效应，是公司将要面临一大挑战。若公司无法很好地管理好并购对象，则会给公司的经营带来较大的负面影响。

附录：三张报表预测摘要

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销货净收入	2,099	2,185	2,414	2,579	2,780	3,010
增长率		4.1%	10.5%	6.8%	7.8%	8.3%
销货成本	-1,375	-1,421	-1,576	-1,660	-1,779	-1,915
% 收入	65.5%	65.0%	65.3%	64.4%	64.0%	63.6%
毛利	724	764	837	919	1,002	1,095
% 收入	34.5%	35.0%	34.7%	35.6%	36.0%	36.4%
销售及行政费用	-496	-520	-524	-584	-633	-684
% 收入	23.6%	23.8%	21.7%	22.7%	22.8%	22.7%
EBITDA	228	244	313	335	368	411
% 收入	10.9%	9.5%	9.7%	13.4%	12.6%	12.5%
折旧与摊销	-59	-65	-61	-60	-70	-84
% 收入	2.8%	3.0%	2.5%	2.3%	2.5%	2.8%
EBIT	170	179	253	275	298	328
% 收入	8.1%	8.2%	10.5%	10.6%	10.7%	10.9%
利息费用	11	17	12	21	32	34
投资收益	1	39	10	5	5	5
税前经营收益	182	236	275	300	335	367
% 收入	8.7%	10.8%	11.4%	11.7%	12.0%	12.2%
其他非经营收益	-25	-24	-22	-21	-31	-43
税前利润	157	212	252	279	304	324
% 收入	7.5%	9.7%	10.5%	10.8%	10.9%	10.8%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	156	212	252	279	304	324
净利率	7.5%	9.7%	10.5%	10.8%	10.9%	10.8%

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	157	212	252	279	304	324
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	81	73	72	71	71	85
非经营收益	-13	-60	-21	5	25	37
营运资金变动	-47	-135	101	193	46	59
经营活动现金净流	177	90	404	548	446	505
资本开支	-125	-97	-88	-156	-259	-232
投资	-43	-63	-1	-3	-2	-2
其他	18	63	26	5	5	5
投资活动现金净流	-150	-96	-63	-154	-256	-229
股权募资	0	0	7	1,041	0	0
债权募资	0	50	-50	0	0	0
其他	9	-36	-8	0	0	0
筹资活动现金净流	9	14	-51	1,041	0	0
现金净流量	36	8	290	1,435	190	276

来源：公司年报、国金证券研究所

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	892	900	1,190	2,625	2,815	3,091
应收款项	274	246	281	264	285	308
存货	172	166	197	189	203	219
其他流动资产	53	26	29	33	36	39
流动资产合计	1,390	1,338	1,696	3,111	3,338	3,657
% 总资产	54.1%	57.3%	62.8%	74.0%	72.7%	72.9%
长期投资	37	21	13	14	13	13
固定资产	745	640	662	738	893	995
无形资产	396	336	331	338	343	347
非流动资产合计	1,178	997	1,006	1,093	1,251	1,358
% 总资产	45.9%	42.7%	37.2%	26.0%	27.3%	27.1%
资产总计	2,569	2,336	2,703	4,204	4,590	5,014
短期借款	0	50	0	0	0	0
应付款项	843	673	957	1,088	1,164	1,258
其他流动负债	150	147	27	77	83	90
流动负债	993	870	984	1,165	1,248	1,348
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	993	870	984	1,165	1,248	1,348
普通股股东权益	1,574	1,466	1,712	3,032	3,335	3,659
少数股东权益	1	0	7	7	7	7
负债股东权益合计	2,569	2,336	2,703	4,204	4,590	5,014

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.196	0.265	0.315	0.307	0.334	0.356
每股净资产	1.967	1.832	2.139	3.331	3.665	4.021
每股经营现金净流	0.219	0.112	0.505	0.602	0.490	0.555
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.94%	14.44%	14.74%	9.20%	9.10%	8.85%
总资产收益率	6.09%	9.06%	9.33%	6.64%	6.62%	6.46%
投入资本收益率	10.77%	11.83%	14.69%	9.04%	8.92%	8.94%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	4.08%	10.47%	6.84%	7.81%	8.26%
EBIT增长率	N/A	5.77%	40.77%	8.77%	8.52%	9.94%
净利润增长率	N/A	35.33%	19.17%	10.59%	8.84%	6.65%
总资产增长率	N/A	-9.06%	15.70%	55.54%	9.18%	9.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.0	39.1	36.1	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	21.9	41.5	40.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	95.4	164.4	154.9	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	116.1	93.4	97.3	94.6	102.9	103.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.37%	-59.47%	-70.45%	-87.14%	-84.97%	-85.04%
EBIT利息保障倍数	-21.4	-14.3	-26.4	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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：

行业优化平均市盈率中，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。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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多种金融服务。我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。