

皖新传媒 (601801.SH) 新闻出版行业

评级：持有 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号：S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

张良卫

联系人
(8621)61038204
zhanglw@gjzq.com.cn

跨地域扩张迈出实质性步伐

事件

皖新传媒于2010年6月19日发布公告：公司与鸿国实业集团有限公司拟签署《安徽新华传媒股份有限公司与鸿国实业集团有限公司有关业务重组意向合作项目协议》，协议拟共同成立新公司并收购鸿国旗下江苏大众书局图书连锁有限公司有效的经营性资产与图书业务。

评论

跨地域扩张迈出实质性步伐：通过成立合资公司收购大众书局，取得合资公司的实质性控制权，公司实现了在周边沿海地区的低成本扩张，公司积极推动的跨地域扩张获得了实质性的推动，我们认为，随着文化体制改革的不断推进，未来的跨区域扩张，跨产业链的纵向一体化整合仍将会不断得到推进。

有望以此为平台进行全国范围内的扩张：大众书局拥有国家新闻出版总署核准的图书发行“图书总发行权”和“全国连锁经营权”，目前有8个卖场，营业面积约为2.5万平方米，凭借多年的探索创立了“图书+地产经营”的有效商业模式，目前已成为全国最大的民营图书连锁企业，未来不排除公司以此为平台进行全国范围内的扩张。

投资建议

此次合作仅仅是合作意向，具体的方案尚存在一定的不确定性，我们维持2010~2012年每股收益分别为0.334元、0.356元和0.418元的预测，按照最新11.73元的收盘价计算，公司未来三年动态市盈率分别为35.12倍、32.96倍和28.06倍，估值水平较前期有所回落，在出版发行行业中估值高于时代出版，户外广告市场的扩张效果还有待观察，跨地域扩张时点难以把握，因此，我们维持公司“持有”的投资评级，对此事我们持积极的评价，提示交易性机会。

附：大众书局基本资料

大众书局成立于2003年9月，由鸿国实业集团有限公司（占大众书局总股权的50.45%，）和江苏鸿国文化产业有限公司（该公司为鸿国实业集团有限公司控股子公司，母子公司存在关联关系）共同投资。其主要经营范围：文化产业投资管理、图书读物选题策划；图书、期刊、电子出版物零售，计算机软件服务以及场地租赁等。目前在南京、连云港、扬州和上海拥有8个图书卖场，总营业面积约2.5万平米。大众书局拥有国家新闻出版总署核准的图书发行“图书总发行权”和“全国连锁经营权”。几年来，大众书局以市场化的方式，创立了以图书经营为主体，其他文化业态为补充，多业态组合、专业化经营的“图书+地产经营”的有效商业模式，目前已成为全国最大的民营图书连锁企业。

图表1：传媒行业主要上市公司估值一览

代码	公司名称	价格 2010-6-18	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB 最新	EV/EBITDA 2010	投资建议
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E			
广电/有线网络														
600037.SH	歌华有线	15.26	161.81	0.31	0.35	0.40	0.45	49.02	43.11	38.15	33.61	3.57	23.17	买入
002238.SZ	天威视讯	22.42	59.86	0.29	0.33	0.54	0.57	76.57	68.56	41.91	39.13	4.86	18.14	买入
600831.SH	广电网络	9.26	52.17	0.18	0.25	0.32	0.38	51.44	36.75	29.30	24.37	4.29	15.48	买入
000917.SZ	电广传媒	17.99	73.11	0.07	0.45	0.53	0.63	257.00	39.98	33.69	28.69	3.51		买入
300027.SZ	华谊兄弟	35.55	119.45	0.25	0.45	0.65	0.85	141.27	79.00	55.12	41.97	8.29		买入
600088.SH	中视传媒	22.02	52.13	0.48	0.48	0.53	0.60	45.50	46.21	41.54	36.83	5.52		持有
报纸经营、广告														
600825.SH	新华传媒	10.86	94.56	0.27	0.35	0.41	0.45	40.22	31.03	26.81	24.03	4.46	26.74	买入
600880.SH	博瑞传播	18.33	112.88	0.44	0.58	0.67	0.76	41.86	31.60	27.56	24.18	8.14	23.62	买入
000793.SZ	华闻传媒	5.66	76.98	0.12	0.13	0.14	0.15	46.89	43.91	39.92	38.29	3.31		持有
002181.SZ	粤传媒	10.47	36.66	(0.27)	0.07	0.09	0.10	(39.27)	145.42	117.64	106.84	3.07		持有
600386.SH	北巴传媒	10.15	40.92	0.29	0.49	0.60	0.75	35.00	20.66	16.85	13.61	4.01		买入
002400.SZ	省广股份	36.16	29.79	0.86	0.90	1.18	1.52	11.80	11.33	8.59	6.67	3.16	29.49	持有
图书出版发行														
601999.SH	出版传媒	12.15	66.94	0.23	0.26	0.28	0.32	52.83	46.20	42.78	37.97	4.45	50.33	买入
600373.SH	鑫新股份	16.93	31.74	(0.46)	0.40	0.45	0.53	(36.71)	42.33	37.62	31.94	48.33		买入
600551.SH	时代出版	18.22	71.17	0.58	0.66	0.75	0.87	31.41	27.73	24.20	20.87	3.54		买入
601801.SH	皖新传媒	11.73	106.74	0.35	0.33	0.36	0.42	52.06	35.12	32.95	28.06	3.31		持有
新媒体及其它														
300058.SZ	蓝色光标	26.86	32.23	0.27	0.43	0.61	0.81	68.32	62.95	44.27	33.04	3.92	31.76	买入
300071.SZ	华谊嘉信	30.50	15.79	0.49	0.68	0.92	1.19	36.82	44.72	33.33	25.74	4.07	43.01	持有
300059.SZ	东方财富	61.15	85.61	0.51	0.78	1.08	1.32	35.90	78.40	56.73	46.33	5.40	72.74	持有
综合														
600832.SH	东方明珠	8.92	284.22	0.14	0.21	0.24	0.27	62.38	42.08	36.86	33.04	3.61	29.91	持有
000839.SZ	中信国安	11.76	184.39	0.39	0.30	0.40	0.75	30.02	39.07	29.63	15.72	3.17	18.09	持有
	Median	16.93	71.17	0.29	0.40	0.53	0.60	45.50	42.33	36.86	31.94	4.01	28.11	
	Average	19.64	85.20	0.28	0.42	0.53	0.65	51.92	48.39	38.83	32.90	6.48	31.87	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,185	2,414	2,545	2,780	3,010	3,238	货币资金	900	1,190	1,408	1,796	1,917	2,270
增长率		10.5%	5.4%	9.3%	8.3%	7.6%	应收款项	246	281	386	295	314	330
主营业务成本	-1,486	-1,637	-1,706	-1,849	-1,998	-2,156	存货	166	197	185	203	219	236
% 销售收入	68.0%	67.8%	67.0%	66.5%	66.4%	66.6%	其他流动资产	26	29	34	36	39	42
毛利	699	777	839	931	1,012	1,082	流动资产	1,338	1,696	2,013	2,330	2,489	2,878
% 销售收入	32.0%	32.2%	33.0%	33.5%	33.6%	33.4%	% 总资产	57.3%	62.8%	66.9%	66.6%	65.9%	69.2%
营业税金及附加	-9	-13	-14	-16	-17	-19	长期投资	21	13	135	136	135	135
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	640	662	539	710	827	816
营业费用	-276	-298	-309	-343	-370	-398	% 总资产	27.4%	24.5%	17.9%	20.3%	21.9%	19.6%
% 销售收入	12.6%	12.3%	12.1%	12.4%	12.3%	12.3%	无形资产	336	331	319	321	326	331
管理费用	-235	-213	-215	-274	-296	-319	非流动资产	997	1,006	994	1,169	1,290	1,284
% 销售收入	10.8%	8.8%	8.5%	9.9%	9.9%	9.9%	% 总资产	42.7%	37.2%	33.1%	33.4%	34.1%	30.8%
息税前利润 (EBIT)	179	253	301	298	328	345	资产总计	2,336	2,703	3,007	3,499	3,779	4,162
% 销售收入	8.2%	10.5%	11.8%	10.7%	10.9%	10.7%	短期借款	50	0	0	0	0	0
财务费用	17	12	13	33	38	43	应付款项	673	957	1,059	1,164	1,258	1,357
% 销售收入	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-1.2%	-1.3%	-1.3%	其他流动负债	147	27	-3	187	194	201
资产减值损失	-9	-12	-21	-2	-5	-9	流动负债	870	984	1,056	1,352	1,452	1,558
公允价值变动收益	4	-1	-5	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	39	10	10	5	5	5	其他长期负债	0	0	4	0	0	0
% 税前利润	18.5%	4.1%	3.8%	1.6%	1.5%	1.3%	负债	870	984	1,060	1,352	1,452	1,559
营业利润	231	262	299	334	366	385	普通股股东权益	1,466	1,712	1,944	2,144	2,324	2,600
营业利润率	10.6%	10.8%	11.7%	12.0%	12.2%	11.9%	少数股东权益	0	7	3	3	3	3
营业外收支	-19	-9	-23	-30	-42	-5	负债股东权益合计	2,336	2,703	3,007	3,499	3,779	4,162
税前利润	212	252	276	304	324	380	比率分析						
利润率	9.7%	10.5%	10.8%	10.9%	10.8%	11.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	0	0	0	0	0	0	每股指标						
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	每股收益	0.265	0.315	0.304	0.334	0.356	0.418
净利润	212	252	276	304	324	380	每股净资产	1.832	2.139	2.430	2.680	2.905	3.250
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.112	0.505	0.064	0.811	0.617	0.660
归属于母公司的净利润	212	252	276	304	324	380	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	9.7%	10.5%	10.9%	10.9%	10.8%	11.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.44%	14.74%	14.22%	14.18%	13.94%	14.62%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	9.06%	9.33%	9.19%	8.69%	8.57%	9.13%
净利润	212	252	276	304	324	380	投入资本收益率	11.83%	14.69%	15.48%	13.88%	14.08%	13.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	73	72	87	57	74	85	主营业务收入增长率	4.08%	10.47%	5.43%	9.26%	8.26%	7.57%
非经营收益	-60	-21	-19	24	37	0	EBIT增长率	5.77%	40.77%	19.31%	-1.07%	9.94%	5.39%
营运资金变动	-135	101	-293	264	59	64	净利润增长率	35.33%	19.17%	9.59%	9.94%	6.53%	17.36%
经营活动现金净流	90	404	51	649	494	528	总资产增长率	-9.06%	15.70%	11.25%	16.36%	8.02%	10.13%
资本开支	-97	-88	-41	-259	-231	-75	资产管理能力						
投资	-63	-1	10	-3	-2	-2	应收账款周转天数	39.1	36.1	44.9	36.0	36.0	36.0
其他	63	26	15	5	5	5	存货周转天数	41.5	40.5	40.8	40.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-96	-63	-16	-257	-228	-72	应付账款周转天数	164.4	154.9	166.1	200.0	200.0	200.0
股权募资	0	7	0	0	-40	0	固定资产周转天数	93.4	97.3	76.7	87.2	91.1	81.2
债权募资	50	-50	233	-4	0	1	偿债能力						
其他	-36	-8	-51	0	-104	-104	净负债/股东权益	-59.47%	-70.45%	-73.48%	-84.80%	-83.55%	-88.30%
筹资活动现金净流	14	-51	182	-4	-144	-103	EBIT利息保障倍数	-10.5	-21.3	-22.6	-9.0	-8.5	-8.0
现金净流量	8	290	218	388	122	353	资产负债率	37.24%	36.41%	35.24%	38.63%	38.43%	37.46%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-01-04	减持		8.35 ~ 9.35
2	2010-03-22	持有	15.31	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室