

# 提升渠道附加值增厚收益

——皖新传媒（601801）调研报告——

增 持

## 内容摘要:

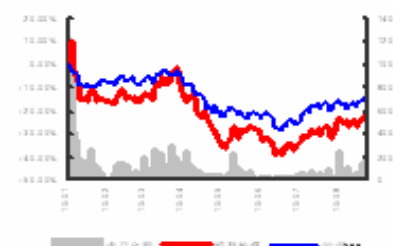
- **市场占有率省内第一、全国第四。**公司拥有安徽省中小学教材全部品种的独家总发行权，中小学教材发行市场占有率 100%；一般图书等业务的市场占有率 60%以上。《2009 年新闻出版产业分析报告》显示，公司总体经济规模位列全国发行集团第四位，比 2008 年上升 2 位，位居中部发行集团之首。
- **“渠道终端一体化”强化渠道控制力。**渠道为王终端为上在发行领域重要性日显。公司实施“渠道终端一体化”的战略，完善“货源归口，条块结合”的经营模式，强化了对未来市场的控制力。
- **提升渠道附加值，打造新媒体广告网。**新华书店最大的资源便是庞大的连锁实体书店。公司在全省 17 个市营业面积约 16 万平方米，募投项目将新增营业面积约 7.8 万平方米，达到近 24 万平方米。消费时代“文化”的概念具有无与伦比的优势。随着这些文化地产价值的不断增值，重估价值巨大。
- **业绩预测与估值。**预测皖新传媒 10-11 年分别实现每股收益 0.33 元、0.36 元，对应 9 月 9 日股价 13.86 元，09 - 11PE 分别为 45.62X、42X 和 38.85X。传媒业市盈率中值 67.75X(TTM，整体法)，公司所在细分行业出版业市盈率中值 (TTM，整体法) 为 54.94X，公司估值在行业内处于偏低水平。给予“增持”评级。

## 研究员

马凤桃  
执业证号: S1250200010002  
电话: 010-57631231  
邮箱: mft@swsc.com.cn

潘红敏  
执业证号: S1250110030182  
电话: 010-57631226  
邮箱: phm@swsc.com.cn

## 博瑞传播最近一年市场表现



公司 BETA	0.77
公司 Alpha	1.07

注: 标的指数为沪深 300 指数。

资料来源: Wind 资讯

科目	2009A	2010E	2011E
营业收入 (万元)	254,468	271,518	293,511
同比增长 (%)	5.42	6.7	8.1
净利润	27,617	30,137	33,877
同比增长 (%)	9.3	9.12	12.4
EPS (元)	0.35	0.33	0.36

市场占有率与渠道控制力是发行公司的根本竞争力所在。近日，我们到公司进行了实地调研。

公司营业收入主要由教材销售、一般图书销售和音像制品、文体用品及其他四部分构成，四项业务收入占公司总收入的 99.7%，其中教材业务约占 48%。与同行业相比，各项财务数据优势明显。

表 1: 公司与行业部分比较数据

皖新传媒	营业收入		归属母公司净利润		毛利率	EPS		每股净资产	PE
	收入 (亿)	同比增长	净利润 (万元)	同比增长		当期	去年同期		
10 中报	公司	11.54	10.3	12984	15.2	33.7	0.14	0.12	3.57
	行业	160.97	27.6	147856	12.2	27.9	0.12	0.1	2.88
09 三季度至 10 二季度	公司	25.63		29364		33.1	0.32	0.12	42
	行业	318.34	56.8	277304	34.1	28.7	0.22	0.1	62

资料来源：天相投资 西南证券研发中心

皖新传媒上半年实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 10.31%，实现归属于母公司净利润 1.30 亿元，较上年同期增长 15.24%，每股收益 0.143 元。

## 一、市场占有率 位列全国发行集团第四位

目前，我国对出版物发行行业实行许可制度，为我国出版物发行行业设置了较高的准入门槛。7 月 27 日，中国新闻出版总署在中国新闻出版报发布《2009 年新闻出版产业分析报告》，公布了全国报业、出版、发行集团及有关图书出版单位的排名，安徽新华发行集团总体经济规模位列全国发行集团第四位，比 2008 年上升 2 位，位居中部发行集团之首。

表 2: 2009 年发行集团总体经济规模综合排名

排名	出版集团
1	四川新华书店发行集团
2	江苏新华发行集团
3	浙江新华发行集团
4	安徽新华发行集团
5	上海新华发行集团
6	山东省新华发行集团
7	河南省新华发行集团
8	湖南省新华发行集团
9	江西省新华发行集团
10	河北省新华发行集团

资料来源：《2009 年新闻出版产业分析报告》 西南证券研发中心

从 2005 年第一次评选中国服务业企业 500 强起，集团已连续六次入选，充分反映了集团的改革发展成果和竞争实力。据悉，2010 中国企业 500 强发布暨中国大企业高峰会于 9 月在

合肥召开，公司名次上升一位，列第 207 位。同时，集团入选 2010 年安徽企业 100 强，位列第 25 位。

## 1.1 省内市场占有率第一

公司拥有安徽省中小学教材全部品种的独家总发行权，中小学教材发行市场占有率 100%；一般图书等业务的市场占有率 60% 以上。教材教辅毛利率稳定，收入占比不断下降，这是公司营业收入不断优化的表现。

受中小学生在生减少及书本循环利用等影响，教材教辅市场呈下降趋势。但公司在大中专教材教辅的市场上的拓展有所斩获。受政府控制教材毛利率基本固定在 30% 左右。2000 年 11 月，《国家计委、新闻出版署关于核定 2001 年秋季中小学教材价格有关问题的通知》计价格[2000]2134 号文指出，“出版社对省级新华书店（发行所）黑白版、双色版教材的发行折扣率继续维持现行标准，即教材码洋的 30%；彩色版教材的发行折扣率降为教材码洋的 28%。”即对于中小学教材的收入，出版和发行基本实行固定的 7/3 分成比例。

表 3：教材教辅 06.12-10.06 营收情况

指标名称	10 中报	09 年报	09 中报	08 年报	07 年报	06 年报
营业收入（万元）	54163	75806	50794	68040	60814	59238
营业成本	37787	53096	35703	48846	43052	41938
毛利润	16376	22711	15091	19194	17762	17299
收入占比	48.00%	51.50%	49.30%	57.20%	56.60%	57.30%
毛利占比	43.80%	47.50%	45.20%	51.40%	52.80%	53.80%
毛利率	30.20%	30.00%	29.70%	28.20%	29.20%	29.20%
收入增长	-28.60%	49.20%	-25.30%	-	-	-

资料来源：天相投资 西南证券研发中心

一般图书的定价则由市场决定，发行方的毛利率由出版和发行之间的议价能力决定，公司毛利率一直维持在 38% 左右，即大约实行 6/4 分成比例，显示出渠道方良好的议价能力。

畅销书+小众化是一般图书市场的发展趋势。在加大一般图书销售方面，公司举措如下：1. 把一般图书的市场占有率作为重要考核指标；第二，全面加强网点建设，从门店的形象、店招到店内的陈列布局不断进行调整，营造商业氛围；第三，通过连锁经营、物流配送和信息化建设及时快捷地调运图书、细分市场，降低经营成本；第四，推进无店铺销售，加大对企事业单位团购市场的开拓；第五，与各类媒体联办读书活动，如与安徽卫视合办的“新安大讲堂”，在培育全社会读书氛围的同时，形成图书销售的热点；第六，积极参加“农家书屋”等政府组织的图书采购招标；第七，公司在安徽率先建立大型综合性网上书店——华仓网上书店，传统新华书店实现了跨省无店铺、全天候销售。

## 1.2 合纵连横 拓展省外占有率

与大众书局合设新公司、参股新世界出版社，皖新传媒着力打造现代传媒综合集团。

### 与大众书局合设新公司 打造连锁店

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，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。其经营理念、管理水平、创新能力和扩张能力更是皖新更看重的。

公司与其在徽商大会上签订了合同，据协议双方合资设立新公司，皖新传媒将拥有新公司 51% 的股权。双方还将进行资本与业务项下的全面战略合作。目前相关工作正在顺利进行中。

与大众书局的合作，拓展了公司的销售半径，市场触角伸进江苏、浙江和上海，可以提高皖新传媒市场覆盖面积 25%，提高市场占有率 1%。皖新传媒的资本和大众书局团队的对接，互为师长。新公司成立后有可能首家实体店可能选址江苏昆山，未来不排除公司以此为平台进行全国范围内的扩张，走出一条可复制、低成本扩张之路。

### 参股新世界出版社 进军内容出版

下游重在提升市场占有率，上游延伸至出版业。皖新传媒与新世界出版社也签订了合作协议，此次合作是中国外文局引进战略投资者对新世界出版社进行股份制改造的第一步，将参股新世界出版社 30% 股份，新世界也准备参股皖新传媒。（注：协议是由发行集团与外文局签署的）

新世界出版社成立于 1951 年，一直以外宣出版的思路进行经营，2009 年发行码洋为 3.7 亿元。未来，新世界出版社将以在创业板上市为目标进行一系列市场化改革。目前，新世界出版社正在讨论 5 年规划，争取在明年突破 4 亿元，争取在 3 年之内达到 7 亿元。

## 二、实施渠道终端一体化 加强渠道控制力

“渠道为王”、“终端为王”在图书发行领域将日益凸显。2005 年以来，皖新传媒“渠道终端一体化”的战略，取消各市、县公司的自主进货权，建立由专业公司统一采购、货源归口的管理体制及组织建设，完善“货源归口，条块结合”经营模式，强化了对未来市场的控制力。皖新传媒“渠道终端”一体化已成为皖新传媒可复制、低成本的扩张之路。

### 2.1 业态多元化 提升附加值

公司目前坐拥遍布安徽省 17 个地级市及其所属 63 个县（市）和镇三级营销网络的图书发行网点达 507 个。渠道的附加值正在被发现，公司正加紧全区域卖场的布局和渠道经营的标准化管理及信息化建设。

竞争形成的是平均利润，创新则有望夺得超额利润。在终端建设上，皖新传媒创新不断。激活农村网点极具典型意义。新华书店便民店实施混业经营，完成图书销售任务后，其他的可以销售任何产品。目前，安徽省新华书店 200 多个便民店体系全部进入商务部“万村千乡”

市场工程，成为最大的农村零售体系。

在全面推进全省农村网点“混业经营”同时，在城市卖场，全面推开“店中店”建设，在坚持“主业突出”的同时，统一引入数码、文体等高附加值商品的经营板块，提升卖场的盈利水平，提高商品周转率；同时，推进“校园书店”、“区书店”建设，全面扩大城乡图书文化市场的有效覆盖。

台湾著名的大型连锁书店之一诚品书店（Eslite Bookstore）是公司的标杆，严格地讲，诚品书店已不仅仅是书店，而是集图书、服装、时尚、生活、美食为一体的复合经营的文化企业。

8月27日，公司与省联通公司签订合作协议，联通在皖新的网点里开设“沃WO”品牌店中店或销售专柜，在广告、通信、电子商务上深入合作。目前，皖新的渠道力量正逐步发挥作用，不少公司看中，正在合作洽谈中。

## 2.2 打造新媒体网

新华书店最大的资源便是庞大的连锁实体书店，如何深度开发相信是每一位发行集团老总都在考虑的问题，皖新传媒选择了打造新媒体广告平台，即“e网工程”——安徽数字广告媒体网络建设项目。简单而言，即在省各市、县新华书店卖场内外建立LED广告联播媒体系统，总投资预计为1.52亿元。

皖新传媒遍布全省的新华书店大都位居中心商圈，其优秀的位置对于商业的重要性不言而喻。皖新传媒对全省各地图书卖场的楼体和店堂广告位资源正在进行深度开发。目前除六安、滁州的LED屏外，蚌埠、淮北等地也在建设。计划用2年左右的时间，建立以全天候LED显示系统为主的全省广告联播体系，努力打造全省最大的户外数字广告平台。

对于户外LED广告可能存在的泡沫问题，经过调研后我们认为，在沿海等经济发达中心城市，竞争惨烈，有一定的泡沫现象。但皖新传媒在这方面的投资有如下优势：1. 安徽拥有7800万人口的巨大市场，每年省内外各类企业在省内广告投放量十分可观；2. 在二三线城市，LED广告屏可说仍是新鲜事物；3. 卖场资产均为皖新传媒所有，物业成本和经营期可控；4. 皖新传媒全省性的户外广告体系一旦形成，其全区域全覆盖的特征，符合厂商的区域广告代理的一般规律；5. 皖新传媒当前广告业务“直营”加“外包”的经营方式，有利于项目推进、有利于尽快取得投资回报。在外包的合作对象及方式上，公司投资回报率要求很高，按2-3年收回投资的标准收费，首付60%，其余的协议时间支付，合作对象也都是选择当地强势企业。

## 三、数字化建设 旨在数字媒体代理商

数字技术对传统出版物发行业务的主要影响表现在两个方面：一方面快捷高效的网上书店的出现，分流了部分客户群。另一方面数字出版物、电子阅读器的出现，未来可能对纸质出版物等传统业务形成一定程度的影响。

公司在全国发行业优势地位、实体网络的优势和资金商誉的优势，构筑电子商务平台，积极发展网上书店，扩大省内外市场销售份额；在零售网点体系引入数字出版物销售；运用公司的综合优势，做数字媒体代理商，一头连接阅读器，一头连接内容出版商，整合数字出版资源，形成新的收入增长点。



## 四、风险提示

### 4.1 外延式扩张低于预期的风险

在跨区整合方面，虽有政策支持，但因为市场环境等诸多方面的影响，存在着进展可能不太顺利的可能。

### 4.2 免费教材和循环教材使用政策带来的风险

免费教材由政府统一采购后，条件和程序将更加严格，引入市场竞争机制，可能会减少公司教材发行业务的利润空间，同时免费教材的实施，延长了公司销售回款周期，也会增加公司流动资金压力；循环教材的使用将公司教材年度采购量下降，也在一定程度上影响公司的教材发行收入。

### 4.3 出版发行业市场竞争加剧

随着出版物发行市场进一步放开和建设全国统一市场进程的加快，包括民营书业在内的社会资本将在区域市场内与公司竞争，同时省外的优势国有发行企业也可能参与省内市场的竞争，市场竞争更趋激烈，越来越多的投资者进入出版物发行领域，出版物发行业正面临“大洗牌”的前夜。

## 五、公司盈利与预测

我们预测皖新传媒 10-11 年分别实现每股收益 0.33 元、0.36 元，对应 9 月 9 日股价 13.86 元，09-11PE 分别为 45.62X、42X 和 38.85X。传媒业市盈率中值 67.75X(TTM，整体法)，公司所在细分行业出版业市盈率中值 (TTM，整体法) 为 54.94X，公司估值在行业内处于偏低水平。给予“增持”评级。

表 4: 公司业绩预测与估值

科目 (万元)	2009A	2010E	2011E
EPS(摊薄:元)	0.35	0.33	0.36
营业收入	254,468	271,518	293,511
营业成本	170,590	182,188	194,891
毛利率	32.96%	32.90%	33.60%
管理费用	21,509	22,264	24,009
管理费用率	8.45%	8.20%	8.18%
财务费用	-1,335	1,898	1,965
财务费用率	-0.52%	0.70%	0.67%
销售费用	30,859	32,854	36,982
销售费用率	12.13%	12.10%	12.60%
费用合计	20,174	24,162	25,974
费用率	7.93%	8.90%	8.85%

公允价值变动及其他	-502	31	22
营业利润	29,895	32,430	36,170
营业利润率	11.75%	11.94%	12.32%
营业外净利润及其他	-2,289	-2,289	-2,289
利润总额	27,606	30,140	33,881
所得税	-11	3	3
所得税率	-0.04%	0.01%	0.01%
净利润	27,617	30,137	33,877
净利润率	10.85%	11.10%	11.54%
归属母公司净利润	27,647	30,137	33,877
母公司净利润率	10.86%	11.10%	11.54%

资料来源：天相投资 西南证券研发中心

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>