

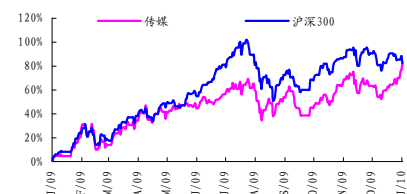
传媒业
Media

2010 年 1 月 13 日

重要资料	2010 年 1 月 12 日
总股本 (万股)	910,000
流通股 (万股)	88,000
募集资金总额	71,200
行业 PE (X)	29-50
定价区间 PE(X)	32-38
第一大股东	安徽新华发行 (集团) 控股有限公司
公司网址	http://www.anxhsd.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (亿)	20.99	21.85	24.14
增长率%	-	4.08	10.47
净利润 (亿)	1.56	2.12	2.52
增长率%	-	19.17	3.33
毛利率%	31.71	31.99	32.18
净利率%	7.46	9.69	10.45
ROE	9.94	14.44	14.74
ROA	5.65	7.91	9.51
资产负债率	36.68	37.24	36.41

行业一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
传媒行业	11.5%	22.0%	82.1%
沪深 300	-4.3%	5.6%	82.3%

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

中部最大的出版物发行商

—皖新传媒(601801) 新股定价报告

定价区间: 12.24-14.96 元/股

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	2413.62	2648.60	2910.61	3203.18
净利润 (百万元)	252.28	269.63	307.63	340.80
每股收益 (元)	0.28	0.30	0.34	0.37
净利润增长率%	19.17	6.88	14.09	10.78

资料来源: 世纪证券研究所

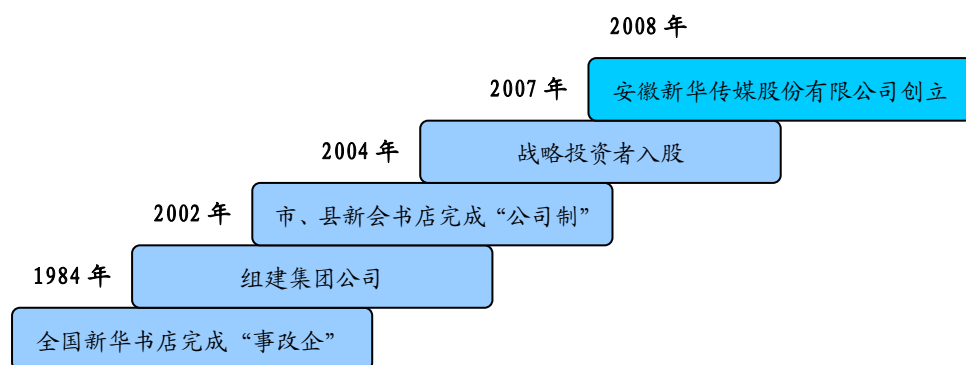
- **公司是安徽省最大的出版发行商。**公司主营包括教材、一般图书、音像制品、文体用品、广告传播等。其中中小学教材发行和一般图书发行是公司最主要收入和利润来源, 二者合计占营业收入、营业毛利的 87%和 89%以上。而且, 中小学教材发行业务在省内市场占有率为 100%, 一般图书、音像制品市场占有率在 60%以上。
- **出版物发行市场平稳增长。**近几年, 我国出版物发行市场总销售额保持持续增长。2008 年全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物总销售量 166.43 亿册, 同比增长 3.24%; 销售额 1,456.39 亿元, 同比增长 6.56%。中小学课本的销售数量占出版物总销售数量的 50%左右, 销售金额占比也一直维持在 30%以上, 一般图书销售保持稳定增长态势。未来随着人民文化消费需求的增长以及出版物的丰富, 我国文化消费将加速提高。
- **募投项目推动公司主业升级。**公司本次 IPO 募集资金用于投资新网工程—安徽图书音像及文化商品经营网点建设项目、畅网工程—安徽图书音像及文化商品物流体系和信息化建设、e 网工程—安徽数字广告媒体网络建设项目。该三个项目具有较高的整体性和关联度, 体现了规模经营和集约化经营的内在要求, 有利于扩大销售规模, 降低运营成本, 提高资产回报率。预计项目完成后, 将新增年营业收入 6.86 亿元、税后利润 8016 万元。
- **盈利预测。**我们预测 2009~2011 年, 公司实现营业收入分别为 26.49 亿元、29.11 亿元、32.03 亿元, 同比分别增长 9.74%、9.89%、10.05%; 实现净利润分别为 2.7 亿元、3.08 亿元、3.41 亿元, 同比分别增长 6.88%、14.09%、10.78%; 实现每股收益 (全面摊薄) 分别为 0.3 元、0.34 元、0.37 元。
- **估值分析。**目前 A 股可比同行业上市公司在 2010 年的动态 PE 为 29~50 倍, 平均 PE 为 39.67 倍, 结合公司未来的成长性, 我们认为给予公司 2010 年 36~44 倍的估值区间较为合理, 上市后的合理价格区间为 12.24~14.96 元。
- **风险提示。**中小学教材发行招投标存在流标的风险、免费教材和循环使用教材政策的风险、税收优惠不能继续享受的风险。

公司是安徽省内最大的出版发行商

公司简介

公司是由安徽新华发行集团有限公司于 2008 年 2 月 28 日整体变更设立的股份有限公司，注册资本 8 亿元。公司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，在安徽省内的市场竞争中处于领先地位。

Figure 1 公司历史沿革



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

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，公司名列全国新闻出版发行行业第 6 强，发行行业第 2 强。2008 年 4 月，公司被中宣部、文化部、广电总局和新闻出版总署评为“全国文化体制改革优秀企业”。2009 年 8 月，公司被中宣部、文化部等单位评为“全国文化体制改革先进企业”。2009 年 5 月，公司还荣获“全国五一劳动奖状”。

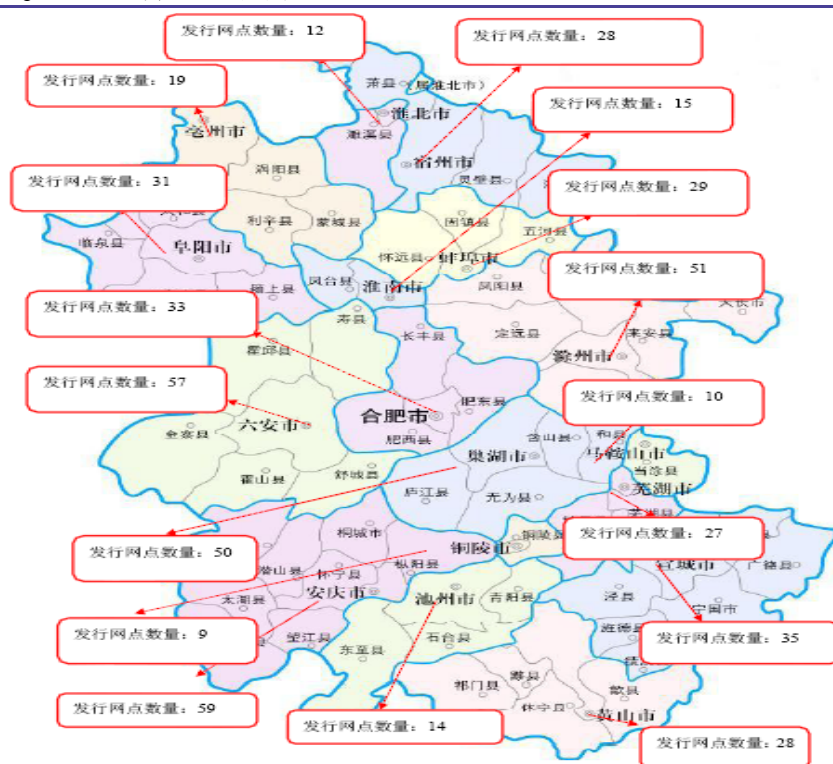
主业简介

公司主要业务包括出版物的批发、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。公司下设教材中心，从事全省中小学教材发行业务。目前公司中小学教材发行业务的市场占有率为 100%；一般图书、音像制品的市场占有率达到 60%以上。

公司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、安徽华仑新媒体传播有限公司和全省 17 个市级子公司及其所属 63 个县级分公司；拥有覆盖全省城乡、较为完整的图书音像等出版物的三级分销、零售终端网络和物流体系，共有

507 个发行网点，营业面积约 16 万 m²，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。

Figure 2 公司覆盖全省的渠道终端



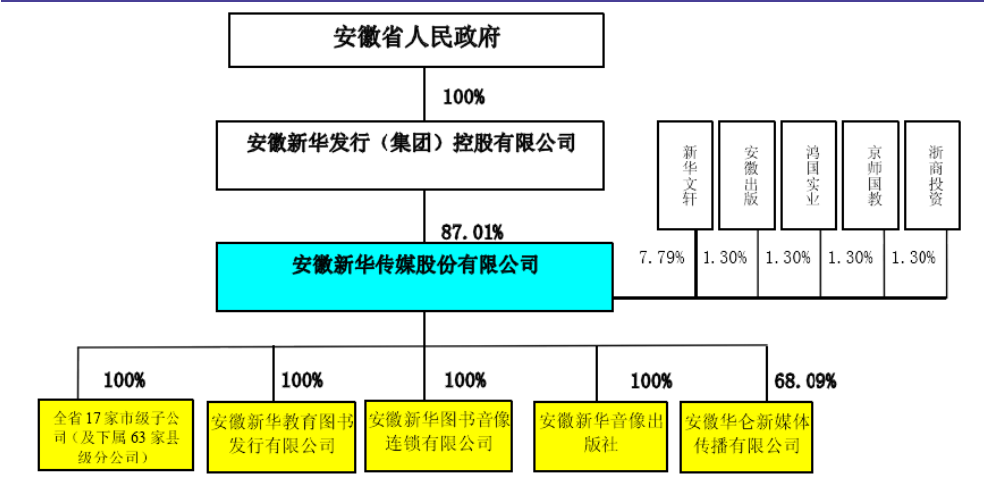
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司近几年行业地位和竞争实力不断增强，各项经济指标快速增长。2006~2008 年，公司营业收入和净利润复合增长率分别为 7.24%、26.69%。2008 年实现营业收入 24.14 亿元，净利润 2.52 亿元；2009 年上半年实现营业收入 10.46 亿元，净利润 1.13 亿元。

控股股东和实际控制人

公司的控股股东是安徽新华发行(集团)控股有限公司，成立于 2007 年 11 月 30 日，注册资本及实收资本为 8 亿元，其股东为安徽省人民政府。本次发行前，新华控股持有公司 6.96 亿股国有法人股，占本次发行前总股本的 87.01%；本次发行后，新华控股持有公司的股权比例为 76.49%。公司的实际控制人是安徽省人民政府。

Figure 3 IPO 前公司股权结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

发行前后总股本变化

公司发行前总股本 3 亿股，本次拟向社会公开发行人 1 亿股，发行后总股本 4 亿股，其中社会公众股占总股本比例为 25%。

Figure 4 本次发行前后公司股本结构

发起人名称	发行前		发行后	
	持有股份（万股）	持股比例	持有股份（万股）	持股比例
新华控股（SLS）	69,608.00	87.01%	68,612.05	75.40%
新华文轩（SLS）	6,232.00	7.79%	6,232.00	6.85%
安徽出版（SLS）	1,040.00	1.30%	1,025.12	1.13%
鸿国实业	1,040.00	1.30%	1,040.00	1.14%
京师国教	1,040.00	1.30%	1,040.00	1.14%
浙商投资	1,040.00	1.30%	1,040.00	1.14%
全国社保基金	-	-	1,010.83	1.11%
社会公众股	-	-	11,000.00	12.09%
合计	80,000.00	100.00%	91,000.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

我国出版物发行市场情况

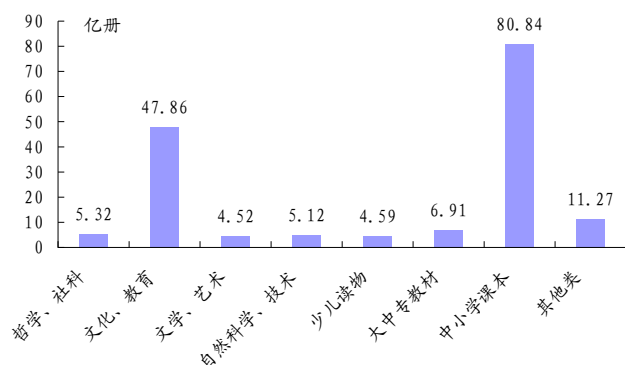
我国出版物发行市场持续稳定增长

近年来，随着人民群众生活水平的提高，文化消费需求日益增长，文化消费市场日益扩大，我国出版物发行市场总销售额保持持续增长。2008 年度，全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物总销售量 166.43 亿册，同比增长 3.24%；销售额 1,456.39 亿元，同比增长 6.56%。

近年来中小学课本的销售数量占出版物总销售数量的 50%左右，销

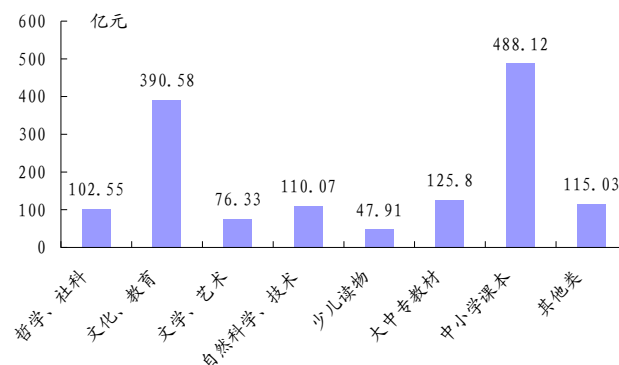
售金额占比也一直维持在 30%以上，一般图书销售保持稳定增长态势。

Figure 5 2008 年全国新华书店和出版社出版物总销售量



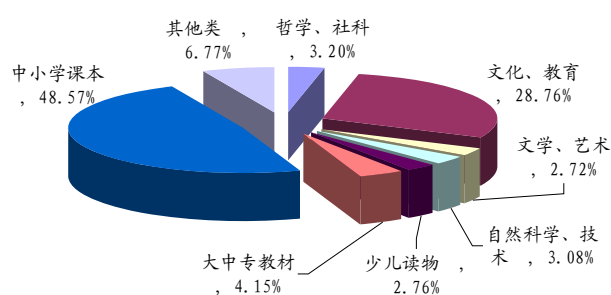
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 6 2008 年全国新华书店和出版社出版物总销售额



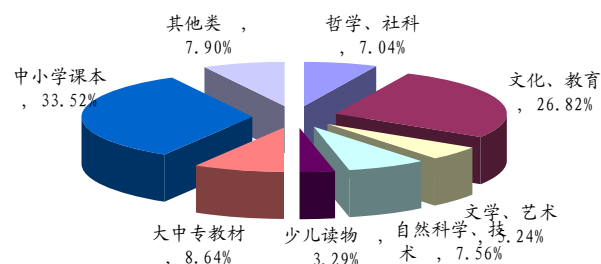
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 7 2008 年全国新华书店和出版社出版物销售量结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 8 2008 年全国新华书店和出版社出版物销售额结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

产业链延伸和跨区域整合是出版物发行业的主要发展趋势

大型国有出版物发行企业拥有广泛的终端销售网络，直接面向消费者，能够获得第一手图书市场信息；通过对图书需求信息的统计、分析和归纳，大型图书发行企业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，从而能够选择适销对路的图书产品。随着文化产业改革政策的进一步推行，加之国内资本市场的快速发展，文化产业领域的并购整合的内在需求不断增加，将来文化企业间的并购将层出不穷。大型图书发行企业将会根据对市场的准确了解，充分发挥自身的资源优势、营销优势，以并购、参股等资本运作形式，进入上游出版领域，有效延伸产业链，以增强盈利能力。

脱胎于传统计划经济体制下的图书发行业，具有明显的地域性特征，各省基本上都在原新华书店的基础上，成立了大型的图书发行集团；各地大型图书发行集团均在本区域内占据主导地位，但各地域之间存在严重的准入限制和壁垒。区域内垄断与区域间的壁垒并存，直接导致了

目前整个图书发行业的资源配置效率低下、市场绩效低下的不利局面。为提升产业集中度，提高资源配置效率，《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》等文件中已明确提出，要培育全国和区域性的大型现代图书流通组织。加强以跨地区连锁经营、信息化管理和现代物流为特征的大型现代文化流通企业的建设。鼓励具有竞争优势的文化流通企业通过参股、控股、兼并、收购和特许经营等方式，实现规模扩张。打破区域分割实现跨区域发展的趋势，提高市场的集中度，在全国范围内逐步形成几家跨区域经营、实力雄厚的大型发行集团，形成良性市场竞争格局。

未来图书市场需求增长将加速提高

2006 年，我国人均 GDP 达到 2,000 美元。根据发达国家的经验数据，人均 GDP 达到 2,000 美元后，文化产品的消费需求增强，文化消费支出比例将加速提高。十七大提出实现经济社会的协调发展和文化大发展、大繁荣的发展战略。据此，一方面，政府将通过兴建“农家书屋”、“城乡图书馆”等途径加大对图书等人民群众基本文化权益的保障，增加了政府对图书等文化产品的需求；另一方面，随着居民收入的增长，必将加大对图书等文化产品的需求，图书消费份额也必将在居民的总消费中占据越来越高的比例。这将为我国图书出版发行产业的发展提供了重要的物质基础和广阔的消费市场空间。

公司最主要收入和利润来源于教材和一般图书销售

公司营业收入包括主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入包括教材、一般图书、音像制品、文体用品等销售收入。其中，教材销售、一般图书销售是公司最主要的收入和利润来源，二者销售收入合计占营业收入的 87% 以上，二者销售毛利合计占营业毛利的 89% 以上。

Figure 9 公司 2009 年上半年营业收入构成

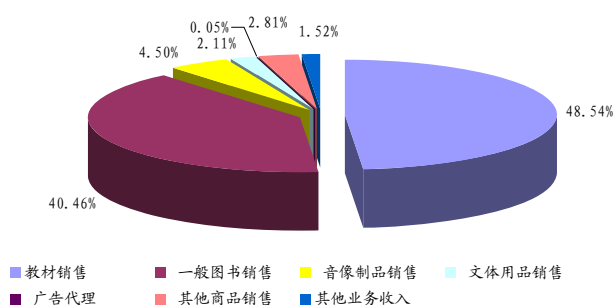
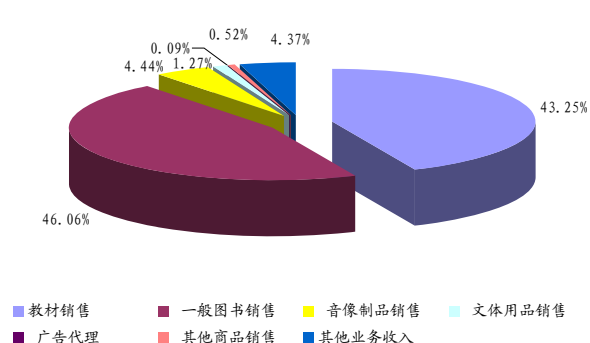


Figure 10 公司 2009 年上半年营业毛利构成

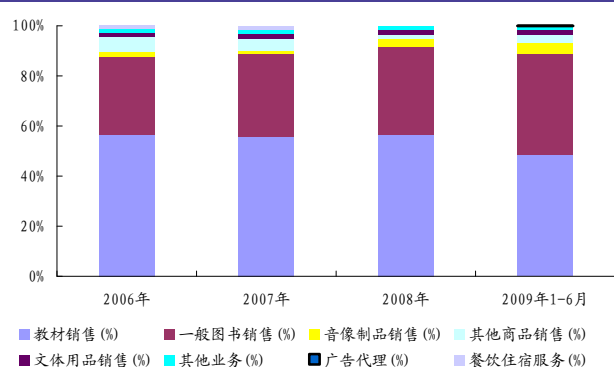


资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

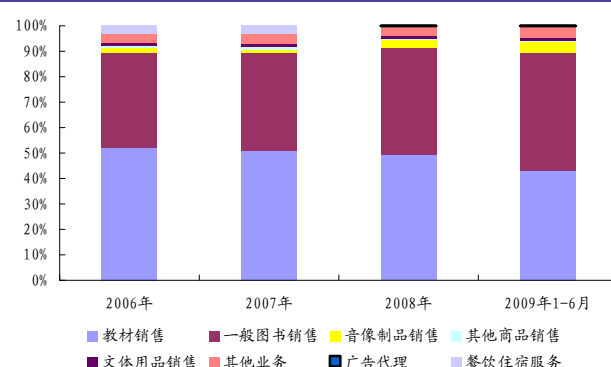
近几年，公司不断优化业务结构，逐渐降教材销售对营业收入和利润的贡献，增加一般图书销售对营业收入和利润的贡献。报告期内，教材销售占营业收入的比例分别是 56.44%、55.67%、56.38%、48.54%，占营业毛利的比例分别是 51.89%、50.82%、49.43%、43.25%，比例呈现下降趋势；一般图书销售收入占营业收入的比例分别是 31.21%、33.04%、35.44%、40.46%，占营业毛利的比例分别是 37.43%、38.51%、41.97%、46.06%，比例呈现逐年上升的趋势。

Figure 11 近三年一期公司营业收入构成比例变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

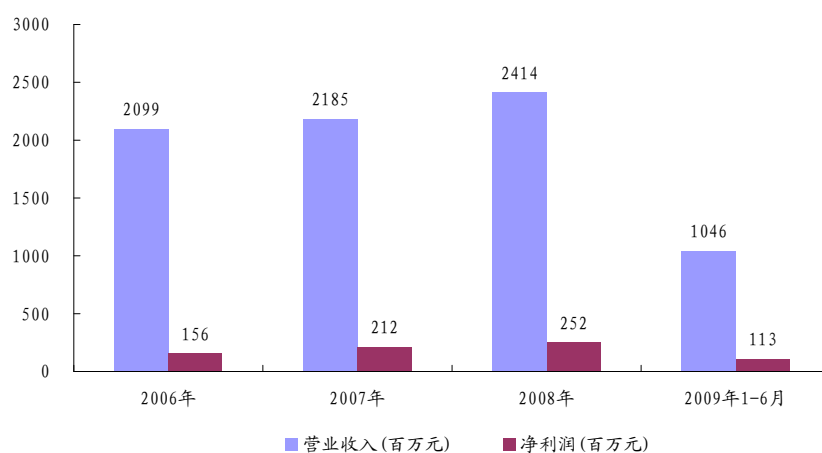
Figure 12 近三年一期公司营业毛利构成比例变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

报告期内，公司营业收入和主营业务收入稳步增长，呈逐年增长趋势。2007 年和 2008 年，营业收入分别增长 4.08%、10.47%，营业毛利分别增长 5.03%、11.11%，净利润分别增长 35.33%、19.17%。

Figure 13 公司营业收入和净利润稳步增长



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

而且，公司业绩受到教材销售的季节性（一般集中于 2、3 月和 9、

10 月)影响,具有一定的季节性波动,但随着一般图书和文体用品销售业务的不断壮大,这种季节性的表现将逐步减弱。

公司财务状况良好

盈利能力:持续增强

综合毛利率方面,最近三年及一期的综合毛利率分别为 31.71%、31.99%、32.18%和 33.34%,呈稳步上升趋势,主要原因是公司通过实施连锁经营,进行集中采购与联合采购,从而有效地降低了采购成本。其中,主营业务毛利率稳定在 31%左右,其中教材销售的毛利率稳定在 29%左右,一般图书的毛利率在 38%左右。

Figure 14 公司各项业务毛利率和综合毛利率情况

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
主营业务毛利率	32.38%	32.18%	31.31%	31.08%
其中:教材销售	29.71%	28.21%	29.21%	29.20%
一般图书销售	37.95%	38.11%	37.30%	38.02%
音像制品销售	32.92%	33.83%	28.50%	29.90%
文体用品销售	20.01%	20.22%	22.88%	24.29%
广告代理	55.03%	41.77%	-	-
其他商品销售	6.15%	5.52%	6.48%	5.07%
餐饮住宿等服务	-	-	78.20%	78.94%
综合营业毛利率	33.34%	32.18%	31.99%	31.71%

资料来源:公司招股意向书、世纪证券研究所

与同行业上市公司比较,公司毛利率高于行业平均水平,处于行业领先水平。

Figure 15 公司毛利率与同行业上市公司比较

公司简称	2008 年	2007 年
新华传媒(600825)	30.47%	24.03%
出版传媒(601999)	23.57%	24.07%
新华文轩(0811.HK)	40.43%	40.09%
算术平均值	31.49%	29.40%
皖新传媒	32.18%	31.99%

资料来源:公司招股意向书、世纪证券研究所

净资产收益率方面,2006~2008 年,公司全面摊薄净资产收益率分别为 9.94%、14.44%、14.74%和 20.64%,呈稳步上升态势。

与同行业上市公司相比,公司高于行业平均水平,说明公司盈利能

力较强。

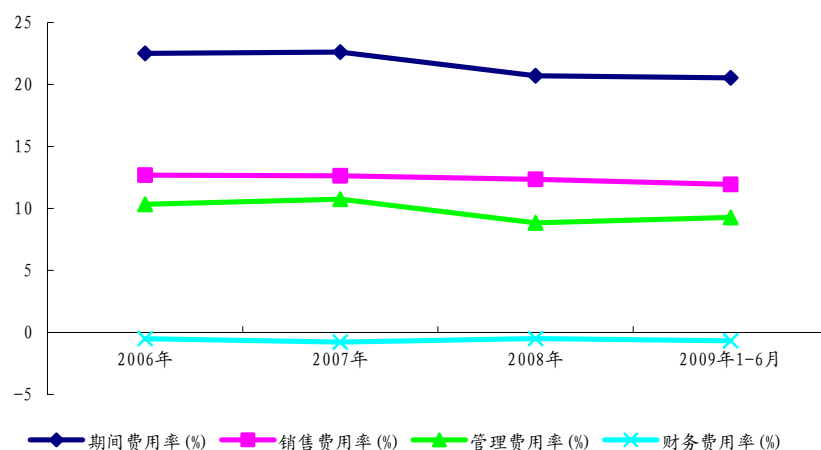
Figure 16 公司净资产收益率与同行业上市公司比较

公司简称		2008 年		2007 年	
		全面摊薄 (%)	加权平均 (%)	全面摊薄 (%)	加权平均 (%)
新华传媒 (600825)	归属于公司普通股股东的净利润	12.59	13.43	7.69	7.91
	扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	10.24	10.92	6.7	6.89
出版传媒 (601999)	归属于公司普通股股东的净利润	8.47	8.78	8.32	18.26
	扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	7.04	7.35	6.48	14.51
新华文轩 (0811.HK)	归属于公司普通股股东的净利润	9.07	9.05	10.52	15.65
	扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	-	-	-	-
算术平均值	归属于公司普通股股东的净利润	10.04	10.42	8.84	13.94
	扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	-	-	-	-
皖新传媒	归属于公司普通股股东的净利润	14.74	15.84	14.44	12.58
	扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	14.77	15.87	11.96	10.42

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

期间费用率方面，公司最近三年及一期的期间费用率分别为 22.51%、22.6%、20.7%和 20.54%，呈稳步下降态势，说明了公司在业务扩张的同时，有效地控制了费用。从期间费用构成看，销售费用率在 12% 左右，管理费用率逐年下降。由于公司有偿负债较少，近 3 年财务费用均为负数。

Figure 17 公司期间费用率及构成



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

偿债能力：逐年增强，处于行业正常水平

报告期内，公司速动比率均高于 1，表明公司存货占流动资产的比例较低，同时公司应收账款质量较好，发生坏账的可能性极小，公司资产的流动性较好，因此相应提高了公司短期偿债能力。公司资产负债率水平稳定，说明公司近三年的资本结构政策比较稳定，资产负债率水平适当，公司长期偿债能力有充足保障。报告期内公司业务规模和盈利水平快速增长，公司息税折旧摊销前利润指标呈上升态势。

Figure 18 公司各项偿债能力指标

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
流动比率（倍）	1.83	1.72	1.54	1.4
速动比率（倍）	1.62	1.52	1.35	1.23
资产负债率（母公司）	23.42%	27.23%	29.35%	32.25%
资产负债率（合并）	34.29%	36.41%	37.24%	38.67%
息税折旧摊销前利润（万元）	14,499.14	31,584.50	27,633.78	21,517.21

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比，公司的流动比率和速动比率、资产负债率处于同行业正常水平。

Figure 19 同行业上市公司偿债能力指标

项目	公司简称	2008 年	2007 年
流动比率(倍)	新华传媒（600825）	1.19	1.21
	出版传媒（601999）	2.6	2.42
	新华文轩（0811.HK）	2.48	3.14
	算术平均值	2.09	2.26
	皖新传媒	1.72	1.54
速动比率(倍)	新华传媒（600825）	0.83	0.88
	出版传媒（601999）	1.88	1.78
	新华文轩（0811.HK）	1.98	2.66
	算术平均值	1.56	1.77
	皖新传媒	1.52	1.35
资产负债率(合并)	新华传媒（600825）	41.67%	43.87%
	出版传媒（601999）	29.85%	31.79%
	新华文轩（0811.HK）	30.66%	24.54%
	算术平均值	34.06%	33.40%
	皖新传媒	36.41%	37.24%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

资产周转能力：稳步提高，高于行业平均水平

报告期内，公司存货周转率指标和总资产周转率指标稳步提高，主要原因是近几年随着公司各项改革不断深入，资产的盈利能力不断释放，公司营业收入的稳步增长，存货管理能力和资产营运能力不断提高。

Figure 20 公司资产周转能力指标

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
存货周转率（次）	2.84	7.37	7.15	6.89
应收账款周转率（次）	3.68	9.41	8.58	9.11
总资产周转率（次）	0.39	0.96	0.89	0.85

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比，，公司存货周转率与应收账款周转率指标均高于行业平均水平；2007 年、2008 年总资产周转率仅次于新华传媒，高于行业平均水平，表明公司存货管理能力和资产管理能力比较突出。

Figure 21 公司主要偿债能力指标与同行业上市公司比较

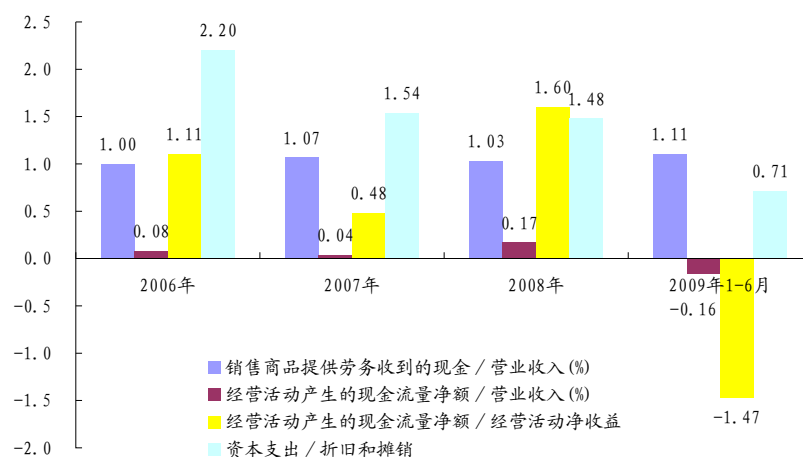
项目	公司简称	2008 年	2007 年
存货周转率（次）	新华传媒（600825）	3.7	4.84
	出版传媒（601999）	2.25	2.1
	新华文轩（0811.HK）	2.32	3.02
	算术平均值	2.76	3.32
	皖新传媒	7.37	7.15
应收账款周转率（次）	新华传媒（600825）	5.14	6.02
	出版传媒（601999）	4.65	4.74
	新华文轩（0811.HK）	9.13	7.56
	算术平均值	6.31	6.11
	皖新传媒	9.41	8.58
总资产周转率（次）	新华传媒（600825）	1.22	0.98
	出版传媒（601999）	0.62	0.68
	新华文轩（0811.HK）	0.53	0.63
	算术平均值	0.79	0.77
	皖新传媒	0.96	0.89

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

现金流量：较为充裕

2006~2008 年，公司经营活动现金流量净额均为正，而 2009 年 1-6 月经营活动现金流量净额为-1.65 亿元。该项金额为负数的主要原因是报告期内原子公司华仑文化投资支付购置安徽芜湖土地款 2.46 亿元，导致其经营活动现金净流量为-2.47 亿元。扣除上述因素后，公司主业经营活动现金流量净额为 0.81 亿元。

Figure 22 公司经营现金流量净额与营业收入对比情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司具有较强的竞争优势

较强的创新能力

近年来，出版物发行市场竞争日益激烈，公司不断加大创新力度，大力推进体制、机制、业态的创新，建立新型的集团管控模式；实施集团采购、连锁经营，强化物流体系、信息化建设，扩大销售规模，降低营运成本；通过创办“店中店”、“便民店”、“网上书店”等，推进营销模式变革，在拓展市场的同时提升投资回报。在创新中，公司的总体盈利水平持续上升。

覆盖全省的渠道终端

公司拥有遍布安徽省 17 个地级市及其县、镇（乡）三级营销网络，专业子公司和市级子公司共同构建了渠道终端一体化的经营格局。公司在全省现有 507 个营业网点，营业面积约 16 万平方米，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，扩大了本公司的市场覆盖，保证了公司各项主营业务的成长。

高效的物流保障

公司现拥有图书发行仓库面积约 15.66 万平方米，其中位于合肥的物流园，建筑面积近 5.5 万平方米，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，30 万个品种的图书；物流园的自动化流水线日处理能力

可达 4,000 件，并实现了物流系统和 ERP 系统无缝连接操作。大部分地区的图书发运均采取以汽车直送的“门到门”运输方式。公司将继续加大物流体系建设投入，提高物流系统的信息化水平，提高配送能力，确保公司在图书物流方面的优势地位。

募投项目推动公司主业升级

本次募集资金按轻重缓急顺序投资于以下三个项目，项目预计总投资 71,200 万元，计划全部使用募集资金。

Figure 23 IPO 募投项目

编号	项目名称	总投资额 (万元)	预计使用募集资金 量(万元)
1	新网工程——安徽图书音像及文化商品经营 网点建设项目	48,000	48,000
2	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	8,000
3	e 网工程——安徽数字广告媒体网络建设项目	15,200	15,200
	合计	71,200	71,200

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

三个募集资金投资项目具有较高的整体性和关联度，体现了规模经营和集约化经营的内在要求，有利于扩大销售规模，降低运营成本，提高资产回报率。

新网工程——安徽图书音像及文化商品经营网点建设项目

本项目拟新建或改扩建营业网点 23 个，新增营业面积 77,909 平方米，项目总投资 48,000 万元，建设期 2 年。

营销网络是公司的核心资产，是公司业务发展和核心竞争力培育的重要依托。公司通过该项目的实施，完善覆盖全省城乡的分销网络，结合业态创新、业务模式再造，塑造现代流通方式和新型流通业态，从而形成以网点、渠道建设为基础，以现代物流配送为保障，以信息技术为手段，扩大全省市场的有效覆盖，构建物流快捷、全省覆盖的文化商品流通体系，巩固拓展主渠道优势。

Figure 24 新网工程项目经济效益指标

序号	项目	数额
1	平均年营业收入	50,020 万元

2	平均年税后利润	5,160 万元
3	投资利润率	14.33%
4	税后内部收益率	10.75%
5	税后投资回收期（含建设期 2 年）	9.17 年

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

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

本项目拟扩建物流配送中心，新增建筑面积 26,500 平方米；建设完善发行集团信息化系统。项目总投资 8,000 万元，建设期 2 年。

物流体系、信息化建设对于公司的发展至关重要。通过建立完善的物流中心和模块健全的信息化系统，为公司形成全省图书音像及文化商品经营体系，完善连锁经营、创新业态、最终成为中部地区发行中心提供强大的技术支撑；同时，该项目的建设有助于尽快形成公司经营业务层面、管理层面的物流与信息化平台，从而有效提高集约化水平和经济效益。

Figure 25 畅网工程项目经济效益指标

序号	项目	数额
1	平均年营业收入	5,615 万元
2	平均年税后利润	748 万元
3	投资利润率	12.47%
4	税后内部收益率	10.54%
5	税后投资回收期（含建设期 2 年）	8.34 年

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

e 网工程——安徽数字广告媒体网络建设项目

本项目依托公司遍布全省中心卖场的商业区位优势，整合全省各地中心卖场的户外广告和室内广告的资源，采用数字技术，对全省新华书店卖场的楼体和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。

公司拟用 2 年时间，分三期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。该项目建成后将推动安徽省广告业的升级，满足各地城市化、都市化建设的需求；形成公司以数字传媒为特色、以自有资源为依托、以规模经营为目标的综合广告传媒体系，并运用与国内同行的战略合作关系，以成熟的商业模式快速实现跨省建网运营。

Figure 26 e 网工程项目经济效益指标

序号	项目	数额
1	平均年营业收入	12,939 万元

2	平均年税后利润	2,108 万元
3	投资利润率	18.50%
4	税后内部收益率	20.02%
5	税后投资回收期 (含建设期 2 年)	5.95 年

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

盈利预测

预测假设条件:

- 1、2009~2011 年, 教材销售收入仍保持增长, 年均增速 7%; 一般图书销售增长较快, 年均增速 15%; 音像制品年均增速 5%, 文体用品年均增速 12%; 广告代理收入继续保持高增长, 年均增速 50%; 其他商品销售年均增速 1%, 其他业务收入年均增速 3%。
- 2、2009~2011 年, 综合毛利率继续呈稳步上升态势, 维持在 32.41%、32.85%和 33.1%的水平。
- 3、2009~2011 年, 期间费用率有所上升, 分别在 20.74%、21.38%、21.56%。
- 4、2009~2011 年, 所得税额均为 2 万元。

Figure 27 营业收入预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	206,918.23	215,004.40	237,769.00	261,159.25	287,248.84	316,391.44
YOY		3.91%	10.59%	9.84%	9.99%	10.15%
其中: 教材销售	118,475.32	121,628.41	136,080.90	145,606.56	155,799.02	166,704.95
YOY		2.66%	11.88%	7%	7%	7%
一般图书销售	65,523.77	72,182.81	85,530.22	98,359.75	113,113.72	130,080.77
YOY		10.16%	18.49%	15%	15%	15%
音像制品销售	4,094.34	3,078.12	7,172.32	7,530.94	7,907.48	8,302.86
YOY		-24.82%	133.01%	5%	5%	5%
文体用品销售	3,453.48	4,523.33	5,020.89	5,623.40	6,298.20	7,053.99
YOY		30.98%	11.00%	12%	12%	12%
广告代理	0	0	69.97	104.96	157.43	236.15
YOY				50%	50%	50%
其他商品销售	12,730.12	10,693.68	3,894.70	3,933.65	3,972.98	4,012.71
YOY		-16.00%	-63.58%	1%	1%	1%
其他业务收入	2,998.81	3,483.96	3,592.96	3,700.75	3,811.77	3,926.12
YOY		16.18%	3.13%	3%	3%	3%
营业收入合计	209,917.04	218,488.36	241,361.96	264,860.00	291,060.61	320,317.56
YOY		4.08%	10.47%	9.74%	9.89%	10.05%

资料来源: 世纪证券研究所

Figure 28 盈利预测表

(单位: 万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	209,917.04	218,488.36	241,361.96	264,860.00	291,060.61	320,317.56
减: 营业成本	143,362.10	148,584.34	163,695.33	179,018.87	195,447.20	214,292.45
营业税金及附加	1,267.90	872.32	1,268.70	2,383.74	2,619.55	2,882.86
销售费用	26,615.56	27,604.29	29,803.98	32,683.72	35,887.77	39,431.09
管理费用	21,711.62	23,489.58	21,343.60	24,367.12	29,106.06	32,672.39
财务费用	-1,066.18	-1,704.47	-1,184.96	-2,118.88	-2765.08	-3043.02
资产减值损失	2,226.44	862.94	1,160.82	1560	0	0
加: 公允价值变动净收益	147.4	405.28	-131.4	0	0	0
投资净收益	146.78	3,913.21	1,024.12	0	0	0
二、营业利润	16,093.76	23,097.86	26,167.22	26,965.42	30,765.11	34,081.79
加: 营业外收入	174.83	407.56	245.05	0	0	0
减: 营业外支出	615.75	2,332.12	1,182.65	0	0	0
三、利润总额	15,652.84	21,173.30	25,229.62	26,965.42	30,765.11	34,081.79
减: 所得税	1.88	3.38	1.81	2	2	2
少数股东损益	8.14	0.06	0	0	0	0
四、归属于母公司所有者的净利润	15,642.83	21,169.87	25,227.81	26,963.42	30,763.11	34,079.79
五、摊薄每股收益 (元)	0.17	0.23	0.28	0.30	0.34	0.37

资料来源: 世纪证券研究所

我们预测 2009~2011 年, 公司实现营业收入分别为 26.49 亿元、29.11 亿元、32.03 亿元, 同比分别增长 9.74%、9.89%、10.05%; 实现净利润分别为 2.7 亿元、3.08 亿元、3.41 亿元, 同比分别增长 6.88%、14.09%、10.78%; 实现每股收益 (全面摊薄) 分别为 0.3 元、0.34 元、0.37 元。

估值分析

目前 A 股可比同行业上市公司在 2010 年的动态 PE 为 29~50 倍, 平均 PE 为 39.67 倍, 结合公司未来的成长性, 我们认为给予公司 2010 年 36~44 倍的估值区间较为合理, 上市后的合理价格区间为 12.24~14.96 元。

Figure 29 A 股可比上市公司估值水平

公司简称	1 月 13 日收盘价 (元)	EPS			PE		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
时代出版	20.18	0.55	0.60	0.68	36.69	33.63	29.68
出版传媒	13.43	0.21	0.25	0.27	63.95	53.72	49.74
新华传媒	13.07	0.28	0.29	0.33	46.68	45.07	39.61
平均值					49.11	44.14	39.67

资料来源：世纪证券研究所

风险因素分析

中小学教材发行招投标改革带来的风险

2001 年以前,我国大多数地区中小学教材的发行实行政府直接调控的计划管理体制,即中小学教材的出版发行单位和销售价格均由政府主导确定,在这种体制下,中小学教材的发行全部由全国各地的新华书店承担。2001 年后,国家开始中小学教材出版发行招投标的试点工作,并从 2008 年秋季开始,在全国范围推行中小学教材发行招投标。虽然公司在前两期中小学教材发行招标中连续中标,积累了丰富的投标经验,为今后参与中小学教材发行招投标市场竞争奠定了良好基础,但随着教材发行招标工作的全面推开,市场竞争将日趋激烈。如果公司在未来的投标过程中落标,或者存在一定的发行折扣,仍使公司面临较大的经营风险。

免费教材和循环使用教材政策带来的风险

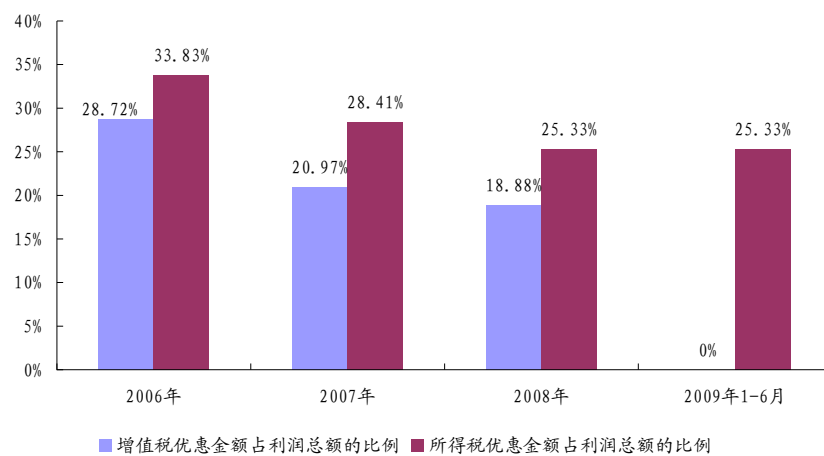
实行免费教材和循环使用教材政策给带来的不利影响主要表现在以下三个方面:第一,由于免费教材实行政府统一采购,采购条件和程序将更加严格,并引入市场竞争机制,存在一定的发行折扣,因此可能挤压教材发行业务的利润空间;第二,免费教材政策的实施,延长了销售回款周期,增加了公司的流动资金压力;第三,部分免费教材实行循环使用后,可能导致中小学部分循环使用教材年度采购量有所下降,从而在一定程度上影响的教材发行收入。

财政税收优惠政策变化的风险

公司是全国文化体制改革试点单位,在享受一般文化企业财税优惠政策的基础上,进一步享受国家对文化体制改革试点单位的财税优惠政策,税收优惠占公司利润总额的比例较高。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。目前,公司享受的免征企业所得税的优惠政策延长 5 年,至 2013 年 12 月 31 日。2013 年以后,公司存在不能继续享受所得税优惠政策的风险。另外,公司原享受的县及县以下网点在本地销售的出版物免征增值税的优惠政策已于 2008 年 12 月 31 日到期,但新的增值税优惠政策尚未正式出台,自 2009 年 1 月 1 日起公司县及县以下网点在本地销售的出版物按 13%的税率暂计缴增值税,公司享受的增值税优惠

政策尚存在不确定性。

Figure 30 公司享受税收优惠金额占利润总额比例



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.