

渠道扩张与渠道价值创新并进

——皖新传媒（601801）2010年半年报点评

要点：

- **业绩数据：**上半年公司实现营业收入11.54亿，同比增长10.3%；实现归属于上市公司股东的净利润1.3亿，同比增长15%，扣除非经常性损益后的1.35亿，同比增长20%。每股收益0.14元，基本符合我们预期。
- **业绩分析：**公司业务规模在全国发行业排名第四，业绩保持稳定增长趋势。
(1) 教材图书发行业务稳定增长。随着安徽省中小学生的下降以及循环教材和免费教材的推广使用，中小学教材所占销售比重降到35%，公司加快推动主业转型升级，上半年职教教材销售同比增长26%，文教用书销售较上年增长18%（其中市场充分竞争的高中阶段文教用书同比增长28%），带动公司教材业务收入同比增长6.6%，毛利率小幅提升1%；上半年公司在全省大中专教材、全省图书馆供以及安徽省“农家书屋”政府采购项目接连中标，中标金额达到8190万，带动一般图书业务收入同比增长11%且毛利率提高3%达到41%，一般图书业务成为公司第一大盈利来源；(2) 渠道扩张与渠道价值创新并进：上半年公司一方面加快全省卖场改造升级，完成连锁卖场改造升级6家，新增营业面积5291平方米，另一方面积极推广“校园店”和“社区店”经营模式，去年推进文体用品的“店中店”连锁经营模式带来上半年新增文体用品收入4000万，同比增长180%。在全省新华书店卖场的楼体和店堂广告位资源开发上，合肥、六安和滁州图书城以LED为主体的户外广告屏上半年创造收入124万，较去年同期增加68万，由于是资源的深度开发，广告业务的毛利率高达62%。目前，蚌埠、安庆等地大型数字广告屏正在建设中，以形成规模优势。
- **下半年经营预计：**(1) 对内，继续巩固教材发行的优势地位和强化一般图书的市场占有率。公司仍将扩大城乡网点覆盖，打造安徽省最大的农村商品零售体系，推进卖场“业态创新”，下半年将全面推进数码产品的连锁经营，加速实现传统业务的转型升级。(2) 对外，以并购重组和股权合作的方式，积极推进图书主业的跨区域经营。6月公司公告拟控股成立新公司并收购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（其在南京、连云港、扬州和上海拥有8个图书卖场），公司披露将在动漫制作等内容生产领域和多媒体等新技术领域完成产业布局，以打造现代综合传媒集团，公司对外扩张趋势仍将延续。
- **盈利预测和估值：**我们预计公司未来三年的平均收入增长率和净利润增长率分别为8.6%和15%，净利润增幅稳定超过收入增速，一旦外延式扩张带来业务规模扩大，公司的效益将显著增加，2010-2011年的每股收益为0.36元和0.41元，PE估值达到37倍，超过行业31倍的平均水平，维持“推荐”的投资评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

刘月平，CFA

☎0755-83515203 ✉lyp@cgws.com

执业证书编号：S1070208080277

投资评级：推荐（维持）

发行数据

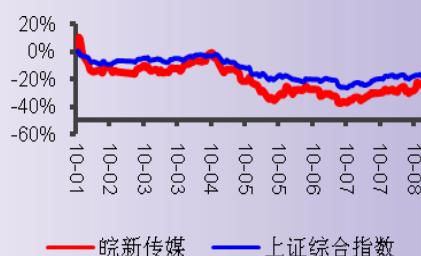
发行价格：13.17元

总市值（百万元）	11985
流通市值（百万元）	1449
总股本（百万股）	910
流通股本（百万股）	110
12个月最高/最低	20.75/10.5
大股东	安徽新华发行（集团）

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(万元)	254,468	275,710	299,076
(+/- %)	5.4%	8.3%	8.5%
净利润(万元)	27,647	32,623	37,143
(+/- %)	9.6%	18.0%	13.9%
摊薄 EPS(元)	0.35	0.36	0.41
市盈率（倍）	45	37	32

公司股价表现图



主要相关报告

《皖新传媒 2009 年报点评》2010322
《内外扩张拓展成长空间-皖新传媒新股定价报告》
20100118

表 1: 公司盈利预测表

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	254468	275710	299076	326147	成长性				
营业总成本	225107	242087	260933	282849	营业收入增长	5.4%	8.3%	8.5%	9.1%
营业成本	170590	183240	198500	215789	营业成本增长	4.2%	7.4%	8.3%	8.7%
财务费用	-1335	-1491	-2242	-2627	营业利润增长	14.2%	12.5%	13.4%	13.5%
销售费用	30859	33434	35969	38899	利润总额增长	9.4%	18.2%	13.9%	13.9%
管理费用	21509	23304	24980	26915	净利润增长	9.6%	18.0%	13.9%	13.9%
投资净收益	1035	0	0	0	盈利能力				
营业利润	29895	33623	38143	43298	毛利率	33.0%	33.5%	33.6%	33.8%
营业外收支	-2289	-1000	-1000	-1000	销售净利率	10.9%	11.8%	12.4%	13.0%
利润总额	27606	32623	37143	42298	ROE	14.2%	9.1%	9.4%	9.7%
所得税	-11	0	0	0	ROIC	35.3%	41.2%	52.9%	76.3%
少数股东损益	-30	0	0	0	营运效率				
净利润	27647	32623	37143	42298	销售费用/营业收入	12.1%	12.1%	12.0%	11.9%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	12.6%	8.5%	8.5%	8.4%
货币资金	140768	316134	371140	434103	投资收益/营业利润	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	36271	39299	39639	39965	所得税/利润总额	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	8.13	7.30	7.58	8.19
存货	18496	19867	17552	14765	存货周转率	8.94	9.55	10.61	13.35
流动资产合计	201251	378971	432311	493170	流动资产周转率	1.37	0.95	0.74	0.70
固定资产	53906	52894	50570	46820	总资产周转率	0.89	0.71	0.61	0.60
资产总计	300683	471096	515809	566606	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	35.2%	24.2%	23.5%	22.9%
应付款项	88290	94837	102735	111683	流动比率	1.91	3.34	3.58	3.81
流动负债合计	105557	113451	120926	129329	速动比率	1.73	3.17	3.43	3.70
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	105957	113851	121326	129729	摊薄 EPS	0.35	0.36	0.41	0.46
股本	80000	91000	91000	91000	每股净资产	2.43	3.92	4.33	4.80
留存收益	114392	265815	302958	345256	每股经营现金流	0.06	0.51	0.63	0.70
少数股东权益	334	334	334	334	每股经营现金/EPS	0.2	1.4	1.5	1.5
权益合计	194726	357149	394292	436590	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益									
总计	300683	471000	515617	566319	PE	38.1	36.7	32.3	28.3
现金流量表 (万元)					PEG	0.82	2.50	2.65	2.32
经营活动现金流	5141	46441	57088	63725	PB	5.4	3.4	3.0	2.7
其中营运资本减少	-2442	3222	9141	10508	EV/EBITDA	28.70	26.74	24.56	22.33
投资活动现金流	-1567	-875	-2081	-762	EV/SALES	4.14	4.35	4.01	3.68
其中资本支出	-4236	-3193	-2081	-762	EV/IC	12.13	15.14	18.58	25.20
融资活动现金流	18182	129800	0	0	ROIC/WACC	3.60	4.21	5.40	7.79
净现金总变化	21756	175366	55006	62963	REP	3.37	3.60	3.44	3.24

数据来源: 长城证券研究所 备注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

刘月平: 特许金融分析师, 中国注册会计师, 上海财经大学会计学硕士, 10 年证券行业从业经历, 任旅游、传媒行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 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到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并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他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650
网址: <http://www.cgws.com>