

处地利、享天时，守正出新驱动成长 买入（首次）

2019年01月20日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

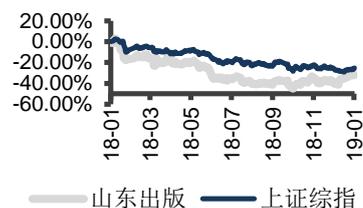
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,901	9,836	10,833	11,810
同比（%）	10.8%	10.5%	10.1%	9.0%
归母净利润（百万元）	1,365	1,530	1,653	1,836
同比（%）	30.3%	12.1%	8.0%	11.1%
每股收益（元/股）	0.65	0.73	0.79	0.88
P/E（倍）	12.66	11.29	10.46	9.41

投资要点

- **与市场不一样的观点：**我们认为市场忽视了公司近年来在内部治理、市场化能力方面的改善，以及公司地处全国最大教育市场的成长潜力，公司当前仍有明显估值优势，出版板块历史最低 PE_TTM 为 14 倍。
- **全产业链叠加高壁垒。**山东出版集团在全国同类企业中排名第七，控股子公司山东新华书店集团在全国发行集团中排名第五。国内图书出版、发行业务具有较高壁垒，公司具有全产业链优势。出版领域，旗下明天社、人民社为全国百佳出版社，长销、畅销作品频出，此外还拥有山东省中小学若干类别教材的独家出版权；发行领域，公司是山东省内中小学教材总发行商，还拥有人教社、北师大社、外教社、石油大学出版社等单位在山东省内教材教辅的代理权并与其始终保持着稳定合作关系。
- **市场化能力提升。**出版总量及业绩稳步提升，非公司出版产品发行收入占比逐年下降，2014 年至 2017H1 为 53%/48%/47%/46%，一般图书出版及自编教材教辅销售增速较高，核心主营业务逐步提升省内市场份额。多元经营方面，2018 年物资贸易业务增长较快，教育装备业务在 2017 年基础上优化结构，稳健增长中。
- **本地潜力可期。**山东教育经费支出占公共财政比在所有省份中最高，教育市场潜力突出。2016-2018 年是山东省出生人口高峰期，我们预计山东省中小学学龄人口增速将在 2023 年前逐步提升至 5%，我们看好公司未来深挖本土教育市场的潜力。大众出版领域，在政策鼓励、消费升级等背景下，新华书店迎来转型升级机遇，2015 年至 2017 年，新华书店一般图书发行销量及收入步入上升通道，2018 年进一步加强网点建设拓展。出版领域则有望持续受益于行业红利及集中度提升趋势。
- **有望成本改善。**2017 年受纸价上涨影响，公司纸张成本同比增长 23.54%，在出版业务成本中的比例提升 1.77pct，根据 2018Q2 后纸价下行趋势，我们预计 2019 年公司出版业务盈利能力将提升。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2018/2019/2020 年收入增速分别为 10.5%/10.1%/9.0%，归属净利分别为 15.3/16.5/18.4 亿元，对应增速 12.1%/8.0%/11.1%。给予 2019 年 14 倍 PE，目标价为 11.1 元。
- **风险提示：**政策风险，实体书店经营正面临日趋激烈的竞争，“二孩”落地效果不及预期，数字出版对于行业带来冲击。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.28
一年最低/最高价	6.59/13.18
市净率(倍)	1.85
流通 A 股市值(百万元)	3534.73

基础数据

每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	34.07
总股本(百万股)	2086.90
流通 A 股(百万股)	426.90

相关研究

内容目录

1. 守正：全产业链叠加高壁垒，业绩保持稳健增长	5
1.1. 业务：布局完善、结构稳定，区域壁垒高企	5
1.2. 产品：出版品种增长，教材教辅势头强劲	9
1.3. 治理：领导层兼具监管及经营背景，股权相对集中	11
2. 出新：市场化能力提升，看好本土潜力	12
2.1. 市场化能力提升，多元经营带来“韧性”	12
2.2. 山东是教育第一大市场，看好本土潜力	14
2.3. 大众出版、发行市场挑战与机遇并存	17
2.4. 纸张价格下行，有助于降低出版成本	18
3. 盈利预测及投资建议	19
3.1. 盈利预测	19
3.2. 投资建议	21
4. 风险提示	23

图表目录

图 1: 出版发行行业与上下游之间的关联性	5
图 2: 明天出版社畅销图书上榜次数位居全行业第二	6
图 3: 明天出版社长销且畅销巨著《笑猫日记》	6
图 4: 公司直营网点构成 (截止 2017 年底)	7
图 5: 公司直营网点构成 (截止 2017 年底)	7
图 6: 公司旗下新华书店集团网点分布	7
图 7: 公司出版业务收入、占比及增速 (百万元)	8
图 8: 公司发行业务收入、占比及增速 (百万元)	8
图 9: 公司物资业务收入、占比及增速 (百万元)	8
图 10: 公司贸易业务收入、占比及增速 (百万元)	8
图 11: 印刷业务收入、占比及增速 (百万元)	8
图 12: 由于全产业链经营, 存在内部关联交易 (百万元)	8
图 13: 公司总收入及增速 (百万元)	9
图 14: 公司省内、省外收入结构 (万元, %)	9
图 15: 公司出版及发行业务收入客户结构 (%)	9
图 16: 公司出版的教材教辅品种数及重印率 (种)	10
图 17: 出版板块分产品收入及增速 (万元)	10
图 18: 出版产品整体以对内销售为主 (2017H1)	10
图 19: 出版产品销售的三种主要模式 (2017H1)	10
图 20: 发行业务销量 (万册)	11
图 21: 发行业务销售收入 (万元)	11
图 22: 2018 年三季度末公司股权结构 (%)	11
图 23: 2018 年 11 月公司解禁股权结构 (%)	12
图 24: 非公司出版产品发行收入占比逐渐降低	13
图 25: 2017H1 非公司出版产品销售收入及占比 (万元)	13
图 26: 公司一般图书销售码洋及收入 (万元)	13
图 27: 山东省出版对外贸易有限公司净利润及增速	14
图 28: 山东省印刷物资有限公司净利润及增速	14
图 29: 山东省教育经费合计及增速 (万元)	15
图 30: 山东省教育经费支出在前十发行集团所属省市中遥遥领先 (万元)	15
图 31: 山东省常住人口出生人数及增速 (万人)	16
图 32: 山东省普通小学在校学生数及同比增速 (万人)	16
图 33: 2004 年-2017 年山东省普通中小学生在生人数 (人)	16
图 34: 山东省中小学学龄人口数测算	16
图 35: 中国图书零售市场码洋规模	17
图 36: 线下实体书店销售码洋	17
图 37: 公司一般图书发行册数及单册收入在 2015 年后步入增长通道 (元)	18
图 38: 铜版纸每日平均企业价格	18
图 39: 双胶纸每日平均企业价格	18
图 40: 2014 年至 2017 年公司纸张材料费、占出版成本比例及增速 (万元)	19
图 41: 公司季度毛利率整体保持平稳	20
图 42: 公司各主营业务毛利率情况	20

图 43: 公司季度销售费用及销售费用率	20
图 44: 公司季度管理费用及管理费用率	20
图 45: 出版指数 PE_TTM 为 16.81 倍, 处于历史低点附近	21
图 46: 出版指数 PB 为 1.50 倍, 处于历史低点附近	21
图 47: 受上市融资影响, 公司 ROE 有所下降	22
图 48: 公司当期分红占合并报表归属净利润比率	22
表 1: 公司所处行业地位	5
表 2: 公司旗下主要出版社、特点及净利润 (万元)	6
表 3: 公司参控股出版公司 2018 年上半年业绩及同比增速 (万元)	13
表 4: 公司各业务收入预测 (百万元)	19
表 5: 公司盈利预测核心指标	20

1. 守正：全产业链叠加高壁垒，业绩保持稳健增长

公司是国内排名领先的国有图书出版发行企业、山东省出版发行领域区域龙头。截止 2017 年底，全国同类图书出版集团 40 家、发行集团 27 家，公司大股东山东出版集团有限公司全国排名第七，公司控股子公司山东新华书店集团有限公司排名第五。

表 1：公司所处行业地位

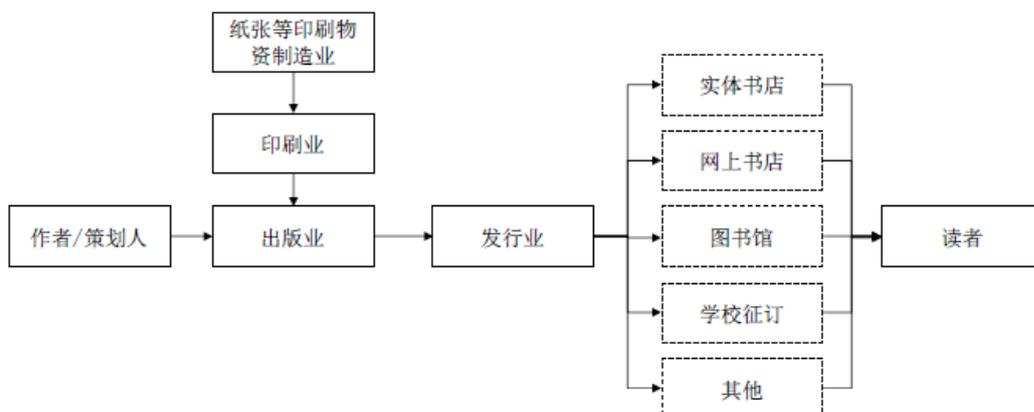
排名	图书出版集团总体经济规模前十	发行集团总体经济规模前十
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	安徽新华发行（集团）控股有限公司
2	江西省出版集团公司	四川新华发行集团有限公司
3	湖南出版投资控股集团有限公司	湖南省新华书店有限责任公司
4	中国教育出版传媒集团有限公司	江西新华发行集团有限公司
5	浙江出版联合集团有限公司	山东新华书店集团有限公司（子公司）
6	安徽出版集团有限责任公司	浙江省新华书店集团有限公司
7	山东出版集团有限公司（大股东）	河南省新华书店发行集团有限公司
8	湖北长江出版传媒集团有限公司	河北省新华书店有限责任公司
9	中国出版集团公司	上海新华发行集团有限公司
10	河北出版传媒集团有限责任公司	重庆新华书店集团公司

数据来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，东吴证券研究所

1.1. 业务：布局完善、结构稳定，区域壁垒高企

出版发行行业产业链包含“编、印、发、供”，即出版、印刷、发行、物资贸易四个环节，其中出版环节为核心，公司集编辑、印刷、发行、物资供应、对外贸易完整产业链于一体，全流程、整环节，拥有全产业链优势。

图 1：出版发行行业与上下游之间的关联性



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

出版板块，公司旗下拥有 10 家出版社（其中还包括 1 家电子音像出版社）、1 家数字出版传媒公司、3 家期刊社，年出版 1 万多种出版物。

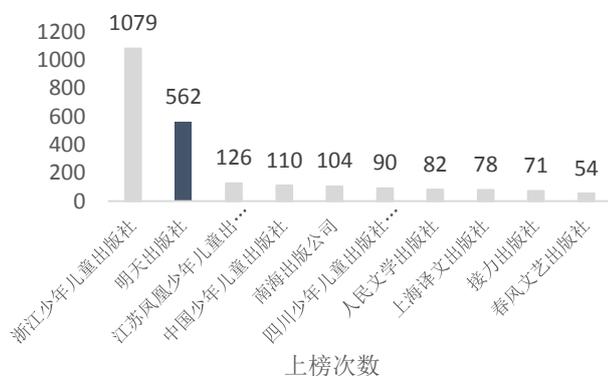
表 2：公司旗下主要出版社、特点及净利润（万元）

出版社	特点	净利/2017 年
明天社	全国百佳出版社，一直居于少儿出版领军阵营	7,271.07
人民社	全国百佳出版社，在通俗政治读物、红色历史读物方面形成人文社科品牌	5,420.71
科技社	在医疗卫生、三农科技、孕育健身等方面品牌响亮	5,480.58
文艺社	在原创文学方面连获佳绩，多次获得“五个一工程”奖	未公告
教育社	在教育理论及教育史研究方面积淀丰厚，获奖多项	6,453.35
齐鲁社	儒家文化研究出版特色明显	未公告
美术社	致力于艺术与当代的结合	未公告
友谊社	以“尼山书屋”为支点，实现全方位“走出去”	未公告
画报出版社	以《老照片》为代表的图文书引领了一代新的阅读风尚	未公告

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

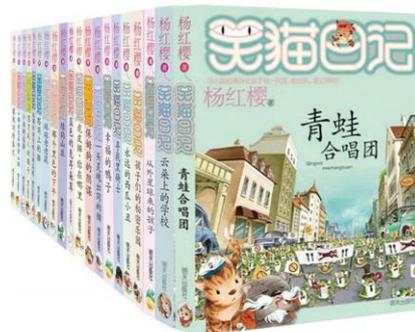
明天出版社为国内最著名少儿出版社之一，2010 年至 2018 年 9 月，明天出版社出版图书在少儿类畅销榜前三十中上榜 562 次，仅次于浙江少年儿童出版社。2018 年 9 月明天出版社共有 6 本图书上榜，分列第 5、8、10、13、14、28，公司出品的杨红樱作品《笑猫日记》历时 12 年，总销量超过 6000 万册。

图 2：明天出版社畅销图书上榜次数位居全行业第二



数据来源：开卷图书，东吴证券研究所整理统计

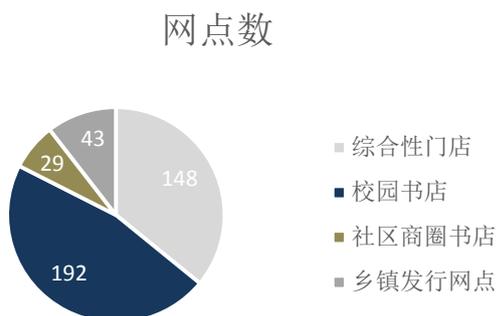
图 3：明天出版社长销且畅销巨著《笑猫日记》



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

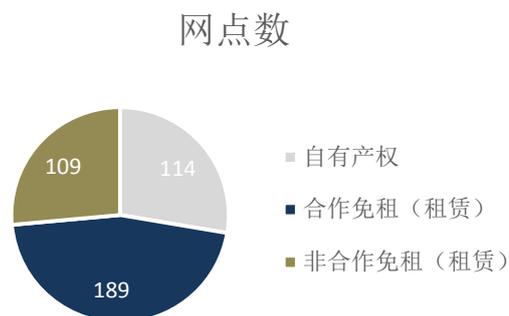
发行板块，山东新华书店集团及其下属 279 家分公司是公司旗下的发行公司，为全国最早成立的省级新华书店集团之一。

图 4：公司直营网点构成（截止 2017 年底）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司直营网点构成（截止 2017 年底）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司旗下发行渠道涉及除青岛市外全省，2017 年，门店面积约为 24 万平方米。

图 6：公司旗下新华书店集团网点分布

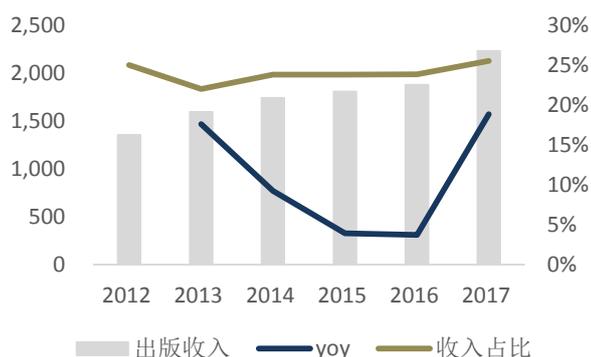


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

国内图书出版、发行业务具有较高壁垒，管制严格，公司优势明显。外资和非公有资本进入我国出版行业限制严格，尤其中小学教材出版发行业务，全国范围内大部分省市地区采取招投标制度，对于参加招投标的教材出版单位和发行单位有严格的资质限制，公司在山东省内出版、发行领域优势非常明显。

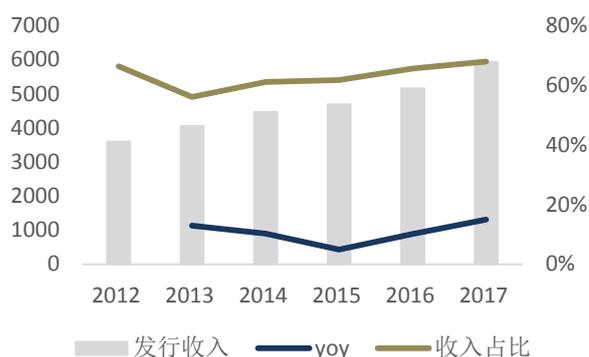
出版领域，除一般图书出版领域的领先优势外，公司拥有山东省中小学若干类别教材的独家出版权。发行领域，公司是山东省内中小学教材总发行商（发行权有效时限为一年），此外公司拥有人民教育出版社、北京师范大学出版社、外语教学与研究出版社、石油大学出版社等单位在山东省内教材教辅的代理权并与其始终保持着稳定的合作关系。

图 7：公司出版业务收入、占比及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

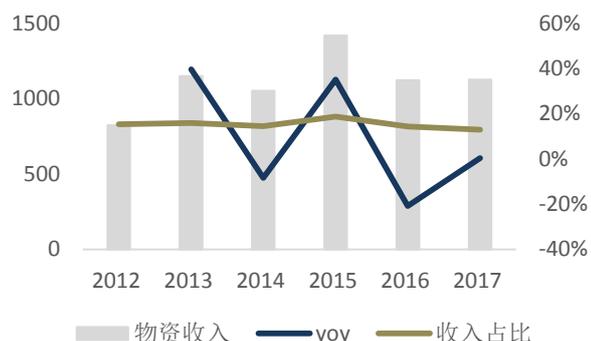
图 8：公司发行业务收入、占比及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

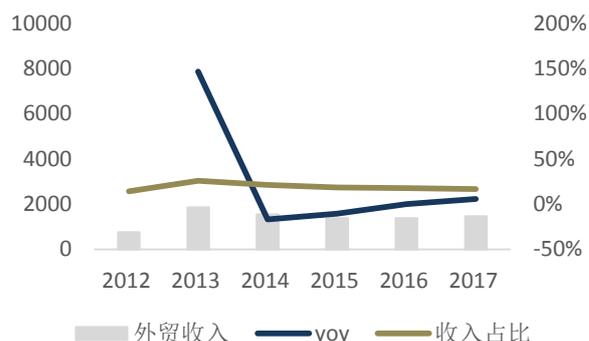
物资贸易板块，物资公司经营多品牌纸张、纸浆、印刷机械、印刷器材等贸易业务。外贸公司从事木浆、纸张、印刷机械及图书等产品的进出口业务。

图 9：公司物资业务收入、占比及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

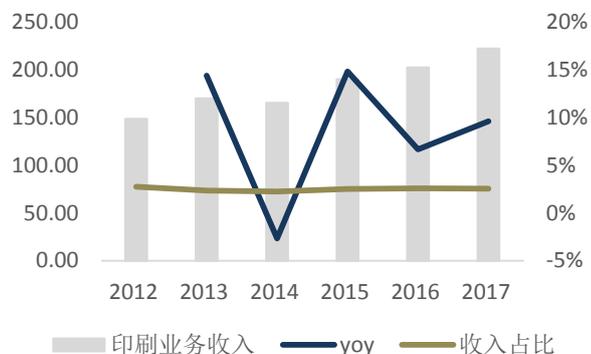
图 10：公司贸易业务收入、占比及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

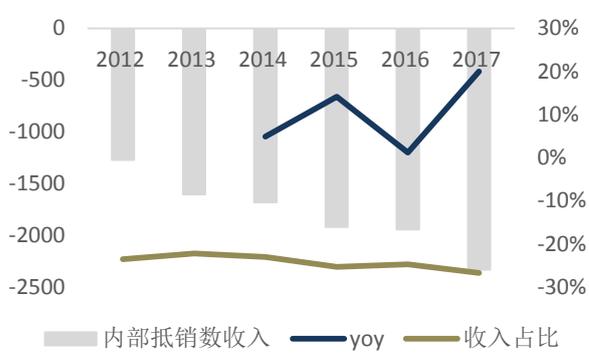
印刷板块，公司拥有 4 家印刷企业，从事书刊及各类印刷品印制服务。

图 11：印刷业务收入、占比及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

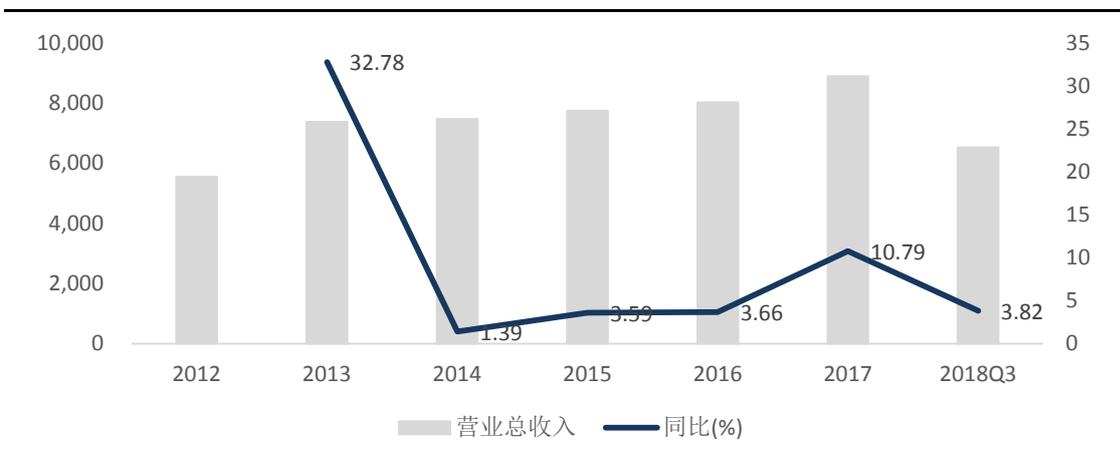
图 12：由于全产业链经营，存在内部关联交易（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2013 年至今, 公司整体收入保持稳健增长, 2018 年前三季度, 公司实现总收入 65.33 亿元, 同比增长 3.82%。

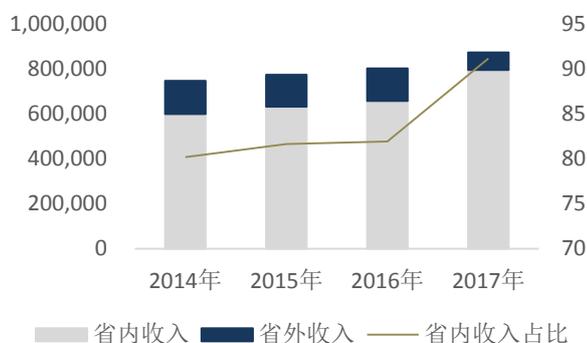
图 13: 公司总收入及增速 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

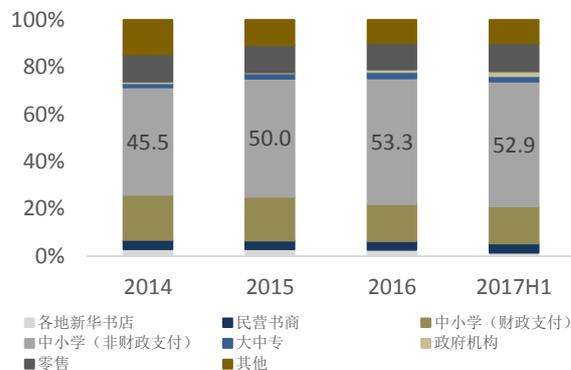
基于行业特点, 公司业务以省内为主。2014 年-2017 年, 公司省内收入占比持续提升, 2017 年达到 91.2%, 这与公司物资贸易业务的发展战略有关, 公司省外业务收入主要来源于物资贸易业务中的木浆贸易业务, 该类业务的客户群体主要系境内造纸及木浆贸易企业。

图 14: 公司省内、省外收入结构 (万元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 公司出版及发行业务收入客户结构 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 产品: 出版品种增长, 教材教辅势头强劲

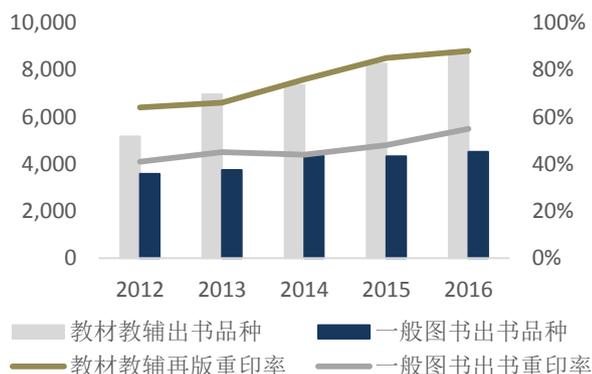
公司出版业务按照产品主要分为教材教辅、一般图书两类:

教材教辅: 包括本版及外版代理两种, 本版是指公司组织编写、拥有专有出版权的教材及教辅; 外版代理则由公司通过签订协议、支付版权使用费的方式向版权所有人取得代理权, 并负责宣传推广、印制、发行和售后服务等工作。2012 年至今, 公司教材教

辅出书品种数保持持续增长。

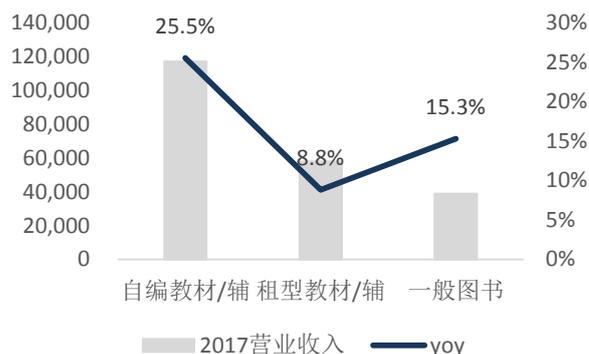
一般图书：品种数保持平稳增长，2017年，公司26种图书登上开卷实体店市场三大畅销榜，5种图书登上网店市场三大畅销榜，66种次登上开卷2017年实体店、网店市场月度三大畅销榜。一般图书出版近年来增速较高，2017年营收增速为15.27%，2018年上半年增速为34.26%。

图 16：公司出版的教材教辅品种数及重印率（种）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，

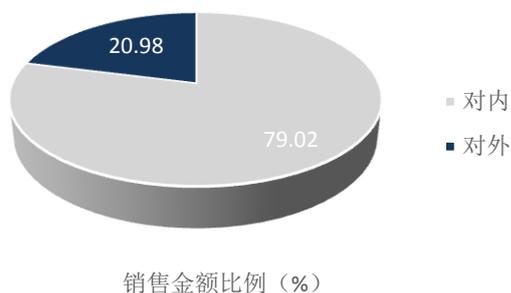
图 17：出版板块分产品收入及增速（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

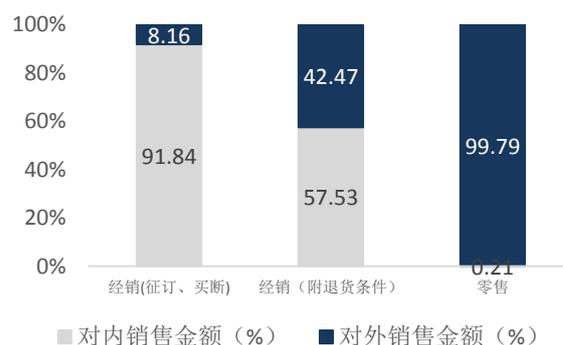
出版产品销售模式上，按销售对象分以内销售为主，2017H1 对内销售占比 79%，对外销售仅为 21%；按销售模式分包括经销（征订、买断）、经销（附退货条件）以及零售模式三种，其中经销（征订、买断）模式下以内销售为主，主要是由于征订、买断模式主要教材教辅及合作出版产品的销售，一般书及市场化教辅的销售一般采用附退货条件的经销模式，因此对内、对外销售金额占比较为接近。

图 18：出版产品整体以内销售为主（2017H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，

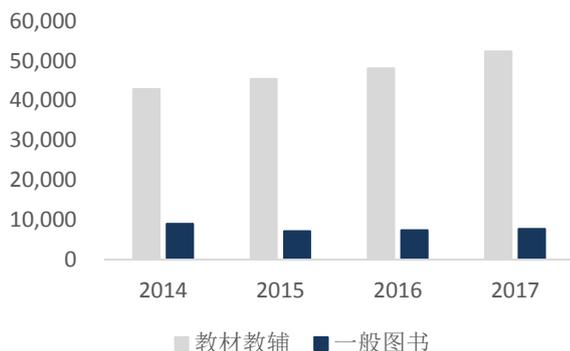
图 19：出版产品销售的三种主要模式（2017H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

发行业务按照产品主要分为教材教辅、一般图书，其中公司以教材教辅产品为主，近年来，教材教辅业务发展势头良好，发行收入稳步增长，贡献显著。

图 20: 发行业务销量 (万册)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 发行业务销售收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 治理: 领导层兼具监管及经营背景, 股权相对集中

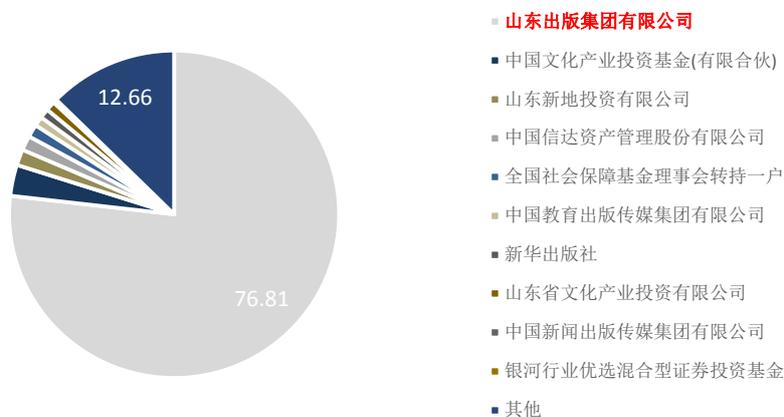
公司董事会及高管层结合了传媒监管、传媒经营的双重背景:

董事长张志华具有监管背景。1964 年生, 历任滨州地区行署办公室科长, 博兴县委副书记兼办公室主任, 滨城区委副书记, 区长, 泰安市泰山区委书记, 泰安市委常委, 宣传部部长; 2014 年 9 月至今任山东出版集团董事长; 2015 年 3 月至今任公司董事长。

总经理郭海涛是内部培养的业务骨干。1968 年生, 教授级高级政工师。历任山东省政府法制局综合处科员, 山东省出版总社人事教育部副主任, 山东出版集团有限公司人力资源部主任, 山东画报出版社社长, 山东人民出版社有限公司总经理兼山东出版传媒股份有限公司监事会副主席, 山东出版传媒股份有限公司副总经理, 2015 年 6 月至 2018 年 7 月任山东出版集团有限公司党委委员, 董事, 副总经理。

山东出版集团在公司中持股比例较高, 2018 年三季度末, 集团持股占比 76.81%。

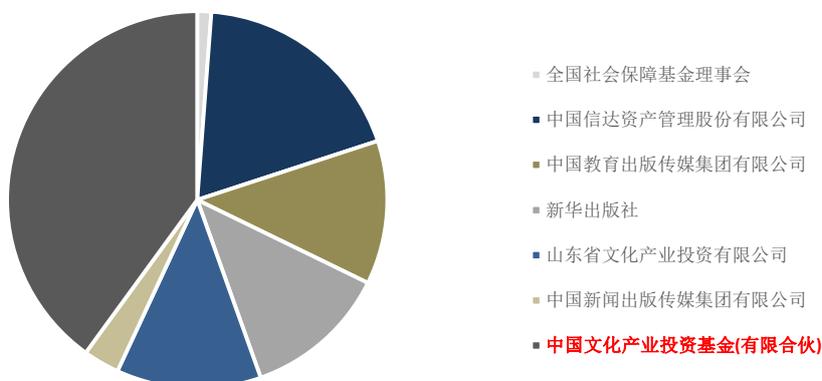
图 22: 2018 年三季度末公司股权结构 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2018年11月22日，公司约有1.6亿股解禁，占总股本比7.67%，占解禁后流通股比例37.48%，其中解禁量最大的为中国文化产业投资基金(有限合伙)，约有6400万股。

图 23：2018 年 11 月公司解禁股权结构（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 出新：市场化能力提升，看好本土潜力

2.1. 市场化能力提升，多元经营带来“韧性”

加码重点出版产品打造。公司出台《山东出版传媒股份有限公司重点出版项目专项扶持资金实施办法》、《山东出版传媒股份有限公司重点出版项目评审专家管理办法》，引导优化出书结构、提高图书整体质量。2017年，公司共获得中华优秀出版物奖、中国出版政府奖、“五个一工程”奖16项，获得年度“中国好书”“大众喜爱的50种图书”“中国文艺原创精品工程”“国家出版基金”等优秀出版物、重点出版评奖37项。2018年上半年，公司共入选中宣部、总署等各类国家重大项目评选22种（次），其中《美在天真》入选中宣部、中国图书评论学会“2017中国好书”。

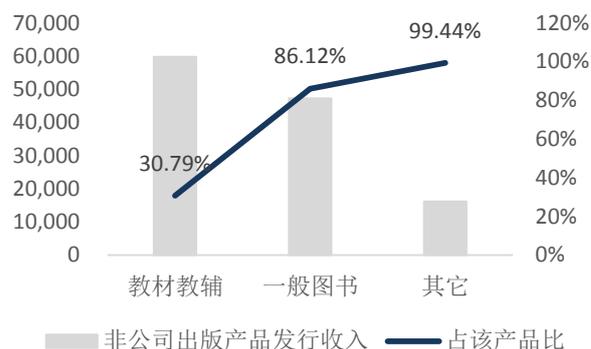
大力培育教辅品牌。公司制定了《积极培育品牌教辅的指导意见》、《数字教育新产品研发规划》，教材教辅经营总量和质量效益提升，非公司出版产品发行收入占比逐年下降，2014年至2017H1占比分别为53%、48%、47%、46%，体现了公司通过强化出版能力，提升省内市场份额的趋势。

图 24: 非公司出版产品发行收入占比逐渐降低



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 25: 2017H1 非公司出版产品销售收入及占比 (万元)

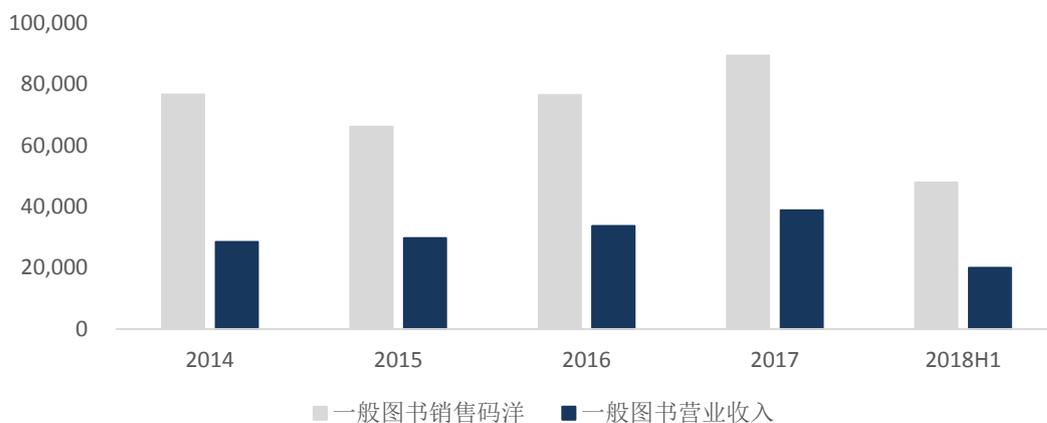


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2017 年公司自编教材教辅销售量同比增长 19.25%，销售码洋同比增长 22.84%，销售收入 117,149.24 万元，同比增长 25.52%。

2018H1, 一般图书销售码洋 47,919.61 万元, 增速提升至 27.49%, 销售收入 20,039.44 万元, 同比增长 34.26%。三季度, 一般图书市场整体出现阶段调整, 公司前三季度一般图书出版销售码洋及收入同比增速相比上半年有所下滑。

图 26: 公司一般图书销售码洋及收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2018 年上半年, 明天出版社有限公司净利润同比增长 73%, 山东教育出版社有限公司净利润同比增长 76.28%。

表 3: 公司参控股出版公司 2018 年上半年业绩及同比增速 (万元)

被参控公司	净利润/2018H1	净利润/2017H1	yoy
山东教育出版社有限公司	1,754.86	1,017.11	72.53%
明天出版社有限公司	4,702.95	2,667.96	76.28%
山东人民出版社有限公司	2,973.45	1,243.03	139.21%
山东省出版对外贸易有限公司	3,857.69	2,414.41	59.78%

山东科学技术出版社有限公司	2,364.13	2,608.71	-9.38%
---------------	----------	----------	--------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

发行领域多元经营取得进展，对于教材教辅发行业务的依赖程度降低：

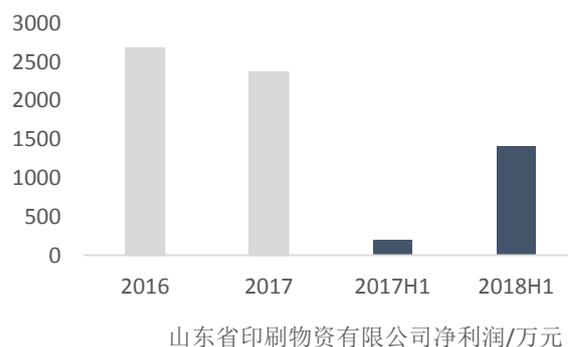
- **2018年物资贸易业务利润增长较快**：2018H1物资贸易实现营业总收入14.56亿元，同比增长29.55%，利润总额5,261万元，同比增长100.87%。1)印刷物资有限公司（主营出版物资）实现利润1,412万元，同比增长613.87%；2)出版对外贸易有限公司（主营木浆、平行进口车）实现净利润3,858万元，同比增长59.78%；
- **教育装备业务在2017年突破基础上优化结构，稳健增长中**：书店集团2017年教育装备实现中标金额4.2亿元，同比增长600%。截止2018年11月底，新华书店集团全省教育装备中标金额达3.32亿元，通过优化项目，强化资金管理、风险管理，利润率有所提升（数据来源：山东出版集团官网）。
- 教育培训、幼儿园等项目取得进展，当前对公司经营影响相对较小。

图 27：山东省出版对外贸易有限公司净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 28：山东省印刷物资有限公司净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 山东是教育第一大市场，看好本土潜力

山东是经济大省、人口大省，亦是教育大省，教育经费支出占公共财政比在所有省份中最高。根据国家统计局的数据，2017年山东省教育经费共投入2,394.60亿元，同比增长6.79%，其中国家财政性教育经费1,979.71亿元，同比增长5.56%。

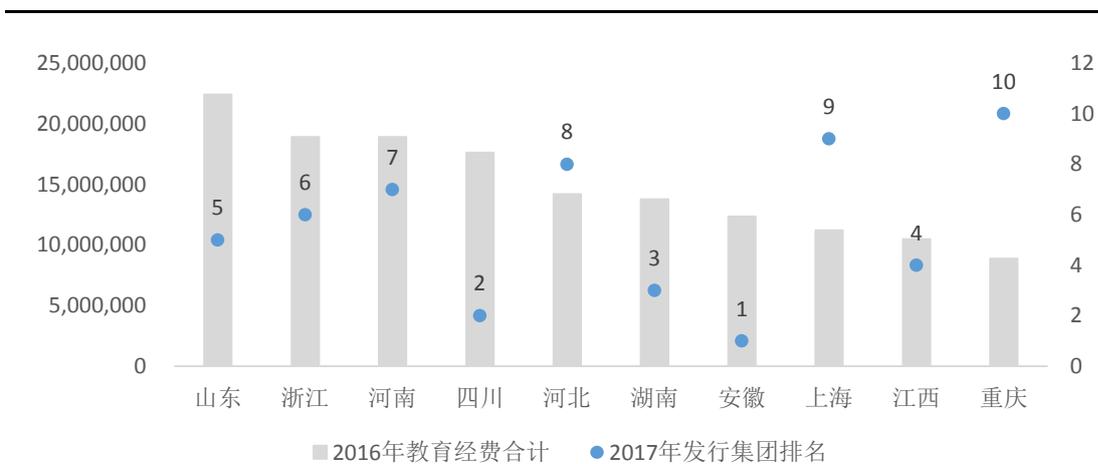
图 29：山东省教育经费合计及增速（万元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所，备注：2016 年数据缺失，取 2015 年及 2017 年平均值

按照《2017 年新闻出版产业分析报告》，安徽、四川、湖南、江西、山东、浙江、河南、河北、上海、重庆十省市的新华书店集团位居整体经济规模前十，但从各省市教育经费角度，山东省教育经费支出在前十发行集团所属省市中遥遥领先，我们看好公司未来深挖山东本土市场的潜力。

图 30：山东省教育经费支出在前十发行集团所属省市中遥遥领先（万元）



数据来源：wind，新闻出版广电总局，东吴证券研究所

“二孩”红利将为公司未来中期增长奠定需求的基础。2010 年至今，山东省常住人口出生人数经历了 2014 年及 2016 年两个高峰，2014 年山东正式施行“单独两孩”，同时传统生育观念导致人口出生出现大小年。2016 年全面两孩政策落地，山东省二孩出生占比 63.3%，增幅为 69.9%。根据调整完善生育政策的课题研究¹，“十三五”后期山东省人口出生将趋于平稳下降，出生人口将维持在 125 万人左右。按 7 岁进入小学就读假设测算，这一增速变化对于公司业绩的影响将在 2021 年年 2023 年开始体现。

¹ 资料来源：人口健康报，<http://news.e23.cn/shandong/2017-01-24/2017012400008.html>

图 31: 山东省常住人口出生人数及增速 (万人)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

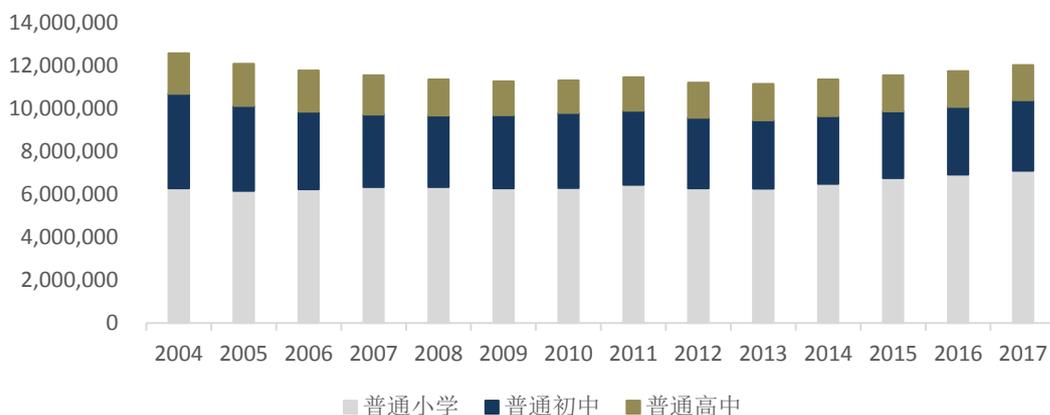
图 32: 山东省普通小学在校学生数及同比增速 (万人)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2013 年至今, 山东省普通中小学在校生人数触底回升, 温和增长。

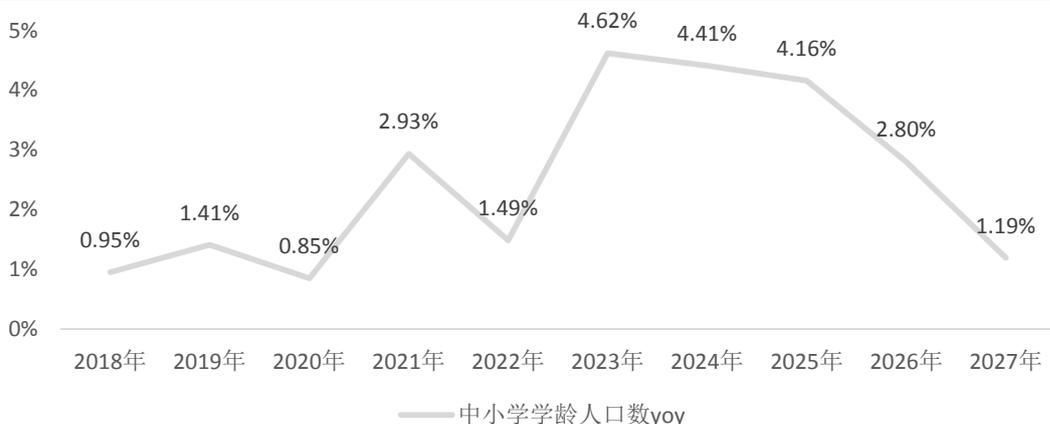
图 33: 2004 年-2017 年山东省普通中小学在校生人数 (人)



数据来源: 《山东省教育事业统计公报》, 东吴证券研究所

2016-2018 年将是山东省出生人口的阶段高峰期, 不考虑死亡、外来人口借读, 我们测算山东省中小学适龄人口数增速如下:

图 34: 山东省中小学适龄人口数测算



数据来源: wind, 东吴证券研究所

值得关注的是，除人口需求增长带来的市场红利外，“统编三科教材”、“新高考”改革试点以及山东省版权环境的改善，也将有助于公司未来在省内市占率的提升，2017年4月，山东省版权局发布《山东省版权工作“十三五”规划》，其中“十三五”时期省内版权工作主要目标即是打击盗版，减少侵权行为，明显提升版权产业发展对全省经济贡献比重。

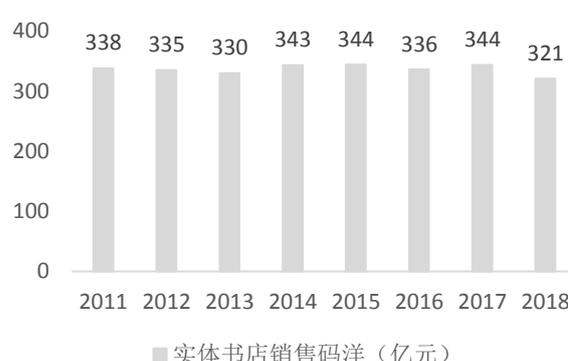
2.3. 大众出版、发行市场挑战与机遇并存

在政策及资金扶持下，国内全民阅读率持续提升，2017年阅读率达到80.3%，同比增长0.4%。2018年中国图书零售市场码洋规模达894亿元，同比增长11.3%，继续保持双位数的增长，图书作为文化自信重要载体，在文化产业中的地位逐渐提升，伴随着消费升级及中产阶级的崛起，我们判断未来行业维持中高增速应无虞。

图 35：中国图书零售市场码洋规模



图 36：线下实体书店销售码洋



数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

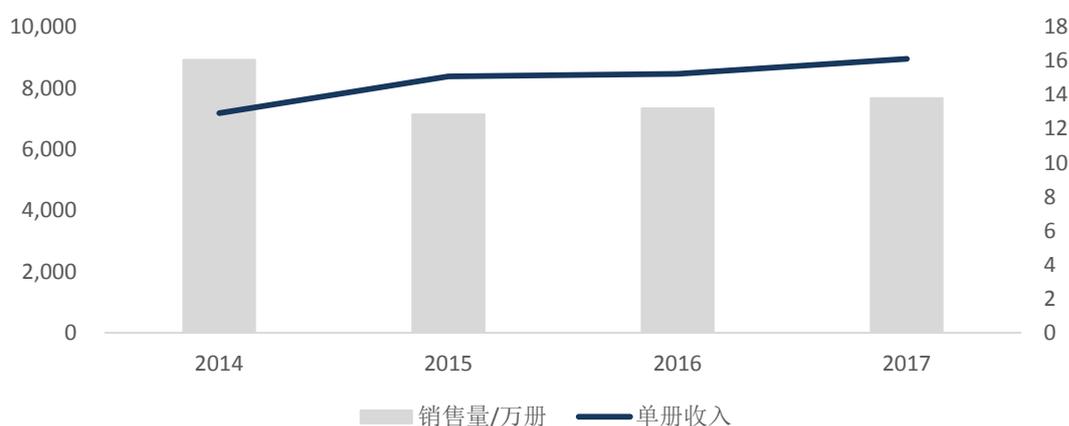
出版环节，近年来书号收紧，图书消费习惯更迭迅速，驱动行业集中度逐渐提升，资源及优势向头部集中，优质的头部出版、发行、零售企业依然具有较强的增长能力，我们看好公司旗下出版社在市场中的竞争实力与未来抢占市场的能力。

发行环节，当前新华书店系统正面临着电商平台、民营书店的双重竞争，2018年，网店图书零售码洋规模达573亿元，增速为24.7%，实体店销售图书码洋规模达321亿元，同比下降6.69%。民营书店利用总发行权和连锁经营权的放开，充分发挥其机制灵活、快速应对市场需求变化的优势，迅速拓展图书发行业务，以西西弗、言几又、Pageone等为代表的民营书店引领了书店新商业模式，2017年，民营书业收入及利润占比超过六成，并保持了较强的扩张动力。截至2018年12月，西西弗在全国60多个城市拥有近180家实体连锁书店、180家意式咖啡馆、超过350万活跃会员，2018年共实现营收9亿元，同比增长73%。

传统新华书店的优势不仅仅在于资产优质、地利位置优异，更重要的是，传统的新

华书店肩负着阅读推广等社会责任，在整个出版行业中起着主心骨、稳定剂作用。2017年，公司募投项目即包括 34,221.55 万元的门店经营升级改造建设项目及 35,607.20 万元的物流二期项目，两者合计是本次募投项目中最大的投资项目。2018 年，公司旗下书店集团进一步加强网点建设拓展的整体规划，重点加强了校园书店的建设，并新建或改扩建了部分区域中心门店。

图 37：公司一般图书发行册数及单册收入在 2015 年后步入增长通道（元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 纸张价格下行，有助于降低出版成本

纸张是图书出版行业主要成本项，2017 年受环保去产能影响，纸张价格持续上行，2018 年 Q2 开始，纸张价格回落明显，铜版纸回落至 5500 元/吨左右，双胶纸价格回落至 6000 元/吨左右。

图 38：铜版纸每日平均企业价格



铜版纸每日平均企业价格（元/吨）

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 39：双胶纸每日平均企业价格

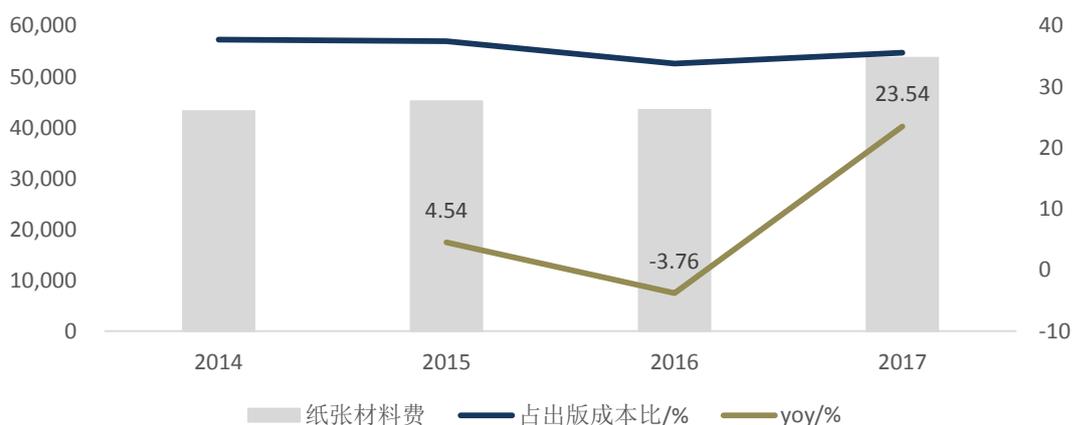


双胶纸每日平均企业价格（元/吨）

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

2017 年受纸价上涨影响，公司纸张成本同比增长 23.54%，在出版成本中的比例提升 1.77pct，根据当前纸价趋势，我们预计 2019 年公司出版业务盈利能力有望得到提升。

图 40：2014 年至 2017 年公司纸张材料费、占出版成本比例及增速（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

3.1. 盈利预测

核心假设：教材教辅政策未出现超预期的变化；加码精品出版效果符合预期；市场化的教辅产品在省内的竞争力提升、市占率提升；出生率、图书定价趋势上涨等符合预期；物资、贸易、教育装备等多元经营业务稳健发展；公司内部治理改善效果持续。

收入预测：1) 公司出版收入增长主要驱动因素在于自编教材教辅出版产品，一般图书出版保持双位数增长，我们预计公司 2018/2019/2020 年出版业务收入增速分别为 15%/14%/13%；2) 预计 2018 年发行业务增速回归合理水平，2018/2019/2020 年收入增速分别 5%/6%/7%；3) 印刷业务收入增速预计保持平稳；4) 预计物资、外贸收入 2018/2019/2020 年增速分别为 25%/20%/15%。

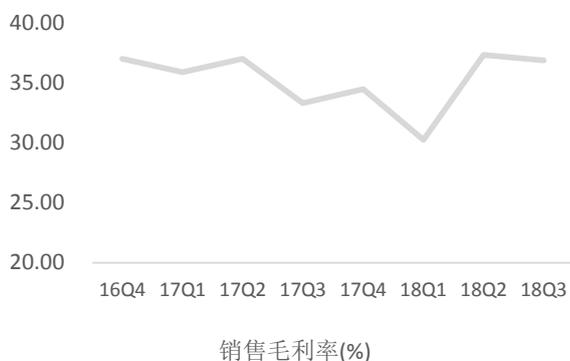
表 4：公司各业务收入预测（百万元）

营业收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
出版收入	1811.74	1879.40	2234.23	2569.36	2929.07	3309.85
yoy	3.9%	3.7%	18.9%	15.0%	14.0%	13.0%
发行收入	4687.55	5162.06	5935.63	6232.42	6606.36	7068.81
yoy	4.8%	10.1%	15.0%	5.0%	6.0%	7.0%
物资收入	1417.56	1121.57	1125.17	1406.46	1687.76	1940.92
yoy	35.0%	-20.9%	0.3%	25.0%	20.0%	15.0%
印刷业务收入	190.17	202.84	222.34	244.57	264.13	279.98
yoy	14.9%	6.7%	9.6%	10.0%	8.0%	6.0%
外贸收入	1378.38	1378.08	1456.73	1820.91	2185.09	2512.85
yoy	-10.6%	0.0%	5.7%	25.0%	20.0%	15.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

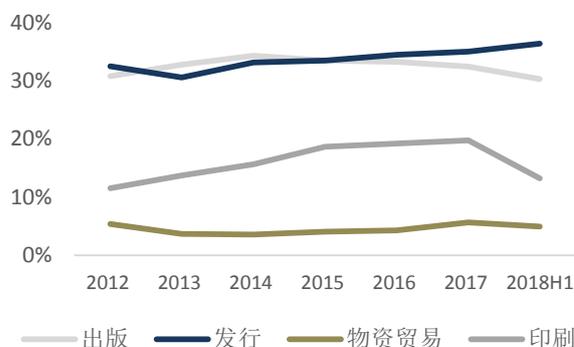
毛利率预测：我们预计出版业务毛利率将有所改善，随后中性预期将保持平稳；发行业务毛利率预计将保持平稳；物资、贸易业务近年来毛利率提升，主要受益于木浆、纸张等价格上涨，我们预计该业务 2018 年后将稳中略降。

图 41：公司季度毛利率整体保持平稳



数据来源：wind，东吴证券研究所

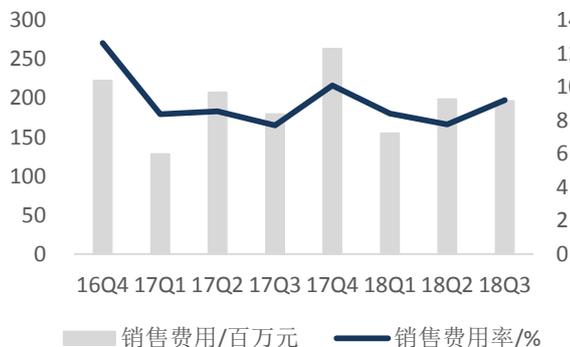
图 42：公司各主营业务毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

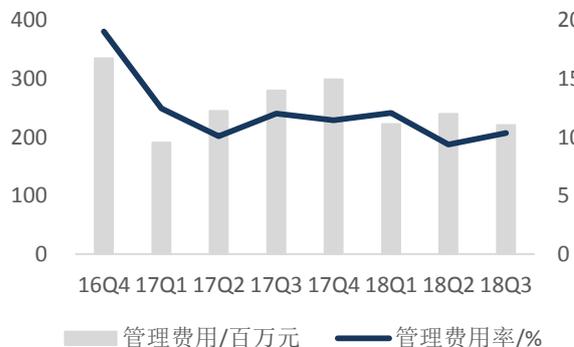
费用预测：公司管理费用率在 2018 年得到改善，在集团施行“一推双降”（推行全面预算管理，降库存、降费用）背景下，我们预计改善趋势有望延续；公司上市融资后有望改善财务费用；预计税收优惠政策、政府补助政策等延续并保持当前水平。

图 43：公司季度销售费用及销售费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 44：公司季度管理费用及管理费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2018/2019/2020 年净利润分别为 15.3/16.5/18.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.79/0.88 元。

表 5：公司盈利预测核心指标

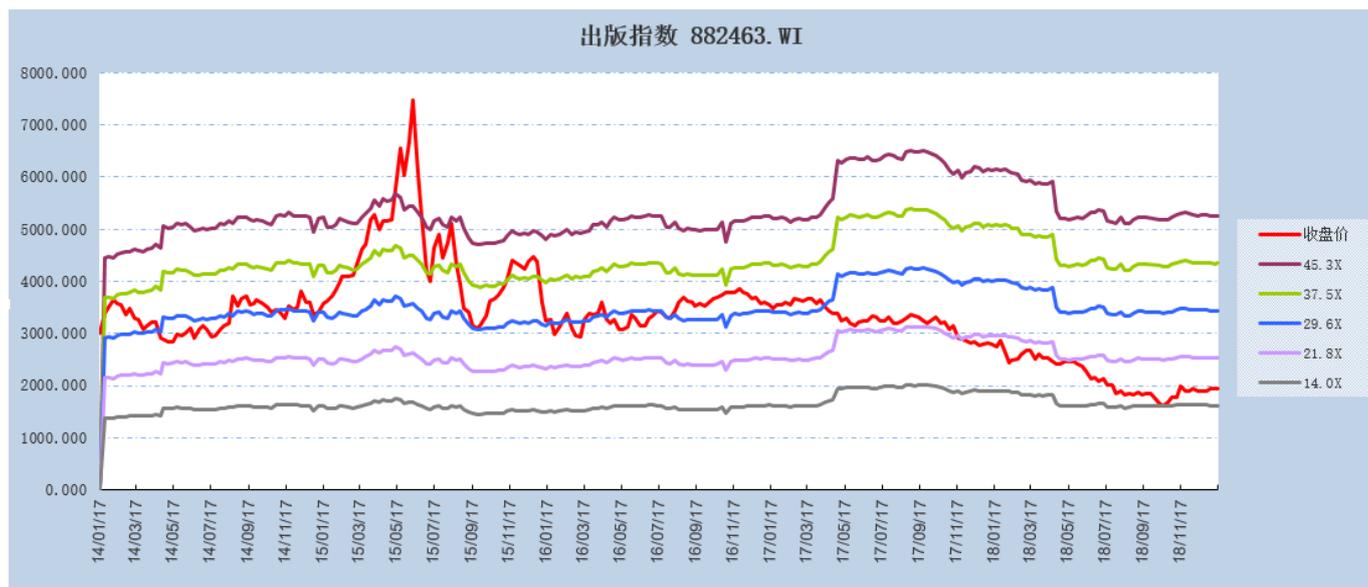
盈利预测	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入（百万元）	8,901	9,836	10,833	11,810
同比 (%)	10.8%	10.5%	10.1%	9.0%
归母净利润（百万元）	1,365	1,530	1,653	1,836
同比 (%)	30.3%	12.1%	8.0%	11.1%
每股收益（元/股）	0.65	0.73	0.79	0.88

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

3.2. 投资建议

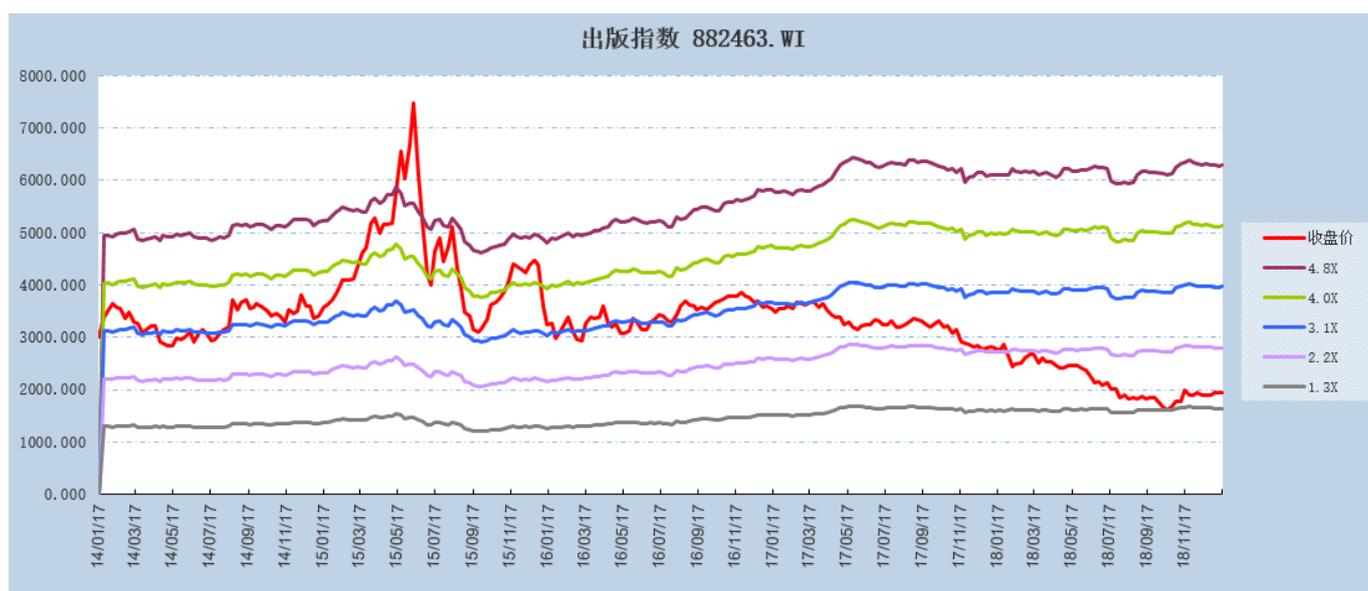
行业估值：截止 2019 年 1 月 15 日收盘，出版指数（882463.WI，指数成分包括所有出版及报刊标的）PE_TTM 为 16.81 倍，PB 为 1.50 倍，处于历史低点附近。

图 45：出版指数 PE_TTM 为 16.81 倍，处于历史低点附近



数据来源：wind，东吴证券研究所

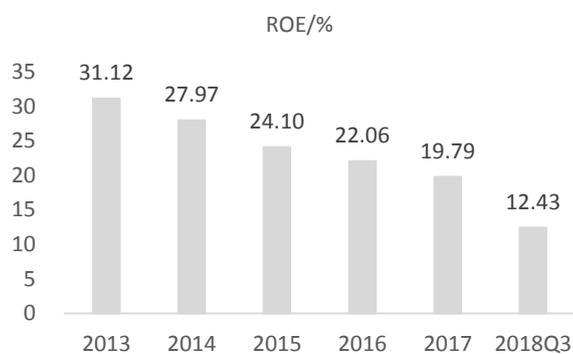
图 46：出版指数 PB 为 1.50 倍，处于历史低点附近



数据来源：wind，东吴证券研究所

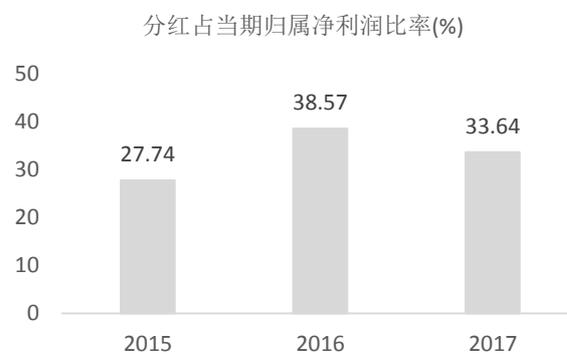
参考公司的增速、ROE 水平、分红指标在行业中水平，我们给予公司 2019 年 14 倍 PE（对应出版行业指数历史最低 PE 水平），目标价为 11.1 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 47：受上市融资影响，公司 ROE 有所下降



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 48：公司当期分红占合并报表归属净利润比率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 风险提示

教材教辅政策收紧；

中小学教材教辅的发行权有效时限为一年，中小学教材出版发行政策可能出现变化；

税收优惠政策到期不能持续等；

实体书店经营正面临日趋激烈的竞争；

二胎效果不及预期，人口长期趋势待观察；

数字出版对于行业带来冲击。

山东出版三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,867	11,609	12,965	15,026	营业收入	8,901	9,836	10,833	11,810
现金	6,111	7,893	8,547	10,686	减:营业成本	5,772	6,392	7,114	7,770
应收账款	1,204	1,037	1,431	1,260	营业税金及附加	58	48	58	69
存货	1,508	1,639	1,863	1,962	营业费用	778	861	948	1,033
其他流动资产	1,044	1,040	1,124	1,118	管理费用	1,014	1,082	1,170	1,252
非流动资产	3,514	3,564	3,596	3,590	财务费用	-24	-13	-41	-76
长期股权投资	2	1	1	0	资产减值损失	69	79	87	94
固定资产	1,671	1,783	1,873	1,930	加:投资净收益	22	22	23	23
在建工程	338	290	255	228	其他收益	0	0	0	0
无形资产	754	749	735	711	营业利润	1,362	1,530	1,652	1,836
其他非流动资产	749	741	731	721	加:营业外净收支	-7	0	0	0
资产总计	13,380	15,174	16,560	18,615	利润总额	1,356	1,530	1,652	1,836
流动负债	3,321	4,043	4,122	4,771	减:所得税费用	-3	-0	-0	-1
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-6	0	0	0
应付账款	2,086	2,333	2,585	2,786	归属母公司净利润	1,365	1,530	1,653	1,836
其他流动负债	1,234	1,710	1,536	1,984	EBIT	1,172	1,320	1,406	1,547
非流动负债	1,355	1,355	1,355	1,355	EBITDA	1,373	1,517	1,628	1,795
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,355	1,355	1,355	1,355	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	4,675	5,398	5,476	6,126	每股收益(元)	0.65	0.73	0.79	0.88
少数股东权益	2	2	2	2	每股净资产(元)	4.17	4.68	5.31	5.98
归属母公司股东权益	8,703	9,774	11,082	12,488	发行在外股份(百万股)	2087	2087	2087	2087
负债和股东权益	13,380	15,174	16,560	18,615	ROIC(%)	11.7%	11.9%	11.3%	11.2%
					ROE(%)	15.6%	15.6%	14.9%	14.7%
					毛利率(%)	35.1%	35.0%	34.3%	34.2%
					销售净利率(%)	15.3%	15.6%	15.3%	15.5%
					资产负债率(%)	34.9%	35.6%	33.1%	32.9%
					收入增长率(%)	10.8%	10.5%	10.1%	9.0%
					净利润增长率(%)	30.3%	12.1%	8.0%	11.1%
					P/E	12.66	11.29	10.46	9.41
					P/B	1.99	1.77	1.56	1.38
					EV/EBITDA	9.12	7.07	6.19	4.42

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

