

公司研究/年报点评

2019年04月14日

传媒/传媒 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.89
合理价格区间(元): 9.48~10.27

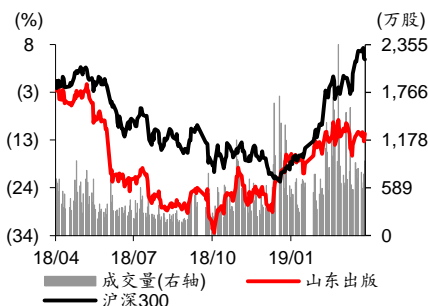
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

吕默馨 执业证书编号: S0570519030002
研究员 0755-23952835
lvmoxin@htsc.com

相关研究

1 《山东出版(601019,增持): 全产业链龙头, 未来十年受益于人口红利》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 分红率提升至 41%

山东出版(601019)

年报符合预期, 分红率提升和现金流改善是亮点, 维持增持评级

公司披露 2018 年年报: 实现收入 93.51 亿元, 同比增长 5.05%; 归母净利润 14.85 亿元, 同比增长 8.80%; 扣非归母净利润 13.38 亿元, 同比增长 6.28%, 经营性现金流 15.17 亿, 同增 127%, 业绩符合预期。每 10 股派发现金红利 2.9 元, 分红率 41%, 目前市值对应股息率 3.3%。预计 19-21 年 EPS 为 0.79/0.88/0.99 元, 目标价 9.48-10.27 元, 维持增持评级。

收入结构调整后更加健康, 新业务积极布局

公司核心业务增长稳健, 出版业务收入 25.02 亿元, 同增 12.01%; 发行业务收入 66.54 亿元, 同增 12.10%。物资和外贸等低毛利率业务强调风险控制, 收入分别为 9.97 亿元、11.84 亿元, 同降 3.61%、-15.49%, 公司收入结构更加健康。多元板块持续发力, 新业务积极布局, 如“丽丽姐工作室”“小荷听书”有声读物出版阅读平台等一批知识服务产品上线运营, 明天出版社美术培训项目继续推进, 书店集团教育装备、书香研学、教育培训和非图产品销售等业务快速发展。出版社 IP 拓展、融媒体经营初见效益。

教材教辅快速增长, 纸价回落毛利率存在提升空间

2018 年教材教辅业务实现收入 68.36 亿元, 同增 12.85%, 其中出版、发行分别实现收入 19.50、48.86 亿元, 同增 11.4%、13.44%, 出版毛利率 29.36%, 同减 3.58pct, 发行毛利率 37.13%, 同增 0.33pct。教材教辅增长一方面来源于学生规模增长, 据统计局数据, 18 年山东省学生数 1235.9 万, 净增加 32.6 万, 同增 2.7%; 另一方面, 义务教育语文、历史、道德与法治三科使用统编教材, 公司作为人教社在山东省内的独家代理, 教材整体市场份额保持稳定。出版毛利率下滑主要由成本端纸价上涨带来, 预计随着 18Q4 以来纸价逐步回落, 19 年教材教辅出版毛利率存在提升空间。

一般图书增长 22.31%, 明天出版社少儿图书连续登陆畅销榜

2018 年一般图书出版实现营收 4.75 亿元, 同增 22.31%, 毛利率 34.37%, 同增 0.47pct。公司共出版图书 14208 种, 其中新书数 3343 种, 重印率 76.5%。当年销量过万的一般图书 536 种。明天出版社出版的《笑猫日记·又见小可怜》和《了不起的狐狸爸爸》位列开卷 2018 年度少儿类畅销书第 8 位和第 10 位。“笑猫日记”系列 2019 年新作《属猫的人》2 月位列月度少儿类畅销榜首位。公司打造“品牌社、品牌图书”战略逐显成效。

现金流改善, 分红率提升, 目前市值对应股息率 3.3%, 维持增持评级

公司教材教辅和一般图书业务稳健增长, 新业务积极布局。经营性现金流 15.17 亿, 同增 127%, 较上年大幅改善。资产结构扎实, 类现金资产 72.63 亿 (现金 50.33 亿+银行结构性存款 22.3 亿), 占目前市值的比例为 39%。分红率 41%, 较 16、17 年的 38%、34%有所提升。由于业绩基数调整, 原核心假设下 19-20 年略微下调 1%、1%, 预计 19-21 年归母净利润为 16.45/18.37/20.69 亿元, EPS 为 0.79/0.88/0.99 元, 参考可比公司 19 平均 PE12.4X, 给予 19 PE 12-13X, 目标价 9.48-10.27 元, 维持增持评级。

风险提示: 教材教辅出版发行政策变化, 新生儿数量大幅下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,087
流通 A 股 (百万股)	426.90
52 周内股价区间 (元)	6.69-10.33
总市值 (百万元)	18,553
总资产 (百万元)	14,592
每股净资产 (元)	4.63

资料来源: 公司公告

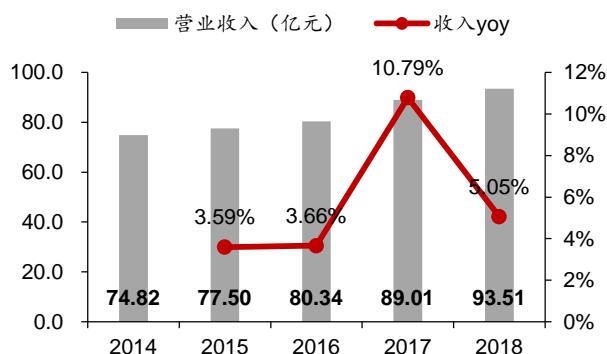
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,901	9,351	10,078	10,679	11,351
+/-%	10.79	5.05	7.78	5.96	6.29
归属母公司净利润 (百万元)	1,365	1,485	1,645	1,837	2,069
+/-%	30.32	8.80	10.78	11.67	12.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.65	0.71	0.79	0.88	0.99
PE (倍)	13.59	12.49	11.28	10.10	8.97

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

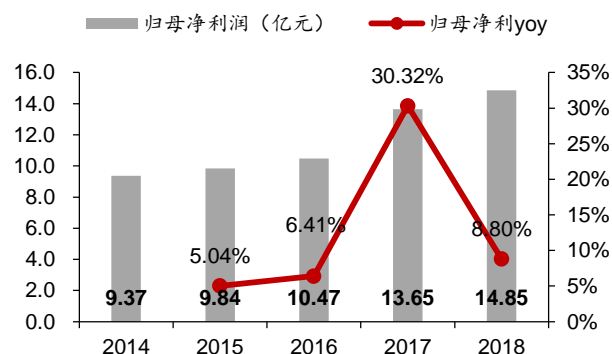
公司主要财务数据

图表1：2014-2018 年公司收入及增长情况



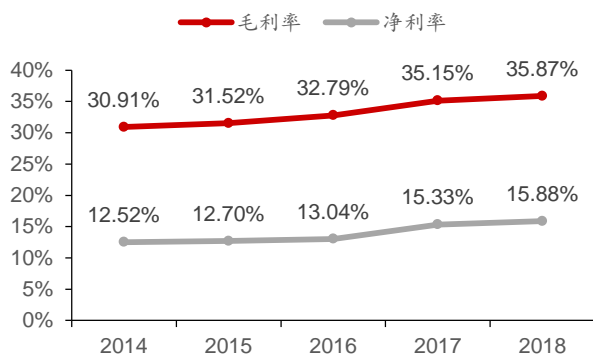
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2014-2018 年公司归母净利润及增长情况



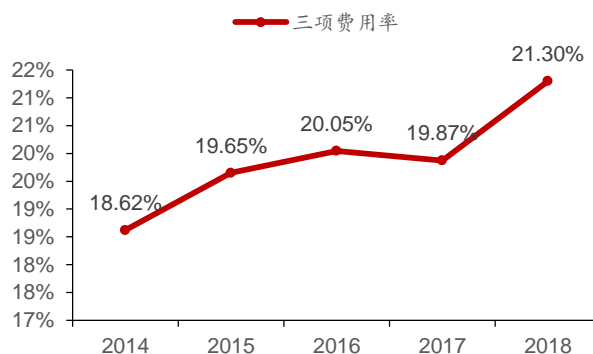
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司毛利率净利率稳步提升



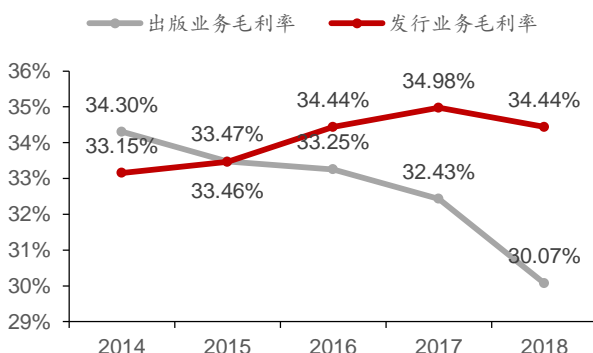
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2018 年公司费用率上行



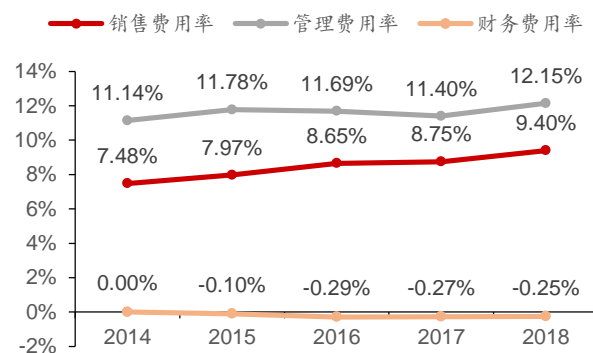
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2018 年公司出版毛利率由于纸张涨价出现下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2018 年公司销售费用率、管理费用率均小幅上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：可比公司估值表（2019.4.14）

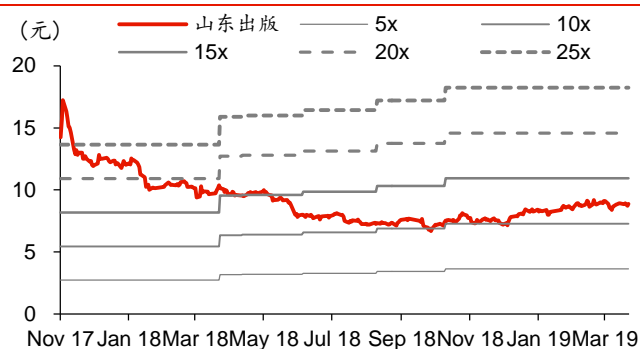
wind 代码	股票简称	预期来源	总市值 流通市值		PE			净利润（亿元）			业绩增速	
			（亿元）	（亿元）	18N	19E	20E	18N	19E	20E	YOY(19E)	YOY(20E)
601098.SH	中南传媒	WIND 一致预期	231	81	18.6	17.0	15.9	12.38	13.54	14.47	9%	7%
601811.SH	新华文轩	WIND 一致预期	133	26	14.3	13.0	11.6	9.32	10.25	11.45	10%	12%
000719.SZ	中原传媒	WIND 一致预期	92	34	12.5	11.5	10.5	7.34	8.01	8.79	9%	10%
601900.SH	南方传媒	WIND 一致预期	85	25	12.5	11.1	10.1	6.76	7.64	8.40	13%	10%
600229.SH	城市传媒	WIND 一致预期	62	26	16.8	15.3	13.7	3.66	4.04	4.49	10%	11%
平均					13.7	12.4	11.2					
中位数					12.5	11.5	10.5					
601019.SH	山东出版	华泰预测	186	38	12.5	11.3	10.1	14.85	16.45	18.37	11%	12%

注：南方传媒、城市传媒尚未披露 2018 年报，2018 净利润采用 Wind 一致预期替代

资料来源：Wind，华泰证券研究所

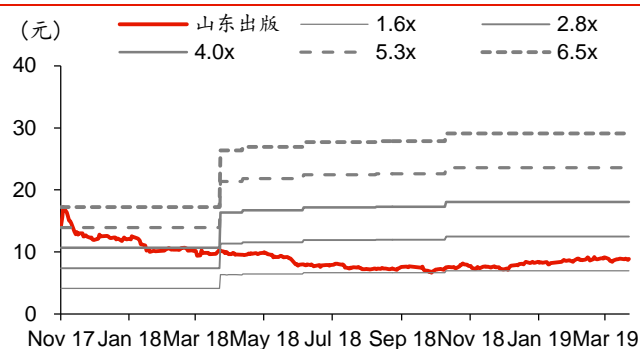
PE/PB - Bands

图表8：山东出版历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：山东出版历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,867	10,673	12,531	14,602	16,980
现金	6,111	5,033	6,726	8,582	10,816
应收账款	1,204	1,252	1,350	1,430	1,472
其他应收账款	62.97	95.08	88.29	101.07	103.43
预付账款	226.41	152.42	203.49	190.80	211.96
存货	1,508	1,704	1,739	1,852	1,927
其他流动资产	755.08	2,437	2,425	2,446	2,449
非流动资产	3,514	3,919	3,813	3,693	3,561
长期投资	1.60	1.33	1.99	1.83	1.69
固定投资	1,671	1,912	1,878	1,800	1,699
无形资产	754.08	792.54	788.45	790.64	789.68
其他非流动资产	1,087	1,213	1,145	1,101	1,071
资产总计	13,380	14,592	16,344	18,295	20,541
流动负债	3,321	3,579	3,650	3,806	3,989
短期借款	0.00	113.33	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,143	2,134	2,289	2,378	2,506
其他流动负债	1,177	1,332	1,361	1,429	1,483
非流动负债	1,355	1,361	1,406	1,374	1,380
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,355	1,361	1,406	1,374	1,380
负债合计	4,675	4,940	5,056	5,180	5,369
少数股东权益	2.14	(7.06)	(15.68)	(26.18)	(37.52)
股本	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087
资本公积	2,186	2,186	2,186	2,186	2,186
留存公积	4,458	5,484	7,031	8,868	10,937
归属母公司股东权益	8,703	9,659	11,304	13,141	15,210
负债和股东权益	13,380	14,592	16,344	18,295	20,541

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	667.70	1,517	1,857	1,889	2,249
净利润	1,359	1,476	1,636	1,826	2,058
折旧摊销	200.06	226.42	229.39	239.54	247.61
财务费用	(23.94)	(23.79)	(34.14)	(45.92)	(58.20)
投资损失	(22.41)	(48.26)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(937.99)	(166.31)	2.74	(97.60)	18.17
其他经营现金	92.99	53.43	72.27	16.97	33.68
投资活动现金	(264.06)	(2,117)	(84.04)	(80.02)	(74.53)
资本支出	403.30	555.95	70.00	70.00	70.00
长期投资	(108.56)	1,631	9.51	(2.17)	(4.51)
其他投资现金	30.69	69.72	(4.53)	(12.18)	(9.05)
筹资活动现金	2,190	(442.71)	(79.19)	46.92	59.20
短期借款	0.00	113.33	(113.33)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	266.90	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,341	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(417.95)	(556.04)	34.14	46.92	59.20
现金净增加额	2,594	(1,041)	1,693	1,856	2,234

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,901	9,351	10,078	10,679	11,351
营业成本	5,772	5,997	6,296	6,609	6,928
营业税金及附加	58.48	60.40	70.55	74.76	79.46
营业费用	778.39	879.08	907.06	961.14	1,022
管理费用	1,010	1,136	1,209	1,260	1,328
财务费用	(23.94)	(23.79)	(34.14)	(45.92)	(58.20)
资产减值损失	69.05	40.23	40.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.41	48.26	50.00	50.00	50.00
营业利润	1,363	1,481	1,640	1,830	2,062
营业外收入	5.27	22.75	25.00	25.00	25.00
营业外支出	12.15	24.33	25.00	25.00	25.00
利润总额	1,356	1,479	1,640	1,830	2,062
所得税	(3.22)	3.20	3.28	3.66	4.12
净利润	1,359	1,476	1,636	1,826	2,058
少数股东损益	(5.83)	(9.20)	(8.62)	(10.50)	(11.34)
归属母公司净利润	1,365	1,485	1,645	1,837	2,069
EBITDA	1,539	1,683	1,835	2,024	2,251
EPS (元, 基本)	0.65	0.71	0.79	0.88	0.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.79	5.05	7.78	5.96	6.29
营业利润	47.67	8.65	10.75	11.61	12.67
归属母公司净利润	30.32	8.80	10.78	11.67	12.65
获利能力 (%)					
毛利率	35.15	35.87	37.53	38.11	38.97
净利率	15.33	15.88	16.32	17.20	18.23
ROE	15.68	15.37	14.55	13.98	13.60
ROIC	39.44	27.16	30.75	34.63	40.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.94	33.86	30.93	28.32	26.14
净负债比率 (%)	0	2.29	0	0	0
流动比率	2.97	2.98	3.43	3.84	4.26
速动比率	2.39	2.39	2.84	3.23	3.65
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.67	0.65	0.62	0.58
应收账款周转率	7.85	6.36	6.48	6.43	6.55
应付账款周转率	2.85	2.80	2.85	2.83	2.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.71	0.79	0.88	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.73	0.89	0.91	1.08
每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.63	5.42	6.30	7.29
估值比率					
PE (倍)	13.59	12.49	11.28	10.10	8.97
PB (倍)	2.13	1.92	1.64	1.41	1.22
EV_EBITDA (倍)	8.29	7.58	6.95	6.30	5.67

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com