

山东出版(601019)/传媒
山东文化出版龙头，纸价与人口变化有望带来业绩弹性
评级: 买入(首次)

市场价格: 8.03

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊亚威

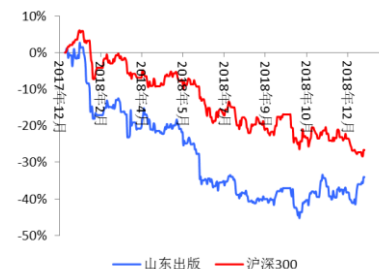
执业证书编号: S0740517090002

电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,086.90
流通股本(百万股)	426.90
市价(元)	8.03
市值(百万元)	16,757.81
流通市值(百万元)	3,428.01

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,034	8,901	9,948	10,415	11,079
增长率 yoy%	3.66%	10.79%	11.76%	4.70%	6.37%
净利润	1,047	1,365	1,516	1,674	1,842
增长率 yoy%	6.41%	30.32%	11.05%	10.48%	10.02%
每股收益(元)	0.50	0.65	0.73	0.80	0.88
每股现金流量	0.56	0.32	1.35	0.26	1.64
净资产收益率	20.58%	15.68%	14.79%	14.05%	13.38%
P/E	16.00	12.28	11.06	10.01	9.10
PEG	0.95	1.17	0.72	0.60	0.87
P/B	3.29	1.93	1.64	1.41	1.22
备注:					

投资要点

- **山东文化出版龙头，业务稳定，战略清晰。** 山东出版于 2017 年 11 月在上交所上市，山东出版集团为第一大股东及实际控制人，持股占比达 76.8%。公司拥有出版物编印供发全产业链业务，业务结构稳定。公司战略清晰，稳固传统优势的基础上，加速转型升级。
- **稳中求进，盈利能力不断提升。** 2014 年以来，公司营收及净利增速回暖，且利润增速高于营收增速。公司业绩增速远高于平均水平，利润率不断提升，我们认为公司的增长更加扎实，在 2012-2017 年间，没有进行过过多外延式的布局或扩张低毛利率的业务。
- **现金状况优良，无商誉减值、债务偿还、质押等风险。**
 - 公司在手现金充裕，2017 年超 60 亿元，位列 20 家图书上市公司前三。在当前金融去杠杆、融资难、打破刚兑的背景下，拥有充沛现金的山东出版将在抵御风险、并购、分红等方面更具优势。
 - 公司目前没有商誉、带息债务及质押，因此不存在相关风险，在传媒板块中具有较大的安全性与优越性。
- **教材教辅是支柱业务，少儿图书实力强劲。**
 - 2017 年公司教材教辅收入占比达 53.93%，而毛利占比达 69.21%。教材教辅毛利率近年来呈现上升趋势，2017 年已首次超越一般图书。教材教辅业务增速相对稳定，一般图书业务则呈现波动性，2017 年均实现两位数增长。
 - 明天社在少儿图书中具有极强竞争力，市占率连续多年名列前茅，2018 年前三季度少儿图书市占率达 3-4%。与著名童书作家杨红樱、伍美珍等建立了长年合作关系。明天社善于打造少儿畅销书，其中《笑猫日记》累计销量突破 6000 万册，成为现象级图书。
- **教材教辅业务业绩提升长期靠人口提升，中短期靠渗透率提升、利润比重提升及成本下降。**
 - 山东是排名全国前三的人口大省，生育意愿较强，2014 年开始新生人口明显增长，2016-2017 连续连年新生人口领跑全国，对公司 2020 年之后的教材教辅业务或形成利好。

- **纸价回调利好出版业务。**纸价于 2016 年底开始大幅上涨，2018 年 4 月见顶后大幅回调，有望在后续逐步增厚公司利润，但由于纸张成本占出版收入比例较低，且出版业务占公司业务比重较低，因此纸价影响有限。**我们测算纸价成本每下降 10%，对山东出版带来的业绩弹性在 3.94%左右。**
- **盈利预测及投资建议：**我们预测山东出版 2018-2020 年实现营收分别为 99.48 亿元、104.15 亿元、110.79 亿元，同比增长 11.76%、4.70%、6.37%；实现归母净利润分别为 15.16 亿元、16.74 亿元、18.42 亿元，同比增长 11.05%、10.48%、10.02%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73 元、0.80 元、0.88 元。首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**纸价上涨；出版行业不景气；转型升级不达预期；分红不达预期；市场风险偏好下行风险。

内容目录

山东文化出版龙头，业务稳定，战略清晰.....	- 5 -
山东省文化出版龙头，国资绝对控股.....	- 5 -
出版全产业链布局，业务结构稳定.....	- 5 -
战略清晰，稳固传统优势，加速转型升级.....	- 7 -
稳中求进，盈利能力不断提升.....	- 7 -
稳中求进，营收利润增速回暖.....	- 7 -
盈利能力不断提升.....	- 8 -
在手现金充裕，经营现金流有提升空间.....	- 10 -
无商誉减值、债务偿还、质押等风险.....	- 11 -
人均创收创利仍有较大提升空间.....	- 12 -
少儿图书实力强劲，纸价与人口变化有望带来业绩弹性.....	- 13 -
教材教辅是支柱业务.....	- 13 -
少儿图书出版实力强劲，打造超级畅销书.....	- 15 -
新生儿人口数量增长及渗透率提升有望带来业绩弹性.....	- 17 -
纸价回调利好出版业务.....	- 19 -
盈利假设与预测.....	- 21 -
风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 山东出版股权结构 (截至 2018 年 Q3)	- 5 -
图表 2: 图书出版发行产业链示意图.....	- 6 -
图表 3: 山东出版各业务收入占比情况.....	- 6 -
图表 4: 山东出版各业务毛利占比情况.....	- 6 -
图表 5: 山东出版战略概况.....	- 7 -
图表 6: 山东出版收入及增速.....	- 8 -
图表 7: 山东出版归母净利及增速.....	- 8 -
图表 8: 收入增速对比.....	- 8 -
图表 9: 归母净利增速对比.....	- 8 -
图表 10: 山东出版利润率情况.....	- 9 -
图表 11: 山东出版三费情况.....	- 9 -
图表 12: 图书上市公司平均利润率情况.....	- 10 -
图表 13: 图书上市公司平均费用率情况.....	- 10 -
图表 14: 图书上市公司在手现金状况.....	- 10 -

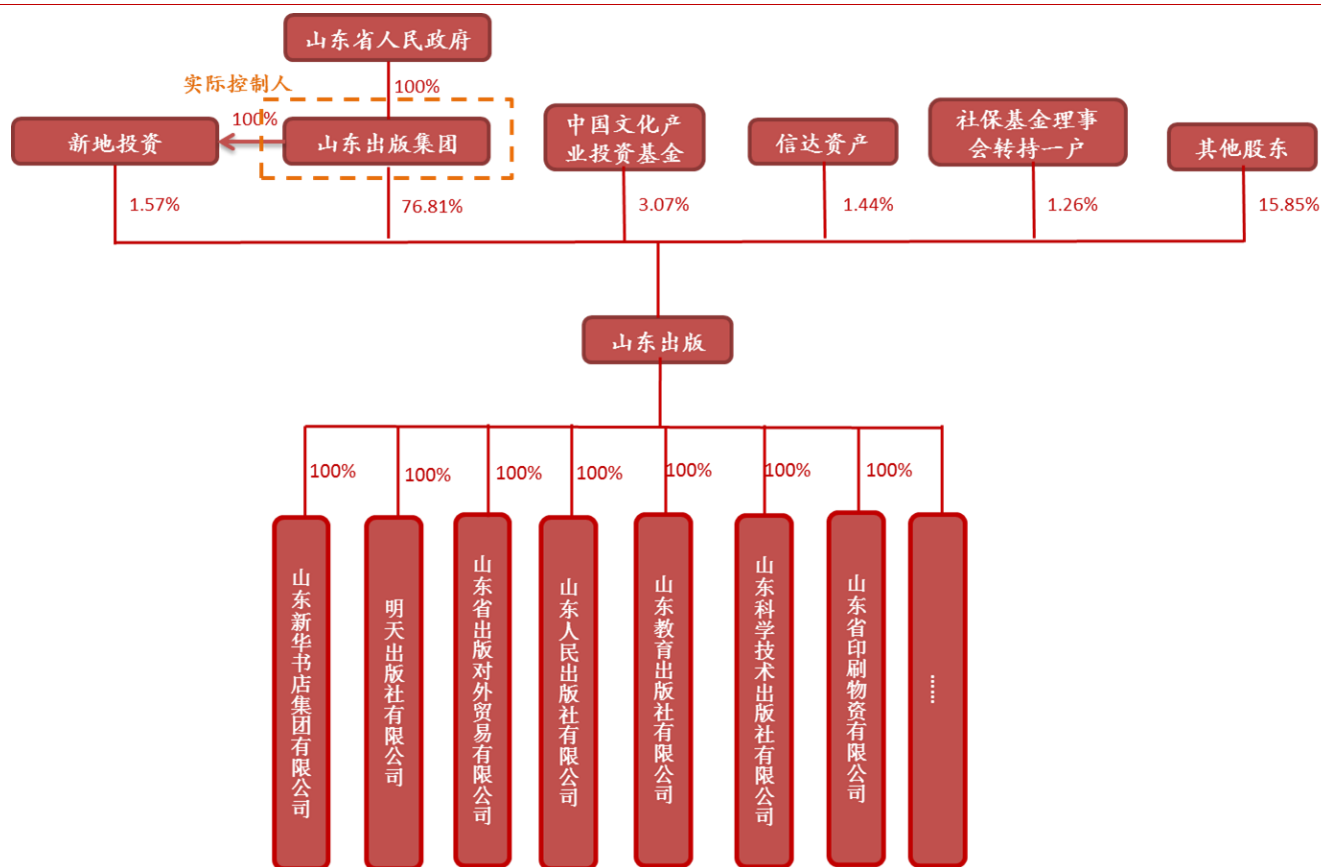
图表 15: 图书上市公司经营现金流与经营利润比	- 11 -
图表 16: 图书上市公司商誉情况.....	- 11 -
图表 17: 板块商誉/资产情况对比.....	- 11 -
图表 18: 1H18 图书上市公司带息负债情况.....	- 12 -
图表 19: 板块带息负债率情况对比.....	- 12 -
图表 20: 图书上市公司质押状况.....	- 12 -
图表 21: 图书上市公司人均创收情况 (万元)	- 13 -
图表 22: 图书上市公司人均创利情况 (万元)	- 13 -
图表 23: 教材教辅业务收入及占比	- 13 -
图表 24: 教材教辅业务毛利及占比	- 13 -
图表 25: 一般图书业务收入及占比	- 14 -
图表 26: 一般图书业务毛利及占比	- 14 -
图表 27: 教材教辅与一般图书毛利率情况	- 14 -
图表 28: 教材教辅与一般图书增速情况.....	- 15 -
图表 29: 少儿图书市场规模及增速	- 15 -
图表 30: 少儿图书占零售市场比重	- 15 -
图表 31: 明天社在少儿类图书市场中名列前茅.....	- 16 -
图表 32: 明天出版社出品的在当当销量居前的部分畅销书.....	- 17 -
图表 33: 多省 K12 阶段学生数量对比 (万人)	- 18 -
图表 34: 使用当地出版发行公司教材教辅人均消费情况 (元)	- 18 -
图表 35: 各省新生人口情况 (万人)	- 18 -
图表 36: 山东省新生人口数量 (万人)	- 19 -
图表 37: 键入图表的标题.....	- 19 -
图表 38: 双胶纸价格走势图 (元/吨)	- 20 -
图表 39: 纸张原材料成本占出版业务收入比重.....	- 20 -
图表 40: 纸价回调对山东出版的业绩弹性测算.....	- 21 -
图表 41: 图书公司估值、分红等情况对比	- 22 -
图表 42: 山东出版财务报表预测.....	- 23 -

山东文化出版龙头，业务稳定，战略清晰

山东省文化出版龙头，国资绝对控股

- **山东出版是山东省文化出版龙头。**公司经省政府、原新闻出版总署、省委宣传部批准，由山东出版集团作为主发起人，联合全资子公司新地投资，于2011年12月正式设立。公司于2017年11月22日在上交所上市，进入新的发展阶段。
- **国资绝对控股。**山东出版集团有限公司为公司的控股股东及实际控制人，截止2018年前三季度，山东出版集团持有上市公司股份超16亿股，占总股本比例达76.8%。

图表 1: 山东出版股权结构 (截至 2018 年 Q3)

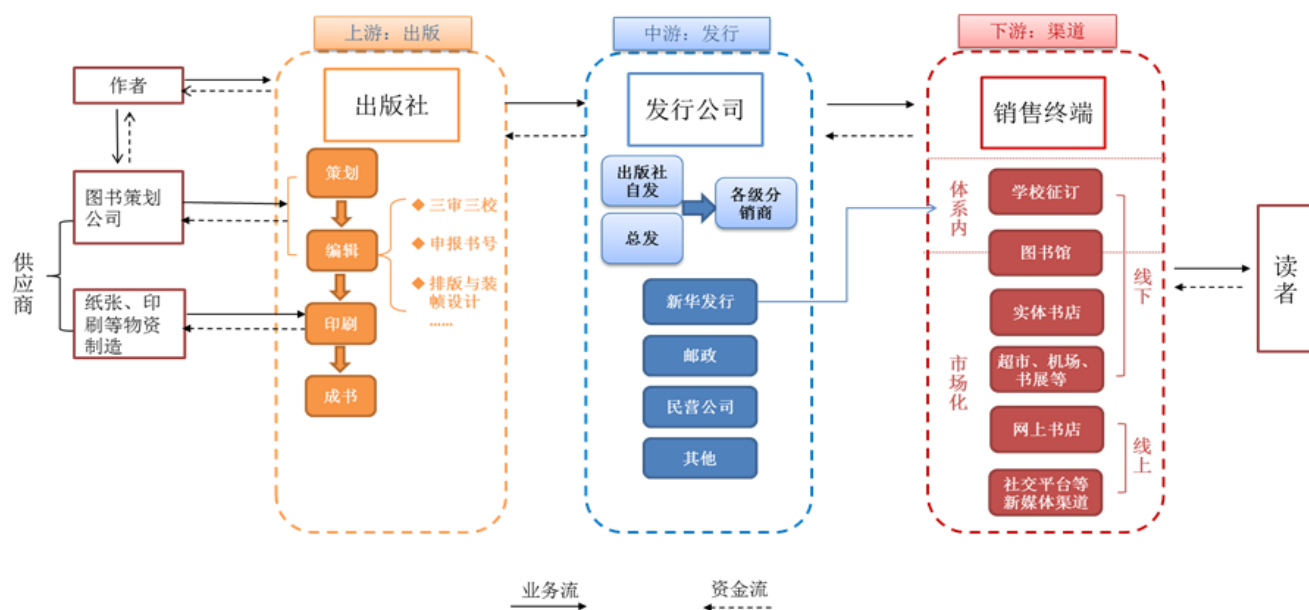


来源：公司公告，中泰证券研究所

出版全产业链布局，业务结构稳定

- 山东出版拥有出版物编辑、印刷复制、发行零售、物资贸易全产业链业务（简称“编印供发”），同时不断拓展新媒体、新业态业务。

图表 2: 图书出版发行产业链示意图

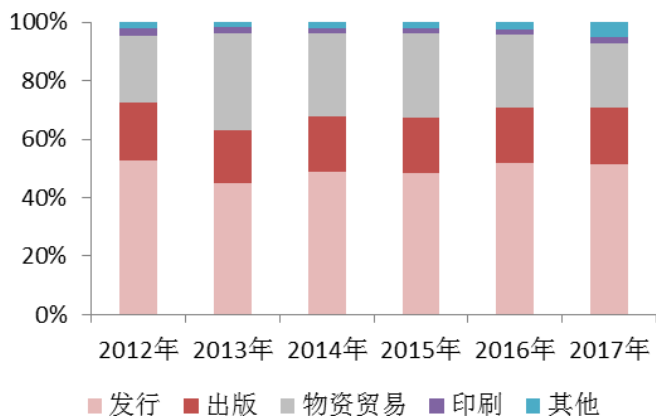


来源: 中泰证券研究所

■ 业务结构相对稳定，出版发行业务占比逐步提升，发行业务贡献大部分收入与利润。

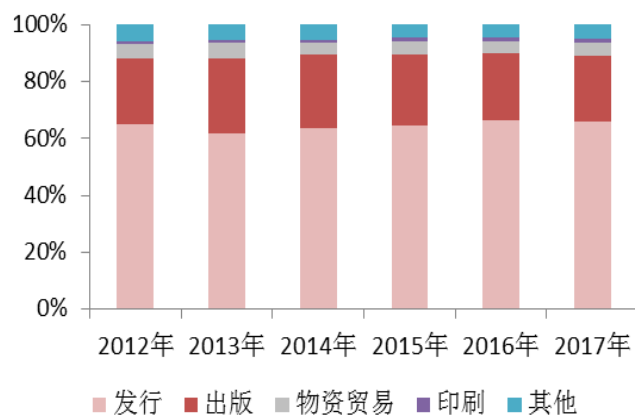
- 收入角度来看，2013 年以来，出版与发行业务收入占比均逐年略微提升，而贸易业务收入占比逐年下降。收入占比最高的三块业务为发行、物资贸易、出版，2017 年占比分别为 52.84%、22.98% 及 19.89%；（注：由于公司业务为产业链上下游关系，业务收入数据存在内部抵消，在计算收入占比时，总收入未计算内部抵消）
- 毛利角度来看，2013 年以来，发行业务毛利占比略微提升，出版业务毛利占比略微下降，我们认为主要由于纸价上涨等因素导致出版业务毛利率下降所致。出版与发行业务贡献了大部分毛利，2017 年发行业务毛利占比为 66.47%，出版业务为 23.2%，合计贡献近 90%。物资贸易业务虽然收入占比高，但由于较低的毛利率，毛利占比仅为 4.7%。

图表 3: 山东出版各业务收入占比情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 山东出版各业务毛利占比情况

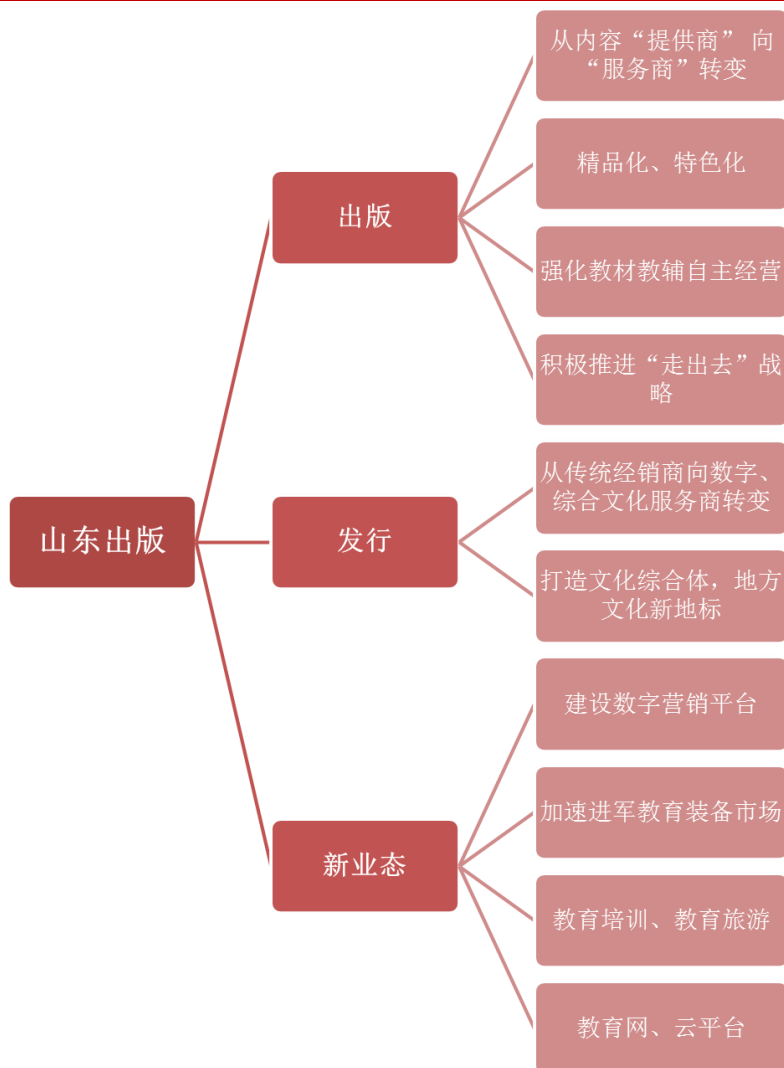


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

战略清晰，稳固传统优势，加速转型升级

- 一方面，公司不断稳固传统业务优势，并进行转型升级。出版突出精品化、特色化，发行进行渠道升级，打造文化综合体。
- 另一方面，公司积极布局新业态，目前主要集中在教育领域，在教育装备、教育培训、教育旅游、幼儿园等领域已取得实质性进展。

图表 5: 山东出版战略概况



来源：公司公告，中泰证券研究所

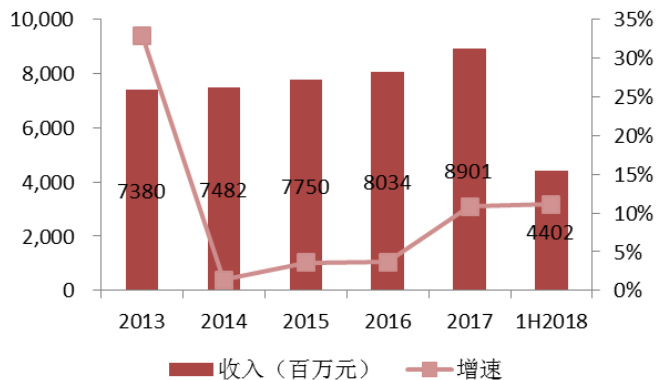
稳中求进，盈利能力不断提升

稳中求进，营收利润增速回暖

- **增速回暖，利润增速高于收入增速。**山东出版2017年实现收入89亿元，同比增长10.79%，实现归母净利润13.65亿元，同比增长30.32%。从2013年以来的数据可以看到，营收与利润增速经历调整后开始回暖，且

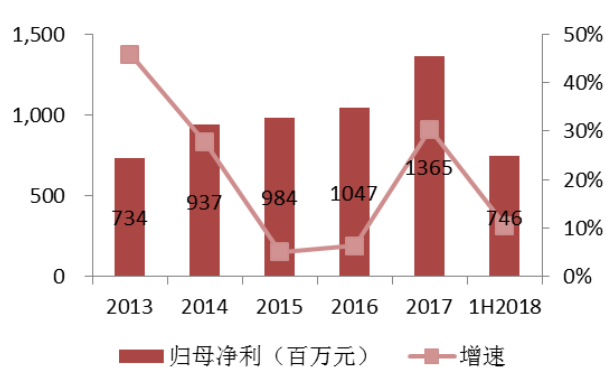
利润增速明显高于营收增速。2017 年净利的高速增长得益于书店集团的贡献。书店集团当年实现收入 60.66 亿元，同比增长 14.6%；实现净利润 8.65 亿元，同比增长 45.46%。

图表 6: 山东出版收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

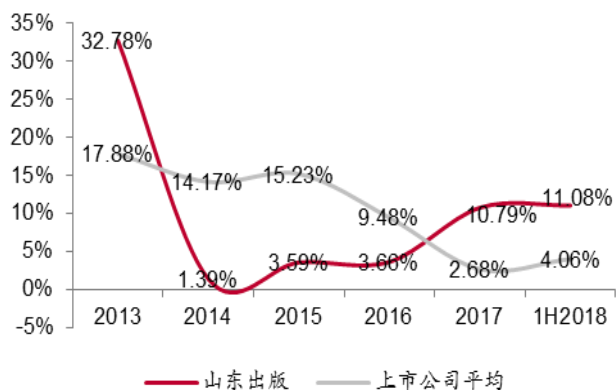
图表 7: 山东出版归母净利润及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

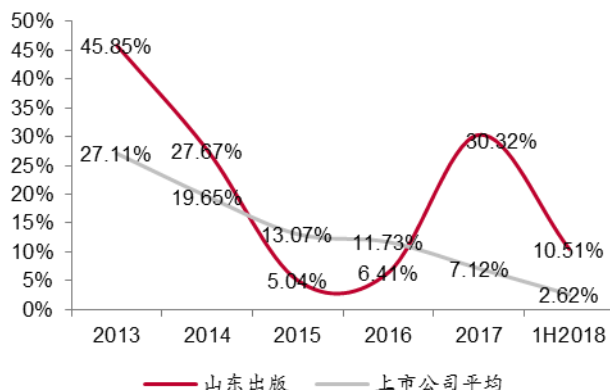
- 在上市的 20 家图书出版发行公司中，山东出版 2017 年的收入体量位列前五，而利润体量位列前三。
- 增速角度看，山东出版 2012-2017 年收入年均复合增速为 9.88%，而上市公司平均为 11.76%；公司归母净利润年均复合增速为 22.09%，上市公司平均为 15.53%。公司业绩增速远高于平均水平，我们认为公司的增长更加扎实，在 2012-2017 年间，没有进行过多外延式的布局或扩张低毛利率的业务。

图表 8: 收入增速对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9: 归母净利润增速对比

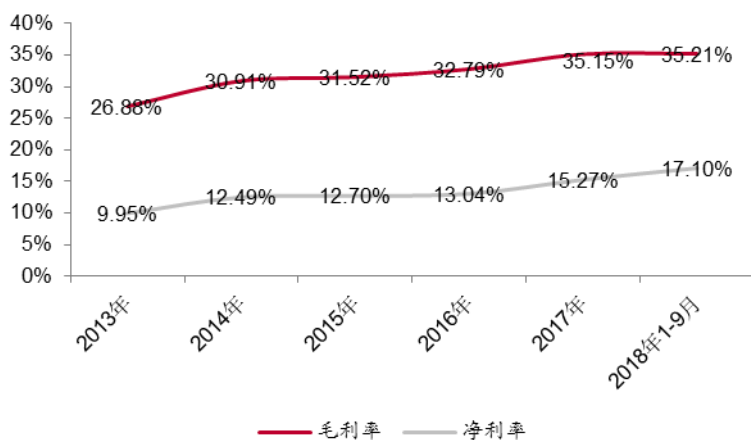


来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利能力不断提升

- 山东出版毛利率与净利率 2013 年以来不断提升，我们认为一方面是由于业务结构不断优化，低利润率的贸易业务占比被不断压缩；另一方面公司本身不断提高经营效率。

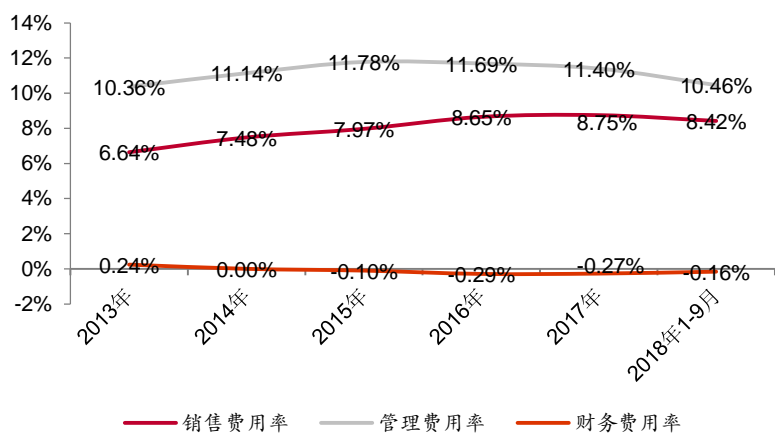
图表 10: 山东出版利润率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 三费费用率相对平稳,销售费用率与管理费用率在2016年前后见顶后,开始下降,公司控费取得了良好成效。

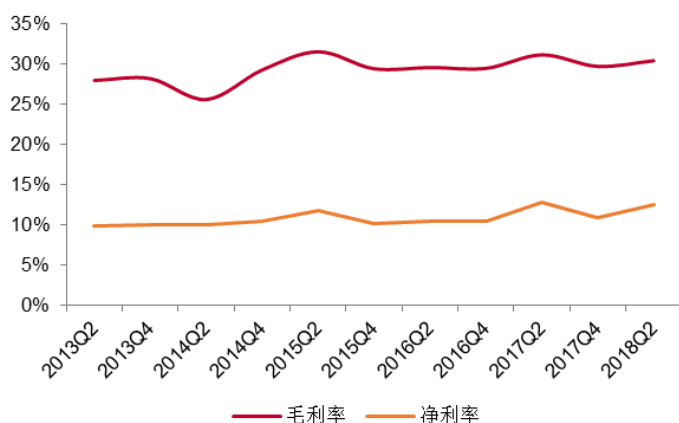
图表 11: 山东出版三费情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

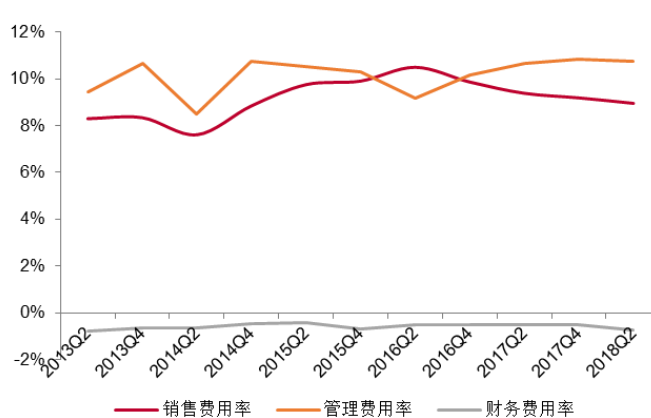
- 公司在利润率及三费费用率方面均优于图书上市公司的平均水平,表明公司的盈利能力在行中具有较强的竞争力。

图表 12: 图书上市公司平均利润率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 图书上市公司平均费用率情况

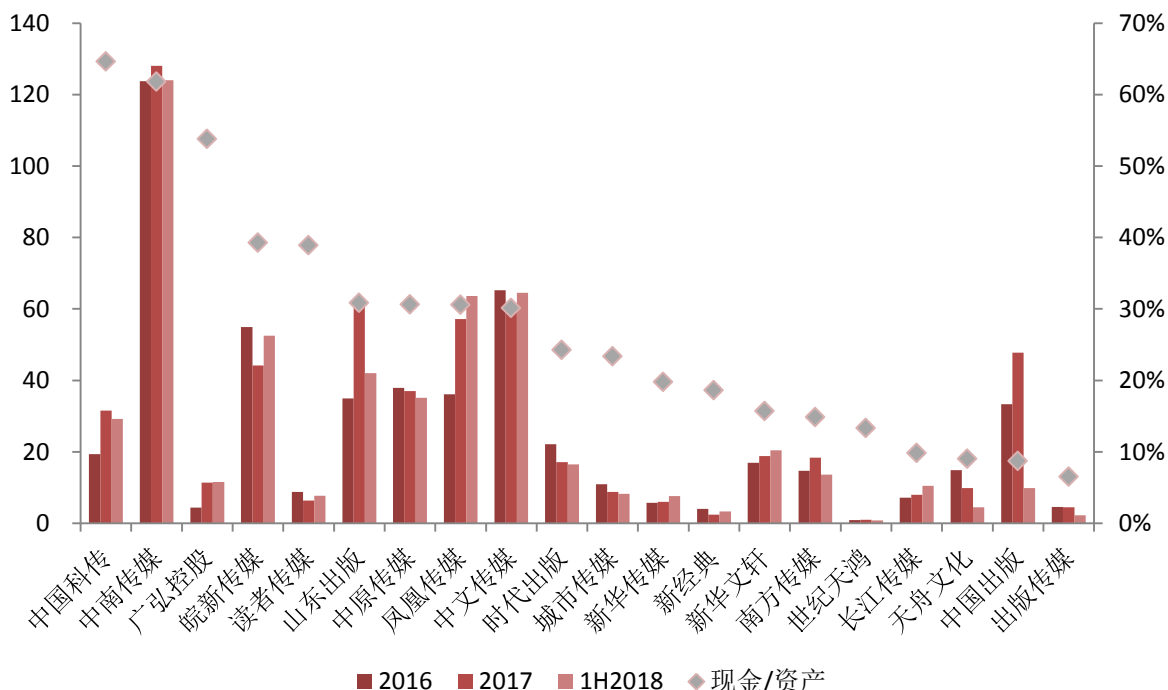


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

在手现金充裕, 经营现金流有提升空间

- 公司在手现金充裕, 2017 年在手现金超 60 亿元, 位列 20 家图书上市公司前三。现金资产比超过 30%, 处于行业上游水平。在当前金融去杠杆、融资难、打破刚兑的背景下, 拥有充沛现金的山东出版将在抵御风险、并购、分红等方面更具优势。

图表 14: 图书上市公司在手现金状况

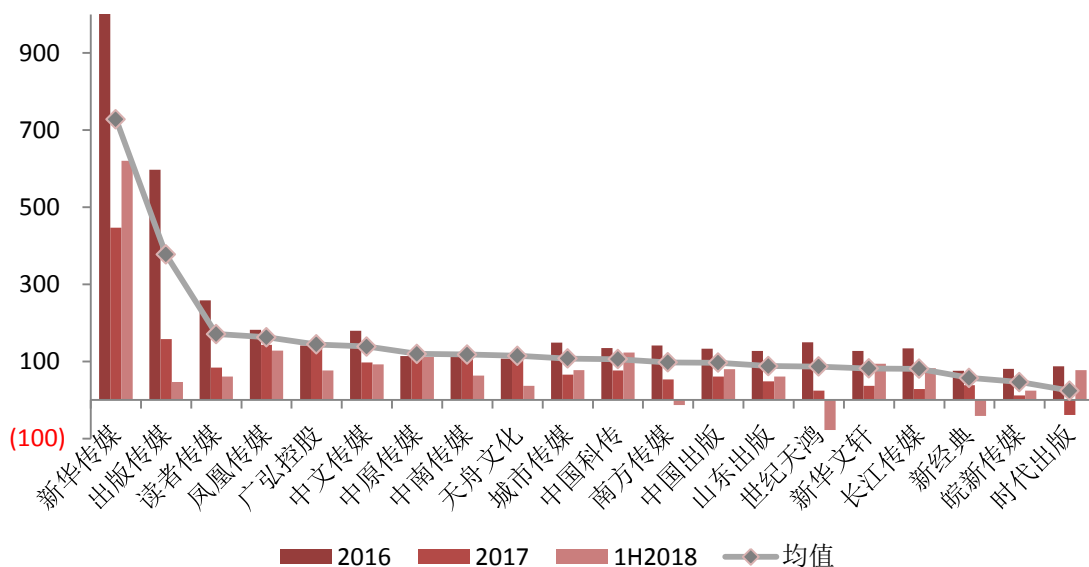


来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司的经营现金流在 2017 年出现下降, 相比 2016 年同比减少 43.42%; 经营现金流与经营利润比值从 127% 下降到 48%。主要由于子公司外贸

公司及新华书店集团采购商品支付增加及支付应付集团重组改制时预提的有关人员费用所致。我们认为该影响是短期的，后续经营现金流有望改善，回归到正常水平。

图表 15: 图书上市公司经营现金流与经营利润比

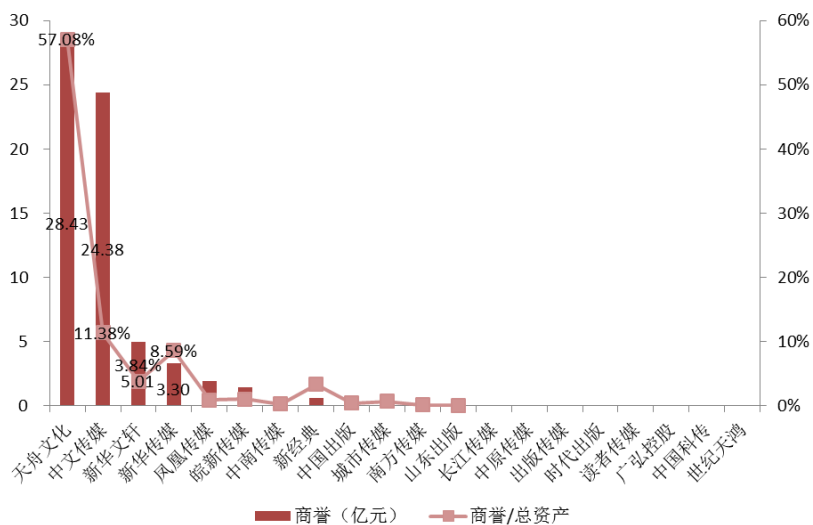


来源: wind, 中泰证券研究所

无商誉减值、债务偿还、质押等风险

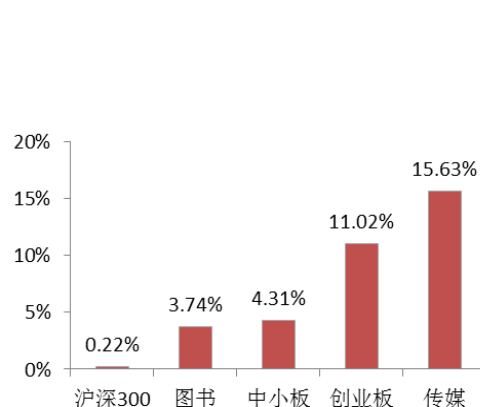
- 山东出版没有商誉、带息债务及质押，因此不存在相关风险，相比于商誉、债务偿还、质押等问题较为严重的传媒板块，山东出版具有较大的安全性与优越性。作为国企，公司在并购、质押等方面更加谨慎。

图表 16: 图书上市公司商誉情况



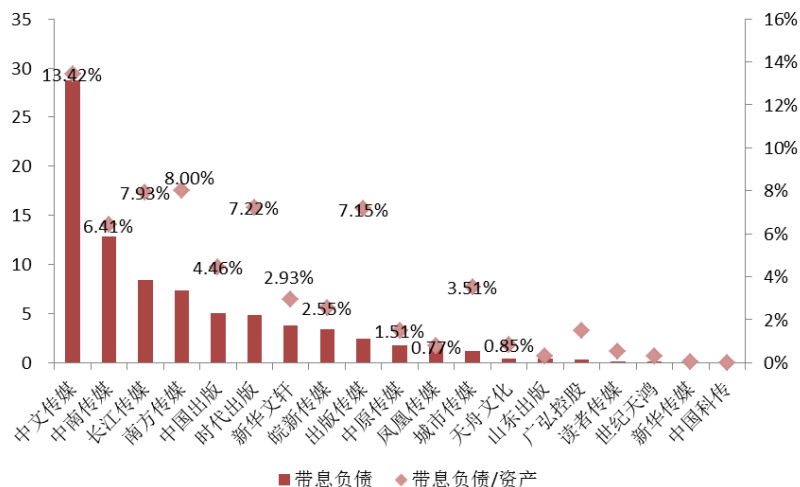
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: 板块商誉/资产情况对比



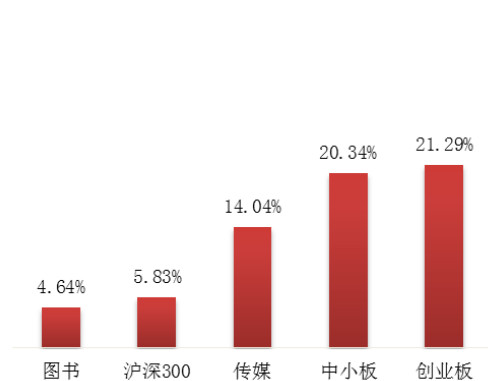
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 1H18 图书上市公司带息负债情况



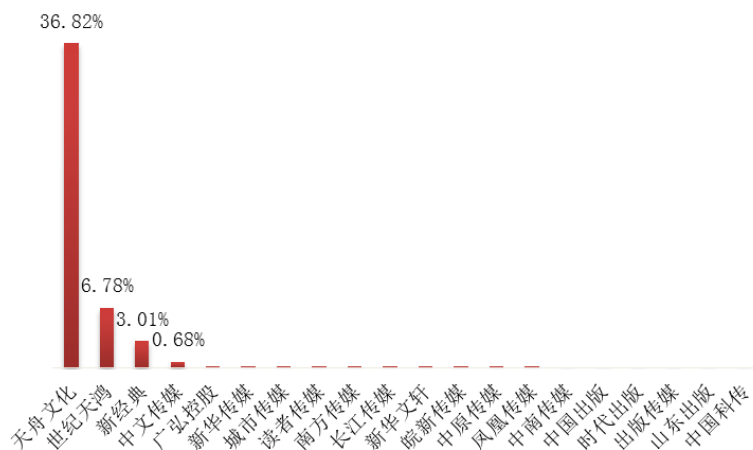
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 19: 板块带息负债率情况对比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: 图书上市公司质押状况

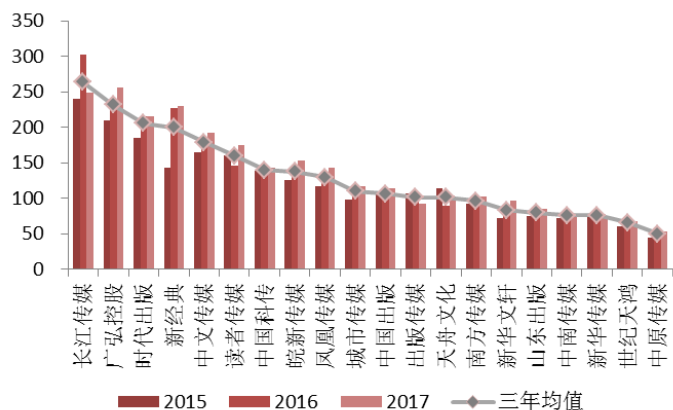


来源: wind, 中泰证券研究所

人均创收创利仍有较大提升空间

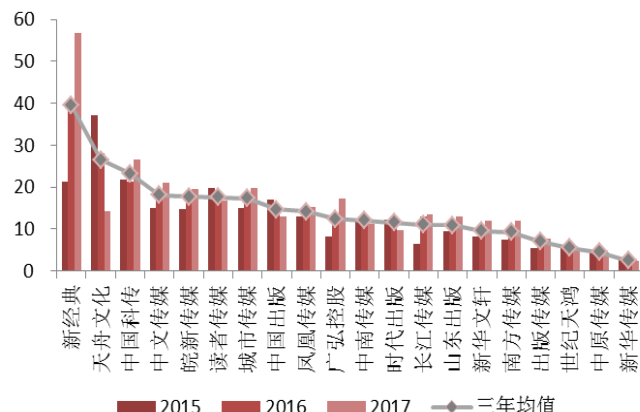
- 山东出版员工总人数超 10000 人，在图书上市公司中位列前三。但人均创收与创利水平处于行业中下游，2017 年公司人均创收 84.87 万元、创利 13 万元。随着公司成功上市，管理层将提升公司治理规范水平及运营效率作为重要目标，我们认为公司的人均产出有较大提升空间。

图表 21: 图书上市公司人均创收情况 (万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 图书上市公司人均创利情况 (万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

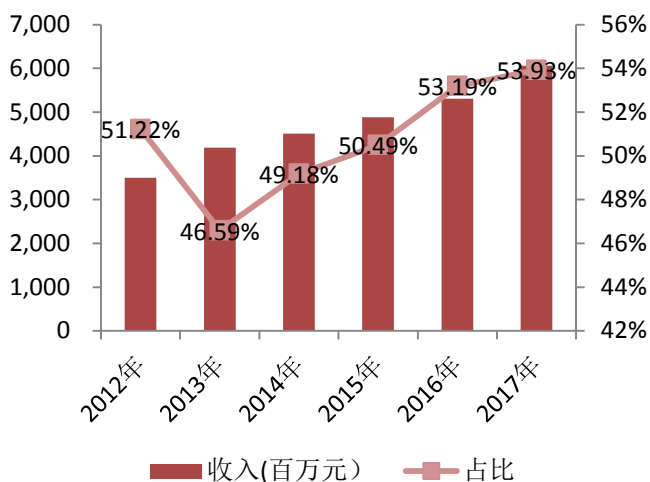
教材教辅是支柱业务, 纸价与人口变化有望带来业绩弹性

教材教辅是支柱业务

按图书品类结构来看:

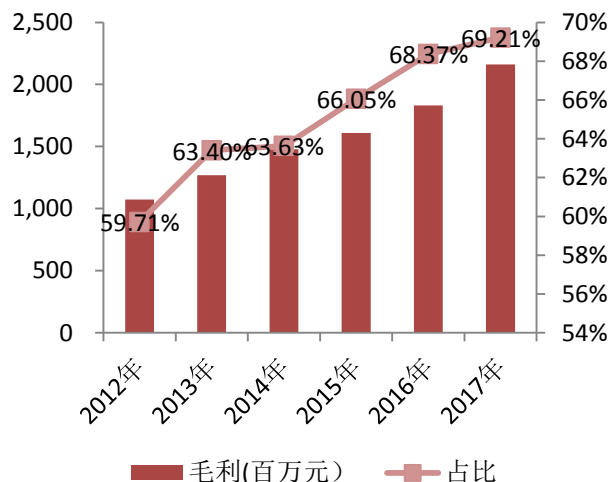
- 教材教辅业务是公司绝对的支柱业务, 2017 年收入占比达 53.93%, 而毛利占比达 69.21%, 且呈现出逐年提升的态势。作为山东省文化出版行业龙头, 公司是目前山东省内唯一的教材发行商, 教材在省内市占率超 70%。

图表 23: 教材教辅业务收入及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

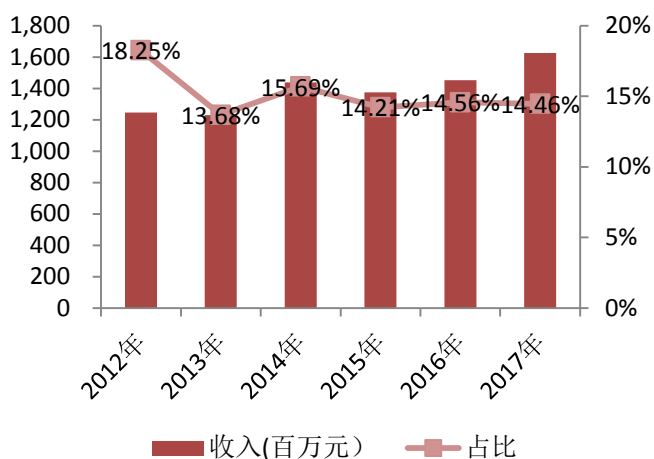
图表 24: 教材教辅业务毛利及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

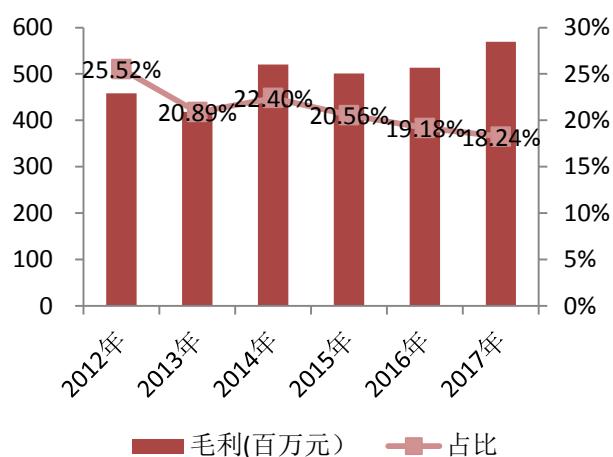
- 一般图书业务收入占比相对稳定, 毛利占比由于纸价上涨等因素影响, 呈现下滑趋势。

图表 25: 一般图书业务收入及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

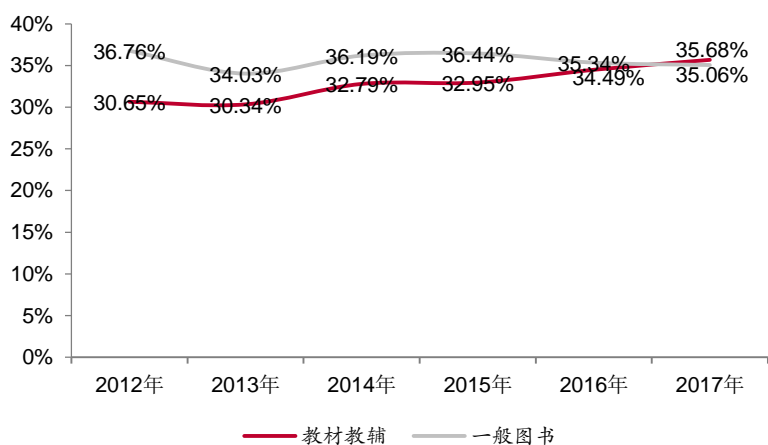
图表 26: 一般图书业务毛利及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 按不同品类毛利率来看:** 教材教辅毛利率近年来呈现上升趋势, 而一般图书则呈现下降趋势, 此前多年一般图书业务毛利率高于教材教辅, 但目前两种品类的毛利率都在 35% 左右, 教材教辅毛利率后续有望持续超越一般图书。

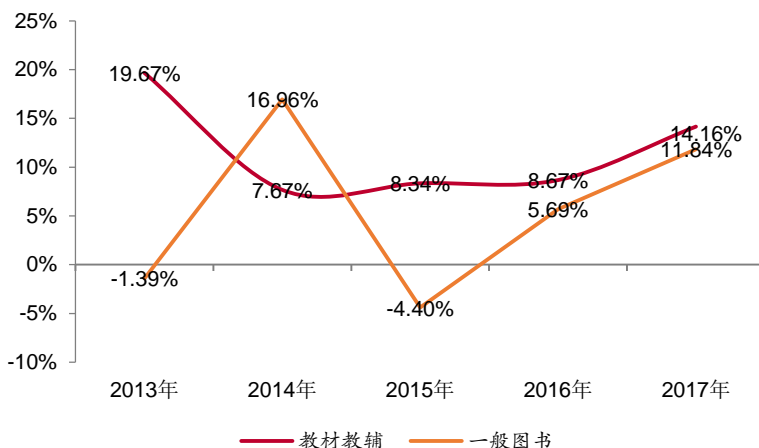
图表 27: 教材教辅与一般图书毛利率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 按不同品类增速来看:** 教材教辅业务增速相对稳定, 2014 年后回暖, 2017 年更是回到两位数, 增速超 14%; 一般图书业务则呈现波动性, 2017 年增速近 12%。

图表 28: 教材教辅与一般图书增速情况

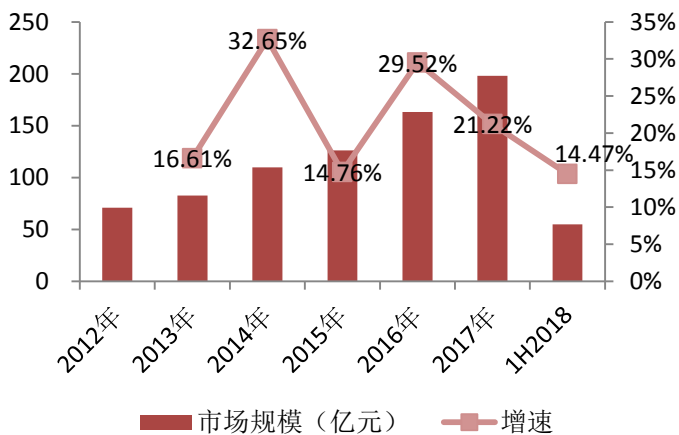


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

少儿图书出版实力强劲, 旗下明天社善于打造畅销书

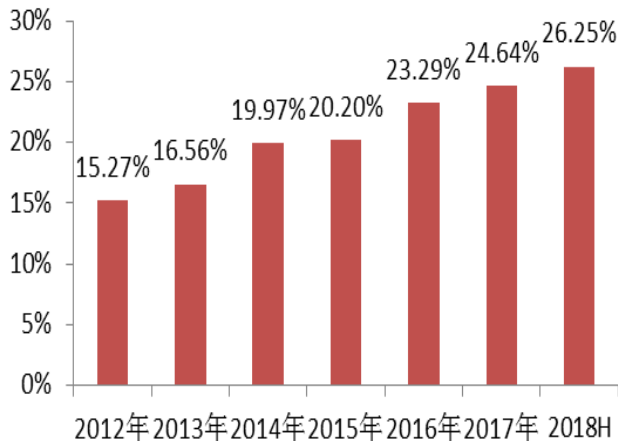
- 少儿图书依旧是市场增长核心驱动力。2018 年上半年, 少儿类图书零售规模达 55 亿, 同比增长 14.47%, 增速虽有所下滑, 但依然贡献了图书零售 32.5% 的增长, 同时码洋比重提升至 26.25%。

图表 29: 少儿图书市场规模及增速



来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

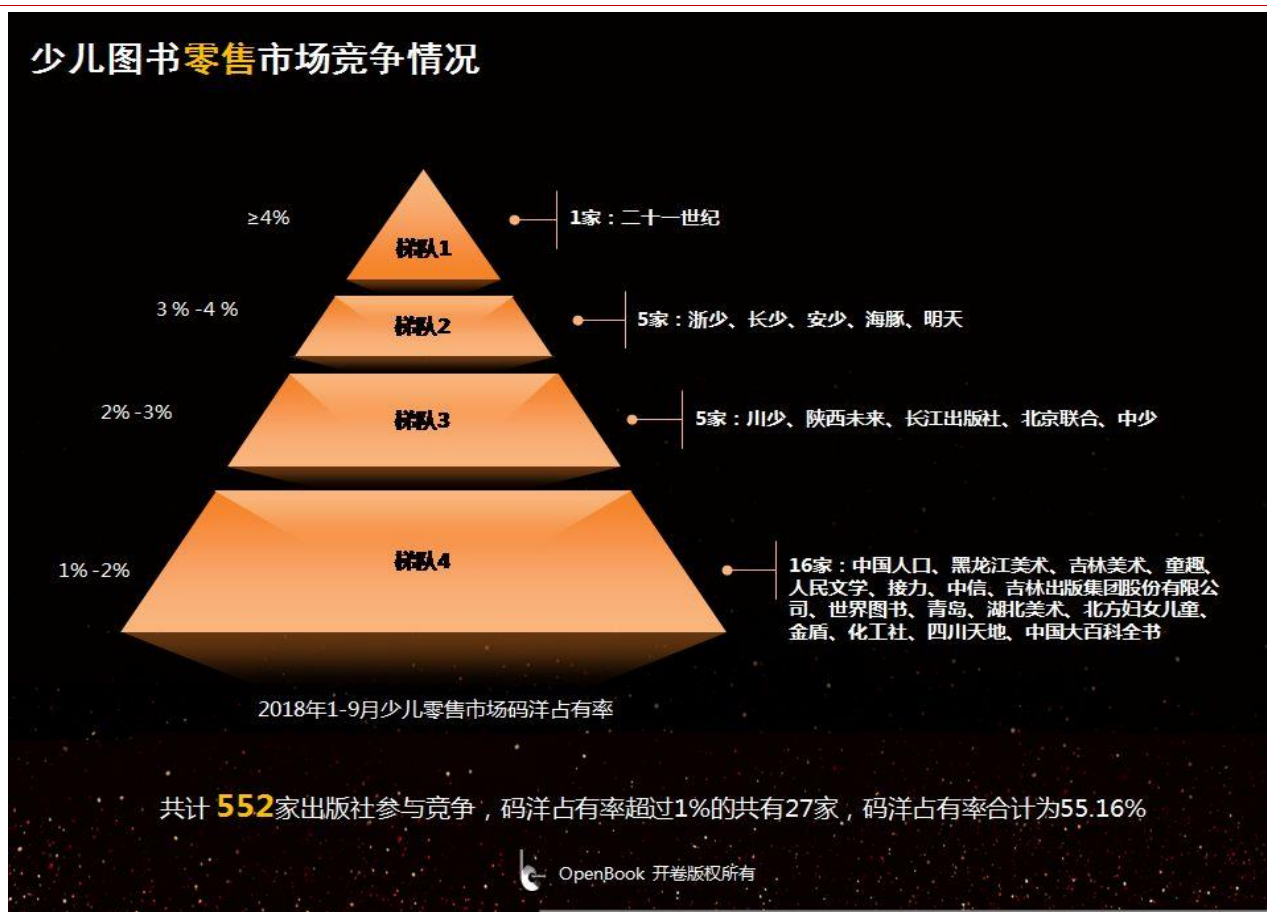
图表 30: 少儿图书占零售市场比重



来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

- 明天社在少儿图书中具有极强竞争力。山东出版旗下的明天社在少儿品类图书中常年名列前茅, 与著名童书作家杨红樱、伍美珍、商晓娜等建立了长年合作关系。根据开卷信息发布的少儿图书市场报告, 2018 年 1-9 月, 明天社在少儿类图书的市占率达 3-4%。

图表 31: 明天社在少儿类图书市场中名列前茅



来源：开卷信息，中泰证券研究所

- **打造超级畅销书。**公司善于打造少儿类畅销书,《笑猫日记-又见小可怜》、《了不起的狐狸爸爸》分列开卷信息 2018 年 1-9 月童书畅销榜 TOP10 的第 5 名与第 9 名。2018 年 7 月,《笑猫日记》累计销量突破 6000 万册,成为超级畅销书,也成为童书市场的销售奇迹。

图表 32: 明天出版社出品的在当当销量居前的部分畅销书



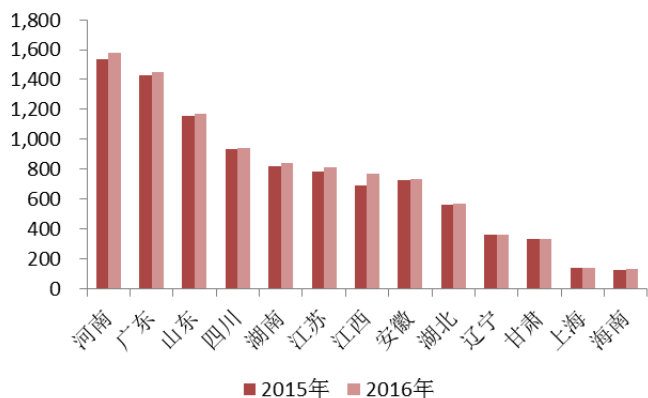
来源：当当网，中泰证券研究所

新出生人口数量增长及渗透率提升有望带来业绩弹性

- 教材教辅业务业绩提升长期靠人口提升，中短期靠渗透率提升、利润比重提升及成本下降。
- 教材教辅市场规模可大致用以下公式表示：教材教辅市场规模=学生数*单位学生所需教材教辅数量*单位教材教辅价格。三个变量中，单位学生所需教材教辅数量相对稳定，难以有较大提升；教材和部分目录内教辅，由政府定价。因此，在现有体制不变的情况下，学生数量成为决定市场规模的核心变量。
- 对于山东出版这样的省级出版发行公司来说，在山东省教材教辅市场具有较强的覆盖，为当地指定的教材发行商。对于公司来说，教材教辅所贡献利润，长期的影响因素是当地学生数量，中短期影响因素则是在当地的渗透率、在单位教材教辅中赚取的利润比重以及成本的下降。例如卖其他公司出版的教辅只能赚发行环节的钱，而卖自己公司出版的，出版与发行环节的钱都能赚。
- 我们使用各地方出版发行公司教材教辅业务发行收入数据，比上当地K12教育阶段在校学生数量，来近似测算使用当地出版发行公司教材教辅人均消费情况，从而对比各家公司的渗透率及竞争力。湖南与江苏处于第一梯队，人均超 400 元；四川、湖北、山东、上海处于第二梯队，

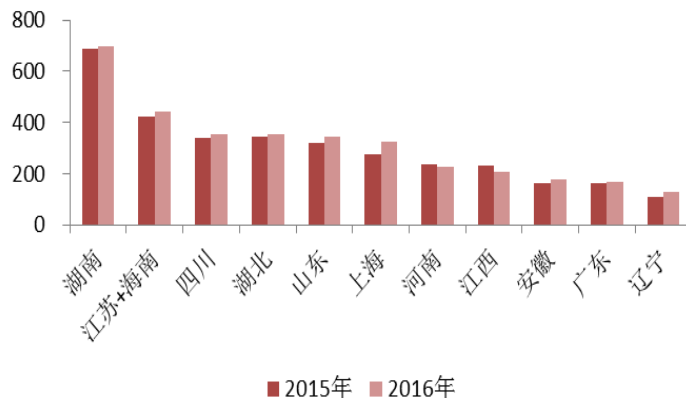
人均消费 300-400 元；河南、江西、安徽、广东、辽宁为第三梯队，消费在 200 元左右及以下。山东的人均消费水平仍有提升空间。

图表 33: 多省 K12 阶段学生数量对比 (万人)



来源: wind, 中泰证券研究所

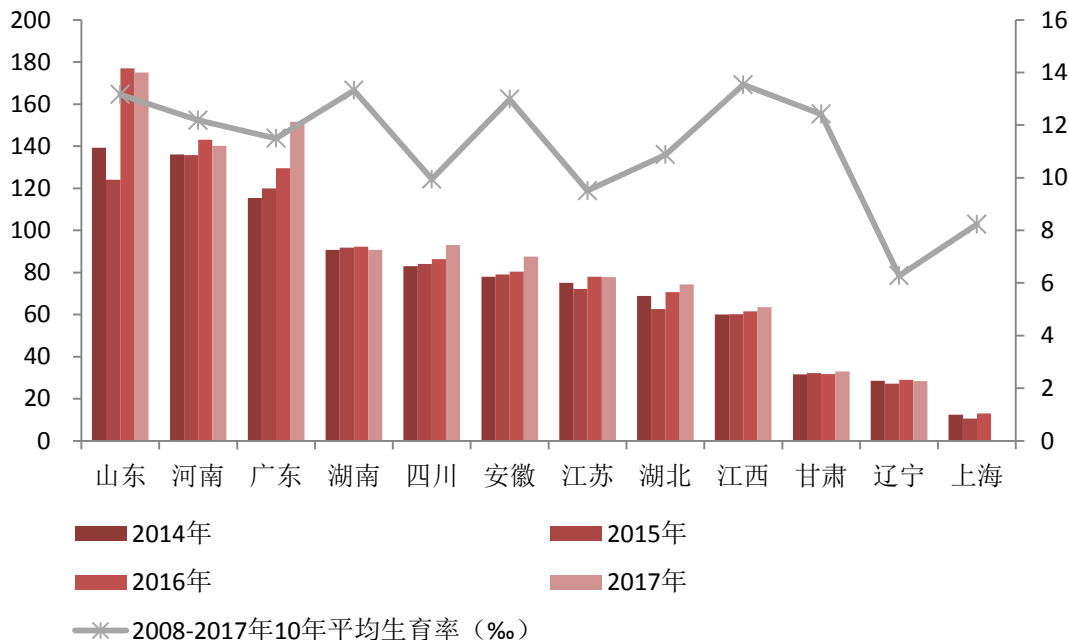
图表 34: 使用当地出版发行公司教材教辅人均消费情况 (元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **人口大省，生育意愿较强。**作为人口数量排名前三的大省，山东整体生育意愿更强，2016-2017 连续连年新生儿人口领跑全国。

图表 35: 各省新生儿人口情况 (万人)

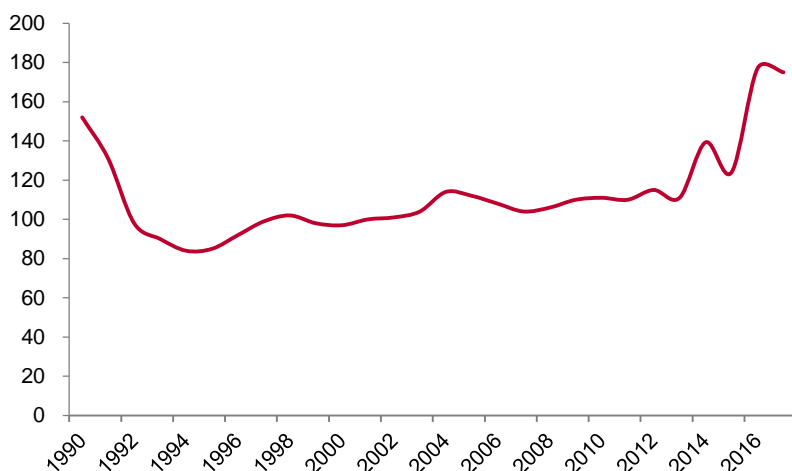


来源: wind, 中泰证券研究所

- **2014 年开始新生儿人口明显增长，对公司 2020 年之后的教材教辅业务或形成利好。**
 - 山东省新生儿人口数量在 1992 年大幅下滑后，连续 20 年保持在一个相对稳定的水平，受二胎政策刺激，山东省从 2014 年开始新生人

口明显增长，2016-2017 连续两年超过 170 万。

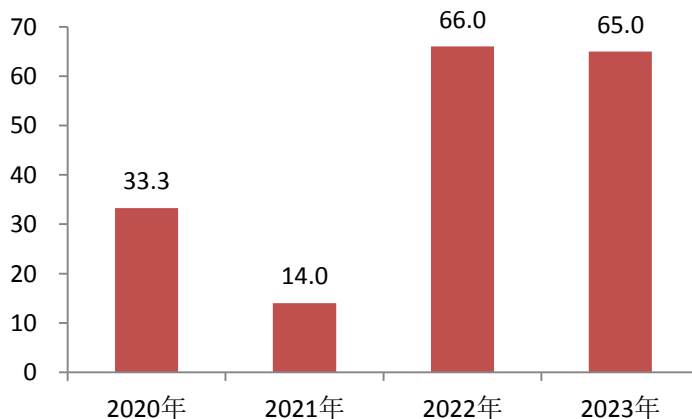
图表 36: 山东省新生人口数量 (万人)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 新生人口大约经过 6-7 年的时间进入小学读书，有望带动山东省的教材教辅及其他教育相关产品的消费。根据过去几年的数据，假设 2014 年新生人口在 2020 年 9 月入学，而 2008 年新生人口在 2020 年小学毕业，依此类推，我们对 2020 年-2023 年小学每年新增在校学生数量做如下测算：

图表 37: 山东省 2020-2023 年每年新增小学生数量预测 (万人)

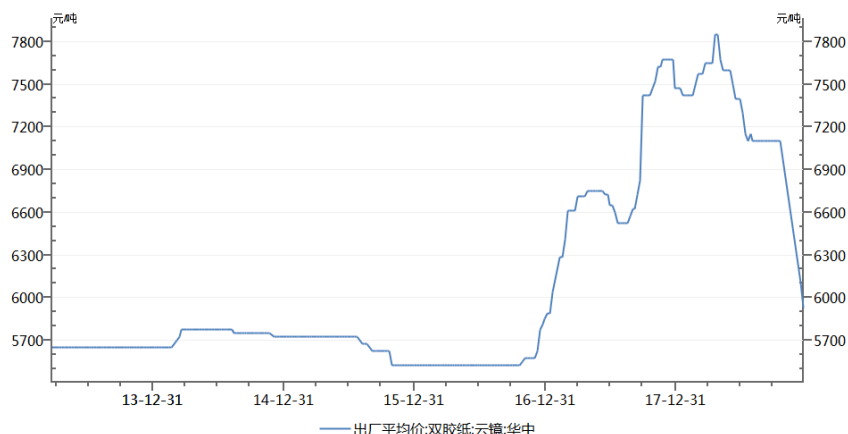


来源: wind, 中泰证券研究所

纸价回调利好出版业务

- **纸张价格经历大幅波动。**作为图书重要原材料的纸张，价格自 2016 年底发生了大幅度波动。以图书出版常用的双胶纸为例，于 2016 年底启动，2017 年中到达 6750 的高点后回调，下半年继续大幅上涨，2017 年底到达 7675 的高点，其后经历震荡，于 2018 年 4 月到 7850 后见顶。

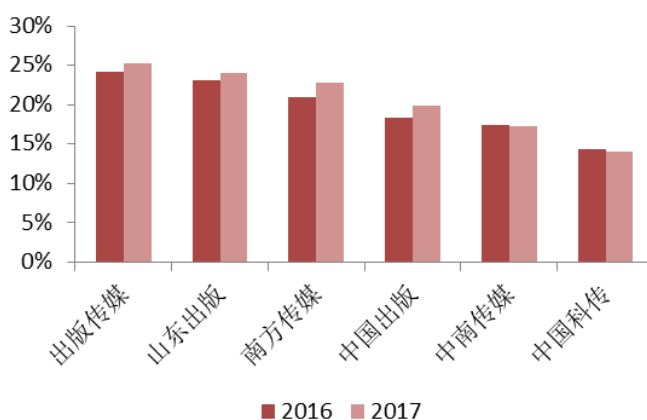
图表 38: 双胶纸价格走势图 (元/吨)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 纸张上行压力通常滞后半年体现，2018 年或成为部分地方出版发行公司近年来纸价压力最大一年。地方出版公司通常每年招标采购两次纸张，分别在年中和年底，以保证春秋两季的教材教辅在开学前完成备货。部分公司会采取一年招标采购一次的方式。因此，纸价压力通常滞后半年体现。
- 纸价波动对上市公司影响有限，后续将逐步增厚公司业绩。
 - 面对近两年纸价上行，上市公司通常会根据市场情况，通过一般图书涨价、囤货、签订锁价协议等方式降低纸价冲击。
 - 根据披露纸张原材料成本的上市公司情况来看，6 家披露纸张成本的公司，纸张占出版业务收入比重平均水平在 20%左右，中国科传占比最低，不到 14%，这与其科技品类图书占比与定价较高有关。山东出版纸张成本占收入比重较高，2017 年达 24%。整体来看，5 家公司 2017 年比 2016 年的纸张占比略微增加。

图表 39: 纸张原材料成本占出版业务收入比重



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 我们对纸张原材料成本的 6 家公司进行分析，根据 2017 年披露数据粗略测算纸价波动可能造成的业绩影响。山东出版由于出版业务占比较低，

带来的弹性并不大，纸价成本每下降 10%，带来的业绩弹性在 3.94% 左右。

图表 40：纸价回调对山东出版的业绩弹性测算

公司	山东出版
营收	8900.92
归母净利	1364.83
出版收入	2234.23
出版收入占比	25.10%
出版成本	1509.66
出版毛利率	32.43%
印刷+纸张	1101.76
印刷纸张/出版收入	49.31%
纸张原材料	537.21
纸张/出版收入	24.04%
纸价下降 10% 节省成本	53.72
纸价下降 10% 的业绩弹性	3.94%

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上，主要有如下几点：
 - 假设一：相关行业不发生重大政策变化；
 - 假设二：原有业务经营状况稳定，新业务表现良好。
- 我们预测山东出版 2018-2020 年实现营收分别为 99.48 亿元、104.15 亿元、110.79 亿元，同比增长 11.76%、4.70%、6.37%；实现归母净利润分别为 15.16 亿元、16.74 亿元、18.42 亿元，同比增长 11.05%、10.48%、10.02%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73 元、0.80 元、0.88 元。
- 山东出版业务稳定性较强，现金状况良好，风险小，人口增长及纸价回调有望带来业绩弹性。同时公司在估值、股息率等方面具有相对优势。首次覆盖，给予买入评级。

图表 41: 图书公司估值、分红等情况对比

代码	公司	PE2018	PEG	2018净利增速	PE (TTM)	EV/EBITA	分红率	股息率 (TTM)	PB
600373.SH	中文传媒	10.71	0.78	13.73%	11.35	8.44	37.97%	3.34%	1.39
000719.SZ	中原传媒	10.39	0.81	12.78%	11.26	5.60	26.57%	2.36%	1.05
601900.SH	南方传媒	11.33	1.10	10.31%	11.77	9.20	30.01%	2.55%	1.40
601019.SH	山东出版	11.20	1.11	10.05%	11.05	8.62	33.64%	3.04%	1.63
601801.SH	皖新传媒	11.49	1.34	8.56%	11.88	8.18	30.28%	2.55%	1.33
600757.SH	长江传媒	11.50	0.74	15.60%	11.25	9.86	19.79%	1.76%	1.21
600551.SH	时代出版	-	-	-	14.55	8.54	70.43%	4.84%	0.89
601949.SH	中国出版	-	-	-	13.11	10.41	30.22%	2.31%	1.39
601928.SH	凤凰传媒	13.86	0.66	21.14%	14.02	7.50	32.74%	2.34%	1.55
601811.SH	新华文轩	13.63	(14.85)	-0.92%	14.71	8.07	40.07%	2.72%	1.43
600229.SH	城市传媒	12.86	0.97	13.25%	14.14	11.06	31.98%	2.26%	2.04
601999.SH	出版传媒	-	-	-	16.70	13.17	30.10%	1.80%	1.34
601858.SH	中国科传	-	-	-	18.10	13.23	37.91%	2.09%	2.20
601098.SH	中南传媒	17.91	(1.19)	-15.06%	19.11	6.42	71.21%	3.73%	1.67
000529.SZ	广弘控股	-	-	-	17.15	8.38	25.56%	1.49%	1.84
300148.SZ	天舟文化	19.83	0.39	51.02%	22.67	20.07	9.80%	0.43%	0.85
603096.SH	新经典	33.70	2.83	11.93%	36.21	26.47	34.78%	0.96%	4.71
603999.SH	读者传媒	-	-	-	54.20	30.44	30.61%	0.56%	1.73
300654.SZ	世纪天鸿	-	-	-	57.88	40.97	29.76%	0.51%	4.35
600825.SH	新华传媒	-	-	-	142.76	196.17	34.82%	0.24%	1.93

来源: wind, 中泰证券研究所 (注: 2018 年 PE 与净利增速选自 wind 一致预期)

风险提示

- **纸价上涨。**纸张是出版行业重要的原材料,其价格波动会对出版公司业绩造成影响。
- **出版行业不景气。**出版行业可能受到新媒体等多因素冲击,导致行业整体低迷。
- **转型升级不达预期。**传统出版发行公司积极寻求转型升级,IP运营、影视开发等方向存在不确定性。
- **分红不达预期。**不同公司可能会根据公司发展状况,调整分红策略。
- **市场风险偏好下行风险。**风险偏好有下降的可能,会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 42: 山东出版财务报表预测

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,034.0	8,900.9	9,947.7	10,415.4	11,078.9	成长性					
减:营业成本	5,400.0	5,772.4	6,491.6	6,707.1	7,067.2	营业收入增长率	3.7%	10.8%	11.8%	4.7%	6.4%
营业税费	51.6	58.5	65.4	68.4	72.8	营业利润增长率	4.0%	48.4%	4.6%	11.4%	10.8%
销售费用	695.0	778.4	860.5	900.9	958.3	净利润增长率	6.4%	30.3%	11.1%	10.5%	10.0%
管理费用	938.9	1,014.3	1,074.3	1,124.9	1,196.5	EBITDA增长率	2.2%	32.5%	12.4%	10.3%	9.9%
财务费用	-23.5	-23.9	-13.8	-17.2	-19.6	EBIT增长率	2.2%	37.6%	14.6%	11.3%	10.8%
资产减值损失	77.4	69.0	67.0	67.0	67.0	NOPLAT增长率	2.1%	50.2%	5.4%	11.3%	10.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.0%	152.8%	-65.3%	183.3%	-84.3%
投资和汇兑收益	23.6	22.4	21.7	23.0	22.7	净资产增长率	15.6%	70.9%	17.7%	16.3%	15.4%
营业利润	918.1	1,362.4	1,424.4	1,587.3	1,759.3	利润率					
加:营业外净收支	130.9	-6.6	81.2	76.1	70.6	毛利率	32.8%	35.1%	34.7%	35.6%	36.2%
利润总额	1,048.9	1,355.8	1,505.6	1,663.4	1,830.0	营业利润率	11.4%	15.3%	14.3%	15.2%	15.9%
减:所得税	1.4	-3.2	-3.6	-4.0	-4.4	净利润率	13.0%	15.3%	15.2%	16.1%	16.6%
净利润	1,047.3	1,364.8	1,515.7	1,674.5	1,842.2	EBITDA/营业收入	13.1%	15.7%	15.8%	16.7%	17.2%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	11.1%	13.8%	14.2%	15.1%	15.7%
货币资金	3,498.4	6,110.7	8,901.3	9,438.2	12,848.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	67	63	59	52	46
应收帐款	882.3	1,267.2	992.7	1,448.1	1,108.5	流动营业资本周转天数	-12	4	-5	-2	-4
应收票据	86.6	103.4	173.6	82.5	207.9	流动资产周转天数	296	333	409	452	496
预付帐款	169.6	226.4	196.9	251.9	215.0	应收帐款周转天数	38	43	41	42	42
存货	1,334.2	1,507.5	1,835.2	1,542.6	2,056.5	存货周转天数	65	57	60	58	58
其他流动资产	639.4	651.7	651.7	651.7	651.7	总资产周转天数	441	471	534	567	599
可供出售金融资产	196.1	196.1	196.1	196.1	196.1	投资资本周转天数	29	52	45	43	34
持有至到期投资	-	-	6.7	2.2	3.0	投资回报率					
长期股权投资	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6	ROE	20.6%	15.7%	14.8%	14.0%	13.4%
投资性房地产	346.3	316.1	307.4	296.9	280.5	ROA	10.5%	10.2%	9.3%	10.0%	9.1%
固定资产	1,466.3	1,671.1	1,567.8	1,462.5	1,355.0	ROIC	162.9%	182.5%	76.1%	243.7%	95.3%
在建工程	261.2	337.6	377.6	397.6	417.6	费用率					
无形资产	742.1	754.1	737.3	720.1	702.4	销售费用率	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
其他非流动资产	304.8	237.0	198.5	160.1	141.4	管理费用率	11.7%	11.4%	10.8%	10.8%	10.8%
资产总额	9,929.7	13,380.5	16,144.4	16,652.0	20,185.6	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.0%	19.9%	19.3%	19.3%	19.3%
应付帐款	2,482.2	2,372.1	3,311.2	2,445.0	3,681.2	偿债能力					
应付票据	14.6	56.8	115.5	15.0	147.6	资产负债率	48.7%	34.9%	36.6%	28.5%	31.9%
其他流动负债	838.6	891.7	1,120.6	927.7	1,258.1	负债权益比	94.9%	53.7%	57.6%	39.8%	46.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.98	2.97	2.80	3.96	3.36
其他非流动负债	1,499.6	1,354.8	1,354.8	1,354.8	1,354.8	速动比率	1.58	2.52	2.40	3.50	2.95
负债总额	4,835.0	4,675.3	5,902.1	4,742.4	6,441.7	利息保障倍数	-38.13	-51.41	-102.40	-91.26	-88.78
少数股东权益	5.0	2.1	-4.3	-11.5	-19.4	分红指标					
股本	1,820.0	2,086.9	2,086.9	2,086.9	2,086.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	3,338.2	6,644.1	8,159.7	9,834.2	11,676.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,094.7	8,705.1	10,242.3	11,909.6	13,743.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,047.5	1,359.0	1,515.7	1,674.5	1,842.2	EPS(元)	0.50	0.65	0.73	0.80	0.88
加:折旧和摊销	177.9	200.1	162.0	164.6	167.1	BVPS(元)	2.44	4.17	4.91	5.71	6.60
资产减值准备	77.4	69.0	-	-	-	PE(X)	16.2	12.4	11.2	10.1	9.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	1.9	1.7	1.4	1.2
财务费用	0.6	2.0	-13.8	-17.2	-19.6	P/FCF	19.7	70.1	6.2	34.5	5.0
投资收益	-23.6	-22.4	-21.7	-23.0	-22.7	P/S	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5
少数股东损益	0.2	-5.8	-6.5	-7.2	-7.9	EV/EBITDA	-	14.3	4.7	3.9	1.8
营运资金的变动	-261.8	-993.7	1,171.4	-1,248.0	1,455.2	CAGR(%)	16.8%	10.5%	15.3%	16.8%	10.5%
经营活动产生现金	1,166.0	659.7	2,807.1	543.7	3,414.4	PEG	1.0	1.2	0.7	0.6	0.9
投资活动产生现金	-248.1	-264.1	-58.2	-24.0	-23.6	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金	-582.0	2,198.4	41.8	17.2	19.6	REP	-	-	-	-	-

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。