

核心主业连续双位数增长，盈利能力保持较高水平

买入（维持）

2019年04月13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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,351	10,025	10,723	11,374
同比（%）	5.1%	7.2%	7.0%	6.1%
归母净利润（百万元）	1,485	1,607	1,728	1,838
同比（%）	8.8%	8.2%	7.6%	6.4%
每股收益（元/股）	0.71	0.77	0.83	0.88
P/E（倍）	12.49	11.54	10.73	10.09

投资要点

- **2018 年年报符合预期，分红占净利润比例提升至 41%。** 营收 93.51 亿元，同比增长 5.05%，归母净利 14.85 亿元，同比增长 8.80%。拟每 10 股派现金股利人民币 2.90 元（含税），共计分配现金股利 6.05 亿元，占合并报表中归母净利比率为 40.76%，2016/2017 年为 38.57%/33.64%，以年报披露日收盘价算，股息率为 3.26%。
- **核心主业保持双位数增长，多元经营稳健。** 出版业务营收 25.02 亿元，同比增长 12%，发行业务收入 66.54 亿元，同比增长 12.1%。作为行业龙头，公司出版业务连续两年双位数增长，发行业务连续三年双位数增长，在行业中表现相当优异。多元经营稳健推进，2018 年物资、外贸合计收入 22.9 亿元，同比略有下滑，对利润影响较小。公司近年来强调市场化能力，产品社会效应及市场竞争能力双双提升，2018 年公司共获得国家级奖项、入选国家级重点评选 109 项，同比增长 68%，一般图书出版销售码洋 10.80 亿元，营业收入 4.75 亿元，分别同比增长 20.77%、22.31%，增速在出版企业中处于较高水平。
- **成本及费用控制较好，毛利率、净利率稳定。** 出版业务毛利率 30.07%，略有下滑，主要是由于纸张材料费及稿费增长较快，2018 年纸张材料费 6.53 亿元，同比增长 21.58%，随着纸张价格在 2018 年逐渐回落至 2017 年水平，出版业务毛利率有望恢复。发行业务毛利率为 34.44%，与 2017 年持平。公司各项费用率表现稳健，销售费用 8.79 亿元，较上年同期增长 12.93%，管理费用 11.36 亿元，较上年同期增长 12.45%，系职工薪酬、折旧费用增加所致，财务费用-2,378.82 万元，与上年同期基本持平。
- **看好山东本土市场潜力。** 山东教育经费支出占公共财政比在所有省份中最高，2016-2018 年是山东省出生人口高峰期，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%，看好公司未来深挖本土教育市场潜力。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 2018 年新华书店一般图书发行销量及收入持续较快增长。出版领域则有望受益于行业红利及集中度提升趋势。
- **维持“买入”评级，** 预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 16.07/17.28/18.38 亿元，增速分别为 8.2%/7.6%/6.4%，对应 EPS 分别为 0.77/0.83/0.88 元/股，PE 分别为 12/11/10 倍。
- **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)	8.89
一年最低/最高价	6.59/10.73
市净率(倍)	1.92
流通 A 股市值(百万元)	3795.14

基础数据

每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	33.86
总股本(百万股)	2086.90
流通 A 股(百万股)	426.90

相关研究

1、《山东出版（601019）：处地利、享天时，守正出新驱动成长》
2019-01-20

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,673	12,181	13,280	15,028	营业收入	9,351	10,025	10,723	11,374
现金	5,033	6,341	7,198	8,781	减:营业成本	5,997	6,238	6,623	6,972
应收账款	1,252	1,381	1,435	1,552	营业税金及附加	60	65	69	73
存货	1,704	1,637	1,910	1,824	营业费用	879	962	1,051	1,137
其他流动资产	2,685	2,822	2,737	2,870	管理费用	1,136	1,233	1,340	1,444
非流动资产	3,919	3,881	3,821	3,735	财务费用	-24	-37	-57	-82
长期股权投资	1	2	3	6	资产减值损失	40	43	46	49
固定资产	1,912	1,934	1,941	1,922	加:投资净收益	48	30	31	33
在建工程	200	175	156	140	其他收益	0	0	0	0
无形资产	793	783	762	746	营业利润	1,481	1,550	1,682	1,812
其他非流动资产	1,013	988	958	921	加:营业外净收支	-2	56	45	23
资产总计	14,592	16,062	17,101	18,763	利润总额	1,479	1,606	1,726	1,835
流动负债	3,579	4,051	3,973	4,409	减:所得税费用	3	3	4	4
短期借款	113	113	113	113	少数股东损益	-9	-4	-6	-7
应付账款	2,131	2,256	2,402	2,502	归属母公司净利润	1,485	1,607	1,728	1,838
其他流动负债	1,335	1,682	1,458	1,794	EBIT	1,335	1,443	1,530	1,602
非流动负债	1,361	1,361	1,361	1,361	EBITDA	1,561	1,672	1,782	1,876
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,361	1,361	1,361	1,361	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4,940	5,412	5,335	5,770	每股收益(元)	0.71	0.77	0.83	0.88
少数股东权益	-7	-11	-17	-24	每股净资产(元)	4.63	5.11	5.65	6.24
归属母公司股东权益	9,659	10,661	11,784	13,017	发行在外股份(百万股)	2087	2087	2087	2087
负债和股东权益	14,592	16,062	17,101	18,763	ROIC(%)	12.0%	11.9%	11.5%	11.0%
					ROE(%)	15.3%	15.1%	14.6%	14.1%
					毛利率(%)	35.9%	37.8%	38.2%	38.7%
					销售净利率(%)	15.9%	16.0%	16.1%	16.2%
					资产负债率(%)	33.9%	33.7%	31.2%	30.8%
					收入增长率(%)	5.1%	7.2%	7.0%	6.1%
					净利润增长率(%)	8.8%	8.2%	7.6%	6.4%
					P/E	12.49	11.54	10.73	10.09
					P/B	1.92	1.74	1.57	1.43
					EV/EBITDA	9.59	8.17	7.18	5.98

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>

