

## 少儿图书出版放量, 业绩稳步增长

### 投资要点

- **事件:** 公司公告 2018 年年报, 2018 年实现营收 93.5 亿元 (+5%), 实现归母净利润 14.8 亿元 (+8.8%), 实现归母扣非净利润 13.4 亿元 (+6.3%), 业绩符合预期。
- **业绩增长主要来自:** 1) **教材教辅出版发行:** 受山东省义教统编三科教材的影响, 公司发行业务覆盖面提升, 全资子公司新华书店集团位列全国发行集团第五位, 较 2018 年前进一位。2014 年以来, 山东省新生人口数量提升, 教材教辅需求量向好。2018 年, 教材教辅出版发行的营收实现 13% 的增长, 毛利实现 10% 的增长。2) **一般图书出版业务:** 公司下属人民社、明天社进入全国百佳出版单位行列, 继续保持行业头部水平。明天社出版的新版信谊系列图书在 2017 年底上市后, 在 2018 年迅速放量, 其中《信谊世界精选图画书: 母鸡萝丝去散步》、《信谊宝宝起步走-抱抱》、《信谊绘本世界精选图画书: 风到哪里去了》、《信谊绘本世界精选图画书: 爸爸, 我要月亮》等, 分别列为京东绘本-热卖榜的第 4、5、13、15 位。2018 年, 公司一般图书出版发行业务实现 9% 的营收增长, 其中, 一般图书出版业务实现 22.3% 的增长。
- **人口优势+三科统编+少儿类/政治类图书优势或将继续成为公司增长引擎。** 1) 2001-2013 年, 山东省常住人口的新生人口保持在 110 万人左右, 2014-2018 年, 山东省常住人口新生人口分别为 139/124/177/175/133 万人, 学生人数和学生结构日益改善; 2) 大三科自 2017 年秋季开始普及, 公司拥有山东省全省人教版大三科教材的发行权, 是山东省唯一发行商, 有望收获其他版本教材退出的红利; 3) 公司旗下明天社、人民社分别紧扣少儿、政治经典/党政读物的标签, 预计将给公司一般图书出版业务带来增量。
- **公司现金分红占 2018 年净利润的 41%。** 公司公告拟向全体股东每 10 股派现金股利 2.9 元(含税), 共计分配现金股利 6.1 亿元, 占公司 2018 年净利润的 41%, 股息率为 3.3%, 2017 年分红金额占当年净利润的 34%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 16.2/17.8/19.1 亿元, EPS 分别为 0.78/0.85/0.92 元, 对应 PE 分别为 11/10/10 倍, 受益于人口+三科统编+少儿类图书优势, 公司业绩或有保证, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展成效或不及预期风险, 原材料纸价上涨风险。

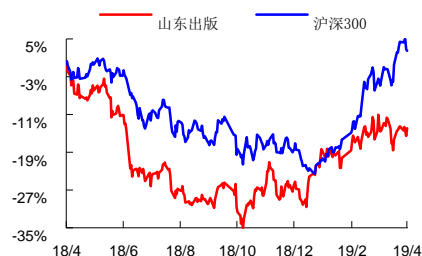
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9350.82	10534.27	11681.06	12944.25
增长率	5.05%	12.66%	10.89%	10.81%
归属母公司净利润(百万元)	1484.94	1618.01	1780.78	1910.88
增长率	8.80%	8.96%	10.06%	7.31%
每股收益 EPS(元)	0.71	0.78	0.85	0.92
净资产收益率 ROE	15.29%	14.16%	13.48%	12.64%
PE	12	11	10	10
PB	1.92	1.63	1.41	1.23

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
 联系人: 张闻宇  
 电话: 021-58351917  
 邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	20.87
流通 A 股(亿股)	4.27
52 周内股价区间(元)	6.69-10.65
总市值(亿元)	185.53
总资产(亿元)	145.92
每股净资产(元)	4.63

### 相关研究

1. 山东出版(601019): 稳中求进, 教材教辅铺垫估值基石 (2019-01-25)

## 关键假设：

公司的主要业务为教材教辅、一般图书的出版、发行，以及围绕出版发行业务开展的印刷、物资贸易、新业务等。

**教材教辅出版发行业务：**公司负责山东省教材的发行工作，预计在学生人数触底回升，大三科开始普及、纸价回稳后，公司教材出版发行业务发展速度将高于之前年份，毛利率维持在 35%左右。

**一般图书出版发行业务：**公司具有稳定的线上、线下发行渠道，预计在纸价企稳的背景下，公司一般图书业务保持平稳发展，毛利率维持在 35%左右。

**印刷业务：**公司印刷企业主要服务于各出版社、杂志社、商场、政府事业单位等客户，包括内部印刷业务和外部印刷业务。印刷及物资供应业务是出版发行业务的下游行业，受出版发行业务综合影响。预计印刷业务保持平稳增长，毛利率维持在 17%左右。

**物资贸易业务：**物资贸易分部涵盖纸张、木浆、设备及其他物资产品的采购和销售。预计物资贸易业务保持平稳增长，毛利率维持在 5%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
教材教辅出版发行	收入	6836.2	7519.8	8347.0	9265.1
	增速	12.8%	10.0%	11.0%	11.0%
	毛利率	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%
一般图书出版发行	收入	1,935.5	2,109.7	2,299.6	1,935.5
	增速	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	35.0%	35.2%	35.2%	35.0%
音像制品出版发行	收入	80.6	76.6	72.7	80.6
	增速	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
文化用品及其他出版发行	收入	74.5	85.6	94.2	103.6
	增速	18.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%
物资贸易	收入	2292.1	2,292.1	2,360.9	2,431.7
	增速	-11.2%	0.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
印刷	收入	237.4	251.7	266.8	282.8
	增速	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
其他主营业务	收入	518.4	570.2	627.2	690.0
	增速	20.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	16.9%	16.0%	18.0%	18.0%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
其他业务	收入	201.8	201.8	201.8	201.8
	增速	22.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	65.8%	65.8%	65.8%	65.8%
内部抵销	收入	-2670.1	-2,403.0	-2,403.0	-2,403.0
	增速	-14.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%
合计	收入	9,350.82	10,534.3	11,681.1	12,944.2
	增速	5.05%	12.7%	10.9%	10.8%
	毛利率	35.87%	35.4%	35.3%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9350.82	10534.27	11681.06	12944.25	净利润	1475.74	1607.99	1769.75	1899.04
营业成本	5996.67	6803.38	7552.33	8407.30	折旧与摊销	226.42	206.42	206.42	206.42
营业税金及附加	60.40	68.37	75.85	83.97	财务费用	-23.79	35.52	40.10	44.17
销售费用	879.08	884.88	981.21	1108.91	资产减值损失	40.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	1135.77	1158.77	1284.92	1423.87	经营营运资本变动	-1346.34	328.56	-405.58	-180.81
财务费用	-23.79	35.52	40.10	44.17	其他	1144.98	213.99	-41.32	-40.02
资产减值损失	40.23	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1517.24</b>	<b>2392.49</b>	<b>1569.36</b>	<b>1928.80</b>
投资收益	48.26	23.00	23.00	23.00	资本支出	-136.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1980.65	16.57	24.33	23.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2117.23</b>	<b>16.57</b>	<b>24.33</b>	<b>23.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>1480.52</b>	<b>1606.34</b>	<b>1769.65</b>	<b>1899.03</b>	短期借款	113.33	-113.33	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.58	2.48	1.13	1.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1478.94</b>	<b>1608.82</b>	<b>1770.78</b>	<b>1900.61</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.20	0.83	1.03	1.57	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1475.74	1607.99	1769.75	1899.04	其他	-556.04	62.49	-40.10	-44.17
少数股东损益	-9.20	-10.02	-11.03	-11.83	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-442.71</b>	<b>-50.84</b>	<b>-40.10</b>	<b>-44.17</b>
归属母公司股东净利润	1484.94	1618.01	1780.78	1910.88	<b>现金流量净额</b>	<b>-1041.44</b>	<b>2358.22</b>	<b>1553.59</b>	<b>1908.57</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5032.55	7390.77	8944.36	10852.93	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1652.04	1861.26	2060.07	2289.96	销售收入增长率	5.05%	12.66%	10.89%	10.81%
存货	1703.64	1695.83	1926.93	2186.85	营业利润增长率	8.67%	8.50%	10.17%	7.31%
其他流动资产	2284.92	1973.18	2410.10	2588.68	净利润增长率	8.59%	8.96%	10.06%	7.31%
长期股权投资	1.33	1.33	1.33	1.33	EBITDA 增长率	9.40%	9.81%	9.08%	6.62%
投资性房地产	321.93	328.86	327.45	326.47	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2111.76	1987.65	1863.53	1739.41	毛利率	35.87%	35.42%	35.35%	35.05%
无形资产和开发支出	800.25	731.33	662.41	593.50	三费率	21.29%	19.74%	19.74%	19.91%
其他非流动资产	683.78	669.90	656.60	643.27	净利率	15.78%	15.26%	15.15%	14.67%
<b>资产总计</b>	<b>14592.21</b>	<b>16640.10</b>	<b>18852.78</b>	<b>21222.38</b>	ROE	15.29%	14.16%	13.48%	12.64%
短期借款	113.33	0.00	0.00	0.00	ROA	10.11%	9.66%	9.39%	8.95%
应付和预收款项	3162.74	3578.89	3983.49	4411.19	ROIC	38.07%	36.68%	41.80%	42.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.00%	17.55%	17.26%	16.61%
其他负债	1664.41	1703.47	1741.80	1784.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4940.48</b>	<b>5282.36</b>	<b>5725.29</b>	<b>6195.85</b>	总资产周转率	0.67	0.67	0.66	0.65
股本	2086.90	2086.90	2086.90	2086.90	固定资产周转率	5.22	5.69	6.77	8.08
资本公积	2185.84	2185.84	2185.84	2185.84	应收账款周转率	7.61	7.90	7.83	7.83
留存收益	5484.06	7102.08	8882.86	10793.74	存货周转率	3.29	3.74	3.70	3.71
归属母公司股东权益	9658.79	11374.81	13155.59	15066.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.35%	—	—	—
少数股东权益	-7.06	-17.08	-28.11	-39.94	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9651.73</b>	<b>11357.74</b>	<b>13127.49</b>	<b>15026.53</b>	资产负债率	33.86%	31.74%	30.37%	29.19%
负债和股东权益合计	14592.21	16640.10	18852.78	21222.38	带息债务/总负债	2.29%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.98	3.30	3.52	3.71
					速动比率	2.51	2.86	3.07	3.25
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.71	0.78	0.85	0.92
					每股净资产	4.62	5.44	6.29	7.20
					每股经营现金	0.73	1.15	0.75	0.92
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1683.15	1848.28	2016.17	2149.62					
PE	12.49	11.47	10.42	9.71					
PB	1.92	1.63	1.41	1.23					
PS	1.98	1.76	1.59	1.43					
EV/EBITDA	7.20	5.21	4.01	2.87					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn