

山东出版(601019)/传媒

业绩稳健增长, 分红比例持续提升

评级: 买入(维持)

市场价格:

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

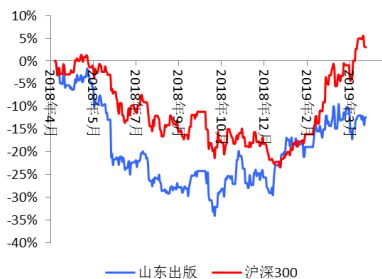
电话:

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)	8.89
市值(百万元)	18,552.54
流通市值(百万元)	3,795.14

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,901	9,351	10,128	10,820	11,525
增长率 yoy%	10.79%	5.05%	8.31%	6.83%	6.52%
净利润	1,365	1,485	1,633	1,763	1,895
增长率 yoy%	30.32%	8.80%	9.96%	7.95%	7.49%
每股收益(元)	0.65	0.71	0.78	0.84	0.91
每股现金流量	0.32	0.73	1.16	0.51	1.47
净资产收益率	15.68%	15.37%	14.34%	13.80%	13.22%
P/E	13.59	12.49	11.36	10.52	9.79
PEG	1.54	1.48	0.72	1.19	1.16
P/B	2.13	1.92	1.63	1.45	1.29

备注:

投资要点

- **事件:** 山东出版于4月13日晚发布2018年度报告, 公司全年实现营收93.51亿元, 同比增长5.05%; 全年实现归母净利润14.85亿元, 同比增长8.8%, 其中Q4单季同比减少9.18%。公司拟每10股派2.9元。
- **费用率整体平稳, 利润率稳中有升。** 公司2018年整体毛利率35.87%、净利率15.88%, 比2017年略有提升。三费率与2017年相比也基本稳定。
- **图书业务稳健增长, 出版业务受纸张影响毛利率下滑。** 分产品来看, 教材教辅与一般图书营收增长分别为12.85%及9.30%, 分业务来看, 出版与发行分别增长12.01%与12.10%。发行业务毛利率相对稳定, 出版业务毛利率相比2017年减少2.36pct, 我们认为主要由于纸张成本上升所致。2018年公司纸张材料费6.53亿元, 同比增长21.58%。
- **教材教辅作为支柱业务, 营收及毛利占比持续提升。** 2018年公司教材教辅收入占比达73.1%, 而毛利占比达74.71%。教材教辅对整体业务贡献呈现增长态势。
- **分红比例持续提升。** 公司2018年拟分红金额达6.05亿元, 占归母净利润比例为40.74%, 2017年的分红比例为33.63%, 提升7.11pct。
- **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, 2018年50.33亿元。目前没有商誉、带息债务及质押, 因此不存在相关风险。
- **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年开始新生儿人口明显增长, 2016-2017连续两年新生儿人口领跑全国, 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接近4%。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测山东出版2019-2021年实现营收分别为101.28亿元、108.20亿元、115.25亿元, 同比增长8.31%、6.83%、6.52%; 实现归母净利润分别为16.33亿元、17.63亿元、18.95亿元, 同比增长9.96%、

7.95%、7.49%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.78 元、0.84 元、0.91 元。

- **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。

图表 1: 山东出版财务报表预测 (百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,900.9	9,350.8	10,127.9	10,819.6	11,525.0	成长性					
减:营业成本	5,772.4	5,996.7	6,486.9	6,927.8	7,377.2	营业收入增长率	10.8%	5.1%	8.3%	6.8%	6.5%
营业税费	58.5	60.4	64.4	68.8	73.3	营业利润增长率	48.4%	8.7%	-1.4%	8.2%	7.7%
销售费用	778.4	879.1	931.8	984.6	1,043.0	净利润增长率	30.3%	8.8%	10.0%	8.0%	7.5%
管理费用	1,014.3	1,135.8	1,223.4	1,303.8	1,384.2	EBITDA增长率	32.5%	5.2%	10.6%	8.4%	7.9%
财务费用	-23.9	-23.8	-23.8	-23.7	-23.8	EBIT增长率	37.6%	4.6%	11.6%	8.3%	7.8%
资产减值损失	69.0	40.2	38.0	35.0	30.0	NOPLAT增长率	50.2%	8.3%	-1.4%	8.3%	7.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	152.8%	100.5%	-14.1%	30.0%	-22.3%
投资和汇兑收益	22.4	48.3	52.3	55.4	59.1	净资产增长率	70.9%	10.9%	17.8%	12.1%	12.2%
营业利润	1,362.4	1,480.5	1,459.4	1,578.8	1,700.3	利润率					
加:营业外净收支	-6.6	-1.6	166.9	176.9	186.9	毛利率	35.1%	35.9%	36.0%	36.0%	36.0%
利润总额	1,355.8	1,478.9	1,626.3	1,755.6	1,887.1	营业利润率	15.3%	15.8%	14.4%	14.6%	14.8%
减:所得税	-3.2	3.2	3.5	3.8	4.1	净利润率	15.3%	15.9%	16.1%	16.3%	16.4%
净利润	1,364.8	1,484.9	1,632.9	1,762.7	1,894.8	EBITDA/营业收入	15.7%	15.7%	16.1%	16.3%	16.5%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	13.8%	13.8%	14.2%	14.4%	14.5%
货币资金	6,110.7	5,032.6	7,220.0	7,691.1	10,210.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	63	69	69	65	62
应收账款	1,267.2	1,345.8	1,292.2	1,628.6	1,428.0	流动营业资本周转天数	4	50	66	65	59
应收票据	103.4	153.8	93.5	187.4	103.0	流动资产周转天数	333	395	417	445	471
预付账款	226.4	152.4	275.0	172.1	309.0	应收账款周转天数	43	50	47	49	48
存货	1,507.5	1,703.6	1,629.9	2,005.0	1,825.9	存货周转天数	57	62	59	60	60
其他流动资产	651.7	2,284.9	2,284.9	2,284.9	2,284.9	总资产周转天数	471	538	558	578	597
可供出售金融资产	196.1	197.1	197.1	197.1	197.1	投资资本周转天数	52	108	123	122	115
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	ROE	15.7%	15.4%	14.3%	13.8%	13.2%
投资性房地产	316.1	321.9	316.3	306.3	303.1	ROA	10.2%	10.1%	9.7%	9.7%	9.3%
固定资产	1,671.1	1,912.1	1,951.8	1,975.5	1,983.2	ROIC	182.5%	78.2%	38.4%	48.5%	40.2%
在建工程	337.6	199.7	269.7	339.7	409.7	费用率					
无形资产	754.1	792.5	798.8	803.6	806.9	销售费用率	8.7%	9.4%	9.2%	9.1%	9.1%
其他非流动资产	237.0	494.4	445.7	396.9	360.6	管理费用率	11.4%	12.1%	12.1%	12.1%	12.0%
资产总额	#####	14,592.2	16,776.3	17,989.5	20,223.4	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	113.3	-	-	-	三费/营业收入	19.9%	21.3%	21.0%	20.9%	20.9%
应付账款	2,372.1	2,430.6	2,894.6	2,723.2	3,296.0	偿债能力					
应付票据	56.8	3.2	69.3	4.0	76.3	资产负债率	34.9%	33.9%	32.2%	29.2%	29.3%
其他流动负债	891.7	1,032.2	1,078.7	1,156.2	1,193.2	负债权益比	53.7%	51.2%	47.5%	41.1%	41.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.97	2.98	3.17	3.60	3.54
其他非流动负债	1,354.8	1,361.1	1,361.1	1,361.1	1,361.1	速动比率	2.52	2.51	2.76	3.08	3.14
负债总额	4,675.3	4,940.5	5,403.8	5,244.5	5,926.6	利息保障倍数	-51.41	-54.10	-60.35	-65.49	-70.39
少数股东权益	2.1	-7.1	-17.2	-28.1	-39.8	分红指标					
股本	2,086.9	2,086.9	2,086.9	2,086.9	2,086.9	DPS(元)	0.22	0.22	-	0.18	0.16
留存收益	6,644.1	7,669.9	9,302.8	10,686.2	12,249.8	分红比率	33.6%	30.9%	0.0%	21.5%	17.5%
股东权益	8,705.1	9,651.7	11,372.5	12,745.0	14,296.9	股息收益率	2.5%	2.5%	0.0%	2.0%	1.8%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,359.0	1,475.7	1,632.9	1,762.7	1,894.8	EPS(元)	0.65	0.71	0.78	0.84	0.91
加:折旧和摊销	200.1	226.4	192.5	210.0	227.5	BVPS(元)	4.17	4.63	5.46	6.12	6.87
资产减值准备	69.0	40.2	-	-	-	PE(X)	13.6	12.5	11.4	10.5	9.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
财务费用	2.0	5.3	-23.8	-23.7	-23.8	P/PCF	76.9	-68.8	9.1	23.1	6.6
投资收益	-22.4	-48.3	-52.3	-55.4	-59.1	P/S	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
少数股东损益	-5.8	-9.2	-10.1	-10.9	-11.7	EV/EBITDA	14.3	7.1	6.4	5.6	3.9
营运资金的变动	-993.7	-1,947.5	690.4	-813.0	1,045.7	CAGR(%)	8.8%	8.5%	15.7%	8.8%	8.5%
经营活动产生现金	659.7	1,517.2	2,429.6	1,069.7	3,073.3	PEG	1.5	1.5	0.7	1.2	1.2
投资活动产生现金	-264.1	-2,117.2	-250.6	-243.1	-246.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	2,198.4	-442.7	8.5	-355.6	-307.4	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。