

2019年04月16日

山东出版 (601019.SH)

## 基于教育大省全产业链经营, 稳健增长 兼顾效率提升

■公司作为山东省内中小学教材总发行商, 同时拥有山东省中小学教材若干类别的独家版权; 长期以来以出版资源、发行网络、物流保障、专业服务等优势为基础, 始终保持山东省内最大教材出版发行商地位。2018年公司入选“2018 中国文化企业品牌价值 TOP50”榜单, 以11.69亿元的品牌价值位列第32位; 根据《2017年新闻出版产业分析报告》, 公司控股股东山东出版集团有限公司位列全国图书出版集团第7位。2018年实现营业收入93.50亿元, YoY+5.05%; 归母净利润14.85亿元, YoY+8.80%, 其中一般图书出版业务增长较快, 实现销售码洋10.80亿元, YoY+20.77%, 贡献营业收入4.75亿元, YoY+22.31%, 毛利率34.37%, 提升0.47pct。

■出版行业支持政策延续, 教材教辅业务稳定性强, 一般图书结构性增长。出版发行行业是国家政策扶持的重点行业, 在财政、税收等方面享受国家统一制定的优惠政策。2018年6月, 财政部、税务总局发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》, 明确在2020年底之前延续之前在出版、发行环节的增值税优惠政策; 2018年12月, 国务院办公厅印发了《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》, 明确已完成转制的文化企业, 自2019年起继续免征五年企业所得税。根据开卷数据, 2018年中国图书零售市场总规模894亿元, YoY+11.3%, 其中少儿图书连续两年增长强于行业, 17、18年行业增速分别为21.4%、13.7%, 目前销售码洋占整个图书零售市场的25.19%。

■公司经营以作为人口大省、教育大省的山东省为基础, 发挥全产业链优势, 有效降低内部交易成本, 提升经营效率。截至2017年, 山东省拥有中小学生在人数超过1203万人, 地方教育经费支出约1900亿元, 占全部地方财政支出比重达20.4%; 公司主营覆盖出版、发行、物资贸易、印刷全产业链, 业务布局比肩国内其他头部出版集团公司; 旗下明天社、教育社、人民社、科技社等出版子公司分别在出版学前教育、中小学教育、高等教育和继续教育、职业教育等全年龄教育内容阶段具备优势, 竞争力较强。

■投资建议: 公司所处行业稳定增长, 现金流好, 作为全产业链稳健经营的大型省级出版集团, 核心的教辅教材业务基于人口基数与教育支出大省, 同时在一般图书业务拓展上有所建树。上市以来, 公司保持较高分红水平, 2018年现金分红比率达到40.76%, 根据年报发布日股价计算股息率为3.25%。我们预计公司2019-2021年净利润分别为16.2亿元、17.8亿元、18.9亿元, 分别对应EPS0.77元、0.85元、0.91元,

## 公司分析

证券研究报告

平面媒体

投资评级 买入-A

首次评级

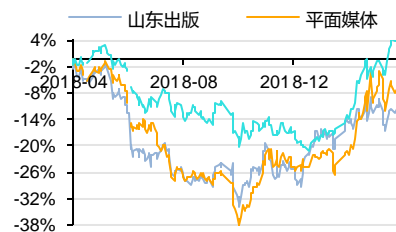
6个月目标价: 11.7元

股价 (2019-04-15) 8.84元

### 交易数据

总市值 (亿元)	18,448.20
流通市值 (亿元)	3,773.80
总股本 (百万股)	2,086.90
流通股本 (百万股)	426.90
12个月价格区间	6.69/10.33元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.16	-17.13	-13.5
绝对收益	0.0	6.51	-12.91

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

李雪雯

报告联系人

lixw3@essence.com.cn

### 相关报告

参照业内可比公司，我们给予公司 2019 年 15x 估值，对应 2019 年目标价 11.7 元，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**税收优惠政策到期风险、教辅教材发行招标风险、一般图书拓展不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,900.9	9,350.8	10,098.9	10,704.8	11,347.1
净利润	1,364.8	1,484.9	1,615.4	1,776.0	1,890.4
每股收益(元)	0.65	0.71	0.77	0.85	0.91
每股净资产(元)	4.17	4.63	5.45	6.29	7.18

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	13.5	12.4	11.4	10.4	9.8
市净率(倍)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
净利润率	15.3%	15.9%	16.0%	16.6%	16.7%
净资产收益率	15.7%	15.4%	14.2%	13.5%	12.6%
股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
ROIC	82.5%	78.2%	32.4%	87.8%	51.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

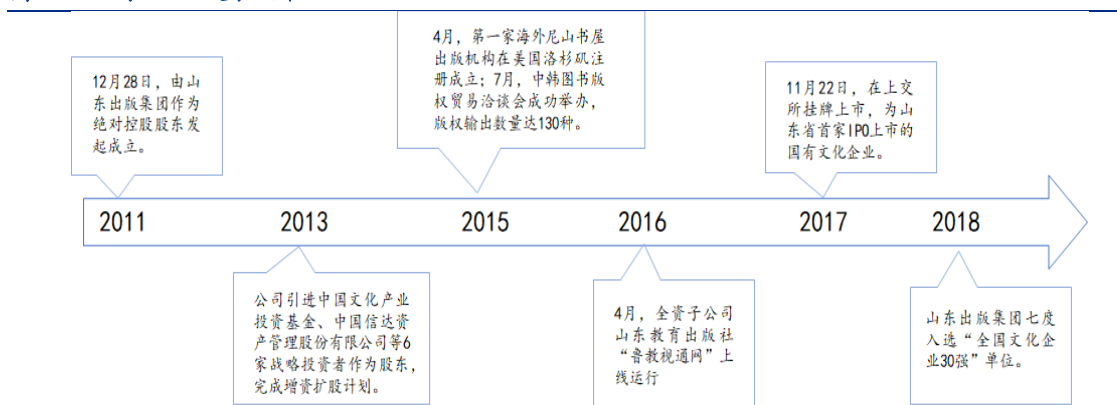
<b>1 山东出版：排名靠前、稳健经营的省级出版集团</b>	<b>4</b>
1.1 公司发展历程与股权结构	4
1.2 公司经营情况与业务构成	5
<b>2 行业政策友好、增长稳定、经营性现金流充沛</b>	<b>6</b>
2.1 文化出版集团享有较多政策支持与税收优惠	6
2.2 图书市场稳定增长，少儿细分占比逐年提升	7
<b>3 基于学生基数优势贯穿全产业链、探索精细化经营</b>	<b>8</b>
3.1 人口基数支撑教辅教材业务，少儿图书资源储备足	8
3.2 成本费用控制得当，现金分红进一步提升	9
3.3 同业关键指标比较与盈利预测核心假设分析	10
<b>4 投资建议</b>	<b>12</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>12</b>
图 1：山东出版发展历程	4
图 2：山东出版股权结构	4
图 3：主营收入与增速	5
图 4：归母净利润与增速	5
图 5：公司所处产业链	5
图 6：公司历年收入构成	6
图 7：公司历年费用率情况	6
图 8：中国图书零售市场总规模	7
图 9：少儿图书增长速度超过行业增长	7
图 10：少儿图书在零售市场中占比逐步增大	8
图 11：山东省内学生人口基数情况	8
图 12：山东省教育经费占财政支出比例常年在 20%以上	8
图 13：公司所属出版社少儿图书代表作品	错误!未定义书签。
图 14：2017 年公司核心出版业务成本结构	9
图 15：2018 年公司核心出版业务成本结构	9
表 1：传媒行业税收优惠情况梳理	6
表 2：同业关键指标比较	10
表 3：盈利预测核心假设	11

## 1 山东出版：排名靠前、稳健经营的省级出版集团

### 1.1 公司发展历程与股权结构

公司作为山东省内中小学教材总发行商，同时拥有山东省中小学教材若干类别的独家版权；长期以来以出版资源、发行网络、物流保障、专业服务等优势为基础，一直保持山东省内最大教材出版发行商的地位。2011年由山东出版集团作为控股股东发起成立以后，先后引进中国文化产业基金、中国信达资产管理股份有限公司等战略投资者作为股东完成改制，并于2017年成功上市，成为山东省首家IPO上市的文化类国企。根据《2017年新闻出版产业分析报告》，公司控股股东山东出版集团有限公司位列全国图书出版集团第7位，2018年底，公司入选“2018中国文化企业品牌价值TOP50”榜单，以11.69亿元的品牌价值位列第32位。

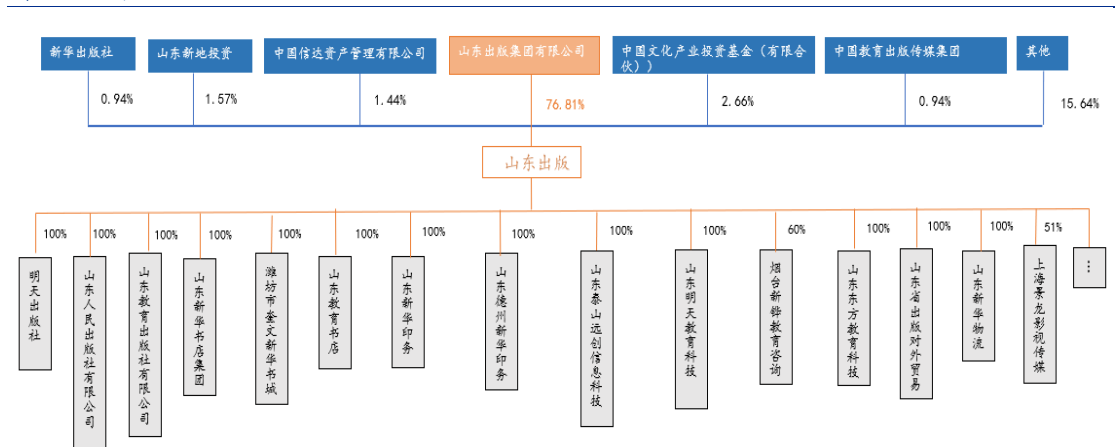
图 1：山东出版发展历程



资料来源：招股说明书，wind，安信证券研究中心

公司实际控制人为山东出版集团有限公司，以76.81%比例绝对控股。主营业务贯穿出版、发行、物资贸易、印刷业务等全产业链，旗下拥有众多优质控股、参股子公司，其中公司所属出版社人民社、明天社进入全国百佳出版单位行列，2018年全资子公司新华书店集团位列全国发行集团第5位，较上年前进1位。

图 2：山东出版股权结构

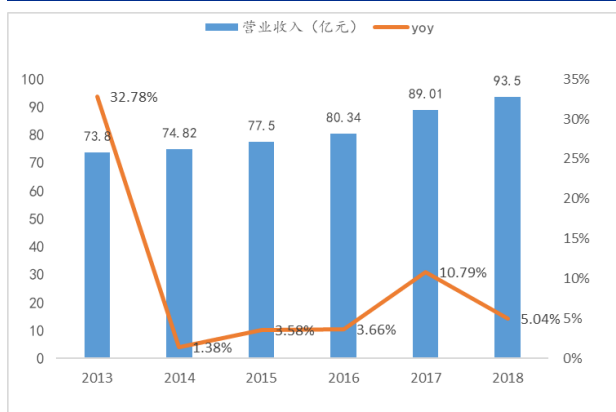


资料来源：招股说明书，wind，安信证券研究中心

## 1.2 公司经营情况与业务构成

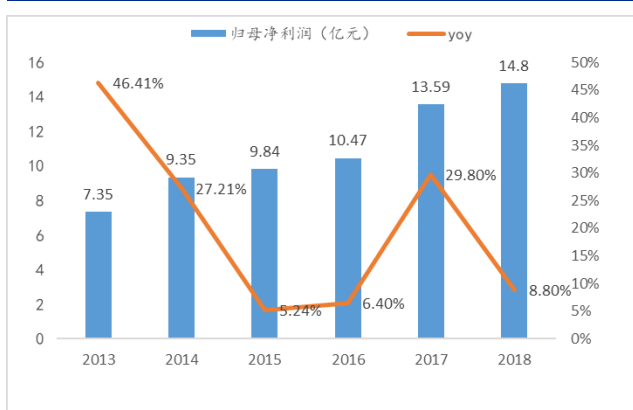
公司上市以来，营业收入与净利润实现稳定增长。18 年公司营收 93.5 亿元，YoY+5.05%，实现归母净利润 14.8 亿元，YoY+8.90%。出版业务实现营业收入 25.02 亿元，YoY+12%，发行业务营收 66.54 亿元，YoY+12.1%。出版及发行主业增长显著，主业结构优化；出版板块教辅教材产品持续开发推广，一般图书打造重点图书；发行板块调整优化、持续升级，业绩突出，18 年书店集团实现营收 68.12 亿元，YoY+12.3%，净利润 9.84 亿元，YoY+13.73%；物资贸易业务进一步收缩，公司整体毛利率提高，推动净利润增速超过营收增速。

图 3：主营收入与增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

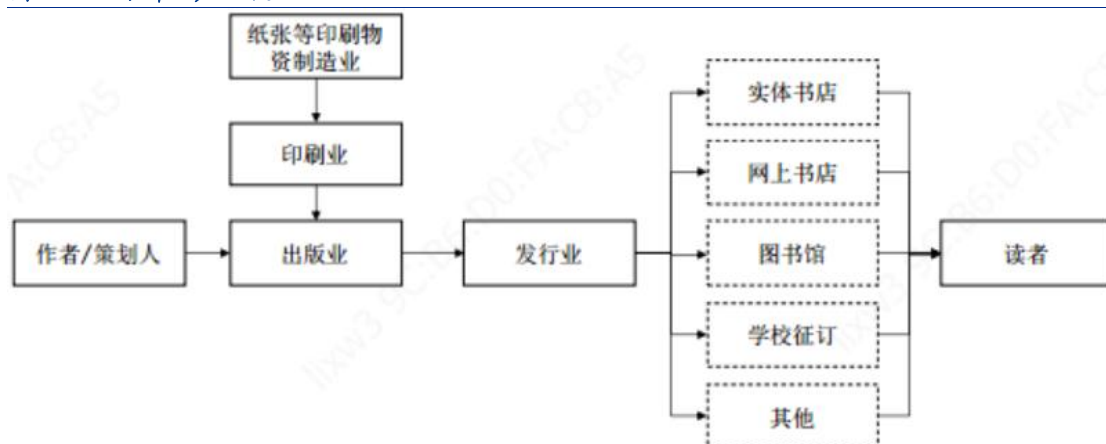
图 4：归母净利润与增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

出版发行行业产业链包含“编、印、发、供”，即出版、印刷、发行、物资贸易四个环节，其中出版环节为核心，公司集编辑、印刷、发行、物资供应、对外贸易完整产业链于一体，全流程、整环节，拥有全产业链优势。公司收入结构逐年优化，毛利率较高的出版、发行主营业务收入占比逐渐提升，毛利率较低的物资业务逐渐减少。公司 18 年出版业务实现营收 25.02 亿元，YoY+12.01%，毛利率 30.07%；发行业务营收 66.54 亿元，YoY+12.1%，毛利率 34.44%；印刷业务营收 2.37 亿元，YoY+6.78%，毛利率 17.06%；物资及外贸业务合计营收 22.92 亿元，YoY-11.22%，毛利率 4.86%；其他主营业务实现营收 1.33 亿元，YoY+39.77%，毛利率 30.21%。

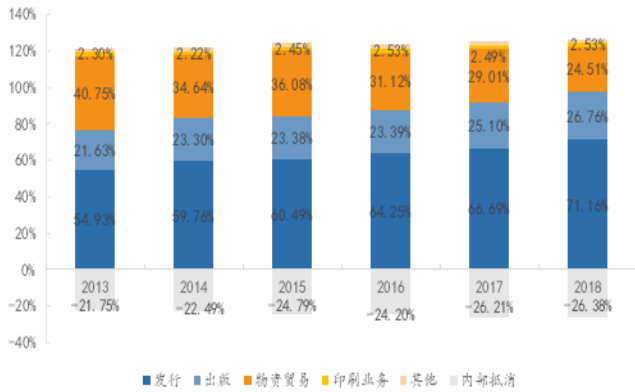
图 5：公司所处产业链



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

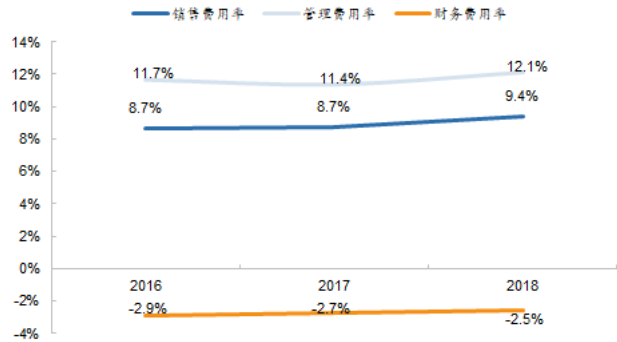
三费方面，公司在业务多元、子公司众多情况下仍保持较强的控费能力。2016-2018 年销售费用率控制在 12%左右、管理费用率控制在 9%左右，又由于经营性现金流充裕，理财类收入导致财务费用率始终为负。

图 6：公司历年收入构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：公司历年费用率情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2 行业政策友好、增长稳定、经营性现金流充沛

### 2.1 文化出版集团享有较多政策支持与税收优惠

文化出版行业肩负宣传、教育等重要社会职责，出版发行行业是国家政策扶持的重点行业，在财政、税收等方面享受国家统一制定的优惠政策。2018 年 6 月，财政部、税务总局发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》，明确在 2020 年底之前延续之前在出版、发行环节的增值税优惠政策；2018 年 12 月，国务院办公厅印发了《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》，明确已完成转制的文化企业，自 2019 年起继续免征五年企业所得税。

表 1：传媒行业税收优惠情况梳理

传媒各子行业的增值税税率	
1. 按税法规定计算的销售货物和应税劳务收入为技术计算销项税额，在扣除当期允许抵扣的进项税后，适用税率17%、11%（后调整为16%、10%）、6%、3%不等；	
2. 所得税通用25%、优惠税率15%，部分企业免征所得税。	
出版	适用增值税17%、11%（后调整为16%、10%），实际免征增值税 经营性文化事业单位转制为企业后免征企业所得税，最新文件截至2023年；
广电	适用增值税17%、11%、6%不等，实际免征增值税 经营性文化事业单位转制为企业后免征企业所得税，最新文件截至2023年。
院线	适用增值税17%、11%（后调整为16%、10%），实际免征增值税，最新文件截至2021年 子公司25%所得税、部分子公司15%；
互联网	适用税率16%、11%、3%不等，无增值税优惠； 芒果超媒作为改制企业免征所得税；
游戏	适用税率17%、16%、11%、10%、6%不等，部分产品按17%税率征收后，增值税实际税负超过3% 子公司所得税25%、20%、12.5%不等；
影视	适用增值税6%、3%，无增值税优惠 子公司25%所得税、部分地区子公司免征所得税五年；
营销	适用税率16%、11%、3%不等，无增值税优惠 子公司25%所得税、部分子公司15%；
教育	适用税率17%、16%、11%、10%、6%不等，无增值税优惠 子公司25%所得税、部分子公司15%。

资料来源：安信证券研究中心

## 2.2 图书市场稳定增长，少儿细分占比逐年提升

根据开卷数据，一般图书零售市场总规模连年稳定增长。2018 年中国图书零售市场总规模 894 亿元，较 2017 年的 803.2 亿元同比增长 11.3%，其中网店码洋规模 459 亿元，实体店码洋 344.2 亿元，实体书店增长 2.33%，网店增速 25.82%。

图 8：中国图书零售市场总规模



资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

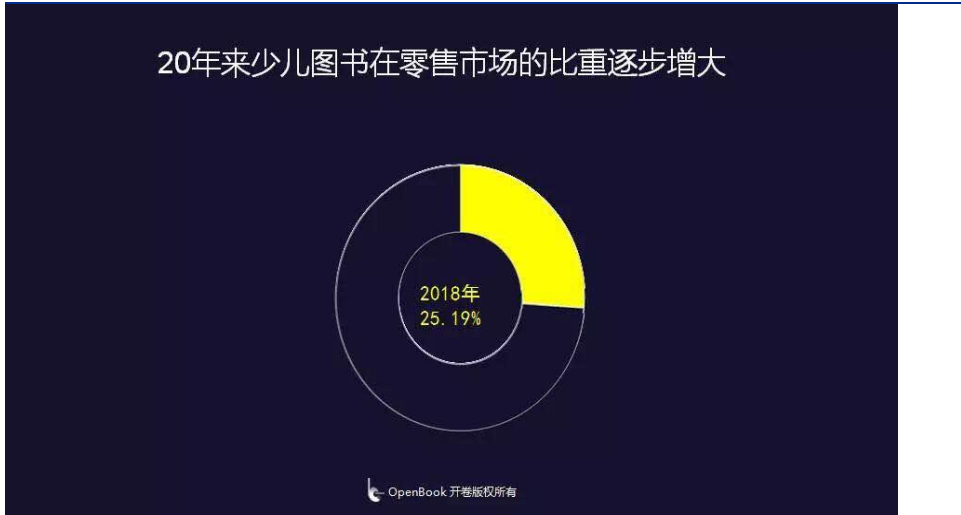
分结构看，少儿图书市场成长性更强。2016-2018 年之间少儿图书销售码洋占比从 23.25% 提升至 25.19%，动销品种数从 23.62 万增加至 27.72 万，竞争仍然激烈。

图 9：少儿图书增长速度超过行业增长



资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

图 10：少儿图书在零售市场中占比逐步增大



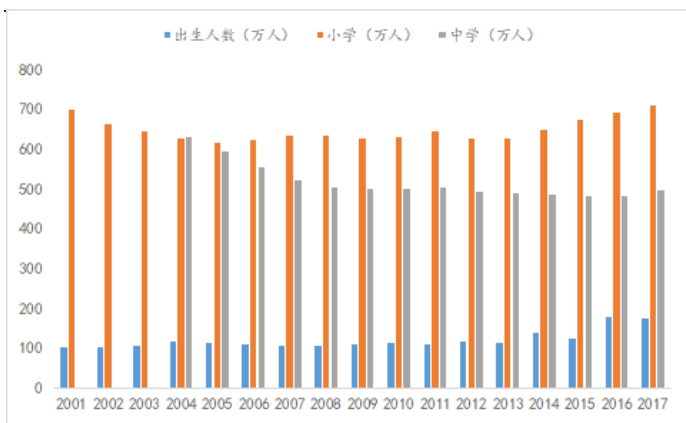
资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

### 3 基于学生基数优势贯穿全产业链、探索精细化经营

#### 3.1 人口基数支撑教辅教材业务，少儿图书资源储备足

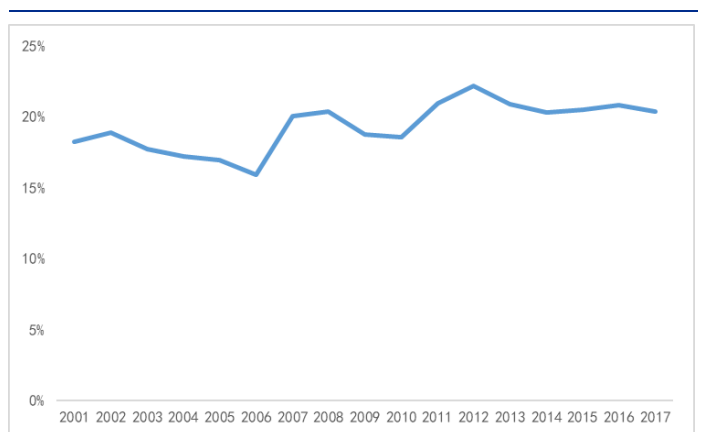
山东省是人口大省，教育大省，截至 2017 年在校人数超过 1200 万人，受到放开二胎政策影响，新生儿人口数在 2015 年前后又有一波增长高峰，将在 2020-2021 年前后成为学龄人口增量。省内文化历来尊师重道，重视教育，2017 年山东省教育经费占财政支出比例 20.4%，达到约 1900 亿元。按照《2017 年新闻出版产业分析报告》，安徽、四川、湖南、江西、山东、浙江、河南、河北、上海、重庆十省市的新华书店集团位居整体经济规模前十，但从各省市教育经费角度，山东省教育经费支出在前十发行集团所属省市中最高。

图 11：山东省内学生人口基数情况



资料来源：统计局，安信证券研究中心

图 12：山东省教育经费占财政支出比例常年在 20%以上



资料来源：统计局，安信证券研究中心

近年来书号收紧，图书消费习惯更迭迅速，驱动行业集中度逐渐提升，资源及优势向头部集中，优质的头部出版、发行、零售企业依然具有较强的增长能力，我们看好公司旗下出版社在市场竞争中的竞争实力与未来抢占市场的能力。公司所属明天出版社出版的儿童文学读物《笑猫日记》系列等是少儿图书领域超级畅销书，童书品牌已经成为公司最具有成长力和影响力的图书品牌，目前有储备作者杨红樱、伍美珍、商晓娜、郁雨君、庞婕蕾、曹文轩等，在全国少儿读者中具有较高的知名度和美誉度。

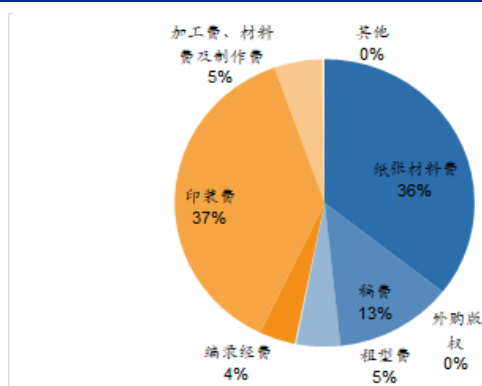


### 3.2 成本费用控制得当，现金分红进一步提升

拆分公司核心出版业务成本结构，纸张材料费始终占比较高，但 2018 年下半年起纸张原材料涨势出现拐点，在一定程度上缓解公司成本端压力。根据万得行业数据，2018 年主要文化用纸铜版纸、双胶纸市场需求不及预期，价格震荡下行。监测数据显示，2018 年铜版纸均价为 6813 元/吨，较 2017 年上涨 1.77%，其中高点出现在 3-4 月份，均价为 7275 元/吨，低点出现在 12 月，均价为 5650 元/吨；双胶纸市场呈现窄幅小涨再震荡下行趋势，高点出现在 3-4 月份，均价为 7550 元/吨，低点出现在 12 月份，均价为 5900 元/吨。

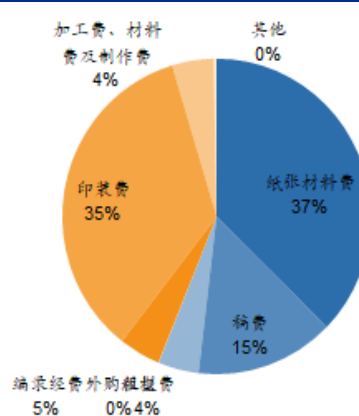
公司经营历史悠久，在本省市场占据了有利的市场份额，形成了强势的市占率（教材省内市占率 70%），本版教材教辅毛利相对租型教材较高，同时依托全省发行渠道，有绝对的市场影响力。

图 13：2017 年公司核心出版业务成本结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：2018 年公司核心出版业务成本结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

按照“主业挺拔，多元稳健”的产业发展规划，公司在做好主业的同时，在多元板块持续发力，多元化产业板块初现，形成集群。IP 拓展、融媒体经营初见效。如“丽丽姐工作室”“小荷听书”有声读物出版阅读平台等一批适应市场需求的知识服务产品上线运营，山东科学技术出版社宝可思 ICC 项目、明天出版社明天儿童美术馆美术培训等项目继续推进；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，已逐渐成为书店集团新的增长点。物资公司积极发展展览综合体、平行车进口业务和展会经济，其中展会经济的规模和社会效益逐年提升，品牌影响力持续增大。

人才激励方面，经营管理、生产研发层面的策划人员是出版社的核心资产，从出版内容策划选题，编辑，到发行营销，对人才要求很高，公司人才储备较为充足，同时会在行业政策允许范围内做一些内部机制的调整以实现对人员更有效的激励机制。公司历来重视分红，招股书中有三年不低于 30% 现金分红的股东回报规划，公司 2018 年现金分红比率达到 40.76%。

### 3.3 同业关键指标比较与盈利预测核心假设分析

我们比较了 A 股头部省级出版集团成长性、分红率、盈利能力与估值几项关键指标：1) 体现各省级出版集团成长性的净利润增长率指标中山东出版 2017、2018 年分别同增 29.7%、8.6% 表现突出，南方传媒 2017 年实现 29.3% 的高增长主要由于合并原不属于上市公司的省内发行渠道所致，中南传媒出现净利润同减主要由于省内“一教三辅”现象被叫停，统一称为“一教一辅”政策，影响公司的教材教辅出版与发展收入；2) 体现公司盈利能力的 ROE 指标中全产业链经营或一般图书业务占比较高的山东出版、南方传媒与中南传媒较为出色，山东出版上市后所有者权益增加摊薄 ROE；3) 体现公司分红政策的分红比率中南传媒以 2017 年 71.2% 的现金分红比率最高，主要由于公司上市较早，需要投入使用现金的新项目较少，而出版行业又有现金流充沛的共性有点，山东出版招股说明书承诺上市前三年每年分红比率不低于 30%，2018 年年报分红超过 40%；4) 体现公司估值水平的 PE 指标以中南传媒 16.9x 最高，主要由于公司上市较早、规模最大，同时是沪港通标的，外资持股比例较高，目前以山东出版为代表的优质省级出版集团仍有进一步估值提升空间。

表 2：同业关键指标比较

	净利润增长率			分红比率		ROE			估值	
	2017	2018H1	2018	2017	2018	2017	2018H1	2018	PE (2019E)	PB
中南传媒	-15.1%	-25.0%	-	71.2%	-	11.6%	4.9%	-	16.89	1.70
凤凰传媒	0.1%	-0.6%	-	32.7%	-	9.7%	6.2%	-	13.57	1.62
山东出版	29.7%	10.7%	8.6%	33.6%	40.8%	19.8%	8.5%	16.2%	11.34	1.91
南方传媒	29.3%	1.7%	-	30.0%	-	14.5%	5.2%	-	11.03	1.63
中原传媒	4.2%	5.6%	5.8%	26.6%	34.8%	10.0%	4.7%	9.9%	11.37	1.18

资料来源：wind，安信证券研究中心

收入预测方面，教材市场出版与发行规模较为稳定，主要由核心教材定价与出版/发行数量组成：1) 其中教材定价为成本加成模式，价格调整要根据成本变动情况报批当地物价局；2) 发行数量由当地在校学生数量决定，山东省出生人口率在全国较高，2015 年前后二胎政策放开后出现生育小高潮，有望为教材市场出版发行的稳定增长提供支持。省内租型教材比例较低，对财务表现影响较小。一般图书市场出版和发行业务基于公司下属优质出版社资源，如前文所述，明天社、教育社、人民社、科技社等出版子公司分别在出版学前教育、中小学教育、高等教育和继续教育、职业教育等全年龄教育内容阶段具备优势，竞争力较强，其中明天社、人民社出于一般图书板块中增长较快的细分领域，公司有望享受至少同步于行业的增长速度（10%+）。物资业务因毛利率相对较低、与主营业务相关性相对较弱，公司近两年已经展现出调整业务结构的趋势，预计该项业务继续处在调整区间；印刷业务与公司自有出版物增速相关。

毛利率方面，教辅教材出版物价格较为稳定，发行业务省内招标模式下毛利率同样稳定，行业情况来看，一般图书定价有逐渐提升趋势。公司出版与发行业务毛利率有望受益于结构上来自一般图书业务的贡献，一般图书业务开发因此也是公司目前业务重点发展与进行人才激励的方向。

费用率方面，公司销售费用率近年逐年微幅增长与收入结构变迁有关，销售费用率较低的物资贸易业务比重逐步下降，销售费用率较高的图书出版业务占比逐步提升；在一般图书的市场化竞争中同样加剧了公司在销售费用方面的支出。但是随着公司在图书市场上品牌效应逐步显现与销售效率提升，相关费用有望稳中微降。公司外聘咨询团队进行管理咨询，短期内加大对管理团队激励政策，预计近两年管理费用率略有提升，但中长期看管理效率提升有望降低相关费用率。

表 3：盈利预测核心假设

(亿元, %)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>出版</b>	18.79	22.34	25.02	28.77	32.23	36.09
yoy	3.73%	18.88%	12.00%	15%	12%	12%
<b>发行</b>	51.62	59.26	66.53	75.18	86.46	95.10
yoy	10.12%	14.99%	12.27%	13%	15%	10%
<b>物资贸易</b>	25	25.82	22.92	20.63	19.60	18.62
yoy	-10.60%	3.29%	-11.23%	-10%	-5%	-5%
<b>印刷业务</b>	2.03	2.22	2.37	2.61	2.92	3.36
yoy	6.66%	9.61%	6.76%	10%	12%	15%
<b>毛利率</b>						
出版	33.25%	32.43%	30.07%	31.00%	32%	34%
发行	34.44%	34.98%	34.44%	34.80%	35%	35%
物资	4.41%	5.68%	7.39%	6%	6%	6%
印刷	19.21%	19.74%	17.06%	18%	18%	18%
<b>费用率</b>						
销售费用率	8.7%	8.7%	9.4%	9.5%	9.4%	9.2%
管理费用率	11.7%	11.4%	12.1%	12.5%	12.2%	12.1%
财务费用率	-2.9%	-2.7%	-2.5%	-2.5%	-2.5%	-2.5%

资料来源：wind，安信证券研究中心

## 4 投资建议

公司所处行业稳定增长，现金流好，作为全产业链稳健经营的大型省级出版集团，核心的教辅教材业务基于人口基数与教育支出大省，同时在一般图书业务拓展上有所建树。上市以来，公司保持较高分红水平，2018 年现金分红比率达到 40.76%，根据年报发布日股价计算股息率为 3.25%。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 16.2 亿元、17.8 亿元、18.9 亿元，分别对应 EPS0.77 元、0.85 元、0.91 元，参照业内可比公司，我们给予公司 2019 年 15x 估值，对应 2019 年目标价 11.7 元，给予“买入-A”评级。

## 5 风险提示

税收优惠政策到期风险、教辅教材发行招标风险、一般图书拓展不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	8,900.9	9,350.8	10,098.9	10,704.8	11,347.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,772.4	5,996.7	6,513.8	6,904.6	7,318.9	营业收入增长率	10.8%	5.1%	8.0%	6.0%	6.0%
营业税费	58.5	60.4	65.5	69.6	73.6	营业利润增长率	48.4%	8.7%	-16.8%	10.0%	6.6%
销售费用	778.4	879.1	959.4	1,006.3	1,066.6	净利润增长率	30.3%	8.8%	8.8%	9.9%	6.4%
管理费用	1,014.3	1,135.8	1,306.8	1,355.2	1,435.4	EBITDA 增长率	32.5%	5.2%	-5.8%	8.7%	5.8%
财务费用	-23.9	-23.8	-20.0	-22.3	-24.2	EBIT 增长率	37.6%	4.6%	-5.9%	10.0%	6.6%
资产减值损失	69.0	40.2	62.2	57.2	53.2	NOPLAT 增长率	50.2%	8.3%	-16.8%	10.0%	6.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	152.8%	100.5%	-59.4%	80.9%	-35.4%
投资和汇兑收益	22.4	48.3	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	70.9%	10.9%	14.0%	12.2%	11.4%
<b>营业利润</b>	1,362.4	1,480.5	1,231.2	1,354.2	1,443.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-6.6	-1.6	2.4	2.0	-0.0	毛利率	35.1%	35.9%	35.5%	35.5%	35.5%
<b>利润总额</b>	1,355.8	1,478.9	1,233.6	1,356.2	1,443.6	营业利润率	15.3%	15.8%	12.2%	12.7%	12.7%
减:所得税	-3.2	3.2	2.5	2.7	2.9	净利润率	15.3%	15.9%	16.0%	16.6%	16.7%
<b>净利润</b>	1,364.8	1,484.9	1,615.4	1,776.0	1,890.4	EBITDA/营业收入	15.7%	15.7%	13.7%	14.1%	14.1%
						EBIT/营业收入	13.8%	13.8%	12.0%	12.4%	12.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	63	69	66	57	49
货币资金	6,110.7	5,032.6	8,635.9	8,805.6	11,187.4	流动营业资本周转天数	4	50	40	26	33
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	333	395	423	455	485
应收账款	1,267.2	1,345.8	1,124.4	1,607.2	1,340.1	应收账款周转天数	43	50	44	46	47
应收票据	103.4	153.8	126.2	147.1	158.4	存货周转天数	57	62	61	60	61
预付账款	226.4	152.4	267.9	183.9	287.3	总资产周转天数	471	538	556	571	588
存货	1,507.5	1,703.6	1,695.1	1,871.2	1,968.2	投资资本周转天数	52	108	93	72	72
其他流动资产	651.7	2,284.9	1,192.0	1,376.2	1,617.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	196.1	197.1	196.4	196.5	196.7	ROE	15.7%	15.4%	14.2%	13.5%	12.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	10.1%	7.4%	7.8%	7.3%
长期股权投资	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	ROIC	182.5%	78.2%	32.4%	87.8%	51.7%
投资性房地产	316.1	321.9	321.9	321.9	321.9	<b>费用率</b>					
固定资产	1,671.1	1,912.1	1,767.8	1,623.5	1,479.2	销售费用率	8.7%	9.4%	9.5%	9.4%	9.2%
在建工程	337.6	199.7	199.7	199.7	199.7	管理费用率	11.4%	12.1%	12.5%	12.2%	12.1%
无形资产	754.1	792.5	761.8	731.1	700.4	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
其他非流动资产	237.0	494.4	332.0	284.1	285.1	三费/营业收入	19.9%	21.3%	22.2%	21.9%	21.8%
<b>资产总额</b>	13,380.5	14,592.2	16,622.6	17,349.4	19,743.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	113.3	-	-	-	资产负债率	34.9%	33.9%	34.2%	29.3%	30.7%
应付账款	2,372.1	2,430.6	3,110.2	2,626.3	3,429.6	负债权益比	53.7%	51.2%	52.0%	41.4%	44.3%
应付票据	56.8	3.2	133.8	49.9	61.1	流动比率	2.97	2.98	3.02	3.75	3.52
其他流动负债	891.7	1,032.2	1,074.1	1,057.2	1,217.4	速动比率	2.52	2.51	2.63	3.25	3.10
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-51.41	-54.10	-60.56	-59.73	-58.65
其他非流动负债	1,354.8	1,361.1	1,405.2	1,373.7	1,380.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	4,675.3	4,940.5	5,723.2	5,107.2	6,088.1	DPS(元)	0.22	-	-	0.01	0.02
少数股东权益	2.1	-7.1	-372.1	-787.6	-1,227.3	分红比率	33.6%	0.0%	0.0%	1.0%	2.0%
股本	2,086.9	2,086.9	2,086.9	2,086.9	2,086.9	股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
留存收益	6,644.1	7,669.9	9,284.6	11,042.9	12,895.7						
<b>股东权益</b>	8,705.1	9,651.7	10,999.4	12,342.2	13,755.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.65	0.71	0.77	0.85	0.91
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	4.17	4.63	5.45	6.29	7.18
净利润	1,359.0	1,475.7	1,615.4	1,776.0	1,890.4	PE(X)	13.5	12.4	11.4	10.4	9.8
加:折旧和摊销	200.1	226.4	175.0	175.0	175.0	PB(X)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
资产减值准备	69.0	40.2	-	-	-	P/FCF	76.5	-68.4	4.8	33.5	6.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
财务费用	2.0	5.3	-20.0	-22.3	-24.2	EV/EBITDA	14.3	7.1	6.2	5.3	3.3
投资损失	-22.4	-48.3	-20.0	-20.0	-20.0	CAGR(%)	-0.1%	-0.8%	5.5%	-0.1%	-0.8%
少数股东损益	-5.8	-9.2	-384.3	-422.5	-449.7	PEG	-99.6	-15.6	2.1	-76.5	-12.2
营运资金的变动	-993.7	-1,947.5	2,300.1	-1,352.6	794.6	ROIC/WACC	17.4	7.4	3.1	8.4	4.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	659.7	1,517.2	3,666.2	133.6	2,366.2	REP	0.6	0.4	1.8	0.4	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-264.1	-2,117.2	14.0	24.3	19.1						
<b>融资活动产生现金流量</b>	2,198.4	-442.7	-76.8	11.7	-3.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034