

## 稳健+成长, 攻守兼备

### 投资要点

- 业绩总结:** 新华文轩发布2019年中报, 上半年, 公司实现营业收入38.7亿元, 同比增长8.29%; 实现归母净利润5.8亿元, 同比增长29%; 扣非以后, 公司实现净利润5.51亿元, 同比增长35%。上半年, 公司在教材没有提价的大背景下, 实现了30%以上的扣非利润增速, 显示出公司卓越的管理和经营能力, 也符合我们对公司的整体判断, 另外, 增值税退税对公司的利润也产生正面推动效应。
- 出版异军突起。** 上半年, 新华文轩出版业务实现营业收入10.7亿元, 同比增长10%, 毛利率34.6%, 较去年同期提高了约5个百分点。具体来看, 教材教辅业务基本保持稳健, 和行业10%的平均增速持平, 实现收入5.15亿; 一般图书快速增长, 增速超过18%, 实现收入4.46亿。公司旗下幼儿图书、小说类图书爆款频出, 显著推动公司毛利率增长。《米小圈上学记》《富爸爸穷爸爸》《成为》等图书进入天猫、当当、京东等电商平台半年销售排行榜, 《流浪地球》《世界金融大变局下的中国选择》等进入《中国新闻出版广电报》等多家媒体畅销书榜单。
- 发行稳健增长。** 上半年, 新华文轩发行业务实现营业收入33.4亿元, 同比增长7%, 毛利率31.63%, 较去年同期提高了约2个百分点。具体来看, 教材教辅业务保持平稳, 实现收入21.9亿元, 同比增长4.1%。互联网销售实现收入6.9亿元, 同比增长26%, 公司旗下文轩网作为国内图书类销售平台, 头部效应愈加明显, 平台直接采购带来的极强溢价能力推动公司整体毛利率明显上升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.94元、1.09元、1.27元, 对应的PE为13倍、11倍、9倍。考虑到公司正处于高速发展阶段, 一般图书业务具备很强的后发优势、省内教材价格多年没有提价, 有明显提价预期、以及公司优秀的现金流水平和资产负债架构, 我们较之前, 上调了公司出版和发行业务的毛利率, 上调新华文轩的投资评级为“买入”, 给予公司16倍PE目标估值, 对应的目标价格为15元。
- 风险提示:** 图书出版效果不及预期的风险、国家政策调整不及预期的风险、教材提交不及预期的风险、纸张价格波动导致的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8186.58	8961.92	9844.79	10721.85
增长率	11.44%	9.47%	9.85%	8.91%
归属母公司净利润(百万元)	932.18	1156.40	1340.50	1567.68
增长率	0.90%	24.05%	15.92%	16.95%
每股收益EPS(元)	0.76	0.94	1.09	1.27
净资产收益率ROE	11.02%	13.84%	14.16%	14.57%
PE	16	13	11	9
PB	1.75	1.76	1.56	1.37

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.34
流通A股(亿股)	7.92
52周内股价区间(元)	8.19-15.94
总市值(亿元)	148.55
总资产(亿元)	141.20
每股净资产(元)	7.05

### 相关研究

- 新华文轩(601811): 顺势而动, 互联网+探索出版新局面 (2019-08-14)
- 新华文轩(601811): 加快省外扩张和教育信息化业务扩张 (2019-04-02)
- 新华文轩(601811): 穿越调整、稳健增长 (2018-10-30)

**关键假设：**

假设 1：四川省三年之内会对教材整体的价格有综合 10%的上浮；

假设 2：纸张价格维持在目前水平，不出现超过 30%的浮动。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
出版	收入	2,497.10	2871.7	3302.4	3797.8
	增速	20.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	31.0%	32.0%	32.0%	32.0%
发行	收入	7,026.90	7659.3	8425.3	9183.5
	增速	8.9%	9.0%	10.0%	9.0%
	毛利率	30.7%	31.0%	31.0%	31.0%
其他	收入	453.30	544.0	652.8	783.3
	增速	31.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	36.8%	35.0%	35.0%	35.0%
抵消	收入	-1,790.70	(2113.0)	(2535.6)	(3042.8)
	增速	-17.8%	18.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%
合计	收入	8186.6	8961.9	9844.8	10721.8
	增速	11.4%	9.5%	9.9%	8.9%
	毛利率	37.5%	38.6%	39.3%	40.2%

数据来源：Wind, 西南证券

参考可比公司的整体估值，优质的出版类公司整体估值在 15 倍以上。考虑到公司较高的增长速度和稳健的资产负债结构，我们给予新华文轩 2019 年 16 倍的估值目标，对应目标价 15 元。

**表 2：可比公司估值**

公司	2019PE	公司	2019PE
新经典	29.58	中南传媒	16.31
中国出版	20.13	凤凰传媒	13.92
中国科传	18.99	皖新传媒	13.03
浙数文化	18.06	中文传媒	9.67

数据来源：wind、西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8186.58	8961.92	9844.79	10721.85	净利润	926.72	1156.40	1340.50	1567.68
营业成本	5115.03	5499.34	5973.08	6415.94	折旧与摊销	124.17	150.09	150.09	150.09
营业税金及附加	36.98	43.11	46.89	50.80	财务费用	-24.41	-44.23	-49.39	-74.03
销售费用	1010.67	1097.63	1210.57	1315.80	资产减值损失	57.35	45.76	51.77	55.56
管理费用	1115.34	1249.52	1362.16	1487.31	经营营运资本变动	1202.85	-255.05	-17.34	18.67
财务费用	-24.41	-44.23	-49.39	-74.03	其他	-1293.23	-148.39	-321.04	-74.75
资产减值损失	57.35	45.76	51.77	55.56	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>993.45</b>	<b>904.58</b>	<b>1154.58</b>	<b>1643.22</b>
投资收益	126.88	116.55	122.38	128.50	资本支出	-5.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-38.18	-19.09	-22.27	-23.86	其他	130.84	97.46	100.11	104.64
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>125.50</b>	<b>97.46</b>	<b>100.11</b>	<b>104.64</b>
<b>营业利润</b>	<b>930.85</b>	<b>1168.26</b>	<b>1349.81</b>	<b>1575.10</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.93	-16.69	-17.21	-17.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>915.92</b>	<b>1151.57</b>	<b>1332.60</b>	<b>1557.82</b>	股权融资	-0.06	0.00	0.00	0.00
所得税	-10.80	-4.84	-7.90	-9.86	支付股利	-370.15	-186.44	-231.28	-268.10
净利润	926.72	1156.40	1340.50	1567.68	其他	2.39	-977.28	49.39	74.03
少数股东损益	-5.47	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-367.82</b>	<b>-1163.71</b>	<b>-181.89</b>	<b>-194.07</b>
归属母公司股东净利润	932.18	1156.40	1340.50	1567.68	<b>现金流量净额</b>	<b>751.13</b>	<b>-161.67</b>	<b>1072.80</b>	<b>1553.78</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2608.61	2446.94	3519.74	5073.53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1787.19	1788.59	2020.78	2202.39	销售收入增长率	11.44%	9.47%	9.85%	8.91%
存货	1921.54	2084.34	2447.81	2544.00	营业利润增长率	-1.15%	25.50%	15.54%	16.69%
其他流动资产	1333.63	1340.37	1348.05	1355.68	净利润增长率	1.12%	24.79%	15.92%	16.95%
长期股权投资	374.13	374.13	374.13	374.13	EBITDA 增长率	-1.49%	23.63%	13.84%	13.83%
投资性房地产	53.92	53.92	53.92	53.92	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1955.82	1857.63	1759.44	1661.25	毛利率	37.52%	38.64%	39.33%	40.16%
无形资产和开发支出	882.85	833.06	783.27	733.48	三费率	25.67%	25.70%	25.63%	25.45%
其他非流动资产	2370.00	2367.90	2365.79	2363.69	净利率	11.32%	12.90%	13.62%	14.62%
<b>资产总计</b>	<b>13287.71</b>	<b>13146.89</b>	<b>14672.93</b>	<b>16362.05</b>	ROE	11.02%	13.84%	14.16%	14.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.97%	8.80%	9.14%	9.58%
应付和预收款项	4006.74	4223.53	4600.18	4952.15	ROIC	29.49%	42.25%	46.23%	53.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.59%	14.22%	14.73%	15.40%
其他负债	874.95	568.86	609.05	646.62	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4881.68</b>	<b>4792.40</b>	<b>5209.23</b>	<b>5598.76</b>	总资产周转率	0.64	0.68	0.71	0.69
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	6.35	7.26	8.66	10.32
资本公积	2572.52	2572.52	2572.52	2572.52	应收账款周转率	5.66	5.60	5.80	5.68
留存收益	3652.69	4622.66	5731.87	7031.46	存货周转率	2.54	2.53	2.54	2.53
归属母公司股东权益	8480.56	8429.02	9538.24	10837.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.96%	—	—	—
少数股东权益	-74.53	-74.53	-74.53	-74.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8406.03</b>	<b>8354.49</b>	<b>9463.71</b>	<b>10763.29</b>	资产负债率	36.74%	36.45%	35.50%	34.22%
负债和股东权益合计	13287.71	13146.89	14672.93	16362.05	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.60	1.63	1.83	2.03
					速动比率	1.20	1.19	1.35	1.57
					股利支付率	39.71%	16.12%	17.25%	17.10%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1030.61	1274.12	1450.51	1651.16	每股收益	0.76	0.94	1.09	1.27
PE	15.94	12.85	11.08	9.48	每股净资产	6.87	6.83	7.73	8.78
PB	1.75	1.76	1.56	1.37	每股经营现金	0.81	0.73	0.94	1.33
PS	1.81	1.66	1.51	1.39	每股股利	0.30	0.15	0.19	0.22
EV/EBITDA	8.22	6.78	5.21	3.64					
股息率	2.49%	1.26%	1.56%	1.80%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn