

中国出版 (601949.SH): 业绩增速超预期, 企业价值显著低估

2019年08月29日

强烈推荐/上调

中国出版 公司报告

报告摘要:

事件: 公司发布中报, 2019年上半年, 公司实现营业收入 25.06 亿元, 同比增长 22.36%; 实现归母净利润 2.32 亿元, 同比增长 167.87%。

点评:

1、图书出版为主业, 积累庞大读者群体。 公司出版业务以大众出版和专业出版为主, 旗下囊括人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等等一批老字号、国字号出版社。公司图书出版具有“量”与“质”两大优势。2019年上半年, 公司出版图书 10393 种, 同比增加 509 种, 4 种入选“2018 中国好书”, 24 种入选国家出版基金项目, 其中《迈向新赛道: 华为系列故事》销售 35 万册, 《朗读者II》销售 30 万册。目前公司已经形成品牌优势, 在国内积累庞大读者群体, 拥有广泛影响力。

2、出版图书品类差异化, 竞争格局显优势。 公司与中信出版和新经典不构成直接竞争关系, 中信出版优势品类在于经管类图书, 新经典优势品类在于畅销文学及少儿图书, 而中国出版在文学、古籍、音乐、美术、社科、工具书等领域具有领先优势。这也导致三家公司面临的竞争对手不一样。中国出版的竞争者是地方出版国企, 公司具有品牌优势, 竞争格局显优。

3、受益于新教改政策, 市场份额将持续提升。 根据开卷数据显示, 从 2002 年至 2018 年, 公司在图书零售市场市占率连续 17 年稳居全国第一位。2019 年上半年, 公司在图书零售市场占有率为 7.17%, 同比增加 0.76 个百分点, 呈现持续提升趋势, 继续保持行业领先地位。我们认为, 目前新教改政策对中小学生课外阅读要求提高, 全国中小学生基数大, 阅读需求刚性, 公司旗下人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等出版社在语言及文学细分领域优势显著, 拥有一大批海内外以现当代文化名家为代表的品牌作者资源, 将持续受益这一教育政策, 市场份额将持续提升。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,696.56	5,331.41	6,183.25	7,065.27	7,997.24
增长率(%)	12.99%	13.52%	15.98%	14.26%	13.19%
净利润(百万元)	525.59	618.70	744.50	839.39	939.03
增长率(%)	-7.96%	17.72%	20.33%	12.75%	11.87%
净资产收益率(%)	9.26%	9.80%	10.97%	11.39%	11.64%
每股收益(元)	0.34	0.33	0.40	0.45	0.50
PE	19.49	19.85	16.36	14.48	12.99
PB	2.08	1.94	1.79	1.65	1.51

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

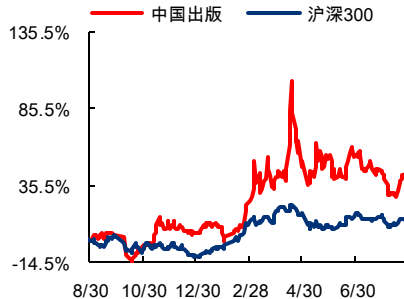
公司是出版“国家队”, 以出版物生产和销售为主业, 是集纸质出版、数字出版、印刷复制、信息服务、版权贸易于一体的专业化、大型出版集团。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间(元)	6.15-4.29
总市值(亿元)	112.08
流通市值(亿元)	24.66
总股本/流通 A 股(万股)	182250/40101
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.98

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师 石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518080001

4、费率管控良好，图书出版发行业务具有规模优势。上半年，公司销售费率 9.10%，与过去四年相比，较为稳定；调整的管理费率（包含研发费用）14.33%，呈现稳定下降趋势。我们认为，公司图书出版发行业务具有显著规模优势，有利于降低单位成本，提高盈利能力和竞争力。

5、存货构成显示公司处于积极扩张状态。存货具有两面性，一方面体现公司库存积压，另一方面体现公司对未来销售信心。2015-2018 年，公司营收由 41.00 亿元增长至 53.31 亿元，存货相应由 18.22 亿元增长至 27.89 亿元。通过细拆存货构成，可以看到公司存货主要由在产品及发出商品构成。我们认为，发出商品具有业绩前瞻性，2019 年上半年公司发出商品 12.34 亿元，相比 2018 年底进一步增加，预示下半年公司图书销售市场良好。

盈利预测及估值：我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 7.30 亿元、8.24 亿元、9.19 亿元，同比增长 21.28%、13.01%、11.48%，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.50 元，对应 PE 分别为 16X、14X、13X。基于公司未来归母净利润年均复合增速稳定在 10%-20%，叠加公司账上现金及理财合计超过 50 亿元，以及隐形的人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等出版社品牌价值，给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 8.00 元，当前公司股价显著低估，上调评级给予“强烈推荐”评级。

风险提示：数字出版技术带来的冲击风险；行业竞争加剧风险；政府补助减少风险。

1. 中报业绩增长驱动因素拆分

净利润增量来自主营及利息收入两部分。2019年上半年,公司实现营业收入25.06亿元,同比增长22.36%;实现归母净利润2.32亿元,同比增长167.87%。公司上半年归母净利润同比去年同期增加1.45亿元,主要由两部分贡献:1)存款利息收入带来0.82亿元增量;2)主营收入增加4.58亿元,贡献约0.63亿元净利润增量。

表 1: 2018 年上半年与 2019 年上半年利润表对比

单位: 亿元	2018H1	2019H1	变化值
营业收入	20.48	25.06	4.58
营业成本	13.82	16.92	3.10
税金及附加	0.13	0.17	0.04
销售费用	1.98	2.28	0.30
管理费用	3.55	3.44	-0.11
研发费用		0.15	0.15
财务费用	-0.03	-0.85	-0.82
资产减值损失	0.93	1.00	0.07
信用减值损失		0.10	0.10
加: 其他收益	0.65	0.57	-0.08
投资净收益	0.16	0.08	-0.08
营业利润	0.91	2.53	1.62
加: 营业外收入	0.05	0.02	-0.03
减: 营业外支出	0.03	0.02	-0.01
利润总额	0.93	2.53	1.60
减: 所得税	0.08	0.16	0.08
净利润	0.85	2.38	1.53
减: 少数股东损益	-0.01	0.06	0.07
归母净利润	0.87	2.32	1.45

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

图书出版发行业务及物资业务驱动营业收入增长。2019 年上半年, 公司实现营业收入 25.06 亿元, 同比去年同期增加 4.59 亿元, 其中图书出版分部贡献 1.32 亿元增量, 图书发行分部贡献 0.81 亿元增量, 物资分部贡献 2.39 亿元增量。

表 2: 2018 年上半年与 2019 年上半年各分部业务收入

单位: 亿元	2018H1	2019H1	变化值
出版分部	14.23	15.55	1.32
发行分部	1.33	2.14	0.81
物资分部	4.81	7.20	2.39
印刷分部	1.16	1.14	-0.02
其他	1.77	2.02	0.25
分部间抵销	2.82	2.98	0.16
合计	20.48	25.06	4.59

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

图书出版分部及发行分部贡献净利润增量。公司上半年净利润同比去年同期增加 1.52 亿元, 其中图书出版分部贡献 0.87 亿元增量, 图书发行分部贡献 0.46 亿元增量。

表 3: 2018 年上半年与 2019 年上半年各分部业务净利润

单位: 亿元	2018H1	2019H1	变化值
出版分部	0.99	1.86	0.87
发行分部	-0.11	0.35	0.46
物资分部	0.01	0.04	0.02
印刷分部	0.01	0.01	0.00
其他	-0.05	0.06	0.11
分部间抵销	0.00	-0.06	-0.06
合计	0.85	2.38	1.52

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、三联书店、中版教材等 8 家公司是上市公司主要收入和利润来源。

8 家公司主要从事一般图书出版发行业务, 2019 年上半年合计实现收入 15.01 亿元, 占比总收入的 59.90%, 合计实现归母净利润 2.33 亿元, 占比总业绩的 100.43%。与去年同期相比, 营收增加 2.67 亿元, 其中人民文学出版社同比增加 0.94 亿元、商务印书馆同比增加 0.64 亿元; 归母净利润增加 1.16 亿元, 其中商务印书馆同比增加 0.46 元、中华书局同比增加 0.31 亿元。

表 4: 2018 年上半年与 2019 年上半年主要控股参股子公司经营数据

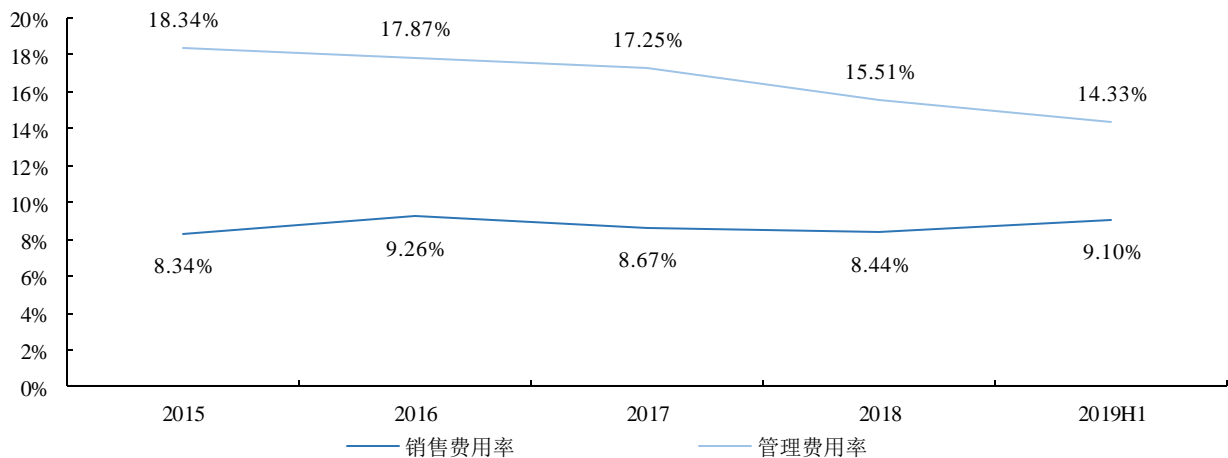
单位: 亿元	2018H1 营业收入	2019H1 营业收入	增量	2018H1 归母净利润	2019H1 归母净利润	增量
人民文学出版社	3.06	4.00	0.94	0.63	0.73	0.10
商务印书馆	3.30	3.94	0.64	0.61	1.07	0.46
中华书局	1.05	1.26	0.20	-0.25	0.07	0.31
大百科	0.92	1.06	0.13	0.04	0.03	-0.01
美术总社	0.77	0.83	0.06	0.03	0.07	0.03
人民音乐出版社	1.05	1.22	0.16	0.32	0.40	0.08
三联书店	0.84	1.00	0.16	-0.37	-0.38	-0.01
中版教材	1.34	1.71	0.38	0.15	0.35	0.20
合计	12.34	15.01	2.67	1.16	2.33	1.16

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

2. 财务数据分析

公司费率管控良好, 图书出版发行业务具有规模优势。2019 年上半年, 公司销售费率 9.10%, 与过去四年相比, 较为稳定; 2019 年上半年, 公司调整的管理费率 (包含研发费用) 14.33%, 呈现稳定下降趋势。我们认为, 公司具有显著规模优势, 有利于降低单位成本, 提高盈利能力和竞争力。

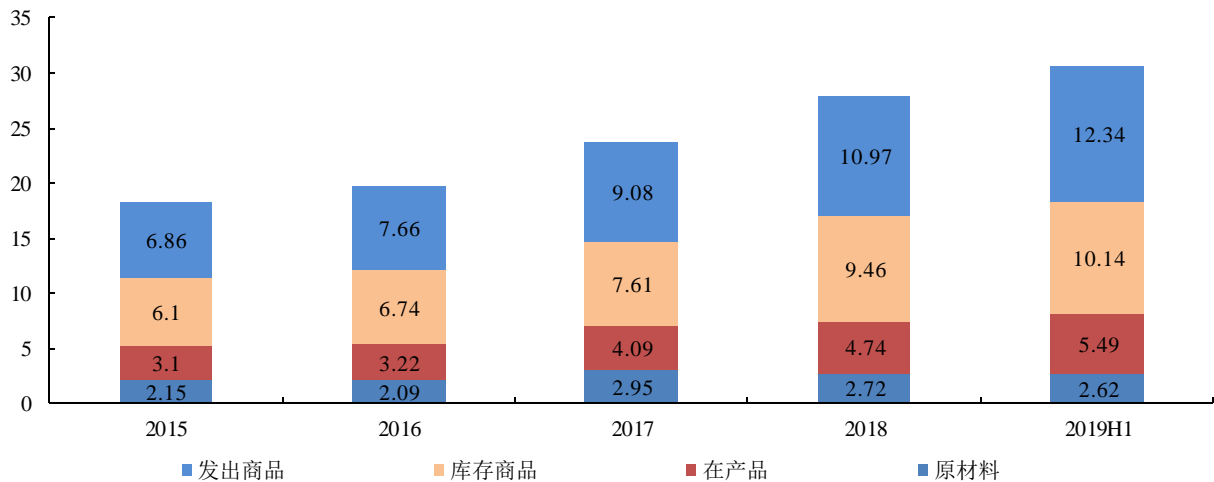
图 1: 2015-2019 年上半年公司销售费率及管理费率



资料来源: 公告, 东兴证券研究所

存货构成显示公司处于积极扩张状态。存货具有两面性, 一方面体现公司库存积压, 另一方面体现公司对未来销售信心。2015-2018年, 公司营收由 41.00 亿元增长至 53.31 亿元, 存货相应由 18.22 亿元增长至 27.89 亿元。通过细拆存货构成, 可以看到公司存货主要由在产品及发出商品构成。我们认为, 发出商品具有业绩前瞻性, 2019 年上半年公司发出商品 12.34 亿元, 相比 2018 年底进一步增加, 预示公司下半年图书销售市场良好。

图 2: 2015-2019 年上半年公司存货构成 (亿元)



资料来源: 公告, 东兴证券研究所

3. 盈利预测及估值

假设公司一般图书出版业务、发行业务保持较快增长。我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 61.83 亿元、70.65 亿元、79.97 亿元, 同比增长 15.98%、14.26%、13.19%。

表 5: 2016-2021E 公司分业务营收预测

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41.57	46.97	53.31	61.83	70.65	79.97
yoy	1.39%	12.99%	13.50%	15.98%	14.26%	13.19%
出版业务	28.59	33.17	37.34	42.33	48.07	54.29
yoy	2.44%	16.02%	12.57%	13.37%	13.55%	12.95%
发行业务	4.75	4.28	4.34	4.84	5.40	5.96
yoy	-5.19%	-9.89%	1.40%	11.61%	11.39%	10.38%
物资供应业务	3.69	4.79	6.41	9.29	11.62	13.94
yoy	44.14%	29.81%	33.82%	45%	25%	20%
印刷业务	2.41	1.99	2.06	2.16	2.27	2.38
yoy	7.59%	-17.43%	3.52%	5%	5%	5%
其他业务	0.51	0.83	1.13	1.20	1.30	1.40

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

盈利预测及估值: 我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 7.30 亿元、8.24 亿元、9.19 亿元, 同比增长 21.28%、13.01%、11.48%, 对应 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.50 元, 对应 PE 分别为 16X、14X、13X。基于公司未来归母净利润年均复合增速稳定在 10%-20%, 叠加公司账上现金及理财合计超过 50 亿元, 以及隐形的人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等出版社品牌价值, 给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值, 对应目标价 8.00 元, 当前公司股价显著低估, 上调评级给予“强烈推荐”评级。

表 6: 2016-2021E 公司营收及净利润预测

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41.57	46.97	53.31	61.83	70.65	79.97
增长率 (%)	1.39%	12.99%	13.50%	15.98%	14.26%	13.19%
归母净利润	5.81	5.31	6.02	7.30	8.24	9.19
增长率 (%)	-11.57%	-8.61%	13.31%	21.28%	13.01%	11.48%
每股收益(元)	0.40	0.34	0.33	0.40	0.45	0.50
PE	15	18.	19	16	14	13

资料来源: 东兴证券研究所

4. 风险提示

数字出版技术带来的冲击风险; 行业竞争加剧风险; 政府补助减少风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	8241	9026	10053	11280	12602	营业收入	4697	5331	6183	7065	7997
货币资金	4777	4561	4625	4882	5173	营业成本	3097	3559	4171	4777	5416
应收账款	644	666	773	883	999	营业税金及附加	35	34	43	49	56
其他应收款	46	57	66	75	85	营业费用	407	450	516	589	661
预付款项	335	347	373	395	425	管理费用	810	793	884	926	1120
存货	2374	2789	3269	3744	4245	财务费用	3	-11	-161	-168	-179
其他流动资产	42	602	943	1296	1669	研发费用	0	34	41	49	59
非流动资产合计	2690	2699	2598	2481	2366	资产减值损失	86.37	115.35	120.00	130.00	140.00
长期股权投资	7	6	6	6	6	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1154	1091	1004	917	830	投资净收益	94.42	114.70	40.00	50.00	60.00
无形资产	652	698	656	617	580	加: 其他收益	214.23	188.33	160.00	170.00	180.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	565	660	769	864	965
资产总计	10931	11725	12651	13761	14968	营业外收入	17.57	12.83	20.00	20.00	20.00
流动负债合计	3051	3096	3477	3971	4488	营业外支出	10.34	20.15	5.00	5.00	5.00
短期借款	253	30	0	0	0	利润总额	573	653	784	879	980
应付账款	1565	1698	1963	2248	2548	所得税	47	34	39	40	41
预收款项	417	525	617	742	872	净利润	526	619	745	839	939
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	-5	17	15	15	20
非流动负债合计	1236	1533	1549	1564	1579	归属母公司净利润	531	601	730	824	919
长期借款	2	224	224	224	224	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4287	4628	5026	5535	6067	成长能力					
少数股东权益	914	958	973	988	1008	营业收入增长	12.99%	13.52%	15.98%	14.26%	13.19%
实收资本(或股本)	1823	1823	1823	1823	1823	营业利润增长	73.77%	16.74%	16.44%	12.39%	11.72%
资本公积	1167	1169	1169	1169	1169	归属于母公司净利	-8.66%	13.35%	21.28%	13.01%	11.48%
未分配利润	2734	3158	3595	4090	4641	获利能力					
归属母公司股东权益	5729	6139	6653	7238	7894	毛利率(%)	34.05%	33.25%	32.54%	32.39%	32.28%
负债和所有者权益	10931	11725	12652	13762	14969	净利率(%)	11.19%	11.60%	12.04%	11.88%	11.74%
现金流量表						总资产净利润(%)	38.60%	4.85%	5.13%	5.77%	5.99%
						ROE(%)	9.26%	9.80%	10.97%	11.39%	11.64%
经营活动现金流	341	633	254	414	463	偿债能力					
净利润	526	619	745	839	939	资产负债率(%)	39%	39%	40%	40%	41%
折旧摊销	737.40	783.43	87.32	87.32	87.32	流动比率					
财务费用	3	-11	-161	-168	-179	速动比率					
应收账款减少	0	0	-106	-110	-116	营运能力					
预收账款增加	0	0	92	125	130	总资产周转率	0.47	0.47	0.51	0.53	0.56
投资活动现金流	-133	-3786	-139	-120	-120	应收账款周转率	8	8	9	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.03	3.27	3.38	3.36	3.33
长期股权投资减少	0	0	-1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	94	115	40	50	60	每股收益(最新摊)	0.34	0.33	0.40	0.45	0.50
筹资活动现金流	1218	-147	-51	-38	-51	每股净现金流(最新)	0.78	-1.81	0.04	0.14	0.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.14	3.37	3.65	3.97	4.33
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	365	0	0	0	0	P/E	19.49	19.85	16.36	14.48	12.99
资本公积增加	781	1	0	0	0	P/B	2.08	1.94	1.79	1.65	1.51
现金净增加额	1426	-3300	65	257	291	EV/EBITDA	5.68	5.32	10.23	8.85	7.67

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

5. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度报告	出版行业“国家队”，三大使命彰显企业价值	20190430

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。