

建议申购

估值区间: 19~20 元

2010 年 11 月 29 日

发行数据

发行前总股本(万)	5,600
本次发行股数(万)	1,900
发行后总股本(万)	7,500

发行后主要股东

	持股比例
天鸿投资	65.2%
120 名自然人	9.5%
本次发行新增股东	25.3%
合计	100%

行业指数



资料来源: 招商证券

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

研究助理

杨仁文

yangrw@cmschina.com.cn
S1090110110008

打造面向青少年的全版权内容领先提供商

天舟文化 (300148) IPO 询价报告

公司是领先的民营青少年内容服务商, 机制灵活, 市场化程度高。具有典型的轻资产经营特点, 在传统图书产业链中只做内容策划和图书发行两大环节, 综合毛利率明显高于同类上市公司; 同时跨媒介、全版权的经营思路使公司未来具有更为广阔的发展空间和想象空间。

- **公司概况: 领先的民营青少年内容服务商。**公司专注于图书市场中规模较大、利润率高、成长较快的青少年读物市场, 拥有全国图书总发行资质, 是全国十大、湖南最大民营书商。公司主营图书产品包括教辅、英语学习和少儿 3 大类, 每年策划图书超过 5 百种, 至今累计销售图书 3 千万册。
- **运营模式: 典型的轻资产公司, 只做图书产业链中内容策划和图书发行两大环节, 综合毛利率明显高于同类上市公司。**上游内容策划环节: 虚拟作者制度和独立策划人制度是公司运营上的两大创新之处; 虚拟作者制度, 可按需灵活创造品牌系列, 实现公司品牌和产品品牌影响力的持续积累提升, 同时有效解决知识产权问题; 独立策划人统筹管理从内容开发到营销推广全过程, 拥有对目标项目的自主决定权, 可最大限度发挥主创人员的创意潜能。下游图书发行环节: 建立立足省内, 面向全国的网络营销体系, 并创新营销手段实现深度营销。
- **业务分析: 1、传统图书业务:** 教辅类图书收入占比最大, 未来占比呈下降趋势; 英语学习类图书成长较快, 还有较大提升空间; 少儿类图书具有爆发式增长潜力, 品牌化、系列化特点突出, 现已形成“原创新童话”、“阅读点亮童年”两大主导品牌, 为后续高速增长奠定品牌化基础。**2、跨媒介、全版权运营业务:** 与新浪、盛大、3G 门户等合作, 提供在线阅读; 建立“天舟书吧”等网络平台; 将公司最成功的原创童话作品《冒险小王子》系列独家授权给湖南卫视用于动画、电视、电影、游戏等制作、发行。
- **募投项目分析:** 公司公开发行 1,900 万股, 拟募集资金 1.4 亿元, 主要用于上游的图书品牌内容开发及更新, 下游营销发行网络建设以及企业信息化建设。
- **盈利预测与估值:** 不考虑收购, 预测公司 10~12 年 EPS 分别为 0.39、0.53 和 0.78 元。综合相对估值和绝对估值, 我们认为公司合理询价区间为 19~20 元。
- **风险提示:** 数字出版、新媒体快速发展对公司传统业务的冲击。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	92	132	219	331	486
同比增长	52%	44%	67%	51%	47%
营业利润(百万元)	20	26	35	52	77
同比增长	4%	26%	37%	49%	48%
净利润(百万元)	14	19	29	40	58
同比增长	22%	36%	51%	36%	47%
每股收益(元)	0.19	0.26	0.39	0.53	0.78
ROE	18%	20%	6%	8%	10%

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司概况：专注于青少年读物，全国十大民营书商	4
1、公司主要股权结构简介	4
2、公司主要业务发展简介	5
二、青少年图书：规模大、增速快，民营书商发展空间大	7
1、青少年图书市场规模大，且增速快于整体图书市场	7
2、青少年教育类图书具有较为稳定、且规模庞大的市场需求	8
3、少儿类图书更新率高，品牌化、系列化特点突出	9
4、产业集中度低，运作模式粗糙，民营书商发展空间还很大	11
三、公司运营：“独立策划人”、“虚拟作者”是两大创新	12
1、“策、产、销”一体化运营，精细化运作成为可能	12
2、上游内容：“独立策划人”和“虚拟作者”制度是两大创新	13
3、下游发行：平台化营销网络和创新的营销组合是有力保障	15
4、衍生品：多媒介传播，全版权运营，实现图书内容价值最大化	16
四、业务分析：教辅收入占比大，英语学习类成长速度快，少儿类后续潜力大	17
1、教辅类图书：省内收入占比大，未来成长稳定	17
2、英语学习类图书：起步晚，但成长速度快	19
3、少儿类图书：初具品牌化、系列化，奠定高速成长基础	20
五、募投项目：夯实上下游环节，后续业绩增长有保障	21
1、整合上游内容资源：内容策划与图书发行项目	21
2、布局下游发行网络：营销网络建设项目	22
3、企业信息化建设：管理信息和出版创意支持平台建设项目	22
六、盈利预测与估值	23
1、盈利预测	23
2、估值	24

图表目录

图 1、公司发行前股权结构、组织结构及兄弟公司	4
图 2、08 年、09 年公司收入分别增长了 62%、45%	6
图 3、公司收入由青少年类、社科类及版税三部分构成	6
图 4、10 年上半年青少年类图书收入占比达 74.5%	6
图 5、公司业务以湖南省内为主，积极开拓省外市场	6
图 6、公司综合毛利率整体高于同行业上市公司	6
图 7、图书产业链各环节的收入分成（以一本 20 元书为例）	7
图 8、我国图书销售码洋保持低速稳定增长（亿元）	7
图 9、通过零售渠道实现的图书销售额增速在下降	7
图 10、青少年图书占整个图书零售市场份额 30%以上	8
图 11、青少年图书市场增速快于整体图书零售市场	8
图 12、青少年人群的图书阅读需求调查（08 年）	8
图 13、青少年图书占整体图书市场份额情况（09 年）	8
图 14、教育类图书在青少年读物市场的份额	9
图 15、教育类图书销售码洋及增长率	9
图 16、少儿图书市场增速明显快于整体市场	9
图 17、少儿、文学和生活休闲类图书增速最快	9
图 18、上市时间分布反映了少儿图书更新快	10
图 19、十大系列占据少儿图书排行榜前 100 席的 62 席	10
图 20、“策、产、销”一体化流程图	12
图 21、天舟文化已经初步构建了“策、产、销”一体化运作链条	13
图 22、虚拟作者“安臣敬一”、“安瑟儿”、“卡希布”、“童非非”署名的图书产品	14
图 23、天舟文化营销网络布局	15
图 24、公司中小学教辅系列图书《胜券在握》、《学练王》	18
图 25、公司英语学习系列图书《红魔英语》	20
表 1、公司发行前后股权结构对比	5
表 2、公司目前形成三大种类、六个产品系列	5
表 3、09 年少儿类畅销书排行榜 TOP25	10
表 4、前十家国有大型图书集团的市场份额情况	11
表 5、公司各产品系列的核心主创人员	13
表 6、虚拟作者应用情况及销售金额	14
表 7、报告期内著作权未归属公司的主要产品	15
表 8、公司推行的营销手段及效果点评	16
表 9、公司进军数字出版、动漫、影视等领域，尝试全版权运营	17
表 10、公司主营业务收入在湖南省内和湖南省外的产品构成	18
表 11、公司教辅类图书销售码洋及市场占有率（单位：亿元）	18
表 12、“红魔英语”与市场上其他主要畅销产品对比（截止 10 年 2 月）	19
表 13、“冒险小王子”与市场上其他主要畅销产品对比（截止 10 年 2 月）	20
表 14、公司募投项目（单位：百万元）	21
表 15、“内容策划与图书发行”项目各系列图书品种和未来销量	21
表 16、设立营销机构对当地销售业绩的影响	22
表 17、盈利预测简表	23
表 18、可比 A 股传媒公司估值表	24
表 19、股价敏感度分析	24
附：财务预测表	25

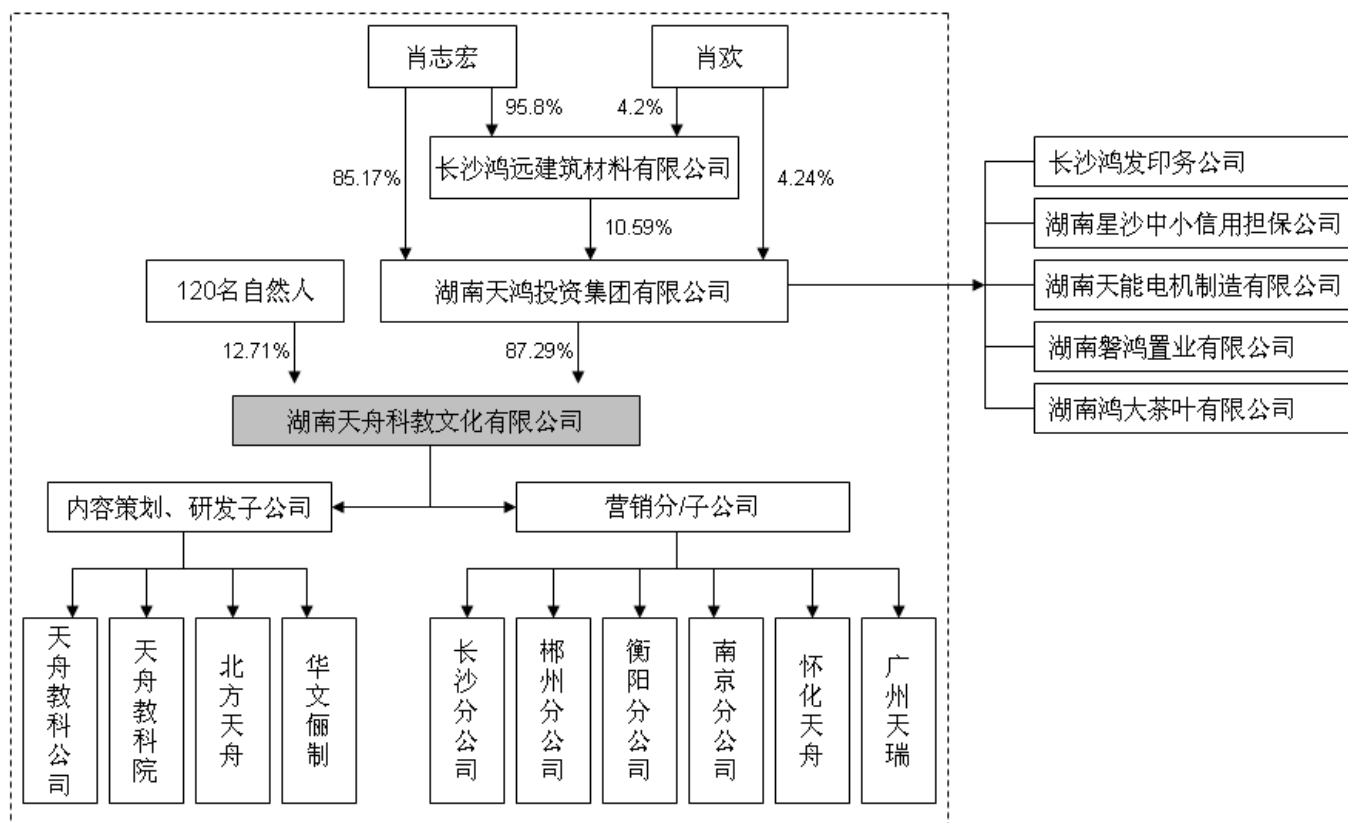
一、公司概况：专注于青少年读物，全国十大民营书商

天舟文化是全国 18 家获得总发行资质的民营图书企业之一，是湖南省民营出版发行企业中发行量最大、影响力最强的龙头企业，和唯一一家具有图书、报刊、电子出版物全国总发行资质的企业。公司目前专注于青少年读物内容提供和发行服务，主要产品包括教辅、英语学习和少儿三大类。09 年被全国工商联书业分会、中国图书商报联合评定为“全国十大民营书业实力机构”。

1、公司主要股权结构简介

公司实际控制人为肖志鸿，在本次发行前，肖志鸿直接持有天鸿投资 85.2% 的股权，肖志鸿之女肖欢直接持有天鸿投资 4.2% 的股权，天鸿投资持有公司 87.3% 的股份，肖志鸿及其女儿肖欢通过天鸿投资合计间接持有公司发行前股份的 87.3%。

图 1、公司发行前股权结构、组织结构及兄弟公司



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

本次公司拟发行 1900 万股，占发行后总股份的 25.3%，本次发行后，肖志鸿及其女儿肖欢仍合计间接持有公司 65.17% 股份，公司股权结构较为集中。

表 1、公司发行前后股权结构对比

股份类别	本次发行前		本次发行后	
	数量（万股）	比例	数量（万股）	比例
有限售条件的股份	5,600	100.0%	5,600	74.7%
天鸿投资	4,888	87.3%	4,888	65.2%
120 名自然人	712	12.7%	712	9.5%
无限售条件的股份	-	-	1,900	25.3%
本次发行股份	-	-	1,900	25.3%
股份总数	5,600	100.0%	7,500	100.0%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

2、公司主要业务发展简介

公司策划发行的青少年读物已经形成了教辅类、英语学习类、少儿类 3 大类别、6 个系列的产品线。图书品种超过 800 种，自 07 年起累计销售图书 3,000 万册，涵盖了 3~20 岁青少年学习与阅读需求。其中，中小学教辅系列图书涵盖了从小学、初中、高中各门课程的基础训练、考试辅导等全套课内辅导用书；“红魔英语”丛书包括了英语阅读、听力训练、语法训练等课外英语学习的所有内容；少儿类图书则以“原创新童话”、“阅读点亮童年”系列为创作主线，包含了童话、经典文学、国学、科普、青春文学等内容。

表 2、公司目前形成三大种类、六个产品系列

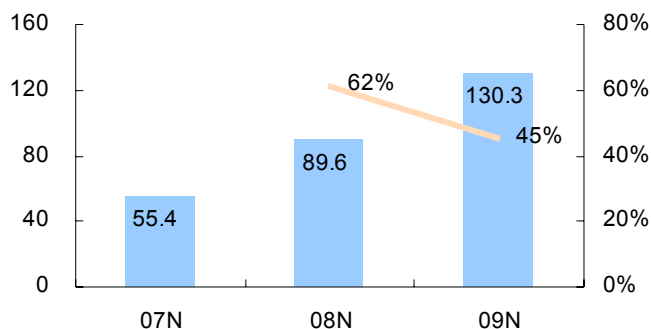
业务分类	主要产品	创作模式	主要销售模式	产品生命周期	重点销售区域
教辅类	中小学教辅系列	与教材同步,依托权威教师和机构合作	系统销售	1 年以内	湖南
英语学习类	“黑乎乎和粉嘟嘟”系列	以英语兴趣学习为主要创作思路	经销、政府采购	2~3 年或 3 年以上	全国
	“红魔英语”系列				
少儿类	“阅读点亮童年”系列	市场化选题创作	经销、政府采购	3 年以上	全国
	“原创新童话”系列				
	“青春文学”系列				

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

公司收入由青少年类图书、社科类图书以及版税三部分构成，青少年类图书是公司收入主要来源。09 年公司总收入为 1.3 亿元，同比增长 45%；10 年上半年公司总收入为 0.98 亿，青少年类、社科类图书、版税收入分别为 0.73 亿元、0.22 亿元、0.026 亿元，占比分别为 74.5%、22.8%、2.7%；青少年类图书仍是公司主要收入来源。

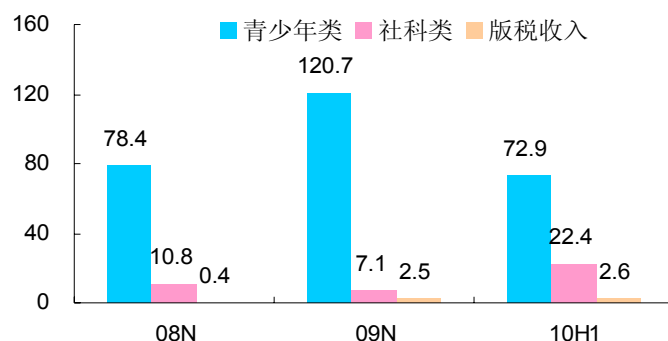
公司在稳固省内市场同时，积极开拓省外市场。在河北、浙江等地相继中标“农家书屋”、“教材教辅”等多个政府公共文化教育项目；07~10 年上半年，省外收入占比分别为 1.8%、24.6%、15.7%、23.1%，呈上升趋势。

图 2、08年、09年公司收入分别增长了62%、45%



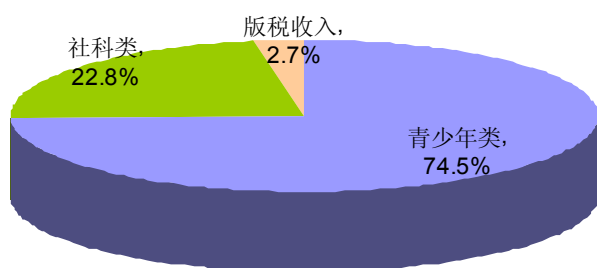
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 3、公司收入由青少年类、社科类及版税三部分构成



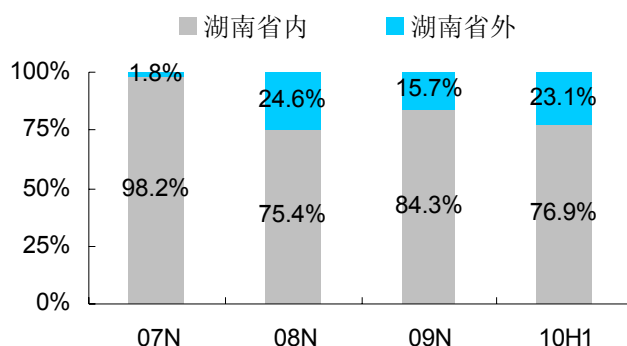
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 4、10年上半年青少年类图书收入占比达74.5%



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

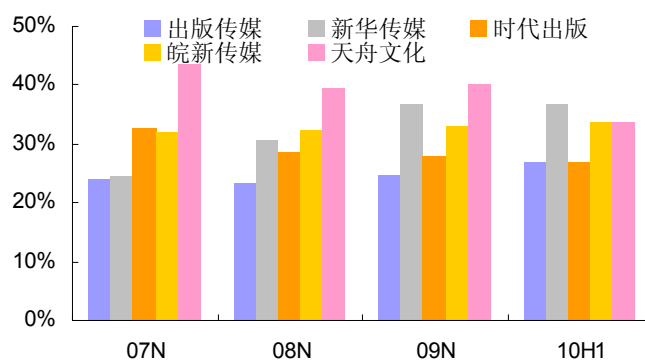
图 5、公司业务以湖南省内为主，积极开拓省外市场



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

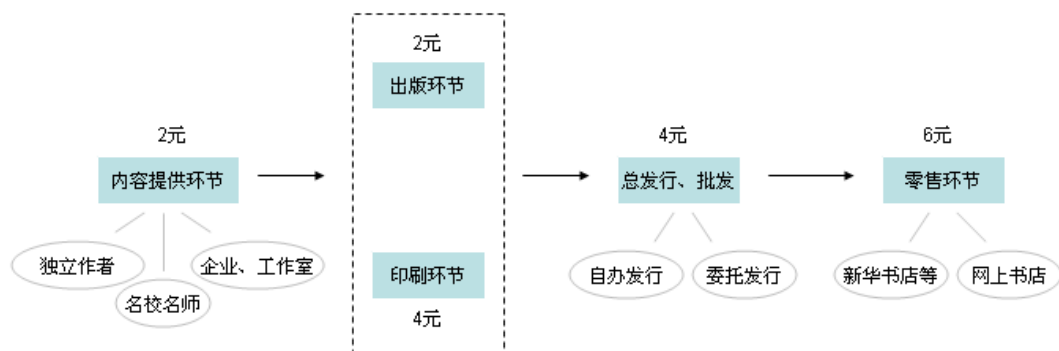
公司处于图书产业链的内容提供和总发行、批发两大环节，综合毛利率高于同行业上市公司。图书产业链可分为内容提供、印刷出版、总发行/批发、终端零售四个环节，各环节产值占比大约为 10%、30%、20%、30%，还有其他费用占到 10%。由于出版环节只能由国有或国有控股出版社提供，公司作为民营图书公司，目前只从事图书内容提供和发行两大环节的业务。由于公司在产业链上具有内容策划和发行两大核心优势，机制灵活，成本控制合理，因此综合毛利率高于同行业的国有上市公司。

图 6、公司综合毛利率整体高于同行业上市公司



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 7、图书产业链各环节的收入分成（以一本20元书为例）



资料来源：网络整理，招股说明书，招商证券研发中心

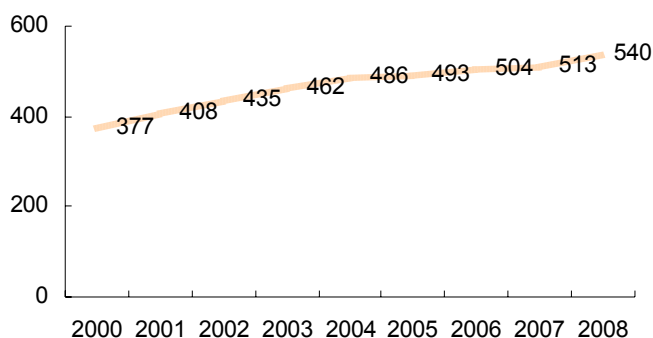
注：1、作者稿酬按 8% 版税率算；2、发行环节每级加 8 个点批给下一级

二、青少年图书：规模大、增速快，民营书商发展空间大

1、青少年图书市场规模大，且增速快于整体图书市场

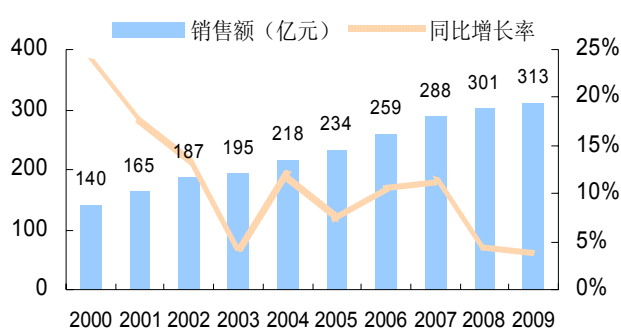
我国图书市场整体规模大，但增速在逐年下降。根据国家新闻出版总署统计数据，近十年来我国图书出版物市场保持了稳健发展速度，年度出书品种数、初版图书品种规模、图书行业销售码洋逐年递增，07~09 年图书销售码洋分别为 504 亿元、513 亿元、540 亿元。同时，通过零售渠道实现的图书销售额增速在下降，从 00 年 23.5% 的同比增速下降到 09 年 4% 的同比增速。

图 8、我国图书销售码洋保持低速稳定增长（亿元）



资料来源：国家新闻出版总署，招商证券研发中心

图 9、通过零售渠道实现的图书销售额增速在下降



资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

其中，青少年图书市场规模最大，且增速快于整体图书市场。青少年类图书市场读者群体稳定且庞大，同时由于此类图书普及性强、专业性弱的特点，其市场刚性需求强，受外围环境影响较小，因此青少年图书市场发展前景好，市场规模呈不断增长趋势，具有广阔发展空间。

➤从读者发展趋势看，20 岁以下青少年读者比例呈逐年上升趋势，说明我国读者正呈年轻化趋势，青少年图书需求也相应呈增长趋势。根据开卷信息统计，中国图书零售市场上，08 年主要购书消费人群分布：19~24 岁读者比例为 36.2%，14-18 岁读者比

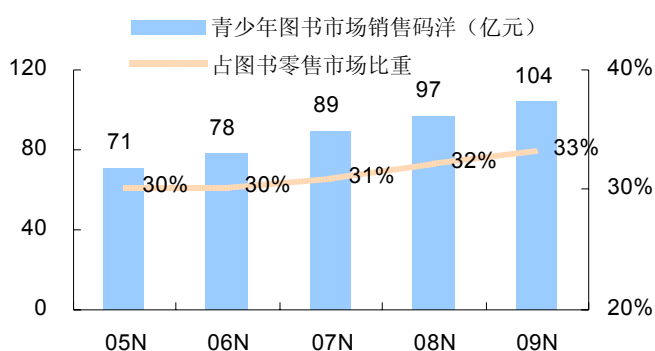
例为 19.0%，目前核心读者群体年龄构成为 19~24 岁，但与往年相比，14-18 岁读者比例有大幅增加，

➤从人均阅读量看，20 周岁以下未成年人图书阅读率为 81.4%，远高于成年人 49.3%。

据中国出版科学研究所 08 年“第六次国民阅读调查”结果，20 岁以下青少年读者是图书阅读和购买主力军。

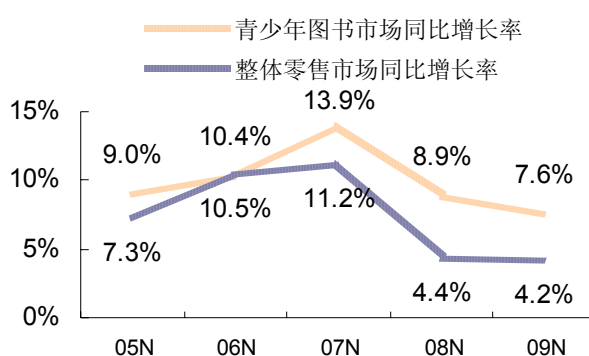
➤从阅读人群基数看，我国青少年人群占到全国总人数的 1/4，庞大人口基数为我国青少年读物稳步增长奠定了坚实基础。据中国人口统计年鉴，08 年我国拥有学龄前人口近 1 亿，7~20 岁人口超过 2 亿，两者合计超过 3 亿，占到当年全国总人口数 1/4。

图 10、青少年图书占整个图书零售市场份额30%以上



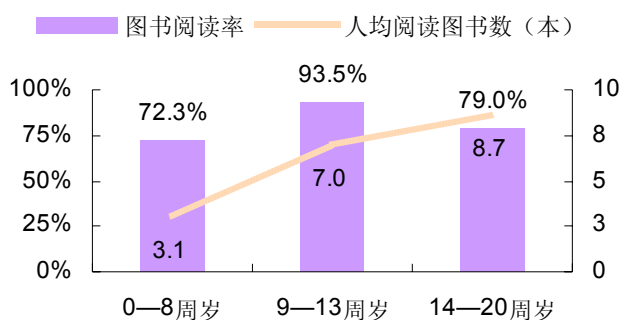
资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

图 11、青少年图书市场增速快于整体图书零售市场



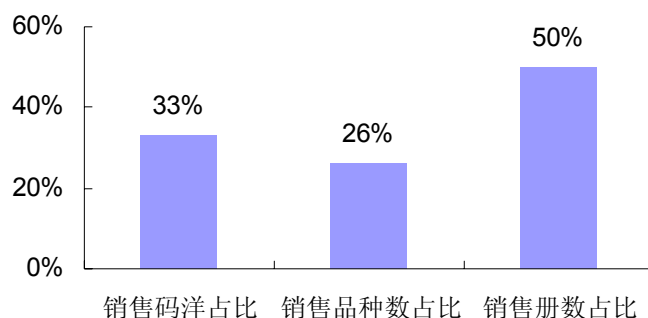
资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

图 12、青少年人群的图书阅读需求调查（08年）



资料来源：中国出版科学研究所“第六次国民阅读调查”

图 13、青少年图书占整体图书市场份额情况（09年）

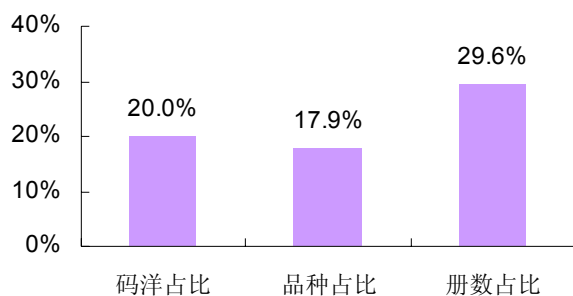


资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

2、青少年教育类图书具有较为稳定、且规模庞大的市场需求

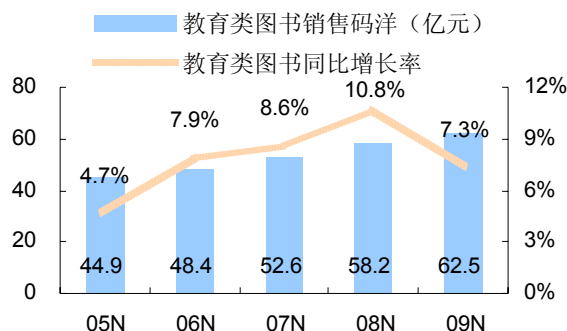
教辅类和英语学习类图书需求刚性，市场规模大。青少年教育类图书是指适用于中小学生的各类学习用书，包括了教辅类和英语学习类图书。青少年教育图书市场具有人口基数大和需求刚性特点，08 年全国共有小学在校生 1 亿，初、高中在校生 1 亿，合计超 2 亿。根据开卷信息，09 年图书零售市场，教育类图书所占码洋比重达 20.0%，销售品种比重为 17.9%，销售册数比重 29.6%，教育类图书对市场重要性不言而喻。

图 14、教育类图书在青少年读物市场的份额



资料来源：中国出版科学研究所“第六次国民阅读调查”

图 15、教育类图书销售码洋及增长率



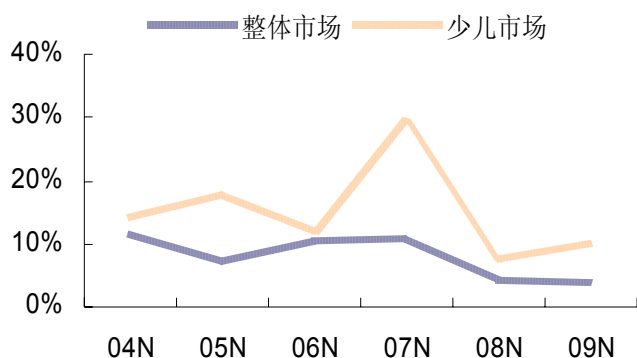
资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

3、少儿类图书更新率高，品牌化、系列化特点突出

青少年图书中，少儿类图书增速明显高于整体图书市场，而且更新率高。截止 09 年，我国少儿类图书零售市场动销品种数已接近 8 万，占整体图书零售码洋比重超过 12%。尽管少儿类图书零售市场各年度同比增速有高有低，但都明显高于同期整体市场增速，部分年份增速更是整体市场的 2.5 倍以上。品种的快速更新扩张是少儿类图书出版的主要特点，09 年少儿类新书所创造销售册数比重及销售码洋比重都超过少儿市场的 1/3。

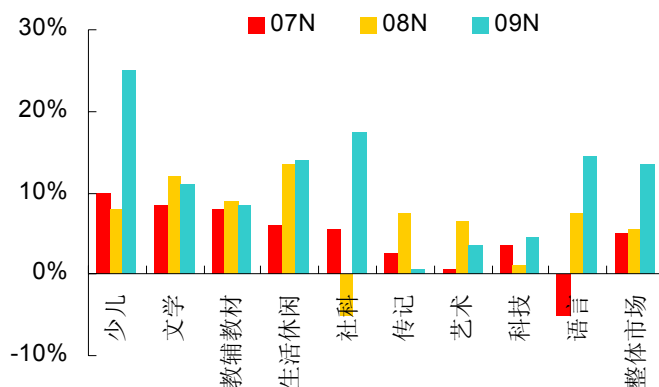
同时，少儿类图书品牌化、产品系列化特点突出。少儿图书是我国出版界市场化最早、营销方式最丰富的领域之一。受读者特点影响，系列化图书也最早出现在少儿图书出版当中。图书系列化现象以及读者对系列图书的持续跟进和跟踪使得“图书系列”成为图书市场品牌的一个重要类型，一个图书品牌可以衍生出多个图书产品系列。以 09 年少儿畅销书榜为例，前十大系列图书品牌占据了前 100 个图书品种中的 62 个。

图 16、少儿图书市场增速明显快于整体市场

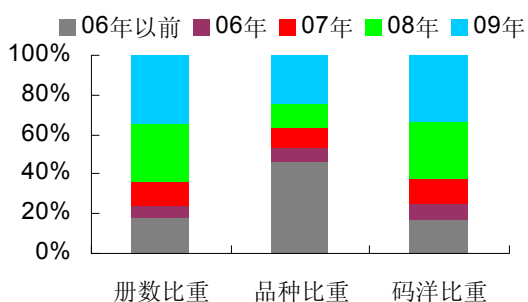


资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

图 17、少儿、文学和生活休闲类图书增速最快



资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

图 18、上市时间分布反映了少儿图书更新快


资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

图 19、十大系列占据少儿图书排行榜前100席的62席

入选席位	
淘气包马小跳	14
小猫日记	10
超级成长版冒险小虎队	9
世界文学名著宝库	8
喜洋洋与灰太狼	8
哈利波特	6
杨红樱校园小说非常系列	5
曹文轩纯美小说	2
合计	62

资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

表 3、09 年少儿类畅销书排行榜 TOP25

排名	书名	出版社	作者	定价
1	窗边的小豆豆	南海出版公司	黑柳彻子	20
2	淘气包马小跳系列-小英雄和芭蕾公主	接力出版社	杨红樱	13.8
3	阳光姐姐小书房-巧克力味的暑假	明天出版社	伍美珍	16
4	笑猫日记-樱桃沟的春天	明天出版社	杨红樱	15
5	夏洛的网(译文经典)	上海译文出版社	E.B.怀特	17
6	淘气包马小跳系列-侦探小组在行动	接力出版社	杨红樱	13.8
7	神奇宝贝角色解密大图鉴	二十一世纪出版社	木村光雄	18
8	哈利·波特与死亡圣器	人民文学出版社	J.K.罗琳	66
9	笑猫日记-小猫出生在秘密山洞	明天出版社	杨红樱	15
10	杨红樱校园小说系列-女生日记(新版)	作家出版社	杨红樱	19
11	世界文学名著宝库-三国演义(青少版)	上海人民美术出版社	罗贯中	10
12	阳光姐姐小书房-老天会爱笨小孩	明天出版社	伍美珍	16
13	笑猫日记-蓝色的兔耳朵草	明天出版社	杨红樱	15
14	曹文轩纯美小说系列-草房子	江苏少年儿童出版社	曹文轩	15
15	笑猫日记-那个黑色的下午	明天出版社	杨红樱	15
16	杨红樱校园小说非常系列-非常女生	二十一世纪出版社	杨红樱	14
17	超级成长版冒险小虎队会流泪的骷髅	浙江少年儿童出版社	托马斯·布热齐纳	12.8
18	阳光姐姐小书房-我们班的狗仔队	明天出版社	伍美珍	16
19	哈利·波特与魔法石	人民文学出版社	J.K.罗琳	19.5
20	笑猫日记-保姆狗的阴谋	明天出版社	杨红樱	15
21	超级成长版冒险小虎队-被诅咒的海底城堡	浙江少年儿童出版社	托马斯·布热齐纳	12.8
22	超级版冒险小虎队-鬼屋惊魂	浙江少年儿童出版社	托马斯·布热齐纳	12.5
23	笑猫日记-想变成人的猴子	明天出版社	杨红樱	15
24	辫子姐姐·心灵花园-闪着泪光的决定	明天出版社	郁雨君	16
25	超级成长版冒险小虎队-解开死亡密码	浙江少年儿童出版社	托马斯·布热齐纳	12.8

资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

4、产业集中度低，运作模式粗糙，民营书商发展空间还很大

产业集中度低。国内图书销售码洋占有率超过 3% 的出版发行企业仅两家，码洋占有率 2%~3% 之间有 4 家，09 年前十大国有大型图书集团，码洋占有率之和仅为 26.7%，还没有形成有绝对控制力领先者。

表 4、前十家国有大型图书集团的市场份额情况

排名	出版集团	地点	业务区域	码洋占有率
1	中国出版集团	北京	全国	6.5%
2	吉林出版集团	长春	全国	3.9%
3	凤凰出版传媒集团有限公司	南京	全国	2.7%
4	中国国际出版集团	北京	全国	2.7%
5	北京出版集团	北京	全国	2.4%
6	上海世纪出版股份有限公司	上海	全国	2.3%
7	湖北长江出版集团	武汉	全国	1.6%
8	辽宁出版集团	沈阳	全国	1.6%
9	中国科学出版集团	北京	全国	1.6%
10	陕西出版集团有限责任公司	西安	全国	1.6%
前 10 名出版集团合计				26.7%

资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

运作模式粗糙。在内容策划环节，民营企业数量多、规模小，大多数书商仍是作坊式运作，没有形成较完善产业化运作体系和持续开发能力。在发行环节，传统国有大型出版集团和新华书店处于向市场化转变过程中，传统教材、教辅图书依然是其主要利润来源；大部分民营图书销售企业受资质、资金规模限制，主要集中在利润较低、风险较高的零售领域，缺乏市场化、系统化营销体系。因此，对于具有产业化运作体系的民营书商，未来还有很大发展空间。

对教材教辅业务收入依赖大，非教材教辅业务有待开拓。09 年全国工商联书业分会、中国图书商报联合评定的全国十大民营书业实力机构中，教材教辅业务仍是大部分规模以上民营企业的主要收入来源。随着产品业务线的不断优化调整，公司对教材教辅业务的不断降低。

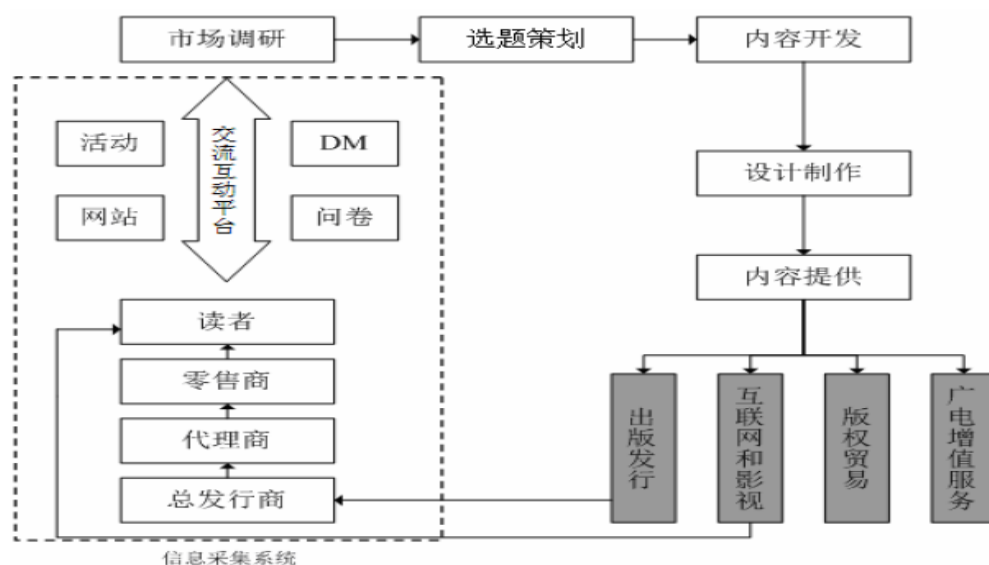
政策逐步放开，利好民营图书公司。国内民营图书企业在产业链中均主要侧重于内容开发和发行环节，出版和印刷环节则由国有出版社完成，这也是我国整个民营书业的产业现状。随着新闻出版总署 2010 年《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》出台，我国对非公有制主体有序进入新闻出版产业有了进一步确认，未来民营书业在我国出版发行行业中将得到更大的拓展。

三、公司运营：“独立策划人”、“虚拟作者”是两大创新

1、“策、产、销”一体化运营，精细化运作成为可能

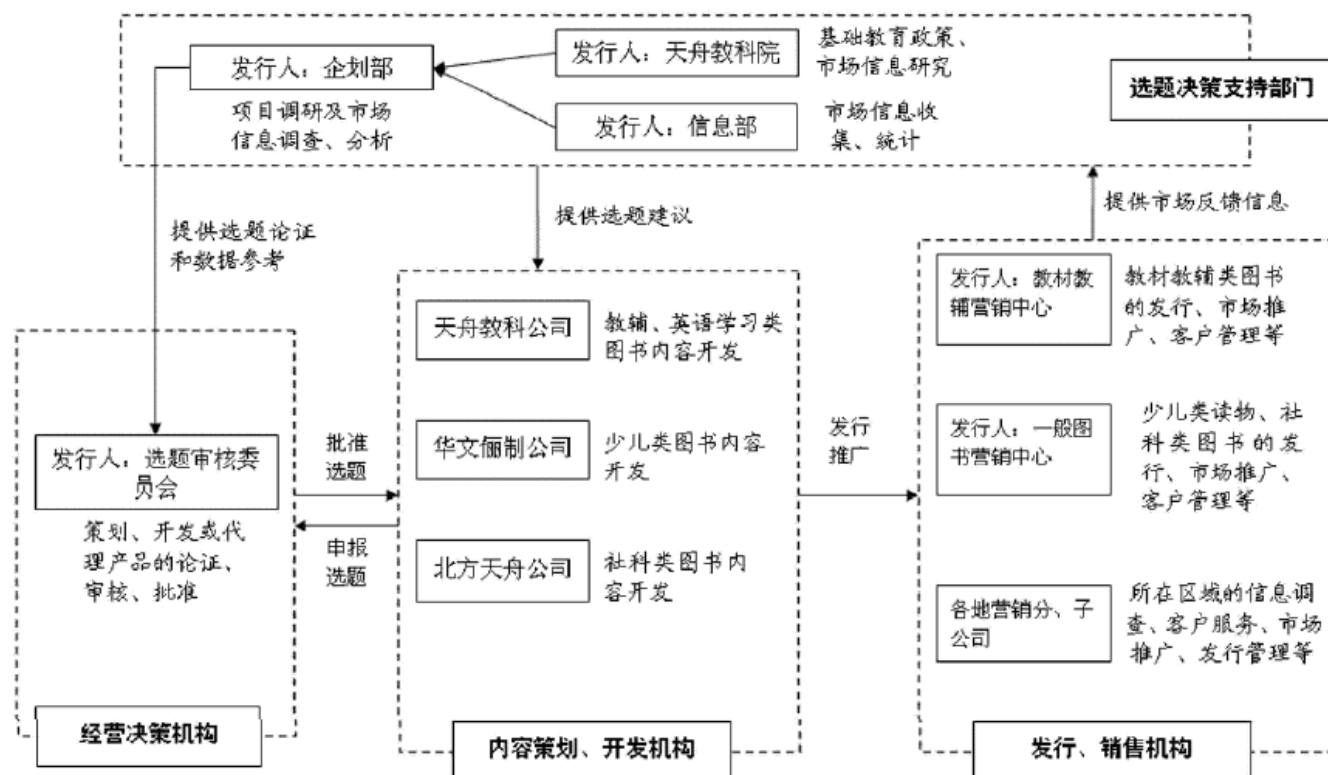
公司围绕“策、产、销”一体化，以市场为导向进行行业资源整合，确保从上游内容创作到下游市场销售均与市场需求一致，提高整个产业链运营效率和利润水平。公司成为行业中为数不多的真正具备“策、产、销”一体化的民营企业，“工业化流程、品牌化运作、多媒介推广”业务运营模式明显。

图 20、“策、产、销”一体化流程图



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 21、天舟文化已经初步构建了“策、产、销”一体化运作链条



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

2、上游内容：“独立策划人”和“虚拟作者”制度是两大创新

打造稳定且有影响力的主创团队，推行“独立策划人”负责制，符合创意产业特点，为公司图书品牌延续性和产品再研发提供了保障。公司通过培养、引进、签约等形式，凝聚一批在青少年图书创作领域影响显著的知名人才和团队，并成为公司各产品线主创带头人。主创人员、合作单位均与公司签订长期合作合同，并以品牌系列为载体，以主创人员权威性和知名度带动公司品牌成长。实行独立策划人负责制，主创人员统筹管理从内容开发到营销推广全过程，拥有对目标项目的自主决定权。

表 5、公司各产品系列的核心主创人员

产品系列/职务	主创带头人	合作机构	带头人主要职称、荣誉
天舟学练王	唐国庆	-	中国教育学会中学数学专业委员会常务理事、全国第五届“苏步青数学教育奖”获得者
胜券在握	唐国庆	人民教育出版社	全国使用量最大的“人教版”中小学教材出版单位
红魔英语	龚亚夫	中央教育科学研究所外语研究中心	原人民教育出版社英语室主任、外语分社社长，现任中央教育科学研究所外语研究中心主任，《走遍美国》节目主编
原创新童话	周艺文	-	湖南师范大学新闻与传播学院客座教授、中国新童话作家，华文俚制总经理、总策划
阅读点亮童年	李敬泽	-	《人民文学》杂志主编

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

首创“虚拟作者”制度，可按需灵活创造品牌系列，实现公司品牌和产品品牌影响力的持续积累提升，同时有效解决知识产权问题。虚拟作者制度是公司品牌建设的重要组成部分，主要运用于公司青春文学系列，该类作品由创作团队开发完成后，统一使用公司创造的虚拟名称进行版权和商标注册。公司为不同系列产品创造了风格适合的虚拟作者名称，而虚拟作者同时也成为了公司品牌之一进行营销推广。目前公司已成功打造了“童非非”、“安瑟儿”、“安臣敬一”、“卡希布”等一批深受青少年读者喜爱的虚拟作者。公司通过虚拟作者制度，再配以公司品牌化运作策略，既能够提高公司产品品牌影响度，有利于产品快速推广，又能够有效保护公司知识产权，有效避免人员流失对公司造成影响。

表 6、虚拟作者应用情况及销售金额

年份	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
数量	安臣敬一：1 种	安瑟儿：3 种	安瑟儿：6 种
	安瑟儿：2 种	卡希布：8 种	卡希布：8 种
	卡希布：1 种	童非非：9 种	童非非：13 种
	童非非：2 种		
合计销售金额（万元）	166.5	132.3	70.7

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 22、虚拟作者“安臣敬一”、“安瑟儿”、“卡希布”、“童非非”署名的图书产品



资料来源：公司网站，互联网整理，招商证券研发中心

外购开发图书，实现全国图书总发行资质牌照的价值最大化。拥有全国图书总发行资质，意味着自动拥有各种出版物总批发、总零售资质，可以直接跟各种新媒体合作。外购开发的图书多为社科类和青春文学类图书，生命周期多在 2~3 年，公司签订的授权协议期限，足以覆盖该作品的生命周期。在该期限内，公司通常已经完成作品的市场运作和销售周期。通过外购图书，可以最大化利用公司所具有的图书总发行资质的牌照价值。

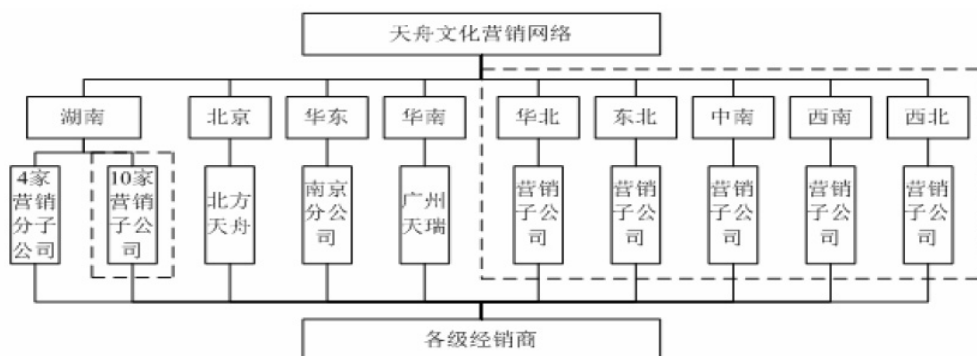
表 7、报告期内著作权未归属公司的主要产品

作品名称	作者	著作权归属	授权时间	作品分类
《命运》	陆天明	陆天明	5 年	社科类
《马云传》	刘世英	刘世英	5 年	社科类
《打工皇帝唐骏》	侯继勇	北京广天响石国际文化交流中心	5 年	社科类
《中关村的乌鸦》	周瑟瑟	周瑟瑟	5 年	社科类
《纪委调查》	易卓奇	易卓奇	5 年	社科类
《砥柱—爱民模范宋文博纪实》	李荣	李荣	10 年	社科类
《县委组织部长（二）》	李家禄	李家禄	6 年	社科类
《招生办》	吴茂盛	吴茂盛	5 年	社科类
《苹果》	周瑟瑟	周瑟瑟	5 年	社科类
《红杏》	刘明	刘明	5 年	社科类
《BOBO 逆风》	BOBO	北京华谊兄弟音乐有限公司	5 年	青春文学
《羽泉 黄金十年》	羽泉	北京华谊兄弟音乐有限公司	5 年	青春文学
《后院夫人三部曲》	余艳	余艳	5 年	社科类
《一人之夏》	刘一寒	刘一寒	10 年	青春文学
《告别蜗居，80 后何时买房子》	陈忠杰	陈忠杰	10 年	社科类

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

3、下游发行：平台化营销网络和创新的营销组合是有力保障

省内 14 家、全国 8 家营销分公司/子公司，全国 300 家区域合作经销商。公司立足于“做深做透省内市场，开拓全国重点市场”的战略思路，已与全国 300 多家区域经销商建立长期、稳定合作关系，策划发行的图书已进入全国 28 个省、市、自治区，是营销覆盖区域最广的民营出版发行公司之一。目前公司在湖南省内建有 3 家营销分公司和 1 家营销子公司；09 年结合英语学习类和少儿类图书开发需求，向省外拓展营销网络，在南京开设 1 家营销分公司，在广州设立 1 家营销子公司。未来将在省内各地建立 10 家营销子公司，在中南、西北、华北、西南和东北等各大区域各新建 1 家营销子公司。

图 23、天舟文化营销网络布局


注：虚线框内为拟建项目

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

数据库营销、服务营销、活动营销多管齐下，最大化品牌影响力。公司同时具备系统销售、经销和政府采购三种不同营销能力，并能根据不同类别图书产品选择不同营销模式进行快速推广和销售，应用数据库营销、活动营销等多种营销手段。此外，通过参加北京图书订货会、北京国际图书博览会，以及各类专业出版社订货会进行产品的营销推广。

表 8、公司推行的营销手段及效果点评

营销种类	营销手段	点评
数据库营销	教师、学生、家长和经销商数据库	通过分析其地区人口结构特征和购买行为，寻找优质的目标客户
服务营销	课题营销	以课题立项广泛吸纳学校和实验教师，以课题成果实现教辅内容的深度开发，既保证了图书质量，也促进了图书的销售
	“红魔英语”讲师团	通过教研机构、英语一线教师课堂推广，增加公司市场份额和销售
	为终端书店提供产品销售指导	帮助中小书商进行产品特色培训，并指导配送，有效提高书商的销售业绩和能力
活动营销	开展公益赠书活动	品牌形象打造
	“1 影响 100”小读者记者站	在全国招募 2000 多名小记者，打造儿童话语权和世界观平台，以 1 个小记者影响周围 2 个班的学生来传播公司图书品牌，影响小读者人群超过 20 万人
	图书与游戏的结合	图书与游戏相结合，既能提高小读者阅读兴趣，还能进行益智训练

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

4、衍生品：多媒介传播，全版权运营，实现图书内容价值最大化

公司以内容和版权为核心，进行全媒介开发，建立网络、报纸、杂志、动漫、电影等多媒介、立体化、虚拟化的推广模式。将已经策划并受到市场认可的青少年阅读产品通过新型的载体和表现形式向市场进行推广。

与门户网站合作，提供在线阅读：先后与新浪、腾讯、盛大、3G 门户等各大互联网机构逐步开展青少年读物的网络阅读业务合作，以网络连载、作者专区等形式，逐步建立多渠道立体化的运营模式。

建立网络社区，促进互动交流：陆续建立了数据库全流程服务信息系统“天舟书吧”，“冒险小王子”官网、博客、QQ 群，“红魔英语互动空间”等网络平台。

将热销读物改编成影视作品，最大化内容价值：公司原创童话作品《冒险小王子》09 年 6 月上市，不到 1 年销量就突破 200 万册，截止 10 年 2 月创造了 0.11% 的市场占有率，更被评为“60 年中国最具影响力的 600 本图书之一”；09 年 10 月，公司以《冒险小王子》为核心，进行多媒介传播，将《冒险小王子》系列作品授权给湖南卫视用于动漫、电视、电影、游戏制作和发行。

表 9、公司进军数字出版、动漫、影视等领域，尝试全版权运营

合作方	合作内容	分成机制
	授权新浪将其部分作品以电子图书形式在全球范围内加工、销售和传播	A. 每季度产生的净收入总额大于等于 100 万，新浪获得净收入总额的 20% 作为平台使用费，华文俚制（公司全资子公司，负责少儿类图书的选题、策划、开发）获得净收入总额的 80%； B. 每季度产生的收益大于或等于 50 万元、小于 100 万元时，新浪获得净收入总额的 30% 作为平台使用费，华文俚制获得净收入总额的 70%； C. 每季度产生的收益小于 50 万元，新浪获得总收入 40% 作为平台使用费，华文俚制获得净收入总额的 60%。
	授权盛大对上海玄霆 33 部作品的非独家信息网络传播权	协议签订并交稿后 30 个工作日内，盛大旗下的上海玄霆一次性向公司旗下的华文俚制支付人民币 2.5 万元，后期收益超过 2.5 万元部分，双方各得 50%。
	将《冒险小王子》系列作品授权给湖南卫视节目公司用于动画、电视、电影、游戏制作和发行	A. 纯利润按湖南卫视 85%，发行人 15% 的比例进行分配； B. 湖南卫视与第三方投资合作，必须书面通知发行人，并不得影响其 15% 分配比率。
	《儿童频道图文书网络浏览业务合作协议》，该协议有效期为一年，现已履行完毕，双方正在商谈协议续签事项。	

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

四、业务分析：教辅收入占比大，英语学习类成长速度快，少儿类后续潜力大

公司收入由青少年类图书、社科类图书以及版税三部分构成，青少年类图书是公司收入主要来源，其中青少年类图书可细分为教辅类、英语学习类和少儿类。目前教辅类图书销售主要面向湖南省内，英语学习类、少儿类图书和社科类图书的销售主要面向全国。

08 年公司产品结构发生较大变化主要原因为：08 年新策划开发了英语学习类和少儿类系列读物，同时成功策划发行了《命运》等一批影响较大主旋律社科文艺类图书；

10 年上半年，湖南省内少儿类图书和社科类图书金额占比较大，主要原因为：公司在 10 年上半年积极参与“农家书屋”政府公共文化项目招标，通过政府采购实现销售收入为 4,379.88 万元，其中主要为少儿类图书和社科类图书。

表 10、公司主营业务收入在湖南省内和湖南省外的产品构成

项目		07N	08N	09N	10H1
湖南省内	教辅类	98.2%	66.9%	73.8%	40.2%
	青少年类				
	英语学习类		4.5%	4.7%	1.2%
	少儿类		2.1%	2.1%	19.3%
	社科类		1.5%	2.6%	15.9%
	版税收入		0.5%	1.2%	0.2%
省内小计		98.2%	75.4%	84.3%	76.9%
湖南省外	教辅类	1.7%	3.5%	2.0%	3.6%
	青少年类				
	英语学习类		6.5%	6.3%	2.7%
	少儿类		4.1%	3.8%	7.4%
	社科类	0.0%	10.6%	2.9%	7.0%
	版税收入			0.8%	2.5%
省外小计		1.8%	24.6%	15.7%	23.1%
主营收入合计		100%	100%	100%	100%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

1、教辅类图书：省内收入占比大，未来成长稳定

教辅图书收入主要来自省内，未来增长稳定。天舟教辅类图书以“天舟学练王”为主要品牌，于 09 年开始与人民教育出版社合作全新开发“人教版”《胜券在握》教辅图书系列。在教辅图书的内容开发上，坚持贴近课程标准，与各地课本紧密合作。公司聘请了“苏步青数学教育奖”获得者唐国庆担任天舟教育科技研究院院长，专攻中小学教育类图书开发。在教辅图书销售上，坚持立足湖南，逐步向全国教辅市场拓展。

表 11、公司教辅类图书销售码洋及市场占有率（单位：亿元）

年份	湖南教辅市场销售码洋	公司销售码洋	公司教辅码洋占有率
2007 年	16.9	1.7	9.7%
2008 年	18.9	1.7	10.9%
2009 年	19.3	2.2	11.3%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 24、公司中小学教辅系列图书《胜券在握》、《学练王》


资料来源：公司网站，招商证券研发中心

2、英语学习类图书：起步晚，但成长较快

市场占有率高。天舟英语学习类图书以《红魔英语》、《黑乎乎和粉嘟嘟》等适合 3~18 岁不同年龄段的英语课外辅导及兴趣读物系列为主。其中，《红魔英语》由中国教育学会外语专业委员会理事长、中央教科所外语中心主任、《走遍美国》和《英语教师》主编龚亚夫担任总编，拥有 5 个系列，200 多个品种的图书。创立 7 年来，红魔品牌图书累计销售超过 1000 万册。仅凭两年发展，09 年就推出该类图书 184 种，市场零售码洋 3,893 万元，市场占有率达 0.81%，排名第一的北京教育出版社仅有 5% 的市场占有率，有 277 家企业的市场占有率不足 0.1%，仅有 52 家企业市场占有率超过 0.5%，

成长速度较快。从上市时间来看，下述畅销系列最早的上市时间已经超过了十年，相对而言，公司“红魔英语”系列上市时间不长，销售品种数却达到 98 种，在 09 年英语学习图书市场上取得了 0.8% 的码洋占有率，对于一个刚投入市场两年的产品系列来说，其成长速度十分迅速。

表 12、“红魔英语”与市场上其他主要畅销产品对比（截止 10 年 2 月）

系列名称	上市时间	作者/公司	码洋占有率	品种数
1+1 轻巧夺冠优化训练	98.07	刘强等	1.1%	97
中华一题	98.10	薛金星等	0.2%	89
小学/初/高中英语基础知识手册	99.09	薛金星等	0.4%	7
中/小学教材全解	00.07	薛金星等	2.8%	184
倍速学习法、倍速训练法、教材知识详解、成功计划、一练通等	99.08	万向思维	1.6%	308
典中点	00.11	荣德基等	1.0%	104
特高级教师点拨	00.11	荣德基等 0.43	0.4%	76
荣德基剖析新课标新教材	05.08	荣德基等	0.2%	67
无敌英语语法	02.05	华克键等	1.6%	16
天利中高考考试	02.08	北京天利考试信息网	1.5%	104
王后雄学案	03.08	王后雄	1.5%	201
星火英语	04.05	山东星火	1.7%	203
仁爱英语	05.01	北京爱教育研究所	1.0%	52
曲一线科学备考系列	05.06	曲一线等	3.6%	91
闪亮英语系列	05.07	广州开心图书	1.0%	43
红魔英语系列	08.01	天舟文化	0.8%	98

资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

图 25、公司英语学习系列图书《红魔英语》



资料来源：公司网站，招商证券研发中心

3、少儿类图书：初具品牌化、系列化，奠定高速成长基础

少儿图书已经突破 100 种，初步品牌化、系列化。公司聘请著名文学批评家、《人民文学》主编李敬泽担任首席文学顾问，指导原创文学创作，两年时间形成了“原创新童话”、“阅读点亮童年”两大主导系列，涉及少儿科普、国学经典、少儿文学等众多少儿图书领域丰富产品线。

市场集中度仍很低，成长空间很大。09 年全国共有 525 家出版发行企业从事少儿图书的出版发行，其中市场占有率低于 0.1% 的就有 408 家之多，因此，公司 09 年 0.4% 的码洋市场占有率已经处于整个行业前端。

《冒险小王子》展示少儿图书品牌化潜力，未来高速增长可期待。公司在少儿市场的畅销品种主要是“原创新童话”系列中的《冒险小王子》系列。该系列作品于 2009 年 6 月上市，此后不断推出新品，到目前共有 8 个品种，销量已经突破 200 万册。

表 13、“冒险小王子”与市场上其他主要畅销产品对比（截止 10 年 2 月）

系列名称	首部上市时间	作者	码洋占有率	品种数
曹文轩纯美小说系列	97.12	曹文轩	0.3%	20
哈利·波特	00.09	J.K.罗琳	1.2%	7
少儿文学	01.01	海豚传媒	1.1%	224
世界文学名著宝库	01.03	海豚传媒	0.3%	40
少儿古典	02.08	海豚传媒	0.1%	3
少儿科普				
淘气包马小跳	03.07	杨红樱	1.2%	72
杨红樱校园小说系列	05.05	杨红樱	0.2%	3
超级版冒险小虎队	06.07	托马斯·布热齐纳	0.4%	10
少儿卡通类	07.04	童趣公司	1.4%	93
喜羊羊与灰太狼	07.11	童趣公司	0.4%	30
游戏益智类				
阳光姐姐小书房	07.06	伍美珍	0.6%	10
冒险小王子	09.06	周艺文	0.1%	8
首部儿童成长系列小说	09.08	曹文轩	0.0%	4

资料来源：开卷信息，招商证券研发中心

五、募投项目：夯实上下游环节，后续业绩增长有保障

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1,900 万股，拟募集资金 1.41 亿元，主要用于上游内容开发和下游发行网络建设以及企业信息化建设，包括上游的“天舟学练王”、“红魔英语”、“少儿图书”等几大图书品牌系列产品的内容开发，整合创意工作室、原创作家以及名师名校等资源；下游建立图书物流中心以及营销子公司等。

表 14、公司募投项目（单位：百万元）

项目名称	投资额
内容策划与图书发行项目	76.0
营销网络建设项目	33.2
管理信息和出版创意平台建设项目	32.0
其他与主营业务相关的营运资金	-
合计	141.2

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

1、整合上游内容资源：内容策划与图书发行项目

项目总投资额为 7,604 万元人民币，用于“天舟学练王”品牌系列内容开发、“红魔英语”品牌系列内容开发、“少儿图书”系列内容开发和内容设计制作设备购置 4 个子项目，以及相应的图书发行项目。对某一图书产品系列，公司通常采取“首次开发”与“升级改版”相结合的“持续开发”模式进行策划开发。其中“升级改版”是指对于公司现有产品，根据每年新课标变化、读者需求变化和使用过程中反映出来问题，公司选择市场前景好、比较畅销的产品不断进行补充和修订，以更好满足青少年读者需求，适应当前青少年读物图书市场对内容更新频率不断加快要求，以不断提升公司青少年图书品牌市场竞争力。

表 15、“内容策划与图书发行”项目各系列图书品种和未来销量

公司产品	教辅类	英语学习类	少儿类
首次开发（种）	52	31	16
2010E 升级改版（种）	45	0	36
销量（万册）	346.6	139	292
首次开发（种）	24	15	105
2011E 升级改版（种）	138	31	36
销量（万册）	864	226	804.5
首次开发（种）	0	10	13
2012E 升级改版（种）	162	46	157
销量（万册）	1,116	351	1,047
首次开发（种）	0	0	0
2013E 升级改版（种）	162	56	170
销量（万册）	1,596	416	1300

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

2、布局下游发行网络：营销网络建设项目

项目总投资额 3,320 万元，分两年投入，包括图书物流中心建设和营销子公司项目。图书物流中心项目拟将公司现有两个分散的库房库存全部集中，在长沙市先进物流园内租用大约 4,000 平方米库房进行装修、配备基础设施，统一存放、配送和调度图书，使其具备高效储运、调度和图书物流集散能力，成为全公司唯一储运中心和调度平台。营销子公司项目是指公司拟建立省外和省内两级营销网络，省内子公司下不再设立独立经营实体，其营销活动开展由总公司直接管理；省外公司下可以设立三级经营实体，其经营实体管理权由总公司按照规定授权省外公司代为管理，同时向总公司承担相应职责。

表 16、设立营销机构对当地销售业绩的影响

业绩指标	设立一年以上市州（平均值）	未设立市州（平均值）
销售收入（万元）	1,123	148
对当地人均销售额（元）	2.03	0.36
对当地中小学生人均销售额（元）	16.33	2.71
销售额占当地居民文教娱乐消费支出总额的比重（%）	0.36	0.05

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

3、企业信息化建设：管理信息和出版创意支持平台建设项目

管理信息和出版创意支持平台建设项目投资概算为 3,200 万元，分 2.5 年投入。管理信息和出版创意支持平台，包括内部管理信息系统、外部业务支撑服务平台和领导决策支持平台三个大的模块。内部管理信息系统以内部员工使用为主，是封闭的内部管理信息系统。外部业务支撑服务平台包括营销支撑平台、出版创意平台和教育资源知识库等，主要为公司营销、选题提供数据、业务和素材支撑，为读者提供增值服务，是开放的对外平台。领导决策支持平台则是通过整合、分析、挖掘、公司全部信息系统的数据信息资源，为领导决策和公司战略规划提供数据和信息支撑。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预测公司 10~12 年主营业务收入增长率分别为 66.7%、50.8%和 47.0%，毛利率分别为 36.1%、35.7%和 35.8%，对应 EPS 分别为 0.39 元、0.53 元和 0.78 元。

表 17、盈利预测简表

分业务收入(百万元)	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E
青少年类	78	121	178	274	411	573	786
教辅类	63	99	119	148	193	247	296
英语学习类	10	14	17	26	40	60	89
少儿类	6	8	42	99	178	267	401
社科类	11	7	35	48	62	81	105
版税收入	0	2	4	6	9	12	16
收入合计	90	130	217	328	481	666	908
分业务收入增速	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E
青少年类	41.7%	53.9%	47.3%	53.9%	50.0%	39.7%	37.1%
教辅类	13.9%	56.8%	20.0%	25.0%	30.0%	28.0%	20.0%
英语学习类		44.5%	20.0%	55.0%	50.0%	50.0%	50.0%
少儿类		38.5%	450.0%	135.0%	80.0%	50.0%	50.0%
社科类		-34.1%	400.0%	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
版税收入			60.0%	50.0%	45.0%	40.0%	35.0%
收入增速	61.8%	45.5%	66.7%	50.8%	47.0%	38.4%	36.2%
分业务毛利率	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E
青少年类	39.6%	39.2%	37.9%	37.0%	36.9%	36.8%	36.8%
教辅类	38.5%	38.5%	38.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
英语学习类	47.9%	43.0%	42.0%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
少儿类	37.4%	41.4%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
社科类	28.1%	28.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
版税收入		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
总体毛利率	38.5%	39.8%	36.1%	35.7%	35.8%	36.0%	36.0%
EPS	0.19	0.26	0.39	0.53	0.78	1.08	1.47

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心

以下为主要业务预测：

教辅类图书业务预测：省内市场保持稳定成长，速度放缓，募投项目完成后，预计市场份额会有一定程度上升。省外市场随着营销分、子公司建立，营销力度的加大，与人教社、名师名校等合作，开发适合省外教材的辅导书，将会快速增长。

英语学习类图书业务预测：主要面向全国销售，目前省外销售收入超过省内。随着募投项目的落实，后续产品系列内容开发及持续更新，市场份额将由 09 年的 0.81%提升到 2%。受产品研发周期和推广时间进度限制，10 年增速较慢，11 年和 12 年将会有快速增长。

少儿类图书业务预测：从行业看，少儿类图书增速明显快于整体图书市场增速，目前在青少年三类图书中，少儿类图书收入占比最小，但未来成长最快。原因在于少儿类图书具有品牌化、产品系列化特点，目前公司已经形成了“原创新童话”、“阅读点亮童年”两大主导品牌，《冒险小王子》是原创新童话的主打作品，该书上市不到一年销量就突破200万册，获得很多奖项荣誉。因此，我们认为少儿图书业务前期品牌基础已经建立，后续快速增长有保障。

2、估值

综合相对估值和绝对估值，我们认为建议投资给予公司合理询价区间为 19~20 元。

相对估值：

统计 A 股上市的平面媒体类上市公司，10~12 年平均 PE 为 36 倍、31 倍、28 倍；鉴于公司作为第一家民营出版公司上市，凭借先发优势和资金优势，将积极进行产业链上游的兼并、整合，同时公司后续还有望进行跨媒介拓展，我们认为可给予公司 10 年 35~38 倍的 PE 估值，得到公司股价区间为 18.5~20.1 元。

表 18、可比 A 股传媒公司估值表

公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	评级
博瑞传播	19.0	0.58	0.68	0.79	33	28	24	强烈推荐-A
中南传媒	12.2	0.34	0.39	0.43	36	31	28	审慎推荐-A
时代出版	16.8	0.66	0.69	0.76	25	24	22	审慎推荐-A
出版传媒	11.1	0.27	0.32	0.34	41	35	33	审慎推荐-A
新华传媒	8.5	0.23	0.27	0.28	37	31	30	审慎推荐-A
皖新传媒	14.0	0.34	0.37	0.43	41	38	33	审慎推荐-A
行业平均 PE					36	31	28	

资料来源：招商证券研发中心

绝对估值：

我们通过 DCF 估值得到公司股价区间为 17.8~24.9 元，中值 20.8 元。

表 19、股价敏感度分析

初始股价=	20.8	WACC				
		8.9%	9.4%	9.91%	10.4%	10.9%
Growth	2.0%	22.5	20.3	18.5	16.9	15.5
	2.5%	24.0	21.6	19.6	17.8	16.3
	3.0%	25.9	23.1	20.8	18.9	17.2
	3.5%	28.0	24.9	22.3	20.1	18.2
	4.0%	30.6	27.0	24.0	21.5	19.4

资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	89	98	464	514	582
现金	46	43	372	374	376
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	22	26	43	65	95
其它应收款	3	2	3	5	7
存货	11	14	25	38	56
其他	6	12	21	32	47
非流动资产	21	20	66	60	54
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	20	19	65	59	53
无形资产	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
资产总计	109	118	530	574	636
流动负债	26	21	33	48	69
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9	9	17	26	37
预收账款	2	2	4	6	9
其他	15	9	12	16	22
长期负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
负债合计	26	21	33	48	69
股本	56	56	75	75	75
资本公积金	5	5	366	366	366
留存收益	18	35	55	83	123
少数股东权益	4	2	2	2	3
母公司所有者权益	79	95	496	523	564
负债及权益合计	109	118	530	574	636

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6	6	7	13	18
净利润		19	29	40	58
折旧摊销		0	4	6	6
财务费用		0	(1)	(1)	(1)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(27)	(33)	(45)
其它		(14)	1	1	1
投资活动现金流	0	(5)	(50)	0	0
资本支出		0	(50)	0	0
其他投资		(5)	0	0	0
筹资活动现金流	10	(2)	372	(11)	(16)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	19	0	0
资本公积增加		0	361	0	0
股利分配		0	(9)	(12)	(17)
其他		(2)	0	1	1
现金净增加额	17	(2)	329	2	2

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	92	132	219	331	486
营业成本	56	79	140	213	312
营业税金及附加	1	1	2	3	5
营业费用	8	13	22	33	49
管理费用	7	12	20	30	44
财务费用	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	0	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	26	35	52	77
营业外收入	0	0	2	2	2
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	20	25	36	53	78
所得税	5	6	7	13	20
净利润	15	19	29	40	59
少数股东损益	1	0	0	0	0
母公司所有者净利润	14	19	29	40	58
EPS (元)	0.19	0.26	0.39	0.53	0.78

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	52%	44%	67%	51%	47%
营业利润	4%	26%	37%	49%	48%
净利润	22%	36%	51%	36%	47%
获利能力					
毛利率	39.3%	40.1%	36.1%	35.7%	35.8%
净利率	15.5%	14.6%	13.2%	12.0%	12.0%
ROE	17.9%	20.2%	5.9%	7.6%	10.3%
ROIC	18.1%	19.9%	5.6%	7.3%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	23.5%	17.9%	6.2%	8.4%	10.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	4.7	14.2	10.7	8.5
速动比率	3.0	4.1	13.4	9.9	7.6
营运能力					
资产周转率	0.8	1.1	0.4	0.6	0.8
存货周转率	9.4	6.3	7.1	6.7	6.6
应收帐款周转率	6.8	5.5	6.4	6.1	6.1
应付帐款周转率	7.6	8.7	10.8	10.0	9.9
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.26	0.39	0.53	0.78
每股经营现金	0.09	0.07	0.09	0.17	0.24
每股净资产	1.05	1.27	6.61	6.98	7.52
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.16	0.23
估值比率					
PE	48.1	35.5	23.5	17.2	11.7
PB	8.6	7.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	77.8	61.9	40.7	27.4	19.2

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，招商证券研发中心研究副董事。2009 年、2010 年连续两年获得《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。