

天舟文化(300148.) 新闻出版行业

新股研究

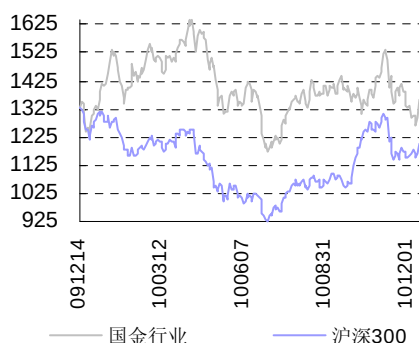
上市定价(人民币): 23.00-26.00 元

目标价格(人民币): 21.00-24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	21.88
发行 A 股数量(百万股)	19.00
总股本(百万股)	75.00
国金新闻出版指数	1360.67
沪深 300 指数	3269.47



首家上市的优质民营书商

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.254	0.361	0.402	0.599	0.743
每股净资产(元)	1.41	1.70	5.86	6.32	6.98
每股经营性现金流(元)	0.11	0.10	0.28	0.52	0.67
市盈率(倍)	N/A	N/A	54.37	36.53	29.45
行业优化市盈率(倍)	41.45	90.05	90.05	90.05	90.05
净利润增长率(%)	21.84%	42.41%	49.18%	48.84%	24.01%
净资产收益率(%)	17.98%	21.23%	7.35%	10.14%	11.38%
总股本(百万股)	56.00	56.00	75.00	75.00	75.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

■ 关键假设---青少年图书市场成长空间广阔, 公司业务拓展取得积极成效

- 鉴于我国青少年图书市场阅读人群的特点, 青少年图书市场需求相对刚性, 在我国图书市场中占有较高的地位; 我们预计, 青少年图书市场的增速将有望超越图书市场整体的增速, 面临较为广阔的市场空间。
- 在此次 IPO 完成后, 通过募投项目的实施, 可进一步壮大公司的内容策划能力和营销能力, 扩大业务规模和范围, 这对于公司长期增长预期的确立将起到重要的作用。

■ 我们与市场观点的不同之处---我们更加看好公司业内领先的运作模式、灵活的机制优势及其强大的市场营销能力

- 公司是业内为数不多的真正具备“策、产、销”一体化的民营企业, 机制灵活, 形成了“工业化流程、品牌化运作、多媒介推广”的业务运营模式。公司以市场为导向进行的行业资源整合, 确保了从上游内容创作到下游市场销售均与市场需求的一致, 从而提高了整个产业链的运营效率和利润水平, 这种面向市场需求形成的成熟的运作模式对于公司业务的长期发展, 不断提升其竞争能力起到非常重要的作用。
- 强大的市场营销能力, 公司作为全国 18 家拥有全国图书总发行资质的公司, 在多年的业务开展中积累了丰富的经验和强大的营销网络, 未来还将通过对营销网络的进一步设立使得公司的业务范围和效率得到更加有效的保证, 并且进一步强化公司的营销能力。

■ 估值与投资建议-未来 6~12 个月合理估值区间 21-24 元

- 我们认为, 此次公司 IPO 上市后, 将进一步强化自身的核心竞争力, 我们预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.402 元、0.599 元和 0.743 元。
- 鉴于公司所处行业的行业特点、公司的竞争优势以及未来几年的成长性, 我们综合 PE 以及绝对估值方法进行合理估值。我们以 2011 年募股资金见效后的盈利预测为基础, 判断公司未来 6~12 个月合理估值区间为 21~24 元, 对应 2011 年 35-40 倍 PE。

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
 (8621)61038204
 zhanglw@gjzq.com.cn

■ **主要风险－政策支持力度减弱，新媒体对传统媒体的冲击**

- 国家对民营企业政策的逐步放开是未来的发展趋势，但是图书出版行业毕竟是具有意识形态属性的重要产业，如果政策支持力度减缓导致公司在政府采购招投标上达不到预期，可能对收入产生一定的负面影响。
- 新媒体和数字出版技术对传统媒体形成了较大的冲击，如果公司无法把握这个趋势和潮流，实现公司业务与新媒体应用的融合发展，在新技术革命的背景下占领先机，则可能对公司的经营产生一定的影响。

内容目录

1. 盈利预测及说明	5
1.1. 预测假设及说明 - 青少年图书扩张成效显著，社科及版权收入稳步增长	5
1.2. 盈利预测	6
2. 估值及投资建议	7
2.1. PE 相对估值	7
2.2. DCF 绝对估值	7
2.3. 估值定价及上市定价	8
3. 公司概况：湖南省最大的民营图书企业	9
3.1. 湖南省优质的青少年民营图书公司	9
3.2. 股权结构	9
4. 行业背景分析：青少年图书市场空间广阔	10
4.1. 青少年图书市场：政策力度加大，市场空间广阔	10
4.2. 民营书商“夹缝”中求生存，青少年图书市场开启市场化之路	10
5. 主营业务：产品线丰富，拓展空间大，竞争优势明显	12
5.1. 多层次产品线支撑公司持续发展	12
5.2. 业内领先的运营模式，民营企业机制灵活	14
5.3. 进一步拓展营销网络开拓新的盈利增长点	15
6. 主要风险	15
6.1. 政策支持力度	15
6.2. 新媒体对传统媒体的冲击	16
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1: 青少年图书收入、成本详细预测假设(2007~2012E).....	5
图表 2: 社科类图书&版税收入盈利预测(2007~2012E).....	6
图表 3: 天舟文化业绩假设条件及盈利预测(2007~2012E).....	6
图表 4: 传媒行业重点上市公司估值一览表.....	7
图表 5: DCF 估值假设条件.....	7
图表 6: 天舟文化 DCF 估值表.....	8
图表 7: 公司策划发行的青少年读物主要产品.....	9
图表 8: 天舟文化 IPO 后股权结构.....	9
图表 9: 我国青少年图书市场预测.....	10
图表 10: 我国图书出版发行行业市场集中度低.....	11
图表 11: 全国十大民营实力机构.....	11
图表 12: 图书出版发行产业链.....	12
图表 13: 湖南省中小学学生人数变化.....	13
图表 14: 湖南省内中、高职人数变化.....	13
图表 15: 公司产品《红魔英语》系列.....	13
图表 16: 公司少儿类图书《冒险小王子》.....	14
图表 17: 公司策、产、销一体化的业务链条.....	15

1. 盈利预测及说明

1.1. 预测假设及说明 - 青少年图书扩张成效显著，社科及版权收入稳步增长

我们主要从以下几个方面对公司主业经营和财务状况加以考虑：

- **青少年图书：**（1）**教辅类：**募集资金到位后公司通过营销子公司的建设加紧对省内、省外教辅业务的拓展，省外扩张主要的方式是采用和人教版教材合作的方式，教辅类图书业务未来有望实现超越行业的稳步增长，我们预计 2010-2012 年增长率分别为 20%、20%、20%；（2）**英语学习类：**改版后的英语学习类图书市场效果好，可有效支撑该类业务未来几年的增长，同时公司加紧开发同考试大纲密切相关的英语学习类丛书，预计 2010-2012 年增长率分别为 40%、35%、30%；（3）**少儿类：**公司在少儿类图书领域的拓展速度非常快，开创了自身的品牌系列，未来还将通过不断的开发新产品、推动立体化多媒介开发来支撑少儿类图书未来的高增长；青少年图书的毛利率水平总体维持稳定。

图表1：青少年图书收入、成本详细预测假设(2007~2012E)

收入						
单位（万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
教辅类	5,535	6,305	9,885	11,862	14,234	17,081
增长率(%)		13.9%	56.8%	20%	20%	20%
英语学习类		985	1,423	1,992	2,689	3,496
增长率(%)			44.5%	40%	35%	30%
少儿类		553	765	3,366	5,049	7,069
增长率(%)			38.3%	340%	50%	40%
成本						
单位（万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
教辅类	3418.3	3878.9	6083.5	7295.1	8683.0	10419.6
增长率(%)		13.5%	57%	20%	19%	20%
英语学习类		513.3	811.2	1135.6	1506.1	1957.9
增长率(%)			58%	40%	33%	30%
少儿类		346.2	448.7	2019.6	2978.9	4241.2
增长率(%)			30%	350%	48%	42%
毛利率						
单位（万元）		2008	2009	2010E	2011E	2012E
教辅类	38.2%	38.5%	38.5%	38.5%	39.0%	39.0%
英语学习类		47.9%	43.0%	43%	44%	44%
少儿类		37.4%	41.3%	40%	41%	40%

来源：国金证券研究所

- **社科类图书&版税收入：**公司积极参与“农家书屋”工程竞标，未来几年该项目将为公司社科类图书的增长奠定坚实的基础，同时公司还将积极拓展社科类图书的领域开发新的产品，预计 2010-2012 年营业收入分别增长 400%，20%，20%；版税收入和图书的品种有一定的正比关系，目前占收入比重还较小，预计 2010-2012 年收入分别增长 50%，50%，40%。

图表2：社科类图书&版税收入盈利预测(2007~2012E)

单位(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
社科类图书						
营业收入	1.9	1075.4	709.1	3545.4	4254.4	5105.3
增长率(%)				400%	20%	20%
营业成本		773.5	504.6	2517.2	3020.6	3624.8
毛利率(%)		28.1%	28.8%	29%	29%	29%
版税收入		40.4	249.5	374.3	561.4	786.0
增长率(%)				50%	50%	40%

来源：国金证券研究所

■ **期间费用**：未来几年随着营业收入的增长，销售费用率和管理费用率呈现稳中略降趋势。

■ **实际税率**：10-12年的实际所得税率分别为25%，25%，25%。

1.2. 盈利预测

据测算，我们预测公司2010~2012年归属于母公司股东的净利润分别为3,018万元、4,492万元和5,571万元，分别较上年增长49.18%、48.84%和24.01%。按照发行新股后7,500万股的总股本计算，摊薄后每股收益分别为0.402元、0.599元和0.743元。

图表3：天舟文化业绩假设条件及盈利预测(2007~2012E)

(百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	60.44	91.63	131.52	211.40	267.89	335.38
教辅类	55.4	63.1	98.9	118.6	142.3	170.8
英语学习类	0.0	9.9	14.2	19.9	26.9	35.0
少儿类	0.0	5.5	7.7	33.7	50.5	70.7
社科类	0.0	10.8	7.1	35.5	42.5	51.1
版税收入	0.0	0.4	2.5	3.7	5.6	7.9
其他	5.07	2.04	1.20	2.00	2.00	2.00
营业总成本	41.05	71.42	105.95	171.69	208.52	261.62
营业成本	34.20	55.61	78.76	130.17	162.39	202.93
教辅类	34.2	38.8	60.8	73.0	86.8	104.2
英语学习类	0.0	5.1	8.1	11.4	15.1	19.6
少儿类	0.0	3.5	4.5	20.2	29.8	42.4
社科类	0.0	7.7	5.0	25.2	30.2	36.2
其他	0.0	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
综合毛利率	43.42%	39.30%	40.11%	38.42%	39.38%	39.49%
营业税金及附加	0.9	1.1	1.3	2.3	2.9	3.7
营业税金及附加比率	1.47%	1.17%	1.01%	1.10%	1.10%	1.10%
主营业务利润	25.35	34.94	51.42	78.90	102.55	128.75
销售费用	3.6	8.2	12.7	20.1	24.1	30.2
销售费用率	5.97%	8.93%	9.64%	9.50%	9.00%	9.00%
管理费用	4.8	6.6	11.6	18.0	21.4	26.8
管理费用率	7.87%	7.17%	8.82%	8.50%	8.00%	8.00%
财务费用	0.0	-0.1	-0.3	-0.9	-3.4	-3.0
资产减值损失	-2.4	0.1	1.9	2.0	1.0	1.0
营业利润	19.39	20.20	25.57	39.71	59.37	73.75
加：营业外收入	0.00	0.03	1.05	1.00	1.00	1.00
减：营业外支出	2.14	0.09	0.27	0.20	0.20	0.20
利润总额	17.26	20.14	26.35	40.51	60.17	74.55
减：所得税	5.59	5.06	5.97	10.13	15.04	18.64
实际所得税率	32.40%	25.11%	22.66%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	11.67	15.08	20.38	30.38	45.12	55.91
减：少数股东损益	0.00	0.90	0.15	0.20	0.20	0.20
归属于母公司所有者的净利润	11.66	14.18	20.23	30.18	44.92	55.71
增长		21.65%	42.63%	49.18%	48.84%	24.01%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.155	0.189	0.270	0.402	0.599	0.743

来源：国金证券研究所

2. 估值及投资建议

2.1. PE 相对估值

出版发行行业属于传统的媒体企业，未来的增长点更多的体现在新业务模式的开拓方面所取得的积极成效，公司作为民营书商，凭借灵活的机制优势有望获得超越行业的高增长，通过募投项目的实施进一步增强其核心竞争力，奠定其内生性增长的基础。从 A 股传媒企业来看，从事文化传媒类的上市公司 2010 年的平均市盈率达到 51 倍，中值也在 45 倍，而出版发行类企业 2010 年平均估值为 36 倍，2011 年为 32 倍，传媒行业以及出版发行子行业的整体估值水平对天舟文化具有一定的参考性，考虑到民营书商的高成长性、机制优势等，我们认为公司可以享受高于出版行业的平均估值水平，公司的合理价值区间为 21-24 元，对应 2011 年 35-40 倍 PE。

图表4：传媒行业重点上市公司估值一览表

代码	公司名称	价格	总市值	EPS				PE				PB	EV/EBITDA	投资建议
		2010-12-13	(亿元)	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	最新	2010	
广电/有线网络														
600037.SH	歌华有线	13.90	147.39	0.31	0.34	0.31	0.37	44.65	41.12	44.27	37.57	3.04	20.84	买入
002238.SZ	天威视讯	30.00	80.10	0.29	0.46	0.66	0.92	102.46	65.50	45.80	32.57	6.33	20.50	买入
600831.SH	广电网络	11.62	65.47	0.18	0.20	0.25	0.30	64.56	58.69	46.67	38.86	5.19	17.37	持有
000917.SZ	电广传媒	26.88	109.23	0.07	0.22	0.27	0.36	384.00	122.18	99.56	74.67	5.44		持有
300027.SZ	华谊兄弟	31.11	104.53	0.25	0.42	0.62	0.79	123.63	73.72	50.26	39.23	7.02		买入
600088.SH	中视传媒	16.83	55.78	0.35	0.26	0.30	0.35	48.71	66.00	55.36	48.09	5.88		持有
报纸经营、广告														
600825.SH	新华传媒	8.30	86.73	0.22	0.25	0.29	0.34	37.22	33.74	29.12	24.56	3.97	29.20	买入
600880.SH	博瑞传播	19.19	118.18	0.44	0.57	0.65	0.74	43.83	33.55	29.61	25.97	7.56	23.86	买入
000793.SZ	华闻传媒	5.80	78.89	0.12	0.17	0.18	0.19	48.05	33.55	32.79	29.74	3.27		持有
002181.SZ	粤传媒	14.70	51.47	(0.27)	0.40	0.41	0.42		36.75	35.85	35.00	4.28		买入
600386.SH	北巴传媒	10.62	42.82	0.29	0.37	0.45	0.56	36.62	29.02	23.60	18.96	3.59		买入
002400.SZ	省广股份	51.70	42.59	0.65	0.90	1.18	1.68	79.91	57.44	43.81	30.77	4.28	45.55	买入
图书出版发行														
601999.SH	出版传媒	11.26	62.03	0.23	0.26	0.28	0.32	48.96	42.81	39.65	35.19	4.07	55.62	买入
600373.SH	鑫新股份	17.25	32.34	(0.46)	0.60	0.75	0.90		28.75	23.00	19.17	43.24		买入
600551.SH	时代出版	17.23	72.63	0.58	0.65	0.70	0.81	29.71	26.51	24.72	21.32	2.80		买入
601801.SH	皖新传媒	15.11	137.50	0.30	0.33	0.36	0.42	56.71	45.24	42.44	36.15	4.11		持有
新媒体及其它														
300058.SZ	蓝色光标	36.99	44.39	0.40	0.64	0.91	1.22	42.67	58.16	40.83	30.44	5.14	28.58	买入
300071.SZ	华谊嘉信	35.00	18.11	0.49	0.65	0.83	1.06	34.82	53.68	42.42	32.93	4.46		买入
300059.SZ	东方财富	55.90	78.26	0.51	0.65	0.90	1.20	110.15	85.87	62.04	46.78	4.92		持有
综合														
600832.SH	东方明珠	9.30	296.33	0.14	0.21	0.24	0.27	65.03	43.87	38.43	34.44	4.14	33.04	买入
000839.SZ	中信国安	13.29	208.38	0.39	0.29	0.39	0.75	33.93	45.53	34.36	17.77	3.63	22.26	持有
Median		16.83	78.26	0.29	0.37	0.41	0.56	48.71	45.24	40.83	32.93	4.28	26.22	
Average		21.52	92.05	0.26	0.42	0.52	0.66	75.56	51.51	42.12	33.82	6.49	29.68	

来源：国金证券研究所

2.2. DCF 绝对估值

图表5：DCF 估值假设条件

资产贴现率 Ka		股票贴现率 Ke	
行业 Beta	0.98	股本总额(百万股)	70.12
无风险利率	3.62%	股价	21.88
风险溢价	6.45%	股票市值	1,534.23
资产贴现率 Ka	9.91%	债务总额	0.00
加权平均资本成本 WACC		债务利率	6.57%
		实际税率	25.00%
			0
D/(E+D)	0.00%	股票 Beta	1.00
E/(E+D)	100.00%		
WACC	10.07%	股票贴现率 Ke	10.07%

来源：国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 22.33 元、19.95 和 20.53 元(见图表 6)。

图表6：天舟文化 DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	22.33	FCFE	20.53
WACC	19.95		

I、APV												
每股价值	22.33											
企业值	1,567.72											
股票价值	1,565.91											
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	10.38	4.40	14.70	34.22	47.25	64.19	80.24	106.00	130.10	164.57	2,895.18	3,551.23
ITS	0.04	0.13	0.22	0.30	0.39	0.48	0.56	0.65	0.74	0.82	14.48	18.81
PV(FCF)	9.45	3.64	11.07	23.45	29.46	36.41	41.41	49.77	113.63	116.96	1,125.23	1,560.47
PV(ITS)	0.04	0.11	0.16	0.21	0.24	0.27	0.29	0.31	0.00	0.00	5.63	7.25

II、WACC												
每股价值	19.95											
企业值	1,400.56											
股票价值	1,398.75											
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	10.38	4.40	14.70	34.22	47.25	64.19	80.24	106.00	130.10	164.57	2,818.88	3,474.93
PV(FCF)	9.43	3.63	11.02	23.31	29.24	36.09	40.99	49.19	54.85	63.04	1,079.75	1,400.56

III、FCFE贴现												
每股价值	20.53											
企业值	1,439.27											
股票价值	1,439.27											
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCFE	15.25	9.01	19.05	38.31	51.08	67.76	83.55	109.05	132.90	167.10	2,862.23	3,555.30
PV(FCFE)	13.86	7.44	14.29	26.10	31.62	38.10	42.68	50.61	56.03	64.01	1,096.36	1,441.08

来源：国金证券研究所

2.3. 估值定价及上市定价

权衡以上相对估值和绝对估值的结果，以 2011 年预测作为未来 6-12 个月目标定价的估值基础；公司未来 6~12 个月目标价为 21~24 元，对应 2011 年 35-40 倍 PE，结合近期以来上市首日新股的表现来看，我们认为，公司上市首日定价区间为 23~26 元。

3. 公司概况：湖南省最大的民营图书企业

3.1. 湖南省优质的青少年民营图书公司

天舟文化主要从事青少年读物的策划、设计、制作与发行业务，2009年销售码洋超过4亿元，是湖南省规模最大的民营图书企业，也是湖南省唯一一家具有全国总发行资质的民营企业。近年来公司主营业务增长迅速，2007年、2008年、2009年和2010年1-6月，公司实现的主营业务收入分别为5,537.5、8,957.9、13,031.5和9,787.3万元，平均年增长率为53.40%；经过持续的培育、积累与创新，目前公司策划发行的青少年读物已经形成了3个类别（教辅类、英语学习类、少儿类）主要6个系列的图书产品，涵盖了从3岁到20岁的目标青少年读者。近几年平均每年策划的图书超过500种，年均销售图书超过3,000万册。

图表7：公司策划发行的青少年读物主要产品

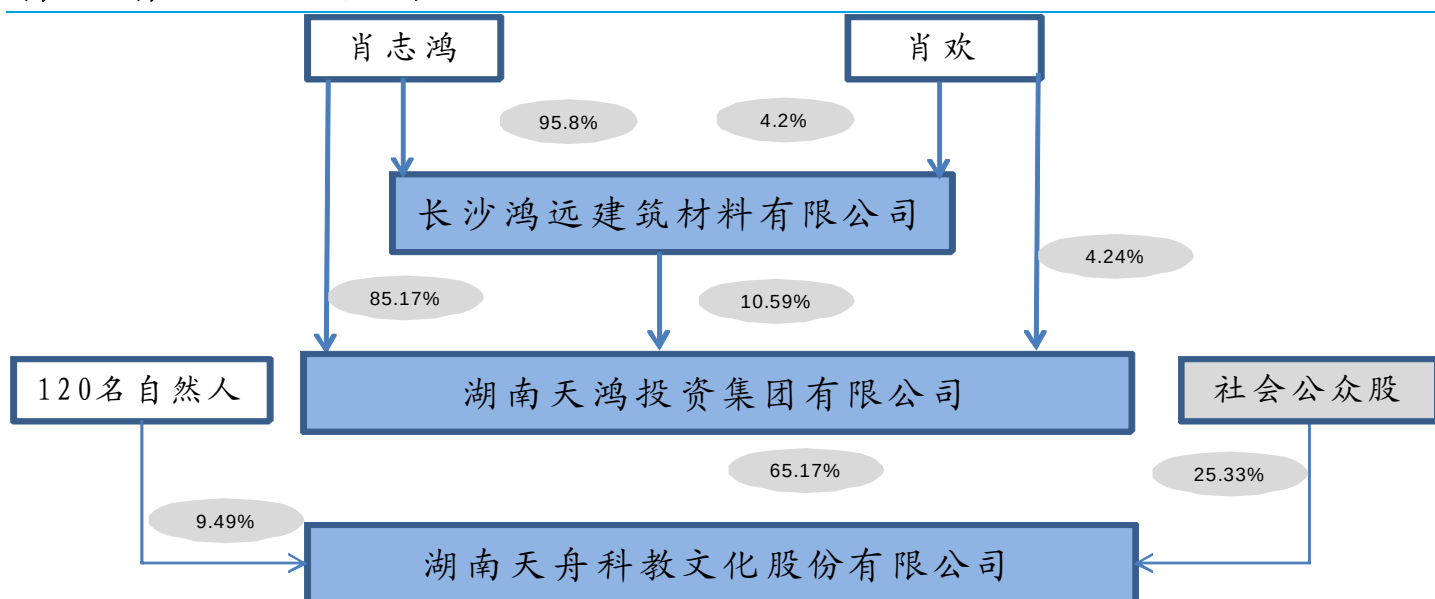
产品分类	主要产品系列	适用年龄段
教辅类	中小学教辅系列	小学、初中、高中
英语学习类	“黑乎乎和粉嘟嘟”系列	3-7岁
	“红魔英语”系列	7-18岁
少儿类	“阅读点亮童年”系列	7-14岁
	“原创新童话”系列	7-14岁
	“青春文学”系列	14-20岁

来源：招股意向书，国金证券研究所

3.2. 股权结构

公司本次 IPO 计划发行 1900 万股，占发行后总股本的 25.33%，发行后总股本为 7500 万股；公司实际控制人为肖志鸿先生，拥有发行后总股本 65.17%，另外 120 名自然人股东拥有发行后总股本 9.49%。

图表8：天舟文化 IPO 后股权结构



来源：招股意向书，国金证券研究所

4. 行业背景分析：青少年图书市场空间广阔

4.1. 青少年图书市场：政策力度加大，市场空间广阔

- 文化体制改革推动文化产业化的进程不断加快，在扶持国有出版发行集团作强作大的同时，对民营企业的限制也逐步减少，“十二五”规划中明确提到了扶持民营创意产业、鼓励创新，我们预计原有的监管可能会适度放松，如审核环节简化，民营创意企业的强大有利于增强文化产业的活力和创新能力。
- 青少年图书市场在我国图书市场地位显著，未来5年有望实现较快增长

青少年图书在中国图书市场中占有非常重要的地位，20岁以下的青少年是图书阅读的主要群体，也是我国图书市场消费的主体，以青少年为读者的青少年类图书在中国图书市场上占有非常重要的地位。近年来，青少年图书市场规模不断扩大，根据开卷信息全国图书零售市场观测系统数据，2009年青少年类图书占整体图书市场的码洋比重达到33.37%，销售品种数为261,795种，销售品种比重为26.29%，册数比重接近50%。

青少年图书市场维持较快增速，在我国图书零售市场上，青少年图书市场一直保持较快的增长速度，今年来一直维持接近2倍于图书市场的增长速度，在我国图书零售市场上，2008年青少年图书同比增长率达到8.94%，2009年为7.63%，考虑到未来20岁以下青少年读者比例的上升，青少年图书的需求相对刚性，未来青少年图书市场的前景可观；根据开卷信息对青少年图书零售市场未来五年容量预测，未来五年青少年图书销售码洋年均增长率9.95%，同时，未来的阅读方式向新兴媒体扩展将形成一种重要的趋势。

图表9：我国青少年图书市场预测

时间	图书市场销售码洋预测	青少年图书市场销售码洋预测	教育类图书市场销售码洋预测	少儿类图书市场销售码洋预测
2010	336.47	114.85	67.4	44.16
2011	361.7	126.28	72.67	50.61
2012	388.82	138.85	78.36	58.01
2013	417.97	152.67	84.49	66.48
2014	449.31	167.86	91.11	76.2
年均增长率	7.50%	9.95%	7.83%	14.61%

来源：开卷信息，国金证券研究所

4.2. 民营书商“夹缝”中求生存，青少年图书市场开启市场化之路

- 图书出版行业市场参与主体多，集中度低，而民营书商大多定位于细分市场

在我国图书出版发行行业，参与竞争的企业数量众多，总体上呈现以国有资本为主，但民营企业在内容策划与发行销售环节表现优异、成长迅速。从码洋占有率分布来看，各企业的市场占有率极度分散。码洋占有率超过3%的出版发行企业仅有两家；码洋占有率在2%~3%之间的有6家；有388家出版社的码洋占有率甚至不足0.1%。因此，图书市场参与者众多，领先企业之间市场份额差距不大，竞争非常激烈。2009年前五名企业均为国有出版集团，其销售码洋占有率之和仅为14.47%，市场集中度低，还没有形成有绝对控制力的领先者，未来具有非常大的市场空间。

而民营书商大多定位于细分市场，形成自身的经营特色，在自身经营领域凭借灵活的机制优势和积极的市场开拓形成自身的优异的策划能力和市场洞察力，正式民营书商的生存之道。

图表10：我国图书出版发行行业市场集中度低

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	6.52
2	吉林出版集团	长春	全国	3.91
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	2.68
5	北京出版集团	北京	全国	2.36
6	上海世纪出版股份有限公司	上海	全国	2.25
7	湖北长沙出版集团	武汉	全国	1.59
8	辽宁出版集团	沈阳	全国	1.57
9	中国科学出版集团	北京	全国	1.56
10	陕西出版集团有限责任公司	西安	全国	1.55
前10名出版集团合计				26.69

来源：开卷信息，国金证券研究所

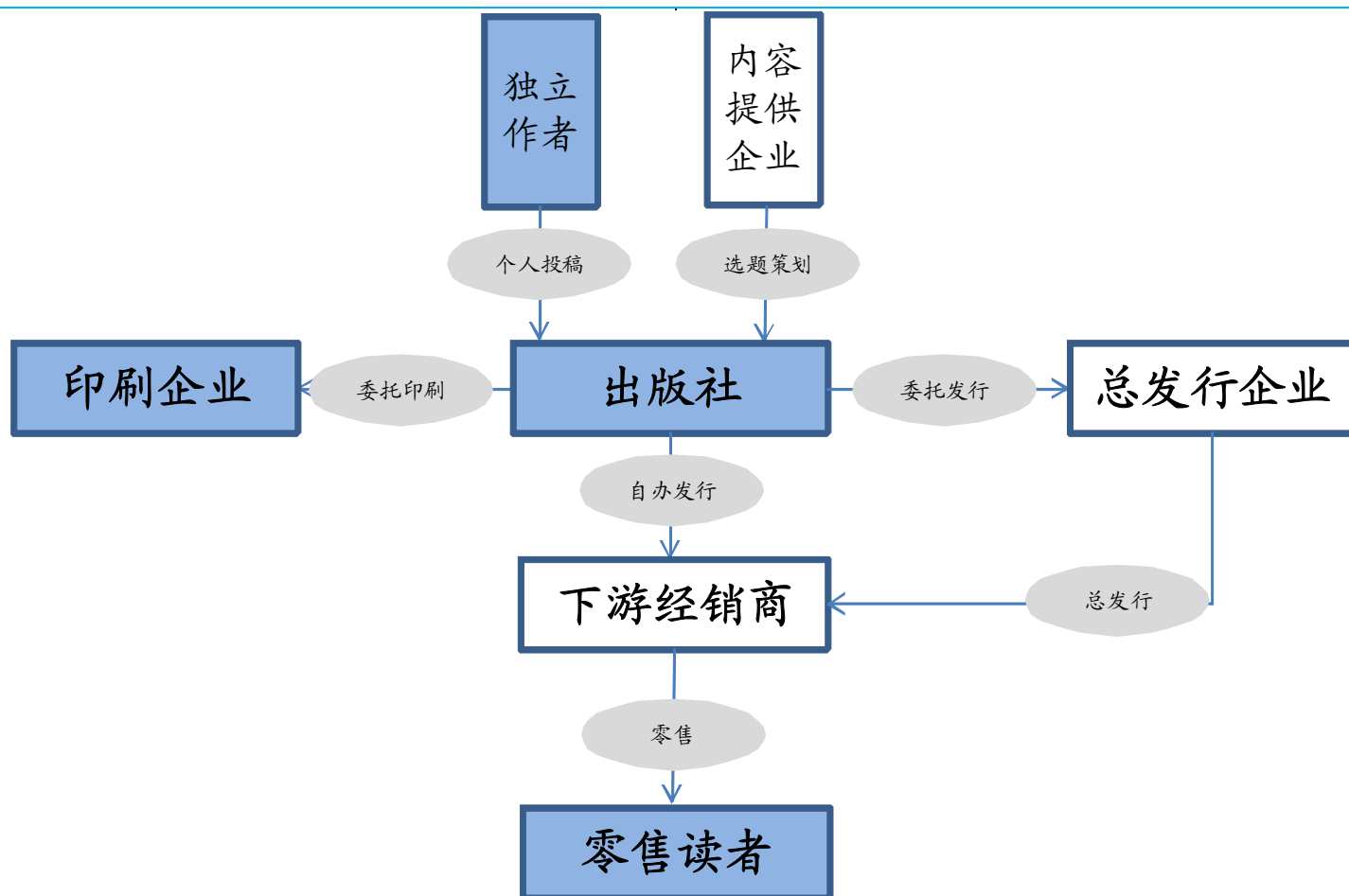
图表11：全国十大民营实力机构

序号	名称	地点	业务区域	业务模式
1	山东世纪金榜书业有限公司	淄博	全国	教辅策划和发行
2	志鸿教育集团有限公司	北京	全国	基础教育研究、图书策划发行
3	江西省赣江文化发展有限公司	南昌	全国	大中专教材发行、图书选题出版策划、项目管理资讯、会展服务
4	山东星火国际传媒集团	济南	全国	图书、培训、远程教育、版权贸易、数字出版
5	江苏可一出版物发行集团	南京	全国	图书策划与直营连锁销售
6	北京曲一线图书策划有限公司	北京	全国	教育图书策划、组稿、编辑、发行
7	江苏春雨文化教育传播有限公司	南京	全国	教育图书策划、研发与发行
8	上海钟书实业有线公司	上海	全国	图书策划、图书及办公用品批发、零售
9	北京九州英才图书有限公司	北京	全国	教育出版物
10	本公司	长沙	全国	青少年读物策划、设计、制作与发行

来源：开卷信息，国金证券研究所

目前我国青少年图书出版发行行业正处于市场化发展的初期。一方面，在内容策划环节，民营企业数量多、规模小。大多数内容策划商仍然处于作坊式的简易运作模式，没有形成较完善的产业化运作体系和持续开发能力。另一方面，在发行环节，传统的国有大型出版集团和新华书店处于向市场化转变的过程中，传统的教材、教辅图书依然是其主要的利润来源；总体上来看，青少年图书出版发行行业的市场化的运作模式刚刚在行业内形成，行业市场化程度相对不高。

图表 12: 图书出版发行产业链



来源：招股意向书，国金证券研究所

5. 主营业务：产品线丰富，拓展空间大，竞争优势明显

5.1. 多层次产品线支撑公司持续发展

公司构建了一条品种丰富、结构清晰、能有效支撑公司持续发展的多层次产品线，以中小学图书系列教辅图书作为公司未来稳健成长的产品、以英语学习类图书作为带动利润快速成长的产品、以少儿类图书作为公司倡导少儿“立体阅读”、进入跨媒介发展的突破性产品，同时积极向社科图书领域延伸，多层次的产品线将支撑公司未来的可持续发展。

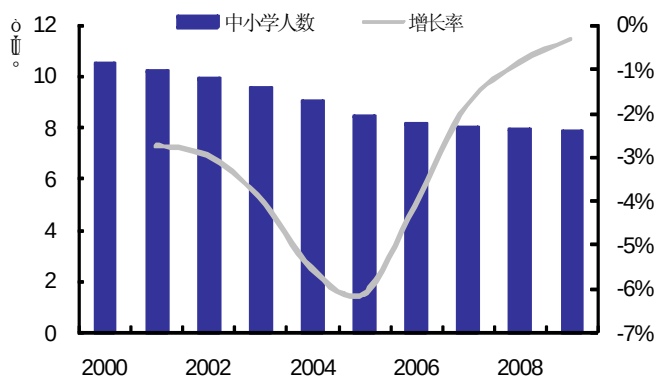
5.1.1. 教辅类图书：省内省外合力拓展，空间广阔

公司教辅类图书主要针对湖南省各地中小学学习使用，以“天舟学练王”为主要品牌，编者来源于湖南各大名校的学科带头人，有效保证了“天舟学练王”作为湖南省教辅市场的一线品牌的品质和影响力。教辅类图书主要通过系统销售实现，即每年春秋2季通过向中小學生或其家长征订的方式销售教辅图书。湖南省2009年教辅图书销售码洋大致为20亿左右，公司销售码洋2.17亿，公司教辅图书在湖南省的市场占有率约为11%，近年来湖南省中小學生总体人数有所下降，但减速在放缓，高中生和职业教育学生人数的增加将在一定程度上抵消中小學生人数下滑的压力，省内的教辅市场依然具有较大的拓展空间。公司计划在省内新建10家营销子公司，目前设立营销子公司或分公司的州市总共

有4家，这些地区教辅图书收入的贡献远远高于未涉足的州市。

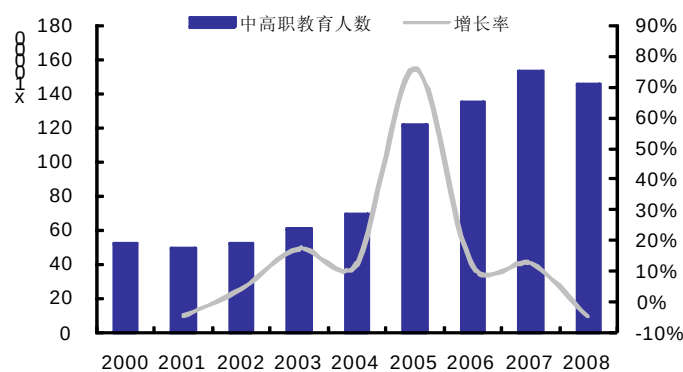
省外业务目前的收入占比较小，公司于2009年开始与人民教育出版社合作全新开发“人教版”《胜券在握》教辅图书系列，该书已于2010年7月开始投放市场，目前市场反映良好，基于人教版教材在全国教材市场的份额超过50%，该系列产品有望成为公司推动省外教辅业务的重要力量。

图表13：湖南省中小学学生人数变化



来源：国金证券研究所

图表14：湖南省内中、高职人数变化



5.1.2. 英语学习类图书：新产品开发成效显著，地域扩张突破值得期待

公司英语学习类主要有《红魔英语》系列，在英语学习类图书市场上，民营书商参与者众多，市场高度分散；公司的《红魔英语》系列自2008年上市，成长十分迅速，2009年公司英语学习类图书在全国零售市场的占有率达到0.81%，英语学习类图书可以突破传统教辅图书的地域性、季节性的限制，公司未来有望在地域扩张上取得有效突破。

为了提高该产品在全国的销售量，公司致力于原版图书的改版，同时暂停了旧版图书的销售，因此今年1-5月没有英语学习类图书的销售收入，改版后的新产品已于2010年6月开始销售，当月销售量即达到70余万册，实现销售收入387万元，未来公司还将不断开发与考试大纲密切相关的应试系列产品，使得英语学习图书和教辅图书形成良好的互动。

图表15：公司产品《红魔英语》系列



来源：公司网站，国金证券研究所

5.1.3. 少儿类图书：市场定位和运作能力强，实行多媒介开发

公司于2008年进入少儿类图书领域，2009年销售额达到765万元，2010年上半年销售额超过2600万元，公司形成了“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100种产品，少儿类图书的突破充分显示了公司对市场精准的把握和强大的运作推广能力。通过开展各种有创意性的营销推广活动取得了积极的成效。

公司打造的《冒险小王子》系列作品于2009年6月上市，截至2010年2月，就以8本的品种达到0.11%的市场占有率，目前以每季度推出4本的速度，计划到2012年底共推出40本，目标销售量1000万册；另外，公司还围绕《冒险小王子》向不同形式的媒介延伸，例如开发相关的漫画书、科普读物，以及影视作品；此外，团队新作《魔法小公主》、《大嗓门滴滴》等原创新童话预计将在2011年开始陆续投放全国市场，从而奠定公司少儿类图书未来几年的高增长。

图表16：公司少儿类图书《冒险小王子》



来源：公司网站，国金证券研究所

5.1.4. 社科类图书：有效平滑业绩波动

通过介入社科类图书业务领域丰富公司的产品线，还可以平滑公司业绩的季节波动，公司2010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4380万元（其中2010年上半年社科类图书销售收入2235万元），预计社科类图书约占招标项目的三分之一，带动社科类图书实现跨越式的增长，同时“农家书屋”工程未来几年的图书需求量仍将保持稳定。

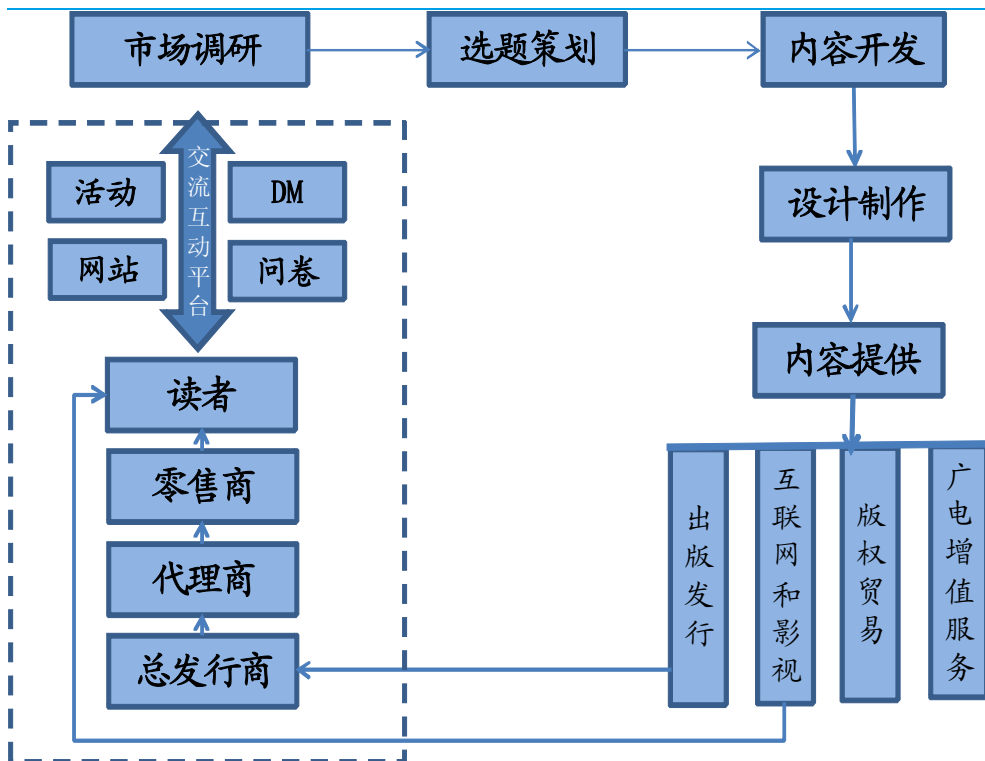
5.2. 业内领先的运营模式，民营企业机制灵活

公司是业内为数不多的真正具备“策、产、销”一体化的民营企业，形成了“工业化流程、品牌化运作、多媒介推广”的业务运营模式。公司以市场为导向进行的行业资源整合，确保了从上游内容创作到下游市场销售均与市场需求的一致，从而提高了整个产业链的运营效率和利润水平。

公司具有上游的内容策划和下游的市场营销两大优势核心资源，使得其在同出版社的合作过程中具备一定的优势；同时公司策、产、销三阶段相互协调运作，（1）营销网络定期反馈全面的市场信息，为主创团队提供及时的市场需求，保证主创团队的创作能够符合市场的需求；（2）公司的策划团队能够根据市场和客户需求，通过多种渠道为发行队伍组织图书货源，包括：代理其他企业的图书、修改自有图书、重新开发图书，甚至为客户进行定制开发，从而丰富了公司发行的图书品种，提高了公司的市场响应速度和服务层次，从而进一步强化了公司的营销推广能力。

公司凭借民营企业灵活的机制优势对市场反映速度快，在价格、售后服务以及操作的灵活性上都有比较优势，可以更好的满足需求；而且公司在民营图书企业中也具备明显的领先优势，尤其是在湖南省内。

图表17：公司策、产、销一体化的业务链条



来源：招股意向书，国金证券研究所

5.3. 进一步拓展营销网络开拓新的盈利增长点

■ 加紧营销网络拓展，奠定公司未来重要的盈利增长点

公司按照“做深做透省内市场、开拓全国重点市场”的战略布局，在湖南省内建立有3家营销分公司和1家营销子公司；2009年公司结合英语学习类和少儿类图书开发需求，开始向湖南省外拓展营销网络，并于2009年在南京开设了1家营销分公司，在广州设立了1家营销子公司。从公司的拓展经验来看，设立销售分公司或子公司的地区销售收入较没有设立分公司或子公司的地区销售收入差距非常显著。公司也正是以南京分公司为依托，快速打开了面向全国的少儿图书销售市场，成功推广了《冒险小王子》系列图书。

目前，公司已与全国300多家区域经销商建立了长期、稳定的合作关系，本公司策划发行的图书已进入了全国28个省市自治区的图书市场，未来几年，公司还将计划在湖南省内各地建立10家营销子公司，并在中南、西北、华北、西南和东北等各大区域各新建1家营销子公司，继续向全国进行推广，在全国范围内业务的开展有望奠定公司未来重要的盈利增长点。

6. 主要风险

6.1. 政策支持力度

国家对民营企业政策的逐步放开是未来的发展趋势，但是图书出版行业毕竟是具有意识形态属性的重要产业，如果政策支持力度减缓导致公司在政府采购招投标上达不到预期，可能对收入产生一定的负面影响。

6.2. 新媒体对传统媒体的冲击

新媒体和数字出版技术对传统媒体形成了较大的冲击，如果公司无法把握这个趋势和潮流，实现公司业务与新媒体应用的融合发展，在新技术革命的背景下占领先机，则可能对公司的经营产生一定的影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	60	92	132	211	268	335
增长率		51.6%	43.5%	60.7%	26.7%	25.2%
主营业务成本	-34	-56	-79	-130	-162	-203
% 销售收入	56.6%	60.7%	59.9%	61.6%	60.6%	60.5%
毛利	26	36	53	81	106	132
% 销售收入	43.4%	39.3%	40.1%	38.4%	39.4%	39.5%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-3	-4
% 销售收入	1.5%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-4	-8	-13	-20	-24	-30
% 销售收入	6.0%	8.9%	9.6%	9.5%	9.0%	9.0%
管理费用	-5	-7	-12	-18	-21	-27
% 销售收入	7.9%	7.2%	8.8%	8.5%	8.0%	8.0%
息税前利润（EBIT）	17	20	27	41	57	72
% 销售收入	28.1%	22.0%	20.6%	19.3%	21.3%	21.4%
财务费用	0	0	0	1	3	3
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-1.3%	-0.9%
资产减值损失	2	0	-2	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	19	20	26	40	59	74
营业利润率	32.1%	22.1%	19.4%	18.8%	22.2%	22.0%
营业外收支	-2	0	1	1	1	1
税前利润	17	20	26	41	60	75
利润率	28.5%	22.0%	20.0%	19.2%	22.5%	22.2%
所得税	-6	-5	-6	-10	-15	-19
所得税率	32.4%	25.1%	22.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	12	15	20	30	45	56
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	12	14	20	30	45	56
净利率	19.3%	15.5%	15.4%	14.3%	16.8%	16.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	12	15	20	30	45	56
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-2	3	4	4	4	5
非经营收益	1	0	0	-1	0	0
营运资金变动	-6	-12	-19	-13	-12	-15
经营活动现金净流	4	6	6	20	36	47
资本开支	-16	-7	-1	-12	-29	-29
投资	0	-1	-4	-1	0	0
其他	34	8	-1	0	0	0
投资活动现金净流	19	0	-5	-13	-29	-29
股权募资	47	10	1	294	-3	0
债权募资	0	0	0	305	0	0
其他	-48	0	-3	0	-10	-10
筹资活动现金净流	-1	10	-2	599	-13	-10
现金净流量	22	17	-2	605	-6	8

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	28	46	43	649	643	651
应收账款	19	25	28	43	55	69
存货	1	11	14	18	22	28
其他流动资产	20	6	12	22	26	32
流动资产	69	89	98	731	747	780
% 总资产	94.6%	81.2%	83.5%	96.1%	93.1%	90.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	4	20	19	16	34	49
% 总资产	4.8%	18.2%	16.1%	2.1%	4.2%	5.7%
无形资产	0	0	0	10	20	29
非流动资产	4	21	19	29	56	80
% 总资产	5.4%	18.8%	16.5%	3.9%	6.9%	9.3%
资产总计	73	109	117	761	802	860
短期借款	0	0	0	30	25	20
应付款项	8	23	18	26	33	41
其他流动负债	6	2	2	18	20	23
流动负债	14	26	21	74	78	84
长期贷款	0	0	0	5	10	15
其他长期负债	0	0	1	270	270	270
负债	14	26	21	349	358	369
普通股股东权益	58	79	95	411	443	490
少数股东权益	1	4	2	2	2	2
负债股东权益合计	73	109	118	762	803	861

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.000	0.254	0.361	0.402	0.599	0.743
每股净资产	1.162	1.411	1.702	5.855	6.318	6.982
每股经营现金净流	0.083	0.114	0.099	0.278	0.520	0.669
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	20.06%	17.98%	21.23%	7.35%	10.14%	11.38%
总资产收益率	16.05%	13.02%	17.12%	3.96%	5.59%	6.47%
投入资本收益率	19.58%	18.13%	21.62%	6.84%	8.90%	10.21%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	51.59%	43.54%	60.73%	26.72%	25.19%
EBIT增长率	N/A	18.86%	34.42%	50.47%	39.58%	25.83%
净利润增长率	N/A	21.84%	42.41%	49.18%	48.84%	24.01%
总资产增长率	N/A	50.25%	8.32%	549.04%	5.45%	7.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	53.5	66.8	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	4.0	38.9	58.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	30.3	48.3	42.1	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	21.2	79.1	52.2	31.6	48.9	56.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.48%	-54.95%	-44.74%	-148.72%	-136.53%	-125.11%
EBIT利息保障倍数	-361.9	-188.5	-92.5	-47.2	-17.0	-23.8
资产负债率	19.26%	23.54%	17.85%	45.84%	44.57%	42.85%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室