

买入 维持

天舟文化（300148）

2011 年 03 月 30 日

风华正茂，蓄势待发

传媒及互联网行业分析师：王茹远
SAC 执业证书编号：S0850210040002
wangry@htsec.com
010-58067935
联系人：白洋
baiyang@htsec.com
021-23219646

● 2010 年业绩概况：

2010 年收入 2.14 亿元，同比增 63%，净利润 3083 万元，同比增 52%，实现摊薄后 EPS 为 0.41 元，比业绩快报低 2 分钱，缘于业绩快报系初步核算，一些费用尚未确认。同时，公司拟每 10 股派现金红利 1.5 元（含税）并转增 3 股。

省外教辅、农家书屋、少儿图书助力公司迅速成长。2010 年公司青少年类图书收入 1.71 亿，同比增长 42%，社科类图书收入 3796 万，同比增长 435%。省外教辅、农家书屋、少儿图书是其主要增长动力，其中，省外总销售 6360 万，同比增长了 210%，我们推测教辅能占 6-7 成；以湖南省“农家书屋”为主的政府采购 5079 万元，同比增长了 168%；少儿类虽然基数较小，但增幅亦相当可观，仅去年上半年就增长了 242%。

大量政府采购拉低毛利率，但失之东隅，收之桑榆，费用率下降明显。由于毛利率低的“农家书屋”等政府采购增加，公司综合毛利率从 40%下降到 33%，但政府采购销售流程简单，且几乎不存在回款风险，相应各项费用也比较少，因此公司销售和管理费用率分别下降了 3 个和 2 个百分点，至 6.6%和 6.9%，营业利润率达 18%，同比仅降低 1.5 个百分点。

现金流情况良好，销售回款率上升，采购付款率下降。2010 年公司销售商品收到现金 2.36 亿，略高于销售收入，而应付账款 2114 万，较年初增加了 1199 万，主要是由于公司规模和影响扩大，从而更娴熟的运用信用权限，销售回款率上升而采购付款率下降。

● 2011 年展望：

教辅配套人教社教材省外扩张。2010 年省外扩张小有成绩，四川销售收入已过千万，河北省也超过 750 万。预计今年业务有望延伸至广西、山东等地。省外推广主要是出售给当地经销商，而非类似省内的“深耕式”推广，短期见效会比较快。虽然教辅市场存在一定区域性，但由于配套人教社教辅版本的通用性，未来仍有较大增长潜力。

少儿图书系列化、品牌化运作，持续热卖快速成长。《哈利波特》系列一连出了 7 本，《暮光之城》有 4 本，连手机游戏《愤怒的小鸟》都不断推出各个季节的版本，不难看出，少儿产品系列化不仅有利于塑造品牌，而且可以充分发掘用户的潜在价值。目前，公司少儿类旗舰产品《冒险小王子》17-20 册、“新秀”《大嗓门滴滴》1-4 册均已问世，后续还有大量的内容。同时，公司出资 490 万元与江苏凤凰文艺出版社有限公司共同投资设立江苏凤凰天舟新媒体发展有限公司（占注册资本的 49%），共同开发少儿图书；并计划投资 350 万元与马永杰（前浙江少儿出版社总编）、周舜培（前少年儿童出版社社长、总编）成立浙江天舟（持股 70%），从事少儿图书的开发、引进和发行。

农家书屋建设高峰，政府招标前景广阔。根据新闻报道，2011 年是农家书屋的建设高峰期，虽然公司在湖南省内面对中南传媒这样的重量级选手，但公司也一直组织专业团队重点跟进，做了充分的准备工作。在整个蛋糕增大的前提下，公司政府招标收入还是有一定保证的。

资源整合也是顺利成章。近日作家联盟与“百度文库”的版权之争凸显出图书行业上游内容制作方的脆弱，图书产业链中条块分割、高度分散，大量的民营工作室及内容创作方并不如想象中风光无限。天舟文化上市不仅具有标志性意义，也数起了民营的标杆，需要公司这样有资源、有力量的领先者去整合优秀的创作室和渠道资源。

● 盈利预测与投资建议：

我们预测公司 2011、2012 年的 EPS 为 0.61 元和 0.84 元。在当前的市场环境氛围中，存在一定估值压力，但作为国内民营图书首家上市公司，在中宣部、新闻出版总署、湖南省政府的支持下，在优秀的管理团队带领下，未来几年是打造规模的关键阶段，按目前的销售码洋，几年内尚不存在明显的瓶颈。预计未来通过内涵式增长和外延式扩张并举，有望继续保持高速增长，从而化解估值压力。维持“买入”评级。

● 主要风险：

新媒体对传统媒体的冲击；政府招标竞标情况。

表 1 天舟文化利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业收入	6044	9163	13152	21384	31667	44897
减：营业成本	3420	5561	7876	14379	20275	28646
营业税金及附加	89	107	133	221	327	464
销售费用	361	818	1267	1416	3008	4265
管理费用	476	657	1161	1468	2692	3816
财务费用	-5	-11	-29	-40	-851	-870
资产减值损失	-235	10	186	106	110	178
加：投资净收益	0	0	0			
二、营业利润	1939	2022	2558	3833	6105	8398
加：营业外收入	0	3	105	110	110	240
减：营业外支出	214	9	27	68	72	87
三、利润总额	1726	2016	2635	3875	6143	8551
减：所得税费用	559	506	597	738	1536	2138
四、净利润	1167	1511	2038	3137	4607	6413
归属于母公司所有者的净利润	1166	1421	2023	3083	4538	6317
少数股东损益	0	90	15	54	69	96
五、每股收益（元）	0.23	0.25	0.27	0.41	0.61	0.84

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：每股收益均按照当前 7500 万股本计算。

信息披露

分析师声明

王茹远：互联网与传媒行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：生意宝（002095.SZ）、北纬通信（002148.SZ）、拓维信息（002261.SZ）、焦点科技（002315.SZ）、神州泰岳（300002.SZ）、同花顺（300033.SZ）、东方财富（300059.SZ）、顺网科技（300113.SZ）、腾讯控股（00700.HK）、阿里巴巴（01688.HK）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。