

审慎推荐-A (维持)

天舟文化 300148.SZ

目标估值: NA
当前股价: 23.3 元
2011年4月10日

基础数据

上证综指	3,030
总股本(万股)	7,500
已上市流通股(万股)	1,900
总市值(亿元)	17
流通市值(亿元)	4
每股净资产(MRQ)	6.7
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	6.0%
主要股东	湖南天鸿投资集团
主要股东持股比例	65.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-28	-28
相对表现	-9	-38	-27



相关报告

- 1、《天舟文化省外拓展初见成效，多元化强化公司核心竞争力》
3/29/11
- 2、《天舟文化10年业绩强劲，未来发展具看点》
2/22/11
- 3、《天舟文化打造面向青少年的全版权内容领先提供商》
11/29/10

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

研究助理

杨仁文
yangrw@cmschina.com.cn

事件:

公司对外发布公告，拟使用募集资金 3,000 万元，在北京建立北京事业部；其中 2,610 万元用于北京事业部办公场地购置，390 万元用于人员招聘、流动资金等。

公司北京事业部主要执行面向全国市场的选题策划和经营管理两项职能，即整合北京地区优质出版资源，开发和维持全国性教辅品牌的战略合作伙伴，为公司内容研发提供支持；协调管理公司全资子公司北方天舟文化公司；对接公司原有募集资金投资项目——“红魔英语”、全国性教辅材料等内容策划工作；负责全国教辅市场（湖南省外）营销推广；负责国际版权贸易等相关业务的市场开拓。

点评:

公司在北京设立北京事业部，表明公司积极努力从湖南市场走向全国市场的进取心，我们对设立北京事业部的战略部署理解为“一个核心、三条主线”：

一、一个核心，即以“人力资本”为核心，进驻人才高地，聚集优秀图书主创人员和营销推广人才，打造明星产品，增大对终端的品牌“拉”力。

设立北京事业部：招募和集聚优秀的图书策划和营销人员，尤其是主创人员，集中优势资源打造明星产品，将会增大对终端的品牌“拉”力。根据公告，北京事业部人员规模将在 50 人左右。

背景：北京作为全国新闻出版发行中心，汇集了全国 1/4 以上的出版人才；公司作为民营图书策划发行企业，“重人力、轻资产”，只做图书策划和发行两大环节，具有典型轻资产运营特点，图书策划和营销人才是核心；而且，在公司各产品线的 4 大核心主创人员中，就有 2 位来自北京，龚亚夫（《红魔英语》主创人员，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）和李敬泽（公司首席文学顾问，《人民文学》杂志主编）。

二、三条主线，以上游内容资源、下游营销网络构建、周边版权运营为主线，在资源最为集中的北京设立事业部，更有利于打造面向全国的一流青少年图书内容提供商。

1、上游内容资源：维护、强化现有合作关系，开拓新合作对象和合作领域，深化名社、名校、名师合作模式。

设立北京事业部：1、强化现有合作关系，对接公司原有募集资金投资项目——“红魔英语”、全国性教辅材料等内容策划工作，加强与包括中央教科所、教育科学出版社等原有合作伙伴的合作；2、拓展新合作对象，整合北京地区优质出版资源，开发和维持全国性教辅品牌的战略合作伙伴，为公司内容研发提供支持；3、支持社科类图书产品线：协调管理公司全资子公司北方天舟公司，支持社科类图书产品线的策划、发行工作。

背景：北京是全国出版业最集中的城市，出版社总数占全国 40%以上，汇集了人民出版社、商务印书馆、三联书店、高教出版社、外研出版社等全国的大社、名社及其联带的作者资源和市场影响力；同时，公司原有募集资金投资项目“红魔英语”系列图书，内容合作伙伴是中央教科所外语教研中心、中国教育学会英语教学专业委员会，出版方是教育科学出版社，另外还有很多项目承担单位和合作伙伴、出版方分隔在湖南、北京两地，不利于图书策划活动开展。

2、下游营销网络：以北京为中心，整合全国营销网络，提升省外教辅市场收入占比。

设立北京事业部：负责全国教辅市场（湖南省外地区）营销推广，整合原有的全国 9 家分、子公司，4 个中心和 300 多个营销网点资源，实现省外教辅销售收入占比的快速提升。

背景：目前北京约占有全国图书市场 40%的份额，全国各地出版发行集团都纷纷北上，在北京建立分支机构，如广西师范大学出版社在北京成立贝贝特公司，长江文艺出版社成立北京发行中心，上海世纪出版集团成立世纪文景图书公司等，这些都已经成为全国性的知名品牌；相当一批外地民营图书公司，也将企业总部迁往北京或在北京开展业务，如山东世纪天鸿、广东天时音像、福建厦门光合作用书房等。

3、周边版权运营：利用原创版权优势，寻求版权运营合作对象，实现版权价值最大化利用。

设立北京事业部：1、负责国际版权贸易等相关业务的市场开拓，引进海外图书版权，探索版权资源出口业务；2、未来有望进一步进行内容的全媒介、立体式开发，实现内容价值最大化。

背景：北京作为全国的政治、文化、经济中心，聚集了全国最丰富的影视动漫和数字出版机构，新浪、腾讯、华谊、汉王科技等都在北京设立总部或区域运营中心。此前，公司已经与盛大等网络平台进行了图书内容的增值业务合作，以内容提供商的身份全面参与数字出版，与江苏凤凰出版集团共同开发的动漫、影视和网络游戏类图书产品，充分借助互联网、影视媒体全面开发原创图书的商业价值。

维持“审慎推荐-A”的投资评级：

公司此次公告拟在北京设立事业部，有望加快公司在全国市场特别是全国教辅市场拓展步伐。出于谨慎考虑，暂维持公司盈利预测不变，预测公司 11~13 年业绩分别为 0.58 元、0.83 元和 1.16 元，当前股价对应 11~13 年 PE 分别为 41 倍、28 倍和 20 倍，估值合理。

风险提示：

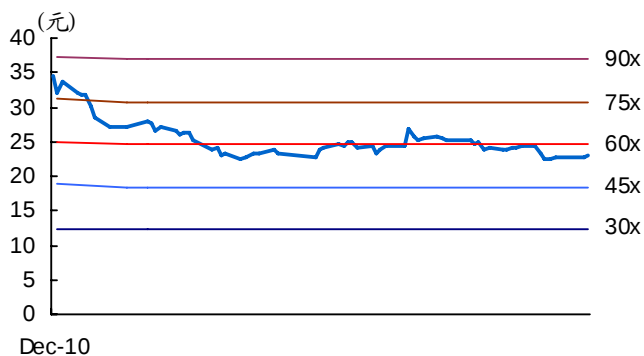
数字出版、新媒体业务快速发展对公司传统业务的冲击。

表 1、盈利预测简表

分业务收入(百万元)	09 年	10 年	11E	12E	13E	14E
青少年类	121	171	246	340	469	648
社科类	7	38	51	67	85	107
版税收入	2	5	9	16	29	54
收入合计	130	214	306	423	584	808
分业务收入增速	09 年	10 年	11E	12E	13E	14E
青少年类	53.9%	41.8%	44.0%	38.0%	38.0%	38.0%
社科类	-34.1%	435.3%	35.0%	30.0%	28.0%	25.0%
版税收入		85.2%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
收入增速	45.5%	64.0%	43.3%	38.0%	38.2%	38.5%
分业务毛利率	09 年	10 年	11E	12E	13E	14E
青少年类	39.2%	34.8%	35.5%	35.5%	35.5%	35.5%
社科类	28.8%	19.6%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
版税收入	100.0%	64.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
整体毛利率	39.8%	32.7%	34.0%	34.5%	35.1%	35.9%
EPS	0.27	0.41	0.58	0.83	1.16	1.65

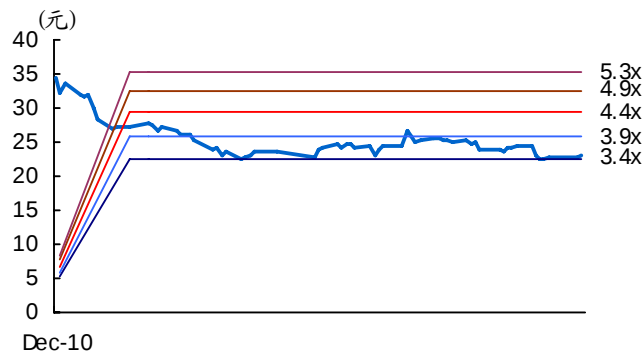
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 1、天舟文化历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、天舟文化历史 PB Band



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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	98	509	608	657	725
现金	43	451	476	476	476
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	26	29	60	83	114
其它应收款	2	2	5	6	9
存货	14	20	36	50	68
其他	12	8	30	42	57
非流动资产	20	25	18	16	62
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19	18	16	15	61
无形资产	0	1	0	0	0
其他	1	6	1	1	1
资产总计	118	534	626	673	787
流动负债	21	31	93	97	149
短期借款	0	0	47	35	66
应付账款	9	21	24	33	45
预收账款	2	3	6	8	11
其他	9	7	15	20	26
长期负债	1	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	1	0	0	0
负债合计	21	32	93	97	149
股本	56	75	75	75	75
资本公积金	5	365	365	365	365
留存收益	35	60	90	133	195
少数股东权益	2	2	3	3	4
母公司所有者权益	95	500	530	574	635
负债及权益合计	118	534	626	673	787

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6	37	(11)	32	49
净利润	20	31	43	62	87
折旧摊销	0	0	2	2	4
财务费用	0	0	2	2	3
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(60)	(34)	(47)
其它	(15)	6	2	1	1
投资活动现金流	(5)	(6)	5	0	(50)
资本支出	0	0	0	0	(50)
其他投资	(5)	(6)	5	0	0
筹资活动现金流	(2)	376	31	(32)	1
借款变动	0	0	47	(12)	31
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(13)	(19)	(26)
其他	(2)	376	(3)	(2)	(3)
现金净增加额	(2)	407	26	0	(0)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	132	214	306	423	584
营业成本	79	144	202	277	379
营业税金及附加	1	2	3	4	6
营业费用	13	14	21	30	41
管理费用	12	15	22	30	42
财务费用	(0)	(0)	2	2	3
资产减值损失	2	1	0	0	0
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	26	38	56	80	113
营业外收入	1	1	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	26	39	57	81	114
所得税	6	7	13	19	26
净利润	20	31	44	62	88
少数股东损益	0	1	0	0	1
母公司所有者净利润	20	31	43	62	87
EPS (元)	0.27	0.41	0.58	0.83	1.16

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	44%	63%	43%	38%	38%
营业利润	26%	50%	45%	44%	41%
净利润	43%	52%	40%	44%	41%
获利能力					
毛利率	40.1%	32.8%	34.0%	34.5%	35.1%
净利率	15.4%	14.4%	14.1%	14.7%	14.9%
ROE	21.2%	6.2%	8.1%	10.8%	13.8%
ROIC	20.1%	6.1%	7.7%	10.3%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	6.0%	14.8%	14.3%	18.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	7.5%	5.2%	8.4%
流动比率	4.7	16.3	6.6	6.8	4.9
速动比率	4.1	15.6	6.2	6.3	4.4
营运能力					
资产周转率	1.1	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	6.3	8.5	7.2	6.4	6.4
应收帐款周转率	5.5	7.8	6.9	5.9	5.9
应付帐款周转率	8.7	9.5	8.9	9.6	9.6
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.41	0.58	0.83	1.16
每股经营现金	0.07	0.49	-0.14	0.43	0.65
每股净资产	1.27	6.67	7.07	7.65	8.46
每股股利	0.00	0.00	0.17	0.25	0.35
估值比率					
PE	86.4	56.7	40.5	28.2	20.0
PB	18.3	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	84.4	56.2	35.8	25.6	17.7

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。