

2011年04月11日

TMT---传媒

证券研究报告--公司深度评级报告

收盘价(元): 22.92

目标价(元): 32.20

天舟文化(300148)

传统平面媒体中的青少年

投资评级: A--买入(首评)

TMT 消费组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

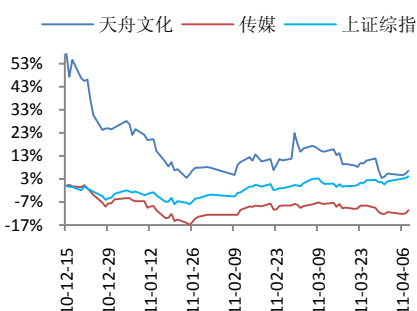
联系人: 陈筱

电话: 021-50122223

公司基本数据

总股本(万股)	7500.00
流通 A 股/B 股(万股)	1900.00/0.00
资产负债率(%)	5.95
每股净资产(元)	6.67
市净率(倍)	3.42
净资产收益率(加权)	29.07
12 个月内最高/最低价	35.28/22.19

股价走势图



相关研究报告

《寻找结构调整受益的领先者和超越者》

—2011 年 TMT 行业报告 2011 年 12.17

◎不同之处:

◆公司是传统平面媒体中的青少年。传统平面媒体的增长已近自然增速，但公司如传统媒体中的青少年一样高速增长。原因有三：1、公司重点切入的青少年出版业增速为传统媒体增速的两倍；2、灵活的民营机制使公司充满朝气和活力；3、袖珍规模预留公司的成长空间。

◆公司是网络新媒体的预备班。公司管理层已经意识到传统媒体成长的局限性，网络新媒体的平面化是公司当前卓有成效的尝试，而未来公司将已具有优势的平面媒体网络化则是公司长期成长的必由之路。

◎投资要点:

◆公司是湖南省最大的民营图书集团，拥有宝贵的总发行资质，是国内为数不多的真正做到“策、产、销”一体化的书商。公司青少类的三大类产品均显示了强劲的竞争力：教辅类产品是营收增长的坚实基础，英语类产品带来收入的高速增长，而少儿类产品将成为打造公司知名品牌的战略产品。此外，社科类图书和版税在政策的推动下也将是公司增长的重要动力。

◆目前公司的收入主要来自省内，但近年来自省外的收入高速增长，我们认为随着公司通用类教辅产品的陆续投放和省内外营销网络体系建成，特别是省外可为公司带来更快的业绩增长，公司在图书出版业中将脱颖而出。

◆我们预计公司 2011-2013 可实现收入分别为 3.21 亿、4.54 亿和 6.07 亿元，可实现净利润为 4905 万元、6907 万元和 9164 万元，对应 EPS 分别为 0.65 元、0.92 元和 1.22 元。认为公司 2011 年合理定价为 32.2 元，对应 2012 年 35 倍 PE 和为 0.7 倍 PEG 的估值，首次给予买入投资评级。

◎关键假设:

◆未来三年公司青少年图书有望保持 40% 的复合增长；社科类图书因政策推动增速可达 60%；版税收入因基数低持续高增长。综合毛利率、管理费率和管理费率与 2010 年持平，而财务费用由于现金流增加为负。

◎风险提示: 产品偏离市场、新媒体挤占和产权侵权或对公司不利。

	2009A	2010A	2010Q4	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	131.52	213.84	66.50	321.18	454.47	607.17
同比增速(%)	43.54	62.59	34.75	50.20	41.50	33.60
净利润(百万)	20.23	30.83	4.88	49.05	69.07	91.64
同比增速(%)	42.36	52.38	-49.93	59.09	40.82	32.69
毛利率(%)	40.11	32.76	27.00	32.90	33.00	32.90
每股盈利(元)	0.27	0.41	0.07	0.65	0.92	1.22
ROE(%)	20.99	6.24	0.97	9.32	11.78	14.00
PE(倍)	84.89	55.90		35.26	24.91	18.78

正文目录

1. 湖南省最大的民营图书商，持续高增长	4
1.1. 公司是湖南省最大的民营书商，股权激励充分	4
1.2. 总发行资质保证公司占据产业链的有利位置	5
1.3. 青少年读物构成收入主体，各分业务有望并驾齐驱	6
2. 借文化产业政策春风，青少年读物增长有望提速	6
2.1. 传统媒体增速提升，青少年读物空间更大	6
2.2. 新媒体技术兴起或为青少年读物带来更多机会	8
3. 三类业务齐头并进，策略灵活凸显民企优势	10
3.1. 面向市场，“策、产、销”一体化经验保领先	10
3.2. 业务各有千秋，三驾马车并驾齐驱	11
4. 图书业待整合，外省开辟或成就公司特色领域的整合者	16
4.1. 图书市场集中度低，未来面临整合	16
4.2. 湖南民营图书龙头，省内拓展仍有空间	17
4.3. 做透省内拓展全国，布局网点促营销	18
4.4. 内容升级，信息化改造，网点建设等多管齐下保增长	19
5. 盈利预测与估值	20
5.1. 核心假设	20
5.2. 财务预测	21
5.3. 可比公司估值比较	21
6. 风险分析	22

图表目录

图 1 公司发行前股权结构	4
图 2 公司近几年内的营收和净利快速增长	5
图 3 公司业务涵盖了策划、总发行与批发两个环节	5
图 4 图书出版行业各环节在产业链中的收入分配	5
图 5 1998-2008 年我国图书销售额（单位：亿元）	7
图 6 近几年我国通过零售渠道实现的图书销售额及增长率	7
图 7 青少年读者的人均阅读量最高	7
图 9 2009 年青少年图书零售市场占比	8
图 10 近几年内我国青少年图书市场规模及增长率	8
图 11 未来五年我国青少年图书市场预测（单位：亿元）	9
图 12 我国青少年图书市场空间较大（单位：亿元）	9
图 13 公司业务流程结构	10
图 14 公司的毛利率高于同行业其他上市公司	11
图 15 青少年读物的毛利率远高于社科类图书毛利率	11
图 16 2009 年教育类图书零售额占比	12
图 17 教育类图书增长有望保持在 8% 左右的水平	12
图 18 公司的教辅产品在湖南省内市场份额保持在 10% 左右水平	13
图 19 胜券在握有望成为公司打开省外教辅市场的法宝	13
图 20 公司的英语图书红魔英语系列有望成为公司未来几年内增长最快的产品	14
图 21 少儿图书市场未来增长远高于图书市场整体增速	15
图 22 公司少儿图书在竞争分散的行业中处于前端	15

图 23 《冒险小王子》在国内青少年图书市场份额不断提升	15
图 24 美国前十名的书商占据了 80%以上的市场份额	17
图 25 国内前十大出版集团仅占据了 26.5%的市场份额	17
图 26 湖南省青少年图书占全省图书市场规模（单位：亿元）	18
图 27 2009 年湖南省青少年图书市场结构（按品种）	18
图 28 2009 年湖南省少儿图书市场结构（按销售额）	18
图 29 湖南省青少年图书市场预测	18
图 30 省外销售占公司收入比重不断上升	20
表 1 公司的青少年读物产品列表	6
表 2 公司在湖南省设立的 14 个市州销售机构对业绩的影响	19
表 3 利润表（单位：百万元）	21
表 4 可比公司估值比较（4 月 11 日收盘价）	21

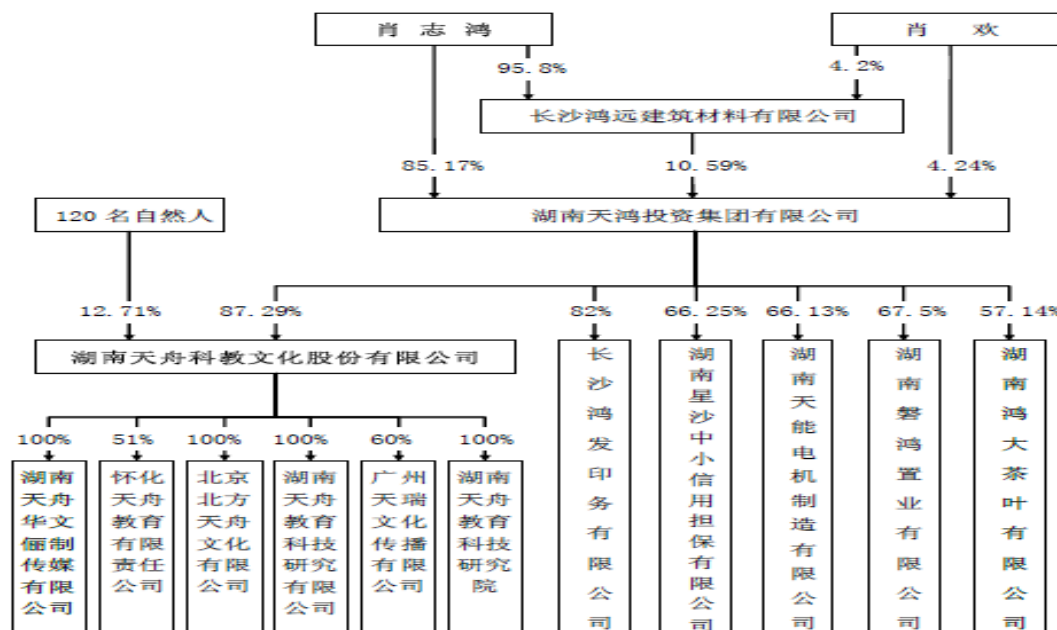
（本报告共有图 30 张，表 4 张）

1.湖南省最大的民营图书商，持续高增长

1.1.公司是湖南省最大的民营书商，股权激励充分

湖南天舟文化公司前身系湖南天舟科教文化拓展有限公司，2007 年公司整体变更为湖南天舟科教文化股份有限公司，目前注册资本为 7500 万元，实际控制人为肖志鸿。

图 1 公司发行前股权结构

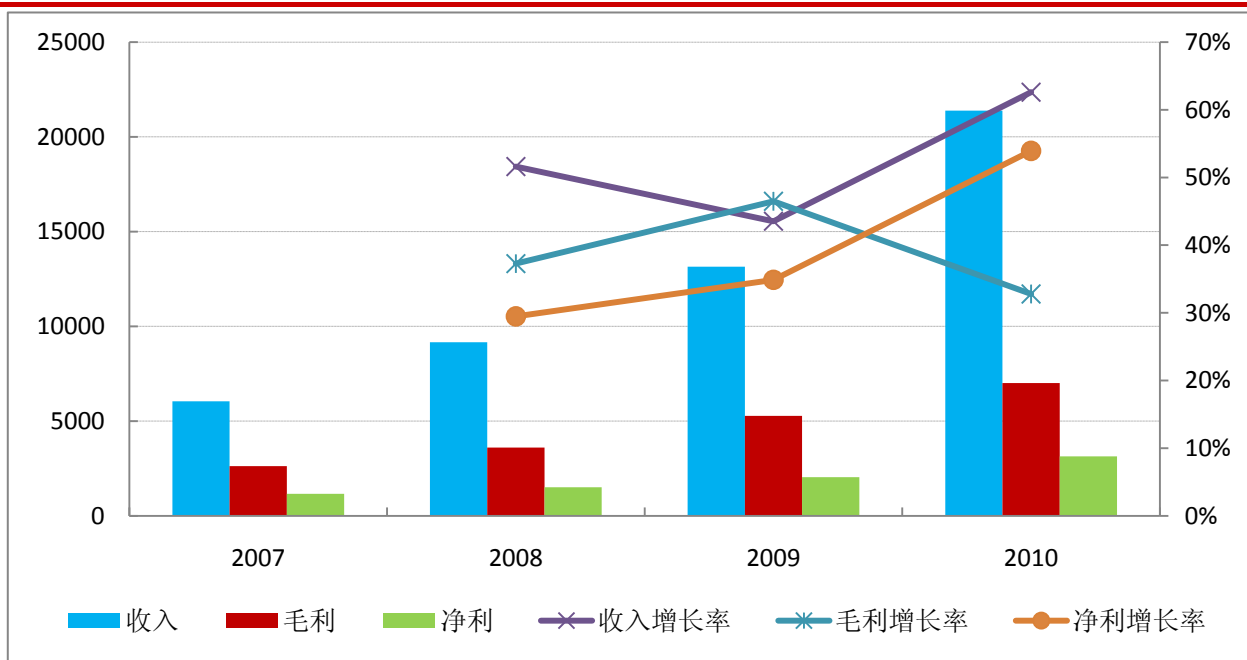


资料来源：公司公告，华宝证券研究所（注：肖欢系肖志鸿之女，公司目前公众股权占比为 25%）

对于处于产品种类不断丰富、销售规模不断增长、销售区域不断扩大的“策、产、销”一体化的文化创意企业来说，稳定的人力资源和专业人才十分重要。公司对高管团队和核心的技术人员（120 人）的股权激励充分，不但防止了人才流失，而且由于利益的一致性公司增长潜力充分挖掘，公司未来仍将保持其传统，高增长的概率极大。

2007-2010 年公司收入由 5537 万元快速增长到 2.14 亿元，复合增长率为 56.01%；归属母公司的净利润由 1166 万元增长到 3083 万元，复合增长率近 40%。公司已经成长为湖南省最大规模的民营图书企业。

图2 公司近几年内的营收和净利快速增长

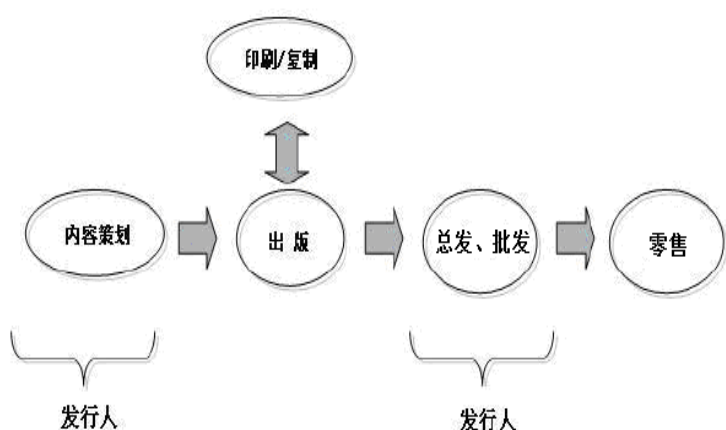


资料来源：公司公告，华宝证券研究

1.2.总发行资质保证公司占据产业链的有利位置

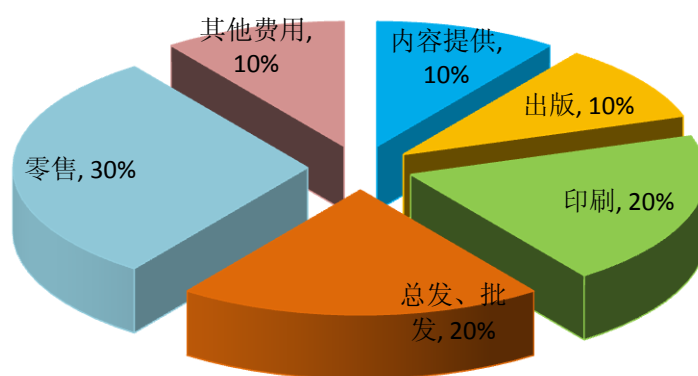
公司主要从事青少年图书的策划、设计、制作与发行业务。目前我国图书出版分为内容策划、印刷出版、发行与批发、销售四大环节，公司处于产业链的内容策划、总发行与批发环节（如图3所示），从图3可以看到，这两个环节产生的收入占据了整个图书出版发行行业30%左右的份额。

图3 公司业务涵盖了策划、总发行与批发两个环节



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图4 图书出版行业各环节在产业链中的收入分配



资料来源：开卷信息，华宝证券研究所

在我国图书出版各个环节中，内容策划主要由民营企业或者专业机构、工作室等形式存在，通过文化创意等方式向各大出版社提供服务，以收取固定的稿酬或按图书销售收入的一定比例收取版税。出版印刷则根据国家的政策，须由国有或国有控股出版集团提供服务。总发行环节是指由总发行商向出版社采购包销图书后向下游代理进行销售或由出版商直接发

行自己出版的图书。目前我国具有图书总发行资质的企业除了出版社、新华书店外，仅有包括公司在内的 18 家民营发行服务商具有图书总发行资质。公司这种总发行资质确保了公司在产业链中的有利位置。

1.3. 青少年读物构成收入主体，各分业务有望并驾齐驱

公司收入包括青少年图书、社科类图书和版税收入三大板块，其中，青少年图书占据了收入的主体，其 2007-2010 年收入占比分别为 91.6%、85.6%、91.8% 和 80.5%。在青少年读物类图书中，公司已经形成了 3 个类别（教辅类、英语学习类和 少儿类）、6 个主要系列的产品体系，产品涵盖了从 3 岁到 20 岁的目标青少年读者。

表 1 公司的青少年读物产品列表

产品分类	主要产品系列	适用年龄段
教辅类	中小学教辅类系列（天舟学练王）	小学、初中、高中
英语学习类	“黑呼呼与粉嘟嘟少儿英语”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
	“原创童话”系列	7-14 岁
	“青春文学系列	14-20 岁

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

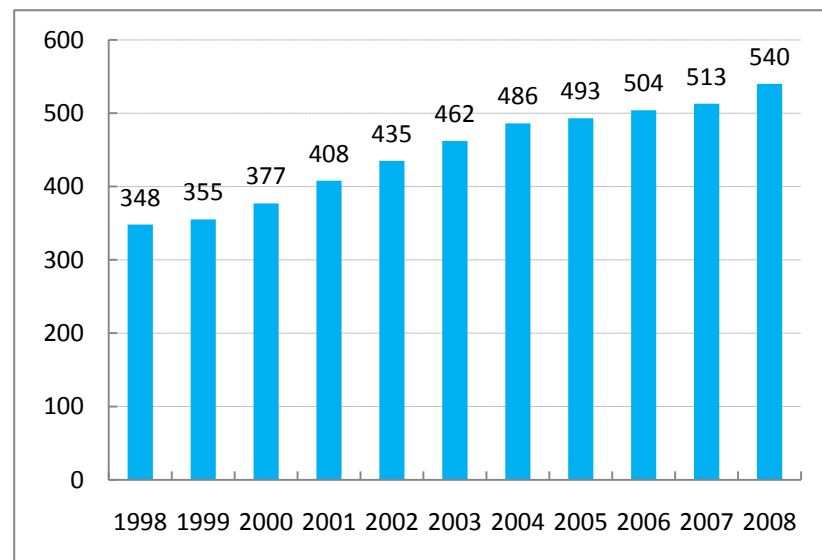
核心业务中，公司已经形成了以教辅类图书为基础，依靠英语学习类图书快速拉动营收，将少儿类图书作为战略成长产品的三类青少年读物并驾齐驱的产品结构。同时社科类图书在政策的推动下也有望持续高增长。

2. 借文化产业政策春风，青少年读物增长有望提速

2.1. 传统媒体增速提升，青少年读物空间更大

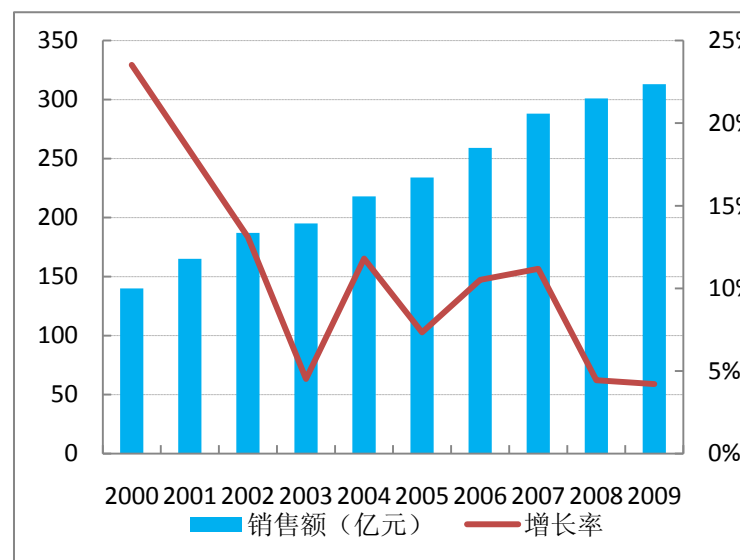
“十二五”推动文化产业成为国民经济支柱性产业的规划推动文化产业迎来成长的春天，大行业的复合增长将达 23%（年度策略测算）。我国图书销售和销售额增速将同步提升，因此相较于 08、09 年销售金额增长 4%-5%，传统媒体也将持续受益，销售规模有望超过 8% 的增长，恢复到 06、07 年的速度。根据国家新闻出版总署的统计数据，近十年来我国图书出版物市场保持了稳健的发展速度，年度出书品种数、初版图书品种规模逐年递增，图书行业销售码洋也取得了长足的发展。2008 年，全国共出版图书 275,668 种，其中初版图书 149,988 种，重版、重印图书 125,680 种，总印数 69.36 亿册（张），图书行业销售码洋 540 亿元。

图 5 1998-2008 年我国图书销售额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

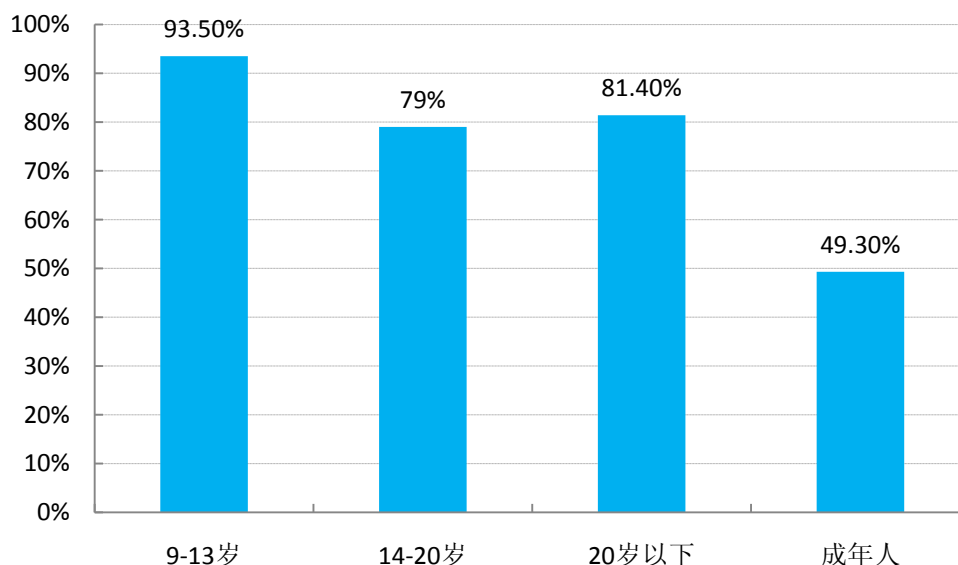
图 6 近几年我国通过零售渠道实现的图书销售额及增长率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

从人均阅读图书量来看，青少年读者是图书阅读和购买的主力军。“第六次全国国民阅读调查”结果显示，20 周岁以下未成年人的图书阅读率为 81.4%，远远高于成年人的图书阅读率（49.3%），其中 9—13 岁人群是阅读率最高的人群，达到 93.5%，人均阅读量为 6.98 本/人；14—20 周岁人群的阅读率是 79%，人均阅读量达到 8.66 本/人；有 27.4% 的家长在孩子一岁前就开始引导孩子早期阅读。

图 7 青少年读者的人均阅读量最高



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

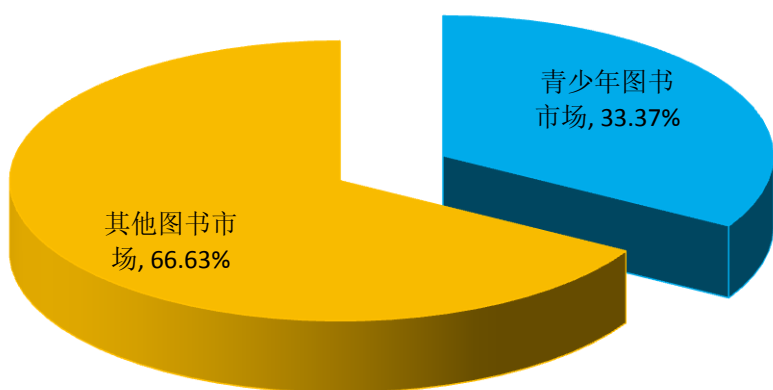
庞大的青少年人口基数和青少年教育的重视是青少年图书事业成长的基石。据中国人口统计年鉴，2009 年我国 0-9 岁人口为 1.41 亿人，10—19 岁人口约为 1.80 亿人，两者合计约为 3.21 亿人，占到当年全国总人口数的近四分之一的水平，庞大的人口基数为我国青

少年读物的稳步增长奠定了坚实基础。此外，人均教育资源的大幅度增加也是拉动青少年读物成长的重要动力。

青少年是图书消费的主体，占据重要地位。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%。也就是说，中国图书市场上超过 1/4 的销售品种都是青少年图书，1/3 的销售码洋来自于青少年图书，整体市场有一半的销售册数都是青少年图书。由此可见，青少年图书在中国图书市场上占有非常重要的地位。

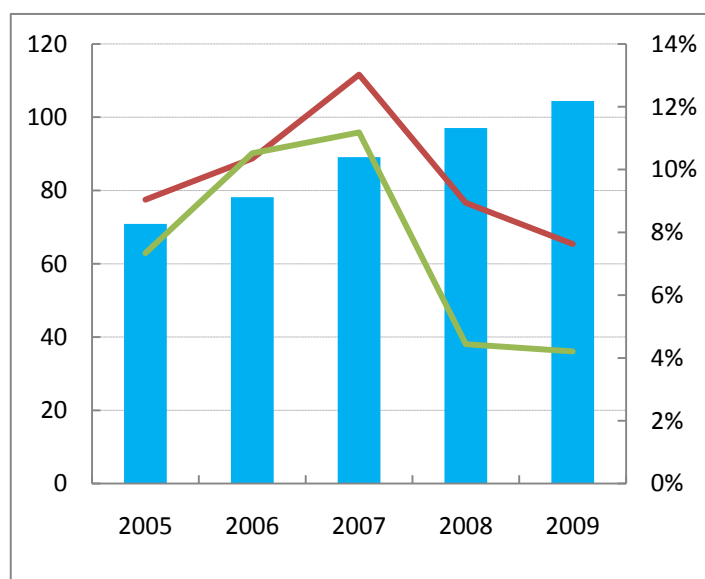
青少年图书市场增速高于国内图书市场整体增速。我国青少年图书市场一直保持较快的增长速度，即使是在 2008—2009 年全球金融危机大背景下，我国青少年图书市场依然保持了近两倍于整体图书市场的增长速度。在我国图书零售市场上，2008 年青少年图书同比增长率达到 8.94%，2009 年为 7.63%，而国内整体图书 2008 年、2009 年的增长率分别为 4.44%、4.21%，青少年图书市场增长率明显高于我国整体图书市场的增长率水平。

图 8 2009 年青少年图书零售市场占比



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 9 近几年内我国青少年图书市场规模及增长率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

2.2. 新媒体技术兴起或为青少年读物带来更多机会

随着 IT 技术和互联网应用水平持续提高，大众的阅读方式开始由传统的纸介质向电子书、手机阅读等新兴媒体扩展，凭借出版快、传播广、费用低、交互性强、更新信息便捷等优点，新媒体赢得了越来越多的市场。面对信息技术的迅猛发展和受众阅读多元化的今天，做好数字图书产品已成为众多传统出版单位和涉足数字出版领域的新媒体的共识。而在数

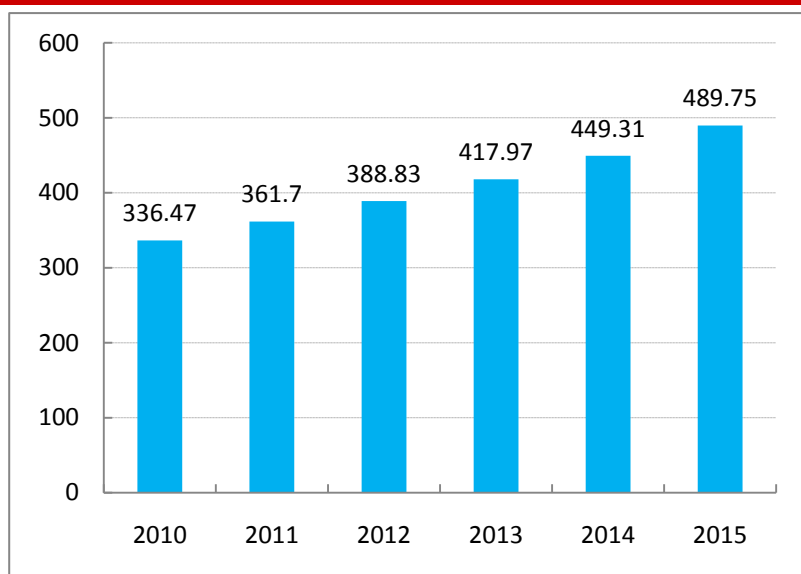
字图书领域中，以青少年为主要阅读对象的图书板块将会是未来最有潜力的发展空间，市场前景广阔，发展趋势向好。

目前公司已近与新浪、盛大等知名互联网出版机构建立了合作伙伴关系，一方面将自主研发、策划的青少年阅读产品以网络转载、作者专区的形势推广，另一方面公司通过提供内容的形势，积极促进以童话作品《冒险小王子》等为主题进行影视改编拍摄、动漫游戏产品等多媒体开发，并利用其在青少年群体中的品牌效应进一步扩充公司产品，不断丰富公司内容。

我们认为，公司在新媒体领域提前布局，除了对公司现有业务构成必要补充外，也对公司未来的战略布局发展起到了有力促进，增强了公司在新媒体形势下的竞争力。并且公司在新媒体领域的业务收入主要以版权形势获得，是主营业务外的增值收入，这对于增强公司的营收能力起到了非常重要的推动。

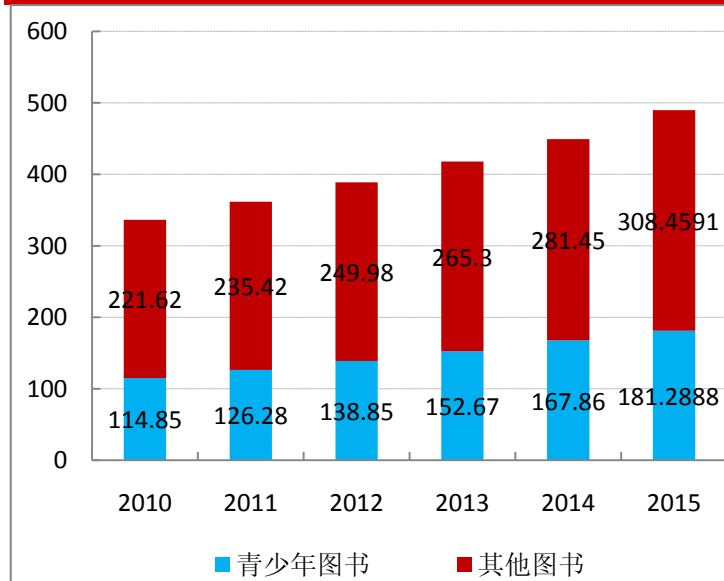
综上，我国青少年图书市场读者群体庞大且稳定，同时由于这类图书产品的通用性强、专业性淡化的特点，市场刚性需求强，受外部影响小，因此我们认为青少年图书市场发展前景看好，市场规模呈现不断上升态势，在未来很长的一段时间内仍是图书出版行业的蓝海。我们预测，未来五年青少年图书销售码洋将保持持续增长，年均增长率 9.95%，超过整体图书零售市场销售增长率，其中少儿类图书也将保持在 10% 以上的较高增长率，市场总体发展趋势较好，市场规模将不断扩大，具有广阔的发展空间。可以预见，在“十二五”期间青少年读物增速将持续超过 10% 的行业增速。

图 10 未来五年我国青少年图书市场预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 11 我国青少年图书市场空间较大（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

3.三类业务齐头并进，策略灵活凸显民企优势

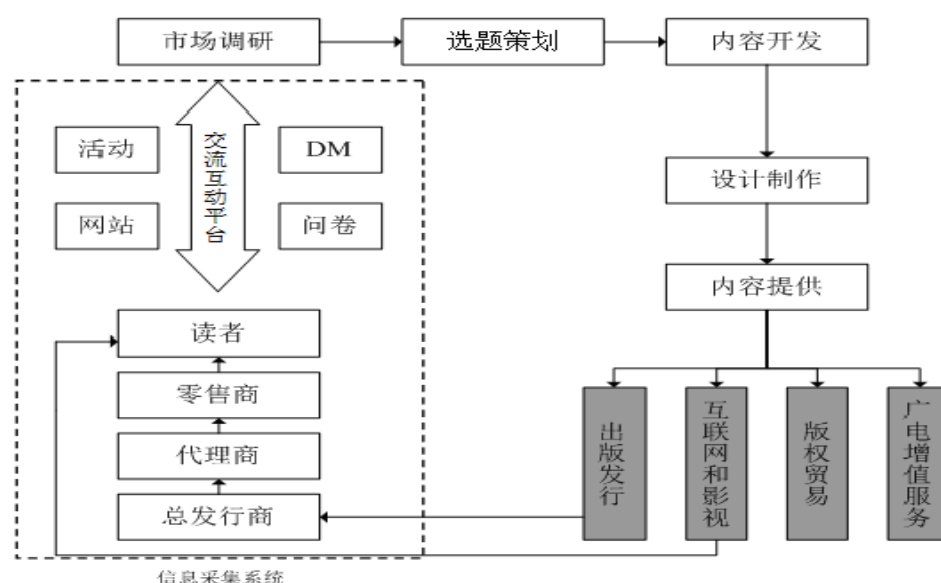
3.1.面向市场，“策、产、销”一体化经验保领先

图书出版行业的传统运作模式为：作者完成产品向出版社投稿，出版社完成编辑、印刷后交由新华书店发行销售，在这种传统模式，传统发行企业不从事内容策划、出版企业不具备营销网络，至多开展发行业务。即使目前各省纷纷组建的大型国有出版企业，其所拥有的出版机构和发行机构也是各自独立。在这种模式下，由于各环节资源的分离和隔离，容易导致上游内容创作和下游市场需求脱离，从而导致出版的图书没有市场、读者感兴趣的题材没有图书的矛盾。

作为一家机制灵活的民营企业，公司利用自身的营销优势和市场需求的把握，对行业上下游的资源进行了有效整合：首先，通过详尽的试产调查，挖掘市场热点。第二，根据市场需求确定选题、风格、内容，框架、定位、册数、周期、目标以及相应的财务测算；第三，根据开发计划组织内外部人员进行内容设计、开发与制作、并选择合作出版社。最后，图书交付出版后，公司营销人员即按计划推广营销，以保障销售目标的实现。

另外，公司还利用自身的营销网络对业务链进行了闭合循环。图书上市销售后，随时监控销售数据，收集相关市场反馈信息，以帮助策划主创人员进一步地改进作品，为后续产品指引方向，使公司具有成为为数不多的实现“策-产-销”一体化的生产运营模式的企业。

图 12 公司业务流程结构



资料来源：公司公告，华宝证券研究所（注：深色为不受公司控制，仅提供服务的环节）

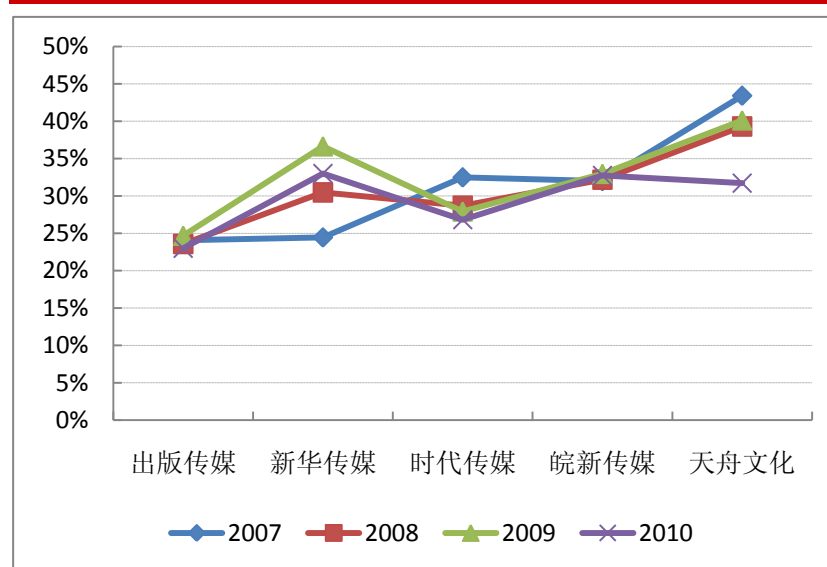
得到充分发挥致的“产、策、销”一体化运营模式给公司带来了其他图书产业企业无可比拟的两大优势：首先，由于同时具有上游内容策划和下游市场营销两大核心资源，公司在

出版发行中地位大大提升，进而有效拓展了业务空间、降低运营成本；其次，公司创造团队能及时准确地把握市场动向和目标消费者的偏好，保证了公司的选题、内容设计与制作等业务从一开始就有了市场的支撑，并使公司在与其他内容策划企业、国有出版社之间的竞争中把握先机。

市场定价导向，青少年市场读物获利空间更好。行业内的可比公司大都承担了区域内的中小学教材的出版发行业务，教材销售收入占比较高，而教材一般由政府统一定价，并随着国家逐步推进免费教材政策的推进，一般对书商要求价格让利，这会极大的影响毛利率。

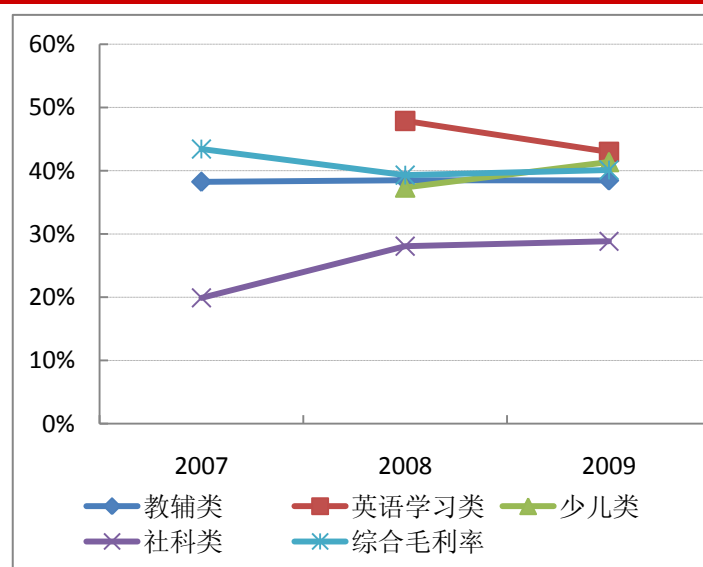
作为市场导向性企业，公司仅代理发行少量教材，主要产品均根据市场的需求、畅销程度等要素进行市场化定价，其定价受到国家政策影响较小，价格机制灵活，有利于保持合理的毛利率。这也使得公司产品的毛利率一般远高于同行业。

图 13 公司的毛利率高于同行业其他上市公司



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 14 青少年读物的毛利率远高于社科类图书毛利率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

3.2.业务各有千秋，三驾马车并驾齐驱

教辅图书稳健增长，保证公司业绩。青少年教育类图书指适用于中小学生的各类学习用书，包括了公司的教辅类图书和英语学习类图书。教育类图书是我国图书市场的主要构成门类之一，近年来，教育类图书销售品种比重相对稳定，码洋比重有所增加，在图书零售市场的单品种获益能力稳步提高。2009 年教育类图书在图书零售市场所占码洋比重达到 19.97%，销售品种比重为 17.87%，销售册数比重为 29.59%。可见，教育类图书实现了我国图书零售市场近三成的销售册数和近两成的销售码洋，在市场中处于关键地位。

图 15 2009 年教育类图书零售额占比

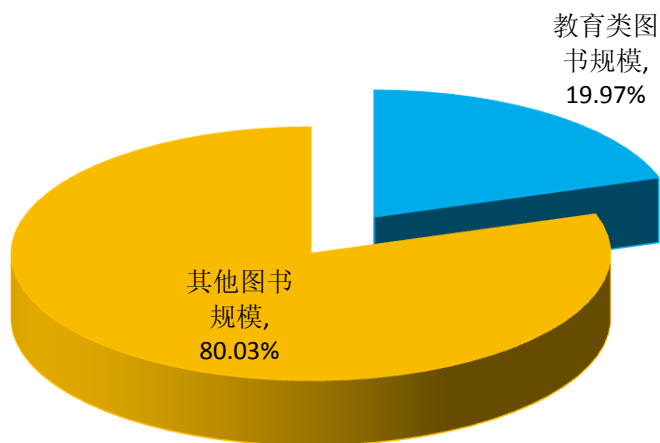
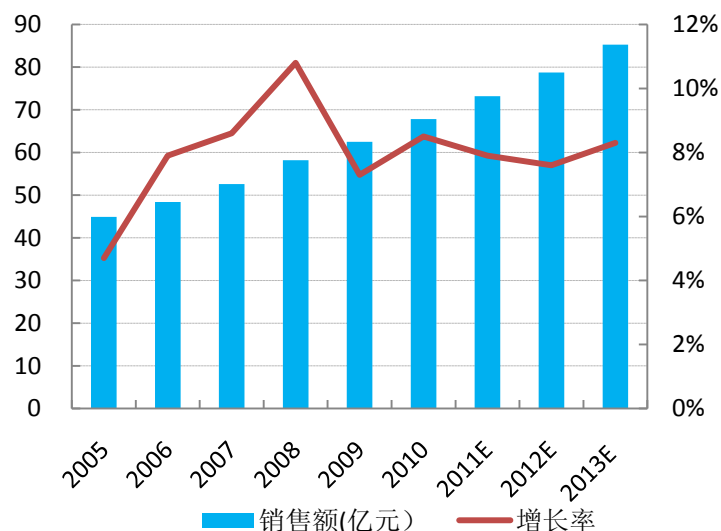


图 16 教育类图书增长有望保持在 8% 左右的水平



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

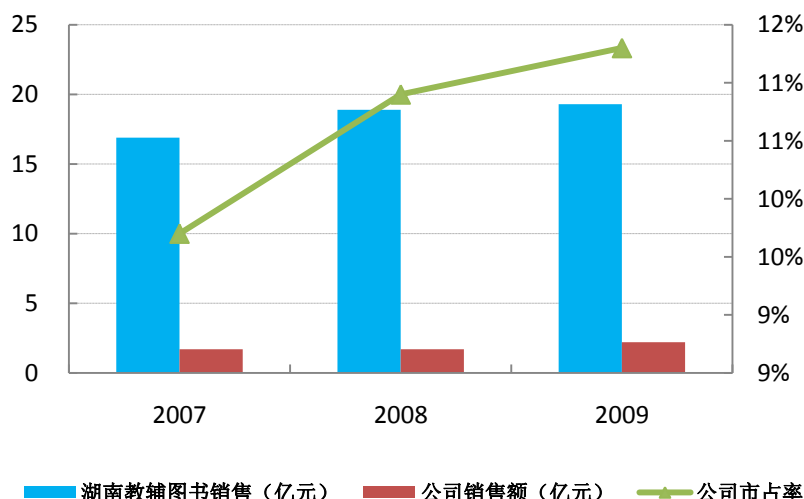
与我国图书整体市场相比，青少年教育类图书的增速较高，2006 年以来，教育类图书零售市场的同比增长率均在 7% 以上，保持了较高速度的增长；2007 年、2008 年、2009 年，教育类图书零售市场分别实现了 8.57%、10.75%、7.32% 的同比增长速度，明显高于同期全国图书零售市场平均水平。可见，教育类图书是拉动我国图书零售市场上行的重要力量之一。

另外，中国青少年教育图书市场具有人口基数庞大和需求刚性的特点，据教育统计年鉴，2008 年全国共有小学在校生 1.05 亿，初中和高中在校生 1.02 亿，合计超过 2 亿人。如此庞大的学生数量，为教育类图书提供了规模庞大的潜在市场，教育类图书在未来面临规模巨大且稳定的市场需求。

教辅类图书是公司成立以来的传统业务，主要集中在湖南本省进行销售。报告期公司教辅图书呈现出稳健的增长趋势，销售码洋及其市场占有率均逐年稳步增加，公司教辅产品“天舟学练王”已经成为湖南省教辅市场的一线品牌。湖南省 2009 年度教辅图书销售码洋大致为 20 亿左右，随着学生人数规模的持续扩大和消费水平的逐步上升，我们预计湖南省教辅图书市场在未来将保持稳定增长。

另外，针对人民教育出版社出版的中小学教材在全国使用程度最高、影响力最大的现状，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，以迅速提高公司产品品牌影响力，逐步拓展全国教辅图书市场。随着未来公司产品的不断丰富、图书质量的不断提升以及营销网络的不断扩大，公司教辅图书的销售码洋及市场占有率还将进一步扩大。

图 17 公司的教辅产品在湖南省内市场份额保持在 10%左右水平



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 18 胜券在握有望成为公司打开省外教辅市场的法宝



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

英语学习图书未来几年内有望快速提升公司业绩。公司推出了非教辅类的英语学习用书以《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》由人民教育出版社外语分社社长、《走遍美国》和《英语教师》主编龚亚夫担任总编，该类图书以培养学生自我学习和英语兴趣阅读的能力为主，不受季节和区域教材的限制，完全通过市场化的销售模式发行，读者可以根据自己的兴趣自主选择使用。我们认为，这种图书完全有助于发挥公司民营企业的灵活机制和敏感的市场洞察力的优势。

英语学习类图书市场上，民营书商参与者众多并且占据着相当重要的地位，打造出了各自的品种。从上市时间来看，上述畅销系列最早的上市时间已经超过了十年，相对而言，公司的“红魔英语”系列上市时间不长，销售品种数却达到 98 种，销量过 1000 万册，在 2009 年的英语学习图书市场上取得了 0.81% 的码洋占有率，对于刚投入市场两年的产品来说，其成长速度不俗。我们认为，随着上市时间的延长以及后续产品的不断丰富与提高，并且进一步深入省外市场，“红魔英语”系列在未来的销售势必会继续走高，给公司带来更多的盈利，有望成为公司未来数年提升销售最快的产品。

图 19 公司的英语图书红魔英语系列有望成为公司未来几年内增长最快的产品



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

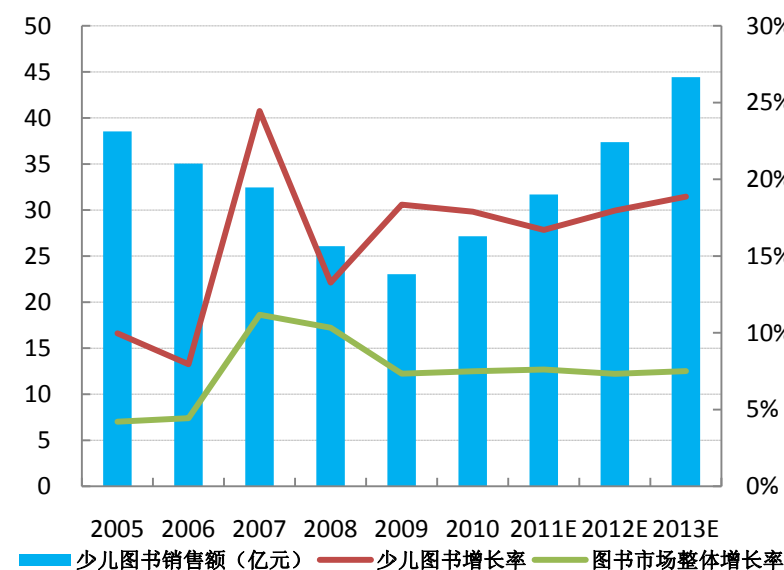
少儿图书将发挥战略作用，铸就公司品牌。作为一家机制灵活、以市场为导向的民营图书企业，我们认为少儿类图书产品有望成为公司突破省内图书商，成为全国范围领军的文化创意企业的重要战略资源。公司少儿图书业务在该领域持续快速增长中市场占有率有望持续提升，品牌在成长中树立。

少儿类图书增长势头良好，在图书市场所占比重持续增大。少儿类图书在图书市场的比重在 2006 年已经突破了 10%，2009 年更进一步达到 12.31%，占据了整个图书市场的八分之一。在品种规模方面，少儿类图书的销售品种数也在逐年增加，2009 年少儿类销售品种数近 8 万种，销售品种比重为 7.85%。从少儿类图书增长率来看，少儿类图书市场近年来均维持了高于图书整体市场的增长速度，其中 2007 年、2009 年的增长速度达到整体市场增速的两倍以上，显示了少儿类图书以自身的亮点维持了较好的增长速度，其市场前景好。目前文化教育类图书在青少年读物中占比较大，且该部分需求具有较大的刚性，短期内规模不会出现太大的变化，因此我们认为少儿图书未来增长空间更为广阔。

少儿类图书市场集中度较低，市场竞争极其分散。2009 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，市场格局十分分散。

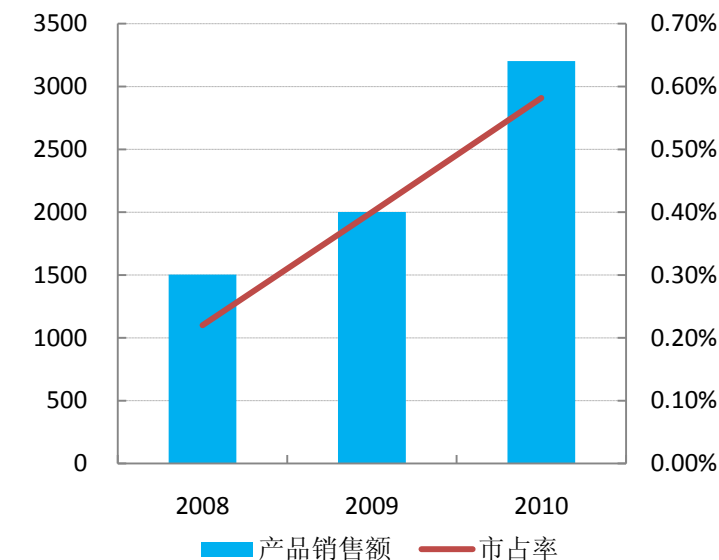
公司于 2008 年进入少儿类图书领域，目前已经取得了一定的市场地位。2008 年，公司推出 59 种少儿类图书；到 2009 年，公司少儿类品种已突破 100 种，两年时间就形成了“原创新童话”、“阅读点亮童年”两大主导系列，涉及少儿科普、国学经典、少儿文学等众多少儿图书领域的丰富产品线。公司 2009 年 0.4% 的码洋占有率已经处于整个行业的前端。

图 20 少儿图书市场未来增长远高于图书市场整体增速



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 21 公司少儿图书在竞争分散的行业处于前端



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

就全国市场来看，其他畅销品牌大多数都经历多年甚至十多年，且其产品系列的品种都多达数十种。而公司策划开发的《冒险小王子》系列产品由于定位准确、内容精彩，截至 2010 年 2 月，在其刚推出不到一年就以 8 本的品种达到 0.11% 的市场占有率，诠释了公司产品的精准定位和精彩的内容设计，使得公司少儿类图书在行业内占有了一席重要的地位，并形成了自己的产品特色。在《冒险小王子》系列图书的大力带动下，公司在少儿市场的地位大幅提升，市场份额明显扩大。未来随着《冒险小王子》系列产品的不断丰富以及品牌的不断延伸，公司少儿类读物还将取得更大的突破，最终为公司成为国内领军的青少年读物公司的有力法宝。

图 22 《冒险小王子》在国内青少年图书市场份额不断提升



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

4.图书业待整合，外省开辟或成就公司特色领域的整合者

4.1.图书市场集中度低，未来面临整合

目前,我国已成为世界上图书品种最多的国家。目前全国共有国有图书出版单位五百多家,出版图书近三十万种,总印数达七十亿册以上。在全国约有四五千家公司从事出版内容策划、业务较为稳定的民营文化公司。就发行领域而言,已基本形成国有新华发行集团相互之间、主要民营发行单位相互之间、国有新华发行集团和主要民营发行单位之间激烈抢夺本地市场、扩张区域乃至全国市场的发行竞争格局。竞争及其导致的兼并、重组势必引发市场集中化趋势。

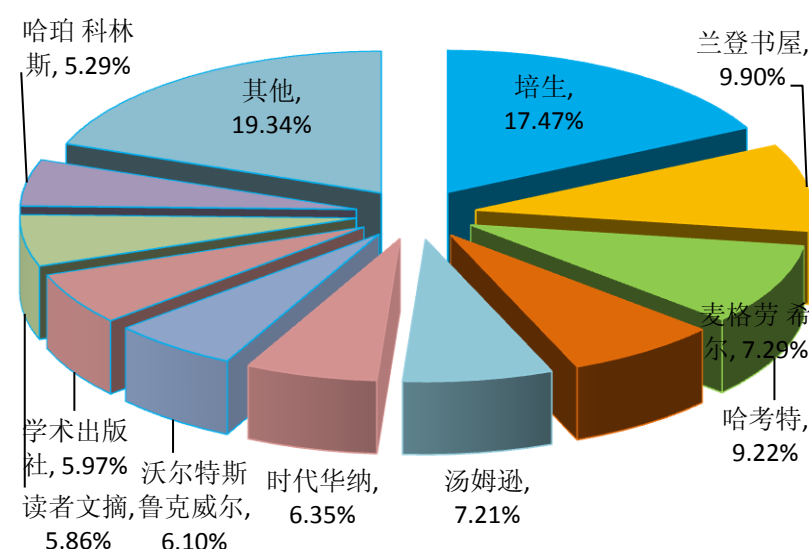
从国际上看,出版业也同样表现出由分散到集中化乃至垄断化趋势——市场基本控制在少数跨国传媒集团手中。以美国出版业的发展历程为例,出版集团的不断兼并重组使其日趋国际化,实现了资源的优化配置,带来了最佳效益。从 90 年代末开始,在美国出版界掀起了一个新的并购高潮。1990-1995 年共有 48 次出版并购交易,1996-2001 年有 36 次并购交易。仅 1998 年就发生了 8 起重大出版兼并。1998 年初,著名教育图书出版商培生集团宣布兼并美国维亚康集团旗下最大的图书出版商西蒙·舒斯特出版集团。同年,纽豪斯家族把美国最大的一般图书出版社兰登书屋出售给德国的贝塔斯曼出版集团。1998 年 11 月,美国最大的连锁书店巴诺兼并了美国最大的图书批发商英格拉姆。这些并购案的发生揭示了当代出版业的发展动向:出版企业集团化和垄断化经营趋势日渐明显。美国排名前 20 位的培生(Pearson)、兰登书屋(Random House)、麦格劳·希尔(McGraw Hill)、汤姆逊(Thomson)等大型出版集团占据 94% 的市场份额,其余一万多家出版商只占有 6% 的市场份额。

面对市场竞争的加剧和集中化趋势,对于具有一定规模的出版发行企业——尤其是公司这样的民营出版发行企业来说,在尽可能短的时间内“做大做强”是实现可持续发展的必由之路。包括公司在内的民营企业公司由于机制灵活,市场反应及时,在全国市场上正在呈现异军突起之势。

目前我国图书出版发行行业中的企业数量众多,各企业的市场占有率极度分散: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。2010 公司实现收入 2.13 亿

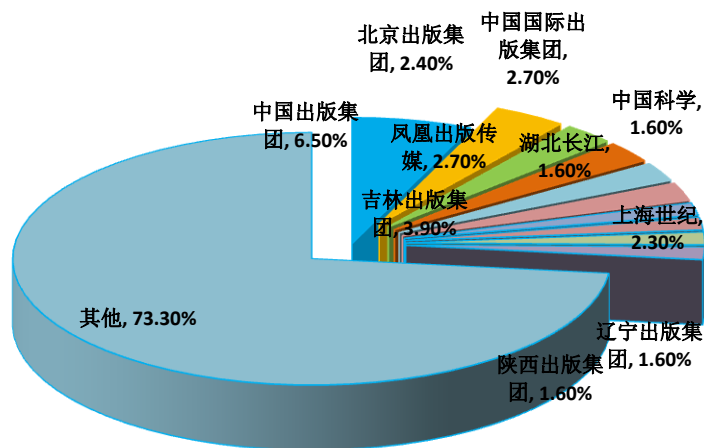
元，相对于全国 600 亿元的图书销售额仍具有较大的增长空间。我们认为未来图书出版行业将进入市场集中度不断提升的阶段，通过深耕湖南省内市场，扩张省外市场，公司有望在产业整合过程中，通过专业化优势做大做强，成为国内领军的青少年读物和文化产品供应商。

图 23 美国前十名的书商占据了 80% 以上的市场份额



资料来源：开卷信息，华宝证券研究所

图 24 国内前十大出版集团仅占据了 26.5% 的市场份额



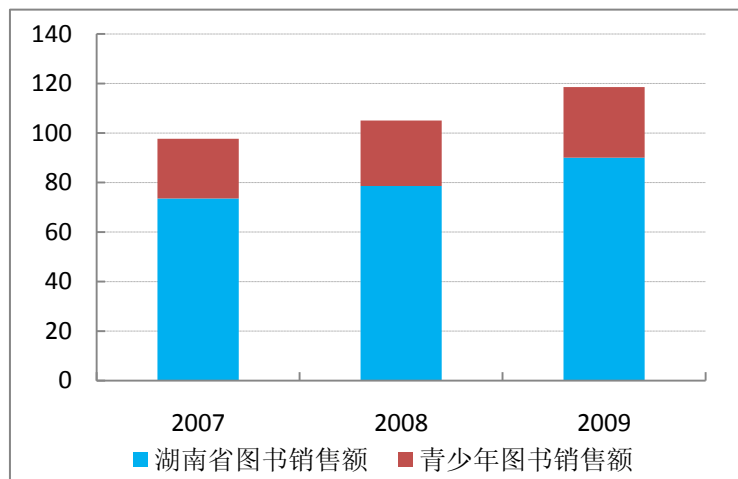
资料来源：开卷信息，华宝证券研究所

4.2. 湖南民营图书龙头，省内拓展仍有空间

文化产业一直是湖南的支柱产业和战略性新兴产业，其 2010 年产业增加值将达 780 亿元，以不俗成绩显现出强大实力。据统计，“十一五”期间，湖南文化产业保持了 20% 左右的增速，总产出跨入千亿产业行列。2009 年，湖南文化产业总产出达到 1594.26 亿元，比“十五”末的 2005 年增加 1000 亿元，增长 160%；文化产业增加值达 682.16 亿元，占 GDP 比重 5.2%，2010 年湖南文化产业增加值将达到 780 亿元。在近期公布的《湖南省“十二五”时期文化发展和改革规划纲要（征求意见稿）》，提出文化产业发展的目标是，实现年均 20% 以上的增速，到 2015 年，全省文化产业总产出达 4800 亿元，增加值达 2000 亿元以上，占 GDP 的比重达到 7%。具体包括各市州图书馆等要达到国家二级标准以上，每个县有达到国家二级以上标准的图书馆；农家书屋基本覆盖全省每个行政村，建成 100 台新华汽车书店；认真组织好“三湘读书月”、社会科学普及宣传月等活动。

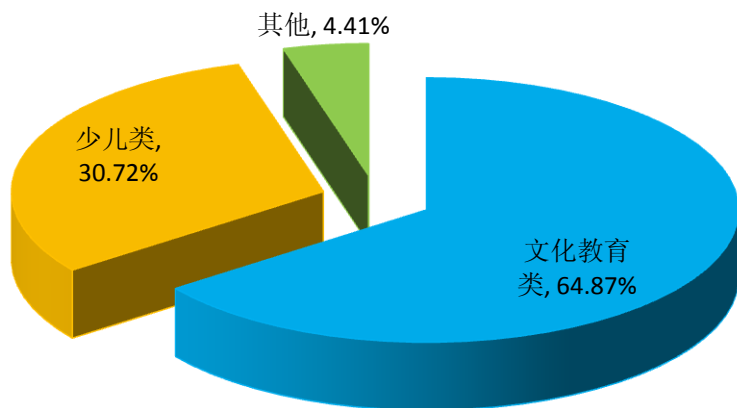
就历史背景看，湖湘文化底蕴深厚，全国领先的动漫、影视为图书市场带来丰富的内容资源，加之湖南省地缘优势和资源优势人均收入水平逐渐提高，文化教育蕴含的市场需求巨大。

图 25 湖南省青少年图书占全省图书市场规模（单位：亿元）



资料来源：湖南省青少年图书市场分析报告，华宝证券研究所

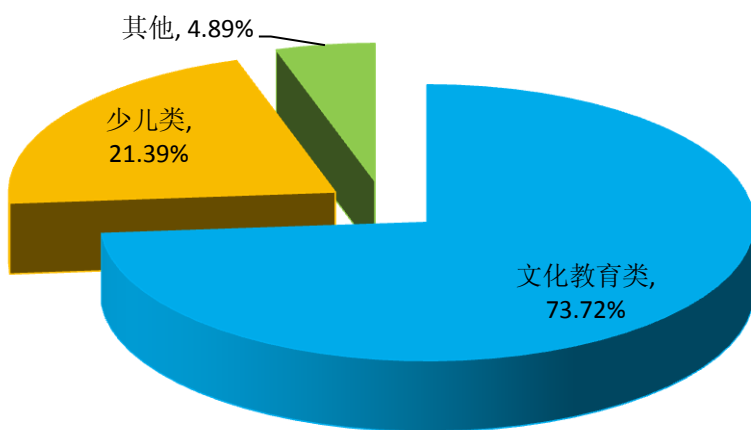
图 26 2009 年湖南省青少年图书市场结构（按品种）



资料来源：湖南省青少年图书市场分析报告，华宝证券研究所

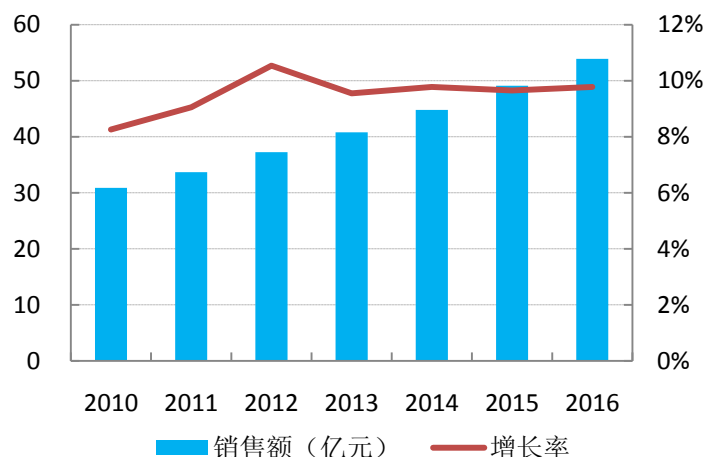
目前公司的主要收入源于省内，2007-2010 年来于湖南省内的收入分别占据了公司收入的 89.99%、73.69%、83.51% 和 70.2%。公司目前已经是湖南省内民营图书发行单位的龙头企业，但在全省图书市场规模仍有较大的成长空间。据国家新闻出版总署计划财务司统计，2007 年仅通过新华书店系统和出版社自办发行单位在湖南省实现的出版物总销售即达 8.1 亿册 53 亿元。同时，2005—2007 年湖南全省 GDP、人均 GDP、城乡居民总收入、城乡居民人均收入、城乡居民文化教育娱乐消费支出总额也保持着较高的增长速度，年均增幅分别为 18.9%、18.6%、15.6%、15.4% 和 5.4%，为今后出版物发行市场的发展奠定了坚实的基础。而公司 2009 年省内销售码洋只有 1.5 亿元左右，由此看来，公司未来的增长空间巨大。

图 27 2009 年湖南省少儿图书市场结构（按销售额）



资料来源：湖南省青少年图书市场分析报告，华宝证券研究所

图 28 湖南省青少年图书市场预测



资料来源：湖南省青少年图书市场分析报告，华宝证券研究所

4.3. 做透省内拓展全国，布局网点促营销

我们认为，营销优势是公司在众多民营出版企业中能够分得一杯羹的又一重要资质。一方面，公司坚持按照“做深做透省内市场、开拓全国重点市场”的战略布局，建立了广阔的营销网络：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。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，是民营图书出版发行行业中营销覆盖区域最广的公司之一。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。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。

另一方面，多年的市场积累，使得公司同时具备了系统销售、经销和政府采购三种不同的营销能力，并能根据不同类别的图书产品选择不同的营销模式进行快速推广和销售，并采用数据库营销、活动营销等多层次的营销手段为公司产品种类的不断丰富提供了有效支撑。

表 2 公司在湖南省设立的 14 个市州销售机构对业绩的影响

业绩指标	设立一年以上的市州（平均值）	未设立市州（平均值）
销售收入（万元）	1123.29	148.06
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教育类消费支出总额的比重（%）	0.36	0.05

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

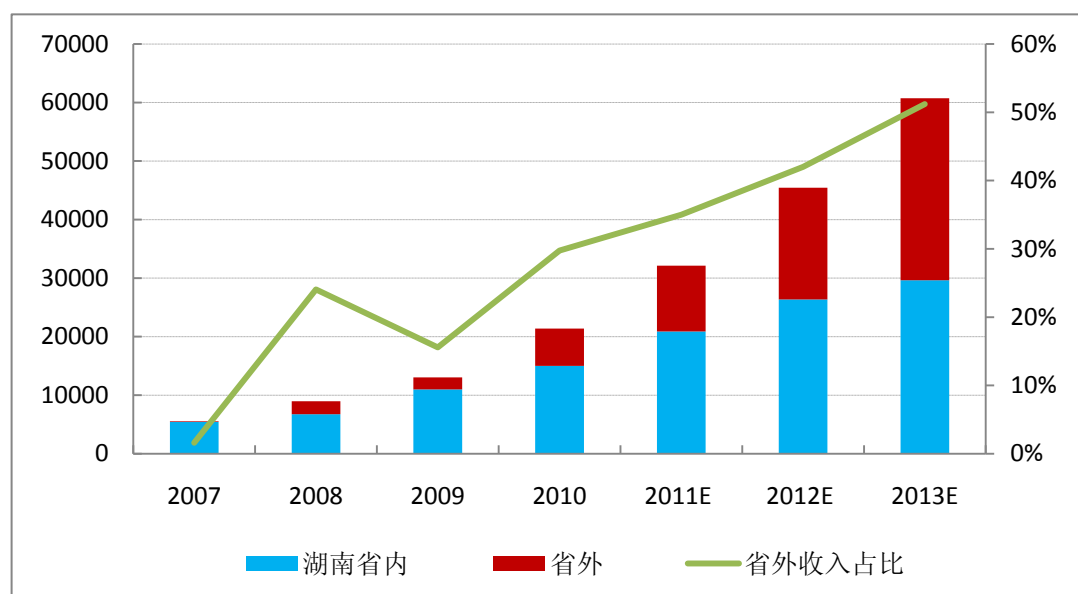
由上表可以看出，营销机构设立一年以上的地区在销售业绩上显著优于未设立地区。通过募投项目的实施，公司将在湖南省内新建 10 家销售子公司，加上现存的 4 家公司可全面覆盖湖南省的 14 个市州，覆盖率提升了 250%。我们认为，新设立的子公司可以市场为导向充分研究所在地的消费水平和消费习惯，结合当地特点开展经营活动，选择适销产品和具有特色的营销策略，提升经济效益。而通过新建立子公司为主体亦可形成较为完善的销售渠道，这有助于充分利用公司总发行资质的优势，扩大公司的市场覆盖，保证公司内容策划与图书发行项目的成长，在业务、配送上为公司图书在全国的发行提供强有力的支撑，提高对省级代理商的服务质量，进一步加强公司在省内市场的领先地位。

4.4.内容升级，信息化改造，网点建设等多管齐下保增长

公司募投项目主要包括内容策划和出版、信息化平台建设和营销网点建设。通过这些项目的投入，公司持续高增长有望得到保证。而值得一提的是虽然目前公司主要的收入来自湖

南省内，但随着公司教辅类“人教版”产品的推广、红魔英语销量的迅速上升以及公司少儿类读物知名度和认可度的不断上升，省外市场未来有望为公司贡献更强劲的增长动力。

图 29 省外销售占公司收入比重不断上升



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

与公司在省内发行市场的优势地位相比，其省外发行能力尚嫌不足，因此，建立省外营销机构以拓展省外“新兴市场”，无疑对公司规模扩大具有重要意义。2011 年公司将在中南、西北、华北、西南和东北等各大区域各新建 1 家营销子公司，共计 5 家。其中，中南区域子公司辐射湖北省和安徽省，西北区域子公司辐射山西、陕西、甘肃和宁夏，华北区域子公司辐射河南、河北和山东，西南区域子公司辐射四川、重庆、贵州和云南，东北区域子公司辐射辽宁、黑龙江和吉林。公司已设立南京子公司，由其辐射江苏、上海和浙江；已设立广州子公司，辐射广东、广西、福建和海南；另由北京北方天舟公司负责北京和天津市场，从而形成“以点带面”、辐射全国的全国性发行和营销网络。

通过加强与人教社、教科社、语文社等全国知名出版社合作，打造出一批具有市场竞争力且全国通用的教辅图书，配合公司大力扩建的全国范围的营销子公司，将有助于公司产品在省外的推广，进而迅速开辟省外市场。

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

核心假定：我们预计 2011-2013 年期间：1、青少年图书：公司的教辅类图书会由于中小学教育的刚性保持 40% 左右的增速，少儿类图书则由于青少年课外阅读的增长保有 50% 的增长，英语学习类图书则由于全国销售子公司的扩张享有 40%-50% 的增速；2、社科类

图书: 由于十二五期间文化产业的进一步推进, 公司的社科类图书可享受 30% 左右的增长;

3、版税收入: 由于公司产品在新媒体的推广, 我们预计公司未来 3 年内来自版税收入的增长可保持在 100% 的水平;

4、在高毛利的青少年图书的带动下, 公司整体毛利率将稳定在 33% 左右的水平;

5、未来三年内, 公司的管理费率 and 营业费率仍将基本维持 10 年的水准, 而财务费用由于现金流增加为负。

5.2. 财务预测

表 3 利润表 (单位: 百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	213.84	321.18	454.47	607.17
营业成本	143.79	215.51	304.50	407.41
营业税金及附加	2.21	3.44	4.72	6.37
营业费用	14.16	21.27	30.10	40.22
管理费用	14.68	22.06	31.21	41.70
财务费用	-0.40	-5.96	-7.33	-9.19
资产减值损失	1.06	2.17	3.92	4.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.33	62.69	87.35	116.56
营业外收入	1.10	0.73	0.96	0.93
营业外支出	0.68	0.35	0.44	0.49
利润总额	38.75	63.07	87.87	117.00
所得税	7.38	12.61	17.57	23.40
净利润	31.37	50.46	70.30	93.60
少数股东损益	0.54	1.41	1.23	1.96
归属母公司净利润	30.83	49.05	69.07	91.64
EBITDA	26.81	52.24	77.88	107.40
EPS	0.41	0.65	0.92	1.22

根据我们的核心假定, 公司 2011-2013 可实现的收入分别为 3.21 亿、4.54 亿和 6.07 亿元, 可实现的净利润为 4905 万元、6907 万元和 9164 万元, 对应 EPS 分别为 0.65 元、0.92 元和 1.22 元。

5.3. 可比公司估值比较

表 4 可比公司估值比较 (4 月 11 日收盘价)

公司代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
300148.SZ	天舟文化	22.92	0.65	0.92	1.22	35.26	24.91	18.79
600373.SH	*ST 鑫新	18.64	0.75	0.88	1.06	24.89	21.23	17.57
600551.SH	时代出版	15.4	0.66	0.75	0.83	23.24	20.49	18.57
601801.SH	皖新传媒	14.34	0.39	0.44	0.49	36.70	32.87	29.43
601098.SH	中南传媒	11.22	0.38	0.45	0.54	29.57	24.89	20.95

601999.SH	出版传媒	10.13	0.28	0.31	0.33	36.40	33.20	30.29
600825.SH	新华传媒	8.29	0.26	0.29	0.32	31.29	28.59	26.11
平均值		14.42	0.48	0.58	0.68	31.05	26.60	23.10
中值		14.38	0.44	0.51	0.61	31.17	25.76	22.03

我们选取了 7 家出版传媒类的公司与天舟文化进行估值比较，虽然公司估值 2011 年并没有优势，但是长期看公司估值优势较为明显，具体请参见表 4。2011-2013 年公司的 PE 估值分别为 35.26 倍、24.91 倍和 18.79 倍，但是由于公司规模在行业内偏小，属于袖珍型的公司，捅死公司成长性远高于其他公司，因此我们认为公司 2011 年的合理价位为 32.2 元，对应 2012 年的 PE 估值为 35 倍，PEG 为 0.85 倍，首次给予买入投资评级。

6. 风险分析

综合分析公司的业务，我们认为公司的风险主要来自于以下几个方面：

1、产品偏离市场需求的风险

公司每年都要策划发行大量的图书新品种以保证公司产品的持续盈利能力，如果公司的产品选题偏离了市场方向，或不能满足读者的阅读需求等，可能导致公司产品的滞销，从而给公司的经营业绩造成一定的不利影响。

2、新媒体竞争风险

近年来，包括电子阅读器、手机等新媒体的迅速发展，改变了人们对媒介的传统消费理念，也对传统媒体造成了一定的冲击，如果今后公司在数字出版和新媒体应用方面的发展跟不上新媒体的普及和渗透速度，可能对公司的经营造成一定影响。

3、知识产权侵权风险

图书盗版、侵犯知识产权的违法行为屡禁不止。图书和其它出版物在受到消费者欢迎后，就会遭到盗版或被侵犯知识产权，这些非法出版物虽质量低劣，但由于价格低廉，仍然对正规的出版物市场造成了一定的冲击。随着公司优秀产品的不断丰富及其销售规模的持续增长，本公司面临着一定的知识产权保护风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	509.09	599.81	644.91	766.31
现金	450.86	472.45	504.49	565.13
应收账款	28.68	67.21	69.34	102.78
其它应收款	1.52	3.58	3.64	6.01
预付账款	8.30	22.71	21.17	37.46
存货	19.72	33.85	46.27	54.94
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	25.05	47.66	76.26	103.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	18.06	44.52	72.26	98.36
无形资产	0.53	0.39	0.37	0.39
其他	6.46	2.75	3.63	4.40
资产总计	534.14	647.46	721.17	869.47
流动负债	31.30	104.12	122.07	199.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	21.14	50.70	50.80	85.00
其他	10.16	53.42	71.27	114.28
非流动负债	0.50	1.79	2.45	1.84
长期借款	0.00	1.46	2.01	1.41
其他	0.50	0.33	0.44	0.43
负债合计	31.80	105.91	124.52	201.12
少数股东权益	2.35	3.76	4.99	6.95
归属母公司股东权益	499.99	537.79	591.66	661.40
负债和股东权益	534.14	647.46	721.17	869.47

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	39.21	50.98	72.18	107.22
净利润	31.37	50.46	70.30	93.60
折旧摊销	1.59	2.99	4.60	6.38
财务费用	-0.40	-5.96	-7.33	-9.19
投资损失	0.00	-0.01	0.00	0.00
营运资金变动	6.85	3.33	4.65	16.45
其它	-0.19	0.16	-0.04	-0.03
投资活动现金流	-6.07	-25.75	-33.16	-33.25
资本支出	-0.42	26.53	27.69	26.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-6.49	0.78	-5.48	-7.05
筹资活动现金流	374.27	-3.64	-6.98	-13.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1.46	0.55	-0.59
其他	374.27	-5.10	-7.53	-12.74
现金净增加额	407.41	21.59	32.04	60.64

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	213.84	321.18	454.47	607.17
营业成本	143.79	215.51	304.50	407.41
营业税金及附加	2.21	3.44	4.72	6.37
营业费用	14.16	21.27	30.10	40.22
管理费用	14.68	22.06	31.21	41.70
财务费用	-0.40	-5.96	-7.33	-9.19
资产减值损失	1.06	2.17	3.92	4.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.33	62.69	87.35	116.56
营业外收入	1.10	0.73	0.96	0.93
营业外支出	0.68	0.35	0.44	0.49
利润总额	38.75	63.07	87.87	117.00
所得税	7.38	12.61	17.57	23.40
净利润	31.37	50.46	70.30	93.60
少数股东损益	0.54	1.41	1.23	1.96
归属母公司净利润	30.83	49.05	69.07	91.64
EBITDA	26.81	52.24	77.88	107.40
EPS（元）	0.41	0.65	0.92	1.22

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	62.59%	50.20%	41.50%	33.60%
营业利润	49.87%	63.57%	39.32%	33.44%
归属母公司净利润	52.38%	59.09%	40.82%	32.69%
获利能力				
毛利率	32.76%	32.90%	33.00%	32.90%
净利率	14.67%	15.71%	15.47%	15.42%
ROE	6.24%	9.32%	11.78%	14.00%
ROIC	4.08%	7.30%	9.86%	12.18%
偿债能力				
资产负债率	5.95%	16.36%	17.27%	23.13%
净负债比率	6.38%	17.47%	18.82%	29.87%
流动比率	16.27	5.76	5.28	3.85
速动比率	15.64	5.44	4.90	3.57
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.54	0.66	0.76
应收账款周转率	7.81	6.70	6.66	7.06
应付账款周转率	9.50	6.00	6.00	6.00
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.65	0.92	1.22
每股经营现金	0.52	0.68	0.96	1.43
每股净资产	6.70	7.22	7.96	8.91
估值比率				
P/E	55.90	35.26	24.91	18.78
P/B	3.42	3.13	2.83	2.53
EV/EBITDA	4.62	23.52	15.39	10.61

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。