

## 双轮驱动，挖掘青少儿文化产业“蓝海”

### 投资要点：

- **公司战略：基于图书内容优势和渠道优势，向两条线延伸**
  - ✓ 复制日本 ACG 模式（滚动式开发），将原创童话、动漫图书向影视动画和玩具等市场延伸
  - ✓ 基于教材教辅行业优势，与其它机构强强合作，向教育培训市场延伸
- **公司竞争优势**
  - ✓ 品牌、资金和机制优势：首家上市的民营书业公司
  - ✓ 内容优势：与黄伟明等顶级动漫大师建立紧密的联系
  - ✓ 新媒体先发优势：与腾讯、华谊兄弟、奥飞动漫、淘米网和湖南卫视等合作推出动漫图书和动画片等
  - ✓ “策、产、销”一体化优势
- **传统教材教辅：强强联合，省外扩张，提升市场份额**
  - ✓ “十二五”期间中国新闻出版发行产业进入“战国时代”
  - ✓ 公司与未上市的出版发行集团合作，拓展全国教材教辅市场
- **盈利预测：**我们预计公司 2011、2012 年营业收入分别为 29,993、41,174 万元，净利润分别为 4,354、6,618 万元，对应两年的 EPS 分别为 0.581、0.882 元。
- **估值分析：**我们认为公司成长能力强于行业平均水平，因此按照 2011 年 40X、2012 年 30X 的估值水平，认为公司的合理估值区间为 23.24-26.46 元，给予公司“推荐”投资评级。
- **风险因素：**新业务开展不顺利的风险、教育政策风险、新媒体竞争风险、知识产权保护风险。

### 主要财务指标：

| 单位:百万元 | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 91.63  | 131.52 | 213.84 | 299.93 | 411.74 |
| YoY    | 51.59% | 43.54% | 62.59% | 40.26% | 37.28% |
| 净利润    | 14.21  | 20.23  | 30.83  | 43.54  | 66.18  |
| YoY    | 21.84% | 42.41% | 52.38% | 41.22% | 52.00% |
| EPS    | 0.189  | 0.270  | 0.411  | 0.581  | 0.882  |
| 销售毛利率  | 39.30% | 40.11% | 32.76% | 32.42% | 33.68% |
| 销售净利率  | 16.49% | 15.50% | 14.67% | 14.77% | 16.35% |
| ROE    | 17.98% | 21.23% | 6.17%  | 8.18%  | 11.06% |
| P/E    | 101.96 | 71.37  | 46.89  | 33.17  | 21.85  |

资料来源：中国银河证券研究部

天舟文化（300148.SZ）

**推荐** 调高评级

合理估值区间 23.24-26.46 元

### 分析师

许耀文，CFA

☎：(8610) 6656 8589

✉：xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130208091646

孙津

☎：(8610) 6656 8846

✉：sunjin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130110014591

田洪港

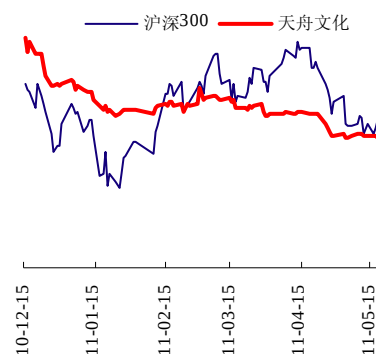
✉：tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0500109102110

### 市场数据 时间 2011.05.19

|               |         |
|---------------|---------|
| A 股收盘价(元)     | 19.27   |
| A 股一年内最高价(元)  | 35.28   |
| A 股一年内最低价(元)  | 19.26   |
| 沪深 300        | 3120.64 |
| 市净率           | 2.87    |
| 总股本(万股)       | 7500    |
| 实际流通 A 股(万股)  | 1900    |
| 限售的流通 A 股(万股) | 5600    |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 3.66    |

### 相对沪深 300 指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

## 投资概要：图书业务稳步发展，全媒体战略打造全新局面

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

公司目前业务主要集中于图书的内容策划与发行销售，未来公司将把业务将延伸至青少年文化的其他领域，这将成为公司业绩爆发的重点。

教育类图书：目前教育类图书市场已较为饱和，但由于市场集中度极低，公司仍然能够通过整合省外市场，我们预计公司通过进攻省外市场，教材教辅业务在 2011、2012 年收入增速可达到 38%、37%，英语学习类图书收入增速约 61%、42%；

全媒体战略：公司计划将少儿图书造就的品牌、形象延伸拓展至其他新媒体领域，这将有利于充分挖掘内容价值，我们预计该业务短期内仍集中于图书业务，2011、2012 年收入增速约 35%、50%，。

农家书屋：我们认为公司的社科类图书将受益于“农家书屋”计划以及未来可能发生的其他政府采购，预计 2011、2012 年销售收入增速约为 10%、10%；版权收入增速约为 30%、33%。

### 我们与市场不同的观点：

1、市场认为国内出版行业市场集中度难以提高，出版发行公司业绩成长较为缓慢。我们认为，“十二五”期间文化产业将会享受国家产业政策的重点扶持，而在文化传媒产业中，新闻出版行业的市场化步伐走得最快，同时其意识形态宣传职能对产业化的制约更弱，出版行业产业规模化集约化的机遇最大，出版行业迎来战国时代。在这样的环境下，我们认为公司能够凭借其在传统出版行业的两大优势——机制灵活、渠道丰富，较行业竞争对手取得更大的收获。

2、市场普遍认为教材教辅市场已经较为饱和，且行业区域性色彩浓厚，公司省外扩张将非常缓慢。我们认为，公司的省外扩张的确将面临一个较长的渐进过程，但进程将快于国有出版公司，这主要是由于公司经营的是上游内容资源与下游发行，与省外出版企业不仅不需要正面竞争，更能够通过合作打通省外销售渠道。

### 公司估值与投资建议：

我们预计公司 2011、2012 年营业收入分别为 29,993、41,174 万元，同比增长 40.26%、37.28%；净利润分别为 4,354、6,618 万元，同比分别增长 41.22%、52%，对应两年的 EPS 分别为 0.581、0.882 元。

目前，国内出版行业 2011、2012 年 P/E 平均值分别为 32X、28X，我们认为公司成长能力强于行业平均水平，因此按照 2011 年 40X、2012 年 30X 的估值水平，认为公司的合理估值区间为 **23.24-26.46** 元，给予公司“推荐”投资评级。

### 公司股价表现的催化剂：

1)、公司教材教辅业务省外市场顺利扩张；2)、公司在政府采购中标数量增加。

### 主要风险因素：

1)、英语学习类、少儿类图书业务开展不顺利的风险；2)、教育政策风险；3)、新媒体竞争风险；4)、知识产权保护风险。

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、公司估值分析 .....                        | 1  |
| 二、A 股市场唯一民营图书企业 .....                 | 2  |
| 二、财务分析 .....                          | 4  |
| 三、公司前景展望：综合性青少年文化传媒集团 .....           | 5  |
| （一）、存量市场：少儿图书市场增速远高于一般图书和教材教辅市场 ..... | 5  |
| （二）、增量市场：青少年全媒体战略开创新局 .....           | 7  |
| （一）、出版发行行业迎来战国时代 .....                | 13 |
| （二）、教材教辅行业的增长前景 .....                 | 13 |
| （三）、政府采购有利于传统出版持续稳定发展 .....           | 15 |
| 五、竞争优势 .....                          | 16 |
| 六、风险分析 .....                          | 18 |
| 附表 1：天舟文化（300148.SZ）公司财务预测 .....      | 19 |
| 附表 2：财务分析和估值指标汇总 .....                | 21 |
| 附表 3：传媒类公司国际估值比较 .....                | 23 |

## 一、公司估值分析

公司主要营业收入来自三项业务，即青少年类图书（包括教辅类图书、英语学习类图书、少儿类图书）、社科类图书、版税收入。我们对公司的业绩预测建立在如下假设前提之下，预计2011-2012年：

**青少年类图书：**预计 2011、2012 年收入增速为 47.34%、41.89%，毛利率分别为 34.07%、35.28%左右；

**社科类图书：**预计2011、2012年收入增速为10%、10%，毛利率约为18.5%、17.5%；

**版税收入：**预计2011、2012年收入增速为29.84%、33.33%，毛利率分别为60%、55%；

**期间费用率：**我们假设公司未来两年的管理费用和销售费用率保持为营业收入的8%左右；

**所得税率：**我们假设公司实际所得税率20%。

表 1：公司主营收入预测

| 项 目    | 2007A    | 2008A     | 2009A     | 2010A     | 2011E     | 2012E     |
|--------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 青少年类图书 | 5,549.20 | 7,854.85  | 12,055.13 | 17,114.66 | 25,217.50 | 35,781.88 |
| 增速     |          | 41.55%    | 53.47%    | 41.97%    | 47.34%    | 41.89%    |
| 社科类图书  | 1.91     | 1,075.37  | 709.07    | 3,795.55  | 4,175.11  | 4,592.62  |
| 增速     |          | 56202.09% | -34.06%   | 435.29%   | 10.00%    | 10.00%    |
| 版税收入   |          | 40.42     | 249.53    | 462.12    | 600.00    | 800.00    |
| 增速     |          |           | 517.34%   | 85.20%    | 29.84%    | 33.33%    |
| 合计     | 5,551.11 | 8,970.64  | 13,013.73 | 21,372.33 | 29,992.61 | 41,174.50 |
| 整体增速   |          | 61.60%    | 45.07%    | 64.23%    | 40.33%    | 37.28%    |

资料来源：中国银河证券研究部

我们预计公司 2011、2012 年营业收入分别为 29,993、41,174 万元，同比增长 40.26%、37.28%；净利润分别为 4,354、6,618 万元，同比分别增长 41.22%、52%，对应两年的 EPS 分别为 0.581、0.882 元。

目前，国内出版行业 2011、2012 年 P/E 平均值分别为 32X、28X，我们认为公司成长能力强于行业平均水平，因此按照 2011 年 40X、2012 年 30X 的估值水平，认为公司的合理估值区间为 23.24-26.46 元，给予公司“推荐”投资评级。

## 二、A 股市场唯一民营图书企业

公司目前是湖南省规模最大的民营图书企业，更是 A 股市场目前唯一的民营图书企业，代表着中国出版改革的试点和拓荒。

公司的主营业务包括：（1）面向 3-20 岁青少年读者的青少年图书（可分为教辅类图书、英语学习类图书、少儿类图书三大类）；（2）面向所有阅读年龄层的社科类图书；（3）版税收入。

其中面向 3-20 岁青少年读者的图书业务主要可分为三大类别：教辅类、英语学习类、少儿类，总共包括了 6 个系列的主要产品。

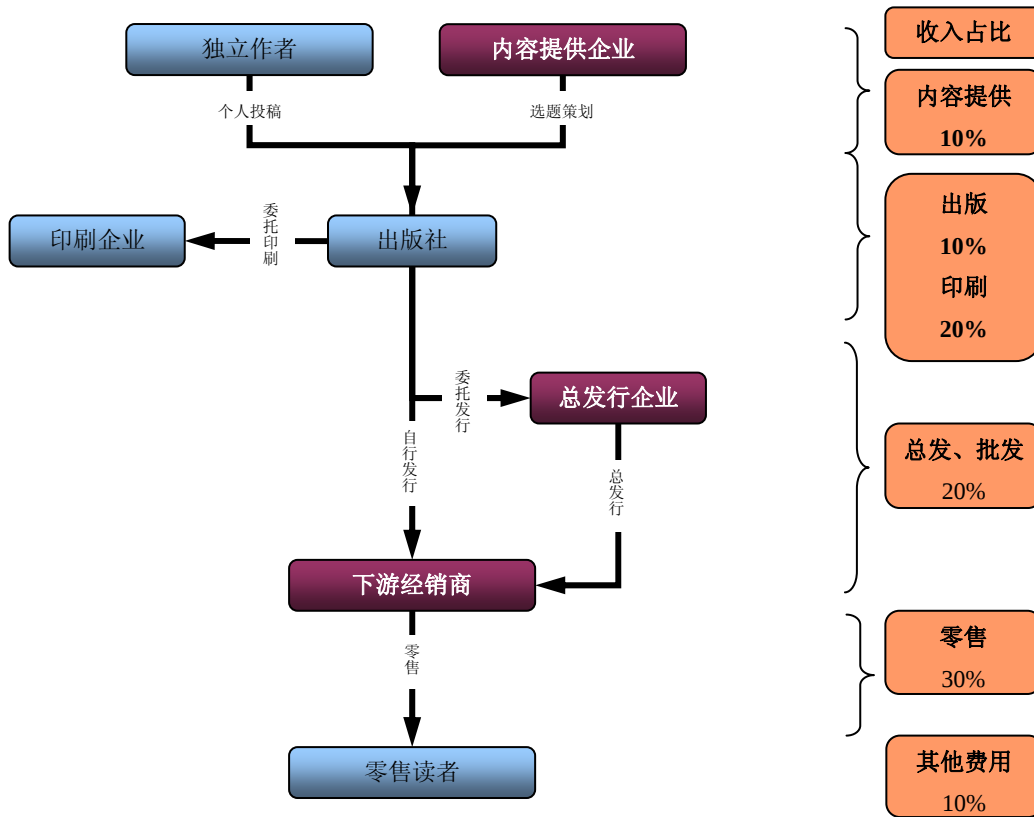
表 2: 公司青少年图书产品业务介绍

| 业务分类  | 主要产品系列          | 适用年龄阶段   | 创作模式              | 主要销售模式  | 重点销售区域 |
|-------|-----------------|----------|-------------------|---------|--------|
| 教辅类   | 中小学教辅系列         | 小学、初中、高中 | 与教材同步，依托权威教师和机构合作 | 系统销售    | 湖南     |
| 英语学习类 | “黑乎乎和粉嘟嘟少儿英语”系列 | 3-7 岁    | 以英语兴趣学习为主要创作思路    | 经销、政府采购 | 全国     |
|       | “红魔英语”系列        | 7-18 岁   |                   |         |        |
| 少儿类   | “阅读点亮童年”系列      | 7-14 岁   |                   |         | 全国     |
|       | “原创新童话”系列       | 7-14 岁   | 市场化选题创作           | 经销、政府采购 |        |
|       | “青春文学”系列        | 14-20 岁  |                   |         |        |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

目前，公司主营业务覆盖了图书产业链中内容策划、总发行与批发业务两大环节。公司早年从行业产业链下游的发行、经销进入图书行业，在逐渐发觉产业链上游图书内容的价值后开始开展相关业务。由于国家相关政策，公司无法进行直接从事出版社业务，仅能依靠与出版社成立合资公司来间接开展这一环节的业务。

图 1：出版行业产业链（紫色部分为公司涉及业务）



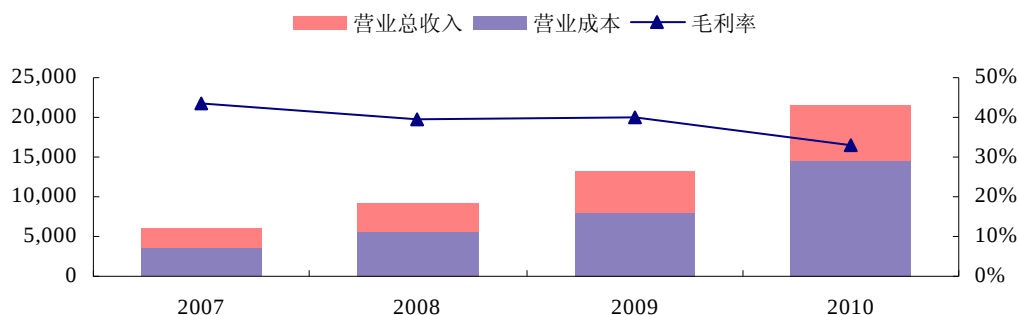
资料来源：中国银河证券研究部

## 二、财务分析

从近年来公司的整体业绩情况来看，公司业务成长情况良好，收入增长约在 45-65% 之间，营业毛利率基本维持在 35%-40% 的水平，2010 年公司毛利率有所下降，主要是由于政府采购量增多、采购价格低于原价的原因。

图 2：公司整体业绩情况

单位：万元

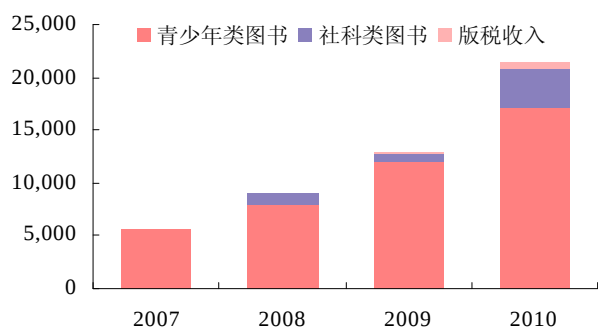


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

从各业务的业绩情况来看，面向 3-20 岁青少年读者的青少年类图书业务明显主导着公司的发展，社科类图书、版税收入两项业务处于辅助地位。这符合公司的整体市场策略：公司看好青少年图书市场的前景，将其视为公司的发展重点，并形成了一套完善的青少年图书内容开发、策划体系，直接提高了业务盈利水平；社科类图书由于是个人投稿，稿酬成本较高，相对毛利率较低，因此作为公司的辅助业务发展；版税收入目前占比较小，收入不稳定，将来有可能在公司主要收入来源中所占比例将增大，但目前市场环境、公司积累等都还未能达到条件。

图 3：公司各业务营业收入

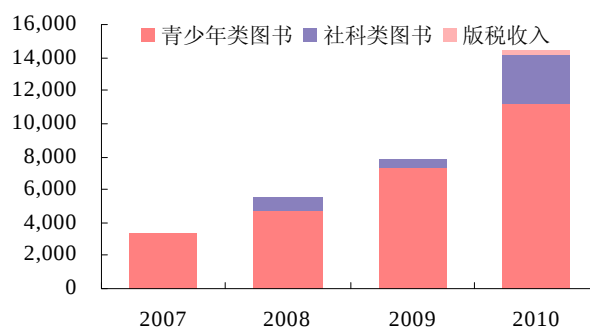
单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 4：公司各业务营业成本

单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

### 三、公司前景展望：综合性青少年文化传媒集团

#### (一)、存量市场：少儿图书市场增速远高于一般图书和教材教辅市场

青少年图书是图书市场的一部分。公司目前涉及其中的教育类、少儿类两大图书市场。

少儿类图书市场近几年维持着稳步增长的趋势。2009 年，少儿类图书出版进入快速发展阶段：品种达 15,591 种，同比增速 37.85%；定价总金额达 344,238 万元，同比增速 20.39%。2009 年以前，少儿类图书市场与图书出版市场总体相比，出版种类的增长情况较相似，而定价总金额增速较好。我们认为，这主要是少儿类图书单价提高引起的。少儿类图书需要大量图片，制作过程较为复杂，制作时间较长，精装版本较多，是单价提高的主因。我们认为，随着国内居民生活水平的提高，对少儿教育的重视程度也越来越高，少儿类图书市场仍将快速发展。

图 5：图书出版品种增长情况

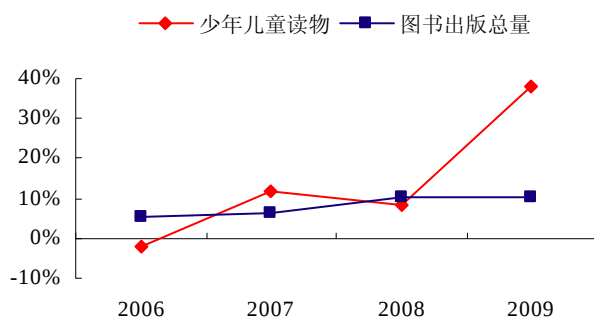
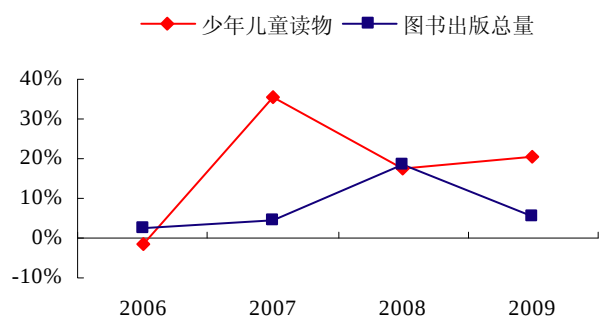


图 6：定价总金额增长情况



资料来源：国家新闻出版总署，中国银河证券研究部

资料来源：国家新闻出版总署，中国银河证券研究部

#### 与美国市场相比，国内青少年图书占图书总量比例较低，市场仍存在较大上升空间

美国青少年读物在总图书销售额中的占比大约在 14% 左右，而中国则在 4% 左右，远低于美国。我们认为，造成这一差异的主要原因是过去国内对少儿图书市场重视程度较低，出版的青少年图书较少，导致许多青少年的主要阅读图书仍然以社科类图书为主。

图 7：国内青少年图书占总图书出版比例

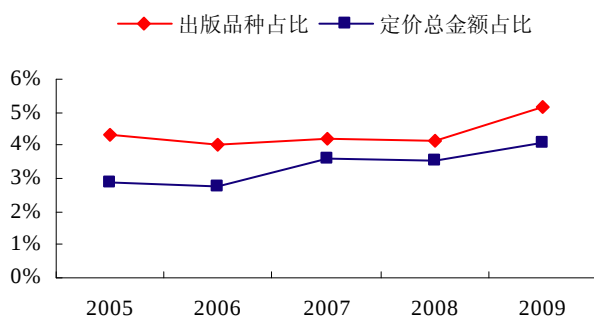
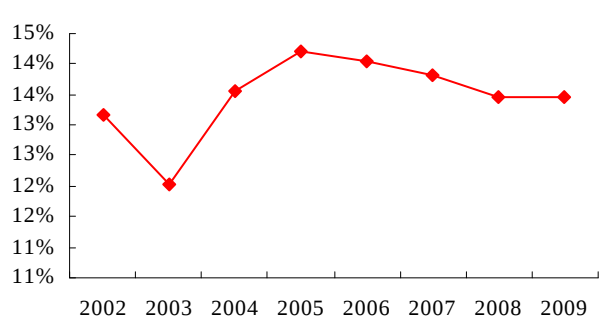


图 8：美国青少年读物占总图书销售额比例



资料来源：国家新闻出版总署，中国银河证券研究部

资料来源：国家新闻出版总署，中国银河证券研究部

随着国家对青少年教育的重视，青少年图书市场将越做越大。若按照美国青少年读物占总图书销售额 14% 的比例计算，国内青少年图书的市场容量约为 **118.73 亿元**，远高于目前的 **34.4 亿元**，市场仍存在**较大上升空间**。

**与美国青市场相比，国内少儿读物市场处于初级阶段，存在较大上升空间**

美国青少年读物近年来维持着 30-35 亿美元的销售额，占全部图书销售额 13-14% 的比例。销售额增长缓慢的原因主要有：（1）美国青少年图书出版业已进入成熟阶段，市场已基本爆满；（2）美国 0-14 岁青少年人口数量基本稳定，增长缓慢。

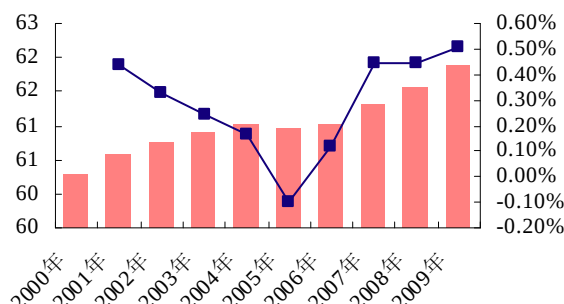
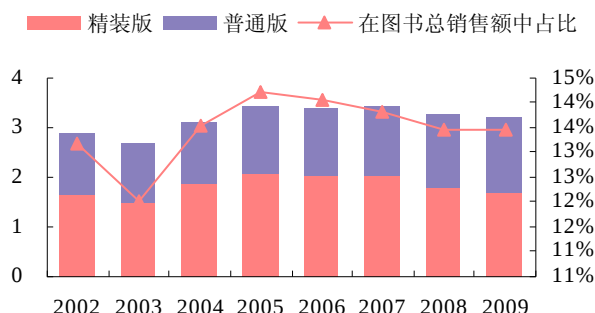
按照美国目前 6200 万青少年人数来计算，平均每人每年使用 48-56 美元购买青少年读物。

图 9：美国青少年读物销售情况

单位：十亿美元

图 10：美国 0-14 岁人口数量及增长情况

单位：百万人



资料来源：美国出版业协会，中国银河证券研究部

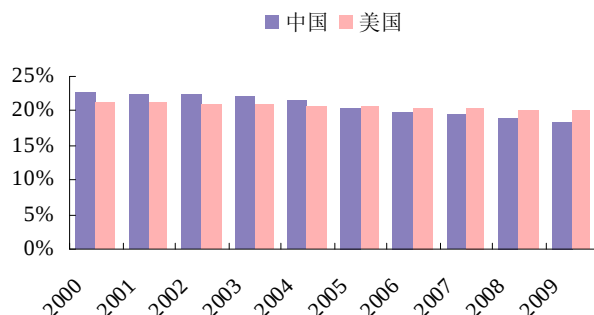
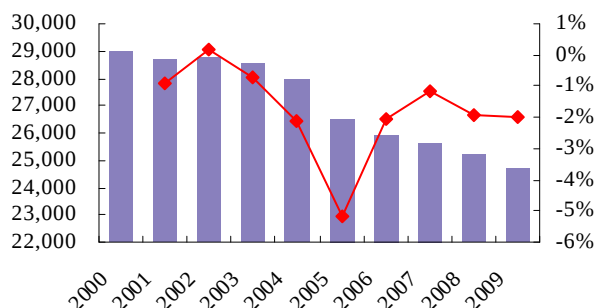
资料来源：美国统计署，中国银河证券研究部

由于计划生育的原因，国内 0-14 岁人口数量近年来逐步下滑，但依然维持在 2.4 亿以上的水平。而国内 0-14 岁人口在总人口中的占比也与美国非常接近，均在 20% 左右，家庭结构相似。美国平均每个青少年每年使用 48-56 美元购买青少年读物，中国图书价格普遍低于美国，粗略计算约为美国图书价格的 1/5。按照 6.6 元=1 美元的汇率计算，即每位青少年每年使用 63-74 元人民币购买青少年图书，该市场容量大约在 **151-177 亿元** 之间，远高于目前 **34.4 亿元** 的水平，市场仍处于初级阶段，存在**较大上升空间**。

图 11：中国 0-14 岁人口数量及增长情况

单位：万人

图 12：0-14 岁人口占总人口比例



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

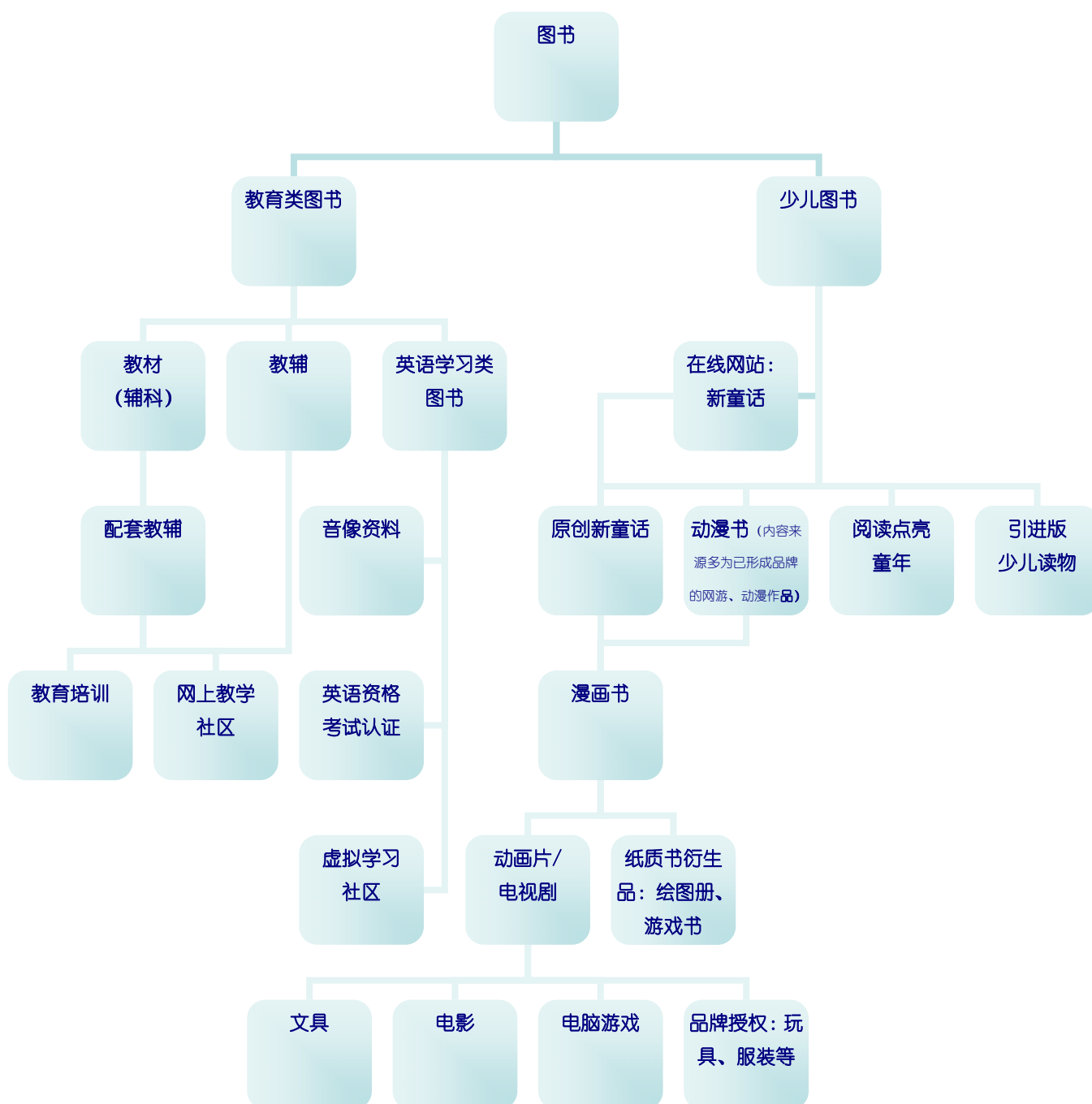
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

## （二）、增量市场：青少年全媒体战略开创新局

### 1、全媒体战略：

公司战略发展方向是：以青少年图书为基础，全方位打入青少年文化市场。

图 13：公司全媒体战略布局



资料来源：中国银河证券研究部

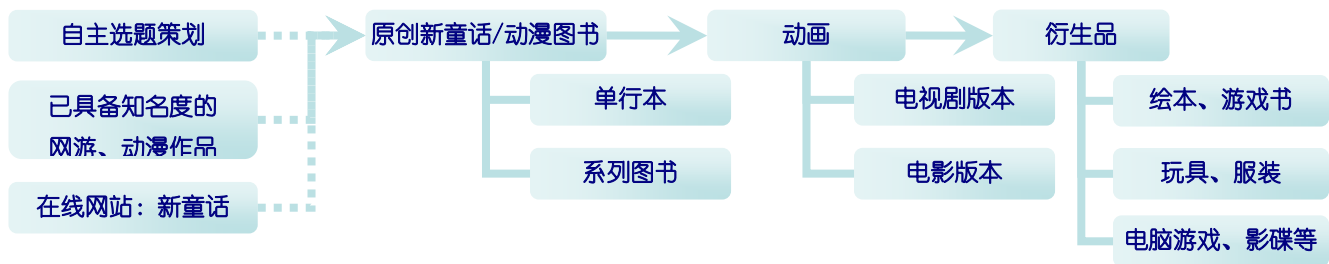
## 2、少儿类图书——深入挖掘内容价值：

从公司青少年全媒体战略布局可以看出，今后公司发展有两大主线——教育类图书、少儿图书。由于教育类图书市场跨区域发展门槛较高，推进这部分业务将是一个较漫长的过程，更大程度地是作为公司未来业绩稳定增长的主线；少儿图书是 2008 年起开展的新业务公司，仍处于市场累计的初期阶段，目前的市场占有率较低，但潜在市场巨大，并将在未来延伸至青少年文化其他产业链，发展后劲较强，我们认为少儿图书业务将能够作为公司未来业绩爆发性增长的主线。

相对教育类图书，少儿类图书的发展有五大优势：1）、产品单价高于教辅类图书，毛利率较高；2）、属于公司 2008 年开展的新业务，目前读者基数较小，潜在待开发读者数量较多；3）、市场空间巨大，我们预测全国最高可达到 119-177 亿元的市场容量，远远超过目前的 34 亿元；4）、相对教育类书，少儿类图书区域性较弱，可迅速拓展全国市场，范围较大，未来业务增长较快；5）、产品衍生品空间较大，如可培育出影视动画、玩具等衍生品市场。

公司将逐步开展少儿图书内容的深入挖掘，策略如下：

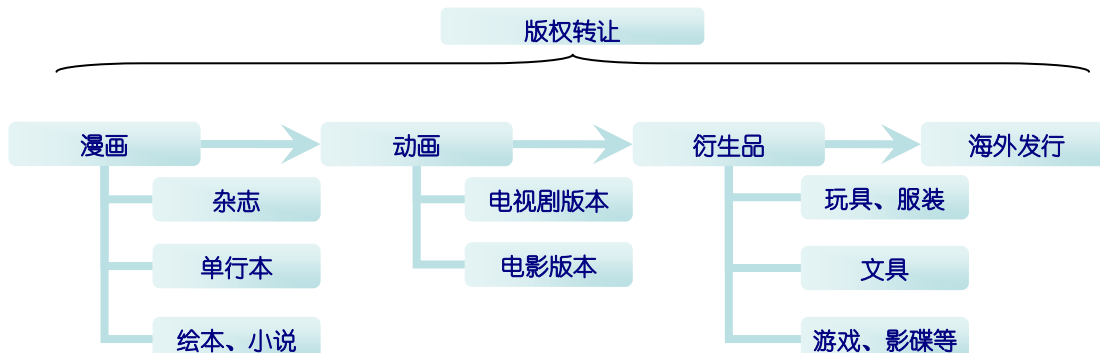
图 14：公司原创新童话、动漫图书内容价值深入挖掘策略



资料来源：中国银河证券研究部

我们将公司原创新童话、动漫图书内容深入挖掘策略与日本动漫行业产业链（ACG模式，即滚动式开发模式——以低成本的漫画为起点，所得利润作为再投资资金投入动画、游戏等产品，由衍生品获得巨大利润，良性循环的经营模式）相比较，两者极为相似。我们认为学习日本ACG模式将有利于公司更深入、更有效、更充分地挖掘内容价值。我们认为公司拓展新媒体的主要方式将主要为与现有的一些新媒体公司、团队进行合作。

图 15：日本动漫行业产业链（ACG 模式）



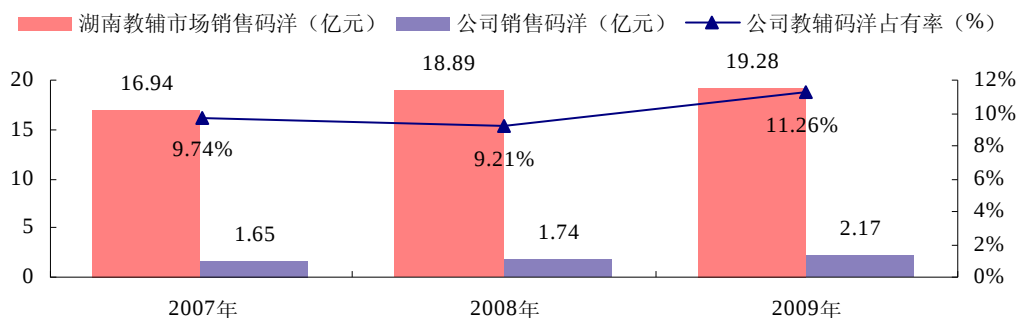
资料来源：中国银河证券研究部

### (三)、公司目前情况介绍

#### 1、公司青少年图书市场占有率

**教辅类图书：**教辅图书市场地域性较强。公司在湖南省教辅图书市场拥有较高的市场占有率，约为 10% 上下。同时，公司在开拓湖南省外市场，但由于教学文化的差异，市场开拓进程可能将较为缓慢。

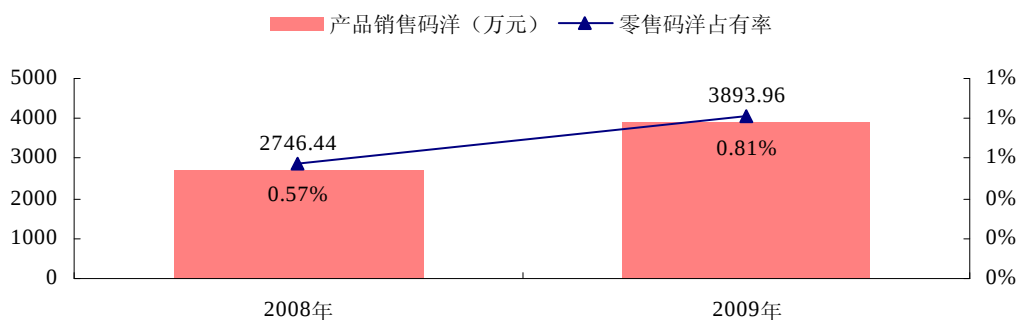
图 16：公司教辅类图书市场占比情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

**英语学习类图书：**公司的英语学习类图书面向全国市场，竞争对手较多，市场较为分散。且由于公司对该领域市场的开拓时间较短，还未形成稳定的品牌优势及用户群，市场的占有率较低，在 1% 以下。然而，公司该业务已经呈现出快速增长的趋势，且目前产品市占率较低，有较大的发展空间。

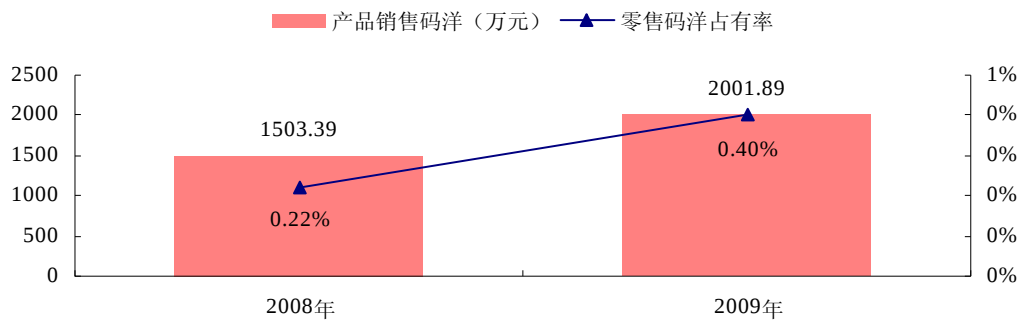
图 17：公司英语学习类图书市场占比情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

**少儿类图书：**公司的少儿类图书面向全国市场，竞争对手较多，市场较为分散。公司起步较晚，还未形成稳定的品牌优势及用户群，目前的市场占有率较低，在 0.5% 以下，但已呈现出积极的增长趋势。且目前产品市占率较低，公司拥有较大的发展空间。

图 18: 公司少儿类图书市场占比情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 3: 天舟文化少儿类图书开卷上榜书单

| 名次                          | 书名                | 作者          | 上市日期    |
|-----------------------------|-------------------|-------------|---------|
| <b>2011 年 3 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
|                             | 洛克王国宠物大图鉴(2)      | 深圳腾讯计算机有限公司 | 2011.01 |
| <b>2011 年 2 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
|                             | 洛克王国宠物大图鉴(2)      | 深圳腾讯计算机有限公司 | 2011.01 |
| <b>2011 年 1 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
| 11                          | 洛克王国宠物大图鉴         | 冬日文化有限公司    | 2010.1  |
| <b>2010 年 12 月少儿类畅销书排行榜</b> |                   |             |         |
| 5                           | 洛克王国宠物大图鉴         | 冬日文化有限公司    | 2010.1  |
| <b>2010 年 11 月少儿类畅销书排行榜</b> |                   |             |         |
| 3                           | 洛克王国宠物大图鉴         | 冬日文化有限公司    | 2010.1  |
| <b>2010 年 8 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
| 16                          | 英雄赛尔号(4)-斯诺星的正义对决 | 周艺文         | 2010.07 |
| 17                          | 英雄赛尔号(3)-奇怪的斯诺星   | 周艺文         | 2010.07 |
| 24                          | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手    | 周艺文         | 2010.04 |
| 27                          | 英雄赛尔号(1)-枯竭的克洛斯   | 周艺文         | 2010.04 |
| <b>2010 年 7 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
| 15                          | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手    | 周艺文         | 2010.04 |
| 17                          | 英雄赛尔号(1)-枯竭的克洛斯星  | 周艺文         | 2010.04 |
| <b>2010 年 6 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
| 5                           | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手    | 周艺文         | 2010.04 |
| 6                           | 英雄赛尔号(1)-枯竭的克洛斯星  | 周艺文         | 2010.04 |
| 19                          | 摩尔庄园(1)-黑森林来的毛毛头  | 周艺文         |         |
| 21                          | 摩尔庄园(2)-摩尔大剧院里的怪影 | 周艺文         |         |
| <b>2010 年 5 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |
| 5                           | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手    | 周艺文         | 2010.04 |
| 6                           | 英雄赛尔号(1)-枯竭的克洛斯星  | 周艺文         | 2010.04 |
| <b>2010 年 1 月少儿类畅销书排行榜</b>  |                   |             |         |

|                             |                  |          |         |
|-----------------------------|------------------|----------|---------|
| 8                           | 冒险小王子 5-冰冷症与吼叫杯  | 周艺文      |         |
| 2010 年第四季度少儿类畅销书排行榜 TOP15   |                  |          |         |
| 6                           | 洛克王国宠物大图鉴        | 冬日文化有限公司 | 2010.1  |
| 2010 年第二季度少儿类畅销书排行榜 TOP15   |                  |          |         |
| 7                           | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手   | 周艺文      | 2010.04 |
| 9                           | 英雄赛尔号(1)-枯竭的克洛斯星 | 周艺文      | 2010.04 |
| 开卷 2010 年上半年少儿类畅销书排行榜 TOP30 |                  |          |         |
| 29                          | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手   | 周艺文      | 2010.04 |
| 开卷 2010 年少儿类畅销书排行榜 TOP30    |                  |          |         |
| 25                          | 英雄赛尔号(2)-神秘的凶手   | 周艺文      | 2010.04 |

资料来源：开卷研究，中国银河证券研究部

## 2、原创新童话、网站平台

**原创新童话——《冒险小王子》：**《冒险小王子》是公司 2009 年 6 月制作发行的第一本原创新童话产品，由公司创作团队创作完成。《冒险小王子》系列总共包括 20 册，2009 年已出版了 8 册，2010 年出版了 8 册，剩余 4 册将在 2011 年推出；此外，公司计划在 2011 年创作并推出《冒险小王子》系列升级版——《包小龙大方块历险记》系列前 10 册。自推出以来，《冒险小王子》获得了较大的成功，2009-2010 年间，总共发行了 16 册，销售量超过 300 万册。

公司不仅开发新童话图书，更通过制作漫画书、与湖南卫视合作制作动画片、与淘米网合作制作儿童网络等方式，进一步延伸了产业链，做到了通过与多媒体合作深入挖掘《冒险小王子》的价值。在未来，公司还可能将授权开发与图书内容、人物相关的玩具、服装等，更进一步地提升产品衍生价值。

**原创新童话——《大嗓门滴滴》：**《大嗓门滴滴》是继《冒险小王子》系列获得成功后，公司计划在 2011 年重点打造的新童话项目。创作理念依然秉承“新童话主义”精神，从儿童读者需求出发，创作具有幻想、冒险体验的童话故事。

公司计划在 2011 年推出该系列前 10 册。在图书推出成功后，公司将效仿《冒险小王子》价值挖掘策略，深入挖掘《大嗓门滴滴》的内容、品牌价值。

**新童话网站即将上线：**公司计划将在今年 7-8 月份推出一款针对针对 9-14 岁小朋友的社区网站，以新童话为主要内容，目的在于吸引爱好者，作为内容提供者。

我们认为新童话网站的推出将对公司主要起到以下四个作用：1)、将为公司提供更多稿源，有利于公司获得更好的创作人才以及推出更具有创意的作品；2)、与小读者建立更密切的联系，有利于公司更及时、更全面的得到读者对图书内容的反馈，有利于创作团队及针对市场需求做出时调整；3)、有利于通过互联网利于进一步提升公司品牌形象，并将公司与青少年读者群的关联性体现出来；4)、有利于公司在日后为教育学习以及其他图书内容延伸制作互联网平台累计网站建设、管理的经验。

### 3、与新传媒公司全方位合作:

表 4: 公司已合作产品列表

| 合作方              | 合作项目                                                                                                                                                                                      | 合作产品                                                                                                    |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《喜羊羊和灰太狼》原核心创作团队 | 开心宝贝<br>                                                                                                 | 绘本、故事书、漫画书、涂色本、游戏书等                                                                                     |
| 腾讯               | 洛克王国<br>                                                                                                 | 网游改编的故事书、攻略、图鉴等                                                                                         |
| 奥飞动漫             | 火力少年王<br>                                                                                               | 漫画书、图鉴等                                                                                                 |
| 华谊兄弟             | 老夫子之小水虎传奇<br>                                                                                          | 漫画书                                                                                                     |
| 淘米网              | 摩尔庄园<br><br>奥比岛<br> | 赛尔号<br><br>网游改编的故事书 |

资料来源: 中国银河证券研究部

## 四、传统出版：强强合作，提升市场份额

### （一）、出版发行行业迎来战国时代

截至 2010 年底，全国 581 家图书出版社中，除盲文、少数民族文字和军队等部分出版社保留事业性质外，有 528 家经营性出版社要转企改制，已完成 435 家，93 家正在进行转企改制，转制率达到 99%。“十一五”期间，中国新闻出版产业已经完成了国内出版发行单位的转企改制工作，即将迈入产业化、规模化、集约化的阶段。

我们认为“十二五”期间新闻出版产业的发展要经历这样一个阶段——建立市场化的竞争机制，打破行政垄断和政策壁垒，通过跨区域整合，形成核心产业集团。“十二五”期间国内将成立三大出版发行集团：中国教育出版集团、中国科技出版集团、中国出版集团，这三大出版集团可能将对地方出版发行集团形成强有力的竞争，但竞争压力也将推动地方出版发行集团的重组整合。出版发行行业即将面临更大的行业竞争，迎来了他们的战国时代。

在这样的环境中，公司拥有两大优势——机制灵活，渠道丰富。

**机制灵活：**与国企出版公司相比，公司的运营更为独立自由，对公司发展整体方向的把握和调整也更为灵活。

**渠道丰富：**与民营的非上市图书公司相比，公司作为唯一一家在 A 股市场上市的民营图书公司，其知名度、企业信誉较同行更高，且能依托资本市场丰富的资源扩充自身能力。在这样的基础下，公司拥有更多资本与当地出版发行商合作，以此打开省外渠道。公司更能依托上市公司优势与大型出版发行集团、著名内容机构进行深度合作，打通图书市场的整条产业链。

### （二）、教材教辅行业的增长前景

公司从事教辅图书业务时间较长，并已形成了较稳定的品牌效应。目前公司收入、利润中，占比最大的仍是教辅图书业务。教辅类图书主要的创作模式为与教材同步，依托权威教师和机构合作。截止 2010 年 6 月为止，公司共开发了 1,279 种图书；同步系列的教辅类图书生命周期为 1 年，非同步系列的教辅类图书生命周期约为 2 到 3 年。

目前，公司 80%的教辅类图书在湖南省省内发售，占据 10%的市场。根据湖南省统计信息，2009 年普通小学至高中在校生共 789.93 万人。公司 2009 年教辅类书本销售量为 3,978.11 万册，按照其中约 80%销售来自湖南省地区计算，即大约每位在校生购买 4 本公司产品。

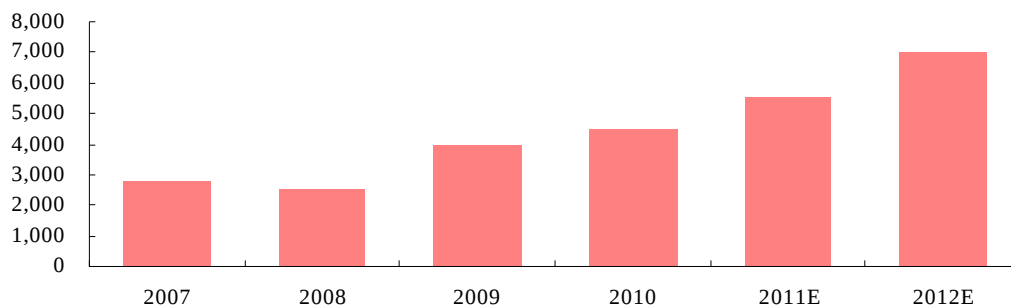
根据《2009 年全国教育事业统计公报》，2009 年全国普通小学到高中在校学生人数共 20,153.32 万人，若公司将其品牌开拓至全国各地，按照每位在校生每年购买 2 本公司产品计算，每年大约可获得 40,000 本教辅的销售量，约 10 亿元的销售额。

公司目前已经开始向全国市场进军的计划。然而，由于教辅类图书具有地域性限制，我们认为公司在 2011 年开拓进度将有所增长。销售量增速在 30-35%之间，随着募集资金在营销网络建设项目上的使用，公司在湖南省及国内其他省份的图书销量均会有较大的突破，2011、2012

年的销量增速分别为 33%、35%。

图 19: 公司教辅类图书销售数量预测

单位: 万册



资料来源: 中国银河证券研究部

现阶段, 国内教育改革为出版业带来了一个进入教材市场的契机。公司将借着这一契机, 将逐步进入辅助教材市场。公司计划将重点推出两种辅助教材推向全国。

表 5: 公司辅助教材全国销售额模拟测算

单位: 万元

| 市场占有率 | 学生数量 (万人) | 销售单价 (元) |       |       |       |       |
|-------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|
|       |           | 2.00     | 2.25  | 2.50  | 2.75  | 3.00  |
| 0.5%  | 100       | 200      | 250   | 250   | 270   | 300   |
| 1%    | 200       | 400      | 450   | 500   | 550   | 600   |
| 3%    | 600       | 1,200    | 1,350 | 1,500 | 1,650 | 1,800 |
| 5%    | 1,000     | 2,000    | 2,250 | 2,500 | 2,750 | 3,000 |
| 7%    | 1,400     | 2,800    | 3,150 | 3,500 | 3,850 | 4,200 |

资料来源: 中国银河证券研究部

按照目前全国普通小学到高中学生人数, 若辅助教材销售单价为 2.5 元, 公司全国市场占有率达到 3%, 则每本教材每年可为公司贡献 1,500 万元的收入, 按照 40% 的毛利率计算, 可获得 600 万元的净利润。两本辅助教材则可为公司新增约 1,200 万元利润, 在公司 2010 年营业利润中占比约为 32.31%。

由于教材业务属于公司新业务, 进入市场需要一段推进时间。我们预计教材 2011 年销售量在全国内占比约为 0.5%, 两本教材为公司新增 500 万元收入, 200 万元营业利润; 2012 年市场占有率达到 1%, 新增 1,000 万元收入, 400 万元营业利润。

2011-2012 年, 我们预计公司教材教辅类图书的销售收入分别为 15,530、21,240 万元, 营业毛利率分别为 35%、36%。

与国有出版公司相比, 我们认为公司在教材教辅**省外扩张方面更具优势**。国有出版公司教材教辅业务进入省外市场, 将直接面临来自当地出版公司的竞争; 公司进入省外市场, 可以利用与当地出版公司合作而非竞争, 这种合作关系将更有利于公司拓展其销售渠道。

### （三）、政府采购有利于传统出版持续稳定发展

在 2015 年之前，湖南省共计要建 4.9 万个“农家书屋”，每个“农家书屋”计划投资 1.5 万元，其中 1.2 万元为图书报刊采购资金，其中 30%为报刊采购资金。即总共约 6.9 亿元，其中 4.116 亿元为图书采购资金。其中投放于 2011 年 2 亿元左右。政府采购将有利于传统出版持续稳定的发展。

2010 年 3 月，公司与湖南省新闻出版局签订《政府采购合同》，合同约定：经公开招标，湖南省新闻出版局向公司采购图书一批用于“农家书屋”项目，图书价值 5160 万元，为公司贡献了约 25%的收入。

2011 年 3 月 11 日，湖南省新闻出版局公告了有关农家书屋图书电子音像制品公开招标中标信息，天舟文化中标的项目包括文化教育类、文学艺术类，中标金额分别为 1,216.68 万元、1,591.14 万元，总共约 2,807.82 万元，大约为去年中标金额的 50%。下半年湖南省还会进行一次招标采购，如果按照上半年的比例计算，公司全年中标收入会超过 2010 年的水平。

此外，近年随着国家对教育的愈加重视，我们认为教育配套设施的投入也将成为政府采购的一项重要之处，其中教育类图书储备将可能构成一个较大的组成部分，这也将有利于传统出版行业的长期稳定的发展。

## 五、竞争优势

### 品牌和资金优势

较其他民营图书企业相比，公司作为唯一一家在 A 股市场上市的民营图书公司，其知名度、企业信誉较同行更高，且能依托资本市场丰富的资源扩充自身能力。公司拥有更强大的品牌优势、资金优势。

再者，公司的品牌及资金优势为公司与大型国有出版企业的合作增加了筹码。公司通过与大型国有出版企业成立合资公司，进一步加强了自身的品牌优势，使公司具备与新兴新媒体公司/团队进行深入合作的能力，形成品牌不断提升的良性循环。

### 精准的市场定位

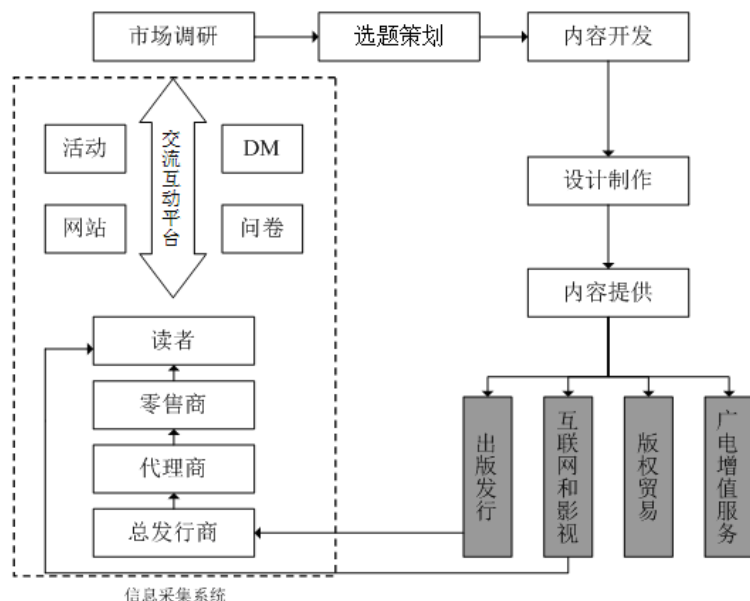
公司选择青少年图书市场为其主要战场，我们认为公司的市场定位十分精准。相对大众图书市场，青少年图书市场有以下两大优势：

- 1、随着国内居民生活水平的提高，对少儿教育愈加重视，青少年图书市场在单价、数量上均有良好的发展势头；
- 2、相对能够显示个人思想特色的大众图书，青少年读物更趋向于以大众思想文化为基础对青少年进行指导、教育，能够依靠团体而非个人创造制作，稿费成本较低。

### “策、产、销”一体化

公司同时拥有策划与发行的业务，即图书产业链的第一个以及最后一个环节的业务，形成“策、产、销”一体化的生产运营模式。这种业务模式为公司带来以下几项优势：

- 1、在开发内容的同时，能够直接由发行业务得到市场反馈信息，以及时改进、更换作品内容适应市场需求；
- 2、承担了产业链中策划、发行两大角色，增强了公司在与出版企业合作中的地位，有利于公司拓展业务空间，降低运营成本；
- 3、面对数字时代电子图书的冲击，策划、发行业务涉及的科技含量较低，受影响程度低于出版行业。



注：深色部分为不受公司控制，仅提供服务的环节。

### 打通全产业链，向新媒体进军

为适应新媒体的快速发展趋势，公司制定了以内容策划为核心竞争力，以图书为平台，不断向网络、影视等多媒介发展的策略。目前公司已经与新浪、盛大等知名互联网出版机构建立了合作关系。公司与新媒体公司的合作方式有：借助互联网对公司现有图书进行推广宣传；以提供内容的形式促进少儿图书改变为影视、动漫、游戏作品。

向多媒体进军体现出公司对新文化元素具有较强的吸收能力。我们认为这将为公司带来以下几项优势：

- 1、通过多种形式对公司作品进行宣传，并达到树立公司品牌形象的目的，提高了公司及公司作品的市场知名度、市场影响力；
- 2、通过多种形式销售公司的内容版权，得到额外版权收入，并丰富了公司的产品形式及收入来源，增强了公司产品的生命力；
- 3、公司属于行业中率先与新媒体合作的公司，在数字时代正式来临的时候，有先发优势。

#### 《老夫子之小水虎传奇》合作模式：



## 六、风险分析

### 英语学习类、少儿类图书业务开展不顺利的风险

英语学习类、少儿类图书业务是公司 2008 年开始经营的新业务，是公司未来业绩的主要增长点。由于公司在这两个市场均为全国性市场，竞争激烈，市占率分散，公司未来的收入增长情况有低于目前预期的可能，这将影响公司整体发展。

### 教育政策风险

公司目前的教辅业务主要在湖南省内经营，因此不仅面临着全国教育政策的风险，亦面临湖南省内教育政策的风险。我们认为英语学习类、少儿类图书业务在未来将有可能取代教辅业务成为公司的主要收入来源，但近几年内教辅业务仍然是公司的支柱性业务。教育政策若有不利于教辅类图书发展的变化，将有可能影响公司该业务的收入利润。

### 新媒体竞争风险

目前，公司的青少年读物仍然以实体书为主要媒介，因此公司的内容策划、图书发行也是针对实体书发展进行，积累了大量实体书策划、宣传、销售经验。虽然公司目前已经领先于行业中其他企业与新媒体合作，但这无法保证公司能够在数字时代正式到来的时候做好充分应战准备。公司仍然面临着与新媒体竞争的风险。

### 知识产权保护风险

在国内，盗版实体书、电子书仍然十分猖獗，政府也仍未出台有力措施打击盗版。许多图书在面市受到消费者欢迎后，就会遭到盗版或被侵犯知识产权，影响正规出版物的销售收入、利润。公司面临着被盗版或知识产权受到侵犯的风险。

**附表 1：天舟文化（300148.SZ）公司财务预测**

| 利润表        | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 91.63  | 131.52 | 213.84 | 299.93 | 411.74 |
| 减：营业成本     | 55.61  | 78.76  | 143.79 | 202.69 | 273.07 |
| 营业税金及附加    | 1.07   | 1.33   | 2.21   | 3.10   | 4.26   |
| 营业费用       | 8.18   | 12.67  | 14.16  | 23.99  | 32.94  |
| 管理费用       | 6.57   | 11.61  | 14.68  | 23.99  | 32.94  |
| 财务费用       | -0.11  | -0.29  | -0.40  | -8.85  | -7.76  |
| 资产减值损失     | 0.10   | 1.86   | 1.06   | 1.50   | 1.50   |
| 加：投资收益     | 0.02   | 0.00   | 0.00   | 1.50   | 7.50   |
| 公允价值变动损益   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他经营损益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润       | 20.22  | 25.57  | 38.33  | 55.00  | 82.30  |
| 加：其他非经营损益  | -0.06  | 0.78   | 0.42   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额       | 20.16  | 26.35  | 38.75  | 55.00  | 82.30  |
| 减：所得税      | 5.06   | 5.97   | 7.38   | 10.70  | 14.96  |
| 净利润        | 15.11  | 20.38  | 31.37  | 44.30  | 67.34  |
| 减：少数股东损益   | 0.90   | 0.15   | 0.54   | 0.76   | 1.16   |
| 归属母公司股东净利润 | 14.21  | 20.23  | 30.83  | 43.54  | 66.18  |
| 资产负债表      | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
| 货币资金       | 43.88  | 41.33  | 446.20 | 340.80 | 349.26 |
| 应收和预付款项    | 31.62  | 40.30  | 38.51  | 112.04 | 120.91 |
| 存货         | 11.11  | 14.09  | 19.72  | 47.84  | 43.18  |
| 其他流动资产     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 21.00  | 46.00  |
| 投资性房地产     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产和在建工程  | 19.86  | 18.82  | 18.06  | 34.30  | 50.53  |
| 无形资产和开发支出  | 0.40   | 0.19   | 0.53   | 1.15   | 21.70  |
| 其他非流动资产    | 0.06   | 1.06   | 5.96   | 5.93   | 5.90   |
| 资产总计       | 106.94 | 115.79 | 528.98 | 563.06 | 637.48 |
| 短期借款       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付和预收款项    | 23.50  | 18.18  | 26.14  | 27.16  | 34.25  |
| 长期借款       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他负债       | 0.00   | 0.50   | 0.50   | 0.50   | 0.50   |
| 负债合计       | 23.50  | 18.68  | 26.64  | 27.66  | 34.75  |
| 股本         | 56.00  | 56.00  | 75.00  | 75.00  | 75.00  |
| 资本公积       | 4.56   | 4.69   | 365.16 | 365.16 | 365.16 |
| 留存收益       | 18.46  | 34.61  | 59.84  | 92.12  | 158.30 |
| 归属母公司股东权益  | 79.02  | 95.30  | 499.99 | 532.28 | 598.46 |

|           |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 少数股东权益    | 4.42   | 1.81   | 2.35   | 3.11   | 4.27   |
| 股东权益合计    | 83.44  | 97.11  | 502.34 | 535.39 | 602.73 |
| 负债和股东权益合计 | 106.94 | 115.79 | 528.98 | 563.06 | 637.48 |

| 现金流量表    | 2008A | 2009A | 2010A  | 2011E   | 2012E  |
|----------|-------|-------|--------|---------|--------|
| 经营性现金净流量 | 6.41  | 5.55  | 36.70  | -62.50  | 59.19  |
| 投资性现金净流量 | 0.48  | -5.28 | -5.74  | -40.50  | -58.50 |
| 筹资性现金净流量 | 10.20 | -2.29 | 376.49 | -2.40   | 7.76   |
| 现金流量净额   | 17.09 | -2.02 | 407.45 | -105.40 | 8.45   |

资料来源：中国银河证券研究部

**附表 2：财务分析和估值指标汇总**

|                | 2008A   | 2009A  | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>收益率</b>     |         |        |         |         |         |
| 毛利率            | 39.30%  | 40.11% | 32.76%  | 32.42%  | 33.68%  |
| 三费/销售收入        | 15.98%  | 18.24% | 13.30%  | 13.05%  | 14.11%  |
| EBIT/销售收入      | 21.87%  | 19.79% | 17.91%  | 15.39%  | 18.10%  |
| EBITDA/销售收入    | 24.89%  | 21.22% | 18.66%  | 16.28%  | 18.77%  |
| 销售净利率          | 16.49%  | 15.50% | 14.67%  | 14.77%  | 16.35%  |
| <b>资产获利率</b>   |         |        |         |         |         |
| ROE            | 17.98%  | 21.23% | 6.17%   | 8.18%   | 11.06%  |
| ROA            | 18.74%  | 22.48% | 7.24%   | 8.20%   | 11.69%  |
| ROIC           | 40.61%  | 51.23% | 54.92%  | 63.87%  | 30.94%  |
| <b>增长率</b>     |         |        |         |         |         |
| 销售收入增长率        | 51.59%  | 43.54% | 62.59%  | 40.26%  | 37.28%  |
| EBIT 增长率       | 16.47%  | 29.92% | 47.16%  | 20.47%  | 61.51%  |
| EBITDA 增长率     | 27.35%  | 22.36% | 42.97%  | 22.38%  | 58.29%  |
| 净利润增长率         | 29.49%  | 34.93% | 53.91%  | 41.22%  | 52.00%  |
| 总资产增长率         | 61.04%  | 8.27%  | 356.86% | 6.44%   | 13.22%  |
| 股东权益增长率        | 35.95%  | 20.60% | 424.65% | 6.46%   | 12.43%  |
| 经营营运资本增长率      | -39.14% | 86.16% | -8.78%  | 296.54% | -1.29%  |
| <b>资本结构</b>    |         |        |         |         |         |
| 资产负债率          | 21.97%  | 16.13% | 5.04%   | 4.91%   | 5.45%   |
| 投资资本/总资产       | 37.85%  | 49.31% | 11.02%  | 35.09%  | 40.41%  |
| 带息债务/总负债       | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
| 流动比率           | 3.69    | 5.26   | 19.30   | 18.43   | 14.99   |
| 速动比率           | 3.21    | 4.49   | 18.54   | 16.67   | 13.73   |
| 股利支付率          | 0.00%   | 20.21% | 18.16%  | 25.84%  | 0.00%   |
| 收益留存率          | 100.00% | 79.79% | 81.84%  | 74.16%  | 100.00% |
| <b>资产管理效率</b>  |         |        |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.86    | 1.14   | 0.40    | 0.53    | 0.65    |
| 固定资产周转率        | 4.61    | 6.99   | 11.84   | 20.98   | 39.10   |
| 应收账款周转率        | 4.15    | 5.04   | 7.46    | 4.21    | 4.41    |
| 存货周转率          | 5.00    | 5.59   | 7.29    | 4.24    | 6.32    |
| <b>业绩和估值指标</b> |         |        |         |         |         |
| EBIT           | 20.04   | 26.03  | 38.31   | 46.15   | 74.54   |
| EBITDA         | 22.81   | 27.91  | 39.90   | 48.82   | 77.28   |
| NOPLAT         | 15.05   | 19.53  | 30.67   | 37.22   | 61.13   |
| 净利润            | 14.21   | 20.23  | 30.83   | 43.54   | 66.18   |
| EPS            | 0.189   | 0.270  | 0.411   | 0.581   | 0.882   |
| BPS            | 1.054   | 1.271  | 6.667   | 7.097   | 7.979   |

|           |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PE        | 103.89 | 72.95  | 47.88  | 33.78  | 22.22  |
| PEG       | 2.29   | 1.51   | N/A    | N/A    | N/A    |
| PB        | 18.68  | 15.49  | 2.95   | 2.76   | 2.46   |
| PS        | 16.11  | 11.22  | 6.90   | 4.90   | 3.57   |
| PCF       | 230.39 | 266.10 | 40.21  | -23.53 | 24.85  |
| EV/EBIT   | 53.08  | 40.87  | 27.00  | 24.62  | 15.16  |
| EV/EBITDA | 46.63  | 38.12  | 25.92  | 23.27  | 14.62  |
| EV/NOPLAT | 70.64  | 54.47  | 33.72  | 30.52  | 18.48  |
| EV/IC     | 26.27  | 18.63  | 17.75  | 5.75   | 4.39   |
| ROIC-WACC | 32.77% | 43.39% | 47.08% | 55.24% | 22.31% |
| 股息率       | 0.000  | 0.003  | 0.004  | 0.008  | 0.000  |

资料来源：中国银河证券研究部

**附表 3：传媒类公司国际估值比较**

| 美国出版行业（单位：美元）          | 股价        |       | EPS   |       | PE    |       |       | PB      | 市值<br>（亿） |
|------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|
|                        | 2011-5-16 | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E |         |           |
| 麦格劳-希尔                 | 42.26     | 2.69  | 2.87  | 3.17  | 15.70 | 14.70 | 13.34 | 7.4500  | 130.00    |
| 培生集团                   | 18.60     | 1.62  | 0.67  | 0.72  | 11.45 | 27.85 | 25.71 | 7.0200  | 148.55    |
| John Wiley & Sons Inc. | 50.81     | 2.39  | 2.92  | 3.33  | 21.24 | 17.43 | 15.25 | 12.0400 | 30.49     |
| Scholastic Corp.       | 26.30     | 1.55  | 1.27  | 1.57  | 17.00 | 20.68 | 16.79 | 22.9000 | 9.53      |

| 国内出版行业（单位：元） | 股价        |       | EPS   |       | PE    |       |       | PB   | 市值<br>（亿） |
|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----------|
|              | 2011-5-16 | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E |      |           |
| 时代出版         | 13.00     | 0.49  | 0.55  | 0.63  | 26.56 | 23.50 | 20.66 | 2.37 | 0.49      |
| 出版传媒         | 9.59      | 0.24  | 0.25  | 0.27  | 40.69 | 39.04 | 36.02 | 3.33 | 0.24      |
| 皖新传媒         | 14.75     | 0.35  | 0.40  | 0.45  | 41.81 | 36.82 | 32.90 | 3.87 | 0.35      |
| 新华传媒         | 7.63      | 0.19  | 0.23  | 0.27  | 39.80 | 32.68 | 28.55 | 3.51 | 0.19      |
| 中南传媒         | 10.82     | 0.33  | 0.42  | 0.50  | 32.73 | 26.07 | 21.77 | 2.74 | 0.33      |

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908