

增 持 维持

天舟文化（300148）

2011 年 8 月 22 日

省外扩张进展顺利，下半年收入增长将加速

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人：白洋
baiyang@htsec.com
021-23219646

● 主要观点：

天舟文化 8 月 20 日公布半年报。H1 收入 1.28 亿，同比增长 31%，净利润 2189 万元，同比增长 35%，EPS 为 0.22 元，扣除利息、投资收益、营业外收支后税前利润同比增长 20%，业绩符合预期。

公司在去年同期农家书屋确认 4380 万收入、今年上半年只有 2808 万的情况下，收入仍维持了 30% 以上的可观增长，主要来自于：（1）教辅产品的省外扩张，上半年教辅类增长 50%，增量多数来自省外销售；（2）除湖南省农家书屋外，公司也积极拓展了其他政府采购项目，在四川等地取得了较大突破。

下半年是公司文教类产品的销售旺季，同时公司 8 月初公布农家书屋再次中标近 5000 万元预计于下半年会陆续确认，我们认为公司下半年收入增速有望提升至 50% 以上。未来两年，公司产品从湖南省向全国扩展，从相对单一的教辅向教材、少儿类图书扩展仍是主要的增长逻辑。

维持盈利预测和对公司的判断。我们维持 2011 年-2013 年 0.47 元、0.65 元、0.91 元的预测。公司近两年扩张的主要动力仍来自教材教辅，政府采购的推动力依然强劲，同时，上市后充裕的资金和平台的提升也为公司在全媒体业务的尝试提供了较大的选择余地。在公司新媒体业务仍处在布局的阶段，按照 2012 年 25 倍 PE 估值，目标价 16.25 元，维持公司“增持”评级。建议关注公司未来在新媒体运作方面的运作对业绩、估值的提升效用。

主要风险：业务扩张、布局期成本费用高企；新媒体业务拓展情况。

● 2011 年 H1 业绩概况：

季度分拆来看，Q2 延续了 Q1 的增长趋势，收入 9238 万元，同比增长 30%，净利润 1899 万元，同比增长 34%。毛利率 32%，较 Q1 略有下降，主要是因为确认的农家书屋销售毛利率较低，但营业利润率由 Q1 的 12% 大幅提升至 26%，除了农家书屋相应的销售、管理费用低的原因外，主要是由于公司的业务特点：销售前期准备工作产生的费用发生在前，而销售收入确认在后。由于公司处在扩张期，总体费用率呈上升趋势。

表 1 天舟文化分季度财务情况（%）

	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
毛利率	40.39	39.41	32.39	33.97	38.96	27.00	34.97	31.94
营业费用率	10.30	7.96	8.60	3.67	8.62	7.50	9.18	4.44
管理费用率	8.54	9.55	10.82	4.97	5.99	7.94	14.29	3.98
营业利润率	19.44	19.46	12.22	23.70	24.10	9.49	12.29	26.41
所得税率	21.45	25.85	33.63	12.46	17.91	28.98	32.30	23.36

资料来源：公司公告，海通证券研究所

业务分拆来看，H1文教类图书收入 6980 万元，同比增长 50%，主要来自省外教辅的扩张。公司去年与人教社合作的《胜券在握》系列主要是针对高考的复习用书，今年继续与人教社合作开发面向小学到高中的教辅《跨越》系列，在品类、地域上均有突破。

少儿类图书收入 2582 万元，同比略有下降，考虑到去年同期农家书屋中少儿包占比较大，而公司上半年农家书屋中标的是文化教育包和文学艺术包，剔除这一因素后，少儿类图书仍保持了较快的增长。其中，《洛克王国宠物大图鉴》等图书一直占据开卷少儿类畅销书排行榜Top15。

社科类图书增长主要来自农家书屋等一些政府采购项目；版税收入同比下降主要因为公司加大了自主策划的图书的全渠道包销力度，出版社较少参与发行。

表 2 天舟文化 2011 年 H1 分业务情况（万元）

	收入	成本	收入 YoY (%)	成本 YoY (%)	毛利率 (%)	毛利率变化
一、青少年类图书	9562	6338	31.17	35.01	33.72	减少 1.88 个百分点
1) 文教类	6980	4426	49.31	53.74	36.58	减少 1.82 个百分点
2) 少儿类	2582	1912	-1.30	5.32	25.96	减少 4.66 个百分点
二、社科类图书	3155	2223	41.15	22.30	29.55	增加 10.86 个百分点
三、版税	70	35	-73.14		50.85	减少 49.15 个百分点
合计	12787	8595	30.65	31.99	32.78	减少 0.68 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

● 公司未来看点：

我们在 Q1 提示的公司 2011 年的看点，从目前的情况来看，（1）教辅的省外扩张、（2）农家书屋进展良好且今年有实质性贡献；（3）教材的尝试预计明年可以贡献业绩；（4）并购、（5）新媒体等项目仍在前期筹备中，虽然速度上可能略低于市场预期，但公司稳健务实的风格无疑对业务的长远发展有益；此外，（6）明年中小学馆配图书的政府采购、（7）少儿图书的增长也有望给市场带来惊喜：

表 3 天舟文化未来看点

Q1 提示的公司未来看点	目前状态	详细情况
（1）教辅产品省外扩张	已有实质收获，仍在进行	上半年已有所显现，省外销售增长 108%，下半年仍会继续
（2）农家书屋中标 2800 万实洋预计于 Q2 确认收入，后续仍有类似规模的招标	已有实质收获，超额完成目标	8 月 11 日公布再次中标 4978 万元，中标规模超预期
（3）政策试点或放开，教材方面的尝试	已进入实质运营	6 月与北洋合作成立北舟，负责河北省外教材推广，预计于 2012 年可贡献业绩
（4）公司上市后可能采取的一些并购	仍在前期论证、筹备中	目前还没有项目落地，公司在并购的选择上稳健务实，预计后续可能会有进一步的动作
（5）公司对新媒体方面的尝试	仍在前期论证、筹备中	与江苏凤凰合作，以网游、动漫等数字产品为主布局新媒体，预计未来可能会在动漫、玩具、网络社区、无纸化教育等方面有所进展
未来其他看点：	目前状态	详细情况
（6）中小学馆配图书	前期积极筹备中	
（7）少儿图书制度改革，引入工作室激励相容机制，最大程度激发创作团队的战斗力	已进入实质运营，效果待观察	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 天舟文化利润表预测（万元）

	10H1	10H2	11H1	YoY(%)	HoH(%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	9799	11585	12787	31	10	13152	21384	31476	44987	59924
减：营业成本	6512	7867	8595	32	9	7876	14379	21158	29923	39626
营业税金及附加	107	114	120	12	5	133	221	325	465	620
销售费用	492	924	736	49	-20	1267	1416	2392	3464	4494
管理费用	645	823	874	36	6	1161	1468	2550	3689	4794
财务费用	-7	-33	-453	6059	1272	-29	-40	-823	-806	-815
资产减值损失	36	70	51	40	-27	186	106	253	241	280
加：投资净收益	0	0	11			0	0	90	549	941
二、营业利润	2013	1820	2876	43	58	2558	3833	5711	8560	11866
加：营业外收入	0	110	70			105	110	140	200	240
减：营业外支出	60	8	19	-69	127	27	68	30	30	30
三、利润总额	1953	1922	2927	50	52	2635	3875	5821	8730	12076
减：所得税费用	313	425	723	131	70	597	738	1164	2182	3019
四、净利润	1640	1497	2204	34	47	2038	3137	4657	6547	9057
归属于母公司所有者的净利润	1621	1462	2189	35	50	2023	3083	4563	6384	8831
少数股东损益	19	35	15	-19	-57	15	54	93	164	226
五、每股收益（元）	0.17	0.15	0.22	35	50	0.21	0.32	0.47	0.65	0.91

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 9750 万股本计算。

相关报告：

天舟文化（300148）公告点评：再次中标“农家书屋”5000 万元（增持，维持）2011-8-11

天舟文化（300148）公告点评：与河北出版集团共建“北舟”，切入教材市场，业绩贡献将从 2012 年起逐步体现 2011-7-1

天舟文化（300148）一季报点评：淡季青少年图书仍保持 51%高增长，农家书屋中标 2808 万元，增长发力仍待下半年 2011-4-25

天舟文化（300148）2010 年报点评：风华正茂，蓄势待发 2011-03-30

天舟文化（300148）公告点评：2010 年 50%以上增长符合预期，未来仍有望较快增长 2011-1-19

天舟文化（300148）新股投资价值分析报告：民营图书第一股 2010-11-25

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

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：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	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%。
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；
	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。