

错位竞合，成立北舟文化

天舟文化
300148

- **事件：**公司昨晚发布公告，使用超募资金 2940 万元与北洋出版传媒股份有限公司和河北省新华书店共同出资组建北京北舟文化传媒有限公司。公司与北洋出版传媒、河北省新华书店持股比例分别为 49%、34.28%和 16.72%。
- **点评：**
- **成立北舟文化属错位竞合、优势互补的多赢合作。**本次共同出资成立北舟文化对公司全国发行市场的开拓有一定积极意义，属于错位竞合、优势互补的合作，主要体现在公司用全国市场的发行优势帮助河北省北洋出版传媒进行出版物（不含系统定制、包销定制、合作出书）的全国市场推广，包括农家书屋和馆配用书，同时代理冀版教学用书在省外的销售；而公司自行组织策划、编写的一般出版物内容产品，全部由北洋出版传媒股份有限公司所属各出版单位提供出版资源的方式实施出版。北洋出版传媒所属河北出版传媒集团 2010 年销售收入 50 亿元，综合实力处于同行业前列。我们认为这种合作方式可谓取长补短，一方面大大增加公司的可发行图书资源，可以利用公司的全国市场发行渠道，另一方面也为自身策划的一般出版物锁定了出版合作资源，为公司社科类图书业务的快速发展提供了条件。
 - **短期影响有限，合作为长期发展夯实基础。**我们认为合作将提升双方教材教辅及一般出版物在全国市场（包括装备图书市场，系统图书市场）的销量，预计合营公司 12 年-14 年码洋销售将由 4.1 亿元增长到 8.8 亿元，2013 年开始贡献业绩，对公司 11 年、12 年业绩影响有限。另外此次合作协议明确提出，今后双方可进一步推进战略合作，会优先选择对方作为合作伙伴。至此，公司在教材教辅和一般图书市场均与出版单位形成稳定的战略合作模式，为业务快速发展夯实基础。
- 预计公司 2011 年-2012 营业收入分别为 3.31 亿元、5.07 亿元，净利润分别为 0.47 亿元、0.70 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.63 元、0.94 元，对应动态市盈率分别为 34.8 倍、23.2 倍，给予公司“增持”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	60.4	91.6	131.5	213.8	330.7	506.8
营业收入增长率(%)	0.0%	51.6%	43.5%	62.6%	54.6%	53.3%
营业利润(百万元)	19.4	20.2	25.6	38.3	64.3	95.9
营业利润增长率(%)	0.0%	4.3%	26.5%	49.9%	67.7%	49.1%
净利润(百万元)	11.7	14.2	20.2	30.8	47.2	70.7
净利润增长率(%)	0.0%	21.8%	42.4%	52.4%	53.0%	49.8%
营业利润率(%)	32.1%	22.1%	19.4%	17.9%	19.4%	18.9%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.27	0.41	0.63	0.94
每股净资产(元)	0.77	1.05	1.27	6.67	7.30	8.24
PE(X)	140.7	115.5	81.1	53.2	34.8	23.2
PB(X)	28.2	20.8	17.2	3.3	3.0	2.7
ROE(%)	20.1%	18.0%	21.2%	6.2%	8.6%	11.4%

首次

增持

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

联系信息：

kzy@longone.com.cn

联系人：郑永双

联系信息：

010-59707117

zhengys@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 7 月 1 日

调研：

价格

股价：13.25 元

公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.27	0.41	0.63	0.94
PE	81.8	53.2	34.8	23.2
PB	17.2	3.3	3.0	2.7

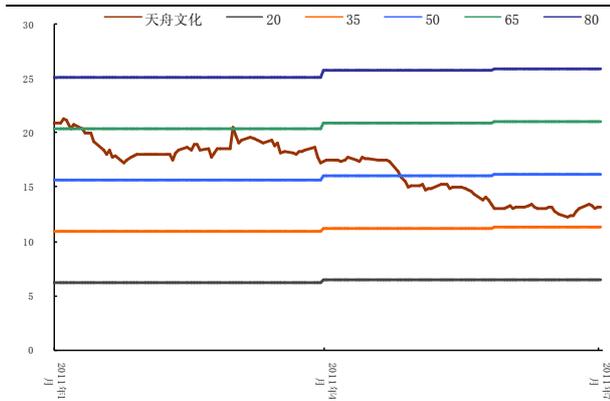
注：EPS、PB均为最新股本摊薄后数据

表 1. 天舟文化盈利预测

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	60.4	91.6	131.5	213.8	330.7	506.8	43.6%	62.1%	55.1%	53.3%
增长率		51.6%	43.5%	62.6%	54.6%	53.3%	-8.1%	19.0%	-7.9%	-1.4%
毛利率	43.42%	39.30%	40.11%	32.76%	38.24%	37.71%	0.8%	-7.4%	5.5%	-0.5%
营业总成本	41.0	71.4	105.9	175.5	266.4	411.0	48.3%	65.7%	51.8%	54.3%
营业成本	34.2	55.6	78.8	143.8	204.2	315.7	41.6%	82.6%	42.0%	54.6%
营业税金及附加	0.9	1.1	1.3	2.2	4.0	6.1	24.5%	66.0%	79.4%	53.3%
期间费用率	13.8%	16.0%	18.2%	13.3%	17.0%	17.2%	2.3%	-4.9%	3.7%	0.2%
销售费用	3.6	8.2	12.7	14.2	31.4	48.1	54.9%	11.8%	121.8%	53.3%
销售费用率	6.0%	8.9%	9.6%	6.6%	9.5%	9.5%	0.7%	-3.0%	2.9%	0.0%
管理费用	4.8	6.6	11.6	14.7	28.1	43.1	76.7%	26.5%	91.4%	53.3%
管理费用率	7.9%	7.2%	8.8%	6.9%	8.5%	8.5%	1.7%	-2.0%	1.6%	0.0%
财务费用	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-3.3	-4.1	173.9%	37.5%	719.7%	22.6%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-1.0%	-0.8%	-0.1%	0.0%	-0.8%	0.2%
资产减值损失	-2.4	0.1	1.9	1.1	2.0	2.0	1740.3%	-43.2%	88.9%	0.0%
营业利润	19.4	20.2	25.6	38.3	64.3	95.9	26.5%	49.9%	67.7%	49.1%
增长率		4.3%	26.5%	49.9%	67.7%	49.1%	22.2%	23.4%	17.8%	-18.5%
营业利润率	32.1%	22.1%	19.4%	17.9%	19.4%	18.9%	-2.6%	-1.5%	1.5%	-0.5%
加: 营业外收入	0.0	0.0	1.1	1.1	0.0	0.0	3096.8%	4.7%	-100.0%	NA
减: 营业外支出	2.1	0.1	0.3	0.7	0.3	0.3	198.0%	148.4%	-56.1%	0.0%
利润总额	17.3	20.2	26.4	38.7	64.0	95.6	30.7%	47.0%	65.1%	49.4%
减: 所得税	5.6	5.1	6.0	7.4	16.0	23.9	18.0%	23.6%	116.8%	49.4%
实际所得税率	32.4%	25.1%	22.7%	19.0%	25.0%	25.0%	-2.4%	-3.6%	6.0%	0.0%
净利润	11.7	15.1	20.4	31.4	48.0	71.7	34.9%	53.9%	53.0%	49.4%
减: 少数股东损益	0.0	0.9	0.1	0.5	0.8	1.0	-83.3%	261.0%	47.9%	25.0%
归属母公司净利润	11.7	14.2	20.2	30.8	47.2	70.7	42.4%	52.4%	53.0%	49.8%
增长率		21.8%	42.4%	52.4%	53.0%	49.8%	20.6%	10.0%	0.7%	-3.2%
净利润率	19.3%	15.5%	15.4%	14.4%	14.3%	13.9%	-0.1%	-1.0%	-0.1%	-0.3%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.27	0.41	0.63	0.94	42.4%	52.4%	53.0%	49.8%

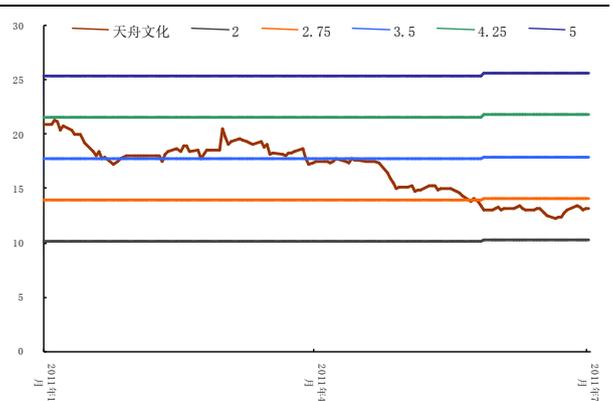
资料来源: 东海证券研究所

图1. 天舟文化PE BAND走势



资料来源: 东海证券研究所, WIND

图2. 天舟文化PB BAND走势



资料来源: 东海证券研究所, WIND

作者简介

康志毅: 康志毅, 从事电信服务、通信设备研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 4 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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, 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。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897