

文化与传媒业——出版

首次评级：中性

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
天舟文化	-4.73	16.79	-28.15
沪深 300	-10.01	-13.76	-8.63

市场数据 2011.9.26

当前价格（元）	15.72
52 周价格区间（元）	12.18-26.90
总市值（百万）	1533
流通市值（百万）	388
总股本（万股）	9750
流通股（万股）	2470
日均成交额（百万）	21.31
近一月换手（%）	117.46

相关报告

2011..21《国海证券 * 专题研究 * 三网融合专题之四：哪里才是移动互联网的破冰点 * 强于大市》

- 有实力而稳定的管理团队，带领公司进入全国十大民营书业机构。锐意进取的民营机制一以贯之的推行到省外扩张和青少年文化产业蓝海以及新媒体拓展方面；
- 自上而下来看，大行业空间构成好的公司投资逻辑，然而低市场集中度，却因出版行业特殊的区域分割特性，使得该投资逻辑未必适用于出版业，况且市值已经提前奖赏了公司市场份额提升的溢价；
- “销售渠道”仍为经销商模式，未来看点在直营拓展效果；新媒体业务品牌优势欠缺，势必使得公司在积极切入的市场中难以快速、持续、稳定的获得收益；公司教辅产品占营收比重仍在 50% 以下，教辅市场省外拓展存在不确定性；其他青少年类读物是否可有效平滑教辅增速下滑的负面影响，甚至实现高速增长，尚待观察；然而毕竟公司对其全媒体布局已有清晰规划，处于起步阶段，具有先发优势，传统业务品牌资源和人才资源可一以贯之推行到新媒体业务，未来值得期待；
- 估值与投资评级。根据 Wind 一致预期，公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.47/0.66 元，当前股价（15.72 元）对应 PE 分别为 33/24 倍。反向推导市值翻倍需要 3-5 年时间。概念虽独特，估值却较高，首次给予公司“中性”的投资评级。

分析师

栾雪飞 执业证书编号：S0350510120016

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

是 否

预测指标	2009	2010	2011E	2012E
主营收入（百万元）	131.5	213.8	305.3	421.6
营业利润（百万元）	25.6	38.3	-	-
净利润（百万元）	20.2	30.8	45.7	64.2
摊薄每股收益（元）	0.21	0.32	0.47	0.66
摊薄每股净资产（元）	1.00	5.15	5.62	6.28
ROE（%）	20.80	6.13	8.34	10.49

静态指标与动态策略选股：为什么选择在这个时候关注天舟文化？

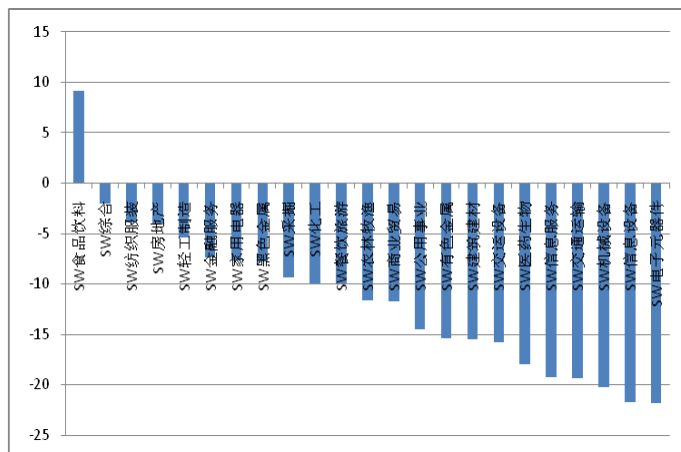
静态指标选股——纵观市场股票，根据其市场表现大致分成四类（表1）。图1、图2行业间数据比较显示，文化传媒类股票年内跌幅倒数第五，ttm市盈率居前，落入“低股价涨幅、高市盈率”的第四象限，这里是黑马股的诞生基地；表2、表3同业内横向数据比较显示，天舟文化处于“低股价涨幅、高市盈率”的第四象限，这是黑马股的诞生基地，但是据此做出判断是不够的，须分析公司具体原因；图3显示公司估值比上市时走低。——**据此三点，尚且不能构成做出公司投资评级判断的充分条件。**

表1 根据市场表现进行的股票分类

<p>第二象限： 高股价涨幅、市盈率不断下降 (白马股+成长股的必要非充分条件, 须谨防经济周期末期的戴维斯双杀)</p>	<p>第一象限： 高股价涨幅、市盈率高企不下 (白马股的必要非充分条件)</p>
<p>第三象限： 低股价涨幅、低市盈率 (夕阳股的必要非充分条件, 容易遇到双陷阱)</p>	<p>第四象限： 低股价涨幅、市盈率高企 (黑马股的诞生基地, 既非充分也非必要条件)</p>

资料来源 国海证券研究所

图1 行业涨跌幅：文化传媒类跌幅倒数第五



资料来源 Wind

图2 行业估值：文化传媒类 ttm 估值居前，2011年成长性一般

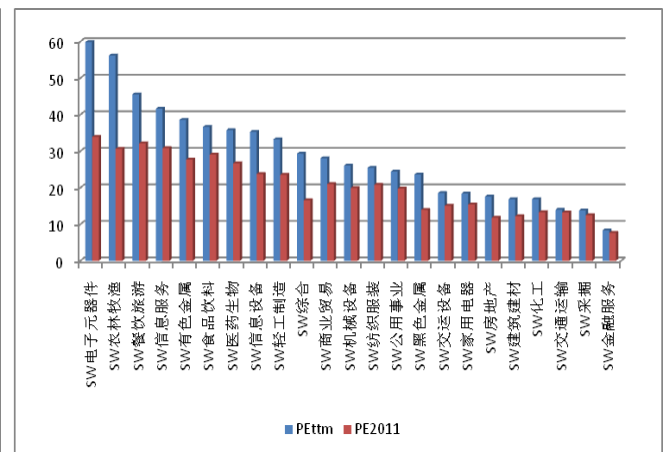


表2 同业内公司涨跌幅比较来看，天舟文化跌幅 23.54%，跌幅居前

证券代码	证券简称	年内涨跌幅%	证券代码	证券简称	年内涨跌幅%	证券代码	证券简称	年内涨跌幅%
000917.SZ	电广传媒	12.51	002238.SZ	天威视讯	-11.39	601098.SH	中南传媒	-24.49
600757.SH	ST 源发	9.93	600088.SH	中视传媒	-13.83	002400.SZ	省广股份	-24.61
300235.SZ	方直科技	7.94	600825.SH	新华传媒	-15.77	601801.SH	皖新传媒	-25.55
300027.SZ	华谊兄弟	3.90	300133.SZ	华策影视	-16.90	601999.SH	出版传媒	-26.27
000793.SZ	华闻传媒	3.08	600373.SH	中文传媒	-20.44	002181.SZ	粤传媒	-27.38
000504.SZ	ST 传媒	-1.79	600551.SH	时代出版	-20.76	600832.SH	东方明珠	-27.74

300251.SZ	光线传媒	-2.57	600386.SH	北巴传媒	-21.88	600880.SH	博瑞传播	-33.76
002292.SZ	奥飞动漫	-11.34	300148.SZ	天舟文化	-23.54			

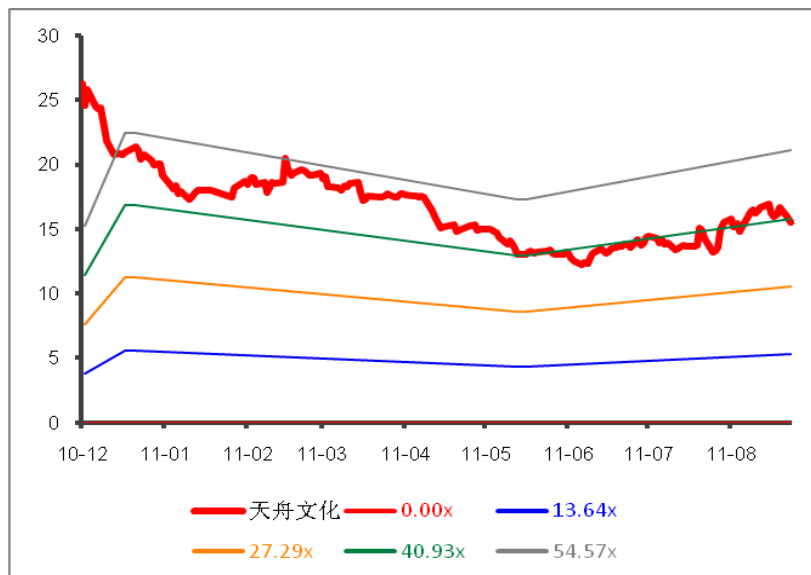
资料来源 Wind

表3 同行业公司估值横向比较来看，天舟文化2011年动态估值34.44倍，估值排名居中偏上

证券代码	证券简称	PE2011	证券代码	证券简称	PE2011	证券代码	证券简称	PE2011
300251.SZ	光线传媒	47.19	600757.SH	ST源发	32.32	601098.SH	中南传媒	20.96
300027.SZ	华谊兄弟	46.74	002400.SZ	省广股份	32.24	600386.SH	北巴传媒	20.10
002292.SZ	奥飞动漫	42.75	000793.SZ	华闻传媒	31.83	600880.SH	博瑞传播	19.44
002238.SZ	天威视讯	42.18	601999.SH	出版传媒	31.29	600551.SH	时代出版	19.38
600088.SH	中视传媒	41.68	300235.SZ	方直科技	31.28	000917.SZ	电广传媒	18.97
300133.SZ	华策影视	37.03	600825.SH	新华传媒	30.03	002181.SZ	粤传媒	18.80
600832.SH	东方明珠	34.97	601801.SH	皖新传媒	27.20	600373.SH	中文传媒	18.34
300148.SZ	天舟文化	34.44						

资料来源 Wind

图3 纵向比较，公司上市不足一年，估值随大盘一路走低



资料来源 Wind

动态策略选股——将在未来较长时间内成为常态的“滞”“涨”事实，货币政策继续紧缩的现实压力，财政政策提前透支，新股发行抽血未见拐点，技术上多条均线呈空头排列，令我们得出：目前市场处于弱势阶段。短期目标：超跌反击股和低险套利品种。公司的“高市盈率”特征不符合超跌反击股和低险套利品种特征。不能构成做出公司投资评级判断的充分条件。

表 4 选股策略应对选择

强势阶段	追击高效强势股，长多短空。多股车轮战，配合“涨势选股法”，主要目标：相对低位的强势异动股、即时题材股、强势筹码集中股
弱势阶段	逢高减仓，逢低观望，暴跌抢反弹。主要目标：超跌反击股、即时题材股
横盘阶段	根据均线系统和 MACD 指标，以适当资金短线投机，做熟悉的少数股票。主要目标：强势回调到位置股、即时题材股
低风险套利 (任何阶段，价值投资原则)	符合“价格确定、时间确定”的品种，根据心理价位给出下注进度

资料来源 blog.sina.com.cn/hjhh

公司中报线索：有实力而稳定的管理团队，带领公司进入全国十大民营书业机构。锐意进取的民营机制一以贯之的推行到省外扩张和少儿文化产业蓝海以及新媒体拓展方面

公司简介：资质优势、传统业务品牌优势、人才优势

湖南省内唯一具有总发行资质的民营图书企业。作为湖南省最大且唯一获得图书总发行资质的民营图书企业，具有全国范围内出版图书的总发行权。定位于“国内一流的青少年阅读产品提供商”，专注于青少年图书的策划与发行。

公司主要经营青少年读物，业务涉及内容策划和发行，拥有“天舟学练王”、“红魔英语”和“阅读点亮童年”三大主打长线品牌，畅销书《冒险小王子》为“新童话主义”开山，融合不同创作元素，使之与生俱来适合跨介质的立体开发；主要产品分三类：教辅，主要针对小学、初中、高中学生；英语学习类图书，针对 3-18 岁少年儿童；少儿类图书，主要针对 7-20 岁青少年。产品定位：中小学教辅图书是未来稳健增长品种、英语学习类图书是带动利润增长的产品、少儿类图书是跨媒介发展的突破性产品。

公司凝聚了一批有绝对实力的主创人才作为各产品线的带头人。包括“苏步青数学教育奖”获得者唐国庆、《走遍美国》节目主编龚亚夫、内部培养的有相当市场号召力的中国新童话作家周艺文。青少年图书市场的内容资源优势为公司的长远发展打下了基础。

表 5 公司主要覆盖的三类业务

教辅类	中小学教辅系列	小学、初中、高中
英语学习类	“黑呼呼和粉嘟嘟少儿英语”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
	“原创新童话”系列	7-14岁
	“青春文学”系列	14-20岁

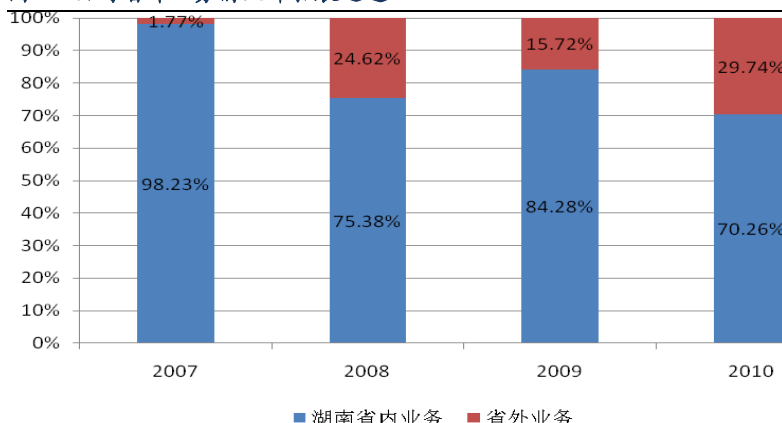
资料来源 公司公告

公司中报的主要信息：营业收入 12787.21 万元，同比增长 30.50%；利润总额 2927.06 万元，同比增长 49.89%；归属净利润 2189.11 万元，同比增长 35.05%；

公司中报的最大价值：

1) 省外扩张效果显著。公司 2011 上半年筹建北京事业部，重点发力营销渠道全国拓展，公司省外销售收入同比增长 107.81%，且省外销售收入占总营收比例提升至 36.79%，同比提高 13.66 个点，据此判断，可能是公司解决了制约传统出版发展的地域分割问题，我们对于在业内做出表率的民营公司另眼相待；

图 4 公司省外业务前几年拓展迅速



资料来源 公司公告

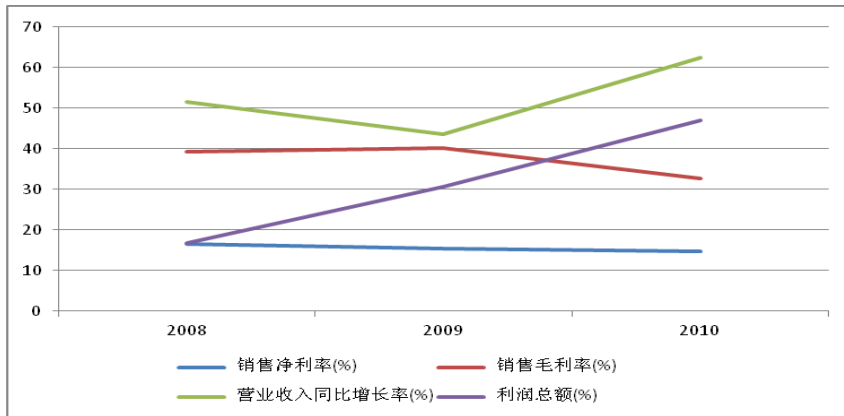
2) 公司发力新媒体业务，包括两方面：一是与新媒体公司合作，将腾讯、华谊、淘米网等公司的网游、电影、动漫改编成绘本和图书；二是公司自己制作新媒体产品——公司组建以网游、动漫等数字产品为主的“江苏凤凰天舟新媒体发展公司”开展新媒体业务，将公司好的内

容资源制作并出售。公司与新媒体行业几大巨头的重量级合作，在新媒体出版领域占据先发优势，为后续自己制作网游、动漫提供了经验。据此判断，这部分将是公司成长性的关键驱动因素；

3) 实际控制人肖志鸿是公司创始人，拥有近30年图书发行经验；总经理赵伟立、副总经理王崇亿均持有公司股份；

4) 一点疑虑：毛利率从2009年的40.11%大幅下降到2010年中报的33.54%，并基本维持在这一较低水平。大幅下滑的原因是政府采购增加，改变业务构成所致。

图5 公司3年主要财务指标状况



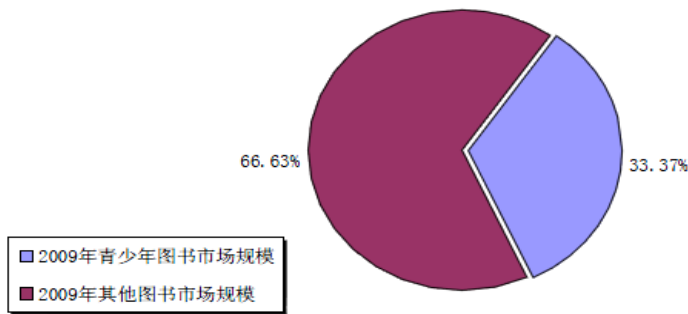
资料来源 Wind

有实力而稳定的管理团队，带领公司进入全国十大民营书业机构。锐意进取的民营机制一以贯之的推行到省外扩张和青少年文化船业蓝海及新媒体拓展方面；美中不足是毛利率在2010年中期的时候大幅下滑，原因是政府采购增加所致，好在之后毛利率基本稳定。综合以上线索，可以构成给予公司“增持”投资评级的充分条件。

自上而下的预期差线索：大行业空间构成好的公司投资逻辑；然而低市场集中度，却因出版行业特殊的区域分割特性，使得该投资逻辑未必适用于出版业。况且，市值已经提前奖赏了公司市场份额提升的溢价；能否“持续”“稳定”增长才是考察关键

第一，大行业空间理由构成好的公司投资逻辑；

图 6 青少年图书是图书市场规模最大的细分市场之一



数据来源：开卷信息全国图书零售市场观测数据

资料来源 公司公告

表 6 青少年图书零售市场增长率快于整体零售市场

青少年图书零售市场同比增长率与全国图书零售市场对比表

时间	青少年图书市场销售码洋(亿元)	青少年图书市场同比增长率(%)	整体零售市场同比增长率(%)
2009年	104.45	7.63	4.21
2008年	97.04	8.94	4.44
2007年	89.08	13.92	11.18
2006年	78.19	10.35	10.52
2005年	70.86	9.04	7.34

数据来源：开卷信息全国图书零售市场读者调查报告

资料来源 公司公告

表 7 预计未来五年我国青少年图书市场仍能保持 10%的年均增长

单位：亿元

时间	整体图书零售市场销售码洋预测	青少年图书市场销售码洋预测	教育类图书市场销售码洋预测	少儿类图书市场销售码洋预测
2014年	449.31	167.86	91.11	76.20
2013年	417.97	152.67	84.49	66.48
2012年	388.82	138.85	78.36	58.01
2011年	361.70	126.28	72.67	50.61
2010年	336.47	114.85	67.40	44.16
年均增长率	7.50%	9.95%	7.83%	14.61%

资料来源 公司公告

第二，重点应是，因出版行业特殊的区域分割特性，构成其他行业好投资逻辑的同样因素，却未必同样适用于出版业，必须因地制宜。

表 8 现状是零售图书出版的市场集中度低

排名	出版集团	地点	业务区域	码洋占有率 (%)
1	中国出版集团	北京	全国	6.52
2	吉林出版集团	长春	全国	3.91
3	凤凰出版传媒集团有限公司	南京	全国	2.70
4	中国国际出版集团	北京	全国	2.68
5	北京出版集团	北京	全国	2.36
6	上海世纪出版股份有限公司	上海	全国	2.25
7	湖北长江出版集团	武汉	全国	1.59
8	辽宁出版集团	沈阳	全国	1.57
9	中国科学出版集团	北京	全国	1.56
10	陕西出版集团有限责任公司	西安	全国	1.55
--	前10名出版集团合计	--	--	26.69

数据来源：开卷信息 2009 年全国零售图书市场销售数据

资料来源 公司公告

从那个 0.1%-0.2%翻倍容易，但这跟市值必须对应着翻倍，是两个概念。因地制宜，充分考虑出版行业特殊的区域分割特性，该投资逻辑未必也同样适用于出版业。回归本质，能否“持续”“稳定”增长才是关键

公司位列“全国十大民营书业实力机构”之一，按 2009 年码洋测算，公司占全国图书零售市场（不包括系统销售及政府采购）份额约 0.1-0.2%；湖南省市占率约 4-5%；教辅在湖南省市占率约 10%。极低的全国图书零售市场占比基数，似乎构成了公司未来市场份额翻倍提升的绝佳理由。然而，需要考虑三个关键点：第一，市值是否已包含甚至透支了这个成长性因素；第二，因地制宜，充分考虑出版行业特殊的区域分割特性，该投资逻辑未必也同样适用于出版业；第三，有没有可能实现真正的“持续”“稳定”增长，“持续”和“稳定”这两个关键词同样重要。

第一个问题：我们选取申万二级出版子行业的市销率进行比较，11 家公司中，天舟文化的 ttm 市销率为 6.29，排名第四，前三名中，粤传媒由重组预期支撑其高估值，博瑞传播由网游等新媒体支撑其高估值，方正科技由其创业板特性苦撑其高估值。皖新传媒、中南传媒、出版传媒的市销率仅有 3，最低的是中文传媒，为 1.8，这些教材类出版公司同样不乏全国市场业务拓展和民营机构合作的积极动作。**那么，要么是市场低估了后者，要么是市场高估了天舟文化的高速扩张能力。如此，**

从那个 0.1%-0.2%翻倍，固然貌似可得到市值翻倍的奖赏，但是市场似乎已经提前奖赏过了；

表 9 全国十大民营书业实力机构

名称	地点	业务区域	业务模式
山东世纪金榜书业有限公司	淄博	全国	教辅策划和发行
志洪教育集团有限公司	北京	全国	基础教育研究、图书策划发行
江西省赣江文化发展有限公司	南昌	全国	大中专教材发行、图书选题出版策划、项目管理咨询、会展服务
山东星火国际传媒集团	济南	全国	图书、培训、远程教育、版权贸易、数字出版
江苏可一出版物发行集团	南京	全国	图书策划与直营连锁销售
北京曲一图书策划有限公司	北京	全国	教育图书策划、组稿、编辑、发行
江苏春雨文化教育传播有限公司	南京	全国	教育图书策划、研发与发行
上海神书实业有限公司	上海	全国	图书策划、图书及办公用品批发、零售
北京九州英才图书有限公司	北京	全国	教育出版物
湖南天舟文化科教股份有限公司	长沙	全国	青少年读物策划、设计、制作与发行

资料来源 公司公告（2009年全国工商联书业分会、中国图书商报联合评定）

表 10 各大出版公司的市销率

证券代码	证券简称	PS2010	PS, TTM
300235.SZ	方直科技	14.17	13.22
002181.SZ	粤传媒	10.33	10.36
600880.SH	博瑞传播	6.87	6.32
300148.SZ	天舟文化	7.17	6.29
601801.SH	皖新传媒	3.66	3.45
601098.SH	中南传媒	3.42	3.12
601999.SH	出版传媒	3.12	3.10
600825.SH	新华传媒	2.99	2.97
600551.SH	时代出版	2.97	2.66
000793.SZ	华闻传媒	2.49	2.31
600373.SH	中文传媒	2.44	1.80

资料来源 Wind

第二个问题：出版行业区域分割现实更严重，相较其他行业区域类公司（如零售、服装）的跨省扩张，难度更大。一个大致的判断依据是，对于外资开放的行业，跨省扩张难度相对较小，对于外资封闭的行业，跨省扩张难度相应也比较大，出版行业属于后者；

第三个问题：重申我们不落“中国人有多少，每人消费多少，收入

多少的误区”，因为这样的假设 2-3 年内基本上都很难实现。我们只关心公司自身有没有可能实现“持续”“稳定”增长，“持续”和“稳定”这两个关键词同样重要。这需要在公司经营的预期差线索里继续挖掘。

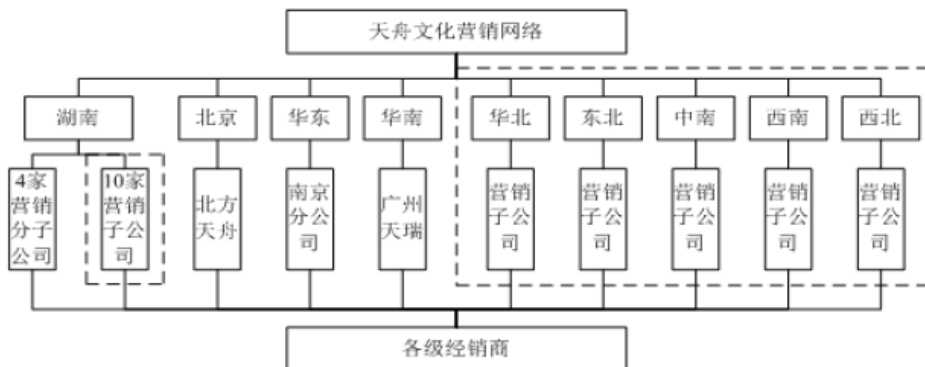
综合以上线索，不构成做出公司投资评级判断的充分条件。

公司经营的预期差线索：“销售渠道”仍为经销商模式，未来看点在直营拓展效果；新媒体业务品牌优势欠缺，势必使得公司在积极切入的市场中难以快速持续的获得收益；然而毕竟公司对其全媒体布局已有清晰规划，处于起步阶段，具有先发优势，传统业务品牌资源和人才资源可一以贯之推行到新媒体业务，未来值得期待

中小学教辅市场竞争激烈，产品同质化现象较严重，“销售渠道建设”情况成为入手思考公司有无核心竞争力的关键问题。考察公司销售渠道建设现状，目前公司与全国 300 多家区域经销商建立合作，公司策划发行的图书已进入了全国 28 个省市自治区。未来几年还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一家营销子公司。

可以发现一个公司自己也正打算积极解决的问题：公司采取经销商模式，导致两个问题，一是无自建渠道，容易导致终端控制力度不足；二是毛利率较低，因为要让渡一部分利润给中间代理商。因此公司未来几年的计划是在省内外建立自己的营销公司，以把握渠道终端。我们认为，“直营”还是“加盟”须因事制宜，森马服饰注重加盟就是建立在对青春类服饰快消本质的清醒认识上的；七匹狼注重直营就是建立在季节性较弱本质的清醒认识之上的。权衡之下，青少年图书类似于季节性较弱的产品（畅销书就属此类，畅销书比较不适用）。公司也是这样认为的。而营销公司物理网点好建，人才招聘和当地资源获取，却委实需要几年的时间。

图7 公司营销网络现状和规划



注:虚线框内为拟建项目

资料来源 公司公告

回答自上而下线索中的问题——少儿类图书市场竞争确实不容乐观，关键原因在于公司品牌优势还未形成：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，市场占有率较低，还未形成稳定的品牌优势及用户群；

根据公司自己的战略规划，对其他关键驱动因素的思考——公司品牌优势欠缺，直接导致新市场开拓难以快速见效，持续增长性较差

第一，对新进教材市场有多少期望？——一次性事件，持续性和稳定性不能得到证明

今年教育部基教二司将正式颁布修订完成后的义务教育课程方案和各学科课程标准，全面启动义务教育阶段教材修订送审工作，明年将开始中小学教材的新一轮选用。天舟文化已与河北出版传媒集团公司合资成立北舟文化传媒有限公司，并获取了冀版教材教辅的全国营销推广权。冀版教材目前拥有20个品种的新课标教材，基本覆盖所有学科。此次新课标送审选用，为公司打开全国市场创造了机遇。公司也将借次机会开发推广自主知识产权中小学教材，全面打开教材市场。

第二，政府采购拉动有多大力量？——中小学馆配图书是未来几年的看点，可能持续拉动公司业绩增长

1) 农家书屋: 公司该业务启动已两年, 小有斩获, 持续稳定增长概率不大;

2) 中小学馆配图书: 2011-2015 年约 800 亿元市场空间, 而公司图书版权资源又多集中在青少年读物, 构成未来业绩增长的驱动因素。

第三, “通过少儿图书谋求跨媒介发展, 打造综合性的青少年教育企业”, 可以有多少期待?

1) 跨媒介发展的几个方式: 综合来看, 鉴于合作对方实力, 公司起初阶段的定价权可能较弱, 容易处于拜师胜于经商的位置; 这些进入的市场并非真正的蓝海, 竞争者众, “持续性”和“稳定性”难以保证; 该投资逻辑已数次用于其他上市公司, 缺少差异化特征。

——将已受到市场认可的青少年阅读产品通过新型载体推广。公司组建以网游、动漫等数字产品为主的“江苏凤凰天舟新媒体发展公司”开展新媒体业务, 将公司好的内容资源制作并出售;

——提供内容, 进行影视改编、动漫和游戏产品多媒体开发。公司与新媒体行业几大巨头的重量级合作, 在新媒体出版领域占据了先发优势, 为后续制作网游、动漫提供了经验;

——为网游、动漫等公司开发配套的线下图书;

——原创童话网络社区: 即将上线针对 9-14 岁青少年的原创童话社区网站, 读者即作者, 丰富内容资源, 增加读者黏性。青少年作者比成年作者更了解同龄人需求。通过童话网络社区, 挖掘青少年作者资源, 同时又通过该平台第一时间推广作品。原创童话网络社区的建设, 从中南传媒十年前做红网取得影响力所需要花费的时间和精力来看, 公司可能也需要几年时间摸索;

表 11 公司主要跨媒体项目

腾讯	洛克王国	根据网游改编故事书、攻略、图鉴
华谊兄弟	老夫子之小水虎传奇	漫画书
奥飞动漫	火力少年王	漫画书、图鉴
淘米网	摩尔庄园、奥比岛、赛尔号	网游改编的故事书
《喜洋洋和灰太狼》团队	开心宝贝	故事书、绘本、漫画书、游戏书

资料来源 公司公告

2) 巧虎模式开拓低幼教育市场蓝海: 尽管市场有国外和合资品牌占领, 公司以本土定位准确和配套齐全的角度切入该蓝海。问题仍然在于公司品牌建设需要时间。

幼教市场规模约为 500 亿元——中国目前 0-7 岁幼儿约 1.8 亿, 1-6 岁学龄前儿童过亿。学龄前儿童教育市场客户基数庞大, 每年以 2000-3000 万的数量增加; 若以大中城市每个婴儿月均早教产品费用 150 元计算, 全国学龄前儿童教育市场规模约 500 亿;

市场格局——份额领先的多为国外或合资品牌;

巧虎模式借鉴——巧虎由日本最大的教育集团倍乐生株式会社和中国福利会合作发行, 主要产品为《乐智小天地》和《巧虎开心成长》, 涉及儿童用书、儿童读本、父母用书、DVD、玩具。目标人群是 0-7 岁的孩子, 相应根据不同年龄段制作产品。

公司以本土定位准确和配套齐全的角度切入该蓝海: 目前国内幼教产品市场, 完全根据中国市场开发的产品不多, 配套产品少, 许多产品种类不齐全, 以图书、光碟为主, 周边产品少, 而图书和光碟盗版风险大。公司计划通过动画、图书打造自己的品牌代言角色, 并围绕该角色系统性设计全套低幼儿教育产品, 包括玩具、布艺图书、文具等。相关动画已在制作过程中, 春节有望上映。

“销售渠道”仍为经销商模式, 未来看点在直营拓展效果; 新媒体业务品牌优势欠缺, 势必使得公司在积极切入的市场中难以快速、持续、稳定的获得收益; 公司教辅产品占营收比重仍在 50%以下, 教辅市场省外拓展存在不确定性; 其他青少年类读物是否可有效平滑教辅增速下滑的负面影响, 甚至实现高速增长, 尚待观察; 然而毕竟公司对其全媒体布局已有清晰规划, 处于起步阶段, 具有先发优势, 传统业务品牌资源和人才资源可一以贯之推行到新媒体业务, 未来值得期待。综合以上线索, 构成给予公司“增持”投资评级的充分条件。

下注之前, 重新做一次反向推导: 市值翻倍需要 3-5 年时间

公司如果要做到 30 亿市值，给予 30 倍估值，需要盈利 1 亿。公司 2010 年净利润 0.31 亿元，2011 年中期净利润 0.22 亿元，2011 年全年净利润有望达到 0.44 亿元。

公司需要花多长时间才能达到设定规模？2010 年收入规模 2.14 亿元，2011 年中期收入 1.28 亿元。按 15% 的净利率，1 亿净利润需要 6.67 亿销售收入支撑。那么收入需要比 2010 年增长 212%。如果每年有 25% 的收入增长，这需要大约 5 年时间；如果每年有 40% 的收入增长，这需要大约 3 年时间；如果要 2 年实现 212% 的收入增长，这需要 73% 的复合增长率，难度较大。

估值及投资评级

根据 Wind 一致预期，公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.47/0.66 元，当前股价（15.72 元）对应 PE 分别为 33/24 倍。有实力而稳定的管理团队，带领公司进入全国十大民营书业机构。锐意进取的民营机制一以贯之的推行到省外扩张和青少儿文化产业蓝海以及新媒体拓展方面；自上而下来看，大行业空间构成好的公司投资逻辑，然而低市场集中度，却因出版行业特殊的区域分割特性，使得该投资逻辑未必适用于出版业，况且市值已经提前奖赏了公司市场份额提升的溢价；“销售渠道”仍为经销商模式，未来看点在直营拓展效果；新媒体业务品牌优势欠缺，势必使得公司在积极切入的市场中难以快速、持续、稳定的获得收益；公司教辅产品占营收比重仍在 50% 以下，教辅市场省外拓展存在不确定性；其他青年少类读物是否可有效平滑教辅增速下滑的负面影响，甚至实现高速增长，尚待观察；然而毕竟公司对其全媒体布局已有清晰规划，处于起步阶段，具有先发优势，传统业务品牌资源和人才资源可一以贯之推行到新媒体业务，未来值得期待。反向推导市值翻倍需要 3-5 年时间。概念虽独特，估值却较高，首次给予公司“中性”的投资评级。

表 12 可比上市公司相对估值

证券代码	证券简称	P	EPS2010	EPS2011	EPS2012	A 股市值(亿元)
000504.SZ	ST 传媒	9.41	0.02	-	-	29.32

000793.SZ	华闻传媒	6.05	0.17	0.19	0.23	82.29
000917.SZ	电广传媒	24.47	1.01	1.41	1.54	99.44
002181.SZ	粤传媒	9.51	0.05	0.53	0.61	33.30
002238.SZ	天威视讯	18.46	0.27	0.47	0.52	59.15
002292.SZ	奥飞动漫	18.17	0.32	0.45	0.60	74.42
002400.SZ	省广股份	20.58	0.46	0.67	0.91	30.51
300027.SZ	华谊兄弟	16.20	0.25	0.36	0.55	97.98
300133.SZ	华策影视	46.50	0.85	1.31	1.90	52.53
300148.SZ	天舟文化	14.80	0.32	0.46	0.64	14.43
300235.SZ	方直科技	26.68	0.80	0.97	1.31	11.74
300251.SZ	光线传媒	61.67	1.03	1.54	2.14	67.59
600088.SH	中视传媒	13.32	0.24	0.33	0.46	44.15
600373.SH	中文传媒	14.95	0.62	0.79	0.93	84.80
600386.SH	北巴传媒	8.10	0.34	0.39	0.44	32.66
600551.SH	时代出版	10.51	0.49	0.56	0.64	53.16
600825.SH	新华传媒	6.48	0.19	0.20	0.24	67.71
600832.SH	东方明珠	6.01	0.20	0.16	0.17	191.50
600880.SH	博瑞传播	12.88	0.51	0.67	0.80	80.52
601098.SH	中南传媒	8.81	0.33	0.43	0.51	158.23
601801.SH	皖新传媒	11.13	0.35	0.41	0.46	101.28
601999.SH	出版传媒	7.59	0.24	0.25	0.27	41.81

资料来源 Wind

风险因素

- 1) 幼教蓝海变成红海的速度快于市场预期;
- 2) 数字出版的冲击。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国海证券所有。