

2012年06月04日

TMT-文化传媒

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 15.38

目标价(元): 12.25

天舟文化(300148)

进军教育培训，深度挖掘少儿市场机会

投资评级: A--持有(维持)

TMT: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

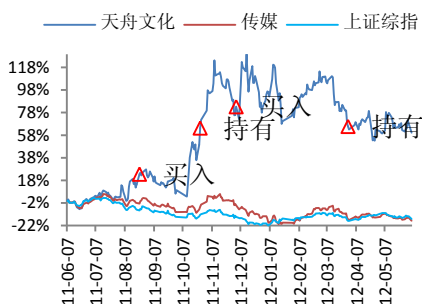
联系人: 陈筱

电话: 021-68778317

公司基本数据

总股本(万股)	12675.00
流通 A 股/B 股(万股)	4252.89/0.00
资产负债率(%)	10.47
每股净资产(元)	5.39
市净率(倍)	2.85
净资产收益率(加权)	0.67
12 个月内最高/最低价	31.21/12.18

股价走势图



相关研究报告

- 1 《品牌教辅开发取进展，全国市场稳步推进》，2012.03.29
- 2 《传统青少年业务增强，新业务再添想象》，2011.12.02
- 3 《单季净利较大下滑，全年或不及预期》，2011.10.25
- 4 《省外业务翻番，新媒体与新渠道助力高成长》，2011.08.22

◎事项:

拟与上海东方阶梯智力成立北京东方教育，进军教育培训。天舟文化(300148)6月4日发布公告称，拟与上海东方阶梯智力发展有限公司、生艳秋女士共同出资设立北京东方天舟教育科技有限公司，开展教育培训业务。合资公司注册资本2000万元，其中，公司以货币资金出资1500万元，参股75%；上海东方阶梯智力发展以非货币资金(包括《天天爱英语》、《智力宝盒》等著作权)出资400万元，参股20%；生艳秋以货币资金出资100万元，参股5%。

◎主要观点:

◆**延伸产业链，提高盈利与抗风险能力。**教育培训项目的开展首先将帮助公司实现产业链向内容研发的下游纵向延伸，充分挖掘产业链价值；其次，教育培训行业具有较高的盈利能力(以学前教育为例，该行业平均毛利率为30%左右，领军企业毛利率更是可以达到40%-50%)，公司可凭借本项目开拓一个新的、强劲的赢利点；此外，项目将改变公司单一业务格局，提高抗风险能力，增强市场竞争力。

◆**提升公司知名度，扩大产品市占率。**作为一个在全国范围内连锁经营的教育培训机构，公司教育项目的顺利实施将聚集大量公司产品的最终消费者——家长和学生，该消费群体对“天舟”品牌及其旗下产品的认知度将大幅提升，公司产品的销量也将因此上升，并最终扩大其产品的市场占有率。

◆**全面把握市场偏好，及时调整创作方向。**项目有利于公司更及时、全面地了解学生及其家长对教材教辅及课外读物的偏好，并根据其偏好调整创作方向。天舟教育不仅为学生提供所需的知识培训，同时也将为公司了解当下学生及其家长对教辅、课外读物等产品的喜好提供第一手资料，公司的内容创作团队可以据此对内容进行针对性调整，使天舟文化产品更符合市场需求，从而进一步提升公司的销量。

◆**四大项目，三年盈利将过千万。**此次合资公司建设主要包括四个方面：“I learn 爱乐文”培训学校、上海东方阶梯双语学校、教育产品销售以及 NECT 考试。其中，“I learn 爱乐文”培训学校将在省会级以上城市开办直营校，借

	2010A	2011A	2012Q1	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	213.84	277.60	45.13	377.54	502.13	662.81
同比增速(%)	62.59	29.82	27.16	36.00	33.00	32.00
净利润(百万)	30.83	33.18	3.09	45.12	64.98	80.97
同比增速(%)	52.40	7.63	20.47	35.97	44.01	24.61
毛利率(%)	32.76	28.23	34.27	29.00	30.50	31.00
每股盈利(元)	0.41	0.34	0.04	0.35	0.52	0.64
ROE(%)	6.24	6.28	0.60	8.14	10.72	11.99
PE(倍)	0.00	0.00		48.56	33.72	27.06

助上海东方阶梯双语学校的师资和合作优势，面向 0~16 岁开办业余时间以英语为主的培训业务；上海东方阶梯双语学校利用与美国的合作共同开设 ESL、国际班课程，为学生提供就读美国高中，直通国际百强大学的快速通道；北京东方天舟教育科技有限公司计划销售的教育产品主要包括《智慧宝箱》、《天天爱英语/学习单》以及《魔法数学》；NCET 考试方面，北京东方天舟教育科技将向国家教育部中国教育学会外语教学专业委员会申请设立考点，通过收取报名费的形式获取盈利。4 大项目合并测算未来三年可实现的利润总额分别为-177.38 万元、37.07 万元和 2052.47 万元，按 25% 的所得税税率计算，未来三年的可实现的净利润分别为-177.38 万元、24.05 万元和 1539.35 万元，分别可增厚公司 EPS 分别为-0.01 元、0 元和 0.09 元。

看好进军教育培训增强抗风险能力，重申持有。随着我国出版行业改革和开放不断推进，出版发行业受到越来越多的关注与青睐，同时也面临着越来越激烈的市场竞争。仅依靠出版发行这一单一主营业务难以保障公司持续、快速地做大做强。因此，我们认为此次合作有助于公司延伸产业链，增强盈利能力及抗风险能力，又能满足社会大众对高品质教育的迫切需求，因此将对公司带来较好的经济效益与声誉的提升。我们暂时维持原有的盈利预测，除权后公司 2012-2014 年可实现的 EPS 分别为 0.35 元、0.52 元和 0.64 元，分别对应 43.93 倍、29.58 倍和 24.03 倍 PE。目标价 12.25 元，对应 2012 年 35 倍 PE，重申持有评级。

附录一—北京东方天舟教育科技有限公司项目

(1) “I learn 爱乐文”培训学校

“I learn 爱乐文”培训学校将在省会级以上城市开办直营校，每校 500-1000 平米，面向 0~16 岁开办业余时间以英语为主的培训业务。以创新的科技手段，提高孩子学习兴趣，以夯实的教学品质及口碑保证教学效果。籍由上海东方阶梯双语学校的师资和合作优势，以 0~6 岁课程为主的前提下，开办小学阶段的 ESL 美国同步课程课外培训。

(2) 上海东方阶梯双语学校

上海东方阶梯双语学校是一所九年一贯制的双语特色学校，同时具有国际办学品质，已有近二十年历史，学校实施小班化教学，是美国加州圣地亚哥巴纳德学校的姊妹校，获得参与美国国会 501.C.3 法案授权的交换学习项目。该校由上海东方阶梯智力发展公司举办，交由北京东方天舟教育科技有限公司运营管理。目前在校学生 200 人左右，以九年义务教育双语课程教学为主，同时开办 ESL、国际班特色课。2011 年与美国加州艾克塞尔中学签订独家协议，本校国际班学生通过本校课业考试后，可直接赴美就读艾克塞尔高中部。该校利用与美国的合作共同开设 ESL、国际班课程，为学生提供就读美国高中，直通国际百强大学的快速通道。

(3) 教育产品销售

北京东方天舟教育科技有限公司计划销售的教育产品主要包括《智慧宝箱》、《天天爱英语/学习单》以及《魔法数学》：《智慧宝箱》是一套适合家庭学习的早教教材，全套教材共 33 盒，从出生到 36 个月，把握人生语言学习关键期，结合运用皮亚杰游戏理论、杜曼教学法、做中学、蒙特梭利教学法、多元智能理论五大教学法，着重培养尊重、责任、公平、值得信赖、关怀等国际化的品格教育。

《天天爱英语/学习单》是《天天爱英语》教材中的学习单，共 30 本供 600 天使用，全套规划适用于幼儿园的“天天英语”的环境塑造，采用点读学习，每天一页的学习模式，营造全天候的、浸入式的英语学习环境。《魔法数学》是一套拥有丰富内容的探究式学习教材，共 90 册，配套教具盒。该套学习教材将利用云端科技电子白板以及动态图像技术

生成生动的动画图象，高度互动的操作界面，极大提高教师课堂效率，帮助孩子完全理解课堂教学，且它拥有的云端日常学习系统使孩子在任何时间，任何地点都可以开展学习，此外，其云端成效全程监控系统将记录孩子在日常练习的每道题目，帮助教师通过课程管理系统，全方位掌握孩子知识点掌握及学习强度。

(4) NCET 考试

“全国少儿英语等级考试”（National Children’s English Test）是由国家教育部中国教育学会外语教学专业委员会举办。该考试是针对广大少年儿童英语运用能力和多元能力的评测，是对社会英语教学机构教学质量的检查和鉴定，同时也为国家教学研究部门开展儿童英语教育教学提供新的研究方向。每年举办4次，笔试和口试均合格的考生由中国教育学会外语教学专业委员会统一颁发等级证书。北京东方天舟教育科技有限公司将向国家教育部中国教育学会外语教学专业委员会申请设立考点，通过收取报名费的形式获取盈利。

华宝证券 TMT 研究团队简介:

团队宗旨:

专注于基础研究、系统研究和独立研究; 力求研究在时机和效力上的及时性, 在结论和判断上的客观性; 致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

核心成员:

吴炳华: 南理工无线电工学学士、华东师大经济学硕士。科研工作 4 年, 证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券, 首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师, 团队负责人, 主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚: 复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年, 曾担任系统工程师、商务经理等职务; 后在龙旗科技任 2 年商务副总监, 2011 年加入华宝证券, 主要研究方向为电子和通信。

陈筱: 南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究, 2010 年加入华宝证券, 主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

程成: 天津大学电子信息工程学士、中科院通信工程硕士。曾参与国家通信/小卫星工程重点课题研究, 2010 年加入华宝证券, 主要研究方向为通信和移动互联网。

刘智: 同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究, 2011 年加入华宝证券, 主要研究方向为计算机软件和电子行业。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	494.29	492.73	550.57	588.17
现金	403.48	358.42	408.53	362.43
应收账款	38.27	66.78	62.58	108.52
其它应收款	2.10	4.74	3.00	7.11
预付账款	21.01	21.15	31.19	39.78
存货	29.07	41.09	45.03	69.73
其他	0.35	0.55	0.24	0.59
非流动资产	83.24	105.50	134.71	169.16
长期投资	34.62	46.06	61.31	81.64
固定资产	46.25	55.49	68.67	83.47
无形资产	0.70	0.80	0.96	1.15
其他	1.67	3.15	3.77	2.90
资产总计	577.53	598.23	685.27	757.33
流动负债	49.29	38.78	73.34	78.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	43.63	22.53	65.63	58.13
其他	5.66	16.26	7.71	19.98
非流动负债	0.00	0.33	0.28	0.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.33	0.28	0.20
负债合计	49.29	39.12	73.61	78.31
少数股东权益	6.31	6.69	7.26	7.74
归属母公司股东权益	521.92	552.42	604.39	671.28
负债和股东权益	577.53	598.23	685.27	757.33

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	10.29	-13.99	89.98	6.82
净利润	33.20	45.50	65.55	81.44
折旧摊销	0.00	4.24	5.53	7.15
财务费用	-8.46	-10.00	-8.00	-3.00
投资损失	0.31	0.10	0.14	0.18
营运资金变动	-14.59	-54.01	26.83	-78.93
其它	-0.17	0.18	-0.06	-0.02
投资活动现金流	-58.32	-26.79	-34.81	-41.76
资本支出	28.80	9.04	13.40	15.08
长期投资	-34.62	-11.44	-15.25	-20.33
其他	-64.14	-29.19	-36.65	-47.02
筹资活动现金流	-3.29	-4.29	-5.06	-11.16
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3.29	-4.29	-5.06	-11.16
现金净增加额	-51.33	-45.07	50.12	-46.10

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	277.60	377.54	502.13	662.81
营业成本	199.22	268.05	348.98	457.34
营业税金及附加	2.53	3.72	4.91	6.36
营业费用	19.80	29.44	36.07	48.85
管理费用	18.41	24.92	32.64	42.09
财务费用	-8.46	-10.00	-8.00	-3.00
资产减值损失	1.61	3.14	3.19	4.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.31	-0.10	-0.14	-0.18
营业利润	44.18	58.17	84.20	106.47
营业外收入	1.41	1.19	1.23	1.27
营业外支出	0.26	0.41	0.45	0.37
利润总额	45.33	58.95	84.99	107.38
所得税	12.13	13.45	19.44	25.93
净利润	33.20	45.50	65.55	81.44
少数股东损益	0.02	0.38	0.57	0.48
归属母公司净利润	33.18	45.12	64.98	80.97
EBITDA	31.21	49.86	77.09	101.03
EPS (元)	0.34	0.35	0.52	0.64

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	29.82%	36.00%	33.00%	32.00%
营业利润	15.27%	31.66%	44.75%	26.45%
归属母公司净利润	7.63%	35.97%	44.01%	24.61%
获利能力				
毛利率	28.23%	29.00%	30.50%	31.00%
净利率	11.96%	12.05%	13.05%	12.29%
ROE	6.28%	8.14%	10.72%	11.99%
ROIC	4.38%	6.37%	9.13%	10.61%
偿债能力				
资产负债率	8.53%	6.54%	10.74%	10.34%
净负债比率	9.33%	7.00%	12.03%	11.53%
流动比率	10.03	12.70	7.51	7.53
速动比率	9.44	11.64	6.89	6.64
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.64	0.78	0.92
应收帐款周转率	8.29	7.19	7.76	7.75
应付帐款周转率	6.15	8.10	7.92	7.39
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.35	0.52	0.64
每股经营现金	0.11	-0.11	0.71	0.05
每股净资产	5.42	4.41	4.82	5.35
估值比率				
P/E	0.00	43.94	29.58	24.03
P/B	0.00	3.49	3.19	2.87
EV/EBITDA	-12.73	36.88	23.21	18.17

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

机构业务部咨询经理		
上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	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。