天舟文化(300148.SZ)

政策推动，全国化拓展打开成长空间

评级: 持有 **前次:**

目标价（元）: **12.2-14.5**

分析师 刘江啸 S0740510120006 021-20315167 liujx@r.qlzq.com.cn

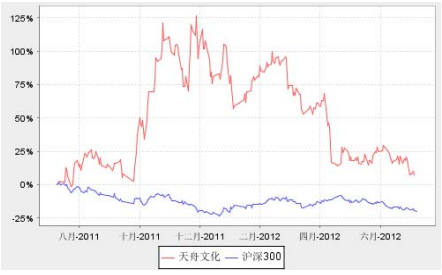
联系人 许彬 投资品研究小组 02120315198 xubin@r.qlzq.com.cn

2012 年 7 月 23 日

基本状况

总股本(百万股)	126.75
流通股本(百万股)	43.22
市价(元)	14.37
市值(百万元)	1821.40
流通市值(百万元)	621.10

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	213.84	277.60	343.87	458.57	599.13
营业收入增速	62.59%	29.82%	23.87%	33.36%	30.65%
净利润增长率	52.38%	7.63%	12.87%	29.22%	30.29%
摊薄每股收益（元）	0.41	0.34	0.30	0.38	0.50
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）			0.40	0.52	0.52
偏差率（本次-市场/市场）			-26.13%	-26.57%	-4.34%
市盈率（倍）	66.63	71.25	52.69	40.78	31.30
PEG	1.27	9.34	4.09	1.40	1.03
每股净资产（元）	6.67	5.35	4.26	4.55	4.94
每股现金流量（元）	0.49	0.23	0.10	0.36	0.33
净资产收益率	6.17%	6.36%	6.93%	8.40%	10.06%
市净率	4.11	4.53	3.65	3.43	3.15
总股本（百万元）	75.00	97.50	126.75	126.75	126.75

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **国有出版集团的整合已进入攻坚阶段，跨区域重组是重点也是难点。**出版行业改革以做大做强国有企业为核心目标。经过政策多年推动，出版业省内整合基本完成，但跨省整合短期内难以实现：1）国内尚未出现成功的跨区域整合案例，风险较大；2）跨区域整合必须打破以省为单位的出版、发行组织架构，牵涉到行业制度的改革，阻力大；3）经济低迷期面临整合之后分流人员的再就业问题。因此国企跨省整合动力不足，需要更强的行政压力但短期内难以到位。
- **政策大力支持民间资本，或有自下而上推动产业的深层考虑。**文化部和版署接连出台政策，支持民企进入文化和出版领域，以及跨领域跨行业整合。可能原因在于：国企跨区域重组缺乏动力，一方面是有难度，另一方面是面临的威胁不足：国企已经划省而治，民企虽然市场大但控制力弱不足为患。支持国企与民营企业通过“资源+市场”的模式结合，能够以点带面盘活国有企业，也使民企能借助国企的资源和重组整合壮大自身，在市场层面对国企形成实质性威胁，倒逼其主动进行跨区域的整合。
- **民企发展瓶颈已被打破，未来重点在于全国化拓展。**从趋势上来看，民营出版企业未来的发展机遇也在于拓展全国市场：1）经过近几年的发展和整合，省内市场空间越来越小，民企未来将和本省国企展开直面竞争；2）跨区域的整合已是大势所趋，长期而言，不通过此种方式做大做强，只能被其他国企或竞争对手兼并；3）政策支持是最大的东风。
- **公司传统增长模式遇阻，全国化布局有望打开成长空间。**近年来公司业务增长面临较大压力：净利润增速从 2011 年的 51.3%下滑至 2010 年的 7.6%；2012 年上半年公司净利润将出现 25~30%的负增长。依靠自主研发新产品和通过降低毛利率开拓市场的模式面临越来越大的成本压力和扩张阻力，公司开始认识到依靠传统模式难以持续、快速进行成功的业务拓展，从而开始通过多种模式进行跨区域扩张，模式包括：自建区域分部，与当地民营或国有企业成立合资公司，以及我们预判的与其他民企跨区域跨领域重组。

- **业绩预测及估值:** 我们预计 2012~2014 年公司业务收入分别为 3.44、4.58 和 5.99 亿元，EPS 分别为 0.30、0.38 和 0.50 元。公司作为国内唯一的上市民营图书教育类企业，标的具备一定的稀缺性；同时长期而言，公司对未来发展路径有清晰的认识，致力于通过多种方式从湖南拓展到全国市场，并已经做出了卓有成效的布局，值得长期战略性看好。但基于最近两年公司原有业务由于行业和政策等原因遇到一定的成长阻力，在省外的业务短期内难有上佳表现，因此我们认为公司 2013 年合理估值为 32~38XPE，对应 12.2~14.5 元，给予持有评级。
- **风险提示:** 1）公司近两年在省外开展多项合作和业务拓展事项，一旦省外事业部或某项合作发展遇阻，将导致公司业务未见起色但各项费用增加；2） “教辅新政”未来将分为“一教一辅”的目录类和市场类，短期会导致进入目录成本增加、进入目录类后利润率的降低和不进入目录后推广难度的提升等问题，一旦实施有可能影响公司短期业绩和毛利率；3） 农家书屋等政府招标在公司业务中占比较高，虽然每年公司都在该项业务中获得不错的收益，但不排除由于市场或竞争对手的原因导致公司落标、或者收入确认延迟等情况的发生，使公司业绩产生一定的波动性。

内容目录

国有出版集团的整合进入攻坚阶段 - 5 -
政策导向一以贯之，支持国有出版企业做大做强 - 5 -
省内整合基本完成，跨区域整合是未来的重点也是难点 - 5 -
国企自身动力不足，更强行政压力短期内难以到位 - 7 -
政策放开，民企可能有更大发展空间 - 7 -
民营出版发展史：从幕后逐渐迈向台前 - 7 -
但在本质上，民营出版依然处于从属地位 - 8 -
政策大力支持民间资本，或有更深层次考虑 - 8 -
两个放开打破民营企业发展瓶颈 - 9 -
民营企业未来发展重点也在全国化，并且已经开始 - 10 -
传统增长模式遇阻，公司开始全国化布局 - 11 -
公司主营青少年图书策划及发行业务 - 11 -
全国拓展竞争激烈，公司近两年增长面临较大压力 - 12 -
未来发展重点在于多种方式拓展全国市场 - 13 -
积极介入政府采购体系，保障传统出版业务稳健发展 - 15 -
业绩预测与估值 - 15 -
业绩预测假设 - 15 -
业绩预测结果 - 16 -
绝对估值 - 16 -
相对估值及合理估值结果 - 17 -
风险提示 - 17 -

图表目录

图表 1: 版署政策支持国有传媒集团跨区域并购 - 5 -
图表 2: 2011 年全国出版、发行集团总体经济规模综合评价 TOP10 - 6 -
图表 3: 历年来出版行业并购及战略合作案例 - 7 -
图表 4: 民营企业进入出版领域的几个阶段 - 8 -
图表 5: 支持民营企业在文化领域发展的政策 - 9 -
图表 6: 图书出版分类 - 10 -
图表 7: 2010 年不同种类图书码洋构成 - 10 -
图表 8: 教材出版各环节利润分配 - 10 -
图表 9: 国有、民营出版公司之间的整合与合作 - 11 -
图表 10: 公司主营业务 - 12 -
图表 11: 营业收入和利润情况（百万） - 13 -
图表 12: 营收结构（百万） - 13 -
图表 13: 零售渠道图书销售额 - 13 -
图表 14: 公司主要费用增长率（%） - 13 -

图表 15: 公司毛利率和净利率 ..... - 13 -
图表 16: 公司省外贡献收入占比 ..... - 14 -
图表 17: 公司全国性布局 ..... - 15 -
图表 18: 湖南省农家书屋历年中标额（万元） ..... - 15 -
图表 19: 2011~2013 年公司各项业务收入预测（百万 RMB） ..... - 16 -
图表 20: 可比上市公司估值 ..... - 17 -
图表 21: 财务报表摘要 ..... - 18 -

国有出版集团的整合进入攻坚阶段

政策导向一以贯之，支持国有出版企业做大做强

- 我国在其他传统行业的战略决策在出版行业延续：行业改革一直以做大做强国有企业为核心目标，同时这种目标诉求在意识形态更为明显的出版领域更加强烈。
- 从 2006 年颁布的《关于深化文化体制改革的若干意见》中明确提出，重点培育发展一批实力雄厚、具有较强竞争力和影响力的大型文化企业和企业集团，支持和鼓励大型国有文化企业和企业集团实行跨地区、跨行业兼并重组，鼓励同一地区的媒体下属经营性公司之间互相参股，目的就是要“打破条块分割、地区封锁、城乡分离的市场格局”。此后到 2009、2010 年确立“重点培育六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型新闻出版企业”的战略目标。

图表 1：版署政策支持国有传媒集团跨区域并购

时间	政策	主要内容
2006年1月	关于深化文化体制改革的若干意见	重点培育发展一批实力雄厚、具有较强竞争力和影响力的大型文化企业和企业集团，支持和鼓励大型国有文化企业和企业集团实行跨地区、跨行业兼并重组，鼓励同一地区的媒体下属经营性公司之间互相参股
		鼓励和支持非公有资本以多种形式进入政策许可的文化产业领域，逐步形成以公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局
2009年3月	关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见	推动经营性新闻出版单位转制：所有地方和高等院校经营性出版单位2009年底前完成转制，所有中央各部门出版单位2010年底前完成转制
		在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业
		鼓励和支持非公有资本以多种形式进入政策许可的领域，鼓励国有出版企业在确保导向正确和国有资本主导地位的前提下，与非公有出版工作室进行资本、项目等多种方式的合作
2010年1月	关于进一步推进新闻出版产业发展的指导意见	深化新闻出版体制改革，打造合格市场主体和骨干企业，加快企业兼并重组和资源整合
		鼓励和支持新闻出版骨干企业跨媒体、跨行业、跨地区、跨国界和跨所有制重组，在三到五年内，重点培育六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型新闻出版企业
		引导和规范非公有资本有序进入新闻出版产业
2012年2月	关于加快出版传媒集团改革发展的指导意见	进一步深化出版传媒集团体制改革
		支持出版传媒集团兼并重组
		支持出版传媒集团之间进行战略性合作

来源：公开资料，齐鲁证券研究所

省内整合基本完成，跨区域整合是未来的重点也是难点

- 但历经多年之后的今天，出版行业的整合开始遇到短期内难以逾越的瓶颈：
  - 一方面整合仅限于省内：2011 年中央、各省（自治区、直辖市）和副省级以上出版集团 33 家、发行集团 27 家，基本都局限于各省内出版发行系统的整合，难以进行跨省突破。
  - 另一方面，出版环节和发行环节的整合处于分离状态：目前已上市的出版发行集团中，除了凤凰传媒整合了江苏省内的出版和发行业

务之外，其余省份两个环节的依然处于分离状态，其中如安徽出版集团和新华发行集团分别上市成为时代出版和皖新传媒。

- 因此，从整体上来看，国内出版行业“条块分割、地区封锁的市场格局”尚未从根本上被打破，反而由于各省内整合的完毕，导致继续整合的难度进一步加大。

■ 造成这种局面的原因主要在于以下几个方面：

- 原有出版发行系统的建设均是以省为单位，整个行政体系均是自上而下进行搭建，这种组织架构和运作模式导致无法以拆散打零的模式对某个地市级出版发行单位进行整合，而只能以“统一打包”的模式进行整体性整合。
- 目前已经进行的跨领域合作主要集中于强弱差距较大的出版发行集团之间，源于弱势公司缺少资源或渠道和强势公司跨领域拓展的诉求；同时除了规模很小的海南新华和宁夏新华是被控股整合之外，其他均是战略合作，并且基本上是成立以未上市公司作为控股方的合资公司模式为主，如天舟文化和河北出版集团成立北舟文化传媒，这表明到目前这个阶段，单纯借助资本优势难以突破各区域出版发行集团基于区域垄断形成的地缘优势。
- 第一轮整合完成之后，剩余的均是市场发展不错，同时自身资金或渠道能力较强的公司，整合难度进一步加大，已经不是省级层面或单纯借助资本运作就能够解决的问题。

图表 2：2011 年全国出版、发行集团总体经济规模综合评价 TOP10

出版集团	2011排名	2010排名
凤凰传媒	1	1
湖南出版集团	2	2
中国教育出版传媒集团	3	—
安徽出版集团	4	4
浙江出版集团	5	3
江西出版集团	6	5
山东出版集团	7	6
中国出版集团	8	7
广东出版集团	9	9
河北出版集团	10	10

发行集团	2011排名	2010排名
四川新华发行集团	1	1
安徽新华发行集团	2	3
上海新华发行集团	3	4
浙江新华发行集团	4	5
山东新华发行集团	5	8
湖南新华发行集团	6	6
河北新华发行集团	7	7
江西新华发行集团	8	9
河南新华发行集团	9	21
重庆新华发行集团	10	14

注：1、凤凰传媒包括江苏出版集团和江苏新华发行集团；2、中南传媒包括湖南出版集团及湖南新华发行集团；3、中文传媒包括江西出版集团及江西新华发行集团；4、时代出版包括安徽出版集团；5、皖新传媒包括安徽新华发行集团

来源：国家出版总署，齐鲁证券研究所

图表 3：历年来出版行业并购及战略合作案例

时间	上市公司	未上市公司	合作模式
2008年12月	新华文轩	贵州新华	投资2700万元与贵州省新华发行集团跨区域合作，成立贵州新华文轩连锁股份有限公司，持股45%
2009年9月	凤凰传媒	海南新华	凤凰传媒控股海南新华51%股权，2012年再次增资，出资11041万元，海南省教材出版有限公司以全部经评估后的净资产出资，金额为9647.54万元。海南凤凰增资扩股后，凤凰传媒占51%、海南新华占33.36%、海南教材占15.64%。
2009年12月	中国出版集团	黄河出版集团	51%控股黄河出版传媒集团有限公司
2010年6月	时代出版	黑龙江新华	控股与黑龙江新华书店集团成立的出版物连锁公司，时代出版控股51%
2010年6月	皖新传媒	大众书局	51%控股江苏大众书局有效的经营性资产及图书业务
2010年11月	出版传媒	内蒙古新华、天津新华	签订战略合作协议，具体股权关系未公告
2012年6月	天舟文化	河北出版集团	出资2940万元，与河北出版集团共同组建北京北舟文化传媒有限公司，占股49%

来源：公开资料，齐鲁证券研究所

国企自身动力不足，更强行政压力短期内难以到位

- 目前国有出版集团的继续整合进入攻坚阶段，同时也遇到瓶颈。一方面出版集团自身继续跨区域整合诉求不足，主要源于：1）国内尚未出现成功的跨区域强强整合案例，风险较大；2）跨区域整合就必须打破以省为单位的出版、发行组织架构，以及相关的招投标、物流配送体系，牵涉到行业制度的改革，阻力较大，省级单位推动的空间很小；3）经济低迷期面临整合之后分流人员的再就业问题。
- 同时自上而下的政策推动效果也持续降低。2009 年以来，版署连续出台促进区域整合的相关政策，由于牵涉各方众多利益，到目前这个阶段可能需要政府层面进行大刀阔斧的体制改革才能继续推动目标的达成，但显然在短期内无法实现。

政策放开，民企可能有更大发展空间

民营出版发展史：从幕后逐渐迈向台前

- 改革开放以来民营出版大致可以划分为四个阶段：改革初至 1988 年，民营出版是萌芽发展，从销售的角度还只是“适当发展”，从出版的角度依然全面封闭。
- 1988 年至 1998 年，民营书业全面切入渠道，并向上有出版渗透。产业导向为放权承包、放开批发渠道、放开购销形式和批发折扣、推进横向经济联合。该时期渠道为王，无论是批发还是零售，民营都异军突起，不少民营渠道通过下游渗透到上游，多方位参与出版。
- 1998 年至 2008 年，民营与国有在销售渠道上不分伯仲，民营出版业通过各种方式从实质上解决了出版和发型问题，数量迅猛膨胀，工作室的数量更是高出国有出版社数量数十倍。
- 2009 年，《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》出台，正式

提出："积极探索非公有出版工作室参与出版的通道问题，开展国有民营联合运作的试点工作。"各个出版集团开始与民营出版企业进行多方面的合作。

- 2012 年，政策进一步放开，一方面鼓励民营资本进入出版领域，可以参股方式进入在施行采编与经营"两分开"后的党报党刊中， 并鼓励民营企业跨领域和跨行业的并购重组。

图表 4：民营企业进入出版领域的几个阶段

来源：齐鲁证券研究所

但在本质上，民营出版依然处于从属地位

- 但是，民营出版目前依然没有书号、没有终审权、没有印制委托权。这种情形导致，虽然民营出版企业在实质上已经完全参与到出版链条的各个环节中，甚至在多个领域的策划、发行等环节已经实现了对国企的超越，但本质上由于国有企业在体制上的控制力，导致民营企业大部分进入了出版集团的磨下，变成了国有的组成部分，依然处于国有出版企业的从属地位。
- 从政策上来看，2012 年 6 月版署出台的《关于支持民间资本参与出版经营活动的实施细则》中，依然明确提出"支持民营文化企业进入，以选题策划、内容提供、项目合作、作为国有出版企业一个部门等方式"进入出版领域，并且规定在实行采编与经营"两分开"后的党报党刊出版单位，亦可在报刊出版单位国有资本控股 51%以上的前提下，允许民间资本投资参股报刊出版单位的发行、广告等业务，提高市场占有率。国有企业的主导地位显露无疑，民营企业的定位依然是为提高国有企业的市场活力。

政策大力支持民间资本，或有更深层次考虑

- 文化部及总署坚定支持文化产业的大繁荣大发展，但由于缺乏经验，具体如何去推动依然缺乏明确的方向和方法；但如果按照做大做强国有企业的传统思路，一方面已经遇到巨大阻力难以为继，同时主管部门也已经意识到，这种模式在内容创意为核心的文化产业或许会起到相反的作用。

- 2012 年 7 月，文化部出台《关于鼓励和引导民间资本进入文化领域的实施意见》，鼓励民间资本投资文化产业发展，为民资进入创造良好的发展环境，同时支持民营文化企业通过并购重组、上市等方式融资。而在 6 月底新闻出版总署出台十项细则支持民间资本参与出版经营，并提出支持国有出版企业对民间资本有序开放，打开了民间资本进入国营出版企业传统垄断领域的一扇窗。
- 自上而下遇阻，或许自下而上会柳暗花明。国企跨区域重组缺乏动力，一方面是有难度，另一方面是面临的威胁不足：国企已经划省而治，民企虽然市场大但控制力弱不足为患。支持民间资本成为国有企业一个部门，并支持国企吸收民间资本，一方面或许能够以点带面盘活国有企业，另一方面也使民营企业能够借助国企的平台和网络优势壮大自身。

图表 5：支持民营企业在文化领域发展的政策

时间	部委	政策	主要内容
2012年6月	新闻出版总署	关于支持民间资本参与出版经营活动的实施细则	支持民营文化企业，以选题策划、内容提供、项目合作、作为国有出版企业一个部门等方式，参与科技、财经、教辅、音乐艺术、少儿读物等专业图书出版经营活动；
			支持民间资本通过国有出版传媒上市企业在证券市场融资参与出版经营活动，支持国有出版传媒企业通过上市融资的方式吸收民间资本，实现对民间资本的有序开放。
			实行采编与经营“两分开”后的党报党刊出版单位，亦可在报刊出版单位国有资本控股51%以上的前提下，允许民间资本投资参股报刊出版单位的发行、广告等业务，提高市场占有率。
2012年7月	文化部	鼓励和引导民间资本进入文化领域的实施意见	鼓励民营文化企业跨区域、跨行业兼并重组
			鼓励和引导民间资本投资演艺、娱乐、动漫、游戏、文化旅游、艺术品、工艺美术、文化会展、创意设计、网络文化、数字文化服务等行业和领域
			支持民营文化企业通过并购重组、上市等方式融资

来源：公开资料，齐鲁证券研究所

两个放开打破民营企业发展瓶颈

- 限制民营出版企业发展主要集中在两点：其一是市场规模和利润空间最为丰厚的教材出版领域无法全面进入；其二是由于区域垄断导致民营企业跨领域扩张困难，后者主要在于国企基于划省而治在当地发行方面的垄断优势。
- 在出版方面，民营企业通过与国企的各种合作，基本已经绕开了版权的限制，达成独立的出版并获得版署的认可，只是需要给出版社一定的管理费用。但基于历史原因的限制，以及教材本身的特殊性导致版署短期内对出版安全的重视程度要远大于市场活力，因此民营企业出版主要集中在教辅和一般图书方面，教材领域依然由中央及地方国有出版集团把控。但在一般图书领域，随着时间的推移民营企业在市场方面的优势将愈发明显，有望获得突破并得到监管层的进一步放开，并对国企形成较大威胁。
- 在发行领域民营企业的空间更加狭小。新华发行集团往往是各省的主要发行力量，14 个省只有当地的新华发行集团有总发行牌照，民营企业基本被排除在外。而在其他省份具有总发行牌照的民企中，有 60%左右是教辅策划公司，其发行业务也以教辅为主，主要原因在于，新华发行系

统在各省都具有垄断优势，民营企业的图书业务对新华发行系统的依赖度也非常高，因此导致其无法参与到利润更加丰厚的教材招标中。

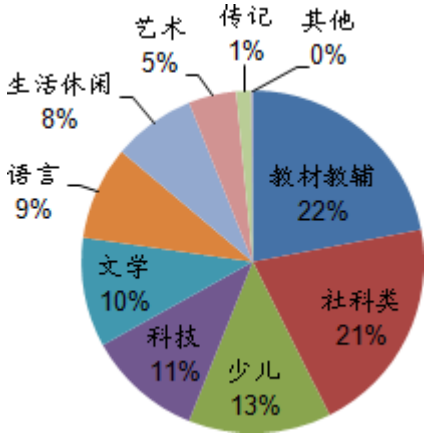
- 上面两个政策的推出，一方面使得民企能够与国企实现不同程度的合作，通过其灵活的市场机制结合国企丰富的出版和发行资源，切入到利润更加丰厚的教材出版等领域，并借业务种类的拓展和规模的扩大，搭建出自身的发行渠道；另一方面也使得民企能够通过兼并重组迅速做大，成为在各省甚至全国都能够与国企相抗衡的出版集团。
- 在此基础上，民营企业将在市场方面对国企形成实质性威胁，当这种威胁达到一定程度，或有可能实现对国企的倒逼，促使其主动进行跨区域的整合。

图表 6：图书出版分类

出版类型	涵盖种类	特点
大众图书	大众图书或消费类图书出版，常见的有小说、传记、理财、励志等类别	出版畅销书最多，市场活跃，价格弹性大，但平均利润较低
教育图书	满足基础知识需求，教材、教辅、少儿、历史、工具书、外语	需求稳定，市场开放性低，利润较高
专业图书	是指与职业和行业有关的出版，包括财经、法律、政治、科技、计算机、哲学等	需求最为稳定，少数种类增长迅速，赢利较高但价格弹性不大

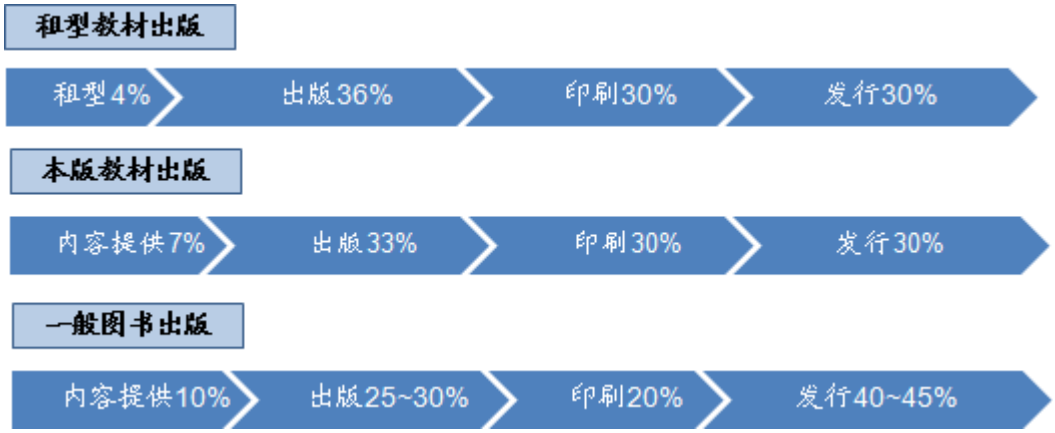
来源：公开资料，齐鲁证券研究所

图表 7：2010 年不同种类图书码洋构成



来源：开卷公司，齐鲁证券研究所

图表 8：教材出版各环节利润分配



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

民营企业未来发展重点也在全国化，并且已经开始

- 从趋势上来看，民营出版企业未来的发展机遇也在于拓展全国市场：1）经过近几年的发展和整合，不仅仅是国企，各省的民营企业基本在省内也实现了绝对领先，省内市场空间越来越小，未来将和本省国企展开直

面竞争；2）跨区域的整合已是大势所趋，近几年国企和私企之间的战略合作与合并日益增多；长期而言，不通过此种方式做大做强，只能被其他国企或竞争对手兼并；3）政策支持是最大的东风。

- 同时，这种拓展必须多方并举：1）与各省国有出版集团合作，私企的灵活性和较强的市场能力结合国企的资源和平台；2）积极参与民营企业的跨区域和跨领域整合，迅速拓展业务和市场；3）自建各地渠道，形成自身的核心竞争优势。

图表 9：国有、民营出版公司之间的整合与合作

时间	国有出版集团	民营出版企业	合作模式	
2006年1月	长江出版集团	海豚卡通	成立湖北海豚传媒有限责任公司，长江出版集团等共同持股51%	控股
2008年6月	辽宁出版传媒	万榕和智品	控股51%，分别与路金波和李克成立	
2009年4月	凤凰传媒	共和联动	凤凰传媒持股51%，成立凤凰联动文化传媒	
2010年6月	皖新传媒	大众书局	51%控股江苏大众书局有效的经营性资产及图书业务	
2011年1月	北京出版集团	九州英才	成立北教控股	
2011年3月	湖南出版集团	博集天卷	注资博集天卷成立中南博集天卷文化传媒，	
2008年5月	当代中国出版社	多家上市公司	当代华光，当代社相对控股，福建华闽公司、当代实业公司、金光纸业（中国）投资公司参与投资	合资公司
2008年8月	新世界出版社	记忆坊	新世界清纯文化传媒，新世界社以40％的股权相对控股	
2011年3月	长江出版集团	金丽红黎波	合资成立新世纪文化公司，湖北长江占股46%控股	
2009年4月	山东出版集团	志鸿教育	战略合作协议，共同开发教材教辅	战略合作
2009年4月	星火传媒集团	安徽科学技术出版社	战略性合作协议，图书出版发行、期刊合作、编辑发行	

来源：公开资料，齐鲁证券研究所

传统增长模式遇阻，公司开始全国化布局

公司主营青少年图书策划及发行业务

- 公司目前是湖南省规模最大的民营图书企业，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。

图表 10：公司主营业务

业务分类	主要产品	适用人群	市场情况
教辅类	中小学教辅，天舟学练王系列	小学、初高中	湖南省内码洋份额11.25%
英语学习类	“红魔英语”系列	3~18岁	2009年184种，码洋份额0.81%
	“黑乎乎和粉嘟嘟”系列		
少儿类	“原创新童话”系列	7~14岁	突破100种，码洋份额0.4%
	“阅读点亮童年”系列		

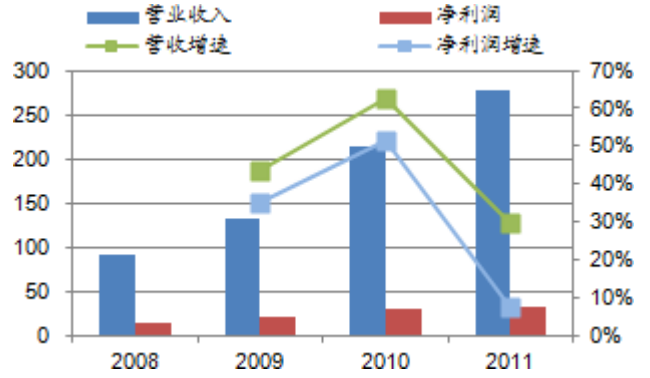
来源：齐鲁证券研究所

- 公司聚焦于青少年图书的持续开发，主要开展教辅图书、英语学习类图书和少儿类图书三块业务。
  - 其中教辅图书以“天舟学练王”为主要品牌，湖南地区打造出较强的品牌影响力，2009 年码洋规模在湖南省教辅市场占比达到 11.25%。
  - 英语学习类以《红魔英语》、《黑乎乎和粉嘟嘟》等适合 3-18 岁不同年龄段的英语课外辅导及兴趣读物系列为主，2009 年码洋销售量为 3893.96 万元，在全国占比达到 0.81%（最高的北京教育出版社占有率 5%，277 家企业占有率低于 0.1%，仅有 52 家企业占比超过。5%）。
  - 少儿图书方面，到 2009 年，公司少儿类品种突破 100 种，形成了“原创新童话”、“阅读点亮童年”两大主导系列，涉及少儿科普、国学经典、少儿文学等众多少儿图书领域的丰富产品线。2009 年码洋全国占有率为 0.4%（2009 年，全国共有 525 家出版发行企业从事少儿图书的出版发行，其中市场占有率低于 0.1%的为 408 家）。

全国拓展竞争激烈，公司近两年增长面临较大压力

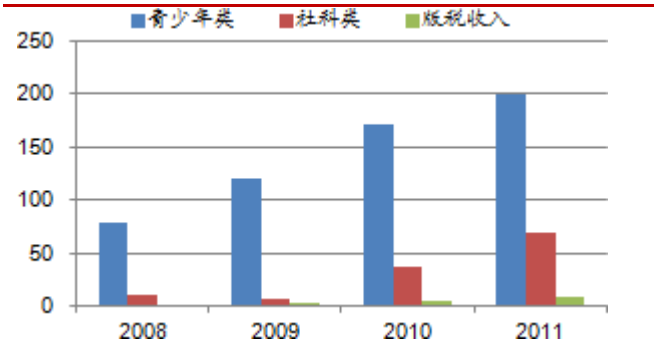
- 从近年来公司的整体业绩情况来看，公司业务增长面临较大压力：2011年与2010年相比，营业收入增速从62.6%下滑至29.8%，净利润增速更是从51.3%下滑至7.6%；根据公司发布的业绩预报，2012年上半年公司净利润将出现25~30%的负增长。
- 主要原因在于：1）图书出版业务行业已进入平稳增长期，行业增速放缓，相对较好的青少年及教育类图书也同样如此，年均增速均在10%以下；2）湖南省内市场日渐饱和，在民营图书公司中公司已经占比达到20%左右，省内拓展空间有限；3）公司为了快速扩大市场规模和市场份额，一方面加大新产品研发力度，同时采取薄利多销的营销政策，拓展全国市场，导致开发成本和各项费用高企，毛利率快速下滑。

图表 11：营业收入和利润情况（百万）



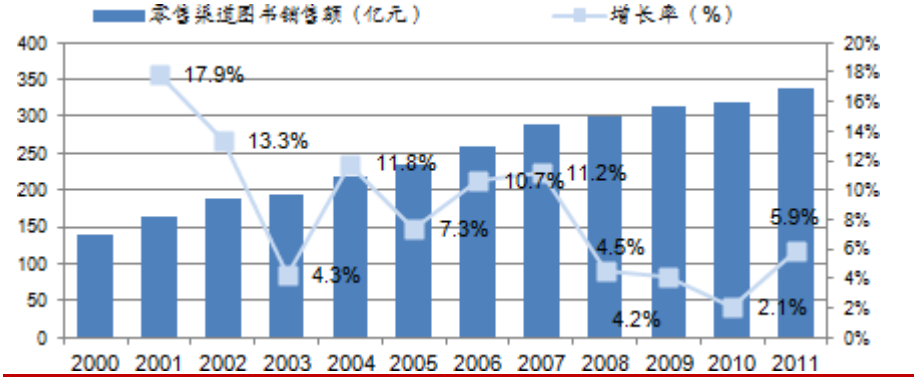
来源：齐鲁证券研究所

图表 12：营收结构（百万）



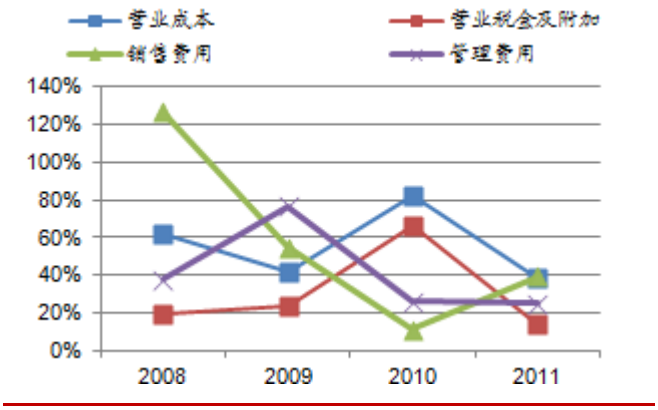
来源：齐鲁证券研究所

图表 13：零售渠道图书销售额



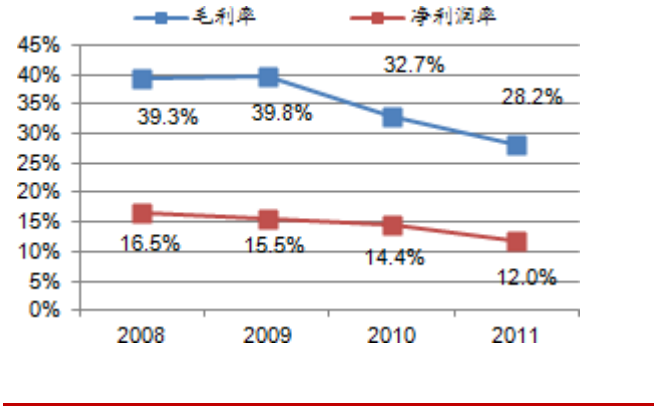
来源：齐鲁证券研究所

图表 14：公司主要费用增长率（%）



来源：齐鲁证券研究所

图表 15：公司毛利率和净利率



来源：齐鲁证券研究所

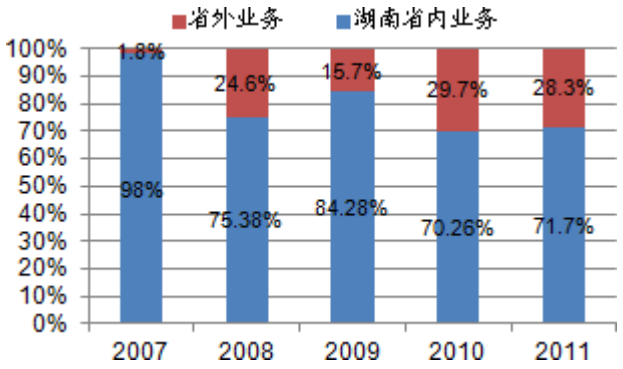
未来发展重点在于多种方式拓展全国市场

- 依靠自主研发新产品和通过降低毛利率开拓市场的模式面临越来越大的成本压力和扩张阻力：虽然业绩增速下滑、毛利率下降，但 2011 年公司省外业务与 2010 年相比不升反降，公司开始认识到依靠传统模式难以持续、快速进行成功的业务拓展，从而开始通过多种模式进行跨区域

扩张。

- **扩张模式一：自建区域分部。**2011 年 3 月在北京建立北京事业部，执行面向全国市场的选题策划和经营管理两项职能。该事业部前期以教辅全国性推广为主，后期将转型为全国性的综合教育服务机构。在北京建立事业部的优势：1）帮助公司更好的开发和维持全国性教辅品牌的战略合作伙伴，为公司内容研发、市场推广提供支持；2）整合北京地区优质出版资源；3）由于北京为全国文化教育中心，因此负责教学相关的新媒体运作、国际版权贸易等相关业务的市场开拓等。
- **扩张模式二：与当地企业合作建立合资公司。**2011 年 2 月与马永杰、周舜培共同投资设立天舟文化的子公司浙江天舟，致力于青少年图书的开发。公司成立初期可能以引进海外优秀青少年图书作品为主，海外的作品质量上有较高的保障；此后将开发自主图书产品。浙江经济发达、人口众多，有望成为继江苏之后公司青少年图书运作的又一大平台。
- **扩张模式三：与当地国有企业成立合资公司。**2011 年 6 月公司同河北出版集团（北洋出版传媒，河北新华书店）共同组建北京北舟文化传媒有限公司。国有出版集团控股、公司实际运营的运作模式，类似公司与江苏凤凰文艺出版集团合作成立凤凰天舟的模式，公司与国有出版集团合作并不追求控股，但管理团队多来自公司，实际运营也由公司操作。这种模式可以最大程度上协调国有出版集团的内容、渠道资源和公司市场化运作的优势，同时，国资控股也能在税收、政策上带来诸多优惠。
- **未来的可能扩张模式四：跨区域和跨领域的整合。**正如我们前文所言，民营企业跨区域跨领域兼并重组的政策大门已经打开，国企与民企之间的整合、合作早已经开展的如火如荼，在经过了第一阶段国企与民企的“资源+市场”式的整合之后，拥有资本优势的民营企业将很有可能对其他区域的公司进行整合，实现市场能力上的强强联合。

图表 16：公司省外贡献收入占比



来源：齐鲁证券研究所

图表 17：公司全国性布局

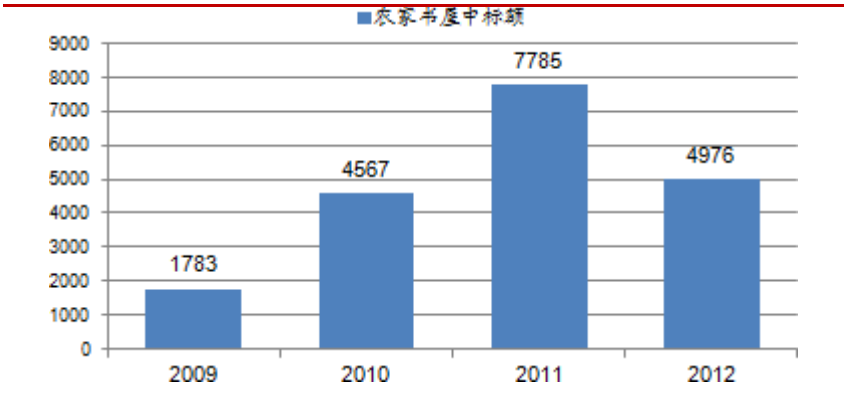
时间	合作方	成立机构	合作方式	核心业务
2010年7月	江苏凤凰	凤凰天舟媒体	投资490万，占49%	开发少儿图书
2011年2月	马永杰、周舜培	浙江天舟	投资350万，占70%	青少年图书的开发，初期以引进海外优秀青少年图书作品为主
2012年3月	自建	建立北京事业部	投资3000万，场地购置2600万元，其他用于人员招聘	前期以教辅全国性推广为主，后期将转型为全国性的综合教育服务机构
2012年6月	河北出版集团	北京北舟文化传媒有限公司	出资2940万元，占股49%	执行面向全国市场的选题策划和经营管理两项职能。

来源：齐鲁证券研究所

积极介入政府采购体系，保障传统出版业务稳健发展

- 2007 年开始国家在全国范围内实施“农家书屋”工程，目前已经在全国建设了约 51.4 万家农家书屋，2012 年还将有 12.6 万家农家书屋进行建设，涉及一般图书销售码洋近 63 亿元。此外，自 2013 年开始，全国 64 万家农家书屋每年将进行 20%的品种更新，由此每年也将产生约 64 亿元销售码洋的市场空间。
- 湖南省预计将在 2015 年之前建立 4.9 万个“农家书屋”，每个 1.5 万元投资规模，其中 1.2 万元为图书报刊采购，其中 30%为报刊采购，即用于图书采购的资金总计为 4.116 亿。
- 2010 年 3 月，公司于湖南省新闻出版局签订《政府采购合同》，从公司采购价值 5160 万的图书用于“农家书屋项目”，为公司贡献 25%收入；2011 年 3 月中标 4978 万元，占 2010 年收入 23.27%。2012 年公司中标 4976 万，虽然在上半年由于招标时间过晚未能确认为上半年收入，但全年来看依然有望获得较高成长。

图表 18：湖南省农家书屋历年中标额（万元）



来源：齐鲁证券研究所

业绩预测与估值

业绩预测假设

- 青少年图书：未来几年青少年图书市场增速仅为 7%左右，2011 年公司该业务增速为 16.7%；我们判断今年教辅市场与去年相比增长情况不会有较大改善；而公司近两年所做的省外扩展布局年内尚难以见到效果，可能需要到 2013 年以后才能有所收获并促进公司该项业务成长，因此我们预计青少年图书业务未来三年增长分别为 12%、25%和 25%。
- 社科类图书：根据市场调研机构开卷的数据显示，2011 年社科类图书同比增长 5.84%，公司社科类图书业务则高达 81.98%，同时毛利率由 2010 年的 19.64%提高到 27.23%，主要源于公司在“农家书屋”、教育官配等政府采购项目中收获颇丰。我们判断，公司在湖南省内较大的市场影响力， 2012 年上半年已经获得 4976 万招标额度；随着公司在其他区域的布局显现出效果，将推动公司在各区域的政府招标业务发展，因此我们预计社科类图书业务未来三年增长率分别为 55%、50%和 40%。
- 版税收入：版税收入基于公司青少年及社科类图书业务的持续开发，前几年一直保持高速成长。公司已经与新媒体公司如腾讯、淘米、华谊、奥飞动漫等均展开战略合作，我们判断未来版税收入将依然保持不错增长，预计未来三年增速分别为 50%、40%和 35%。

业绩预测结果

- 我们预计 2012~2014 年公司业务收入分别为 3.44、4.58 和 5.99 亿元，净利润分别为 3745、4839 和 6305 万元，EPS 分别为 0.30、0.38 和 0.50 元。

图表 19：2011~2013 年公司各项业务收入预测（百万 RMB）

项　目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
青少年类							
销售收入	78.42	120.73	171.15	199.73	223.70	279.62	349.53
增长率（YOY）	—	*53.95%*	*41.76%*	*16.70%*	*12.00%*	*25.00%*	*25.00%*
毛利率	39.58%	39.17%	34.78%	27.07%	23.00%	23.00%	23.00%
占总销售额比重	87.55%	92.64%	80.08%	71.96%	65.05%	60.98%	58.34%
社科类							
销售收入	10.75	7.09	37.96	69.08	107.07	160.61	224.86
增长率（YOY）	—	*-34.05%*	*435.40%*	*81.98%*	*55.00%*	*50.00%*	*40.00%*
毛利率	28.07%	28.84%	19.64%	27.23%	26.00%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	12.00%	5.44%	17.76%	24.89%	31.14%	35.02%	37.53%
版税收入							
销售收入	0.40	2.50	4.62	8.73	13.10	18.33	24.75
增长率（YOY）	—	*525.00%*	*84.80%*	*88.96%*	*50.00%*	*40.00%*	*35.00%*
毛利率	0.00%	0.00%	63.99%	62.27%	60.00%	60.00%	59.00%
占总销售额比重	0.45%	1.92%	2.16%	3.15%	3.81%	4.00%	4.13%

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值

- 参考前述我们对公司各项业务增长假设的基础上，按照以下绝对估值条件进行估值：
  - 无风险利率=3.55%（两年期定期存款利率），风险溢价=5.00%；

- 传媒行业 Beta=1.182，公司 Beta=1.371，永续增长率=2%。

■ 在上述条件假设下，我们得到公司 DCF/WACC 绝对估值结果为 11.73 元；DCF/FCFE 绝对估值结果为 13.14 元。

相对估值及合理估值结果

■ 目前国内可比上市公司主要为时代出版、凤凰传媒等，2012 年 PE 为 16~35 倍，平均 PE 为 23 倍；2013 年 PE 为 13~31 倍，平均 PE 为 20 倍。

■ 公司作为国内唯一的上市民营图书教育类企业，标的具备一定的稀缺性；同时长期而言，公司对未来发展路径有清晰的认识，致力于通过多种方式从湖南拓展到全国市场，并已经做出了卓有成效的布局，值得长期战略性看好。但基于最近两年公司原有业务由于行业和政策等原因遇到一定的成长阻力，在省外的业务短期内难有上佳表现，因此我们给予公司 2013 年 32~38XPE，对应 12.2~14.5 元，给予持有评级。

图表 20：可比上市公司估值

股票简称	代码	股价	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
时代出版	600551.SH	10.46	0.57	0.63	0.70	18	17	15
出版传媒	601999.SH	7.07	0.24	0.28	0.34	29	25	21
皖新传媒	601801.SH	11.09	0.41	0.46	0.53	27	24	21
中南传媒	601098.SH	10.37	0.43	0.51	0.6	24	20	17
凤凰传媒	601928.SH	8.95	0.29	0.34	0.38	31	26	24
大地传媒	000719.SZ	11.60	0.31	0.33	0.38	37	35	31
中文传媒	600373.SH	14.63	0.82	0.94	1.10	18	16	13

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

■ 公司近两年在省外开展多项合作和业务拓展事项，一旦省外事业部或某项合作发展遇阻，将导致公司业务未见起色但各项费用增加；

■ 教辅新政基本诉求是规范教辅生产和经营秩序，预计未来将分为“一教一辅”的目录类和市场类。长期而言，该变化有利于公司这样品牌影响力强、运作规范的厂商，但短期会进入目录成本的增加、进入目录类后利润率的降低和不进入目录后推广难度的提升等问题，一旦真正实施有可能影响公司短期业绩增长和毛利率。

■ 农家书屋等政府招标在公司业务中占比较高，虽然每年公司都在该项业务中获得不错的收益，但不排除由于市场或竞争对手的原因导致公司落标、或者收入确认延迟等情况的发生，将导致公司业绩产生一定的波动性。

图表 21：财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**132**	**214**	**278**	**344**	**459**	**599**
增长率	*43.54%*	*62.6%*	*29.8%*	*23.9%*	*33.4%*	*30.7%*
营业成本	-79	-144	-199	-257	-343	-448
%销售收入	*59.9%*	*67.2%*	*71.8%*	*74.7%*	*74.8%*	*74.8%*
毛利	53	70	78	87	115	151
%销售收入	*40.1%*	*32.8%*	*28.2%*	*25.3%*	*25.2%*	*25.2%*
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-4	-4
%销售收入	*1.0%*	*1.0%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.8%*
营业费用	-13	-14	-20	-24	-31	-40
%销售收入	*9.6%*	*6.6%*	*7.1%*	*7.0%*	*6.8%*	*6.6%*
管理费用	-12	-15	-18	-22	-29	-37
%销售收入	*8.8%*	*6.9%*	*6.6%*	*6.5%*	*6.3%*	*6.1%*
息税前利润（EBIT）	27	39	38	38	52	71
%销售收入	*20.6%*	*18.2%*	*13.6%*	*11.0%*	*11.3%*	*11.8%*
财务费用	0	0	8	10	10	10
%销售收入	*-0.2%*	*-0.2%*	*-3.0%*	*-2.9%*	*-2.2%*	*-1.7%*
资产减值损失	-2	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*—*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	26	38	44	48	62	81
营业利润率	*19.4%*	*17.9%*	*15.9%*	*13.9%*	*13.5%*	*13.5%*
营业外收支	1	0	1	1	1	1
税前利润	**26**	**39**	**45**	**49**	**63**	**82**
利润率	*20.0%*	*18.1%*	*16.3%*	*14.2%*	*13.7%*	*13.7%*
所得税	-6	-7	-12	-11	-14	-19
所得税率	*22.7%*	*19.0%*	*26.8%*	*23.4%*	*23.0%*	*23.0%*
净利润	20	31	33	37	48	63
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**20**	**31**	**33**	**37**	**48**	**63**
净利率	*15.4%*	*14.4%*	*12.0%*	*10.9%*	*10.6%*	*10.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	20	31	33	37	48	63
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	3	4	4	6	7
非经营收益	0	0	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-19	3	-15	-28	-8	-27
经营活动现金净流	**6**	**37**	**23**	**13**	**45**	**42**
资本开支	1	1	31	19	19	19
投资	-4	-5	-29	0	0	0
其他	-1	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-5**	**-6**	**-60**	**-19**	**-19**	**-19**
股权募资	1	382	4	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3	-6	-14	0	-19	-13
筹资活动现金净流	**-2**	**376**	**-10**	**0**	**-19**	**-13**
现金净流量	**-2**	**407**	**-47**	**-6**	**7**	**10**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	43	451	403	398	405	415
应收款项	28	30	41	52	63	83
存货	14	20	29	34	43	57
其他流动资产	12	8	21	28	31	45
流动资产	98	509	494	512	542	601
%总资产	*82.8%*	*95.3%*	*85.6%*	*83.8%*	*82.7%*	*82.7%*
长期投资	0	0	35	35	35	35
固定资产	19	18	46	62	76	89
%总资产	*15.9%*	*3.4%*	*8.0%*	*10.2%*	*11.6%*	*12.3%*
无形资产	0	1	1	1	1	1
非流动资产	20	25	83	99	113	126
%总资产	*17.2%*	*4.7%*	*14.4%*	*16.2%*	*17.3%*	*17.3%*
资产总计	**118**	**534**	**578**	**610**	**655**	**727**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	18	26	45	38	51	71
其他流动负债	2	5	4	26	21	23
流动负债	21	31	49	64	73	94
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	0	0	0	0
负债	**21**	**32**	**49**	**64**	**73**	**94**
普通股股东权益	95	500	522	540	576	626
少数股东权益	2	2	6	6	6	6
负债股东权益合计	**118**	**534**	**578**	**610**	**655**	**727**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益(元)	0.361	0.411	0.340	0.295	0.382	0.497
每股净资产(元)	1.702	6.667	5.353	4.263	4.545	4.942
每股经营现金净流(元)	0.099	0.489	0.232	0.105	0.358	0.332
每股股利(元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	21.23%	6.17%	6.36%	6.93%	8.40%	10.06%
总资产收益率	17.12%	5.77%	5.75%	6.14%	7.39%	8.68%
投入资本收益率	39.13%	61.31%	30.58%	25.33%	27.91%	29.72%
增长率						
营业总收入增长率	43.54%	62.59%	29.82%	23.87%	33.36%	30.65%
EBIT增长率	34.42%	43.61%	-3.46%	0.44%	36.83%	36.54%
净利润增长率	42.41%	52.38%	7.63%	12.87%	29.22%	30.29%
总资产增长率	8.32%	351.86%	8.12%	5.70%	7.32%	10.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.9	46.7	44.0	52.5	47.8	48.1
存货周转天数	58.4	42.9	44.7	48.7	45.4	46.3
应付账款周转天数	42.1	38.4	59.3	46.6	48.1	51.4
固定资产周转天数	53.7	31.5	42.3	57.5	55.0	50.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.74%	-89.75%	-76.38%	-72.76%	-69.54%	-65.63%
EBIT利息保障倍数	-92.5	-96.6	-4.4	-3.8	-5.2	-6.9
资产负债率	17.85%	5.95%	8.53%	10.44%	11.09%	12.91%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。