

## 业绩符合预期，关注教育培训业务推广进度

### 天舟文化 2012 年中报点评

评级:

中性-A

上次评级: 增持-B

目标价格:

12.50 元

期限: 3 个月 上次预测: 17.60 元

现价(2012 年 08 月 23 日): 14.17 元

报告日期:

2012-08-23

#### 报告关键点:

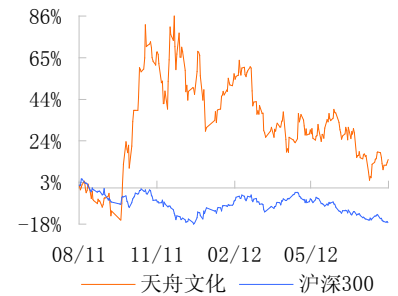
- 12 年上半年每股收益 0.13 元，符合预期
- 文教类图书收入保持增长，社科类图书收入大幅下降
- 关注教育培训业务推广进度，下调评级至“中性-A”

#### 报告摘要:

- 12 年上半年每股收益 0.13 元，符合预期。12 年上半年公司实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 0.3%；归属于母公司股东净利润 1617 万元，同比减少 26.2%，对应 EPS 为 0.13 元，基本符合市场预期（公司前期发布业绩快报）。收入持平而净利润明显负增长主要由于销售费用率和管理费用率上升较快。
- 文教类图书收入保持增长。12 年上半年公司文教类图书收入 8268 万元，同比增长 10.84%。上半年公司新增了《小学写作课本》和《能力培养与测试》的销售，为文教类图书收入提供了增长动力。其中，《能力培养与测试》系与人民教育出版社、教育科学出版社等教材原创社合作开发，已在 12 个省份全部或部分学科送审，并已在新疆、青海、安徽、四川、河南等省份通过了审定，进入当地教辅的推荐目录。今年以来国家有关教材、教辅政策规定已相继出台，全国各省市自治区正在陆续调整教材、教辅的出版、发行政策，但大部分省市的教辅市场调整暂未完成或暂时维持不变，教材教辅相关政策的后续影响值得关注。
- 社科类图书收入大幅下降。12 年上半年公司社科类图书收入 1893 万元，同比下降 39.99%。主要原因是今年上半年湖南省农家书屋的招标采购时间迟于去年，收入未能在上半年确认。今年 6 月 28 日公司中标湖南省农家书屋采购项目 4976 万元，这部分收入将在下半年确认。
- 关注教育培训业务推广进度，下调评级至“中性-A”。由于销售费用率和管理费用率上升幅度超预期，我们下调盈利预测，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.25、0.31、0.38 元，当前股价对应 12 年 PE 为 57 倍，显著高于图书出版行业估值中枢。我们下调评级至“中性-A”，目标价 12.5 元。今年以来公司在教育培训方面迈出实质性步伐，“爱乐文”少儿培训学校从 6 月开始已在北京、天津开展运营；此外 6 月公司公告合资设立北京东方天舟教育科技有限公司，教育培训业务的推广进度值得关注。
- 风险提示：教辅市场规范整顿政策力度超预期，公司新业务推广不达预期

总市值(百万元)	1,809.99
流通市值(百万元)	607.84
总股本(百万股)	126.75
流通股本(百万股)	42.57
12 个月最低/最高	12.80/31.21 元
十大流通股东(%)	5.40%
股东户数	14,232

#### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.64	1.31	31.72
绝对收益	(0.65)	(11.32)	14.36

田俊维  
021-68763702  
执业证书编号

行业分析师  
tianjw@essence.com.cn  
S1450512060004

#### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	213.8	277.6	304.3	351.1	400.9
Growth(%)	62.6%	29.8%	9.6%	15.4%	14.2%
净利润	30.8	33.2	31.7	39.3	48.0
Growth(%)	52.4%	7.6%	-4.5%	24.0%	22.1%
毛利率(%)	32.8%	28.2%	28.5%	29.4%	30.3%
净利润率(%)	14.4%	12.0%	10.4%	11.2%	12.0%
每股收益(元)	0.24	0.26	0.25	0.31	0.38
每股净资产(元)	3.94	4.12	4.34	4.62	4.96
市盈率	58.7	54.5	57.1	46.1	37.7
市净率	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9
净资产收益率(%)	6.2%	6.3%	5.7%	6.6%	7.6%
ROIC(%)	58.9%	54.3%	22.0%	19.4%	22.7%
EV/EBITDA	40.5	51.5	35.9	28.0	22.4
股息收益率	0.3%	0.6%	0.2%	0.2%	0.3%

#### 前期研究成果

天舟文化：业绩低于预期，关注公司新业务推广进度

2012-03-28

天舟文化：跨区域战略如期实施

2011-03-30

12年上半年收入增长0.3%，净利润下降26.2%。12年上半年公司实现营业收入1.28亿元，同比增长0.3%；营业利润2054万元，同比下降28.6%；归属于母公司股东净利润1617万元，同比下降26.2%，对应EPS为0.13元。

表 1 公司报告期利润分析

报告期 单位：百万元	2010A	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	1Q12	1H12	1H12
								YoY
一、营业总收入	214	35	128	178	278	45	128	0.3%
二、营业总成本	176	31	99	140	233	40	107	7.9%
营业成本	144	23	86	116	199	29	84	-1.8%
营业税金及附加	2	0	1	1	3	0	1	-30.9%
销售费用	14	3	7	12	20	6	12	64.3%
管理费用	15	5	9	13	18	7	13	44.6%
财务费用	(0)	(1)	(5)	(5)	(8)	(2)	(3)	-33.4%
资产减值损失	1	1	1	1	2	0	0	-64.4%
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	(0)	(0)	(1)	(1)	-680.8%
四、营业利润	38	4	29	38	44	4	21	-28.6%
加：营业外收入	1	0	1	1	1	1	1	-27.7%
减：营业外支出	1	0	0	0	0	0	0	-84.4%
五、利润总额	39	4	29	39	45	5	21	-28.2%
减：所得税	7	1	7	10	12	2	5	-28.6%
六、净利润	31	3	22	29	33	3	16	-28.1%
减：少数股东损益	1	0	0	0	0	(0)	(0)	-306.9%
归属于母公司净利润	31	3	22	29	33	3	16	-26.2%
每股收益(按最新股本)	0.24	0.02	0.17	0.23	0.26	0.03	0.13	-26.2%

报告期 单位：百万元	2010A	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	1Q12	1H12	1H12
								YoY
毛利率	32.8%	35.0%	32.8%	34.7%	28.2%	34.8%	34.2%	1.4%
期间费用率	13.3%	20.3%	9.1%	11.9%	10.7%	23.2%	16.9%	7.9%
其中：销售费用率	6.6%	9.2%	5.8%	7.0%	7.1%	12.8%	9.4%	3.7%
管理费用率	6.9%	14.3%	6.8%	7.5%	6.6%	14.6%	9.9%	3.0%
财务费用率	-0.2%	-3.1%	-3.5%	-2.6%	-3.0%	-4.2%	-2.4%	1.2%
营业利润率	17.9%	12.3%	22.5%	21.4%	15.9%	9.5%	16.0%	-6.5%
所得税率	19.0%	32.3%	24.7%	25.4%	26.8%	35.1%	24.6%	-0.1%
净利润率	14.4%	8.2%	17.1%	16.2%	12.0%	7.7%	12.6%	-4.5%
营业收入同比增速	62.6%	31.5%	30.5%	21.0%	29.8%	27.2%	0.3%	
净利润同比增速	52.4%	39.6%	35.0%	11.0%	5.8%	4.7%	-28.1%	

数据来源：Wind，安信证券研究中心

2 季度单季收入下降 10.0%，净利润下降 33.3%。12 年 2 季度公司实现营业收入 8315 万元，同比下降 10.0%，环比增长 84.2%；归属于母公司股东净利润 1267 万元，同比下降 33.3%，环比增长 262.5%，对应 EPS 为 0.10 元。

表 2 公司单季度利润分析

单季度 单位：百万元	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2Q12	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	67	35	92	50	99	45	83	-10.0%	84.2%
二、营业总成本	60	31	68	41	93	40	67	-1.9%	65.8%
营业成本	49	23	63	30	83	29	55	-12.6%	86.8%
营业税金及附加	1	0	1	0	1	0	1	-33.5%	133.0%
销售费用	5	3	4	5	7	6	6	53.6%	8.7%
管理费用	5	5	4	5	5	7	6	65.4%	-7.5%
财务费用	(0)	(1)	(3)	(0)	(4)	(2)	(1)	-66.6%	-39.2%
资产减值损失	1	1	(0)	0	1	0	0	-34169.5%	-77.9%
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0		
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0		
投资收益	0	0	0	(0)	(0)	(1)	(0)	-179.0%	-84.2%
四、营业利润	6	4	24	9	6	4	16	-33.3%	280.9%
加：营业外收入	1	0	1	0	1	1	0	-99.0%	-98.6%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	-89.3%	116.1%
五、利润总额	7	4	25	9	7	5	16	-34.8%	241.3%
减：所得税	2	1	6	3	2	2	3	-40.0%	108.7%
六、净利润	5	3	19	7	4	3	13	-33.1%	313.1%
减：少数股东损益	0	0	0	(0)	(0)	(0)	0	-6.9%	-123.0%
归属于母公司净利润	5	3	19	7	4	3	13	-33.3%	262.5%
每股收益(按最新股本)	0.04	0.02	0.15	0.05	0.03	0.03	0.10	-33.3%	262.5%

单季度 单位：百万元	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2Q12	
								YoY	QoQ
毛利率	27.0%	35.0%	31.9%	39.6%	16.6%	34.8%	33.9%	2.0%	-0.9%
期间费用率	15.1%	20.3%	4.7%	19.0%	8.7%	23.2%	13.5%	8.8%	-9.7%
其中：销售费用率	7.5%	9.2%	4.4%	10.1%	7.4%	12.8%	7.6%	3.1%	-5.3%
管理费用率	7.9%	14.3%	4.0%	9.2%	5.1%	14.6%	7.3%	3.3%	-7.2%
财务费用率	-0.4%	-3.1%	-3.7%	-0.4%	-3.8%	-4.2%	-1.4%	2.3%	2.8%
营业利润率	9.5%	12.3%	26.4%	18.7%	6.0%	9.5%	19.6%	-6.8%	10.1%
所得税率	29.0%	32.3%	23.4%	27.4%	34.9%	35.1%	21.5%	-1.9%	-13.6%
净利润率	7.3%	8.2%	20.6%	13.7%	4.4%	7.7%	15.2%	-5.3%	7.5%
营业收入同比增速	78.9%	31.5%	30.1%	2.2%	49.3%	27.2%	-10.0%		
净利润同比增速	-7.3%	39.6%	34.4%	-28.9%	-15.7%	4.7%	-33.1%		

数据来源：Wind，安信证券研究中心

12年上半年毛利率同比增长1.4%，期间费用率同比增长7.9%。12年上半年公司综合毛利率为34.2%，同比增长1.4个百分点；公司销售费用率为9.4%，同比增长3.7个百分点；公司管理费用率为9.9%，同比增长3.0个百分点。

图 1 4Q10-2Q12 营业收入及净利润增长趋势

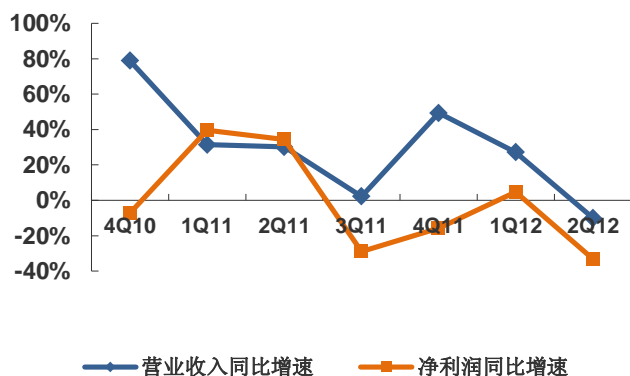
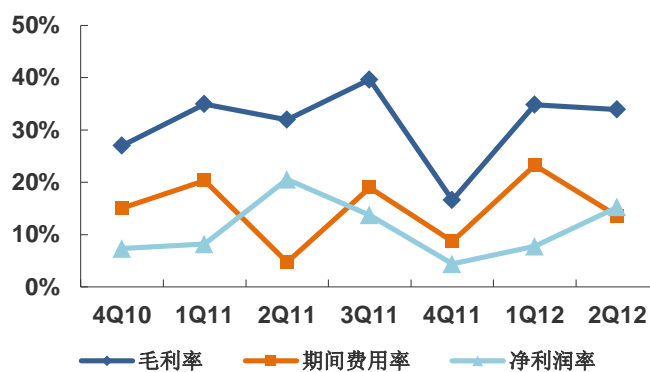


图 2 4Q10-2Q12 利润率变化趋势



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-08-22		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	213.8	277.6	304.3	351.1	400.9	成长性					
减: 营业成本	143.8	199.2	217.7	247.7	279.4	营业收入增长率	62.6%	29.8%	9.6%	15.4%	14.2%
营业税费	2.2	2.5	3.0	3.5	4.0	营业利润增长率	49.9%	15.3%	-6.9%	24.5%	22.5%
销售费用	14.2	19.8	24.7	28.2	31.8	净利润增长率	52.4%	7.6%	-4.5%	24.0%	22.1%
管理费用	14.7	18.4	23.2	26.4	29.8	EBITDA 增长率	45.5%	-3.4%	5.0%	26.0%	22.9%
财务费用	-0.4	-8.5	-6.0	-6.2	-6.6	EBIT 增长率	50.0%	-5.8%	-1.7%	28.2%	24.6%
资产减值损失	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2	NOPLAT 增长率	54.2%	-20.1%	9.9%	27.5%	24.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-13.5%	171.9%	44.7%	5.9%	12.1%
投资和汇兑收益	-	-0.3	1.0	1.1	1.4	净资产增长率	417.3%	5.2%	5.4%	6.4%	7.3%
<b>营业利润</b>	<b>38.3</b>	<b>44.2</b>	<b>41.1</b>	<b>51.2</b>	<b>62.7</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0.4	1.1	1.1	1.2	1.3	毛利率	32.8%	28.2%	28.5%	29.4%	30.3%
<b>利润总额</b>	<b>38.7</b>	<b>45.3</b>	<b>42.3</b>	<b>52.4</b>	<b>64.0</b>	营业利润率	17.9%	15.9%	13.5%	14.6%	15.6%
减: 所得税	7.4	12.1	10.6	13.1	16.0	净利润率	14.4%	12.0%	10.4%	11.2%	12.0%
<b>净利润</b>	<b>30.8</b>	<b>33.2</b>	<b>31.7</b>	<b>39.3</b>	<b>48.0</b>	EBITDA/营业收入	18.5%	13.8%	13.2%	14.4%	15.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	17.7%	12.9%	11.5%	12.8%	14.0%
货币资金	450.9	403.5	412.0	441.6	468.1	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	31	42	55	47	41
应收帐款	30.2	40.4	50.6	53.0	61.9	流动营业资本周转天数	51	44	82	104	107
应收票据	-	0.2	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	511	651	603	560	532
预付帐款	8.3	21.0	29.1	35.1	46.8	应收帐款周转天数	46	43	51	50	49
存货	19.7	29.1	33.5	36.1	41.5	存货周转天数	31	35	40	39	38
其他流动资产	-	0.2	0.2	0.3	0.4	总资产周转天数	549	721	702	645	606
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	83	110	179	189	181
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	34.6	34.6	34.6	34.6	ROE	6.2%	6.3%	5.7%	6.6%	7.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	5.7%	5.2%	6.1%	6.9%
固定资产	18.1	46.3	46.4	46.0	45.2	ROIC	58.9%	54.3%	22.0%	19.4%	22.7%
在建工程	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	0.5	0.7	1.1	1.4	1.7	销售费用率	6.6%	7.1%	8.1%	8.0%	7.9%
其他非流动资产	6.5	1.7	1.6	1.4	0.1	管理费用率	6.9%	6.6%	7.6%	7.5%	7.4%
<b>资产总额</b>	<b>534.1</b>	<b>577.5</b>	<b>609.2</b>	<b>649.8</b>	<b>700.5</b>	财务费用率	-0.2%	-3.0%	-2.0%	-1.8%	-1.7%
短期债务	-	-	5.0	5.0	5.0	三费/营业收入	13.3%	10.7%	13.8%	13.8%	13.7%
应付帐款	23.3	44.3	37.2	45.9	53.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	0.1	-	5.5	2.1	3.2	资产负债率	6.0%	8.5%	8.6%	8.9%	9.3%
其他流动负债	7.9	5.0	4.6	4.6	3.3	负债权益比	6.3%	9.3%	9.4%	9.7%	10.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	16.27	10.03	10.03	9.82	9.48
其他非流动负债	0.5	-	-	-0.1	-0.2	速动比率	15.57	9.38	9.34	9.14	8.78
<b>负债总额</b>	<b>31.8</b>	<b>49.3</b>	<b>52.4</b>	<b>57.6</b>	<b>65.1</b>	利息保障倍数	94.02	4.22	5.84	7.26	8.47
<b>少数股东权益</b>	<b>2.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	75.0	97.5	126.8	126.8	126.8	DPS(元)	0.04	0.09	0.02	0.03	0.04
留存收益	425.0	424.4	423.7	459.0	502.2	分红比率	18.2%	33.9%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>502.3</b>	<b>528.2</b>	<b>556.8</b>	<b>592.2</b>	<b>635.4</b>	股息收益率	0.3%	0.6%	0.2%	0.2%	0.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	31.4	33.2	31.7	39.3	48.0	EPS(元)	0.24	0.26	0.25	0.31	0.38
加: 折旧和摊销	1.6	2.5	5.0	5.5	6.0	BVPS(元)	3.94	4.12	4.34	4.62	4.96
资产减值准备	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2	PE(X)	58.7	54.5	57.1	46.1	37.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9
财务费用	-	0.1	-6.0	-6.2	-6.6	P/FCF	47.7	-40.2	-96.8	63.2	72.6
投资收益	-	0.3	-1.0	-1.1	-1.4	P/S	8.5	6.5	5.9	5.2	4.5
少数股东损益	0.5	-	-	-	-	EV/EBITDA	40.5	51.5	35.9	28.0	22.4
营运资金的变动	-2.2	-10.9	-25.0	-6.1	-17.7	CAGR(%)	7.8%	13.1%	22.6%	21.9%	21.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>36.7</b>	<b>22.6</b>	<b>6.2</b>	<b>32.7</b>	<b>29.5</b>	PEG	7.5	4.2	2.5	2.1	1.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-5.7</b>	<b>-60.2</b>	<b>-4.6</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.1</b>	ROIC/WACC	5.9	5.4	2.2	1.9	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>376.5</b>	<b>-9.8</b>	<b>7.8</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	REP	6.0	2.9	3.6	3.8	2.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯



## 分析师声明

田俊维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034