

天舟文化(300148.SZ)

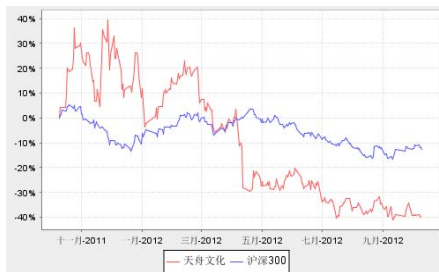
三季度下滑幅度扩大，全年业绩持续承压

评级: 持有 **前次:** 持有
目标价(元): 11.6-13.7
 联系人: 分析师
 许彬 刘江啸
 投资品研究小组 S0740510120006
 02120315198
 xubin@r.qlzq.com.cn liujx@r.qlzq.com.cn
 2012年10月25日

基本状况

总股本(百万股)	126.75
流通股本(百万股)	43.91
市价(元)	13.07
市值(百万元)	1656.62
流通市值(百万元)	573.96

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%	-0.75%	39.10%	33.27%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.34	0.26	0.36	0.48
前次预测每股收益(元)			0.40	0.49	0.52
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)			-35.04%	-26.24%	-7.37%
市盈率(倍)	66.63	71.25	54.53	39.20	29.42
PEG	1.27	9.34	—	1.00	0.88
每股净资产(元)	6.67	5.35	4.23	4.49	4.87
每股现金流量	0.49	0.23	0.07	0.34	0.32
净资产收益率	6.17%	6.36%	6.15%	8.05%	9.89%
市净率	4.11	4.53	3.35	3.16	2.91
总股本(百万股)	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

- 天舟文化发布2012年三季报:** 2012年1-9月实现营业总收入20077万元,比去年同期增长12.6%;归属于上市公司股东的净利润为1762万元,比去年同期降低了38.85%。其中三季度单季营收增长43.72%,净利润增速-78.99%,业绩下滑进一步扩大。
- 公司利润下滑的主要原因在于:** 1) 国家教材政策没有进行预期的调整,致使公司在全国教材市场的业务没有实现预计的增长,而相应的市场开拓投入有较大幅度增加,导致了公司当期利润的下降。2) 教辅新政出台后,多数省份的教辅新政实施方案尚在调整过程中,影响了公司拓展全国教辅市场的进度,推高了公司各项费用。3) 基于公司发展战略,加大了对教育培训、教育装备、数字出版等新业务方面的培育,成本、费用增长较快。
- 公司省外业务拓展持续进行:** 公司新产品借新政启动,已成功进入安徽、新疆、四川等省(自治区)。公司成立了以幼儿教育培训为主营业务的“北京东方天舟教育科技有限公司”,目前已在北京、天津设立了培训机构,并按计划推进招生进度;设立了以网络学习为主营业务的“云上森林信息技术(北京)有限公司”,目前已基本完成微课堂网络互动平台的搭建工作。
- 未来公司的业务重点方向依然是省外扩张和新业务拓展:** 一方面将继续加大研发投入,快速推进同步类产品开发,尽力满足各省对报送评议产品的个性化需求;另一方面将积极参与新政启动省份的产品评议报送及推广发行工作。同时,在巩固和扩大原有业务的基础上,公司将继续加大教育培训、数字出版及教育装备方面的拓展力度,开拓新市场、新业务,努力培育新的利润增长点。
- 业绩预测与估值:** 基于对公司各项费用继续高企、但市场拓展受政策影响短期内难以顺利开展的担忧,我们略微调低了之前的预测,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0.26、0.36和0.48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 11.6~13.7 元，维持持有评级。

- **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受阻，将导致公司业务未见起色但各项费用增加；2) “教辅新政”推行进程缓慢，影响公司省外业务拓展；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。

图表 1: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	132	214	278	344	459	599	货币资金	43	451	403	398	405	415
增长率	43.54%	62.6%	29.8%	23.9%	33.4%	30.7%	应收款项	28	30	41	52	63	83
营业成本	-79	-144	-199	-257	-343	-448	存货	14	20	29	34	43	57
%销售收入	59.9%	67.2%	71.8%	74.7%	74.8%	74.8%	其他流动资产	12	8	21	28	31	45
毛利	53	70	78	87	115	151	流动资产	98	509	494	512	542	601
%销售收入	40.1%	32.8%	28.2%	25.3%	25.2%	25.2%	%总资产	82.8%	95.3%	85.6%	83.8%	82.7%	82.7%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-4	-4	长期投资	0	0	35	35	35	35
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	固定资产	19	18	46	62	76	89
营业费用	-13	-14	-20	-24	-31	-40	%总资产	15.9%	3.4%	8.0%	10.2%	11.6%	12.3%
%销售收入	9.6%	6.6%	7.1%	7.0%	6.8%	6.6%	无形资产	0	1	1	1	1	1
管理费用	-12	-15	-18	-22	-29	-37	非流动资产	20	25	83	99	113	126
%销售收入	8.8%	6.9%	6.6%	6.5%	6.3%	6.1%	%总资产	17.2%	4.7%	14.4%	16.2%	17.3%	17.3%
息税前利润 (EBIT)	27	39	38	38	52	71	资产总计	118	534	578	610	655	727
%销售收入	20.6%	18.2%	13.6%	11.0%	11.3%	11.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	8	10	10	10	应付款项	18	26	45	38	51	71
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-3.0%	-2.9%	-2.2%	-1.7%	其他流动负债	2	5	4	26	21	23
资产减值损失	-2	-1	-2	0	0	0	流动负债	21	31	49	64	73	94
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	—	0.0%	0.0%	0.0%	负债	21	32	49	64	73	94
营业利润	26	38	44	48	62	81	普通股股东权益	95	500	522	540	576	626
营业利润率	19.4%	17.9%	15.9%	13.9%	13.5%	13.5%	少数股东权益	2	2	6	6	6	6
营业外收支	1	0	1	1	1	1	负债股东权益合计	118	534	578	610	655	727
税前利润	26	39	45	49	63	82	比率分析						
利润率	20.0%	18.1%	16.3%	14.2%	13.7%	13.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-6	-7	-12	-11	-14	-19	每股指标						
所得税率	22.7%	19.0%	26.8%	23.4%	23.0%	23.0%	每股收益(元)	0.361	0.411	0.340	0.295	0.382	0.497
净利润	20	31	33	37	48	63	每股净资产(元)	1.702	6.667	5.353	4.263	4.545	4.942
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.099	0.489	0.232	0.105	0.358	0.332
归属于母公司的净利润	20	31	33	37	48	63	每股股利(元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.100	0.100
净利率	15.4%	14.4%	12.0%	10.9%	10.6%	10.5%	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%

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

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。