

天舟文化（300148） 出版发行业

— “策、产、销”一体化民营图书发行商

天舟文化新股投资价值分析报告

投资要点：

- ◆ **专注青少儿读物策划与发行民营图书企业** 公司专注于青少年读物的策划、制作与发行业务。与其他图书发行企业相比，公司利用自身选题、专注细分市场的优势，获得超越国有图书发行商的高成长性与高利润率水平，经过多年的努力，公司在民营图书策划与发行方面积累了丰富的经验。未来随着国家政策对民营资本在图书领域的逐步放开，公司在图书领域的优势将得到最大化体现。
- ◆ **以市场为导向，崇尚内容为王的经营理念** 与国有图书商相比，公司在内容策划方面始终以市场为导向，崇尚内容为王的经营理念。及时捕捉市场热点，公司原创的《冒险小王子》系列为公司创造了优异的销量业绩。同时，加大与网络、网游、动漫等领域的合作，开发了多部畅销的图书。公司在把握市场热点、以及内容选择上都积累了丰富的经验。
- ◆ **借文化产业改革之机，民营图书商优势有望得到充分发挥** 目前，国家文化体制改革如火如荼，政策图书市场发展有意逐步放开。未来文化产业的发展趋势将是政策保护弱化下的适当竞争，民营图书商在内容策划上的灵活优势，以及在发行领域的营销优势有望得到充分发挥。作为首家上市的民营图书上市企业，公司的上市，对引进民营资本进入图书领域举措给予了肯定。
- ◆ **成长性与盈利能力远高于业内领先** 公司近三年营业收入与净利润复合增长率分别达到 48%、32%，成长性远高于行业水平。毛利率、净利润率水平也都远超同行业上市公司，各项财务指标都比较好，公司较高的成长与盈利能力主要得益于公司相对灵活的经营机制。未来青少儿图书省外扩张，以及政府图书采购引进民营图书商等，都将是公司未来增长源源不断的动力。
- ◆ **估值与申购建议** 我们预计，公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.41/0.63/0.95 元。我们认为，公司 2010 年合理的估值水平应该为 38—42 倍，对应的合理价值为 15.58—17.22 元。
建议申购价值 14.35—16.4 元。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	132	192	303	464
营业收入增长	44%	46%	58%	53%
净利润(百万)	20	31	47	72
净利润增长率	42%	53%	51%	53%
EPS(元)	0.36	0.41	0.63	0.95
ROE	21.2%	8.0%	10.9%	14.2%

2010 年 11 月 30 日

基础数据

发行股本(百万股)	1,900
发行后总股本(百万股)	7,500
每股净资产(元)	5.14
净资产负债率	8.5%

股东信息

大股东名称	湖南天鸿投资集团有限公司
持股比例	65.17%

联系方式

研究员：	邹翠利
职业证书编号：	S0020109061421
电 话：	021-51097188-1922
电 邮：	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

目录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 主营业务是青少年读物的策划与发行	3
1.2 公司控股关系	3
1.3 公司近几年经营情况	5
第 2 部分 公司竞争优势分析	5
2.1 公司占据出版发行产业链优势地位	5
2.2 青少年图书市场规模接近 70%，未来增长空间依然较大	6
2.3 市场化导向的“策、产、销”一体化运营	7
第 3 部分 募投项目分析与申购建议	8
3.1 募投项目分析	8
3.2 盈利预测	9
3.3 估值与申购建议	9

图表目录

图 1 2010 年中期主营业务收入占比	3
图 2 2010 年中期主营业务利润占比	3
图 3 发行前公司股权结构图	4
图 4 公司近三年的经营情况（单位：百万元）	5
图 5 图书出版发行产业链示意图	6
图 6 图书出版发行行业收入在产业链各环节的分配情况	6
图 7 2009 年青少年图书零售市场规模占比	7
图 8 公司“策、产、销”一体化的业务链条	8

表 1 公司主营产品情况	3
表 2 公司发行前后股权结构	5
表 3 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	7
表 4 募集资金投向项目情况	9
表 5 与盈利预测有关的假设	9
表 6 行业内相关上市公司估值水平情况	10
表 7 财务估值报表	11

第 1 部分 公司概况

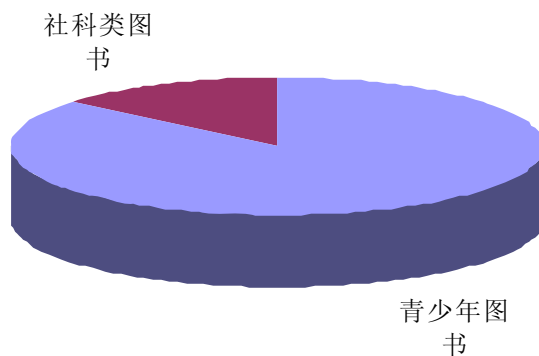
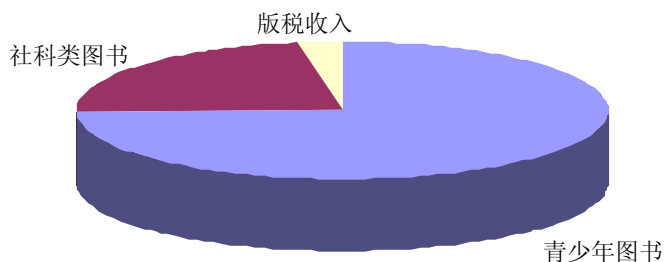
1.1 主营业务是青少儿读物的策划与发行

公司是全国 18 家获得总发行资质的民营企业之一，是湖南省内民营出版发行企业中发行量最大、影响力最强的龙头企业和唯一一家具有图书、报刊、电子出版物全国总发行资质的企业，在全国民营图书出版发行行业范围内也具有较 强的影响力。公司定位于服务青少年学习与成长，主要产品包括教辅、英语学习和少儿三大类图书。公司的综合规模、内容开发水平和创新能力在全国民营书业中属领先水平。2009 年被全国工商联书业分会、中国图书商报联合评定为“全国十大民营书业实力机构”。

公司主要从事青少儿读物与社科类读物的策划、设计、制作和发行业务。其中青少儿读物类图书，占公司主营业务收入与利润 70%以上。依托湖湘文化深厚的底蕴，公司已发展成为湖南省规模最大的民营图书企业，2009 年销售码洋超过 4 亿元，2009 年度被中共长沙市委列为“长沙市十强文化企业”、进入 2009 年全国工商联书业分会、中国图书商报联合评定的“全国十大民营书业实力机构”

图 1 2010 年中期主营业务收入占比

图 2 2010 年中期毛利占比



资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

经过持续的培育、积累与创新，目前公司策划发行的青少年读物已经形成了 3 个类别（教辅类、英语学习类、少儿类）主要 6 个系列的图书产品，涵盖了从 3 岁到 20 岁的目标青少年读者。公司报告期内平均每年策划的图书超过 500 种，年均销售图书超过 3,000 万册。

表 1 公司主营产品情况

产品分类	主要产品系列	适用年龄段
教辅类	中小学教辅系列	小学、初中、高中
英语学习类	“黑乎乎和粉嘟嘟”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

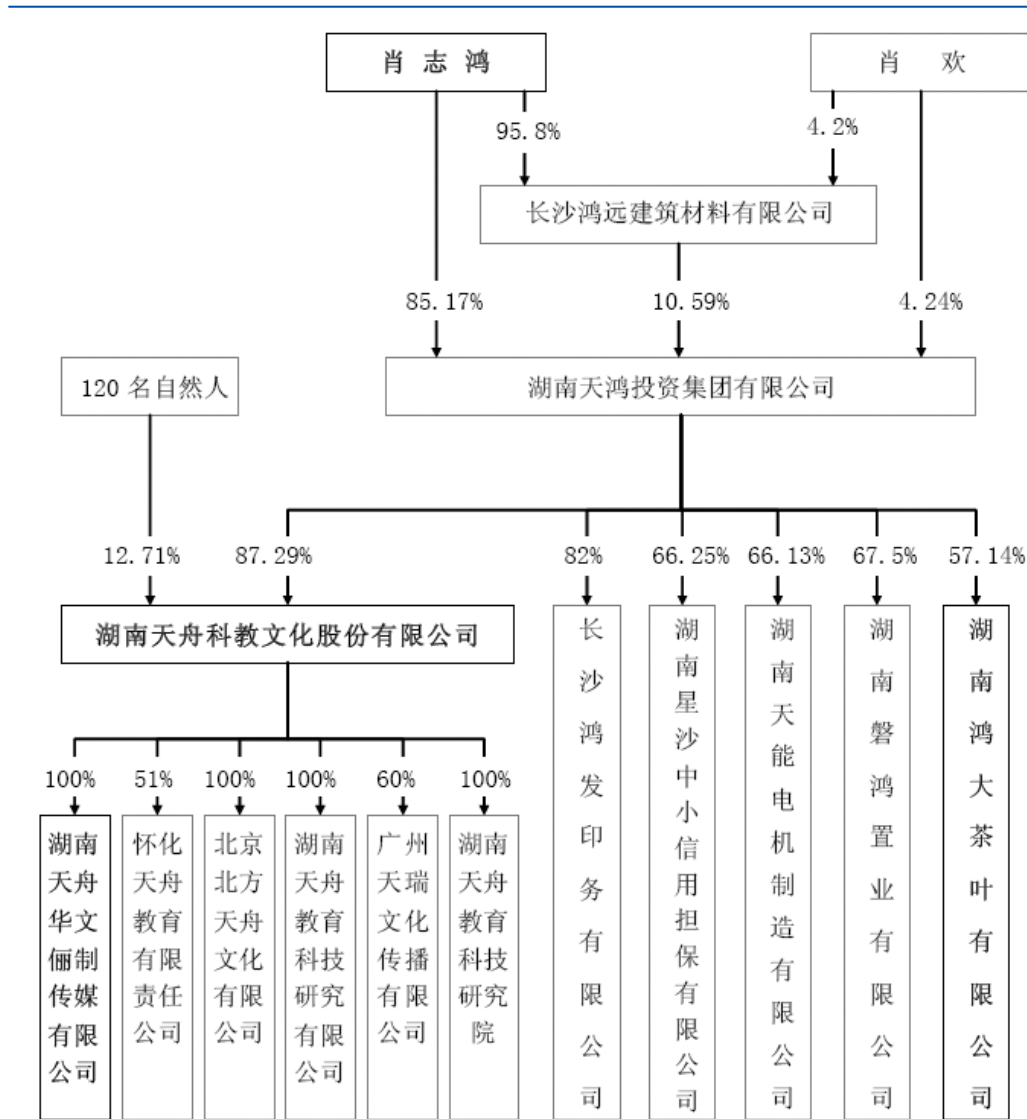
资料来源:公司招股说明书 国元证券研究中心

1.2 公司控股关系

公司的实际控制人为肖志鸿，肖志鸿持有天鸿投资 85.17%的股权。肖志鸿，天舟文化

现任公司董事长，高级图书发行员，湖南省第九、十、十一届人大代表，中国出版工作者协会常务理事，湖南省出版协会副主席，曾获得“湖南省劳动模范”、“湖南省十大杰出经济人物”、“新中国 60 年百名优秀出版人物”、“中国出版政府奖（优秀出版人物奖）”等荣誉和称号。

图 3 发行前公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心（注：肖欢系肖志鸿之女）

公司本次拟公开发行 1,900 万股人民币普通股，占发行后总股本的 25.33%。本次发行前后公司的股本结构如下：

表 2 公司发行前后股权结构

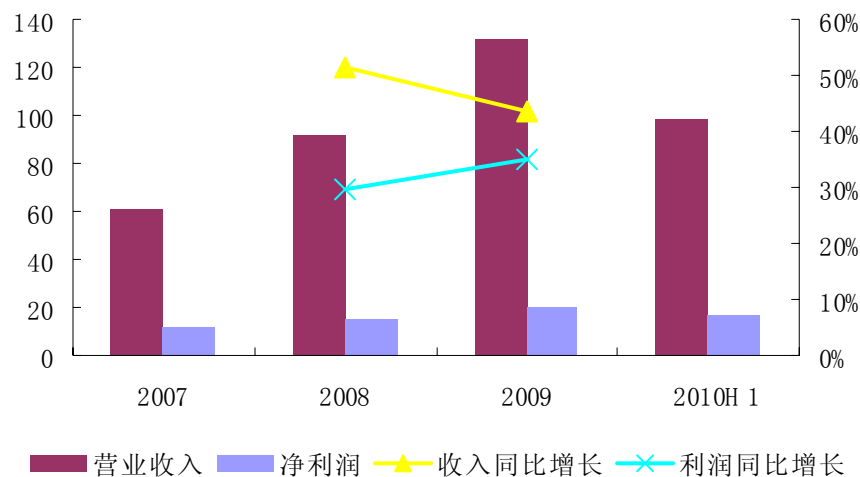
股份类别	本次发行前		本次发行后	
	数量(股)	比例(%)	数量(股)	比例(%)
有限售条件的股份	56,000,000	100.00	56,000,000	74.67
天鸿投资	48,880,000	87.29	48,880,000	65.17
120名自然人	7,120,000	12.71	7,120,000	9.49
无限售条件的股份	-	-	19,000,000	25.33
本次发行股份	-	-	19,000,000	25.33
股份总数	56,000,000	100.00	75,000,000	100.00

资料来源:公司招股说明书, 国元证券研究中心

1.3 公司近几年经营情况

2007年、2008年、2009年和2010年1-6月,公司实现的主营业务收入分别为5,537.52万元、8,957.85万元、13,031.45万和9,787.26万元,平均年增长率为53.40%。

图 4 公司近三年的经营情况(单位:百万元)



资料来源: WIND 国元证券研究中心

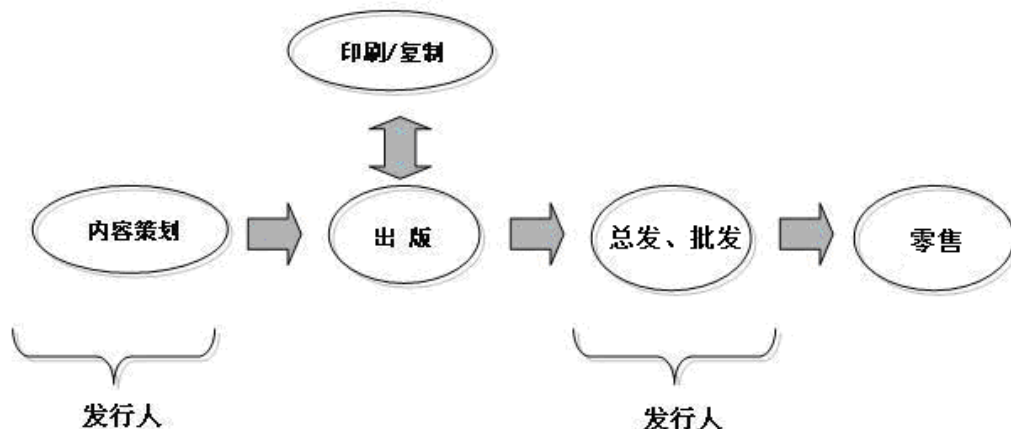
与传统国有发行企业相比,公司的收入与利润增速远超传统国有控股发行企业,主要原因是,与传统发行企业相比,公司占据着图书产业链中,策划与发行两个最重要的环节,积极调研市场需求,使公司经营与市场导向紧密结合,使公司在经营与管理上比国有发行企业更加灵活,更能适应图书市场不同消费群体需求,从而取得了超越传统图书发行企业的增长。

第 2 部分 公司竞争优势分析

2.1 公司占据出版发行产业链优势地位

主要从事青少年读物的策划、设计、制作与发行业务,所处行业为图书出版发行行业,细分行业为青少年图书出版发行行业。我国图书出版发行行业的产业链可分为内容策划、印刷出版、总发与批发、零售等四个主要环节,各个环节均具有较为独立的商业体系,其中发行、批发零售环节属于图书流通领域。公司主营业务处于产业链的内容策划、总发行与批发环节,如下图所示:

图 5 图书出版发行产业链示意图



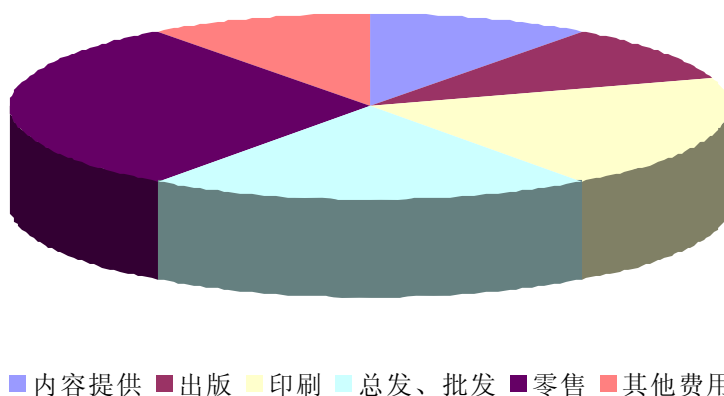
资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

公司的主要主营业务涵盖了产业链中的内容策划、总发行与批发业务两大环节，在产业链中占据了有利的经营地位。由于公司在行业资源整合上占据了明显的主导地位，公司具有了以下的竞争优势：

第一，由于公司同时具有上游的内容策划和下游的市场营销两大优势核心资源，大大增强了公司在与出版企业合作中的地位，有效拓展了公司业务空间、降低了公司的运营成本；第二，公司策、产、销三个阶段相互协调运作，营销网络定期反馈全面的市场信息，使得主创团队能随时、准确地把握市场动向和目标消费者的喜好，保证了公司的选题、内容设计与制作等业务从一开始就有了市场的支撑，并使得公司在与其他内容策划企业、国有出版社之间的竞争中处于先机；另外，公司的策划团队能够根据市场和客户需求，通过多种渠道为发行队伍组织图书货源，包括：代理其他企业的图书、修改自有图书、重新开发图书，甚至为客户进行定制开发，由此丰富了公司发行的图书品种，提高了公司的市场响应速度和服务层次，从而进一步强化了公司的营销推广能力。

图 6 图书出版发行行业收入在产业链各环节的分配情况

占码洋比例



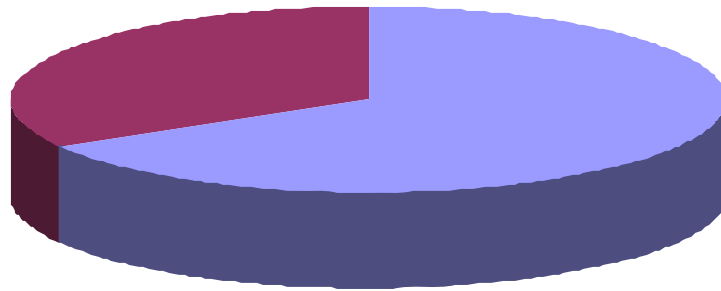
资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

2.2 青少年图书市场规模接近 70%，未来增长空间依然较大

20 岁以下的青少年是图书阅读的主要群体，也是我国图书市场消费的主体，以青少年为读者的青少年类图书在中国图书市场上占有非常重要的地位。近年来，青少年图书市场规模不断扩大，根据开卷信息全国图书零售市场观测系统数据，2009 年青少年类图书占整体图书市场的码洋比重达到 33.37%，销售品种数为 261,795 种，销售品种比重为 26.29%，册数比重接近 50%。也就是说，中国图书市场上超过 1/4 的销售品种都是青少

年图书, 1/3 的销售码洋来自于青少年图书, 整体市场有一半的销售册数都是青少年图书。由此可见, 青少年图书在中国图书市场上占有非常重要的地位。

图 7 2009 年青少年图书零售市场规模占比



■ 2009 年青少年图书市场规模 ■ 2009 年其他图书市场规模

资料来源: 公司招股说明书 国元证券研究中心

从增长速度来看, 近年来, 我国青少年图书市场一直保持较快的增长速度, 即使是在 2008 年和 2009 年全球金融危机的大背景下, 我国青少年图书市场依然保持了近两倍于整体图书市场的增长速度。根据开卷信息全国图书零售市场观测数据, 在我国图书零售市场上, 2008 年青少年图书同比增长率达到 8.94%, 2009 年为 7.63%, 而国内整体图书 2008 年、2009 年的增长率分别为 4.44%、4.21%, 青少年图书市场增长率明显高于我国整体图书市场的增长率水平。

表 3 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

资料来源: 公司招股说明书 国元证券研究中心

另外, 青少年读物市场拥有庞大的人口基数作为市场基础。据中国人口统计年鉴, 2008 年我国拥有学龄前人口近 1 亿人, 7—20 岁人口超过 2 亿人, 两者合计超过 3 亿人, 占到当年全国总人口数的约四分之一, 庞大的人口基数为我国青少年读物的稳步增长奠定了坚实的基础。

由此可见, 青少年类图书市场读者群体稳定且庞大, 同时由于此类图书普及性强、专业性弱的特点, 其市场刚性需求强, 受外围环境影响较小, 因此青少年图书市场发展前景好, 市场规模呈不断增长趋势, 具有广阔的发展空间。

2.3 市场化导向的“策、产、销”一体化运营

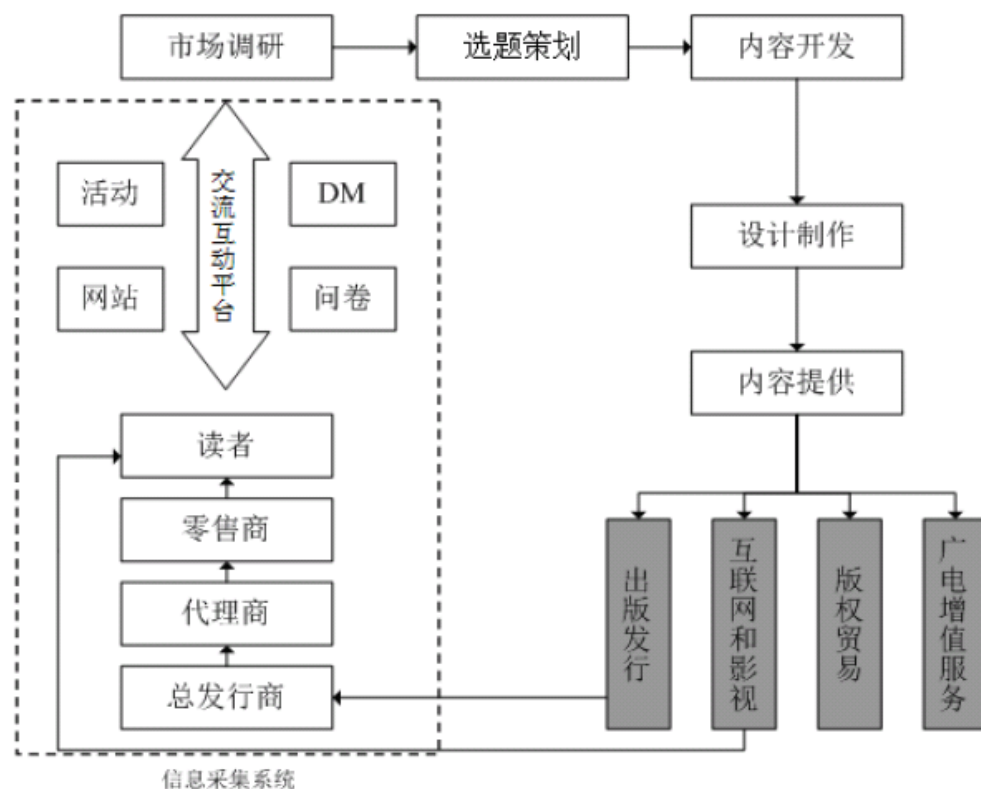
我国图书出版发行行业的传统生产运营模式为: 作者完成作品开发后向出版社投稿, 出版社完成编稿、出版印刷后交由新华书店发行销售。在该传统模式下, 发行企业不从事内容策划, 出版企业不具备营销网络, 最多只开展自办发行业务; 即使目前各省纷纷组建的大型国有出版集团, 其所拥有的出版机构和发行机构也是各自独立经营的。在该模式下, 由于各环节资源的分散和隔离, 容易导致上游内容创作与下游市场需求的脱节,

从而产生出版的图书没有市场，读者感兴趣的题材却没有图书的矛盾。

公司利用自身的营销优势，以及对市场需求的敏锐把握，对行业上下游资源进行了有效整合。首先，公司通过详尽的市场调研分析，发掘出市场需求的题材。其次，公司开始制定内容开发计划，包括：市场定位、选题、作品风格、内容框架、产品册数、开发周期、目标销售量、营销推广模式、主要营销渠道以及相应的财务测算。第三，公司根据开发计划组织内部或外部创作人员进行内容设计、开发与制作、并选择合作出版社；最后，在图书交付出版后，公司营销人员即按照预案进行市场推广营销工作，确保销售目标的实现。

不仅如此，公司还通过自身的营销网络将整个业务链条进行了闭合循环。在图书上市销售后，公司营销网络随时监控销售数据，并收集相关市场反馈信息，以帮助策划主创人员进一步地改进作品，并为后续产品的延伸奠定基础。即，在现有销售的过程中又开始新一轮的市场调研和内容策划，从而形成了一个从读者到读者的正反馈闭环的业务流程体系，实现“策-产-销”一体化的生产运营模式。

图 8 公司“策、产、销”一体化的业务链条



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心（注：深色部分不受公司控制，仅提供服务的环节）

公司以市场为导向进行的行业资源整合，确保了从上游内容创作到下游市场销售均与市场需求的一致，从而提高了整个产业链的运营效率和利润水平。为此，公司成为行业中为数不多的真正具备“策、产、销”一体化的民营企业，并进而形成了“工业化流程、品牌化运作、多媒介推广”的业务运营模式。

第 3 部分 募投项目分析与申购建议

3.1 募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1,900 万股，占发行后总股本的 25.33%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 4 募集资金投向项目情况

项目名称	投资额	备案机关	备案文号
内容策划与图书发行项目	7,604.24	长沙市发展和改革委员会	长沙市企业投资项目备案证 [2009111]
营销网络建设项目	3,320.40		
管理信息和出版创意平台建设项目	3,200.58		
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

内容策划与图书发行项目：随着图书市场竞争的深入，内容开发不再限于单纯的文字内容创作，已经成为涵盖平面设计、图像制作等要素在内的全方位开发。内容开发的质量已经不仅仅取决于人的创意，还要受到内容设计制作设备的制约，这在青少年读物尤其在低幼儿读物的开发上表现得尤为突出。目前公司的内容开发多在普通办公设备上进行，内容制作环节也多委托公司以外单位承担，因此，购置必要的内容设计和制作设备，已成为公司提升内容开发质量、降低内容设计制作成本的必然选择。

营销网络建设项目：该项目主要是完善公司的发行网络，该项目建设的必要性体现在：

(1) 为内容策划与图书发行项目提供渠道依托；(2) 深入挖掘省内市场潜力的需要；(3) 充分利用公司总发资质、开拓新兴发行市场的需要。

管理信息和出版创意平台建设项目：该项目旨在充分利用信息技术的基础上，借助先进的管理软件平台，实现并提升精确营销水平、选题策划和内容创新能力、供应链管理和终端监测能力、营销管理能力，以及公司各类基础数据管理能力等。项目建设的必要性如下：(1) 为公司发展战略提供技术支持；(2) 加强服务营销水平，提升精准营销能力的需要；(3) 公司进一步提高效率、提升管理水平的需要；(4) 公司进一步加强内容创新能力的需要；(5) 数字化出版渐成行业发展趋势，政策支持力度大，公司面对行业发展趋势和良好的政策空间，适时切入并加快数字出版领域的发展，是必要而迫切的。

3.2 盈利预测

通过对公司的分析，我们将对公司未来三年的经营情况简单的预测，我们的预测假设前提如下：

表 5 与盈利预测有关的假设

	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E
营业收入	89.57	130.32	191.54	302.57	464.32
青少年图书	78.42	120.73	181.10	289.75	449.12
社科类图书	10.75	7.09	7.44	7.82	8.21
版税收入	0.40	2.50	3.00	5.00	7.00
毛利率	39.30%	40.11%	38.26%	38.27%	38.32%
青少年图书	39.57%	39.17%	39.30%	39.20%	39.10%
社科类图书	28.07%	28.83%	28.50%	28.30%	28.20%

资料来源：国元证券研究中心

我们预计，公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.41/0.63/0.95 元。

3.3 估值与申购建议

我们选取了与公司业务相近的出版发行类上市公司未来三年的 PE 情况来做相对估值参考，相关上市公司 2010/2011/2012 年平均动态 PE 为 37/33/29 倍，公司虽然所处行业与相关上市公司相同，但收入与利润增速远超越出版与发行行业整体水平，公司的应该享有高于同行业平均水平的估值。我们认为，公司 2010 年合理的估值水平应该为 35—

40 倍，对应的合理价值为 14.35—16.4 元。

表 6 行业内相关上市公司估值水平情况

证券简称	2010E	2011E	2012E
华闻传媒	36	35	32
北巴传媒	30	25	20
时代出版	27	25	23
新华传媒	39	34	31
博瑞传播	36	30	25
中南传媒	39	33	28
皖新传媒	44	39	34
出版传媒	47	43	39
算术平均值	37	33	29

资料来源: WIND 国元证券研究中心

建议申购价值 13.53—14.35 元。

表 7 财务估值报表

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	98	347	286	245	营业收入	132	192	303	464
现金	43	264	156	44	营业成本	79	118	187	286
应收账款	26	41	63	97	营业税金及附加	1	2	3	5
其它应收款	2	4	6	9	营业费用	13	16	27	42
预付账款	12	17	28	42	管理费用	12	14	24	35
存货	14	22	34	53	财务费用	-0	-1	-2	-1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	20	77	201	358	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	19	62	168	307	营业利润	26	41	62	95
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	1	1	1	1
其他	1	15	33	51	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	118	424	487	603	利润总额	26	41	63	95
流动负债	21	36	51	94	所得税	6	10	15	22
短期借款	0	0	0	16	净利润	20	32	48	73
应付账款	9	16	24	37	少数股东损益	0	1	1	2
其他	11	20	27	41	归属母公司净利润	20	31	47	72
非流动负债	1	1	1	0	EBITDA	25	42	66	107
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.41	0.63	0.95
其他	1	1	1	0	主要财务比率				
负债合计	21	36	51	94	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	3	4	5	成长能力				
股本	56	75	75	75	营业收入	43.5%	45.6%	58.0%	53.5%
资本公积	5	245	245	245	营业利润	26.5%	60.1%	51.4%	52.9%
留存收益	35	66	113	184	归属于母公司净利润	42.4%	53.1%	51.4%	52.7%
归属母公司股东权益	95	385	432	504	获利能力				
负债和股东权益	118	424	487	603	毛利率	40.1%	38.3%	38.3%	38.3%
现金流量表					净利率	15.4%	16.2%	15.5%	15.4%
	单位:百万元				ROE	21.2%	8.0%	10.9%	14.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	48.2%	31.9%	21.5%	19.6%
经营活动现金流	6	20	21	41	偿债能力				
净利润	20	32	48	73	资产负债率	17.9%	8.5%	10.5%	15.6%
折旧摊销	0	2	6	13	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	17.09%
财务费用	-0	-1	-2	-1	流动比率	4.75	9.71	5.63	2.61
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.06	9.09	4.96	2.05
营运资金变动	0	-14	-32	-44	营运能力				
其它	-15	1	0	0	总资产周转率	1.16	0.71	0.66	0.85
投资活动现金流	-5	-60	-130	-170	应收账款周转率	5	6	6	6
资本支出	1	60	130	170	应付账款周转率	8.66	9.57	9.54	9.50
长期投资	-4	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.41	0.63	0.95
筹资活动现金流	-2	260	2	17	每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.26	0.28	0.55
短期借款	0	0	0	16	每股净资产(最新摊薄)	1.27	5.14	5.76	6.72
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	19	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	240	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2	1	2	1	EV/EBITDA	-2	-1	-1	-0
现金净增加额	-2	220	-108	-112					

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义		
	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上	

(2)行业评级定义	
推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn