

天舟文化 (300148)

合理价值区间: 15.96-19.95

分析师

关海燕
SAC 执业证书编号: :s1000210010265
(0755)8212 5059
guanhy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁
(0755)8249 2212
liujn@mail.htlhsc.com.cn

首家民营图书企业走入资本市场

- 天舟文化是一家集策划、成书及发行于一体的民营图书企业，在现有的政府关于图书出版发行行业的政策下，公司已经是比较全面的进行了行业内的垂直整合，公司收入的大部分目前来自于公司所在地湖南。
- 公司的主要业务集中在青少年图书领域，包括小初高的教辅、少少儿英语学习、少儿文学类图书，公司和数位青少年教育领域知名人士合作策划与开发，同时自身也在培养优秀的少儿图书作家，公司目前已经培育出成熟的产品品牌。
- 公司的创始人及实际控制人肖志鸿先生是图书行业资深人士，从业达 26 年，行业经验丰富并积累了深厚的行业资源，同时也是唯一被政府授予“中国出版政府奖”的民营图书企业人员。
- 公司未来业务仍将主要集中于青少年图书市场，发展的主要方式包括增加和升级产品序列、深耕湖南本地 14 个市州市场、建设覆盖大陆主要市场区域的营销网络和积极参与政府采购市场，同时公司也将利用版权授权、产品合作开发、合作营销等形式进入到新媒体、动漫等与青少年图书相关的新领域。
- 我们预计公司 2010 年至 2012 年间将保持 40% 的符合增长率，2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入为 2.0 亿、2.6 亿及 3.9 亿元，净利润分别为 0.42 亿、0.57 亿和 0.81 亿元，对应的全面摊薄 EPS 为 0.42、0.57 和 0.81 元。
- 目前以出版发行为主业的上市公司出版传媒、时代出版、中南传媒、皖新传媒的 2010 年和 2011 年动态市盈率分别为 38 倍与 35 倍，我们以此为基础计算得出天舟文化每股合理价值区间应在 15.96 元至 19.95 元。
- 风险提示，公司在湖南省内和国内其它区域新建的营销机构的运作能力将对公司未来增长构成显著影响，若在各地业务营销机构建设进度缓慢，则公司的收入和利润增长将明显放缓。

相关研究

基础数据 (发行后)

总股本 (百万股)	7500
流通 A 股 (百万股)	1900
流通 B 股 (百万股)	-
可转债 (百万元)	-
流通 A 股市值 (百万元)	-

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	132	199	255	388
(+/-%)	43.5	51.1	29.7	50.6
归属母公司净利润(百万元)	20	31	43	61
(+/-%)	42.4	54.6	37.4	40.9
EPS(元, 全面摊薄)	0.27	0.42	0.57	0.81
P/E(倍)	-	-	-	-

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司情况简介	4
主要业务情况	4
近三年及当期的主要财务信息	4
业务简要分析	4
竞争优势	5
未来发展的主要方向	6
盈利预测	6
估值与定价建议	7
风险提示	8

图表目录

表格 1: 天舟文化最近三年及当期的主要财务信息	4
表格 2: 天舟文化主营业务情况	5
表格 3: 在图书产业链中各环节获得的码洋分成	5
表格 4: 天舟文化主营业务预测	7
表格 5: 天舟文化可比上市公司的估值	7

公司情况简介

天舟文化是一个图书行业内的民营企业。图书行业产业链包括“策划->出版->发行->销售”四个大环节，其中“出版”环节在现有政策下只能由国有控股企业控制，所以民营企业只能参与其余三个环节。天舟文化的业务包含“策划”和“发行”，中间的“出版”环节采用和国有出版公司合作的方式。天舟文化这种业务结构是典型的民营书企模式。

公司 87.29% 的股份被天鸿投资所持有，而天鸿投资的股东则为公司的实际控制人及创始人肖志鸿与其女儿。肖志鸿在图书行业从业达 26 年，经验丰富并曾获政府奖励。公司另有 120 位自然人股东，其中只有两人在公司任职总经理和副总经理。公司本次发行 1900 万股，约占发行后总股本 7500 万股的 25.33%。

主要业务情况

近三年及当期的主要财务信息

表格 1：天舟文化最近三年及当期的主要财务信息

	2010 1-6	2009	2008	2007
收入(元)	97,985,341.03	131,520,777.98	91,625,378.90	60,441,349.51
归属母公司所有者的	16,210,063.24	25,574,982.16	14,207,523.98	11,660,380.63
净利润(元)				
收入增速	-	43.54%	51.59%	-
净利润增速	-	80.01%	21.84%	-
毛利率	20.54%	19.45%	22.07%	32.08%
净利润率	16.54%	19.45%	15.51%	19.29%

资料来源：天舟文化招股意向书，华泰联合证券研究所

业务简要分析

天舟文化的主要业务是与青少年领域知名人才合作策划小初高的教辅、少儿文学图书和少年英语学习图书并完成作品，交付出版企业出版并印刷，然后天舟文化接着进行总发行和营销。同时，公司也与其它作者合作，参与一般社会类图书的策划与发行。公司的收入来源与业务模式相符合，主要来自于策划并完成作品的分成和总发行。在图书行业里，这两个环节一般情况下可以得到的收入占码洋（码洋：图书定价总额）的 30%。

公司的主要产品线及重要信息如下：

表格 2：天舟文化主营业务情况

产品线	主要产品/ 品牌	2009 收入	业务占比	2009 毛利率	2009 码洋市 场份额	销售方式	销售地区
小初高教辅	天舟学练王	9884.83 万	75.85%	38.46%	11.25%(湖南)	(教育) 系统销售	湖南
英语学习图书	红魔英语	1422.62 万	10.92%	42.98%	0.81%	政府采购、经销商	全国
少儿图书	冒险小王子	765.39 万	5.87%	41.37%	0.40%	政府采购、经销商	全国
社科类图书	-	709.07 万	5.44%	28.84%			
版税	-	249.53 万	1.91%	100.00%			

资料来源：天舟文化招股意向书，华泰联合证券研究所

另外，我们注意到公司的业务最近三年还有如下的特征：

- 公司所专注的青少年图书市场过去三年的增速保持在 7%-8% 的水平，同时市场集中度很低；
- 公司三项主要业务教辅、英语学习图书、少儿图书的市场份额在过去 2 年均显著提升；
- 公司目前在湖南省内有 4 家营销公司，另外南京和广州各 1 家，全国的经销商 300 余家；
- 公司三项主要业务间的比例、公司收入在湖南内外的比例从 08 年起均无显著变化；
- 公司少儿图书和社科类图书在 2010 年上半年经营业绩较好，但主要增量来自于湖南省内。

竞争优势

我们认为天舟文化的竞争优势包含以下三点：

第一，公司最重要的竞争优势是“策、产、销”一体化的经营模式。公司自身策划选题成书然后自身接管出版之后的发行和营销工作，尽量做到了产业链的垂直整合。自己发行可以确保销售环节上的全力以赴，使公司的投入回报有所保证，另外还可以作为市场和策划选题之间的沟通渠道，反馈市场意见和需求，有助于增强公司产品线的竞争力并延续产品线的生命力；同时公司还可以拿到内容创作和总发批发两个环节的收益（见表 3）

表格 3：在图书产业链中各环节获得的码洋分成

	内容创作	出版	印刷	总发、批发	零售	其他
占码洋比	10%	10%	20%	20%	30%	10%

资料来源：天舟文化招股意向书，华泰联合证券研究所

第二，公司使用独立策划人制度，由独立策划人担任项目组负责人统筹管理项目的全部环节，可以充分调动积极性。第三，公司充分利用品牌的延续性，在已有的品牌系列下持续开发是教育类图书市场的惯例，天舟文化已有的主要产品（品牌）已经在市场有一定的影响力。

未来发展的主要方向

从公司的产品结构和收入结构可以发现，公司可以发展的空间还很大，主要取决于公司上市后是否有积极主动的经营动力和足够的经营能力。我们认为公司未来可以发展的方向主要包括：

我们认为公司未来可以发展的方向主要有：

- 教辅产品在湖南以外开拓出新的市场，同时深耕湖南本地市场；
- 英语和少儿文学两类产品的全国发行能力的再提升，营销网络扩展到更大、更细；
- 寻找更多的创作人才进行合作，增加现有的三个产品线里的品牌数量和扩展出其它的产品线
- 品牌建设投入加大，将公司的图书品牌的市场地位提升，从而提高边际效益。

从公司的募投方向上可以看出其未来发展的着眼点与我们判断的基本一致，包括内容策划和图书发行业务方面集中在现有的三个主要品牌的再开发；营销网络建设如方面计划在 2 年时间内湖南省再建 10 家营销公司、中南、西北、华北、西南和东北各建 1 家营销公司；在业务和区域规模扩张的同时，公司也继续加强在信息系统上的建设，投入管理信息和出版创意平台建设项目。

盈利预测

我们对天舟文化从 2010 年至 2012 年的盈利情况进行了预测，在预测过程中，我们主要的假设如下：

- 公司在湖南本地新建的市州级营销公司是 2011 年 4 家，2012 年 5 家，并且新建的营销公司只能在运营一年时间之后才有明显的销售成果；
- 公司在全国其它区域建设的 5 家区域性公司可在 2011 年完成建设工作；
- 公司的产品线按照募投计划持续性的开发和升级；
- 不包含公司在图书行业之外的未确定的投资。

盈利预测中包含的主营业务增长情况如下：

表格 4：天舟文化主营业务预测

	2010E	2011E	2012E
主营收入（万元）			
教辅类	12202.77	14465.45	21592.15
英语学习类	1350.00	1656.00	1786.00
少儿类	3214.64	5143.42	8229.47
社科类	2552.69	3573.76	5718.02
版税收入	548.97	933.24	1493.19
合计	19869.06	25771.87	38818.83
增长率			
教辅类	23%	19%	49%
英语学习类	-5%	23%	8%
少儿类	320%	60%	60%
社科类	260%	40%	60%
版税收入	120%	70%	60%
主营增长率	52%	30%	51%
毛利率			
教辅类	38%	38%	38%
英语学习类	41%	42%	42%
少儿类	30%	32%	33%
社科类	18%	19%	21%
版税收入	100%	100%	100%
主营毛利率	36%	37%	37%

资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为基于以上的预测，公司 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入分别为 2.0 亿、2.6 亿和 3.9 亿元，净利润分别为 0.32 亿、0.43 亿和 0.61 亿元，按照上市后股本全面摊薄后的 EPS 分别为 0.42、0.57 和 0.81 元，净利润增速分别为 54.6%、37.4%和 40.9%。

估值与定价建议

根据我们对已经上市的图书类公司的估值水平的计算（见表 5），我们认为依据相对估值方法，天舟文化每股的合理价值区间是 15.96 元至 19.95 元。

表格 5：天舟文化可比上市公司的估值

代码	公司简称	2010 年动态市盈率	2011 年动态市盈率
600551	时代出版	27	25
601999	出版传媒	45	41
601098	中南传媒	38	34
601801	皖新传媒	42	38
	平均	38	35

资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所（（基于 2010 年 11 月 30 日数据）

风险提示

公司在湖南省外的业务拓展存在不确定性的风险，若省外教辅市场对外来企业排斥、公司省外的区域性销售机构拓展不利，则公司的增长将受到显著的影响；公司 2010 年的增长有部分依赖于政府采购，虽然政府采购市场有持续性，但是公司若未能扭转增长方向，则增长速度将有制约。

盈利预测

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	98	451	499	587	营业收入	132	199	258	388
现金	43	364	388	418	营业成本	79	127	163	245
应收账款	26	44	54	83	营业税金及附加	1	2	3	4
其他应收款	2	3	4	6	营业费用	13	17	18	27
预付账款	12	17	24	34	管理费用	12	14	19	35
存货	14	24	30	46	财务费用	-0	-1	-1	-1
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	20	19	18	17	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	18	17	16	营业利润	26	39	56	79
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	1	2	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	118	470	518	604	利润总额	26	41	56	79
流动负债	21	41	46	71	所得税	6	9	13	18
短期借款	0	0	0	0	净利润	20	32	43	61
应付账款	9	18	21	33	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	11	24	25	38	归属母公司净利润	20	31	43	61
非流动负债	1	1	0	0	EBITDA	25	39	56	78
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.42	0.57	0.81
其他非流动负债	1	1	0	0					
负债合计	21	42	46	71	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	3		2009	2010E	2011E	2012E
股本	56	75	75	75	成长能力				
资本公积	5	286	286	286	营业收入	43.5%	51.1%	29.7%	50.6%
留存收益	35	66	109	169	营业利润	26.5%	53.4%	42.6%	40.9%
归属母公司股东权益	95	427	470	530	归属于母公司净利润	42.4%	54.6%	37.4%	40.9%
负债和股东权益	118	470	518	604	获利能力				
					毛利率(%)	40.1%	36.2%	36.7%	37.0%
现金流量表					净利率(%)	15.4%	15.7%	16.7%	15.6%
					ROE(%)	21.2%	7.3%	9.1%	11.4%
					ROIC(%)	37.3%	46.4%	51.0%	52.5%
经营活动现金流	6	19	23	28	偿债能力				
净利润	20	32	43	61	资产负债率(%)	17.9%	8.9%	8.8%	11.8%
折旧摊销	0	1	1	1	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-0	-1	-1	-1	流动比率	4.75	10.94	10.91	8.25
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.06	10.36	10.25	7.61
营运资金变动	0	-13	-20	-32	营运能力				
其他经营现金流	-15	0	0	0	总资产周转率	1.16	0.68	0.52	0.69
投资活动现金流	-5	0	0	0	应收账款周转率	5	6	5	6
资本支出	1	0	0	0	应付账款周转率	8.66	9.46	8.47	9.15
长期投资	-4	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.42	0.57	0.81
筹资活动现金流	-2	301	1	1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.26	0.31	0.38
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.27	5.69	6.26	7.07
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	19	0	0	P/E	-	-	-	-
资本公积增加	0	281	0	0	P/B	-	-	-	-
其他筹资现金流	-2	1	1	1	EV/EBITDA	-	-	-	-
现金净增加额	-2	320	25	30					



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn