

## 天舟文化（300148）

## 少儿图书增长是公司业绩成长的引擎

## 投资要点：

- ❖ **公司是国内民营出版企业第一股** 主要从事青少年读物的策划、设计、制作与发行业务；公司主营业务处于产业链的内容策划、总发行与批发环节；目前，我国参与图书总发行的企业主要有各类出版社（自办发行）、各地新华书店，以及 18 家拥有总发行资质的民营发行服务商，公司是其中之一；
- ❖ **公司以敏锐的市场嗅觉和运作能力弥补其民营出版的劣势** 根据中国出版科学研究所测算，在教辅和包括少儿、经管的大众阅读在内的畅销图书市场，民营出版占据了大部分的市场份额。民营出版企业在市场嗅觉和策划能力上较国有出版集团更有优势；公司通过市场化导向的“策、产、销”一体化运营形成了“工业化流程、品牌化运作、多媒介推广”的业务运营模式；并自 07 年开始，由单一教辅类出版逐步向多元化产品结构转变，以求得成长空间；
- ❖ **民营出版企业的政策春天有待静候** 虽然民营出版的政策春天渐行渐近（如新闻出版署新闻出版署发布《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》，意见中明确要求，要“积极探索非公有出版工作室参与出版的通道问题”），但从目前出版行业的改制状况看来，政府的工作重心仍然在国有出版社的改制完成上，离开将引导非公有出版工作室健康发展，发展新兴出版生产力的收官步骤仍然较远，出版权进一步放开仍待观察，现有的民营和国有出版企业的特殊合作模式依旧将延续；
- ❖ **青少年读物细分市场增速相对较高** 出版行业并非一个高成长的行业，据开卷数据显示，2010 年开卷采样图书零售市场年度同比增长率为 1.83%，增幅较往年进一步收缩。而在 2010 年各细分市场中，少儿仍是拉动市场上行的主力之一；就零售市场而言，我们预计青少年+少儿+教育类图书市场销售码洋的增速可以达到 12.76%左右；教辅市场渐趋饱和，而少儿类图书的出版将成为主要的助推器；
- ❖ **市场集中度低，壁垒不高，竞争激烈** 从国际经验来看，美国前五大出版企业，占全美出版物市场份额的 45%；日本 2%的出版机构占有 80%的营业额；而中国出版行业的集中度还很低，四家最大出版社之和也不到全国营业额的 7%，民营书商中码洋做到 5 亿的为数

请务必阅读正文之后的重要声明

## 出版传媒行业

评级：中性（首次）

目标价格：暂无

当前价格：23.59 元

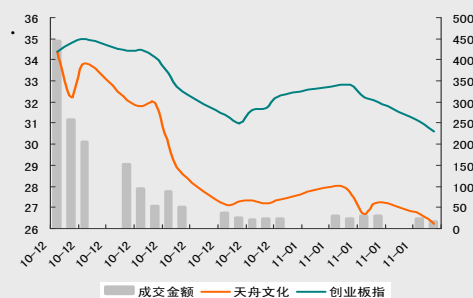
2011.02.10

总市值（百万元）	1769.25
总股本/流通 A 股（百万股）	75/15.4
流通市值（百万元）	363.29
每股净资产（元）	2.07
净资产收益率（%）	24.60

## 交易数据

52 周内股价区间（元）	12.09-19.09
静态市盈率（倍）	56.5
动态市盈率（倍）	N/A
市净率（倍）	11.40

## 52 周内股价走势图



研究员：张欣（执业证书 S08200208030013）

联系人：乐旻旻

电话：021-32229888\*3501

邮箱：leminyang@ajzq.com

## 相关报告

不多，民营出版的自由竞争市场特征较为明显，公司难在估值上获得竞争优势的溢价；

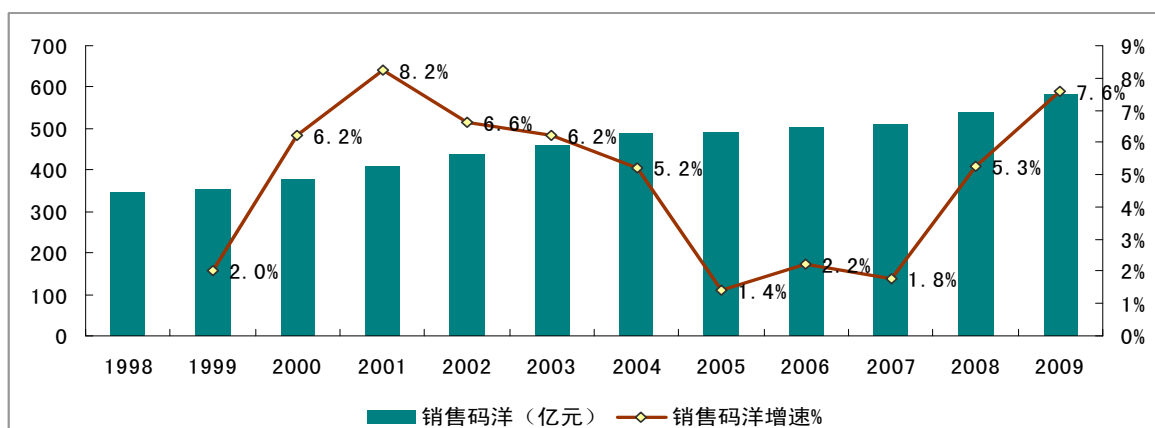
民营出版竞争激烈，综合性和专业性领域垄断的书商各显其市场的手腕和商业运作的的能力，从民营出版领域横向比较来看，公司在商业运作能力来看所占胜算并不明显；同时行业面临数字出版的冲击，很多出版社都转战儿童出版市场，2010年开始，民营翘楚摩铁、紫图、读客等宣布进军儿童领域，盛大旗下华文天下、聚石文化也强势跟进，网络一线儿童作家，公司将面临强有力的竞争对手；

**公司公告 2010 年预增复合预期** 公司一月中公告公司 2010 年营业收入约 1.97-2.17 亿元，同比增长 50-65%；归属于母公司净利润约 0.30-0.33 亿元，同比增长 50%- 65%，折合每股收益约 0.4-0.45 元，这符合我们的预期；

**盈利预测和投资建议** 虽然出版行业并不是一个高成长性的行业，鉴于少儿出版市场景气度保持较好水平，我们认为公司在未来的 2 年仍可以保持主营收入 40-45% 的增速；我们预计公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.40 元、0.55 元和 0.73 元，对应市盈率为 58.98 倍、42.89 倍和 32.32 倍；另外，鉴于民营出版市场竞争激烈，政策扶持发展的最佳时机并未到来，我们给与公司“中性”评级。

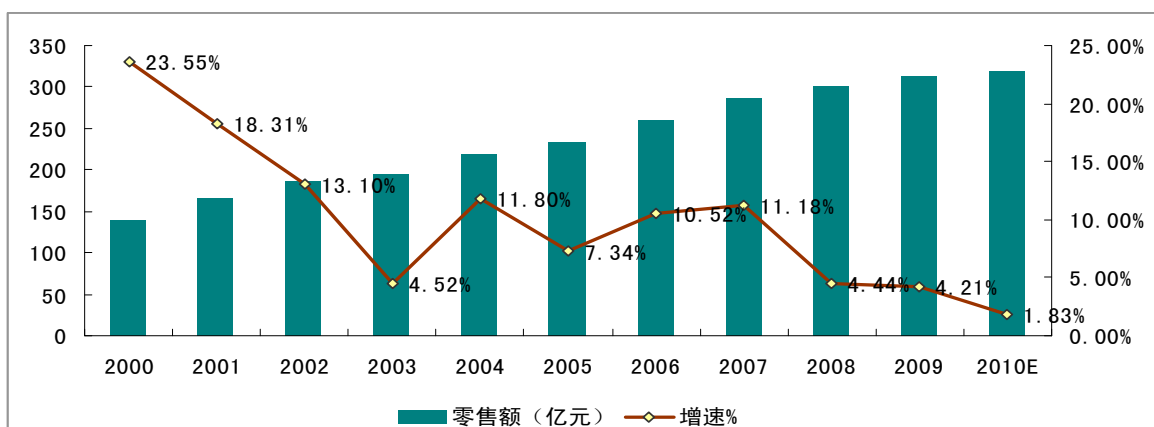
**风险提示：** 1) 新进入者另市场竞争加剧； 2) 数字出版物对传统纸质媒体的冲击

图 1：出版行业并非一个高成长的行业



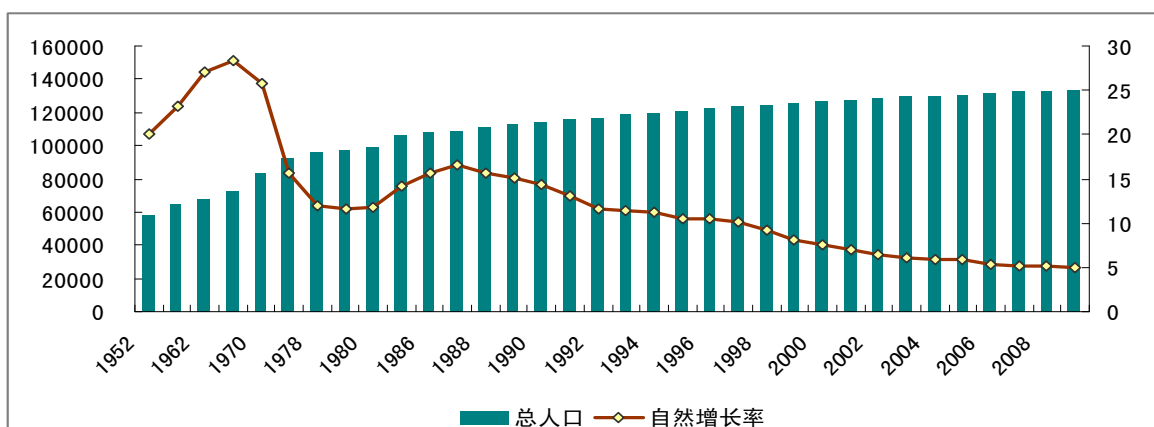
资料来源：爱建证券

图 2：2010 年图书零售市场增速进一步放缓



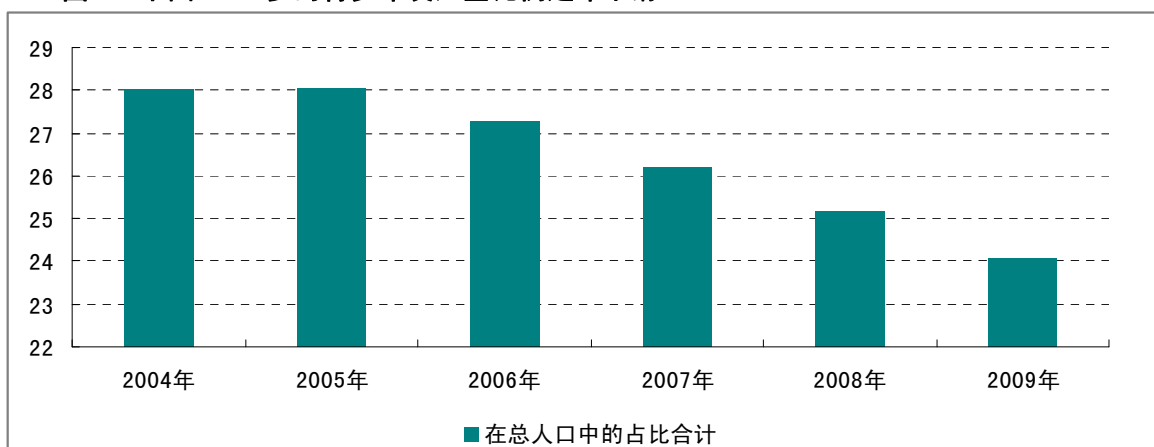
资料来源：爱建证券

图 3：中国人口的自然增长率进一步下滑



资料来源：爱建证券

图 4：中国 0-19 岁的青少年及儿童比例逐年下滑



资料来源：爱建证券

表 1: 产品结构和销售渠道的拓展带来的应收账款周转天数的变化

证券代码	证券简称	2007 年度(天)	2008 年度(天)	2009 年度(天)	2010 年度(天)
<b>300148.SZ</b>	<b>天舟文化</b>	<b>28.3</b>	<b>52.7</b>	<b>65.9</b>	<b>58.7</b>
600551.SH	时代出版	106.5	50.2	82.7	87.6
600825.SH	新华传媒	59.8	55.2	85.2	82.8
601098.SH	中南传媒	N/A	23.2	23.0	36.7
601801.SH	皖新传媒	38.6	35.6	44.3	78.8
601999.SH	出版传媒	75.9	77.4	88.9	101.0
	平均	61.8	49.1	65.0	74.3

资料来源: Wind

表 2: 产品结构和销售渠道的拓展带来的应收账款周转率数的变化

证券代码	证券简称	2007 年度(次)	2008 年度(次)	2009 年度(次)	2010 年度(次)
<b>300148.SZ</b>	<b>天舟文化</b>	<b>12.7</b>	<b>6.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>
600551.SH	时代出版	3.4	7.2	4.4	3.1
600825.SH	新华传媒	6.0	6.5	4.2	3.3
601098.SH	中南传媒	N/A	15.5	15.7	7.4
601801.SH	皖新传媒	9.3	10.1	8.1	3.4
601999.SH	出版传媒	4.7	4.7	4.0	2.7
	平均	7.2	8.5	7.0	4.1

资料来源: Wind

表 3: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
600551.SH	时代出版	23.7	21.6	19.3
600825.SH	新华传媒	32.1	27.2	24.9
601098.SH	中南传媒	33.5	28.5	24.1
601801.SH	皖新传媒	37.2	33.3	29.0
601999.SH	出版传媒	37.5	33.9	30.9
	平均	32.8	28.9	25.6

资料来源: Wind

表 4：盈利预测（1）

财务和估值数据摘要						
单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	60.44	91.63	131.52	203.86	295.59	413.83
增长率(%)	N/A	51.59%	43.54%	55.00%	45.00%	40.00%
归属母公司股东净利润	11.66	14.21	20.23	29.79	41.15	54.39
增长率(%)	N/A	21.84%	42.41%	47.25%	38.11%	32.20%
每股收益 (EPS)	0.155	0.189	0.270	0.397	0.549	0.725
销售毛利率	43.42%	39.30%	40.11%	40.00%	38.00%	37.00%
销售净利率	19.30%	16.49%	15.50%	14.72%	14.02%	13.24%
净资产收益率 (ROE)	20.06%	17.98%	21.23%	24.20%	25.48%	25.63%
市盈率 (P/E)	180.16	147.86	103.83	70.51	51.06	38.62
市净率 (P/B)	36.14	26.59	22.04	17.07	13.01	9.90

资料来源：爱建证券

表 5：盈利预测（2）

报表预测				
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	131.52	203.86	295.59	413.83
减：营业成本	78.76	122.31	183.27	260.71
营业税金及附加	1.33	2.07	2.99	4.19
营业费用	12.67	19.64	28.48	39.87
管理费用	11.61	17.99	26.08	36.52
财务费用	-0.29	-1.19	-1.60	-2.13
资产减值损失	1.86	3.02	1.10	1.60
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	25.57	40.02	55.27	73.06
加：其他非经营损益	0.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	26.35	40.02	55.27	73.06
减：所得税	5.97	10.00	13.82	18.27
净利润	20.38	30.01	41.45	54.80
减：少数股东损益	0.15	0.22	0.30	0.40
归属母公司股东净利润	20.23	29.79	41.15	54.39

资料来源：爱建证券

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

### ● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

### ● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。