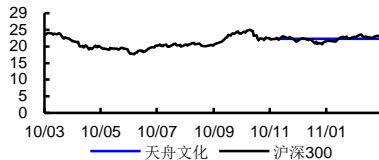


**证券研究报告—动态报告**
**传媒**
**出版发行**
**天舟文化(300148)**
**谨慎推荐**
**2010 年报点评**

(首次评级)

2011 年 3 月 30 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本 (百万股)	75.0/19.0
总市值 (百万元)	1,751.3/443.7
沪深 300/深圳成指	2,958.08/12,677.61
12 个月最高/最低 (元)	34.40/21.88

**相关研究报告:**
**证券分析师: 陈财茂**

电话: 021-60933163

E-mail: chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120040

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**年报点评**

# 业绩符合预期, 关注省外扩张

**● 农家书屋及省外扩张驱动盈利增长, 业绩符合预期**

天舟文化 2010 年实现营业收入 2.14 亿元, 同比增长 62.6%, 净利润 3080 万元, 同比增长 52.4%, EPS 为 0.41 元, 公司前期已发布业绩快报, 故而符合市场预期。利润分配预案为: 每 10 股派发现金 1.5 元 (含税), 转增 3 股。2010 年增长的主要驱动力包括: (1) 中标农家书屋项目。2010 年 3 月, 中标湖南新闻出版局推行的“农家书屋”项目, 图书价值 5160 万元。扣除这一因素影响, 2010 年营业收入的同比增长 28%, 省内销售收入同比下滑 5%。(2) 省外扩张。湖南省外收入同比增长 210%, 占到总体营业收入的 30%。扩张的主要区域为河北和四川。

**● 2011 年的增长动力: 政府采购、省外扩张、收购**

(1) 农家书屋。全国约 65 万个自然村, 若每个村都建一个农家书屋, 每个书屋投资 2 万元, 意味着总投资约 130 亿元。目前约建完 40%, 2015 年之前, 市场机会依然存在。(2) 图书馆采购。全国约 7000 家公共图书馆, 每年采购金额约 7 亿元, 若考虑学校图书馆 (高校、中小学) 和社区图书馆, 则有更大的空间。(3) 省外扩张。在河北、四川取得成绩之后, 天舟将进一步加大其他地区的扩张力度, (4) 可能的收购。目前账面仍有 4.5 亿元现金, 不排除收购其他公司的可能。我们预测天舟文化 2011 年收入和净利润分别增长 22% 和 29%。

**● 给予“谨慎推荐”评级**

我们预计天舟文化 2011-13 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.67 元和 0.78 元, 当前股价下对应的 PE 分别为 44、35 和 30 倍、若扣除每股 6 元的净现金, 则当前价格对应的 PE 分别为 33、26 和 22 倍。首次给予公司“谨慎推荐”评级。理由为: (1) 扣除净现金后估值并不贵; (2) 2011 年存在收购其他公司的可能; (3) 作为 A 股中第一家上市的民营出版策划机构, 很可能分享到出版系统改革的利益。这些利益包括: 中小学教材招投标向民营放开、书号放开等等。其投资风险也体现在收购、国家政策存在很大不确定性。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	131.52	213.84	260	309	358
(+/-%)	43.54%	62.59%	21.5%	18.9%	16.0%
净利润(百万元)	20.23	30.83	40	51	59
(+/-%)	42.41%	52.38%	29.4%	26.9%	16.3%
每股收益 (元)	0.36	0.41	0.53	0.67	0.78
EBIT Margin			17.6%	18.8%	19.0%
净资产收益率 (ROE)	21.23%	6.17%	7.6%	9.1%	10.0%
市盈率 (PE)	64.63	56.80	43.9	34.6	29.8
EV/EBITDA			37.4	29.8	25.6
市净率 (PB)	13.72	3.50	3.34	3.16	2.97

## 农家书屋及省外扩张驱动盈利增长，业绩符合预期

天舟文化 2010 年实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 62.6%，实现归属于母公司的净利润 3080 万元，同比增长 52.4%，全面摊薄后 EPS 为 0.41 元，因公司前期已经发布业绩快报，故而符合市场预期。利润分配预案为：每 10 股派发现金 1.5 元（含税），转增 3 股。公司四季度单季实现营业收入 6650 万元，同比增长 78.9%，环比增长 34.8%，归属于母公司的净利润 490 万元，同比下滑 7.3%，环比下滑 49.9%，全面摊薄后 EPS 为 0.065 元。

天舟文化 2010 年收入和利润快速增长的主要驱动力包括两个：**(1) 中标农家书屋项目**。2010 年 3 月，中标湖南新闻出版局推行的“农家书屋”项目，图书价值 5160 万元。2010 年湖南新闻出版局贡献收入 4567 万元，占营业收入的 21%，占省内收入的 30%，若扣除这一因素的影响，2010 年营业收入的同比增长 28%，省内销售收入同比下滑 5%。**(2) 省外扩张**。天舟文化 2010 年的一大亮点是湖南省外收入同比增长 210%，并占到总体营业收入的 30%。扩张的主要区域为河北和四川，这可以从 top 5 中的客户中看出。

图表 1：天舟文化利润简表（4Q2009-4Q2010）

单位，百万元	1H10	2H10	4Q09	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009	2010	YoY
营业收入	98.0	115.9	37.2	49.3	66.5	78.9%	34.8%	131.5	213.8	62.6%
营业成本	65.1	78.7	22.5	30.1	48.5	115.6%	61.2%	78.8	143.8	82.6%
营业税金及附加	1.1	1.1	0.5	0.2	0.9	97.8%	392.0%	1.3	2.2	66.0%
销售费用	4.9	9.2	3.0	4.3	5.0	68.7%	17.3%	12.7	14.2	11.8%
管理费用	6.5	8.2	3.6	3.0	5.3	48.6%	78.5%	11.6	14.7	26.5%
财务费用	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	..	..	(0.3)	(0.4)	..
资产减值损失	0.4	0.7	0.5	0.0	0.7	..	..	1.9	1.1	-43.2%
营业利润	20.1	18.2	7.2	11.9	6.3	-12.8%	-46.9%	25.6	38.3	49.9%
营业外收入	0.0	1.1	0.0	0.1	1.0	..	..	1.1	1.1	4.7%
营业外支出	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	..	12.3%	0.3	0.7	..
利润总额	19.5	19.2	7.2	12.0	7.3	0.5%	-39.2%	26.4	38.7	47.0%
所得税	3.1	4.2	1.9	2.1	2.1	12.6%	-1.6%	6.0	7.4	23.6%
净利润	16.4	15.0	5.4	9.8	5.2	-3.8%	-47.4%	20.4	31.4	53.9%
少数股东损益	0.2	0.4	0.1	0.1	0.3	..	..	0.1	0.5	..
归属于母公司的净利润	16.2	14.6	5.3	9.7	4.9	-7.3%	-49.9%	20.2	30.8	52.4%
<b>EPS</b>	<b>0.216</b>	<b>0.195</b>	<b>0.070</b>	<b>0.130</b>	<b>0.065</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-49.9%</b>	<b>0.270</b>	<b>0.411</b>	<b>52.4%</b>
<b>grossmargin</b>	<b>33.5%</b>	<b>32.1%</b>	<b>39.4%</b>	<b>39.0%</b>	<b>27.0%</b>	<b>-12.4%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>40.1%</b>	<b>32.8%</b>	<b>-7.4%</b>
营业税金率	1.1%	1.0%	1.3%	0.4%	1.4%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%
销售费用率	5.0%	8.0%	8.0%	8.6%	7.5%	-0.5%	-1.1%	9.6%	6.6%	-3.0%
管理费用率	6.6%	7.1%	9.6%	6.0%	7.9%	-1.6%	1.9%	8.8%	6.9%	-2.0%
营业利润率	20.5%	15.7%	19.5%	24.1%	9.5%	-10.0%	-14.6%	19.4%	17.9%	-1.5%
所得税率	16.0%	22.1%	25.8%	17.9%	29.0%	3.1%	11.1%	22.7%	19.0%	-3.6%
净利率	16.7%	12.9%	14.4%	19.9%	7.8%	-6.7%	-12.1%	15.5%	14.7%	-0.8%

资料来源：公司公告，Wind 资讯，国信证券经济研究所

## 2011 年的增长动力：政府采购、省外扩张、收购

因 2010 年的增长有很大部分是湖南省农家书屋项目所贡献，市场自然比较担心 2011 年天舟文化业绩是否可能出现下滑。总体来看，我们认为，天舟 2011 年业绩仍将实现 25-30% 的增长。其动力包括：**(1) 农家书屋**。全国约 65 万个自然村，若每个村都建一个农家书屋，每个书屋投资 2 万元，意味着总投资约 130 亿

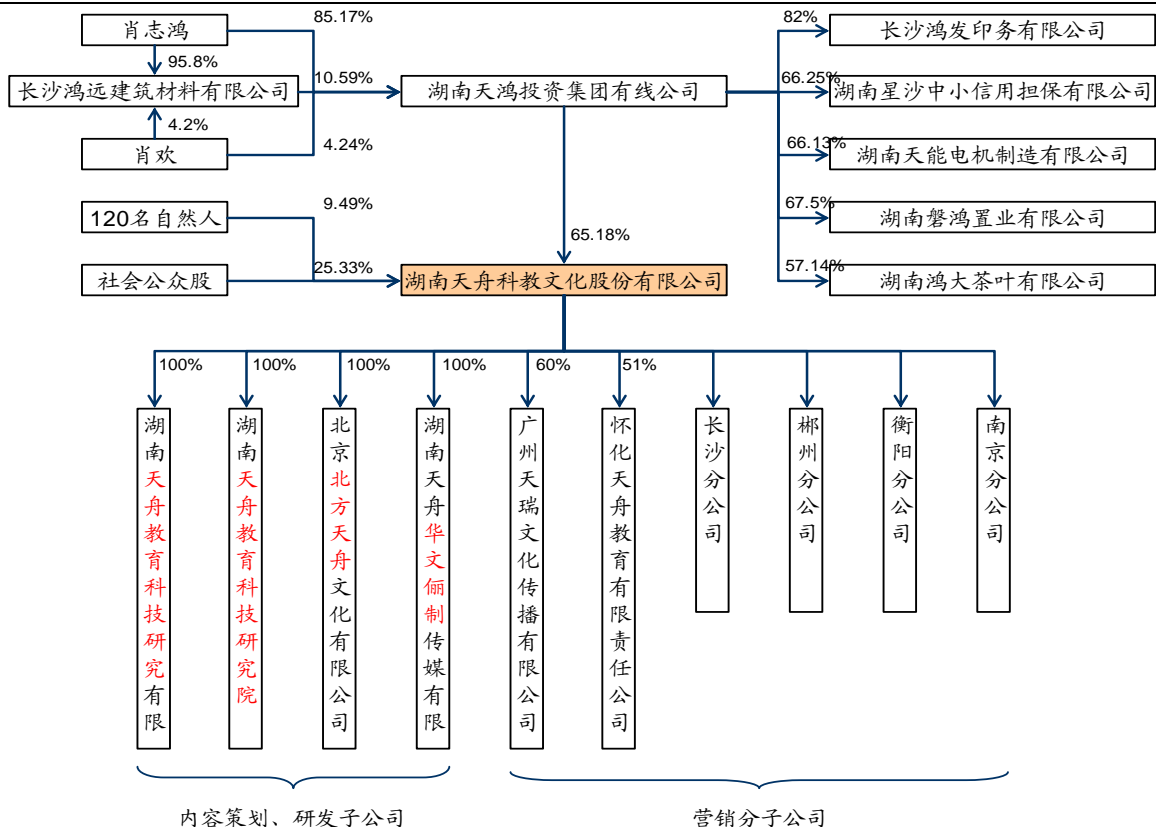
元。目前约建完 40%，2015 年之前，市场机会依然存在。鉴于天舟文化与湖南新闻出版局的友好合作，我们认为继续获得 2011 年的订单是大概率事件。**(2) 图书馆采购。**全国约 7000 家公共图书馆，每年采购金额约 7 亿元，但是若考虑学校图书馆（高校、中小学）和社区图书馆，则有更大的空间。天舟也在这一领域投入了更多的精力。**(3) 省外扩张。**在河北、四川取得成绩之后，天舟将进一步加大其他地区的扩张力度，而公司目前积累了更多的经验，成功的可能性远远高于往年。**(4) 可能的收购。**天舟文化目前账面仍有 4.5 亿元现金。不排除收购其他公司的可能。

总体上，我们预测天舟文化 2011 年收入和净利润分别增长 22%和 29%。

### 给予“谨慎推荐”评级

我们预测天舟文化 2011-13 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.67 元和 0.78 元，当前股价下对应的 PE 分别为 44、35 和 30 倍、若扣除每股 6 元的净现金，则当前价格对应的 PE 分别为 33、26 和 22 倍。首次给予公司“谨慎推荐”评级。理由为：**(1)** 扣除净现金后估值并不贵；**(2)** 2011 年存在收购其他公司的可能；**(3)** 作为 A 股中第一家上市的民营出版策划机构，很可能分享到出版系统改革的利益。这些利益包括：中小学教材招投标向民营放开、书号放开等等。其投资风险也体现在收购、国家政策存在很大不确定性。

图表 2: 天舟文化股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

**图表 3: 天舟文化盈利预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	451	470	497	529	营业收入	214	260	309	358
应收款项	30	36	42	49	营业成本	144	177	209	242
存货净额	20	24	29	33	营业税金及附加	2	3	3	4
其他流动资产	8	10	12	14	销售费用	14	17	19	21
<b>流动资产合计</b>	<b>509</b>	<b>540</b>	<b>580</b>	<b>626</b>	管理费用	15	17	20	23
固定资产	18	16	13	11	财务费用	(0)	(6)	(7)	(7)
无形资产及其他	1	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>534</b>	<b>563</b>	<b>601</b>	<b>643</b>	营业利润	38	50	63	74
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	1	1	1
应付款项	21	24	29	33	<b>利润总额</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>75</b>
其他流动负债	10	12	14	16	所得税费用	7	10	13	15
<b>流动负债合计</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>49</b>	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>59</b>
其他长期负债	1	1	1	1					
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>					
<b>负债合计</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>50</b>					
少数股东权益	2	3	3	4					
股东权益	500	524	554	590					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>534</b>	<b>563</b>	<b>601</b>	<b>643</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	31	40	51	59
资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	1	2	2	2
财务费用	(0)	(6)	(7)	(7)
营运资本变动	1	(8)	(7)	(7)
其它	1	1	1	1
<b>经营活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>48</b>	<b>57</b>
资本开支	1	(1)	(1)	(1)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
权益性融资	382	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(11)	(16)	(20)	(24)
其它融资现金流	12	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>371</b>	<b>(16)</b>	<b>(20)</b>	<b>(24)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>407</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>32</b>
货币资金的期初余额	43	451	470	497
货币资金的期末余额	451	470	497	529
企业自由现金流	35	30	41	49
权益自由现金流	47	34	46	55

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.41	0.53	0.67	0.78
每股红利	0.15	0.21	0.27	0.31
每股净资产	6.67	6.99	7.39	7.86
ROIC	11%	7%	10%	12%
ROE	6%	8%	9%	10%
毛利率	33%	32%	32%	32%
EBIT Margin	18%	18%	19%	19%
EBITDA Margin	19%	18%	20%	20%
收入增长	63%	22%	19%	16%
净利润增长率	52%	29%	27%	16%
资产负债率	6%	7%	8%	8%
息率	0.6%	0.9%	1.2%	1.3%
P/E	57	44	35	30
P/B	3.5	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	43.9	37.4	29.8	25.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
<b>机械</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
<b>商业贸易</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
<b>石油与石化</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
<b>有色金属</b>		<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
<b>通信</b>		<b>造纸</b>		<b>家电</b>	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
<b>计算机</b>		<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
<b>农业</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
<b>建材</b>		<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>		<b>量化投资产品</b>	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>		<b>量化交易策略与技术</b>	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
<b>王立法</b>	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b>	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b>	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦戢</b>	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b>	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
<b>原祎</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b>	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				<b>颜小燕</b>	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				<b>赵晓曦</b>	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				<b>温馨</b>	13612901872 wenxin@guosen.com.cn