

博瑞传播 (600880.SH)

综合传媒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

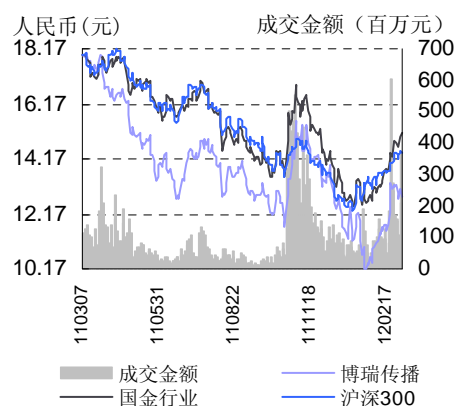
市价(人民币): 12.81元

户外广告为最大亮点, 业态转型压力加大

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	414.07
总市值(百万元)	8,044.42
年内股价最高最低(元)	18.02/10.17
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《业绩符合预期》, 2011.7.19
2. 《系统优势奠定公司长期投资价值》, 2011.4.25

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.494	0.626	0.750	0.882	1.014
每股净资产(元)	2.63	3.29	3.95	4.75	5.69
每股经营性现金流(元)	0.64	0.63	0.79	1.01	1.15
市盈率(倍)	39.66	22.06	18.42	15.66	13.63
行业优化市盈率(倍)	67.11	59.40	59.40	59.40	59.40
净利润增长率(%)	20.71%	29.39%	19.76%	17.63%	14.93%
净资产收益率(%)	18.75%	19.05%	19.02%	18.60%	17.81%
总股本(百万股)	615.82	627.98	627.98	627.98	627.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2011 年实现营业收入 13.06 亿元, 同比增长 12.37%; 归属于母公司净利润 3.94 亿元, 同比增长 24.07%; EPS 为 0.63 元, 业绩低于预期。

经营分析

- **户外广告带动广告业态转型:** 广告业务 2011 年收入增速达 18.46%, 其中户外广告增速达 43%。08 年以来公司持续布局户外广告业务, 并实现精细化运营与跨区域扩张。2009-2011 年公司户外收入增速分别为 23%、45%、43%; 博瑞眼界净利润增速分别为 -4.47%、68.82%、131.73%, 精细化运营成为户外广告净利润高速增长的驱动因素。目前成都地区的报媒与户外广告仍为广告业务收入与净利润贡献的主力; 随着跨区域项目经历磨合后进入精细化运营, 武汉银福、海南三乐项目有望在成为广告增长的强劲支撑并推动业态转型。拓展全案广告策划也将是业态升级看点。
- **印刷发行成本压力加大, 发行业务开拓电商物流市场:** 印刷业务收入平稳增长, 并受益于外接印刷业务快速增长, 但毛利率仍稳中有降, 体现出成本上升压力较大。发行业务毛利率大幅下滑 10 个百分点, 平面媒体增速放缓与人力成本持续上升的经营压力导致净利润明显下滑; 11 年下半年, 公司启动电商配送业务, 发行业务有望受益于四川电商市场的增长。
- **游戏发展低于预期, 业态跟随行业趋势转型:** 游戏业务收入缓慢增长 1.22%, 梦工厂净利润同比下滑 32%。2011 年底梦工厂股权转让对赌期结束, 业绩承诺未实现。公司对梦工厂以及北京手中乾坤计提减值准备共计 6637 万, 并对手中乾坤实施减资。游戏业务发展低于预期与行业景气下滑有关; 公司加大网页游戏、社区游戏、手机游戏开发力度, 并引入高端团队, 高起点运营<Audition2>; 业态转型有望改善当前的增长趋势。
- **管理机制驱动产业结构优化升级:** 未来公司的增长亮点仍然从再造管理模式、完善管理机制着手驱动产业结构优化升级的探索。户外广告的进一步拓展, 加大整合营销力度, 以及加大项目并购尤其是质地优、体量大的项目的新媒体创新型并购是 2012 年经营计划的重大看点。

投资建议

- 预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.75、0.88、1.01 元, 当前股价下对应 PE 为 17、15、13 倍, 盈利预测中未包含新媒体外延式扩张假设。未来公司投资的关键在于产业结构优化升级的效果。维持“买入”评级。
- 风险点: 外延式扩张、产业结构优化进展缓慢。

博瑞传播 2011 年报点评

业绩概览：户外广告为最大亮点，业态转型压力加大

- 公司的传统业务印刷、广告、发行业务营业收入增速趋稳，印刷、广告业务毛利率保持稳定，发行业务毛利率下降较多。网络游戏业务缓慢增长，梦工厂净利润同比下滑 32%。近两年公司业态的收入与毛利结构整体维持稳定，户外广告成为盈利贡献的最大亮点，发行、印刷、游戏面临增长瓶颈，业态转型压力加大。

图表1：博瑞传播分项收入增速与毛利率

	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年报
营业收入				
营业收入				
印刷业务(百万元)	406.71	391.97	536.99	588.95
同比增速		-3.62%	37.00%	9.68%
广告业务(百万元)	237.78	282.96	314.57	372.65
同比增速		19.00%	11.17%	18.46%
发行及投递业务(百万元)	112.60	117.30	129.62	152.53
同比增速		4.17%	10.50%	17.67%
网游收入(百万元)	--	65.23	94.45	95.60
同比增速			44.80%	1.22%
学校收入(百万元)	37.55	43.68	53.05	56.40
同比增速		16.32%	21.45%	6.31%
其他收入(百万元)	7.23	9.26	21.50	25.51
同比增速		28.08%	132.18%	18.65%
杂志书籍销售及租赁业务(百万元)	1.95	5.66	3.96	5.38
同比增速		190.26%	-30.04%	35.86%
毛利率				
印刷业务(%)	31.65	33.49	33.63	31.19
广告业务(%)	63.03	60.98	68.07	68.21
发行及投递业务(%)	65.77	61.82	54.82	43.28
网游收入(%)	--	93.24	87.59	91.55
学校收入(%)	47.86	45.49	47.03	44.31
其他收入(%)	42.66	41.15	43.44	41.81
杂志书籍销售及租赁业务(%)	67.51	52.05	54.39	70.98

来源：公司数据，国金证券研究所

图表2：博瑞传播收入与利润构成

	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年报
收入构成				
印刷业务(%)	50.26	42.49	46.20	45.10
广告业务(%)	29.39	30.67	27.07	28.53
发行及投递业务(%)	13.92	12.71	11.15	11.68
网游收入(%)	--	7.07	8.13	7.32
学校收入(%)	4.64	4.73	4.56	4.32
其他收入(%)	0.89	1.00	1.85	1.95
杂志书籍销售及租赁业务(%)	0.24	0.61	0.34	0.41
利润构成				
印刷业务(%)	34.33	28.31	30.87	29.12
广告业务(%)	39.96	37.20	36.61	40.29
发行及投递业务(%)	19.75	15.64	12.15	10.46
网游收入(%)	--	13.11	14.14	13.87
学校收入(%)	4.79	4.28	4.27	3.96
其他收入(%)	0.82	0.82	1.60	1.69
杂志书籍销售及租赁业务(%)	0.35	0.64	0.37	0.61

来源：公司数据，国金证券研究所

图表3: 博瑞传播主要子公司财务分析

被投资单位名称	营业收入增速		净利润增速		净利润率		ROE	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
成都商报发行投递广告有限公司	10.43%	13.87%	-20.75%	-59.16%	14.44%	5.18%	21.60%	10.60%
成都博瑞广告有限公司	26.49%	6.79%	38.40%	0.07%	62.09%	58.18%	43.37%	37.02%
四川博瑞教育有限公司	21.23%	7.45%	14.81%	-2.25%	25.71%	23.39%	21.79%	17.56%
四川博瑞眼界户外传媒有限公司	44.82%	42.97%	68.82%	131.73%	8.67%	14.05%	20.14%	39.03%
成都梦工厂网络信息有限公司	-22.56%	10.04%	-18.24%	-32.05%	67.16%	41.47%	45.17%	30.03%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

广告: 户外广告带动业态转型

- 公司的广告业务持续增长, 2011 年收入增速达 18.46%, 其中户外广告增速达 43%, 延续了高增长的态势。
- 2008 年以来公司持续布局户外广告业务, 并实现精细化运营与跨区域扩张。2009-2011 年公司户外收入增速分别为 23%、45%、43%; 博瑞眼界净利润增速分别为 -4.47%、68.82%、131.73%, 精细化运营成为户外广告净利润高速增长的驱动因素。目前成都地区的报媒与户外广告仍为广告业务收入与净利润贡献的主力; 随着跨区域项目经历磨合后进入精细化运营, 武汉银福、海南三乐项目有望在未来成为广告增长的强劲支撑。海南博瑞三乐 2012-2014 年业绩承诺分别为 3023、3822、3997 万元, 60% 股权对应业绩 1813、2293、2398 万。公司广告业务将在户外广告的持续开拓之下实现业态转型。
- 2 月份收购的成都泽宏嘉瑞公司, 以拓展全案广告策划业务将成为广告业态升级的另一看点。

印刷发行: 成本压力加大, 发行业务开拓电商物流市场

- 公司印刷业务 2011 年收入增长 9.68%, 其中外接印刷业务收入同比增长 28%, 收入结构继续优化; 但印刷业务毛利率仍稳中有降, 这体现出材料与人工成本上升压力仍然较大。
- 公司发行业务 2011 年收入增长 17.67%, 但毛利率大幅下滑 10 个百分点, 平面媒体增速放缓与人力成本持续上升的经营压力导致净利润明显下滑; 2011 年 8 月公司启动电商配送业务, 至年底收入近千万, 在发行业务收入占比中约 6.5%。公司已与全国电商 30 强中的 29 家签署业务合作协议, 跻身四川地区电商配送企业的第一梯队; 随着四川地区电子商务的发展, 发行业务有望受益于电商行业的增长; 同时公司依托四川特色产业建设的“电子商务+现代物流配送”为一体的四川大宗商品电子交易平台, 将为发行业务带来新的发展方向。

游戏: 发展低于预期, 业态跟随行业趋势转型

- 公司游戏业务 2011 年收入仅缓慢增长 1.22%, 梦工厂净利润同比下滑 32%。2011 年底梦工厂股权转让对赌期结束, 业绩承诺未实现。公司对梦工厂以及北京手中乾坤计提减值准备共计 6637 万, 并对手中乾坤实施减资。
- 近两年公司游戏业务发展低于预期, 与行业景气下滑有关; 根据 iResearch 统计, 2009-2011 年中国网络游戏行业增速分别为 33.8%、25.2%、18.1% 逐年下降; 从网络游戏市场生命周期角度, 经历 2002-2005 年爆发式增长与 2006-2008 年商业模式创新之后, 2009 年开始进入增速放缓阶段; 并随着互联网娱乐产业内容的多样化和精细化, 行业增速进一步趋缓, 竞争激烈化的趋势仍将持续。

- 网络游戏业的细分市场中网络游戏仍保持较高的增长率，2011 年增速达 44.9%。公司的游戏业务也跟随行业发展趋势，加大网页游戏、社区游戏、手机游戏开发力度，并引入高端团队，高起点运营韩国<Audition2>。随着游戏业态的转型，有望改善当前的增长趋势。

管理机制驱动产业结构优化升级

- 公司新一届董事会提出“三年再造一个博瑞传播”的发展目标，从 2012 年开始实施以三年规划为基础的任期目标考核体系和以年度预算为基础的年度目标考核体系。并在管理架构、组织架构、机制上实现重大变革，推动公司产业结构持续优化升级。
- 未来公司的增长亮点仍然从再造管理模式、完善管理机制着手驱动产业结构优化升级的探索。2012 年经营计划中，打造具有品牌影响力和较大比较优势的现代综合户外传媒公司，加大整合营销力度，有益于发挥公司在广告主业的比较优势，并实现业态转型升级；新媒体外延式扩张仍强调加大项目并购尤其是质地优、体量大的项目的创新型并购。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	923	1,162	1,306	1,606	1,927	2,236
增长率	26.0%	12.4%	23.0%	20.0%	16.0%	
主营业务成本	-454	-571	-668	-820	-990	-1,150
%销售收入	49.2%	49.2%	51.2%	51.1%	51.4%	51.4%
毛利	469	591	638	786	937	1,086
%销售收入	50.8%	50.8%	48.8%	48.9%	48.6%	48.6%
营业税金及附加	-29	-34	-41	-51	-62	-72
%销售收入	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
营业费用	-33	-42	-62	-72	-87	-101
%销售收入	3.6%	3.6%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-88	-106	-132	-161	-193	-224
%销售收入	9.5%	9.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	319	408	403	502	596	690
%销售收入	34.5%	35.1%	30.8%	31.2%	30.9%	30.9%
财务费用	3	2	5	21	29	39
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-1.3%	-1.5%	-1.8%
资产减值损失	-1	-13	-69	-1	0	0
公允价值变动收益	17	-1	192	100	100	100
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	337	396	530	622	725	829
营业利润率	36.6%	34.1%	40.6%	38.7%	37.6%	37.1%
营业外收支	3	19	1	1	1	1
税前利润	340	415	531	623	726	830
利润率	36.9%	35.7%	40.6%	38.8%	37.7%	37.1%
所得税	-67	-85	-111	-125	-145	-166
所得税率	19.6%	20.4%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	273	331	420	498	581	664
少数股东损益	22	26	27	27	27	27
归属于母公司的净利润	252	304	393	471	554	637
净利率	27.3%	26.2%	30.1%	29.3%	28.8%	28.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	285	344	421	498	581	664
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	75	100	158	79	86	95
非经营收益	-28	-16	-173	-120	-101	-101
营运资金变动	56	-36	-9	37	67	64
经营活动现金净流	388	392	397	494	633	721
资本开支	-146	-239	-258	-175	-222	-222
投资	-114	-77	-6	-42	-42	-42
其他	85	13	-30	100	100	100
投资活动现金净流	-175	-304	-294	-117	-164	-164
股权募资	75	81	74	23	30	40
债权募资	0	0	-20	-22	0	0
其他	-125	-95	-31	-4	-82	-82
筹资活动现金净流	-50	-14	23	-3	-52	-42
现金净流量	163	75	126	374	418	515

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	745	791	843	1,216	1,634	2,149
应收款项	95	88	120	171	205	238
存货	42	78	67	112	136	158
其他流动资产	32	40	38	49	60	70
流动资产	913	997	1,068	1,549	2,035	2,615
%总资产	43.9%	52.4%	49.1%	46.2%	50.7%	54.9%
长期投资	155	146	643	683	723	763
固定资产	511	250	14	752	889	1,017
%总资产	24.6%	13.1%	0.7%	22.4%	22.1%	21.3%
无形资产	498	502	418	368	368	368
非流动资产	1,167	904	1,105	1,805	1,982	2,151
%总资产	56.1%	47.6%	50.9%	53.8%	49.3%	45.1%
资产总计	2,081	1,901	2,173	3,355	4,017	4,766
短期借款	40	42	21	0	0	0
应付款项	531	445	427	524	631	732
其他流动负债	113	110	86	211	237	262
流动负债	684	596	533	735	868	994
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	6	50	0	0	0
负债	710	603	583	735	868	994
普通股股东权益	1,301	1,622	2,065	2,477	2,980	3,575
少数股东权益	70	93	116	143	170	197
负债股东权益合计	2,081	2,317	2,764	3,355	4,017	4,766

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.671	0.494	0.626	0.750	0.882	1.014
每股净资产	3.467	2.633	3.288	3.945	4.745	5.693
每股经营现金净流	1.034	0.637	0.632	0.786	1.009	1.148
每股股利	0.150	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.36%	18.75%	19.05%	19.02%	18.60%	17.81%
总资产收益率	12.10%	13.12%	14.23%	14.04%	13.79%	13.36%
投入资本收益率	18.05%	18.49%	14.16%	15.32%	15.14%	14.63%
增长率						
主营业务收入增长率	14.00%	25.98%	12.37%	22.97%	20.00%	16.00%
EBIT增长率	32.81%	28.19%	-1.44%	24.64%	18.80%	15.73%
净利润增长率	70.56%	20.71%	29.39%	19.76%	17.63%	14.93%
总资产增长率	49.53%	11.34%	19.30%	54.38%	19.75%	18.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.6	15.4	16.1	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	25.9	38.3	39.5	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	31.1	35.3	54.1	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	167.7	#DIV/0!	#DIV/0!	144.7	127.6	114.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.07%	-44.18%	-37.99%	-46.74%	-52.21%	-57.32%
EBIT利息保障倍数	-126.2	-233.4	-81.2	-24.3	-20.2	-17.6
资产负债率	34.13%	26.01%	21.10%	21.90%	21.60%	20.86%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	4	10	10	10	18
买入	6	7	7	7	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.60	1.48	1.45	1.44	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-19	买入	19.12	36.00 ~ 36.00
2 2010-07-28	买入	17.89	N/A
3 2010-10-20	买入	17.95	N/A
4 2010-12-26	买入	18.54	24.10 ~ 26.30
5 2011-02-23	买入	17.97	24.10 ~ 26.30
6 2011-04-25	买入	16.19	28.00 ~ 33.00
7 2011-07-19	买入	14.52	N/A

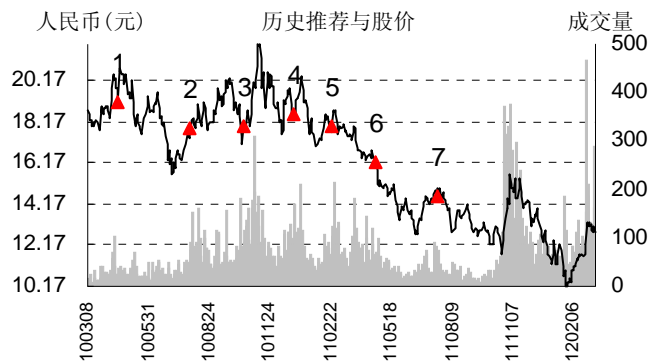
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B