

出版
署名人: 冷星星
S0960511030017
0755-82026747
lengxingxing@cjis.cn
参与人: 万玉琳
S0960111080511
0755-82026907
wanyulin@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.74元

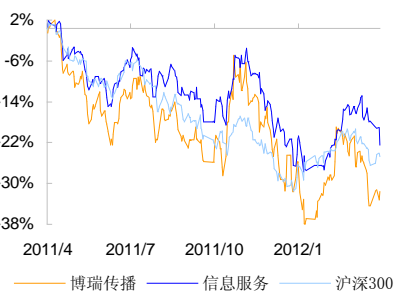
当前股价: 11.25元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2305.86
总股本(百万)	627
流通股本(百万)	414
流通市值(亿)	47
EPS	0.63
每股净资产(元)	3.29
资产负债率	21.10%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
博瑞传播	-13.67	-2.00	1.41
信息服务	-8.86	3.48	-4.47
沪深300指数	-5.34	8.93	-3.34



相关报告

博瑞传播-新老媒体齐开弓 2012 业绩稳增长 2012-03-19
博瑞传播-公司正常发展 业绩符合预期 2011-10-24
博瑞传播-户外广告收入和毛利率大幅提升 业绩超过预期 2011-07-19

博瑞传播

600880

推荐

业绩低于预期 期待二季度发力

投资要点:

- 公司整体业绩低于预期。2012年一季度公司实现营业收入3.01亿元、营业利润1.06亿元、归母公司净利润7977万元，同比分别增长1%、5%、10%。EPS为0.13元，扣除非经常性损益后EPS为0.13元，整体业绩低于市场和我们的预期。业绩低于预期的原因是：广告收入受宏观经济等影响同比增速低于预期；网游收入因新产品未上市而同比未增长，印刷业务亦与上年持平，均低于预期。
- 报告期内，各项业务毛利率保持稳定，符合预期；而收入结构变化带动整体毛利率提升（从50%升至53%），因此净利润增速（10%）明显高于收入增速（1%）。毛利率较高的发行投递和广告业务收入占比有所提高，而纸张代理等毛利率较低业务收入占比有所下降。
- 报告期内，管理费用率因11年下半年公司新增发行投递员工而同比增加1.4%，导致三项费用率同比增加0.8%至13.3%，未来将较为稳定；整体财务状况健康良好。
- 展望2012年二季度，预计：1) 广告业务将有较高增速，其中博瑞三乐将完成所有手续开始并表；2) 梦工厂将有新产品上市，带动网游业务收入增长，同时《AU2》将小规模封闭测试；3) 印刷、发行投递业务将保持平稳增长。
- 维持盈利预测，维持“推荐”评级。预测公司12-14年EPS分别为0.67、0.80、0.94元，在当前股价（11.25元）下，对应PE17、14、12倍，估值较低。我们认为公司新媒体发展是其估值提升的关键因素。虽然近两年网游业务发展不达预期，但其传统业务中户外广告等皆有所突破，保证良好业绩也奠定新媒体发展基础。我们长期看好其稳健并创新的坚持发展战略，将继续以内生和外延双路径全面快速发展传统业务和新媒体业务，并逐步培育新项目从而改善现有产业链或形成新增长点以丰富收入来源。保守预计公司2012年能完成目标，目前具有低估值优势，维持“推荐”评级。综合扣除非经常性损益前后的业绩复合增速，我们认为其应享有22倍PE，对应6-12个月目标价为14.74元。

风险提示:

- 公司业务多样化带来的业绩影响因素增多；游戏和互联网业务的运营管理经验不足；网游业务的高风险性。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1306	1652	1910	2183
收入同比(%)	12%	27%	16%	14%
归属母公司净利润	394	420	502	589
净利润同比(%)	24%	7%	19%	17%
毛利率(%)	48.8%	51.9%	53.0%	53.8%
ROE(%)	19.1%	17.8%	18.1%	18.0%
每股收益(元)	0.63	0.67	0.80	0.94
P/E	17.94	16.83	14.08	12.00
P/B	3.42	3.00	2.55	2.16
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 公司逐季业绩情况 (2009-2012Q1)

	2009				2010				2011				2012
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
季度营业收入 (百万)	189	202	261	271	256	290	317	300	297	351	348	310	301
同比增长 (%)	1.5	17.7	13.2	22.5	35.5	43.6	21.4	10.7	16.2	21.1	9.8	3.4	1.3
毛利率 (%)	50.5	47.8	54.9	49.3	55.1	50.6	53.0	45.2	50.3	53.7	49.5	41.1	53.4
归母公司净利润 (百万)	57	57	78	70	71	87	92	68	72	126	82	114	80
同比增长 (%)	60.0	-5.8	43.6	72.4	23.8	52.0	17.6	-3.5	2.5	45.1	-11.2	67.4	10.1

表 2: 公司各项业务的盈利预测假设

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)						
印刷相关业务	392	537	589	648	713	784
增长率	-3.6%	37.0%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
广告业务	283	315	373	559	671	805
增长率	19.0%	11.2%	18.5%	50.0%	20.0%	20.0%
发行及投递业务	117	130	153	183	210	232
增长率	4.2%	10.5%	17.7%	20.0%	15.0%	10.0%
学校收入	44	53	56	60	64	68
增长率	16.3%	21.4%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
杂志书籍销售及租赁业务	6	4	5	6	7	7
增长率	190.4%	-30.0%	35.8%	10.0%	10.0%	10.0%
网游业务	65	94	96	163	211	254
增长率		44.8%	1.2%	70.0%	30.0%	20.0%
其他收入	9	22	26	25	25	25
主营收入合计	916	1154	1297	1643	1901	2174
其他业务收入	6	8	9	9	9	9
合计	923	1162	1306	1652	1910	2183
增长率	14.00%	25.98%	12.37%	26.53%	15.57%	14.32%
毛利率 (%)						
印刷相关业务	33.5%	33.6%	31.2%	31.0%	31.0%	31.0%
广告业务	61.0%	68.1%	68.2%	68.0%	68.0%	68.0%
发行及投递业务	61.8%	54.8%	43.3%	43.0%	43.0%	43.0%
学校收入	45.5%	47.0%	44.3%	44.0%	44.0%	44.0%
杂志书籍销售及租赁业务	52.0%	54.4%	71.0%	70.0%	70.0%	70.0%
网游业务	93.2%	87.6%	91.6%	92.0%	92.0%	92.0%
其他收入	41.1%	43.4%	41.8%	42.0%	42.0%	42.0%
主营业务毛利率	50.6%	50.7%	48.6%	51.7%	52.9%	53.8%

其他业务收入	76.8%	72.9%	74.2%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	50.8%	50.8%	48.8%	51.9%	53.0%	53.8%

资料来源：中投证券研究所

注：本次报告将 2012 年初三项收购的盈利预测分别计入对应的广告和网游业务中。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1068	1274	1669	2230
现金	843	1007	1364	1885
应收账款	63	75	87	99
其他应收款	52	66	76	87
预付账款	31	40	45	50
存货	67	80	90	101
其他流动资产	12	7	7	7
非流动资产	1696	1948	2036	2076
长期投资	159	200	200	200
固定资产	591	553	503	453
无形资产	37	39	110	125
其他非流动资产	909	1155	1223	1298
资产总计	2764	3222	3705	4306
流动负债	533	668	700	766
短期借款	20	40	40	40
应付账款	138	167	189	212
其他流动负债	376	461	471	515
非流动负债	50	52	52	52
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	52	52	52
负债合计	583	720	752	818
少数股东权益	116	144	178	218
股本	628	628	628	628
资本公积	241	203	203	203
留存收益	1196	1522	1929	2424
归属母公司股东权益	2065	2358	2771	3270
负债和股东权益	2764	3222	3705	4306

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	397	458	570	672
净利润	421	448	536	629
折旧摊销	89	51	55	55
财务费用	-5	-3	-3	-5
投资损失	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-9	38	-38	-6
其他经营现金流	-98	-77	21	1
投资活动现金流	-378	-185	-122	-62
资本支出	261	52	40	40
长期投资	-42	18	0	0
其他投资现金流	-158	-115	-82	-22
筹资活动现金流	23	-109	-91	-89
短期借款	-20	20	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	12	0	0	0
资本公积增加	37	-37	0	0
其他筹资现金流	-6	-91	-91	-89
现金净增加额	42	164	357	521

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	1306	1652	1910	2183
营业成本	668	795	898	1008
营业税金及附加	41	50	57	65
营业费用	62	74	86	98
管理费用	132	165	191	218
财务费用	-5	-3	-3	-5
资产减值损失	69	10	10	10
公允价值变动收益	192	5	5	5
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	531	566	677	795
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	531	567	678	796
所得税	111	119	142	167
净利润	421	448	536	629
少数股东损益	27	28	34	40
归属母公司净利润	394	420	502	589
EBITDA	614	615	729	845
EPS (元)	0.63	0.67	0.80	0.94

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	12.4	26.5	15.6	14.3
营业利润	29.5	6.7%	19.5	17.4
归属于母公司净利润	24.1	6.6%	19.5	17.4
获利能力				
毛利率	48.8	51.9	53.0	53.8
净利率	30.2	25.4	26.3	27.0
ROE	19.1	17.8	18.1	18.0
ROIC	59.3	48.0	50.1	56.4
偿债能力				
资产负债率	21.1	22.3	20.3	19.0
净负债比率	3.55	5.70	5.46	5.01
流动比率	2.00	1.91	2.38	2.91
速动比率	1.88	1.79	2.26	2.78
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.55	0.55	0.55
应收账款周转率	21	22	21	21
应付账款周转率	6.74	5.22	5.05	5.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.67	0.80	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.73	0.91	1.07
每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.76	4.41	5.21
估值比率				
P/E	17.94	16.83	14.08	12.00
P/B	3.42	3.00	2.55	2.16
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星, 中投证券研究所传媒行业高级分析师, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2010 年水晶球入围奖。

万玉琳, 现任中投证券研究所传媒行业研究助理, 南开大学经济学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434