

**评级：审慎推荐（下调）**
**传媒**
**公司年报点评**
**证券研究报告**

分析师 任文杰 S1080510120006  
 电话：0755-83026478  
 邮件：renwenjie@fcsc.cn

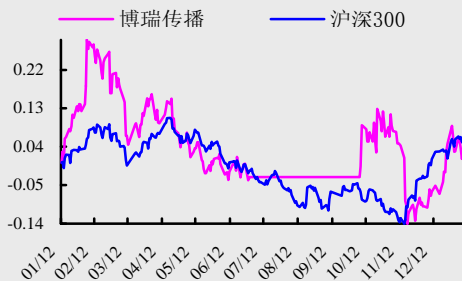
## 博瑞传播(600880) 纸媒利润有所下降,2013 期待网游业务

**交易数据**

上一日交易日股价（元）	10.49
总市值（百万元）	6,588
流通股本（百万股）	414
流通股比率（%）	65.94

**资产负债表摘要（12/12）**

股东权益（百万元）	2,257
每股净资产（元）	3.59
市净率（倍）	2.92
资产负债率（%）	17.77

**公司与沪深 300 指数比较**

**相关报告**

**事件：**博瑞传播公布了 2012 年年报。2012 年营业收入比上年增长 3.36% 至 13.50 亿元，归属于上市公司股东的净利润比上年下降 27.44% 至 2.86 亿元。利润分配方案是每 10 股派发现金 2.30 元(含税)，

**点评：**

**房地产公允价值变动收益减少** 2012 年第 4 季度单季度营业收入同比增长 10.2% 至 3.42 亿元，单季度归属于上市公司股东的净利润同比下降 63% 至 4200 万元。净利润同比下降主要是由于 2011 年采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益有 1.94 亿元。扣除非经常损益后，2012 年归属母公司所有者的净利比上年同期下降 6.59%。

**广告业务毛利率下降** 2012 年广告业务收入同比增长 12.72% 至 4.11 亿元，平面广告业务虽然实现收入 24390 万元，同比增长 7.16%。但由于业务拓展难度和投放成本的挤压，广告业务毛利率比上年下降 10.1 个百分点到 55.33%。公司在代理《成都商报》的广告之外，积极开拓户外广告业务，博瑞眼界作为公司的户外广告运营平台，通过开发、拍卖、购买等多种形式的展，在四川本地户外广告媒体行业取得一定竞争优势，通过并购方式加快外延扩张，武汉博瑞银福和海南博瑞三乐项目的成功落地，标志着博瑞眼界在跨区域发展上已经探索出了适合自身发展的模式。

**发行投递业务成功拓展电商配送业务** 发行和投递业务收入同比增长 19.76% 至 1.83 亿元，毛利率提升 2.49 个百分点至 45.77%。实现《成都商报》日均发行量近 60 万份。依托遍及全省的渠道资源推进电商物流配送业务，使得发行投递公司 2012 年净利润同比增长 131% 至 1822 万元。

**2013 年新游戏将陆续推出** 2012 年网游收入同比下降 10.06% 至 9366 万元，毛利率下降了 5.76 个百分点至 79.9%。2012 年公司重点培育的页游类穿越题材职场游戏《小宝升职记》已正式上线运营，预计 2013 年年初开始大规模推广和联运。公司引进的 3D 端游《寻龙记》国内市场运营将于 2013 年 3 月全面铺开，端游类游戏《梦幻剑侠》《轩辕战纪》正在开发中，预计 2013 年 2 季度开始商业化运营。2012 年公司投资 5000 万元增资控股常州天堂，成功获取韩国 T3 开发的大型 3D 音乐舞蹈



类网络游戏《劲舞堂》(《Audition2》)自商业发售日起为期5年的中国大陆地区独家运营代理权,使公司网游产品和运营模式更加丰富充实。目前《劲舞堂》游戏国家文化部和新闻出版总署的审批、本土化工作及封测已完成,2013年上半年将进入实际运营阶段。公司的1732游戏运营平台目前运营了公司自有游戏13款,及引进游戏3款。我们预计2013年随着新游戏的运营,公司的网游业务有望加速增长。

**通过收购布局页游** 2012年10月,公司董事会通过向包括博瑞投资在内的不超过10名特定投资者非公开发行股票的议案,发行数量不超过1.2亿股,非公开发行价格不低于9.09元/股,募集资金不超过10.6亿元,在扣除发行费用后全部用于收购北京漫游谷信息技术有限公司70%的股权。其产品《七雄争霸》为主要收入来源,曾创造最高同时在线100万人的国内最新网页游戏在线纪录,并且储备了后续发展的系列项目。2010年,漫游谷实现归属母公司净利润4308万元,2011年度实现11916万元。如果收购完成,公司在网页游戏领域将取得领先地位,未来公司还将布局手机游戏,形成包括客户端游戏、网页游戏、手机游戏多端发展的产业布局,来自新媒体业务的收入和利润进一步提高。

**媒体印刷业务受影响** 2012年印刷业务收入同比下降9.18%至5.35亿元,毛利率比上年下降2.04个百分点至29.15%。虽然商业印刷业务有所增长,平面媒体印刷业务受版面出版数量和彩报占比的影响,成都商报印刷业务量减少,而商业印刷业务有所增长。

**租赁和小额贷款业务是新增长点** 租赁业务收入同比增长573%至3352万元,“博瑞·创意成都”目前签约出租率整体接近90%。公司出资37,000万元发起设立成都博瑞小额贷款有限公司。博瑞小贷公司注册资本为人民币50,000万元,公司出资占总股本的74%。虽然小贷公司2012年9月才成立,2012年已经实现营业收入1140万元,净利润277万元。我们预计2013年小贷公司的收入和利润将继续增长。

**利息收入增加** 2012年管理费用增长26.12%至1.67亿元,管理费用率从上年的10.6%增加到12.3%。主要是由于本期收购及新设子公司合并范围较上期增加以及“创意成都”项目投入运营,相应管理费用增加所致。2012年销售费用同比下降2.23%至6045万元,销售费用率从上年的4.7%下降到4.5%。财务费用的净收入从上年的496万元增加到1703万元。主要是定期存款利息收入较上年增加。

**盈利预测** 如果暂不考虑拟非公开发行股份收购资产的影响,我们预计2013年至2015年的EPS将分别为0.55元、0.63元、0.73元,对应当前股价的市盈率分别为19、17、14倍。给予“审慎推荐”评级。

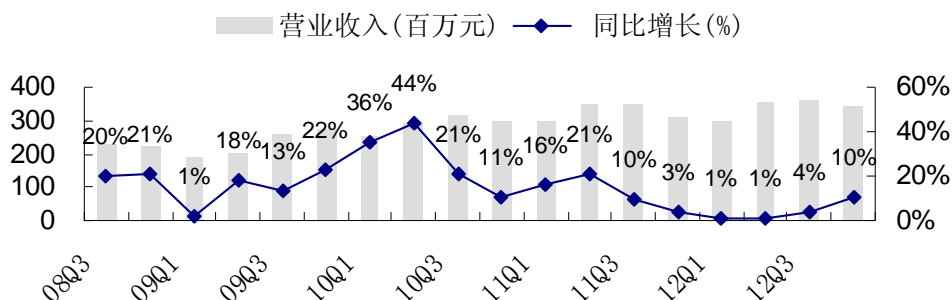
**风险提示** 报纸发行和广告收入受到新媒体的影响。网络游



戏存在收入的生命周期，后续需要持续推出的成功的新游戏。

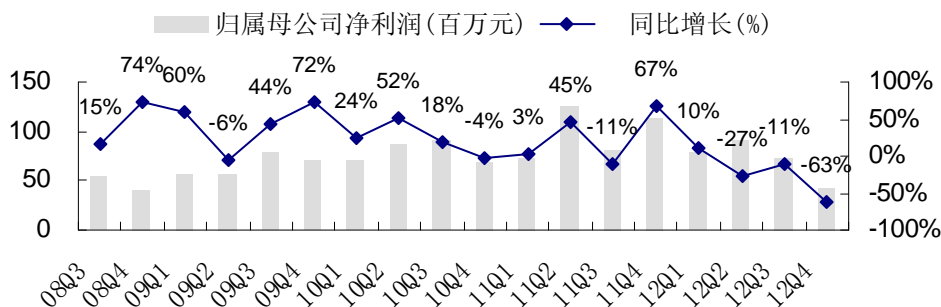


图 1、2012Q4 单季度营业收入增长 10.2%



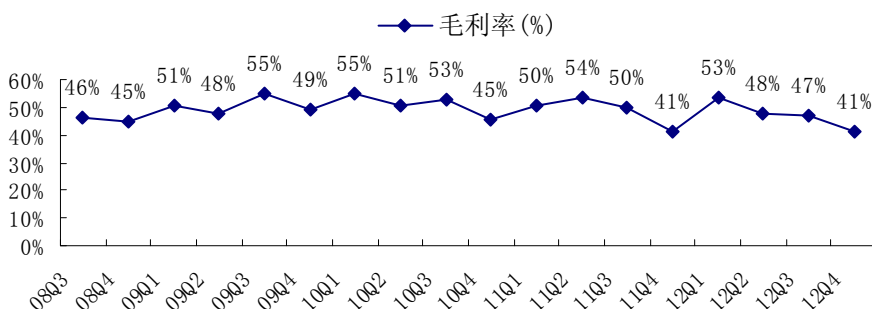
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 2、2012Q4 单季度归属于母公司股东净利润同比下降 64%



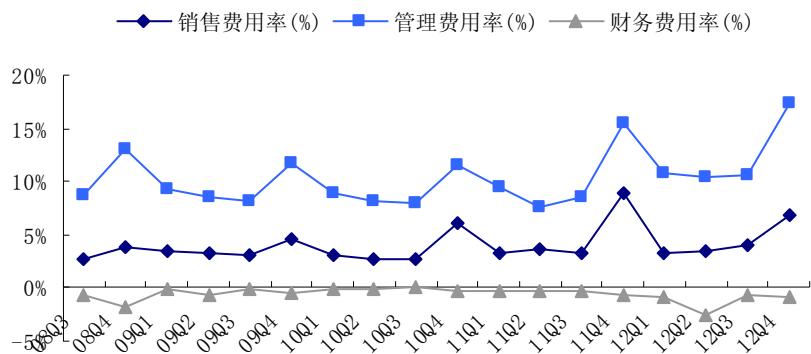
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 3、2012Q4 单季度毛利率 41.1%



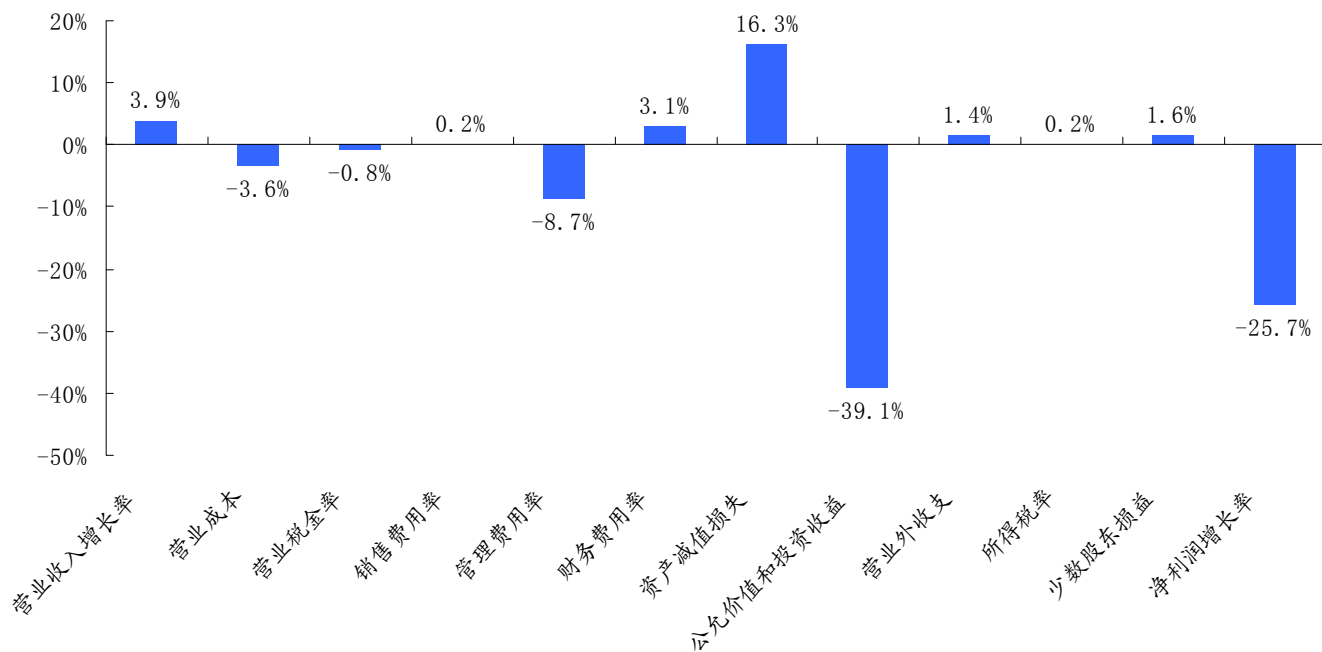
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 4、2012Q2 单季度销售费用率 6.9%，管理费用率 17.4%，



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 5、2012 年 1-9 月净利润增长率贡献分解



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所



## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>1,064.8</b>	<b>768.4</b>	<b>1,270.5</b>	<b>1,760.8</b>	一、营业收入	1,306.0	1,356.3	1,515.6	1,681.3
货币资金	839.9	498.5	976.8	1,445.0	减: 营业成本	668.4	716.9	781.9	848.9
交易性金融资产	6.5	6.4	6.4	6.4	营业税金及附加	40.9	46.1	51.5	57.2
应收款项	67.6	117.3	132.9	147.4	销售费用	61.8	60.5	66.7	74.0
预付款项	31.2	30.1	32.1	34.9	管理费用	132.3	166.8	181.9	201.8
存货	66.9	49.5	55.9	60.6	财务费用	-5.0	-17.0	-12.1	-14.3
其他流动资产	52.7	66.5	66.5	66.5	资产减值损失	68.9	9.7	11.6	11.5
<b>非流动资产</b>	<b>1,696.4</b>	<b>1,900.0</b>	<b>2,297.3</b>	<b>2,252.5</b>	加: 公允价值变动收益	191.7	-0.1	-0.1	-0.1
长期投资及金融资产	159.1	157.0	607.2	607.2	投资收益	0.5	4.4	4.4	4.4
投资性房地产	484.2	484.2	484.2	484.2	其中: 联营企业收益	7.2	4.4	4.4	4.4
固定资产	590.9	601.5	549.7	498.0	二、营业利润	530.8	377.6	438.4	506.5
在建工程	14.3	6.7	17.6	29.5	加: 营业外收入	1.7	9.8	10.3	10.8
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.1	1.8	1.9	2.1
无形及递延性资产	447.8	649.1	637.1	632.1	三、利润总额	531.4	385.7	446.8	515.2
其他非流动资产	0.0	1.4	1.4	1.4	减: 所得税费用	110.8	79.7	89.4	103.0
<b>资产总计</b>	<b>2,761.2</b>	<b>2,668.4</b>	<b>3,567.8</b>	<b>4,013.3</b>	四、净利润	420.5	306.0	357.5	412.2
<b>流动负债</b>	<b>533.4</b>	<b>507.9</b>	<b>585.4</b>	<b>618.7</b>	归属母公司净利润	393.8	292.8	342.0	394.4
短期借款	20.0	20.0	20.0	20.0	少数股东损益与调整	26.7	13.2	15.4	17.8
应付账款	189.2	149.6	214.2	232.6	五、总股本(百万股)	625.2	625.2	625.2	625.2
预收帐款	147.2	124.3	137.0	152.0	EPS(元/股)	0.63	0.47	0.55	0.63
其他	177.1	214.1	214.1	214.1					
<b>长期负债</b>	<b>49.9</b>	<b>49.4</b>	<b>49.4</b>	<b>49.4</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.5	0.5	0.5	0.5	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期应付款	0.5	0.5	0.5	0.5	<b>成长能力</b>				
其他	48.9	48.5	48.5	48.5	营业收入	12.4%	3.9%	11.8%	10.9%
<b>负债合计</b>	<b>583.3</b>	<b>557.3</b>	<b>634.8</b>	<b>668.1</b>	营业毛利	7.9%	0.3%	14.8%	13.4%
少数股东权益	115.7	321.8	337.2	355.0	EBIT	-1.4%	-9.1%	18.5%	15.2%
股本	625.2	625.2	625.2	625.2	净利润	24.1%	-25.7%	16.8%	15.3%
资本公积	467.8	490.5	490.5	490.5	<b>获利能力</b>				
留存收益	969.2	1,138.2	1,480.2	1,874.6	毛利率	48.8%	47.1%	48.4%	49.5%
股东权益合计	2,177.9	2,575.6	2,933.0	3,345.2	EBIT/收入	30.8%	27.0%	28.6%	29.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,761.2</b>	<b>3,132.9</b>	<b>3,567.8</b>	<b>4,013.3</b>	净利率	30.2%	21.6%	22.6%	23.5%
					ROE	19.1%	13.0%	13.2%	13.2%
					ROIC	19.1%	11.8%	12.1%	12.2%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负债率	21.1%	17.8%	17.8%	16.6%
<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	利息保障倍数	-84.9	-18.0	-29.5	-28.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>396.7</b>	<b>-78.7</b>	<b>472.9</b>	<b>-626.6</b>	速动比率	1.77	1.28	1.96	2.64
净利润	420.5	299.0	357.5	412.2	经营现金净额/当期债务	19.83	-3.93	23.65	-31.33
折旧摊销	45.9	69.0	2.5	2.5	<b>营运能力</b>				
财务费用	-5.0	-17.0	-12.1	-14.3	总资产周转率	0.47	0.43	0.42	0.42
投资损失	-0.5	3.0	-4.4	-4.4	应收账款天数	18.64	31.13	31.56	31.56
营运资金变动	-8.7	-43.2	53.5	11.3	存货天数	36.01	24.87	25.71	25.71
其它	-98.3	-441.5	23.9	-1,086.0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-377.8</b>	<b>-295.4</b>	<b>-6.8</b>	<b>-12.3</b>	EBIT/股本	0.64	0.59	0.69	0.80
资本支出	-258.1	-170.8	-11.2	-12.3	每股经营现金流	0.63	-0.13	0.76	-1.00
长期投资	-89.8	-125.7	0.0	0.0	每股净资产	3.30	3.61	4.15	4.78
其他	-30.0	1.1	4.4	0.0	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>23.1</b>	<b>32.9</b>	<b>12.1</b>	<b>-28.0</b>	P/E	16.65	22.40	19.17	16.63
债务融资	-20.0	0.1	0.0	63.2	P/B	3.18	2.91	2.53	2.19
权益融资	74.3	132.0	0.0	0.0	P/S	5.02	4.84	4.33	3.90
其它	-31.2	-99.2	12.1	-91.2	EV/EBITDA	14.67	15.12	15.09	13.11
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>42.0</b>	<b>-341.2</b>	<b>478.2</b>	<b>-666.9</b>					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135