



改革初见成效，总体形势向好

投资要点

- **事件:** 博瑞传播公告发行股份购买资产暨关联交易预案, 拟向成都传媒集团以发行股份的方式购买其持有的现代传播 100% 股权及公交传媒 70% 股权。现代传播 100% 股权初步作价 39963 万元, 公交传媒 70% 股权初步作价 42068 万元, 合计 8.2 亿元。
- **公司 2017 年底剥离了传统媒体印刷和发行资产及业务, 如今拟并购两家优质的营销公司, 改革推进力度加快。** 公交传媒负责运营成都市公交广告媒体资源, 包括公交候车亭广告牌、公交车身、公交车载电视及公交车内看板等。2017 年, 公交传媒实现营收 9049 万元、归母净利润 3776 万元 (+44%)。现代传播成立于 2018 年 3 月 27 日, 拥有成都市人民政府无偿授予的成都市 30 年 (2018 年 3 月 31 日-2048 年 3 月 30 日) 公交广告经营权。现代传播将其拥有的成都市公交广告经营权委托公交传媒运营, 在委托经营期限内向其收取媒体资源经营管理费。公司拟并购的标的极具稀缺性, 业务具有很高的护城河。
- **公司极具改革动力, 敢于尝试推动改革。** 公司新任董事长雷厉风行, 积极推进改革, 上任以来公司在公众形象、经营业绩和管理水平上都呈现全新的变化。公众形象方面, 公司对官网实施整改, 公司董秘在雪球等多种场合积极与投资者沟通; 业绩方面, 尽管 2017 年公司业绩明显下滑, 但 2018Q1 归母扣非净利润同比提升 79%, 业绩触底反弹趋势明显。管理水平方面, 公司在 2018 年明确了新战略目标, 实施横向专业化重组和纵向压缩管理层级的管理方法, 保证组织效率, 抓严格的月评季考, 奖罚分明。与此同时, 作为成都市国资委旗下唯一的文化传媒类上市企业, 公司在政策、人才吸引方面具有独特的优势。
- **并购标的对业绩的承诺将直接增厚公司业绩。** 公交传媒 2018-2020 年承诺扣非归母净利润分别不低于 4302/5362/6524 万元; 现代传播 2018-2020 年承诺扣非归母净利润分别不低于 729/1343/1820 万元。考虑到博瑞传播 2017 年归母净利润为 3480 万元, 公交传媒 (70%)、现代传播的并表将大幅增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑公交传媒、现代传播并表, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.04/0.03/0.04 元, 对应 PE 为 131/135/134 倍。我们认为, 博瑞传播的核心看点在于未来的资产整合和国企改革上, 应该关注公司未来的改革动向, 暂不对博瑞传播做投资评级建议。
- **风险提示:** 改革推进力度和报批时间不及预期、并购标的业绩不及预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	893.62	623.53	621.38	628.66
增长率	-11.14%	-30.22%	-0.34%	1.17%
归属母公司净利润 (百万元)	34.80	39.58	38.18	38.61
增长率	-42.13%	13.72%	-3.52%	1.12%
每股收益 EPS (元)	0.03	0.04	0.03	0.04
净资产收益率 ROE	0.63%	0.84%	0.79%	0.76%
PE	149	131	135	134
PB	1.42	1.41	1.40	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杭爱

电话: 010-57758568

邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.93
流通 A 股(亿股)	7.33
52 周内股价区间(元)	4.26-7.12
总市值(亿元)	51.71
总资产(亿元)	41.54
每股净资产(元)	3.34

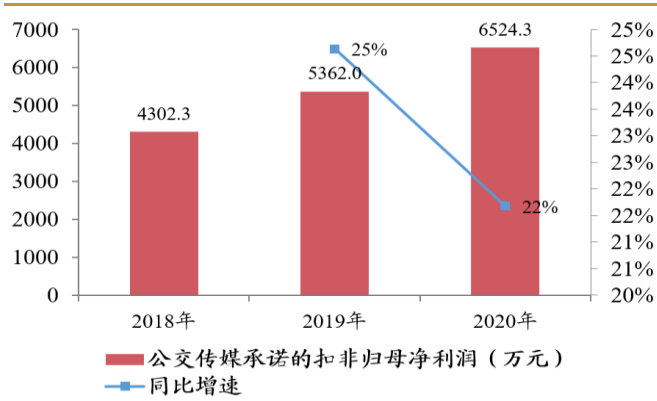
相关研究

1. 博瑞传播 (600880): 处置低效资产、推动转型升级 (2017-12-01)
2. 博瑞传播 (600880): 战地指挥官吹响博瑞复苏集结号 (2017-06-19)

1 本次并购的情况

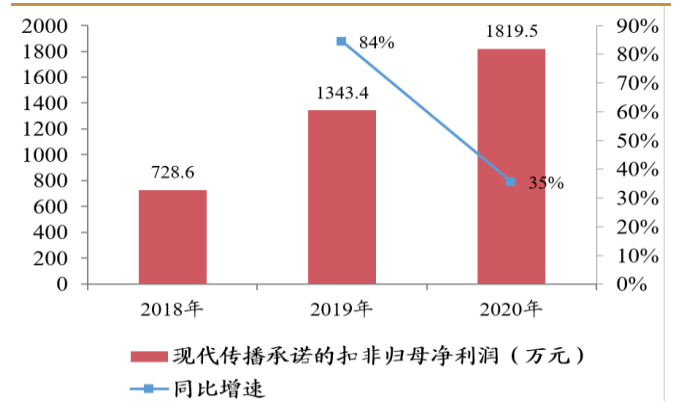
博瑞传播拟向成都传媒集团以发行股份的方式购买其持有的现代传播 100% 股权及公交传媒 70% 股权。现代传播 100% 股权初步作价 39963 万元，公交传媒 70% 股权初步作价 42068 万元，合计 8.2 亿元。传媒集团承诺：公交传媒 2018-2020 年承诺的扣非归母净利润分别不低于 4302/5362/6524 万元，增速保持在 20% 以上；现代传播 2018-2020 年的扣非归母净利润分别不低于 729/1343/1820 万元，2019-2020 年业绩增速分别达 84%、35%。

图 1：公交传媒承诺的 2018-2020 年归母扣非净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

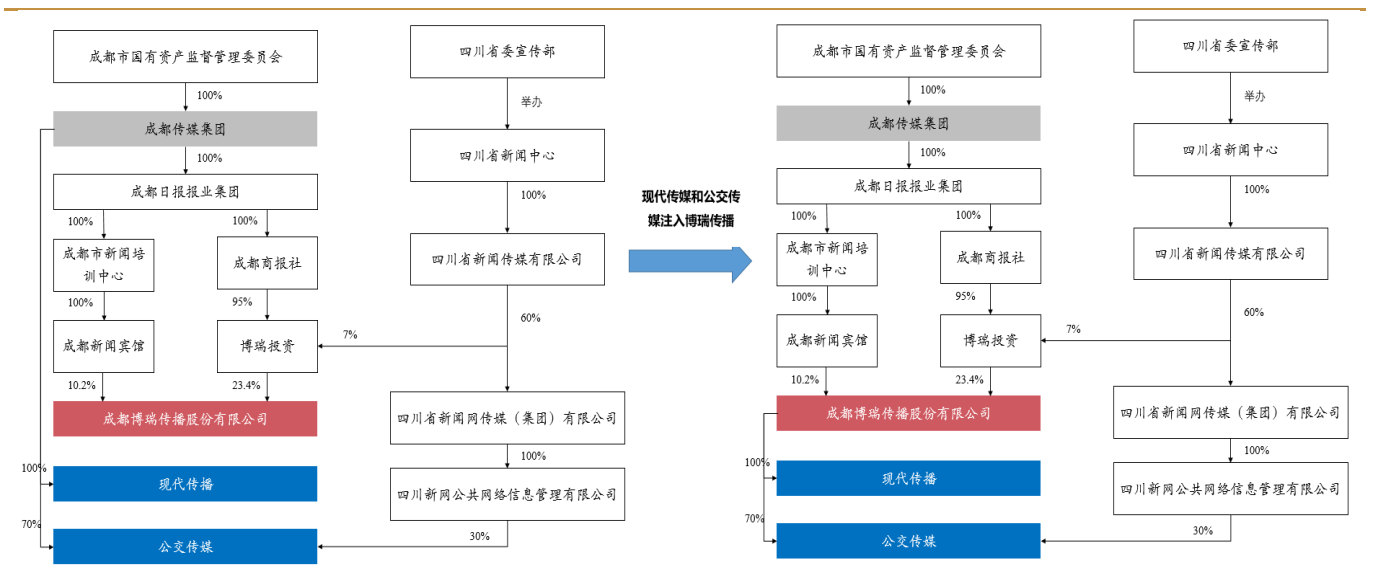
图 2：现代传播承诺的 2018-2020 年归母扣非净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

母公司优质资产注入，博瑞传播广告业务将被拓宽。 公交传媒、现代传播的控股股东为成都传媒集团，实控人是成都市国资委，公交传媒的另一股东为新网公共，实控人为四川省委宣传部。公交传媒背靠成都传媒集团与川网股份两大媒体集团，是省市共同组建的专业的公交广告媒体资源运营企业。博瑞传播的实控人同为成都市国资委，本次母公司优质资产注入后，博瑞传播将间接取得成都市公交广告经营权，独家负责运营成都市公交广告媒体资源，与公司同类户外媒体产生协同效应。与此同时，作为成都市国资委旗下唯一的文化传媒类上市企业，公司在政策、人才吸引方面具有独特的优势。

图 3：母公司将优质资产注入博瑞传播



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司拟收购的标的——公交传媒

公交传媒目前主要负责运营成都市公交广告媒体资源，通过采购公交广告媒体资源，向终端客户或广告代理商提供广告制作、发布和运维等专业的服务，来赚取媒体资源使用费用与提供广告服务收费之间的价差。目前，公交传媒基于现有的四种公交媒体资源，即公交候车亭、公交车身、车载电视和车内看板，为客户提供广告发布服务。公交传媒自 2015 年正式运营以来，已为包括可口可乐、麦当劳、京东、苏宁易购、优信二手车、去哪儿网、五粮液、农夫山泉等国内外知名品牌在内的 100 余家终端广告主提供过广告发布服务。

公司资源量情况如下：

公交候车亭广告：截至 2018 年 6 月初，公交传媒经营公交候车亭大牌 3175 块和小牌 2268 块，且资源主要坐落于一环路、二环路、天府大道等核心干道和天府广场、盐市口、总府路等超核心商圈，广告价值有望继续提升。

公交车身广告：截至 2018 年 6 月初，公交传媒共有 838 辆公交车的车身广告资源，成都市内公交车的数量远不止于此，但能做车身广告的目前仅有这 838 辆。因为公司是成都市区内唯一可以发布公交车身商业广告的公司，未来随着成都市更多公交车身广告的开放，公司广告资源有望进一步增加。公交系统遍布于城市各大大街道，公交车身广告具有 CPM 低、接触几率高的优势，广告效应强。

公交车载电视广告：截至 2018 年 6 月初，公交传媒拥有 3625 台公交车载电视的运营权，车载电视广告具有高频次循环播出、公交车内低干扰、视频画面冲击力强等优势。

公交车内看板广告：截至 2018 年 6 月初，公交传媒拥有 5801 辆公交车车内看板的运营权，公交车内看板广告可视性强、信息到达率高、曝光时间长、频次高和广告成本低。

图 4：公交传媒目前拥有的公交系统资源情况



公交候车亭广告 公交候车亭大牌3175块和小牌2268块



公交车身广告 838辆公交车的车身广告资源



公交车载电视广告 3625台公交车载电视运营权

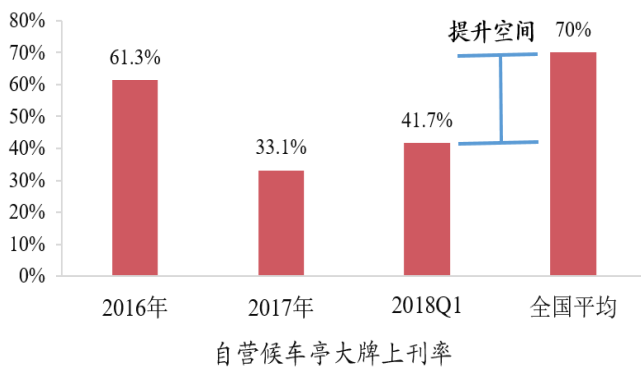


公交车内看板广告 5801辆公交车车内看板运营权

数据来源：公司公告，西南证券整理

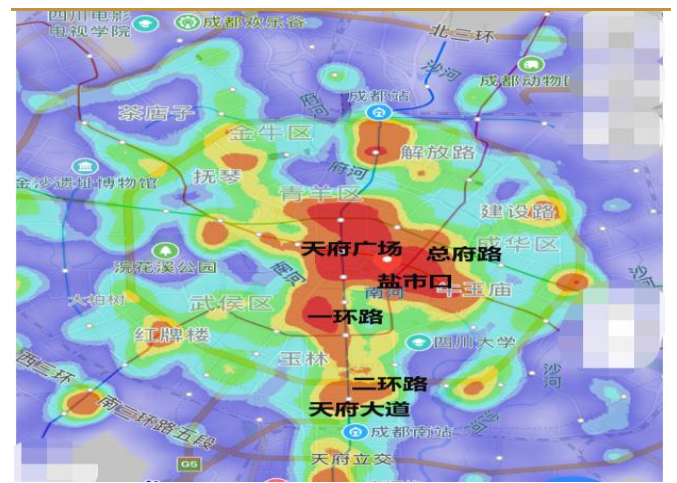
公交候车亭广告平均上刊率仍有大幅提升空间，公司候车亭所处地段优越，广告价值有望提升。受成都市房地产市场持续火爆的影响，房地产市场供不应求，地产客户广告投放金额大幅下降，公交传媒的自营候车亭大牌上刊率在 2016-2017 年分别为 61.3%、33.1%，2018Q1 以来，公司将自营业务重心从地产转向互联网、医美等行业，2018Q1 的上刊率迅速提升至 41.7%。根据 CODC 的数据，目前全国公交候车亭广告平均上刊率约在 70% 左右，公司仍有进一步提升的空间。与此同时，公交传媒资源主要坐落于一环路、二环路、天府大道等核心干道和天府广场、盐市口、总府路等超核心商圈，预计在线上流量越来越贵，互联网企业纷纷转向线下获取流量的趋势下，拥有高人流量、高质量客户群的公交候车亭广告价值将进一步凸显，公司广告客户资源或将不断增长。

图 5：公交传媒自营候车亭大牌广告上刊率有提升空间



数据来源：公司公告，CODC，西南证券整理

图 6：公交传媒资源主要位于成都市超核心商圈



数据来源：百度地图，西南证券整理

2019 和 2026 年，部分候车亭大牌媒体资源将由公交传媒收回并纳入自营业务体系，或将显著增强公交传媒盈利能力。公司公告显示，受历史原因的影响，公交传媒自营候车亭大牌销售均价明显高于委托经营候车亭大牌的销售均价。以 2017 年为例，2017 年自营候车亭大牌销售均价为 7.3 万元/个/年，远高于委托经营的 8976 元/个/年。公司原来曾有协议以收取较低媒体资源使用费的形式，将部分候车亭大牌媒体资源经营权出租给白马广告和省广集团。上述协议将于 2019 和 2026 年陆续到期，涉及到的候车亭媒体资源将转为公交传媒的自营候车亭资源，预计公司盈利能力将被显著提振。

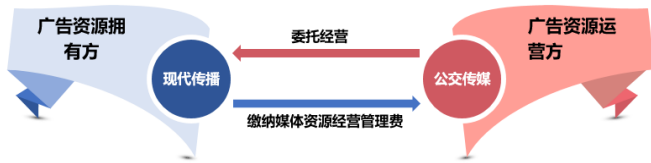
3 公司拟收购的标的——现代传播

现代传播拥有 30 年成都市公交广告经营权。现代传播成立于 2018 年 3 月 27 日，拥有成都市人民政府无偿授予的成都市公交广告经营权，委托经营期限为自 2018 年 3 月 31 日起至 2048 年 3 月 30 日止，共 30 年。现代传播盈利方式主要是将成都市公交广告经营权委托公交传媒运营，公交传媒在委托经营期限内向现代传播缴纳媒体资源的经营管理费。

现代传播未来或将获得更多区域、更多媒体形式的广告经营权，想象空间巨大，且 2018-2020 年委托经营的经营管理费增长率在 20% 左右，现代传播业绩承诺的实现或有保证。公司公告显示，公交传媒按年度向现代传播支付媒体资源经营管理费，2018 年 4 月-2018 年 12 月，以及 2019-2021 年 3 年间预计的媒体资源经营管理费增速为 20%，在 2022-2026 年 5 年间，预计每年增速为 10%，在 2027-2031 年 5 年间，预计每年增速为 5%。协定的媒

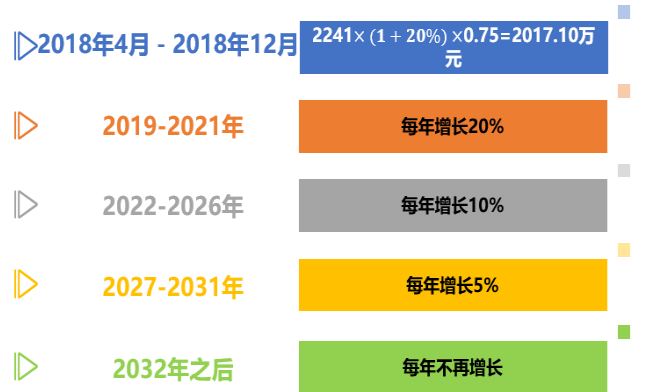
体资源经营管理费保持了较高的增速，现代传播业绩承诺的实现或有保证。与此同时，未来现代传播或将获得更多区域、更多媒体形式的广告经营权，如成都市地铁广告媒体资源、四川省其他地级市的公交广告媒体资源、其他省市的相关户外媒体资源等，同时将会考虑采用与专业媒体资源运营公司合作经营（收入分成、利润分成等方式）、成立合资公司共同运营、兼并收购运营公司等多种模式来管理和运营户外媒体资源，未来想象空间巨大。

图 7：现代传播将其拥有的广告经营权委托给公交传媒



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：现代传播未来收缴的经营管理费情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	893.62	623.53	621.38	628.66	净利润	23.74	31.80	30.07	29.11
营业成本	658.97	413.46	407.04	407.36	折旧与摊销	112.69	57.34	57.34	57.34
营业税金及附加	15.38	10.78	10.68	10.83	财务费用	-9.12	0.25	0.31	0.34
销售费用	67.22	45.27	45.92	46.05	资产减值损失	12.55	12.55	12.55	12.55
管理费用	251.88	164.10	168.21	170.69	经营营运资本变动	-117.28	110.79	-15.50	-6.69
财务费用	-9.12	0.25	0.31	0.34	其他	-202.62	-29.75	-31.70	-31.82
资产减值损失	12.55	12.55	12.55	12.55	经营活动现金流净额	-180.04	182.97	53.08	60.82
投资收益	105.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	147.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	23.77	17.21	19.15	19.27	其他	-91.42	17.21	19.15	19.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	55.91	17.21	19.15	19.27
营业利润	28.46	-5.68	-4.18	0.12	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.51	47.15	43.40	37.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	30.96	41.47	39.22	37.95	股权融资	10.17	0.00	0.00	0.00
所得税	7.22	9.67	9.14	8.85	支付股利	-21.87	-6.96	-7.92	-7.64
净利润	23.74	31.80	30.07	29.11	其他	-58.48	-12.14	-0.31	-0.34
少数股东损益	-11.06	-7.78	-8.11	-9.51	筹资活动现金流净额	-90.17	-19.10	-8.23	-7.98
归属母公司股东净利润	34.80	39.58	38.18	38.61	现金流量净额	-214.30	181.08	64.00	72.11
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	623.44	804.52	868.52	940.63	成长能力				
应收和预付款项	482.83	281.11	289.86	295.47	销售收入增长率	-11.14%	-30.22%	-0.34%	1.17%
存货	3.65	1.84	1.79	1.79	营业利润增长率	243.74%	-119.97%	26.37%	102.84%
其他流动资产	19.73	8.03	8.01	8.10	净利润增长率	-56.62%	33.94%	-5.43%	-3.22%
长期股权投资	377.37	377.37	377.37	377.37	EBITDA 增长率	73.14%	-60.69%	3.01%	8.10%
投资性房地产	535.89	535.89	535.89	535.89	获利能力				
固定资产和在建工程	315.98	294.22	272.46	250.71	毛利率	26.26%	33.69%	34.49%	35.20%
无形资产和开发支出	1174.66	1142.42	1110.18	1077.94	三费率	34.69%	33.62%	34.51%	34.53%
其他非流动资产	700.99	697.65	694.31	690.97	净利率	2.66%	5.10%	4.84%	4.63%
资产总计	4234.54	4143.05	4158.38	4178.87	ROE	0.63%	0.84%	0.79%	0.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.56%	0.77%	0.72%	0.70%
应付和预收款项	265.54	209.37	203.32	202.30	ROIC	0.88%	-0.27%	-0.21%	0.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.77%	8.32%	8.60%	9.19%
其他负债	187.08	138.01	137.23	137.27	营运能力				
负债合计	452.62	347.38	340.56	339.57	总资产周转率	0.21	0.15	0.15	0.15
股本	1093.33	1093.33	1093.33	1093.33	固定资产周转率	2.34	2.04	2.19	2.40
资本公积	816.81	816.81	816.81	816.81	应收账款周转率	4.96	4.47	5.12	5.22
留存收益	1720.25	1752.87	1783.13	1814.11	存货周转率	48.62	104.14	134.01	135.12
归属母公司股东权益	3641.48	3663.01	3693.28	3724.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.17%	—	—	—
少数股东权益	140.44	132.66	124.55	115.04	资本结构				
股东权益合计	3781.92	3795.67	3817.82	3839.29	资产负债率	10.69%	8.38%	8.19%	8.13%
负债和股东权益合计	4234.54	4143.05	4158.38	4178.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.09	4.22	4.62	4.95
					速动比率	3.08	4.21	4.61	4.94
					股利支付率	62.83%	17.59%	20.73%	19.78%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	132.03	51.90	53.47	57.80	每股收益	0.03	0.04	0.03	0.04
PE	148.60	130.67	135.43	133.93	每股净资产	3.33	3.35	3.38	3.41
PB	1.42	1.41	1.40	1.39	每股经营现金	-0.16	0.17	0.05	0.06
PS	5.79	8.29	8.32	8.23	每股股利	0.02	0.01	0.01	0.01
EV/EBITDA	17.10	39.98	37.61	33.55					
股息率	0.42%	0.13%	0.15%	0.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn