2018 年 11 月 14 日
证券研究报告•动态跟踪报告
博瑞传播（600880）传媒

当前价：4.40 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

优化资产结构，明晰主业方向

投资要点

- **事件：**公司及公司控股的 3 家子公司与澜海投资分别签署股权转让协议，约定向公司实际控制方的全资子公司澜海投资转让所持有的包含全资、控股、参股在内的 14 家子公司股权，转让价款合计 3.2 亿元，预计将增加公司 2018 年度利润 8800 万元。

- **14 家子公司股权回流母公司，公司资产结构进一步优化。**2018 年 7 月 26 日，公司曾公告拟将下属各级 26 家公司股权转让给博瑞传播的间接控股股东传媒集团及下属公司。2018 年 11 月 13 日，公司确定将可转让的北京博瑞盛德创业投资、成都博瑞广告、四川博瑞书坊文化等 14 家下属公司转让给公司实际控制方的全资子公司澜海投资，成为继 2017 年底公司剥离印刷及发行投递业务之后的又一次资产剥离，此次交易后，公司将进一步剥离广告、物业管理咨询、书刊零售等业务，持续推进转型升级和可持续发展的步伐。

- **开源节流，游戏业务表现突出。**2018 年以来，游戏行业整体压力加剧。在节流方面，2018 年 1-9 月，公司裁撤游戏工作室、分流 200 余人（2018 上半年分流 50 余人），节省开支约 2000 万元。在开源方面，2018 年 10 月 9 日，由腾讯游戏代理运营的手游《全民主公 2》上线，开服 24 小时内登上 APP Store 游戏下载榜第一名，公司游戏业务有望实现经营情况的改善。

- **户外广告、教育、网游等业务如期发展。**目前阶段，公司主营业务包括户外广告、教育（学校）、游戏等，2018 年前三季度，受主动剥离传统业务的影响，公司实现营收 4.5 亿元，同比下降 28%，实现归母净利润 2340 万元，较 2017 年同期亏损状态出现了明显的改善。随着改革的持续推进，预计公司业绩或将逐渐改善。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.11/0.03/0.04 元，对应 PE 为 37/113/112 倍。我们认为，博瑞传播的核心看点在于未来资产的整合以及国企改革上，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：**改革推进力度不及预期风险、并购进度不及预期风险。

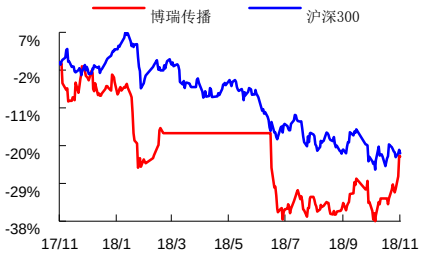
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	893.62	623.53	621.38	628.66
增长率	-11.14%	-30.22%	-0.34%	1.17%
归属母公司净利润（百万元）	34.80	115.93	38.18	38.61
增长率	-42.13%	233.11%	-67.06%	1.12%
每股收益 EPS（元）	0.03	0.11	0.03	0.04
净资产收益率 ROE	0.63%	2.42%	0.78%	0.75%
PE	124	37	113	112
PB	1.19	1.16	1.15	1.14

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

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)	3.52-5.7
总市值(亿元)	48.11
总资产(亿元)	40.63
每股净资产(元)	3.34

相关研究

1. 博瑞传播（600880）：减负图强，逐步改善 (2018-08-23)
2. 博瑞传播（600880）：改革初见成效，总体形势向好 (2018-06-07)
3. 博瑞传播（600880）：处置低效资产、推动转型升级 (2017-12-01)

表 1：剥离的 14 家公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	主营业务	2017 营收	2017 归母	2018Q1 营收	2018Q1 归母
1	成都博瑞广告有限公司	批发兼零售：预包装食品；互联网信息服务；广播电视节目制作；内资电影制片、电视剧制作；网上销售；动漫设计；代理发布设计制作国内各类广告等。	5793.41	-178.35（净利润）	478.95	-269.01（净利润）
2	成都神鸟数据咨询有限公司	市场调查；广告业；展览展示代理服务、企业营销策划、社会经济咨询、计算机系统服务；软硬件的研究与销售；计算机系统设计、网页设计、计算机系统集成、网络设备安装与维护、计算机技术服务与技术咨询等。	1728.96	13.62	364.33	11.00
3	成都麦迪亚物业服务有限责任公司	物业管理及咨询；房屋经纪；停车场服务；工程项目管理；汽车租赁；绿化工程设计、施工；住宿餐饮企业管理服务；清洁服务等。	1410.88	0.46	311.15	24.03
4	成都博瑞思创广告有限公司	设计、制作、代理、发布国内各类广告。	983.61	-414.80	185.73	-78.42
5	四川博瑞书坊文化有限公司	书刊零售；商品批发与零售；广告业；租赁业；票务代理。	325.49	89.02	73,55	672.79
6	成都博瑞梦工厂网络信息有限公司	开发、销售计算机软硬件；计算机信息技术咨询、技术服务；网页设计；计算机系统服务；游戏产品运营、网络游戏虚拟货币发行等。	519.32	-1068.10	38.59	403.63
7	常州天堂网络科技有限公司	利用信息网络经营音乐娱乐产品，游戏产品，艺术品、演出剧（节）目、表演，动漫产品，从事网络文化产品的展览、比赛活动；因特网信息服务；计算机软件、游戏软件及互联网的技术开发技术咨询技术服务技术转让等。	85.44	-483.70	16.89	4.09
8	北京博瑞盛德创业投资有限公司	投资管理；经济信息咨询（不含中介）	41.94	8.89	0.00	-20.25
9	博瑞纵横国际广告（北京）有限公司	设计、制作、代理、发布国内及外商来华广告；广告信息咨询；组织文化交流活动（不含演出）；承办展览展示活动。	0.00	-51.62	0.00	-24.12
10	成都英康贸易有限责任公司	批发零售纸张、印刷器材、五金交电、机电产品（不含汽车）、金属材料（不含稀贵金属）、建筑装饰材料、建辅材料、电线电缆、日用化工产品（不含危险品）、现代办公设备及用品（不含彩色复印机）、电器产品。	0.00	0.49	0.00	-1.34
11	星百瑞（北京）传媒有限公司	影视策划；技术开发；电脑图文设计；信息咨询（不含中介）；广告设计、制作；代理、发布广告；企业形象策划；承办展览展示；投资信息咨询（不含中介）；经营演出及经纪业务等。	0.00	-0.21	0.00	-0.07
12	杭州驰游网络科技有限公司	技术开发、技术服务、技术咨询、成果转让：计算机网络技术、计算机软硬件、游戏软件；服务：网页设计。	0.00	-0.58	0.00	0.00
13	杭州瑞奥广告有限公司	国内广告设计/制作/代理/发布（除网络广告发布），包装设计，承办会展，平面设计，文化活动组织策划（除演出中介），婚庆礼仪服务等。	0.00	0.00	0.00	-1.94
14	上海博瑞传播文化发展有限公司	文化艺术交流策划，文化艺术咨询，文化艺术创作，艺术品、软件的销售，实业投资，投资管理，投资咨询，游戏及娱乐应用软件设计、开发、制作、销售、许可及市场营销等。	0.00	0.00	0.00	0.00

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）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	893.62	623.53	621.38	628.66
营业成本	658.97	413.46	407.04	407.36
营业税金及附加	15.38	10.78	10.68	10.83
销售费用	67.22	45.27	45.92	46.05
管理费用	251.88	164.10	168.21	170.69
财务费用	-9.12	0.25	0.31	0.34
资产减值损失	12.55	12.55	12.55	12.55
投资收益	105.81	80.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	23.77	17.21	19.15	19.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.46	74.32	-4.18	0.12
其他非经营损益	2.51	0.00	43.40	37.84
利润总额	30.96	121.47	39.22	37.95
所得税	7.22	28.32	9.14	8.85
净利润	23.74	93.15	30.07	29.11
少数股东损益	-11.06	-22.78	-8.11	-9.51
归属母公司股东净利润	34.80	115.93	38.18	38.61

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	23.74	93.15	30.07	29.11
折旧与摊销	112.69	57.34	57.34	57.34
财务费用	-9.12	0.25	0.31	0.34
资产减值损失	12.55	12.55	12.55	12.55
经营营运资本变动	-117.28	110.79	-15.50	-6.69
其他	-202.62	-109.75	-31.70	-31.82
经营活动现金流净额	-180.04	164.32	53.08	60.82
资本支出	147.33	0.00	0.00	0.00
其他	-91.42	97.21	19.15	19.27
投资活动现金流净额	55.91	97.21	19.15	19.27
短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	10.17	0.00	0.00	0.00
支付股利	-21.87	-6.96	-23.19	-7.64
其他	-58.48	-12.14	-0.31	-0.34
筹资活动现金流净额	-90.17	-19.10	-23.50	-7.98
现金流量净额	-214.30	242.43	48.73	72.11

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	623.44	865.87	914.60	986.71
应收和预付款项	482.83	281.11	289.86	295.47
存货	3.65	1.84	1.79	1.79
其他流动资产	19.73	8.03	8.01	8.10
长期股权投资	377.37	377.37	377.37	377.37
投资性房地产	535.89	535.89	535.89	535.89
固定资产和在建工程	315.98	294.22	272.46	250.71
无形资产和开发支出	1174.66	1142.42	1110.18	1077.94
其他非流动资产	700.99	697.65	694.31	690.97
资产总计	4234.54	4204.40	4204.46	4224.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	265.54	209.37	203.32	202.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	187.08	138.01	137.23	137.27
负债合计	452.62	347.38	340.56	339.57
股本	1093.33	1093.33	1093.33	1093.33
资本公积	816.81	816.81	816.81	816.81
留存收益	1720.25	1829.21	1844.21	1875.19
归属母公司股东权益	3641.48	3739.36	3754.36	3785.33
少数股东权益	140.44	117.66	109.55	100.04
股东权益合计	3781.92	3857.01	3863.90	3885.37
负债和股东权益合计	4234.54	4204.40	4204.46	4224.94

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	-11.14%	-30.22%	-0.34%	1.17%
营业利润增长率	243.74%	161.16%	-105.63%	102.84%
净利润增长率	-56.62%	292.32%	-67.71%	-3.22%
EBITDA 增长率	73.14%	-0.10%	-59.47%	8.10%
获利能力				
毛利率	26.26%	33.69%	34.49%	35.20%
三费率	34.69%	33.62%	34.51%	34.53%
净利率	2.66%	14.94%	4.84%	4.63%
ROE	0.63%	2.42%	0.78%	0.75%
ROA	0.56%	2.22%	0.72%	0.69%
ROIC	0.88%	3.68%	-0.21%	0.03%
EBITDA/销售收入	14.77%	21.15%	8.60%	9.19%
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.15	0.15	0.15
固定资产周转率	2.34	2.04	2.19	2.40
应收账款周转率	4.96	4.47	5.12	5.22
存货周转率	48.62	104.14	134.01	135.12
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.17%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	10.69%	8.26%	8.10%	8.04%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.09	4.45	4.80	5.13
速动比率	3.08	4.45	4.80	5.12
股利支付率	62.83%	6.00%	60.72%	19.78%
每股指标				
每股收益	0.03	0.11	0.03	0.04
每股净资产	3.33	3.42	3.43	3.46
每股经营现金	-0.16	0.15	0.05	0.06
每股股利	0.02	0.01	0.02	0.01

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	132.03	131.90	53.47	57.80
PE	124.41	37.35	113.39	112.13
PB	1.19	1.16	1.15	1.14
PS	4.84	6.94	6.97	6.89
EV/EBITDA	10.72	8.88	21.00	18.18
股息率	0.51%	0.16%	0.54%	0.18%

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn