

2010年03月25日

市场数据(人民币)

市价(元)	30.37
已上市流通A股(百万股)	241.59
总市值(百万元)	11,397.48
年内股价最高最低(元)	32.33/14.04
沪深300指数	3276.67
上证指数	3056.81
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《业绩略低于预期,下半年增长看广告复苏、网游并表》, 2009.7.21
- 2 《新媒体产业扩张提速,全资控股网游公司》, 2009.5.25

毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

博瑞传播 (600880.SH)

——业绩低于预期，加快推进新媒体业务发展

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.670	0.522	0.701	0.939	1.064	1.212
净利润增长率	48.16%	41.57%	37.17%	34.04%	13.30%	13.89%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.938	1.098	N/A
市盈率(倍)	52.98	25.39	38.44	32.34	28.55	25.07
行业优化市盈率(倍)	100.80	41.45	90.05	90.05	90.05	90.05
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	1.10	0.61	1.03	0.95	2.15	1.80
已上市流通A股(百万股)	127.29	233.19	241.59	241.59	241.59	241.59
总股本(百万股)	202.05	367.29	375.29	375.29	375.29	375.29

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论
■ 业绩低于预期，跨媒体广告和网游业务是亮点

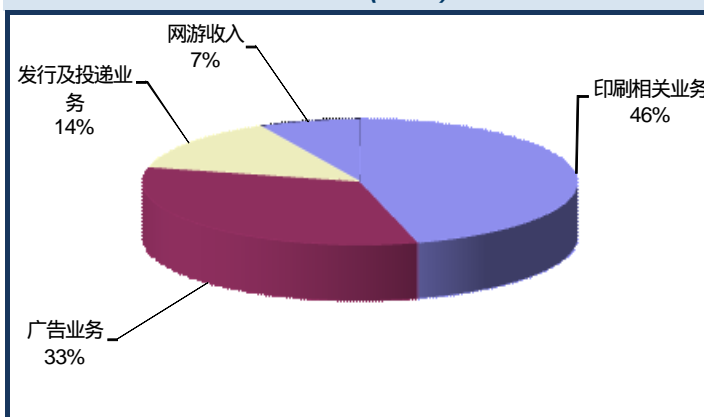
- ◆ 博瑞传播公布 2009 年年报，公司实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 14.00%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.62 亿元，较上年同期增长 37.17%，由于下半年并购了网游业务，因此同比参考意义不大，摊薄后每股收益为 0.701 元，低于我们此前的预期(0.792 元)；
- ◆ 业绩低于预期的主要原因是网游业务并表处理以及印刷业务收入低于预期所致。
- ◆ 公司的收入构成中，印刷业务实现收入 3.91 亿元，同比下降 3.62%；广告业务实现收入 2.82 亿元，同比增长 19%，发行及投递业务 1.17 亿元，同比增长 4.17%，网游收入 6523 万元。其中广告业务是最大的亮点，得益于公司在市场拓展方面的积极努力，公司加大户外和互联网媒体资源开发力度，在区域内逐步形成了资源的规模优势和品牌优势，为广告业务快速发展创造了良好条件，报告期公司广告代理量超过 4.8 亿元，其中户外广告业务实现收入约 6600 万元，同比增长 23%，公司的跨媒体广告经营优势明显。

■ 做好传统媒体运营服务商，确保传统主业稳定增长

- ◆ **继续加强拓展户外广告业务**：2010 年公司将以成都及四川户外广告资源为依托，加大 LED 等优质户外媒体资源的拓展力度，着眼长远发展，努力获取国内重点城市的户外广告资源，突破户外广告业务的地域限制，建立与品牌客户的战略合作，确保公司户外广告业务在 2010 年实现高速增长，提升公司户外广告业务的盈利能力，实现“四川第一、西南前三”的发展目标。

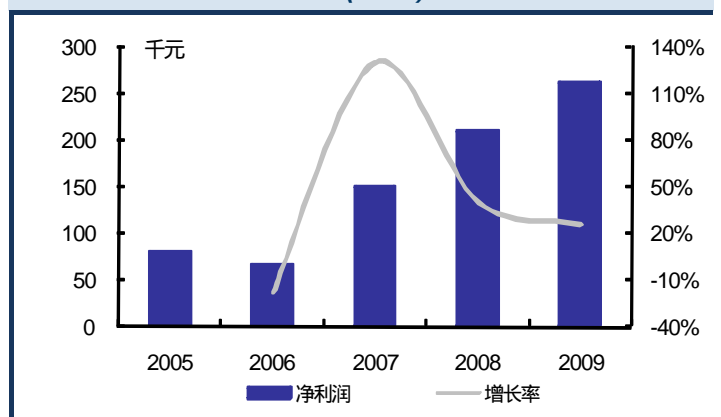
- ◆ **印刷业务方面**：在全面确保报印业务稳定增长的基础上，通过深入探索和积极调整，建立能够充分满足商印市场需求的成熟管理模式，对重点行业、重点客户实行动态服务管理，结合客户的个性化需求，加快商业印刷设备的建设，通过“填平补齐”完善印刷工艺，提升印刷设备的整体产能；同时，进一步整合印刷资源、拓展商印细分目标市场，提高商印产品的市场占有率和盈利能力，增强公司印刷业务的核心竞争能力。
- ◆ **发行业务**：公司以扩大发行区域、提升发行规模、挖掘商业价值为目标，重点加大市区新建社区和周边卫星城镇市场的开拓力度。公司在对遍布成都市区的“成都通”书报亭进行更新改造、充分满足传统业务增长需求的同时，增加拓展成都主城区户外广告业务的功能，提升“成都通”的商业价值；同时，全面启动省内二级城市的发行攻坚工作，强化发行业务网络建设，完善二级城市发行网络布点，以进一步巩固公司发行业务在成都及四川的竞争优势，为公司传统媒体运营业务的持续增长创造良好的条件。此外，要继续加强 DM 广告和物流配送增值业务的市场拓展，力争实现较大幅度的业务增量，进一步提升盈利能力。

图表1.博瑞传播主营收入构成(2009)



来源：国金证券研究所

图表2.博瑞承接净利润变化(2009)



■ 坚定推进新媒体，参与文化产业战略投资

- ◆ 公司的目标是力争用 3 年左右时间将博瑞传播打造成为国内知名、行业领先的新兴媒体内容提供商，在新媒体项目的开发力度和投资强度上加大
- ◆ **自主研发与整合行业资源相结合，延伸公司产品线。**公司重视研发，提升新产品自主创新能力，2010 年预计《web 侠义道》、新版《圣斗士》和《侠义世界》完成研发投入市场运营；同时，以公司及新成立的博瑞梦工厂为行业整合平台，通过收购、参股、重组网络游戏行业中的标的公司等方式，进一步延伸公司产品线、加速新产品的开发步伐，通过整合引进管理经营人才及专业技术人才，建设一支强大的网络游戏开发和运营团队，使公司网络游戏的新产品开发能力和运营能力得到明显的提升，促进梦工厂现有产品的互动发展，确保公司网络游戏业务的规模及市场占有率不断提高。
- ◆ **跨媒体、跨领域**：公司还将选择具有市场前景的其他新媒体领域进行投资，如互联网领域内的社区和社交网站、网络视频、电子商务以及手机媒体等，积极寻求具备行业领先、业务模式清晰、经营规模恰当的项目，不断推动博瑞传播产业升级。

■ 盈利预测与投资评级，维持“买入”投资评级

- ◆ 我们预测，公司 2009~2011 年每股收益将分别达到 0.939 元、1.064 元和 1.212 元；
- ◆ 按照最新 30.37 元的收盘价计算，公司未来三年动态市盈率分别为 32.34 倍、28.55 倍和 25.07 倍，处在国内传媒上市公司低端。

- ◆ 我们认为，博瑞传播良好的产业经营能力、坚定的战略执行力、有效的管理层激励是其保持较快发展的动力所在。随着经济的企稳复苏，公司的传统媒体业务将在公司积极的推动下有望出现较快增长；近期梦工厂推出的“寻梦计划”，旨在通过收购、参股、联合；而根据公司的发展规划，我们认为，不排除公司通过参与国内大型文化事业单位改制的方式以履行其“文化产业战略投资者”的发展定位。据此，我们仍维持对公司“买入”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	708	809	923	1,098	1,299	1,466
增长率		14.3%	14.0%	19.0%	18.3%	12.9%
主营业务成本	-351	-430	-454	-498	-617	-695
%销售收入	49.6%	53.1%	49.2%	45.4%	47.5%	47.4%
毛利	357	380	469	600	682	771
%销售收入	50.4%	46.9%	50.8%	54.6%	52.5%	52.6%
营业税金及附加	-22	-23	-29	-38	-45	-51
%销售收入	3.1%	2.9%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-42	-26	-33	-42	-48	-53
%销售收入	6.0%	3.2%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%
管理费用	-102	-91	-88	-104	-123	-139
%销售收入	14.4%	11.2%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	191	240	319	415	465	528
%销售收入	27.0%	29.6%	34.5%	37.8%	35.8%	36.0%
财务费用	-5	6	3	20	28	35
%销售收入	0.7%	-0.8%	-0.3%	-1.8%	-2.2%	-2.4%
资产减值损失	-3	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	11	-30	17	0	0	0
投资收益	32	44	11	21	20	20
%税前利润	14.1%	17.1%	3.2%	4.5%	3.9%	3.4%
营业利润	226	259	348	455	514	583
营业利润率	32.0%	32.1%	37.8%	41.4%	39.5%	39.8%
营业外收支	0	-2	3	3	3	3
税前利润	226	257	351	458	517	586
利润率	32.0%	31.8%	38.1%	41.7%	39.8%	40.0%
所得税	-76	-48	-67	-92	-103	-117
所得税率	33.8%	18.7%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	150	209	285	366	413	469
少数股东损益	14	18	22	14	14	14
归属于母公司的净利润	135	192	263	352	399	455
净利率	19.1%	23.7%	28.5%	32.1%	30.7%	31.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	150	209	285	366	413	469
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	62	75	42	45	48
非经营收益	-38	-23	-28	-28	-23	-23
营运资金变动	56	11	56	-182	58	43
经营活动现金净流	218	259	388	199	494	537
资本开支	-44	-160	-146	388	-61	-62
投资	-18	-36	-124	-1	0	0
其他	0	6	85	21	20	20
投资活动现金净流	-62	-191	-185	408	-41	-42
股权募资	261	32	75	0	-188	0
债权募资	0	0	0	-58	0	1
其他	-45	-38	-125	-27	-49	-49
筹资活动现金净流	216	-6	-50	-85	-236	-48
现金净流量	373	63	153	522	217	447

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	532	592	745	1,267	1,484	1,930
应收款项	66	77	95	105	124	140
存货	21	22	42	34	42	48
其他流动资产	62	55	32	51	61	67
流动资产	680	746	913	1,457	1,710	2,185
%总资产	49.2%	53.6%	43.9%	66.4%	69.3%	73.9%
长期投资	203	131	155	156	155	155
固定资产	411	418	511	541	558	572
%总资产	29.7%	30.1%	24.6%	24.7%	22.6%	19.3%
无形资产	85	90	498	39	42	44
非流动资产	703	646	1,167	738	756	773
%总资产	50.8%	46.4%	56.1%	33.6%	30.7%	26.1%
资产总计	1,382	1,392	2,081	2,195	2,467	2,958
短期借款	91	41	40	0	0	0
应付款项	228	205	531	383	463	522
其他流动负债	47	53	113	124	138	150
流动负债	366	299	684	506	601	672
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	64	27	26	0	0	0
负债	430	326	710	506	601	673
普通股股东权益	906	1,019	1,301	1,605	1,768	2,174
少数股东权益	47	48	70	84	98	112
负债股东权益合计	1,382	1,392	2,081	2,195	2,467	2,958

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.670	0.522	0.701	0.939	1.064	1.212
每股净资产	4.483	2.773	3.467	4.276	4.710	5.792
每股经营现金净流	1.095	0.697	1.034	0.531	1.316	1.430
每股股利	0.250	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.95%	18.82%	20.21%	21.96%	22.59%	20.92%
总资产收益率	9.79%	13.77%	12.63%	16.06%	16.19%	15.37%
投入资本收益率	11.73%	17.56%	18.19%	19.68%	19.95%	18.46%
增长率						
主营业务收入增长率	17.42%	14.34%	14.00%	19.04%	18.26%	12.88%
EBIT增长率	17.41%	25.68%	32.81%	30.35%	12.01%	13.43%
净利润增长率	48.16%	41.57%	37.17%	34.04%	13.30%	13.89%
总资产增长率	64.06%	0.67%	49.53%	5.46%	12.40%	19.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.3	8.3	12.6	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	19.0	18.3	25.9	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	38.2	30.0	31.1	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	205.6	174.3	167.7	142.3	118.0	101.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.99%	-54.13%	-52.07%	-75.58%	-80.03%	-84.84%
EBIT利息保障倍数	40.5	-38.9	-126.2	-21.3	-16.3	-14.9
资产负债率	31.11%	23.40%	34.13%	23.07%	24.38%	22.75%

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	0	3	7	8	24
买入	0	0	0	0	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.11

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 2008-07-17	买入	12.29	16.50 ~ 19.25
2 2008-07-21	买入	13.34	16.50 ~ 19.25
3 2009-01-05	买入	13.13	14.28 ~ 14.59
4 2009-02-12	买入	14.50	15.45 ~ 16.75
5 2009-05-25	买入	18.30	20.00 ~ 23.00
6 2009-07-21	买入	22.40	26.50 ~ 28.50

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。