

2009 年 01 月 04 日

 市价(人民币): 13.25元
 目标(人民币): 14.28-14.59元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通 A 股(百万股) 233.19
 总市值(百万元) 4,866.56
 年内股价最高最低(元) 21.39/9.81
 沪深 300 指数 1817.72
 上证指数 1820.81


相关报告

- 1 《中报基本符合预期,主业发展基石依然夯实》, 2008.7.21
- 2 《地震不改公司跨媒体产业布局,中报业绩有望超预期》, 2008.7.17

传媒旅游研究小组

毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

 (8621)61038290
 tangjw@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@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)

——逆风飞扬: 跨媒体产业布局的成长之路

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.207	0.249	0.369	0.517	0.610	0.680
净利润增长率	12.90%	20.36%	48.16%	40.25%	18.05%	11.50%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.519	0.623	0.714
市盈率(倍)	28.95	34.92	52.98	25.63	21.71	19.47
行业优化市盈率(倍)	34.89	102.54	100.80	48.59	48.59	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	2.07%	1.14%	0.56%	0.45%	0.60%	0.60%
PE/G(倍)	2.24	1.72	1.10	0.64	1.20	1.69
净资产收益率	17.02%	21.09%	14.95%	17.20%	17.26%	16.45%
每股净资产(元)	2.45	2.38	4.48	3.01	3.54	4.14
市净率(倍)	4.93	7.36	7.92	4.41	3.75	3.20
每股经营性现金流(元)	0.74	0.97	1.10	0.25	0.58	0.82
已上市流通 A 股(百万股)	58.63	76.80	127.29	283.00	367.29	367.29
总股本(百万股)	182.25	182.25	202.05	367.29	367.29	367.29

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、价值评估与投资建议

■ 关键假设 - 09 年媒体广告经营有所恢复、报章发行规模基本保持稳定、商印业务健康发展

- ◆ 相较其他地区的媒体, 由于受汶川大地震的直接影响, 媒体广告经营受到严重冲击, 将近有两个月的广告处于“静默”状态。尽管 09 年仍将面临经济不景气的负面影响, 但随着突发性事件影响的逐步消除, 08 年基础上报章、电视广告经营小幅的恢复性增长成为我们盈利预测的重要假设; 而户外广告经营则受惠于媒体资源的持续扩张及资源整合效应, 仍将保持较快的增长; 此外, 鉴于房地产广告在《成都商报》广告收入中近 60~70% 的比重, 预期成都地区房地产市场不出现大的崩溃、房地产企业资金链不断裂并假定房地产企业在弱市中不降低营销宣传力度也构成博瑞广告经营稳定增长的重要假设;
- ◆ 08 年 7 月 1 日开始, 成都日报报业集团大幅上调了旗下各报章的订阅、零售价格, 发行投递费率也相应大幅提高, 这将对 2009 年、2010 年发行投递业务利润增长构成重要影响。尽管我们对明后年的发行量稍作下调, 但基本保持了稳定发行规模的预期假设, 如果 09 年及以后年份《成都商报》、《成都晚报》的发行量由于经济状况不佳或售价提高等原因出现大幅减少, 势必对明后年盈利及增长水平产生不利影响;

- ◆ 明年上半年，印务公司的商印项目将逐步建成投产，相应的折旧、摊销、人员工资等固定成本费用将“浮出水面”，我们基于成都传媒集团先锋系杂志印刷业务的有力支撑，认为公司即使在商印业务大规模发展初期也不会出现收入增长乏力、毛利率水平大幅下降的情况，但募股资金项目投产后，商印能力呈几何级数增长，实际的情况还有待观察。

■ 我们与市场观点的不同之处 - 广告经营构成博瑞的核心竞争力；成都传媒集团媒体资源将以市场化经营整合为主

- ◆ 与当前市场上认为围绕《成都商报》开展经营性业务和成都传媒集团对上市公司的有力支持构成公司核心竞争力之观点不同的是，我们认为，公司长期基于报章经营性业务形成的客户资源、用户信息、媒体品牌、经营团队是其实现产业链延伸、跨媒体扩张的重要凭籍，而且，在其发展过程中又不断自我增强，构成博瑞传播长期良性发展的核心竞争力；
- ◆ 基于我们对成都传媒集团平面媒体以外经营性业务的了解和分析，我们认为，目前集团尚不具备直接予以博瑞直接的资产、盈利支持的条件，而上市公司本身也需要一定的时间对电视广告经营、内容制作等全新的业务领域加以熟悉和积累，因此，公司对成都传媒集团媒体资源将主要以市场化经营整合为主，实现成都电视台和上市公司的双赢。

■ 估值与投资建议 - 维持“买入”评级

- ◆ 我们预测，博瑞传播 2008~2010 年每股收益分别为 0.517 元、0.61 元和 0.68 元，按照 08 年末 13.25 元的收盘价计算，08~2010 年动态市盈率分别为 25.6 倍、21.7 倍和 19.5 倍；
- ◆ 结合相对估值和绝对估值的评价结果，我们认为，博瑞传播未来 12 个月合理的股价区间为 14.28~14.59 元，较当前股价仍存在一定的上升空间，而且，鉴于公司良好的经营管理能力和激励机制以及长期发展态势，我们仍维持对公司的“买入”投资评级。

■ 股价表现的催化剂 - 成都地区媒体广告经营恢复优于预期；成都传媒集团媒体资源市场化整合进度提速、手中乾坤实现上市

- ◆ 基于对未来两年中国经济增长的谨慎估计，作为媒体主要收入来源的广告经营将面临较大压力，然而，四川在经历 08 年 5 月的大地震后，国家在灾后重建、恢复生产上投入巨额资金，政策上也给予极大的扶持，经济、商务活动反而日趋活跃，房地产市场在政府迅速、高强度的政策刺激(例如，成都市最早推出购房返还个人所得税的政策)下仍保持一定的活跃度，成都作为四川省的省会、门户，受关注程度更是不降反升，因此，我们不完全排除成都地区媒体广告经营恢复好于预期的可能；
- ◆ 由于我们对于成都传媒集团的了解无法做到十分的及时、可靠，不排除成都传媒集团的广播电视业务在集团内部加速改制的推动下进入良性发展阶段，博瑞对于电视广告经营和内容制作的熟悉程度也好于预期，如集团媒体资源市场化整合进度提速将对公司短期股价产生积极影响；
- ◆ 根据近期证监会的文件精神，创业板设立有望在 09 年完成，如果目前已符合上市条件的手中乾坤能够在 2009 年实现上市，也将对公司股价表现产生一定的刺激作用。

■ 主要风险 - 广告经营恶化程度超预期，报章发行量下滑超预期

- ◆ 尽管我们在预期广告业务恢复性增长时已基于谨慎原则，但本轮中国经济所面临的困难是前所未有的，不排除经济恶化程度超出预期，进而对广告投放产生更大的负面影响，这将导致公司业绩存在大幅低于预期的可能；

- ◆ 由于成都报业集团主管的三大报在 08 年下半年都进行了大幅提价，加上经济不景气的负面影响，报章发行量可能出现超出预期的下滑，届时，将对公司的发行投递、印刷业务产生不利影响。

内容目录

1.	公司盈利预测及说明.....	7
2.	估值.....	8
2.1.	PE 估值.....	8
2.2.	DCF 估值	9
3.	逆风飞扬：跨媒体产业布局初见雏形.....	11
3.1.	传统媒体行业整体增速放缓	11
3.2.	业绩快速增长，跨媒体产业布局初见雏形	12
3.3.	跨媒体产业布局的核心竞争力 - 广告经营	15
4.	广告经营：打造西南地区强势媒体广告运营商.....	17
4.1.	报章广告：市场地位稳固，短期冲击不改稳步增长格局.....	17
4.2.	户外广告：资源整合扩张“快马加鞭”.....	20
4.3.	跨区域与跨媒体发展：延伸广告平台，拓展内容产业链.....	27
5.	渠道经营：发行投递网络多业务经营与数据库营销.....	31
5.1.	报章投递：渠道业务稳定发展的基石.....	31
5.2.	多业务经营：提高渠道效率，增收增利	32
5.3.	基于数据库的直复营销：前景广阔，然市场尚待培育	34
6.	印刷：稳固报印业务基础上的商印扩张.....	36
6.1.	报印业务：依托股东支持，稳固经营与资源整合	37
6.2.	商印业务：整合经营，稳步发展.....	39
7.	产业链延伸：新媒体拓展与泛文化产业投资.....	42
7.1.	手中乾坤 - 新兴媒体内容产业投资	42
7.2.	博瑞银杏 - 高端川菜餐饮空间巨大，整合上市蓄势待发.....	43
7.3.	创意成都 - 低成本商业地产开发，看好长期“钱”景	43
8.	股东资源整合：厚积薄发，市场化有效推进.....	45
	附录：三张报表预测摘要.....	47

图表目录

图表 1.博瑞传播盈利预测详表(2006~2012F)	7
图表 2.国际平面媒体上市公司相对估值比较	8
图表 3.DCF 估值假设条件	9
图表 4.DCF 估值表	10
图表 5.中国广告经营额及其增长(1981~2007)	11
图表 6.广告经营额与 GDP 增长密切相关	11
图表 7.中国互联网广告收入高速增长(1998~2007)	11
图表 8.品牌广告在互联网的投放快速增加	11
图表 9.中国杂志广告收入及其增长(1986~2007)	12
图表 10.中国电视广告收入及其增长(1986~2007)	12
图表 11.中国报章广告收入及其增长(1986~2007)	12
图表 12.中国广播广告收入及其增长(1986~2007)	12
图表 13.博瑞传播历年净利润及其增长(1998~2007)	13
图表 14.博瑞传播主要盈利能力指标(2003~2007)	13
图表 15.成都市区域市场国有传媒企业竞争格局	14
图表 16.成都市报章广告前 5 强(2008 年 5 月)	14
图表 17.博瑞传播战略定位调整(2004~2007)	14
图表 18.博瑞传播跨媒体扩张(2006~2008.7)	15
图表 19.中国传媒产业最主要的盈利模式 - 广告	15
图表 20.博瑞传播广告经营核心竞争力的产业链延伸和跨媒体复制	17
图表 21.成都市报章广告市场份额变化(2004~2008.5)	18
图表 22.《成都商报》日均发行量变化(1994~2007)	18
图表 23.《成都商报》广告经营额变化(1994~2007)	18
图表 24.博瑞承接《成都商报》广告量及其增长(2002~2007)	19
图表 25.博瑞代理《成都商报》广告占总量份额(2002~2007)	19
图表 26.博瑞承接《商报》广告量及其增长(2002H1~2008H1)	19
图表 27.博瑞传播广告经营额及其增长(2002H1~2008H1)	19
图表 28.博瑞传播报章广告经营分析及预测(2005~2012F)	20
图表 29.博瑞眼界户外广告资源收购一览(2006.3~2008.6)	21
图表 30.博瑞眼界路灯杆户外广告分布	21
图表 31.一环路路灯杆广告经营情况 - 中央绿化带	22
图表 32.城区道路路灯杆广告经营情况 - 道路两侧	22
图表 33.光华大道两侧单立柱广告	22
图表 34.光华大道十字路口看牌广告	22
图表 35.光华大道中央绿化带三立柱广告	23
图表 36.光华大道人行横道安全道看板	23
图表 37.博瑞眼界成南高速龙门架广告	23
图表 38.博瑞眼界成南高速天桥看板广告	23
图表 39.博瑞眼界成南高速单立柱大牌广告	24
图表 40.成南高速红线外的“野广告”	24
图表 41.成渝地区高速公路网规划图	25
图表 42.成都机场高速户外广告 - 中国银行(长单)	26
图表 43.成都机场高速户外广告 - 四川航空(短单)	26
图表 44.博瑞传播广告收入增长预测及毛利率(2006~2012F)	26
图表 45.博瑞传播户外广告经营分析及预测(2006~2012F)	27
图表 46.《西部商报》历年收入、净利润情况(2004~2008H)	28
图表 47.纵横国际历年收入、净利润情况(2003~2008H)	29
图表 48.成都电视台 1、3、4、5 频道晚间编组广告营收预测(2008F~2012F)	30
图表 49.博瑞传播发行投递业务收入及毛利率变化()	32
图表 50.博瑞传播发行投递业务分析及预测(2004~2012)	32
图表 51.博瑞传播发行投递网络多业务经营	33

图表 52.博瑞传播 DM 广告业务稳步增长(2001~2012).....	34
图表 53.各国直复营销广告投入占比.....	34
图表 54.中国直复营销发展尚处在起步阶段.....	34
图表 55.直复营销模式与传统大众媒体营销对比	35
图表 56.神鸟数据直复营销运作模式分析	36
图表 57.成都五大日报发行量市场份额(2004~2006)	37
图表 58.博瑞传播承接《成都商报》印刷收入变化 ^注	37
图表 59.博瑞传播非关联印刷业务收入变化.....	38
图表 60.博瑞传播印刷业务毛利率变化	38
图表 61.新闻纸价格变化(2005.1~2008.12)	38
图表 62.博瑞印务配股资金投向—商印项目设备调整及投资对比.....	40
图表 63.博瑞传播印刷业务分析预测(2001~2011F).....	41
图表 64.手中乾坤营业收入及净利润情况(2006~2008H)	43
图表 65.博瑞银杏历年收入、净利润情况(2005H1~2008H1)	43
图表 66.“创意成都”项目基本指标.....	44
图表 67.“创意成都”租赁面积部分经济指标测算	44
图表 68.“创意成都”销售面积部分经济指标测算	44

1. 公司盈利预测及说明

由于我们在下文中对公司各业务板块进行分析时做出了相关判断和假设，在此就不一一将假设条件赘述了。由于从 08 年开始公司不再合并博瑞银杏餐饮收入，加上四川大地震对经营的负面影响，使得公司营业收入增幅出现明显下降，但对公司整体盈利状况影响较为有限。

图表1. 博瑞传播盈利预测详表(2006~2012F)

千元	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
营业收入	605,500	707,734	767,271	836,868	918,215	973,600	1,023,623
印刷业务	329,440	362,014	436,864	442,004	485,246	518,503	548,204
广告业务	103,700	150,652	168,475	204,283	224,764	244,191	262,118
发行投递业务	76,235	102,232	121,905	148,963	165,266	166,569	167,486
餐饮	52,595	59,759					
学校业务	26,329	28,020	34,465	35,499	36,209	36,933	37,671
其他	14,417	5,057	5,563	6,119	6,731	7,404	8,144
营业总成本	486,079	525,023	534,935	564,500	609,395	649,580	686,650
其中：营业成本	321,450	351,107	404,731	419,814	453,553	486,623	516,599
印刷业务	225,129	230,950	291,825	297,026	322,688	346,360	367,845
广告业务	24,890	50,467	44,445	58,312	62,105	68,801	73,794
发行投递业务	25,044	32,444	45,714	40,965	44,622	46,639	49,408
餐饮	19,124	20,713					
学校业务	15,735	15,528	18,680	19,134	19,408	19,685	19,966
其他	11,131	1,005	4,067	4,377	4,730	5,138	5,585
营业税金及附加	21,820	21,734	23,018	25,106	27,546	29,208	30,709
营业税金及附加比率	3.60%	3.07%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
营业费用	39,277	42,162	26,854	29,709	33,056	35,536	37,874
营业费用率	6.49%	5.96%	3.50%	3.55%	3.60%	3.65%	3.70%
管理费用	95,901	101,862	81,331	87,871	92,740	95,413	98,268
管理费用率	15.84%	14.39%	10.60%	10.50%	10.10%	9.80%	9.60%
财务费用	5,436	4,710	(2,500)	1,500	2,500	2,800	3,200
资产减值损失	2,195	3,448	1,500	500	0	0	0
加：公允价值变动收益		11,443	(26,000)	1,500	3,000	3,500	2,500
投资收益	(1,332)	31,993	45,000	22,500	22,000	20,000	21,500
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	844	2,398	6,500	7,800	9,600	10,500	12,500
营业利润	118,089	226,147	251,337	296,367	333,820	347,520	360,974
加：营业外收入	78	229	800	300	300	300	300
减：营业外支出	628	187	2,500	500	500	500	500
利润总额	117,539	226,189	249,637	296,167	333,620	347,320	360,774
减：所得税费用	52,442	76,498	42,438	53,310	63,388	69,464	72,155
加：未确认的投资收益							
实际所得税率	44.62%	33.82%	17.00%	18.00%	19.00%	20.00%	20.00%
净利润	65,097	149,691	207,198	242,857	270,232	277,856	288,619
减：少数股东损益	10,774	14,307	17,168	18,885	20,396	22,028	23,790
归属母公司所有者的净利润	54,323	135,384	190,030	223,972	249,836	255,828	264,829
每股收益(元)	0.148	0.369	0.517	0.610	0.680	0.697	0.721

来源：国金证券研究所

根据我们的测算，博瑞传播 2008~2010 年营业收入将分别达到 7.67 亿元、8.36 亿元和 9.18 亿元，每股收益分别为 0.517 元、0.61 元和 0.68 元。

2. 估值

2.1. PE 估值

相较传媒子行业中有线网络运营的财务特征，平面媒体经营总体具有轻资产(折旧摊销在成本费用中占比较小)、现金流状况良好、收益即期反映的特点，因此，市盈率是对平面媒体较为简单可行、易于国际比较的相对估值方法。从国际平面媒体上市公司相对估值指标来看，在 08 年全球金融风暴的大幅下跌后，平面媒体及综合性传媒集团估值均出现显著下调：报业集团 08 年市盈率中值为 16.5 倍，出版业在 14.9 倍左右，综合性传媒集团最低，为 12.6 倍(见图表 2)。其中，报业公司中估值最高的是巴菲特持有的华盛顿邮报，07-09 年市盈率分别为 25.25 倍、19.61 倍和 19.89 倍。

图表2. 国际平面媒体上市公司相对估值比较

	PE			PB			EV/EBITDA		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
综合传媒									
Time Warner	13.10	11.25	10.11	1.01	0.73	0.74	7.45	6.26	5.90
The Walt Disney Co.	16.99	12.66	12.01	2.01	1.71	1.82	8.14	7.05	6.81
News Corp	30.19	20.41	15.66	3.87	3.11	2.58	19.54	13.02	9.31
Viacom	14.49	6.80	6.88	0.85	0.39	0.38	7.50	4.92	4.87
Zee Entertainment	37.00	17.89	14.59	4.96	2.52	2.20	20.01	12.60	10.29
mean	22.35	13.80	11.85	2.54	1.69	1.54	12.53	8.77	7.43
median	16.99	12.66	12.01	2.01	1.71	1.82	8.14	7.05	6.81
报业									
New York Times	18.07	16.50	18.36	2.58	1.84	1.84	7.11	8.53	8.77
Washington Post	25.25	19.61	18.89	2.18	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Gannett	8.53	4.14	4.70	1.00	0.49	0.47	6.35	4.42	4.63
mean	17.28	13.42	13.98	1.92	1.17	1.15	6.73	6.47	6.70
median	18.07	16.50	18.36	2.18	1.17	1.15	6.73	6.47	6.70
出版									
Marvel Enterprises	15.01	16.60	15.41	11.42	8.53	9.39	10.20	9.65	9.31
Barnes & Noble	18.93	15.47	14.66	1.93	1.49	1.45	4.30	4.34	4.44
Book-A-Million	11.80	N/A	N/A	1.88	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Borders Group	66.56	N/A	39.34	1.31	0.81	0.82	5.13	7.08	5.86
Courier	16.26	14.95	14.59	2.05	N/A	N/A	6.37	5.29	5.29
ABS-CBN BROADCASTING CORP	19.72	9.68	8.41	1.77	0.79	0.74	7.10	3.85	3.62
Scholastic	N/A	N/A	N/A	0.67	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Amazon.com	82.71	33.75	25.95	33.36	10.37	7.20	25.31	19.35	15.07
WILEY JOHN&SON	19.65	14.86	11.69	3.64	N/A	N/A	9.93	9.37	8.13
RR Donnelley	12.84	6.93	6.41	2.09	N/A	N/A	6.53	4.54	4.45
Educational Development Corporation	9.12	N/A	N/A	1.21	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Mc Graw-Hill	14.65	10.54	9.27	8.79	N/A	N/A	8.19	5.87	5.45
mean	26.11	15.35	16.19	5.84	4.40	3.92	9.23	7.70	6.85
median	16.26	14.90	14.59	1.99	1.49	1.45	7.10	5.87	5.45

来源：Bloomberg，国金证券研究所

尽管仅就单一报章而言，尚无法企及《华盛顿邮报》所达到的高度，但博瑞传播在大股东的支持下，平面媒体业务上逐步完成了由单一报纸向多张报刊杂志

经营性业务发展，在媒体经营性资源上逐步实现报章媒体向户外广告、电视媒体、期刊、新媒体等多种媒体形式拓展，跨媒体产业布局日渐完善，能见度较高且相对加快的盈利增长预期让博瑞传播能够获得一定的估值溢价。而且，在全球经济遭受金融风暴巨大冲击的背景下，中国经济相对较强的发展态势和文化传媒产业持续放松管制、加速证券化过程以及中国目前仍处于“人口红利”时期的历史阶段使得中国传媒业仍然拥有巨大的发展空间，这也决定了中国传媒上市公司当前还能获得一定的估值溢价。

据此，我们认为，博瑞传播未来 3 年的合理市盈率估值在 25 倍左右，对应 2008~2010 年合理股价分别为 12.93 元、15.25 元和 17 元。

2.2. DCF 估值

随着国内资本市场的大幅调整，市场逐渐回复理性，现金流 DCF 估值方法已能够较好应用上市公司合理价值的评估上，由此也形成对公司价值有力支撑。因此，我们在确定公司合理估值区间时重点参考了 DCF 估值的结果。

■ 绝对估值假设条件

图表3.DCF 估值假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.68	股本总额(百万股)	367.29
无风险利率	4.05%	股价	13.25
风险溢价	8.11%	股票市值	4,866.57
资产贴现率Ka	9.56%	债务总额	90.81
加权平均资本成本WACC		债务利率	5.37%
		实际税率	17.00%
D/(E+D)	1.83%	股票Beta	0.72
E/(E+D)	98.17%		
WACC	9.79%	股票贴现率Ke	9.89%

来源：国金证券研究所

- 我们分别使用 APV、WACC、FCFE 三种 DCF 估值方法对公司进行估值，测算结果分别为 14.75 元、14.56 元、14.45 元。因此，其合理股价区间为 14.45 元~14.75 元

图表4.DCF 估值表

估值方法	每股价值						估值方法	每股价值					
APV	14.75						FCFE	14.45					
WACC	14.56												
I、APV													
每股价值	14.75								TV增长率	4.0%			
									Ka	9.56%			
企业值	5,553.28								债务	90.81			
									投资	238.08			
股票价值	5,415.87								少数股东权益	46.60			
会计年度截止日：12/31		2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	TV	合 计
	FCF	48.40	-32.71	124.03	167.04	304.04	406.34	378.42	425.12	477.37	535.84	10,014.35	12,848.25
	ITS	0.75	0.17	0.23	0.26	0.30	0.43	0.51	0.61	0.72	0.85	15.87	20.70
	PV(FCF)	44.17	-27.25	94.30	115.92	192.57	234.89	199.65	204.71	113.63	116.96	4,017.10	5,306.65
	PV(ITS)	0.69	0.14	0.18	0.18	0.19	0.25	0.27	0.29	0.00	0.00	6.36	8.55
II、WACC													
每股价值	14.56								TV增长率	4.0%			
									WACC	9.79%			
企业值	5,483.77								债务	90.81			
									投资	238.08			
股票价值	5,346.36								少数股东权益	46.60			
会计年度截止日：12/31		2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	TV	合 计
	FCF	48.40	-32.71	124.03	167.04	304.04	406.34	378.42	425.12	477.37	535.84	9,625.36	12,459.26
	PV(FCF)	44.08	-27.14	93.72	114.97	190.60	232.02	196.81	201.38	205.97	210.58	3,782.69	5,245.69
III、FCFE贴现													
每股价值	14.45								TV增长率	4.0%			
									Ke	9.89%			
企业值	5,307.64								债务	90.81			
									投资	238.08			
股票价值	5,307.64								少数股东权益	46.60			
会计年度截止日：12/31		2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	TV	合 计
	FCFE	-45.28	-16.49	124.05	167.99	305.85	409.04	381.89	429.30	482.21	541.30	9,559.03	12,338.89
	PV(FCFE)	-41.21	-13.65	93.48	115.20	190.87	232.29	197.36	201.89	206.37	210.81	3,722.75	5,116.16

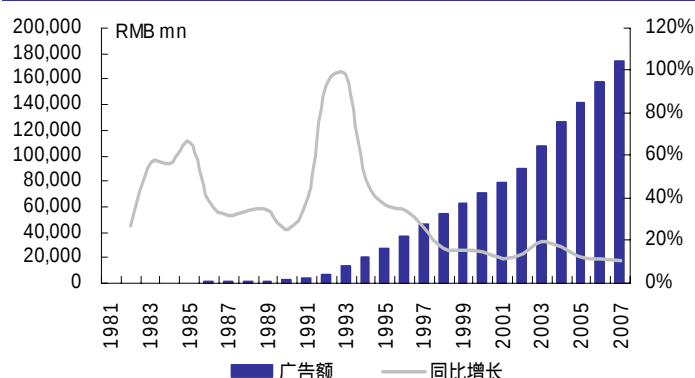
来源：国金证券研究所

3. 逆风飞扬：跨媒体产业布局初见雏形

3.1. 传统媒体行业整体增速放缓

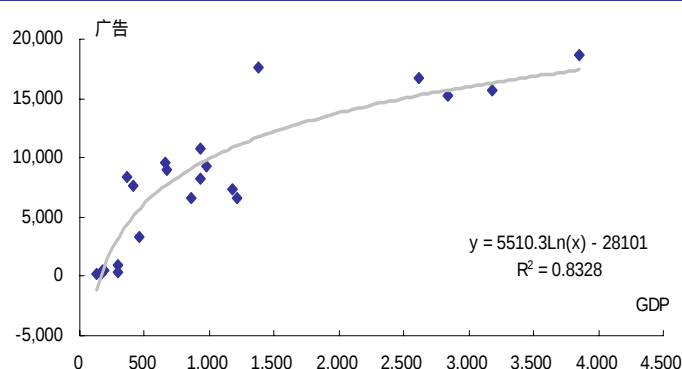
伴随着中国宏观经济的高速发展和市场经济体制的日益完善，近几年，中国文化传媒市场呈现出良好的发展势头，作为目前国内传媒业最为主要的营收来源——广告经营额保持了较快增长。2007年，中国广告业实现收入1741亿元，同比增长10.68%，自国内有广告的统计数据以来，已是连续26年保持了2位数以上的增长(见图表5)，同国民经济增长保持了较高的相关性(见图表6)。

图表5. 中国广告经营额及其增长(1981~2007)



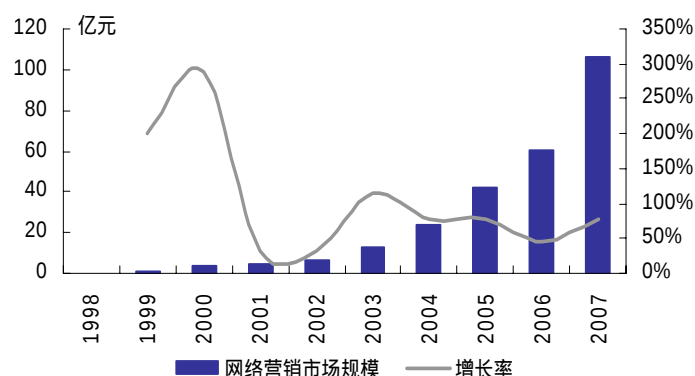
来源：CEIC，国金证券研究所

图表6. 广告经营额与 GDP 增长密切相关



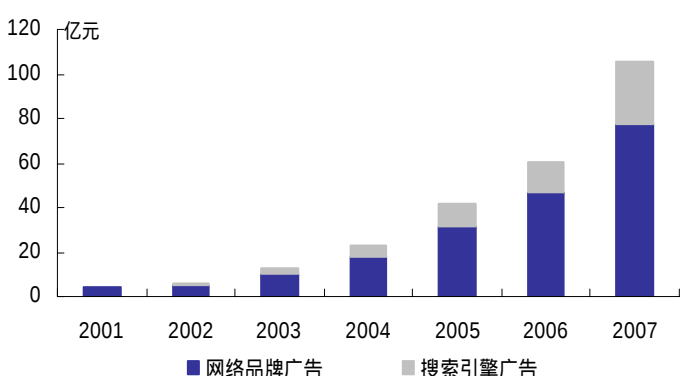
然而，随着中国传媒产业经济总量的不断提高，行业增速放缓实属必然，2007年广告的增速为过去近30年间最低的年份。而且，相较互联网等新媒体广告收入的高速增长(见图表7)，尤其是品牌广告在互联网的投放出现较快增长的情况下(见图表8)，传统媒体中除杂志广告出现一定程度的反弹(见图表9)外，电视、报章、广播的广告收入增速均不约而同地出现显著下滑(见图表10、图表11、图表12)，新媒体对传统媒体广告市场份额的挤占已日益显著。

图表7. 中国互联网广告收入高速增长(1998~2007)

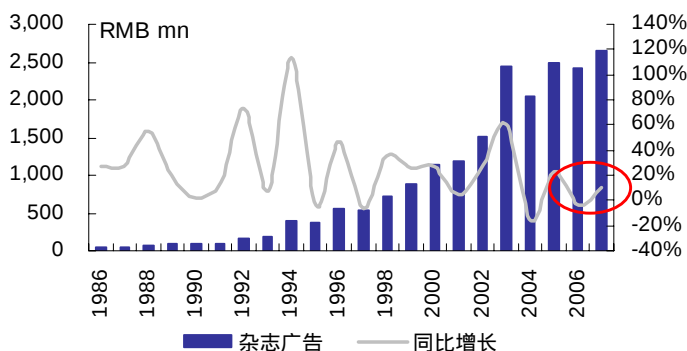


来源：iResearch，国金证券研究所

图表8. 品牌广告在互联网的投放快速增加

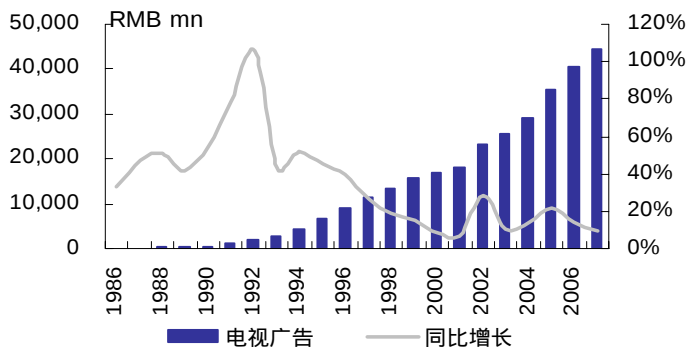


图表9. 中国杂志广告收入及其增长(1986~2007)

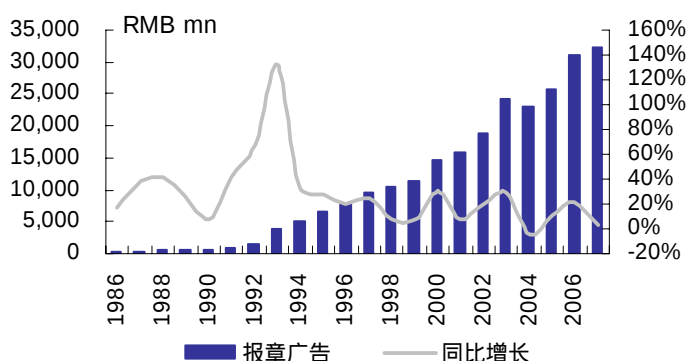


来源: CEIC, 国金证券研究所

图表10. 中国电视广告收入及其增长(1986~2007)

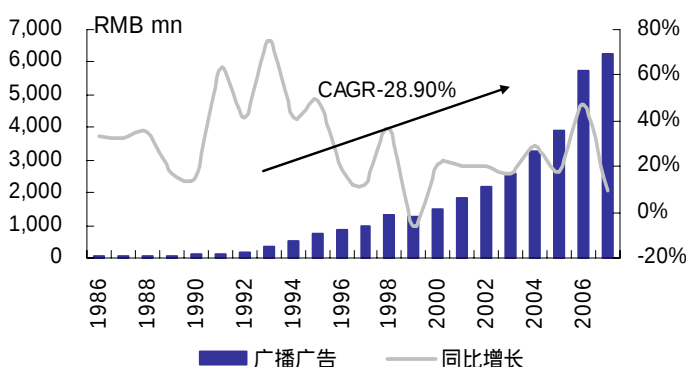


图表11. 中国报章广告收入及其增长(1986~2007)



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表12. 中国广播广告收入及其增长(1986~2007)

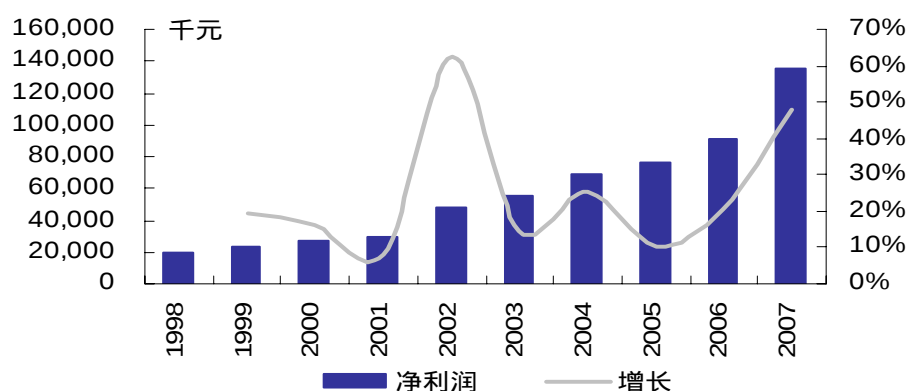


然而，恰恰是在行业整体增速放缓的背景下，国内一些依托实力媒体资源、具有较强市场化经营能力的传媒企业集团却悄然加速了扩张步伐。一方面，基于产业发展的一般规律，产业增速放缓往往成为推动企业收购兼并、产业资源整合的重要因素；另一方面，传媒业随着文化体制改革的不断深入以及国家提升文化软实力需要的不断增强，在国有资本大规模整合的背景下，优秀传媒上市公司凭借其较强的资金实力和经营能力加速了对媒体资源和市场的整合进程。

3.2. 业绩快速增长，跨媒体产业布局初见雏形

博瑞传播作为国内最早实现买壳上市的传媒上市公司，经过近十年的发展，逐渐由最初的报章经营性业务(广告、印刷、发行投递)向商业印刷、DM 广告、户外广告、电视广告以及新媒体等业务领域延伸，跨媒体产业布局日渐清晰。在行业整体增速放缓的情况下，公司盈利仍旧保持了较快的增长。2007 年，博瑞传播实现净利润 1.35 亿元，成为公司历年业绩最好的一次，同比增长 48.16%(见图表 13)，盈利能力指标持续优化(见图表 14)，在目前国内传媒上市公司中处于领先地位。而且，今年上半年，公司主业经营在遭受雪灾、四川大地震等突发性事件不利影响的情况下，中期实现盈利同比增幅仍然达到 48.96%，与传统媒体整体增速放缓的局面形成了鲜明对比。

图表13. 博瑞传播历年净利润及其增长(1998~2007)



来源：国金证券研究所

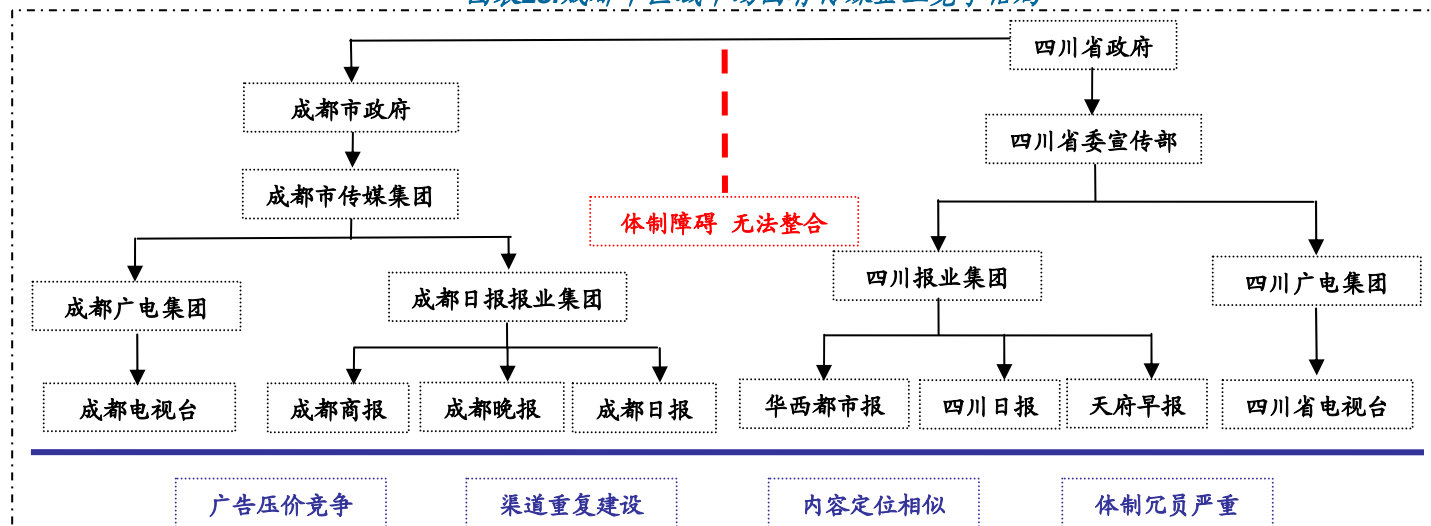
图表14. 博瑞传播主要盈利能力指标(2003~2007)

	2007	2006	2005	2004	2003
ROE-扣除 / 加权	23.86	20.39	18.17	18.94	18.48
ROA	21.08	15.46	16.64	17.35	19.96
ROIC	16.52	9.21	12.26	13.07	13.75
毛利率	50.39	46.91	46.41	46.31	51.61
费用率	21.02	23.22	19.02	15.85	15.16
净利润率	21.15	10.75	14.58	17.06	17.21
息税前利润率	32.53	20.23	23.5	26.49	28.07

来源：WIND，国金证券研究所

博瑞传播主体经营的《成都商报》属西南地区的强势平面媒体，在成都报章市场的广告份额高达40%以上(见图表16)，加上同属于成都日报集团、公司经营性业务亦参与其中的《成都日报》和《成都晚报》，在成都区域市场中居于绝对主导地位。然而，成都作为四川省会，四川报业集团和四川广电集团与成都市传媒集团所属的日报报业集团和广电集团实为在同一区域市场中的竞争对手，而且，由于四川报业集团、广电集团承担着四川省委、省政府的宣传职能，彼此间的购并整合难以实施(见图表15)。因此，无论成都日报报业集团在成都平面媒体市场中居于怎样的强势地位，都无法完成对区域同类型媒体的全面整合，广告价格竞争、发行投递渠道重复建设、内容相似缺乏共享以及体制冗员等问题将长时间在相当程度上存在，也由此使得依托成都日报报业集团发展壮大起来的博瑞传播在扩张之初就选择了跨媒体产业布局的发展道路。

图表15.成都市区域市场国有传媒企业竞争格局



来源：国金证券研究所

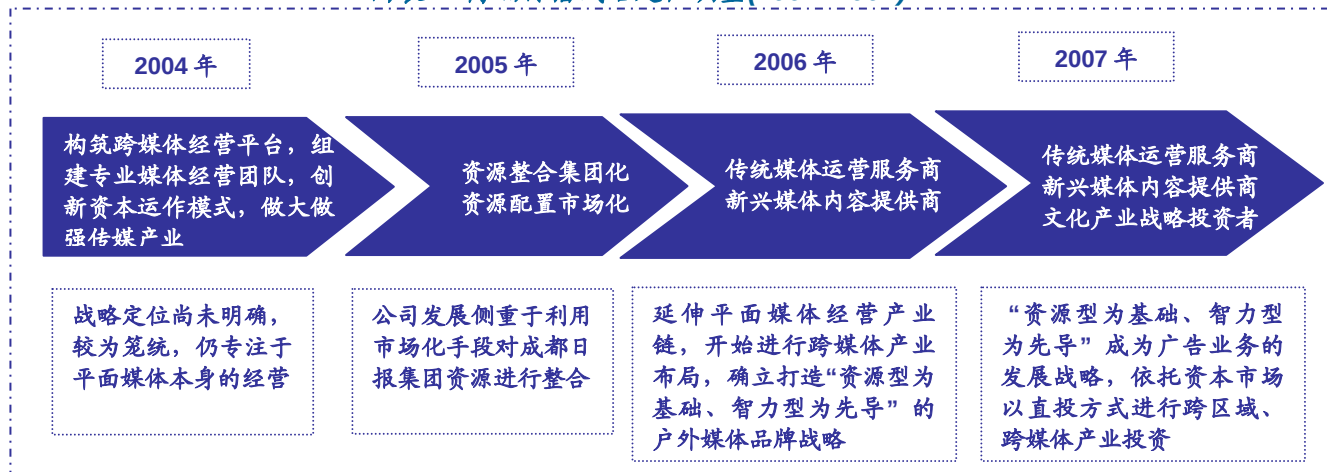
图表16.成都市报章广告前5强(2008年5月)

排名	媒体名称	市场份额	竞争指数
1	成都商报	45.74%	1.22
2	华西都市报	37.53%	5.09
3	成都晚报	7.38%	1.52
4	天府早报	4.87%	1.61
5	成都日报	3.01%	2.05

来源：慧聪网，国金证券研究所

基于对区域市场竞争格局的充分认识，博瑞传播近几年通过对现有报章经营性业务产业链的梳理以及外部扩张时机的把握，对自身的战略定位和发展思路不断加以调整(见图表 17)。一方面，公司在原有平面媒体经营业务开展过程中，依托原有印刷、发行投递、广告经营等业务资源，整合日报集团其他经营性业务，发展非关联业务，并在此基础上延伸产业链(如发行投递渠道的 DM 单、商业印刷等)；另一方面，随着文化体制改革的不断深入，尤其是整合了报业集团和广电集团之成都市传媒集团的成立，博瑞跨媒体产业布局的战略定位日渐清晰。根据既定发展战略，从 2006 年开始，公司在户外广告、手机网络新媒体、电视广告、直复营销、娱乐传媒、艺员经纪等新的业务领域积极拓展，跨媒体产业布局初见雏形(见图表 18)。

图表17.博瑞传播战略定位调整(2004~2007)



图表18. 博瑞传播跨媒体扩张(2006~2008.7)

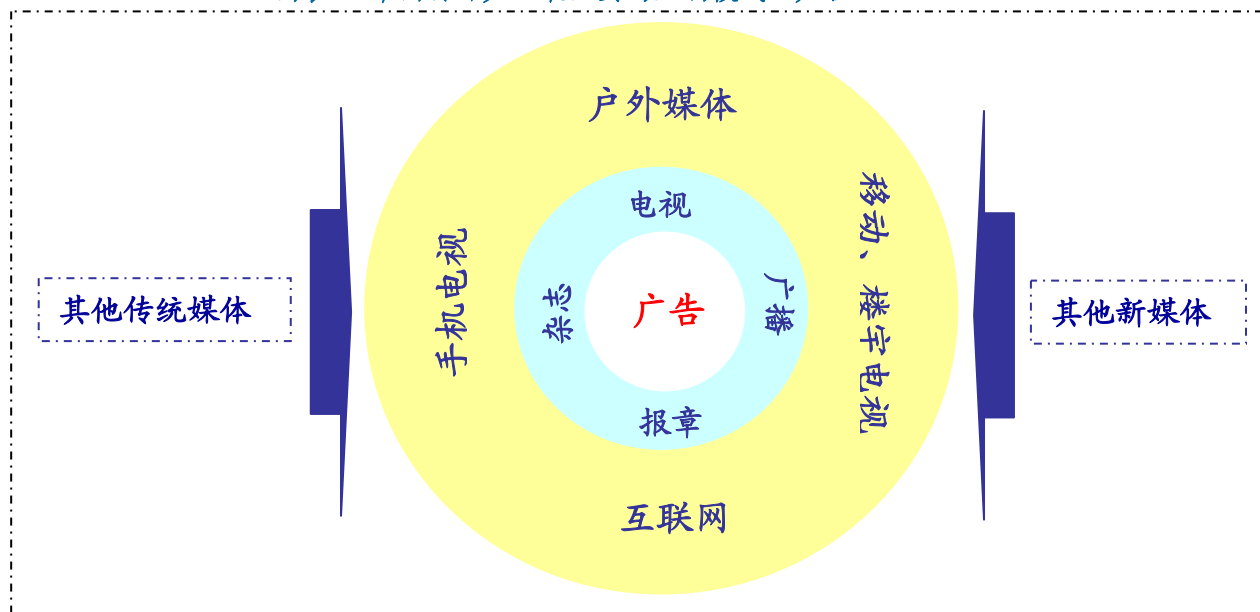
时间	跨媒体扩张	业务类型
2006年3月	拍卖获取成都市内 618 处路灯杆广告	户外广告
2006年8月	成立北京瑞其新传媒有限公司	新媒体
2006年11月	斥资 3450 万元买断成南高速、成都绕城高速 12 年户外广告经营权	户外广告
2007年2月	成立星百瑞(北京)传媒有限公司	娱乐传媒
2007年11月	出资 6380 万元收购北京手中乾坤信息技术有限公司 20%股权	手机新媒体
2007年11月	计划投资 2000 万元在春熙路、蜀都大道和盐市口等片区建设 LED 显示屏	户外视频广告
2008年1月	总投资 1000 万元合资设立神鸟数据	直复营销
2008年1月	投资 750 万元建设 1000 个社区广告牌	户外广告
2008年1月	投资 3200 万元买断成都电视台 1、3、4、5 频道夜间常规广告省内独家代理权	电视广告
2008年6月	投资 4185 万元拍卖成都机场高速收费站落地广告牌	户外广告
2008年6月	投资 465 万元拍卖成都火车站海发大厦墙面大牌广告	户外广告
2008年6月	投资 483 万元收购成渝、成灌、成雅高速 20 座分路段优质单立柱广告牌	户外广告
2008年7月	与四川电信合作参与互联网广告代理	互联网新媒体
2008年7月	通过星百瑞投资 375 万元参与成都演艺集团增资扩股(占 25%股权)	艺员经纪

来源：公司资料，国金证券研究所

3.3. 跨媒体产业布局的核心竞争力 - 广告经营

从全球传媒产业发展来看，节目内容在媒体经营过程中的重要性不断提高，尤其是在欧美等发达国家，良好的知识产权保护使得媒体内容能够直接经营获利，加上美国、欧洲等发达国家对媒体传输经营的放松管制，渠道竞争在相当程度内的存在使得传媒行业“内容为王”的特征日益显著。然而，由于产业所处发展阶段的不同、知识产权保护法律环境的较大差异以及中国大量免费内容的存在和社会的免费传统，导致绝大部分内容无法直接经营获得经济效益，也因此使得广告成为了最为主要的盈利模式。考察国内传媒产业的发展，无论是电视、报章等传统媒体，还是互联网、楼宇电视、移动电视等新兴媒体，广告均是最为重要的收入来源(见图表 19)。

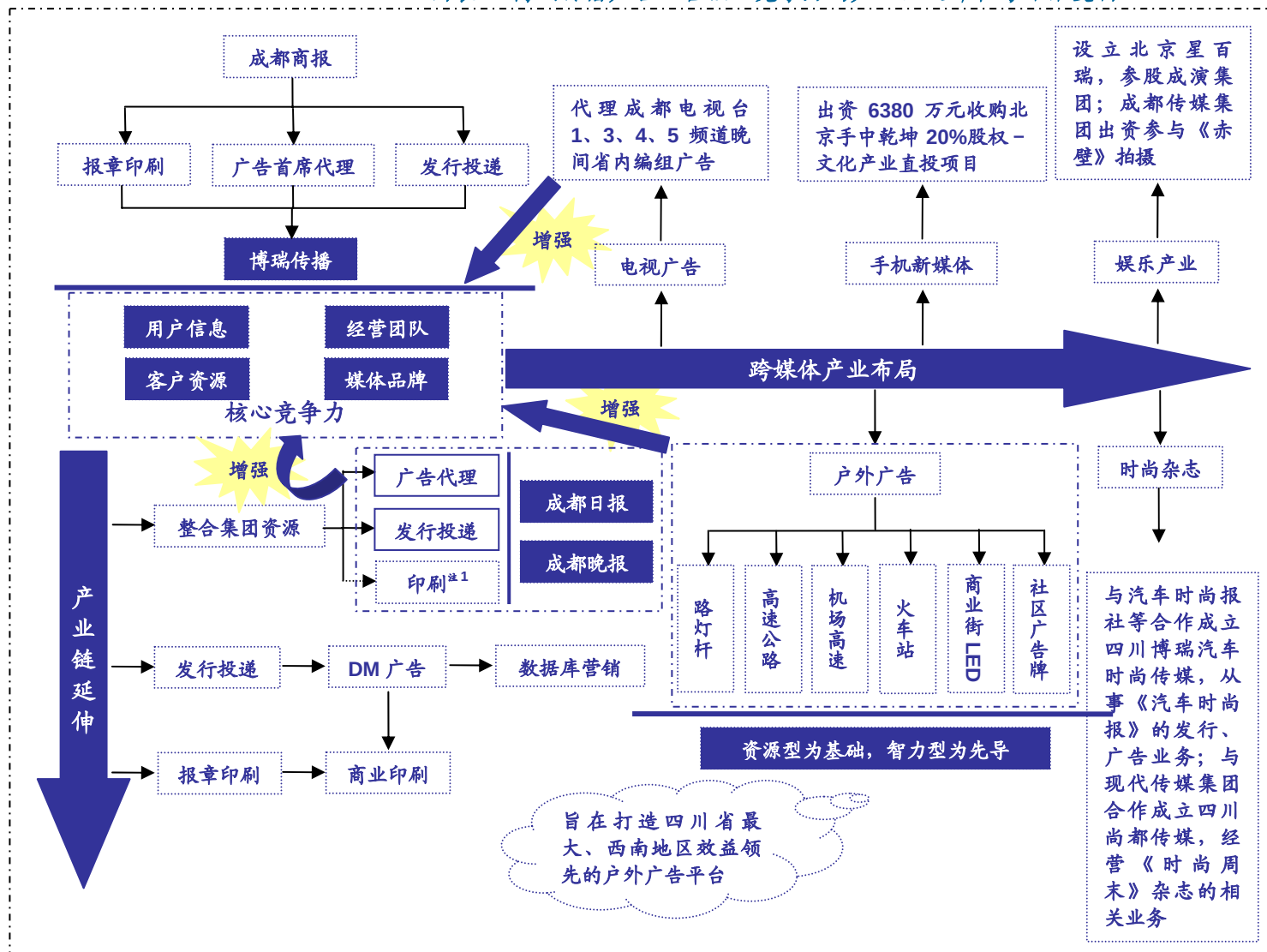
图表19. 中国传媒产业最主要的盈利模式 - 广告



来源：国金证券研究所

据此，当我们对博瑞传播近几年的报章经营产业链延伸和跨媒体产业布局进行全面分析时可以发现，尽管印刷、发行投递等报章经营性业务为公司提供了基础性的盈利来源，但从公司未来发展和产业布局来看，广告经营资源(客户、经营团队)已然成为其对外扩张最为核心的竞争凭籍所在。从最初《成都商报》首席代理起步，依托大股东的区域强势平面媒体地位，经过 5 年多时间的梳理和经营，逐步实现了对公司自身广告经营能力和客户资源的积累，从 2005 年开始，博瑞在报章经营产业链上的延伸和跨媒体产业布局日渐清晰(见图表 20)。公司以整合成都日报集团报章经营性业务为契机，增强其在用户规模、广告客户资源、媒体品牌等方面的优势，充分利用统一的经营平台，发展 DM 广告、商业印刷、数据库直复营销等增值业务。公司基于用户信息、市场化经营团队、客户资源以及媒体品牌逐步形成自身的媒体广告经营核心竞争力，进而在电视、新媒体、户外广告、娱乐产业逐步实施跨媒体产业布局，其中，尤以旨在打造“资源型为基础、智力型为先导”之媒体品牌的户外广告最为抢眼，成为公司未来几年重点发展的业务板块，在短短的两年内迅速形成相当区域资源规模优势，市场影响力亦不断增强。而博瑞广告从今年开始代理成都电视台 1、3、4、5 频道晚间省内常规广告实为公司逐步介入电视媒体经营的试水之举，这将为公司进一步整合成都传媒集团媒体资源积累运营经验和发展空间。

图表20.博瑞传播广告经营核心竞争力的产业链延伸和跨媒体复制



来源: 国金证券研究所

注1: 基于提高资产运作效率的考虑, 日报集团印刷资产预计将整合进入上市公司。

4. 广告经营: 打造西南地区强势媒体广告运营商

正如我们之前所分析的, 广告经营作为目前国内媒体经营的核心业务, 在博瑞传播的长期发展战略中将承担十分重要的核心角色。公司从承接《成都商报》首席广告代理业务出发, 通过整合成都报业集团其他报章广告业务资源增强媒体广告核心竞争力, 进而在户外广告、电视广告、时尚杂志等其他媒体实现产业扩张, 而广告经营实力则是公司实现跨媒体产业布局最为重要的凭藉。我们认为, 依托广告经营能力, 博瑞传播有望打造成为西南地区最具实力的强势媒体广告运营商之一。

4.1. 报章广告: 市场地位稳固, 短期冲击不改稳步增长格局

博瑞目前主要承担了《成都商报》、《成都日报》和《成都晚报》三份报纸的广告代理经营, 在代理地位上, 博瑞广告分别是《成都商报》的首席广告代理

商,《成都日报》和《成都晚报》部分行业版面的广告独家代理。由于《成都日报》是成都市委机关报,一般品牌广告(工商登记广告除外)的空间较为有限;而《成都晚报》尚处于发展初期,且仅是代理部分行业版面的广告,这两份报章媒体对博瑞的营收贡献十分有限。然而,《成都商报》本身作为区域强势媒体,在成都的影响力就已很强,再加上《成都日报》、《成都晚报》的有效补充,使得成都日报报业集团三大主流媒体在成都平面媒体广告市场中的地位十分稳固,并有进一步增强的趋势(见图表 21)。

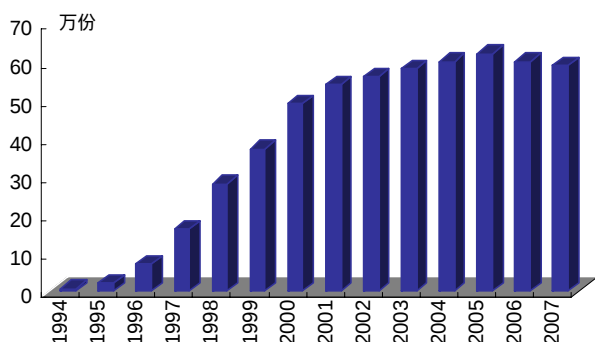
图表21.成都市报章广告市场份额变化(2004~2008.5)

排名	媒体名称	2008年5月	2006年	2005年	2004年
1	成都商报	45.74%	40%	38%	38%
2	华西都市报	37.53%	32%	30%	30%
3	成都晚报	7.38%	12%	13%	13%
4	天府早报	4.87%	7%	9%	10%
5	成都日报	3.01%	9%	10%	9%

来源:公司配股说明书,慧聪网,国金证券研究所

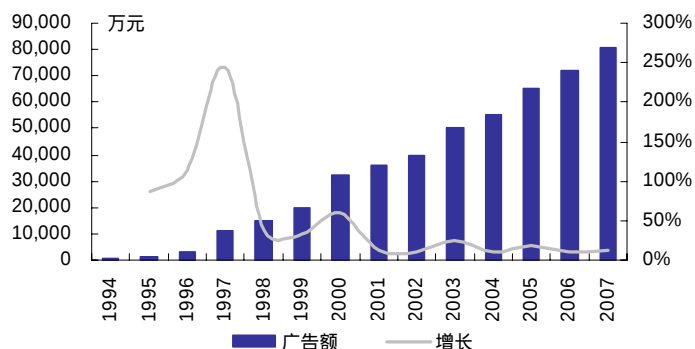
作为一份市场化运作的都市生活类报纸,《成都商报》自 1994 年创刊以来经营性业务实现超常规发展。报纸发行量从第一年的日均 6000 份增加 2007 年的近 60 万份(见图表 22),而在此其间,广告经营额也从最初一年 800 万元增长到去年的超过 8 亿(见图表 23),这为博瑞自 1999 年买壳上市以来广告经营业务快速发展奠定坚实基础。公司控股 80%之博瑞广告作为《成都商报》首席广告代理商,从广告业务注入博瑞的首个完整会计年度(2002 年)开始,承接《成都商报》广告代理量一直保持较快增长(见图表 24),2007 年代理量达到 2.27 亿元,在《成都商报》广告总量中的份额亦稳步提升(见图表 25)。

图表22.《成都商报》日均发行量变化(1994~2007)

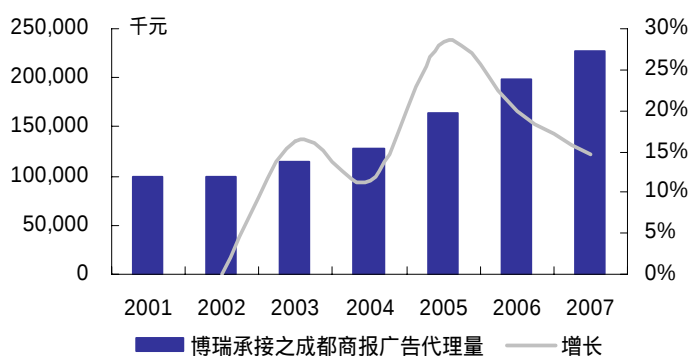


来源:公司资料,国金证券研究所

图表23.《成都商报》广告经营额变化(1994~2007)

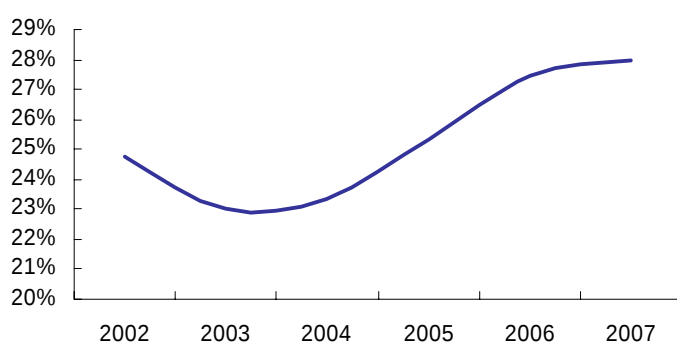


图表24. 博瑞承接《成都商报》广告量及其增长(2002~2007)



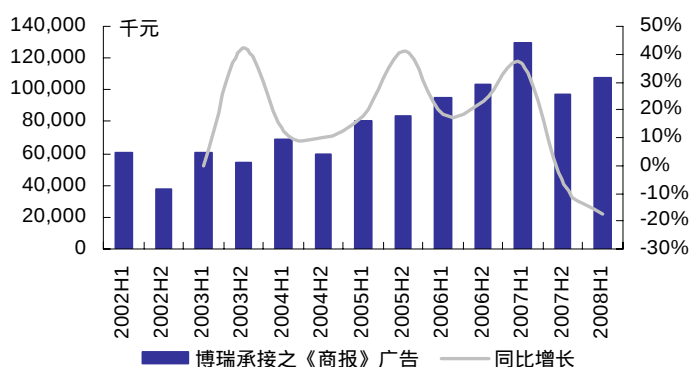
来源：公司资料，国金证券研究所

图表25. 博瑞代理《成都商报》广告占总量份额(2002~2007)



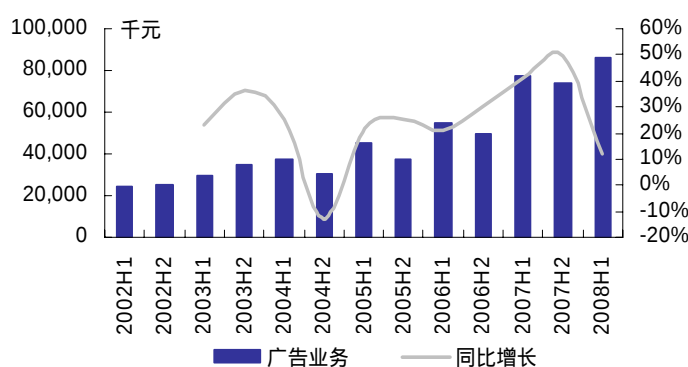
今年上半年，尽管受经济增长减速、南方雪灾、西藏骚乱以及奥运广告投放预算转向电视媒体等因素的影响，报章广告经营整体受到较大的影响，但根据近期调研情况，公司在5月12日(汶川大地震)之前报章广告业务的经营状况基本正常。然而，汶川发生地震后，全国人民在之后相当一段时间内的注意力全都转移到对地震信息的了解和抗震救灾上来，在这种形势下，报章上刊登广告不仅不适宜，市场效果也会非常差。从《成都商报》的实际运行情况来看，5月12日后到5月19日哀悼日结束前，除了少量具有一定形象宣传性质的企业公益广告(价格很低)外，基本没有广告，版面也全是黑白版。哀悼日后报章广告开始逐渐恢复，但一直到6月初方才全面恢复。对博瑞的广告经营而言，这就意味着将损失近1个月的广告额，由此带来的负面影响不言而喻。上半年，博瑞代理《成都商报》广告额仅为1.08亿元，同比下降17.18%(见图表26)，为近年来十分少见的情况，也因此连累公司整体广告经营收入增速大幅下滑，为2004年下半年以来增速最低的半年度(见图表27)。

图表26. 博瑞承接《商报》广告量及其增长(2002H1~2008H1)



来源：公司资料，国金证券研究所

图表27. 博瑞传播广告经营额及其增长(2002H1~2008H1)



根据今年上半年公司报章广告经营的情况，尽管我们相信，凭借优秀的经营管理团队以及成都依然十分活跃的房地产市场，报章广告经营有望在下半年显著回升，在相当程度上弥补受地震影响导致的收入下滑，但鉴于将近一个月的收

入减少以及下半年国内经济环境的变化，我们判断全年承接《成都商报》广告代理量同比仍将出现小幅下滑，《成都日报》由于其更具政治性和意识形态的办报特点，广告投放同样出现下滑也在情理之中，而《成都晚报》则在较低的基数水平上将保持小幅增长。相较 2008 年的多事之秋对报章广告经营的负面影响，2009 年随着奥运会后广告媒体投放结构的回复(奥运赛事转播，广告投放更倾向于电视媒体)以及代理报章正常经营，我们认为，博瑞代理之报章广告将会出现一定的恢复性加速增长，而后年度保持小幅稳定增长应是较为合理的预期假设(见图表 28)。

图表28. 博瑞传播报章广告经营分析及预测(2005~2012F)

千元	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
成都商报								
支付给成都商报的广告代理分成	98,864	118,528	135,997	129,197	139,533	147,905	155,300	161,512
博瑞承接之成都商报广告代理量	164,773	197,547	226,662	215,329	232,555	246,508	258,834	269,187
增长	28.50%	19.89%	14.74%	-5.00%	8.00%	6.00%	5.00%	4.00%
业绩返点收入		1,000	1,000					
代理成都商报广告收入	65,909	80,019	91,665	86,131	93,022	98,603	103,533	107,675
成都日报								
成都日报广告代理量	40,000	36,000	39,600	38,412	39,948	41,147	41,970	42,390
增长		-10.00%	10.00%	-3.00%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%
保底基数	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
代理成都日报广告收入	6,000	3,600	5,760	5,047	5,969	6,688	7,182	7,434
成都晚报								
成都晚报广告代理量	15,000	17,000	18,700	19,261	20,802	22,050	23,152	23,847
增长		13.33%	10.00%	3.00%	8.00%	6.00%	5.00%	3.00%
代理收入及返点比例	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
代理成都晚报广告收入	5,250	5,950	6,545	6,741	7,281	7,717	8,103	8,346
其他媒体								
代理其他媒体的广告收入	5,692	14,131	14,838	14,393	15,112	15,868	16,661	17,494
报章广告业务收入	82,851	103,700	107,743	112,313	121,384	128,877	135,480	140,949
增减	27.40%	25.16%	3.90%	4.24%	8.08%	6.17%	5.12%	4.04%
毛利率	87.26%	76.00%	85.50%	82.50%	83.50%	84.50%	83.80%	83.50%

来源：国金证券研究所

4.2. 户外广告：资源整合扩张“快马加鞭”

博瑞在 2005 年报中首次提出“通过资源整合和资本运作使公司广告业务实现从单一纸媒体代理向多媒体综合代理、媒介代理到媒介购买的业务创新”的发展目标后，鉴于不同媒体广告的经营特点以及公司的相对资本优势和地域优势，户外广告成为公司首个重点突破的跨媒体经营业务。以 2006 年 3 月通过拍卖成功取得成都市 618 处灯杆广告为标志，博瑞高调进入户外广告经营领域，以打造“资源型为基础、智力型为先导”的户外媒体品牌作为战略目标，旨在三年内将博瑞发展成为四川乃至西南地区最大的户外媒体运营商。2006 年 10 月 28 日，公司旗下专业从事户外广告运营的四川博瑞眼界户外传媒有限公司(简称“博瑞眼界”)注册成立，户外广告作为典型的资源依托型广告经营业务，收购户外广告牌资源成为博瑞眼界成立后业务拓展的重中之重。从路灯

杆广告，到高速公路大牌，再到中心城区商业街 LED 显示屏、广告大牌以及社区广告牌，博瑞眼界成立后在户外广告资源上整合、扩张可谓是“快马加鞭”（见图表 27），短短两年不到的时间里迅速在成都及其周边区域形成户外广告资源的规模优势，依托其在成都报章媒体经营上的强势地位和广告经营能力，进而形成良好的整合效应，源自户外广告业务的收入实现高速增长，07 年户外广告收入高达 2300 多万元，较 06 年增长 8 倍多。

图表29.博瑞眼界户外广告资源收购一览(2006.3~2008.6)

时间	跨媒体扩张
2006 年 3 月	拍卖获取成都市内 618 处路灯杆广告
2006 年 11 月	斥资 3450 万元买断成南高速、成都绕城高速 12 年户外广告经营权
2007 年 11 月	计划投资 2000 万元在春熙路、蜀都大道和盐市口等片区建设 LED 显示屏
2008 年 1 月	投资 750 万元建设 1000 个社区广告牌
2008 年 6 月	投资 4185 万元拍卖成都机场高速收费站落地广告牌
2008 年 6 月	投资 465 万元拍卖成都火车站海发大厦墙面大牌广告
2008 年 6 月	投资 483 万元收购成渝、成灌、成雅高速 20 座分路段优质单立柱广告牌

来源：公司资料，国金证券研究所

4.2.1. 从路灯杆到光华大道 - “塞翁失马焉知非福”

2006 年 3 月，博瑞通过拍卖取得成都城区及光华大道(成都-温江)618 根路灯杆 3 年广告经营权(分布见图表 30)。从实际经营情况来看，地处一环路各路段中央绿化带的路灯杆广告以其无遮挡的视觉效果，销售情况良好(见图表 31、32)，时间加权空置率基本维持在 5%以下。然而，地处城区内街道两侧的部分路灯杆广告牌(约占 20%)受日益茂盛枝叶影响视线受阻，对经营产生不利影响。博瑞原本计划向城管部门退回相关路灯杆的广告经营权，但随着光华大道户外广告经营模式向有利于公司的方向转变，公司放弃了原先的想法，进而在经营上进行一定的灵活处理(例如，卖大牌广告送指定位置的路灯杆广告)。

图表30.博瑞眼界路灯杆户外广告分布

路段	数量	路灯杆设置方式	等级	路段	数量	路灯杆设置方式	等级
一环路东一段	8	中央绿化带	AAA	文翁路	28	两侧	A
一环路东二段	25	中央绿化带	AAA	清江中路	18	中央绿化带	AAA
一环路东三段	14	中央绿化带	AAA	东城根街	57	中央及两侧	AAA
一环路东四段	5	中央绿化带	AAA	府青路一段	13	东侧	A
一环路东五段	28	中央绿化带	AAA	红星路四段	6	中央绿化带	AAA
一环路南一段	30	中央绿化带	AAA	红星路一段	10	中央绿化带	AAA
一环路南二段	19	中央绿化带	AAA	红星桥	18	两侧	AAA
一环路南三段	29	中央绿化带	AAA	清江东路	78	两侧	AAA
一环路南四段	27	中央绿化带	AAA	蓉北商贸大道	136	两侧	A
一环路西一段	35	中央绿化带	AAA	沙板桥路	13	中央绿化带	A
一环路西二段	13	中央绿化带	AAA	光华大道	111	两侧	特级
一环路西三段	36	中央绿化带	AAA	新鸿路	57	两侧	A
一环路北一段	23	中央绿化带	AA	新南路	60	两侧	A
一环路北二段	29	中央绿化带	AA	一号桥	18	两侧	AAA
一环路北三段	23	中央绿化带	AA	所有成都周边城市	900	两侧	特级
一环路北四段	22	中央绿化带	AA				

来源：互联网，国金证券研究所

图表31. 一环路路灯杆广告经营情况 - 中央绿化带



来源：国金证券研究所

图表32. 城区道路路灯杆广告经营情况 - 道路两侧



光华大道作为视线成都市区与温江(成都下属区县)“无缝对接”主干道，在近年发展过程中利用高层彰显城市化，吸引母城扩张带来市场外溢，因此，“向成都靠拢、向高密发展”成为光华大道的发展指导思想，周边房地产市场高速发展，由此使得光华大道两侧及中央绿化带的户外广告价值迅速上升。博瑞原先拍得的光华大道 111 根路灯杆广告经营权随着光华大道市场定位的提升被有关部门收回，取而代之的是道路两侧单立柱、十字路口看牌、中央绿化带三立柱、人行横道安全道看板(见图表 33、34、35、36)等形式多样的户外广告资源。由于市政府致力于将光华大道打造成成都市户外广告优质品牌，并在相关工作会议中将光华大道广告牌作为政府试点，有关广告牌的创意、建设工作由博瑞承担，尽管为保证高品质，广告牌建设标准较高，投入较大，但在试点期间，政府不收取媒体费(作为收回光华大道路灯杆广告经营权的对价)，使得光华大道户外广告经营获得较高的投资回报，也让公司在市区部分路段受绿化遮挡影响的路灯杆广告经营损失相应得到冲抵。

图表33. 光华大道两侧单立柱广告



来源：国金证券研究所

图表34. 光华大道十字路口看牌广告



图表35. 光华大道中央绿化带三立柱广告



来源：国金证券研究所

图表36. 光华大道人行横道安全道看板



4.2.2. 高速公路户外广告 - 资金优势提升整合效应

随着中国高速公路里程的不断增长，户外广告也随之迅速发展，而且，从发达国家广告媒体发展的经验来看，高速公路是户外广告最主要的发布渠道之一，而出于安全和环境的考虑，城区内楼宇顶端一般很少设置广告牌，这与国内鲜明的对比。博瑞在 2006 年 11 月斥资 3450 万元向四川非凡文化广告传播有限公司购买成南高速(成都-南充，含遂宁-回马高速公路桂花立交区段)12 年独家广告经营权和成都绕城高速公路 13 个点位广告经营权及相关设施，开始介入高速公路户外广告经营。其中，博瑞眼界作为成南高速独家广告运营商，拥有龙门架、天桥看板以及高速公路两侧单立柱大牌等广告经营资源(见图表 37、38、39)。按照成南高速现有户外广告牌(主要是两侧的单立柱大牌)的密度，增加到 150~160 根应不成问题，据了解，成南高速今年增加单立柱广告牌预计在 20 根左右，且对价格未产生不利影响，甚至在 7、8 月间平均上涨 10%左右。博瑞丰富的广告客户资源和经营能力对其户外媒体运营产生十分积极的影响。

图表37. 博瑞眼界成南高速龙门架广告



来源：国金证券研究所

图表38. 博瑞眼界成南高速天桥看板广告



我们注意到，由于土地管理权限等原因，高速公路广告独家经营权只能对两侧 30 米以内的区域加以控制，一些户外广告运营商通过向当地政府租借 30 米红线以外的土地(一般是农村集体土地)建设广告牌，进行户外广告的经营，成南高速沿线便有锐意传媒、鹏飞户外、大禹企划等户外广告运营商(见图表 40)。由于此类广告牌没有媒体使用权成本，成本较低，对博瑞所属广告牌的经营及定价构成一定的负面影响。尽管博瑞可以利用其更为有利的地理位置建设广告牌对控制线外广告牌进行遮挡，但刻意为之效果并不一定好，甚至会影响自身广告的经营。对此，博瑞有计划凭借上市公司雄厚的资金实力对成南高速相关户外“野广告”经营企业的广告牌资源进行收购，通过资源整合进一步提升成南高速的户外媒体资源价值。

图表39. 博瑞眼界成南高速单立柱大牌广告



来源：国金证券研究所

图表40. 成南高速红线外的“野广告”



在此基础上，今年 6 月，公司宣布对成渝、成灌、成雅高速 20 座优质单立柱广告牌进行收购，这无疑是博瑞户外广告发展战略坚决贯彻实施的结果。而且，在高速公路广告牌资源扩张过程中，博瑞逐步形成了以成都为核心、连贯成(成都)渝(重庆)地区两大西南经济、政治重镇的高速公路网户外媒体覆盖，随着国家成渝地区高速公路网规划调整和加快建设，到 2010 年，成渝高速环线有望全线贯通，届时，成都、绵阳、遂宁、重庆、泸州、宜宾、乐山、雅安等 8 个城市将被环线串联起来(见图表 41)，成渝城市群初现雏形，这纵横连接成都、重庆两座特大城市和成渝两地 25 座建制市以及成都平原经济区、重庆都市圈和川南经济区等 3 个次经济区的高速公路网蕴含着巨大商机，户外媒体价值无疑将在此间获得大幅提升。博瑞依托上市公司雄厚的资金实力以及多年从事平面媒体广告经营所积累的客户资源和丰富经验，通过整合高速公路户外媒体资源，将产生良好的联动效应和规模优势。相较比较而言，依靠人脉关系发展起来的一些户外广告运营商，随着市场竞争的加剧，资金将成为发展瓶颈

所在，其掌控户外媒体资源在未来的市场发展过程中则可能成为博瑞收购的目标，资源整合效应将逐步显现。

图表41.成渝地区高速公路网规划图



来源：互联网，国金证券研究所

4.2.3. 拍卖机场高速和市区大牌广告 - “高举高打”彰显资金、经营实力

从 2006 年开始，成都市政府开始加大对所辖区域内违法户外广告的清理工 作，博瑞之前拍卖取得的路灯杆广告便是广告整治的结果。今年 6 月 25 日，作为四川汶川大地震后也是《成都市城市户外广告条例和招牌设置管理条例》实施以来首次对公共载体户外广告的拍卖活动，成都市城管局对双流机场高速收费站旁 4 组 8 块(分别为 24×6.4 米)的“黄金广告位”进行了拍卖。最终，博瑞眼界以 4185 万元的“天价”将 8 块户外广告牌 3 年经营权全部收归囊中。尽管最终拍卖价格超出各路诸多买家的预期，但由于广告牌地处天府成都门户口岸，地理位置十分优越，作为成都市乃至四川省对外开放形象的重要载体，经过城市整治(机场高速沿线其他广告牌悉数被拆除)后仅剩的收费站 8 块广告牌含金量极高。每年每块广告牌 175 万元的固定成本在一些参加拍卖的知名广告商看来已经是贵得离谱，但正如我们之前所分析的，长期从事报章广告代理所积累的高端客户资源、优秀的广告经营能力以及上市公司雄厚的资金实力成为博瑞敢于在区域户外广告资源整合过程中“高举高打”的重要凭藉。今年汶川大地震后，成都成为了全国关注的焦点，加上近几年城市形象的不断提升，户外广告市场也因此呈现出良好的发展势头，机场高速作为成都的重要门户，其户外广告价值在博瑞统一运作的条件下将得到显著提升。

博瑞在完成机场高速广告牌的拍卖后，随即展开相关的招商工作。然而，由于此类稀缺广告牌销售单价(按年计)较高，即使客户有明确意向，谈判、内部决策审批周期也至少需要 1~2 个月的时间。机场高速只给公司 1 个月的招商期

(免收发布权费用)，为避免广告牌空置降低议价能力，公司目前通过利用相对较低的价格吸引短期客户上画(见图表 42、43)，为与长单客户谈判争取到相对有利的谈判地位和时间。据了解，目前已有一批知名品牌企业与公司达成了合作意向，明年广告牌销售价格将较目前招商初期的水平有明显提升。我们判断，机场高速广告牌长单销售价格预计为 280~300 万元/年，短单年化销售价格估计在 240 万元上下(即每月 20 万元/块左右)，而单块广告牌的成本在考虑使用权费摊销以及销售佣金、用电、广告画布材料等因素后，保守估计单位成本应在 200 万元/年左右。因此，在基本实现长单销售后，我们预计，毛利率水平较目前状况显著上升，应该能够达到 20%以上的水平。

图表42.成都机场高速户外广告-中国银行(长单)



来源：国金证券研究所

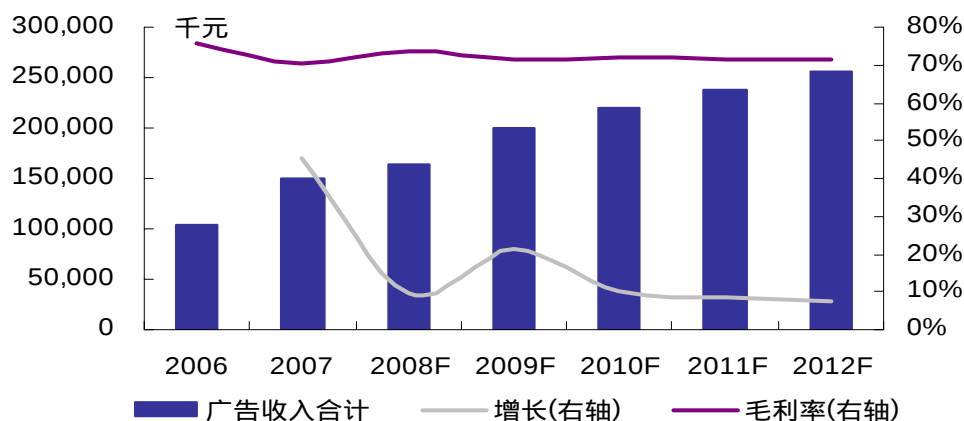
图表43.成都机场高速户外广告-四川航空(短单)



4.2.4. 小结

尽管未来 2 年受宏观经济衰退不利影响，广告经营也将面临较大的压力，但鉴于博瑞在户外广告资源的持续扩张，户外广告仍将是公司广告业务中保持较快增长的细分领域(见图表 44)。对于博瑞的广告业务，总体来看，尽管我们判断 2008 年由于报章广告业务受累于经济增长放缓、四川汶川大地震 1 个多月广告几近零投放的不利影响，广告整体收入增速将出现大幅放缓，但在户外广告持续扩张的推动下，2009 年广告收入仍将保持 20%以上的增长(见图表 45)。

图表44.博瑞传播广告收入增长预测及毛利率(2006~2012F)



来源：公司资料，国金证券研究所

图表45. 博瑞传播户外广告经营分析及预测(2006~2012F)

千元	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
路灯杆广告收入	2,503	4,573	6,150	6,308	6,510	6,630	6,715
路灯杆(根)	618	618	500	500	500	500	500
空置率	50%	50%	18%	17%	16%	15%	15%
ARPU(元/根·年)	13,500	14,800	15,000	15,200	15,500	15,600	15,800
单位成本(元/根·年)	7,000	7,000	7,000	7,000	7,350	7,571	7,798
毛利率	-3.70%	5.41%	43.09%	44.51%	43.55%	42.91%	41.94%
光华大道广告收入			6,783	8,462	10,069	11,311	12,591
光华大道-单立柱			8	10	12	14	16
ARPU(千元/根·年)			510	520	530	540	550
单位成本(千元/块·年)			295	300	305	310	315
光华大道-十字路口看板			8	9	10	10	10
ARPU(千元/块·年)			310	320	325	330	335
单位成本(千元/块·年)			115	118	120	123	125
光华大道-三立柱			4	5	5	5	5
ARPU(千元/根·年)			120	125	130	135	140
单位成本(千元/块·年)			75	78	80	83	85
光华大道-人行道安全岛道看板			2	2	2	2	2
ARPU(千元/块·年)			50	55	60	63	65
单位成本(千元/块·年)			40	43	45	48	51
空置率			5.00%	4.00%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率			46.04%	46.37%	46.86%	46.24%	45.86%
高速公路广告收入		14,690	17,889	19,531	21,433	24,070	27,083
高速公路-龙门架		5	5	6	7	8	9
ARPU(元/块·年)		430,000	450,000	455,000	455,000	460,000	460,000
高速公路-天桥看板		75	75	75	75	75	75
ARPU(元/块·年)		62,000	63,500	64,500	65,000	65,500	66,000
高速公路-单柱大牌		105	118	130	140	150	160
ARPU(元/块·年)		105,000	110,250	108,000	110,000	115,000	120,000
空置率		20%	12%	11%	10%	8%	5%
单位成本(元/块·年)		27,000	25,000	26,000	27,000	28,000	28,000
毛利率		66.00%	72.33%	71.91%	72.03%	72.90%	74.77%
机场高速收费口广告牌收入			8,640	20,160	20,976	22,560	23,180
机场高速广告牌			8	8	8	8	8
ARPU(千元/块·年)			2,400	2,800	2,850	3,000	3,050
空置率			55%	10%	8%	6%	5%
单位成本(元/块·年)			1,950	2,000	2,050	2,200	2,250
毛利率			18.75%	20.63%	21.82%	21.99%	22.35%
城区内户外广告收入		6,000	13,200	24,438	32,400	38,640	45,600
广告牌		10	16	25	30	35	40
空置率		40%	25%	15%	10%	8%	5%
ARPU(千元/块·年)		1,000	1,100	1,150	1,200	1,200	1,200
单位成本(千元/块·年)		300	310	320	330	340	350
毛利率		60.00%	62.42%	67.26%	69.44%	69.20%	69.30%
户外广告收入	2,503	23,003	52,662	78,899	91,387	103,211	115,168
增减		819.05%	128.94%	49.82%	15.83%	12.94%	11.59%
毛利率	-3.70%	58.87%	54.26%	52.44%	54.79%	55.54%	56.98%

来源: 国金证券研究所

4.3. 跨区域与跨媒体发展: 延伸广告平台, 拓展内容产业链

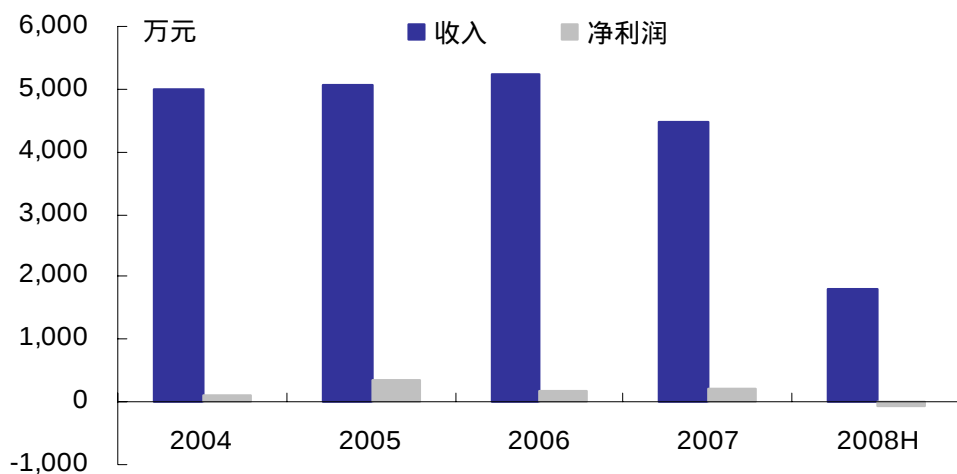
近几年, 随着《成都商报》报章经营业务持续快速增长以及《成都日报》、《成都晚报》除印刷以外经营性业务的不断植入, 尽管报章扩版和发行费率提

高仍能为公司注入一定的增长动力，但总体来看，博瑞报章经营业务逐步进入稳定小幅增长的成熟期已是不争的事实。因此，基于长期积累起来的广告客户资源和优秀的经营团队进行跨区域、跨媒体扩张成为公司的必然选择，并在延伸广告经营平台的基础上，拓展内容产业链，为其实施“新兴媒体内容提供商”战略奠定基础。

4.3.1. 跨区域扩张—身陷市场、体制困境

2002 年 7 月，公司出资 827 万元与甘肃日报社共同投资组建甘肃西部商报传媒发展有限公司，独家代理《西部商报》的广告、发行、印务以及其他一切与该报有关的经营业务，博瑞持有合资公司股权的 49%。应该说，博瑞在《西部商报》上初期的拓展是十分成功的，用了短短 3 年的时间实现收入 5000 万元以上(2004 年)，并在之后的 4 年时间里连续实现盈利(见图表 46)。然而，《西部商报》作为与甘肃省党报集团合资的都市时政类报纸，仍然受到目前国内传媒体制的限制。外来时政类报纸的快速发展往往会引起当地主流媒体的警觉，很可能导致当地宣传系统在特许权授予、内容审查等方面加以限制。而且，从经营的角度来看，由于报章编审仍由甘肃日报社控制，而广告经营所依赖的内容支持显然无法达到《成都商报》基于股权关系之良性互动的程度。此外，当地相对欠发达的经济环境客观上也在相当程度上制约了《西部商报》的发展。因此，《西部商报》的收入、利润在 05、06 年达到高峰后一直停滞不前，今年上半年，受雪灾、地震、金融危机等不利因素的影响，《西部商报》经营再次出现亏损。我们估计，即便以后经营状况好转，也难以为公司带来较高的权益利润。鉴于成都传媒集团成立后公司所面对的媒体资源，我们认为，在适当时机以合理条件退出或许是《西部商报》较为理想的选择。

图表46. 《西部商报》历年收入、净利润情况(2004~2008H)



来源：国金证券研究所

无独有偶，2003 年 6 月，博瑞出资 480 万元与自然人傅敏和万荣共同设立神兵国际，公司控股 50%(04 年通过博瑞广告收购剩余 50%股权实现全资控股，更名为博瑞纵横国际<北京>有限公司)。纵横国际独家代理中央人民广播电台“都市之声”频道的广告业务，主要针对北京庞大的车载广播听众发布广告。纵横国际采取买断广告代理权的模式经营。然而，从实际经营情况来看，“都市之声”需要面对北京交通广播这一在北京地区极为强大的竞争对手，而且，从当前广播媒体经营的发展趋势来看，广告代理往往需要和广播内容以及线下活动进行良好互动方能“事半功倍”，但由于内容经营整合方面的难度以及收听率一直不高，纵横国际的经营一直处于亏损的局面。2008 年上半年，纵横国际没有任何收入，亏损 26.7 万元(见图表 47)，显示出博瑞应是已基本停止代理“都市之声”广告业务，纵横国际停业清算或者全面调整业务的可能性很大，对其我们将不予以估计和测算盈亏。

图表47.纵横国际历年收入、净利润情况(2003~2008H)

(万元)	2003	2004	2005	2006	2007	2008H
收入					347.8	0.0
净利润	-394.6	-206.9	-23.9	0.0	-551.0	-26.7
权益利润	-197.3	-186.2	-21.5	0.0	-495.9	-24.0
累计权益增减额	-197.3	-383.5	-405.0	-405.0	-900.9	-924.9

注：2004 年公司控股 80%的博瑞广告收购纵横国际其他股东剩余 50%股权，纵横国际成为博瑞实际权益比例为 90%的控股子公司。

来源：国金证券研究所

4.3.2. 跨媒体发展—依托集团媒体资源，有望实现稳步发展

博瑞早在 03、04 年便有向成都地区电视、广播等其他媒体形式发展的想法和计划，但由于当时报业与广电条块分割的行业体制，双方一度行进的合作往往到最后被主管部门喊停。然而，这一体制障碍终于随着成都传媒集团的成立实现重大突破，在最终实际控制人—成都传媒集团的支持下，电视媒体广告经营和内容制作逐步进入上市公司的运营范畴。

08 年 1 月 17 日，博瑞传播发布公告，公司与成都电视台签订广告代理协议，独家代理成都电视 1、3、4、5 频道所有晚间时段编组广告中的省内广告(但不包括特种广告、所有房地产广告、频道活动涉及的广告和部分现有资讯服务类节目)，代理期限为 2008 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日，第一年的合同金额为 3200 万元，以后年度合同金额根据上年执行情况另行商定。正如我们之前所分析的，依托公司现有广告客户资源、经营团队，以延伸广告经营平台方式实现跨媒体发展是最为切实可行的。而且，根据我们对成都传媒集团的了解，对成都电视进行保底分成模式的广告代理更为符合当地实际。尽管成都电视台在并入传媒集团后，内部运营机制得到很大改善，广告收入由 06 年的不足 3 亿元大幅增长到 07 年 3.6 亿元左右，是城市电视台中增长最快的，但由

于沉重的历史负担和较高的运营成本，07 年的营收规模也仅是使成都电视台将将盈亏平衡，尚无法对上市公司予以直接的盈利支持，因此，实行“存量保底、增量受益”的方式进行代理，既保证了成都电视台的利益，又授予博瑞新的广告媒体资源。从实际经营情况来看，博瑞独家代理各频道晚间编组广告使得原先分散的广告代理得到整合，客户压价销售的情况得到很大改善，在适度弹性的基础上实现价格稳定。从 3 月份开始，公司代理频道时段的广告增长显著，如果全年正常的话，代理金额应能达到 3700 万元以上，但“5.12 汶川大地震”让包括电视在内的各主流媒体进入“广告静默期”，5、6 月份成都电视广告经营受到严重冲击。尽管 7 月份以后，公司代理的这部分电视广告迅速恢复，但全年完成 3200 万元的保底基数应是十分困难，剔除运营成本、费用后应难以盈利。

鉴于 08 年遇见的实际困难以及与成都电视台的关联关系，我们认为，不排除在与电视台协商后下调 08 年保底基数的可能，如此公司电视广告代理业务应不会出现亏损，甚至略有盈利，在不增加广告时段的情况下，这部分电视广告代理业务将保持稳定增长(见图表 48)。而且，随着公司对电视广告经营的日渐熟悉以及客户资源的不断积累，我们认为，集团未来很可能会进一步将媒体资源交由博瑞代理。

图表48.成都电视台 1、3、4、5 频道晚间编组广告营收预测(2008F~2012F)

年份	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
电视广告收入	3,500	4,000	4,500	5,500	6,000
增减		14.29%	12.50%	22.22%	9.09%
博瑞电视广告代理量	31,500	36,000	37,500	39,500	41,000
支付给成都电视台保底基数	28,000	32,000	33,000	34,000	35,000
毛利率	80.00%	81.00%	82.00%	82.50%	83.50%

来源：国金证券研究所

在广告代理经营基础上，公司开始以内容软广告为抓手涉足电视节目制作。今年 12 月，博瑞旗下广播电视广告传播公司设立电视节目制作中心，负责《吃喝玩乐全接触》、《第一健康》、《幸运购物狂》三个栏目的制作，有关节目分别在成都电视台 2、3、5 频道播出。这三档栏目涵盖餐饮、医疗、卖场、食品等消费品行业，其内容典型具有软广告的特征，通过节目内容的形式达到广告宣传的目的，也是生活服务类节目最主要的盈利模式(例如上海“生活时尚”频道的餐饮介绍节目)。尽管此类栏目的广告性质较强，但较纯粹的编组广告在形式上和内容组织上有很大的不同，显示出公司正按照既定战略，向“新兴媒体内容提供商”方向发展，也在为进一步整合成都传媒集团所属其他媒体经营进行人员和经验上的积累。

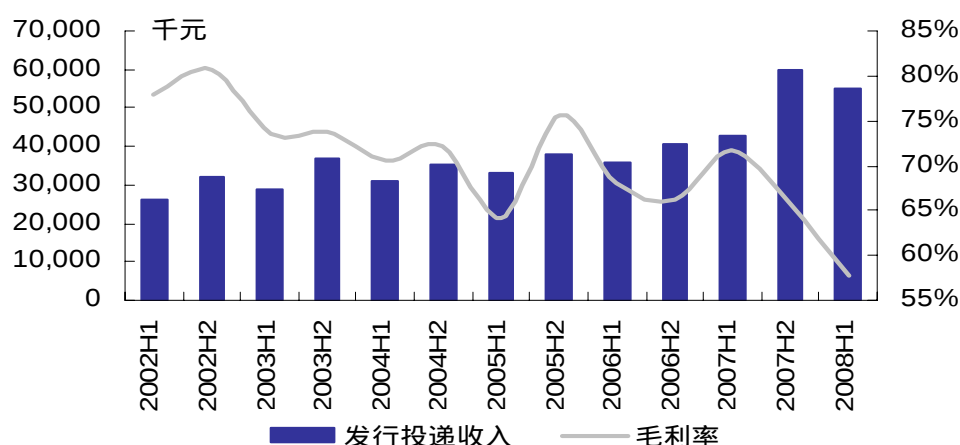
5. 渠道经营：发行投递网络多业务经营与数据库营销

博瑞的发行投递业务最早脱胎于报章的自办发行，也是 1999 年买壳上市时最早整合进入上市公司的业务之一。经过近十年的培育和发展，博瑞已建立起拥有 2000 余人的发行投递队伍，拥有 1700 个销售网络终端，构建了以成都为中心、覆盖全省所有市县的发行投递网络，公司还通过分布在成都市及近郊的近 420 座“成都通”（有人值守）信息亭，成都通是成都市唯一获准在各繁华地段经营的多功能书刊、报纸连锁网点。在发行投递业务的组织架构上，继 2005 年公司控股 72% 的成都现代公众多媒体信息亭有限公司（以下简称“成都通”）收购成都立即送网络配送有限公司 100% 股权后，2007 年成都通又再与成都商报发行投递广告有限公司（以下简称“发行公司”）合并，进而形成以发行公司为核心的发行投递、DM 广告业务运营体系。在此基础上，面向广告营销未来更趋精细化、碎片化的发展趋势，博瑞依托现有初具规模的读者、客户信息资源和发达的渠道网络，在成都地区率先建立数据库营销经营模式。纵观公司的渠道经营业务，依托大股东资源优势，在稳步发展报章发行投递业务获得稳定收入利润来源的基础上，博瑞通过发行投递网络多业务经营和直复营销平台的开发建设，已经形成良性的市场化发展模式。

5.1. 报章投递：渠道业务稳定发展的基石

报章投递作为发行网络的基础性业务始终是渠道经营稳步发展的基石所在。发行公司目前拥有《成都商报》、《成都日报》、《成都晚报》的独家发行投递业务代理权，凭借其高效的市场化运作以及科学的物流、人员管理，在成都地区占据了较大的市场份额。近几年，随着报纸“厚报化”（即报章版面大量增加）以及人力资源成本的上升，发行投递成本呈现出显著的上升趋势，这最终表现为毛利率水平的逐年下降（见图表 49）。从今年年初开始，受新闻纸价格上涨的影响，各大报社纷纷上调报章发行价格以应对成本上升的巨大压力。从今年 7 月 1 日起，成都地区种主要市场报纸的年订价和零售价全面涨价，《成都商报》和《华西都市报》的年订价均从原来的 140 元调整为 240 元，这两种报纸的零售价均从原来的 0.5 元/份调整为 1 元/份；成都晚报的年订价从原来 100 元年调整为 170 元，零售价从原来的 0.5 元/份调整为 0.80 元/份。成都地区两大都市报发行、零售价格较之前出现大幅上涨。

图表49. 博瑞传播发行投递业务收入及毛利率变化()



来源：公司资料，国金证券研究所

博瑞发行公司随即上调了与《成都商报》发行投递代理费的结算标准：从 08 年 7 月 2 日起，征订报纸代理费调整为 0.515 元/日·份，零售报代理费上调为 0.58 元/日·份。而发行公司与《成都晚报》实行的是整体发行代理，代理费率按照征订款的 60%收取，所以无需另行调整代理协议。然而，由于大量年度征订用户的存在，08 年的提价效应仅主要反映在零售报上，而且，发行公司为增加读者按年征订比例并提前订阅(对广告销售有帮助)，在提价前进行了宣传，给提前订阅的用户按照原有价格进行征订，从而使得 09 年的征订用户中有部分是按照原价格订阅的用户。因此，需要到 2010 年方能充分体现本次报纸发行代理费的提价效应，这将推动发行投递业务未来两年仍能保持较快的增长(见图表 50)。

图表50. 博瑞传播发行投递业务分析及预测(2004~2012)

(千元)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
商报投递收入	51,063	51,023	50,276	63,152	73,763	97,367	111,362	110,967	110,376
商报日均发行量(份)	559,595	559,156	550,970	576,731	575,000	570,000	565,000	563,000	560,000
晚报投递收入				8,400	10,223	12,432	13,500	13,770	13,950
晚报日均发行量(份)			150,000	140,000	145,000	148,000	150,000	153,000	155,000
日报投递收入		5,568	5,707	6,136	6,240	6,136	6,084	6,032	5,980
日报日均发行量(份)		120,000	123,000	118,000	120,000	118,000	117,000	116,000	115,000
DM 广告单收入	15,511	19,823	25,959	24,544	31,680	33,028	34,320	35,800	37,180
ARPU-DM (元/份)	28	35	47	43	44	46	48	50	52
发行投递收入	66,574	70,846	76,235	102,232	121,905	148,963	165,266	166,569	167,486
增长			7.61%	34.10%	19.24%	22.20%	10.94%	0.79%	0.55%
毛利率	71.44%	70.36%	67.15%	68.26%	62.50%	72.50%	73.00%	72.00%	70.50%

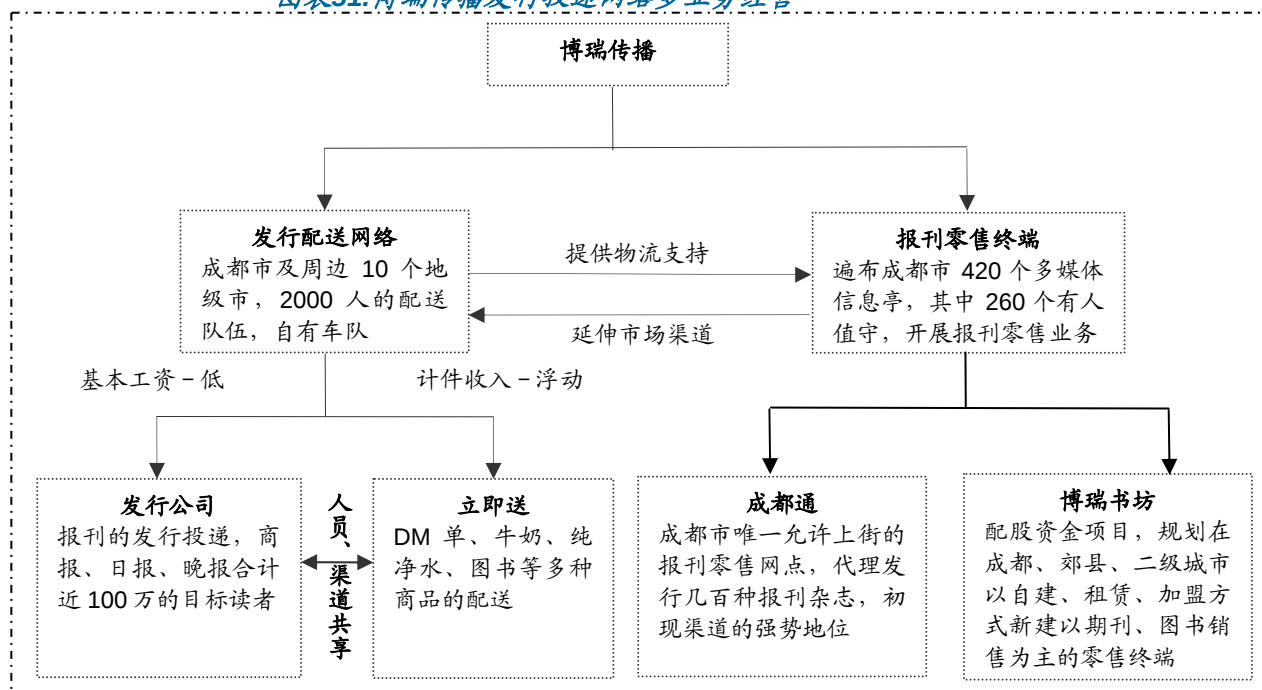
来源：国金证券研究所

5.2. 多业务经营：提高渠道效率，增收增利

博瑞的发行投递网络在发展之初就规划避免过多依赖报章发行投递，通过不断地开发新业务，提高配送渠道的运作效率以及经济效益，形成了高效运作、管理规范、多业务经营的物流配送网络。经过多年的渠道建设和业务开拓，除报

纸投递外，发行公司的投递网络还承担了 DM 单、牛奶、纯净水等其他商品的配送工作，在有效提高投递网络经营效率的同时，还以计件工资的方式增加投递员工收入。在此基础上，博瑞将报章发行投递、商品配送、成都通全部整合到发行公司，并积极开拓博瑞书坊新的商业模式，由此，博瑞基本完成区域内媒体渠道运营商的架构和业务梳理，进一步扩大埠外报刊、图书在成都地区的发行“落地”，形成多业务相互促进、共同发展的良性局面(见图表 51)，渠道区域垄断优势日渐显现。

图表51. 博瑞传播发行投递网络多业务经营

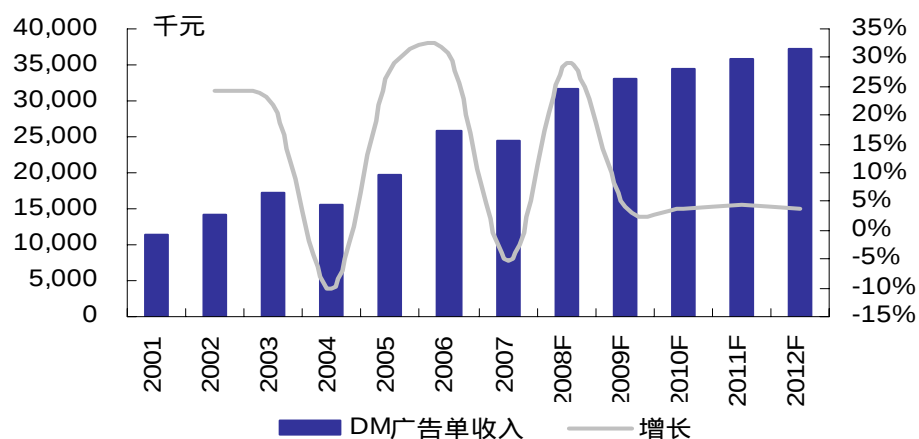


来源：国金证券研究所

尤其值得一提的是博瑞 DM 广告单业务的发展。根据美国直邮及直销协会 (DM/MA) 对 DM 的定义，DM 广告是“对广告主所选定的对象，将印就的印刷品，用邮寄的方法传达广告主所要传达的信息的一种手段。”DM 除了用邮寄以外，还可以借助于其他媒介，如传真、杂志、电视、电话、电子邮件及直销网络、柜台散发、专人送达、来函索取、随商品包装发出等。DM 与其他媒介的最大区别在于 DM 可以直接将广告信息传送给真正的受众，而其他广告媒体首先“贩卖”的是内容，然后再把发行量二次贩卖给广告主。因此，DM 广告与传统媒体广告相比具有针对性强、广告持续时间长、较为灵活、广告效果显著等特点，尽管在中国发展时间不长，但凭借其良好的广告效应、清晰的目标客户，日益受到大型超市、快速消费品和日常生活用品生产商等广告主的青睐。博瑞在成都地区具有相当竞争优势、运转高效的发行投递网络恰恰是 DM 广告最佳的投放渠道。目前，博瑞的 DM 单业务占到成都地区近 70% 的市场份

额，2007 年实现收入近 2500 万元，由于其占用渠道的边际成本很低，为渠道经营提供了较高的边际利润贡献。我们预计，渠道资源的持续扩大和目标客户单位广告价值的提升将推动公司 DM 广告业务保持稳定的增长(见图表 52)。

图表52. 博瑞传播 DM 广告业务稳步增长(2001~2012)

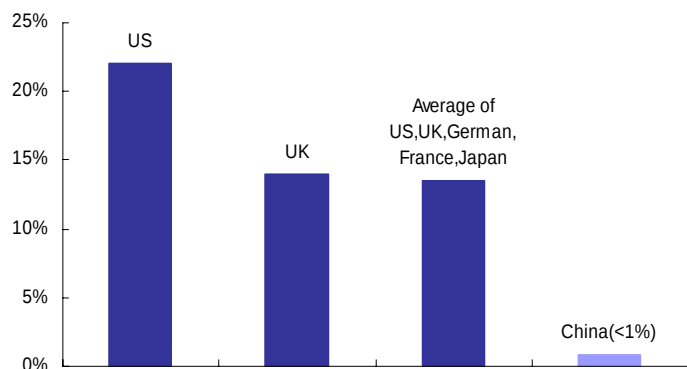


来源：国金证券研究所

5.3. 基于数据库的直复营销：前景广阔，然市场尚待培育

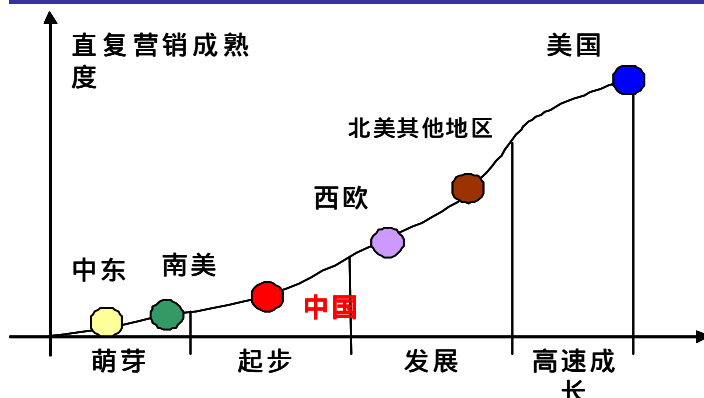
随着现代经济的不断发展，传统广告营销方式所呈现出来的不足之处越来越显著，如成本过高、目标客户群定位不清晰、效果不明显等，尽管目前传统大众媒体仍是产品推广、企业形象宣传的主要方式，但随着技术手段(如互联网、移动通信)的不断进步，基于目标客户群细分、信息数据库的创新营销模式逐渐发展起来。直复营销源于英文词汇 direct marketing，直接与潜在消费者沟通，借助多种渠道(如短信、投递、邮件等)可以在任何地点产生可度量的反应或产生交易的互动营销体系。与传统大众媒体相比，具有营销目标客户群精准、广告与销售过程融合、双相互都给、效果可测等特点(见图表 55)。在欧美等发达国家，厂商在直复营销模式上广告投入平均要占到接近 15%水平(见图表 53)，而中国不足 1%，尚处于起步阶段(见图表 54)。

图表53. 各国直复营销广告投入占比

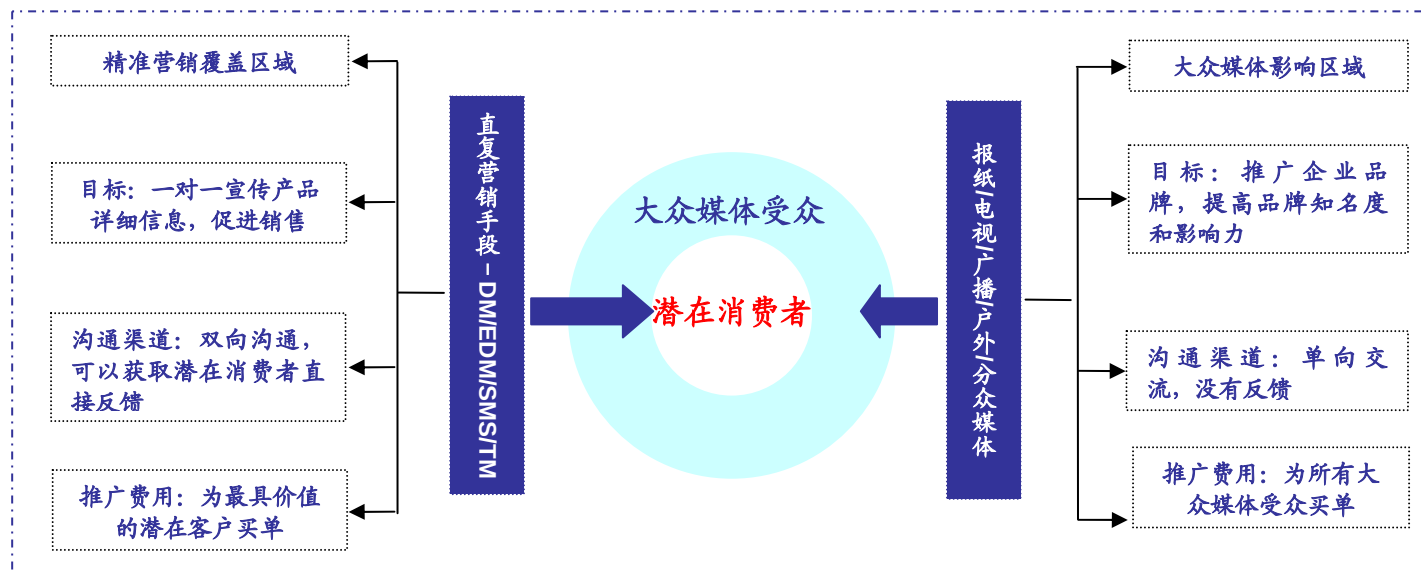


来源：美国直复营销协会，国金证券研究所

图表54. 中国直复营销发展尚处在起步阶段



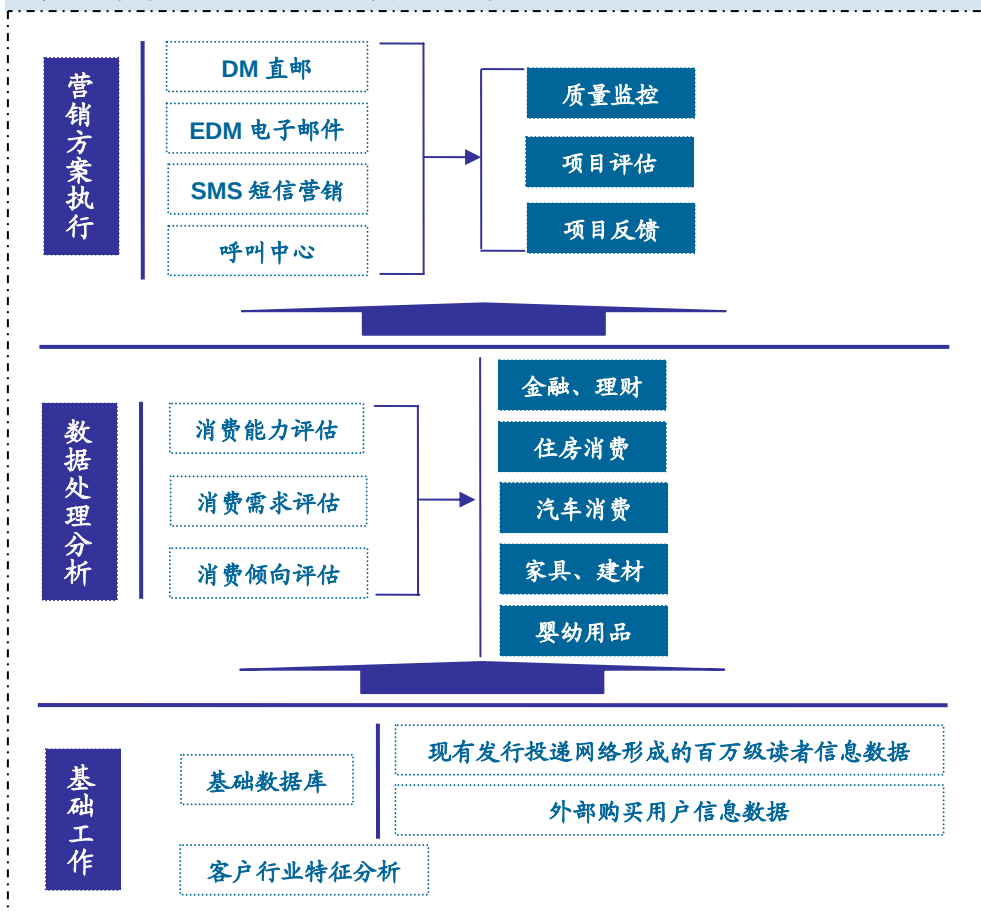
图表55.直复营销模式与传统大众媒体营销对比



来源：国金证券研究所

经过多年的积累，博瑞发行公司在成都及其周边地区已经建立起运作高效、覆盖广泛的发行投递网络，通过开展 DM 广告、商品等多业务经营仅是部分实现信息资源的价值增值。依据公司现有发行投递网络已经积累起来业务资源，为深度挖掘超过 100 万的读者客户资源，进一步开展基于信息数据库的直复营销业务已是“箭在弦上”。2008 年 1 月，博瑞与上海罗维互动营销服务有限公司(以下简称“罗维互动”)及两位自然人共同出资设立成都神鸟数据咨询有限公司(以下简称“神鸟数据”)，正式进军直复营销业务领域。神鸟数据注册资本 1000 万元人民币，博瑞控股 78%，罗维互动出资 200 万元，占 20% 股权，神鸟数据的高管—余亮、罗鹏也均以现金出资，分别占到 1.2% 和 0.8% 的股权。罗维互动作为国内第一批做直复营销的机构，拥有 7 年直复营销经验，在数据深度挖掘、分析管理方面拥有十分成熟的技术，为 80 多家世界 500 强企业提供服务；而博瑞传播在本地资源和数据库基础上具有非常深厚的积淀，所代理媒体的百万级读者客户资源就是双方合作的坚实基础。目前，神鸟数据拥有专业的直复营销和市场研究两大服务体系，借助庞大的数据库、专业的市场研究能力，通过电话营销(TM)、反馈式直邮广告(DM)、直投广告(DD)、传真营销服务(EFAX)、手机短信营销(SMS)和客户数据库的营建和托管(Database)等多种营销广告方式，为客户提供全面的直复营销解决方案(神鸟数据直复营销商业模式见图 56)。同时，作为成都商报社和成都市社会舆情调查研究中心专职的调查研究服务机构，神鸟数据依托成都商报和博瑞传播已经在全川范围内建设起一个覆盖面极广的调研样本数据资源库，从事专业的市场调研、研究分析工作。

图表56. 神鸟数据直复营销运作模式分析



来源：国金证券研究所

尽管神鸟数据的直复营销和市场研究业务还处于起步阶段，但公司自年初成立以来，先后承接蓝光集团、太平洋百货、韦博英语、新华酒店以及成都车市总评榜的独家数据合作等业务，各项工作得到有条不紊的展开。然而，由于直复营销在当地还处于市场引导阶段，神鸟数据的营收规模较小，08年上半年仅实现收入 100.52 万元，亏损 77.72 万元，还处在发展初期，以成都为中心之西南地区的直复营销市场还亟待培育，前景虽然广阔，但短期内应无可能成为公司新的盈利增长点。

6. 印刷：稳固报印业务基础上的商印扩张

印刷业务是博瑞传播收入比重最大、最为重要的主营业务，由公司下属印务分公司(以下简称“博瑞印务”)直接经营运作。2007 年，公司印刷实现营业收入 3.62 亿元，占总营业收入的 51.15%，作为公司传统的三大主业之一，如何充分利用现已形成的印刷基地以及媒体经营产业链优势，继续做大做强印刷相关业务，成为公司未来几年持续发展的重要动力所在。

6.1. 报印业务：依托股东支持，稳固经营与资源整合

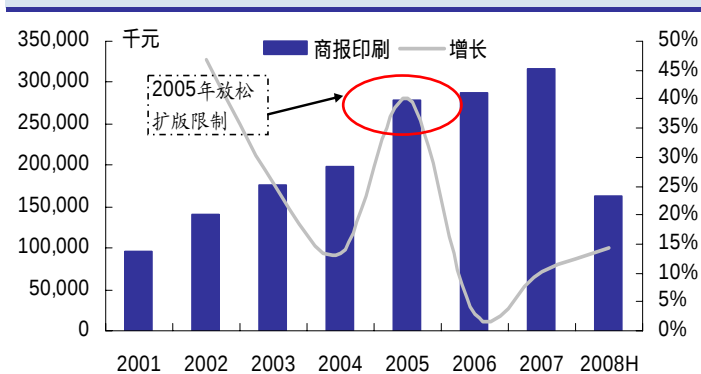
报印业务是博瑞传播最初赖以生存和发展的核心业务之一，依托四川地区最具影响力的强势报章媒体——《成都商报》，经过多年的建设和发展现已形成西南地区首屈一指的报刊印刷能力，其中，报章彩版印刷能力尤为突出。公司现有报纸法国 GOSS、德国 KBA 高速胶印轮转机印刷塔 9 个(单塔印刷能力达到 7 万印张/小时)、北人国产胶印轮转机印刷塔 6 个(单塔印刷能力为 3 万印张/小时)，CTP 直接制版系统 2 套，2006 年又再引入德国 KBA 半商机，实现报印、商印能力的同步提升。截至目前，公司报印能力达到 101 万张/小时或套红报 128 万张/小时。

截止目前，独家代理印刷《成都商报》仍旧是博瑞印务最主要的报印业务，《商报》目前日均发行量近 60 万份，占成都五大日报发行量 40%左右(见图表 57)，居成都报纸媒体发行量之首。报印业务自 2001 年整体置入上市公司以来，来自于《成都商报》的印刷业务收入始终保持了较快增长(见图表 58)，其中，05 年的增长提速主要缘于四川省新闻出版局取消辖内报章的版面增加限制，而近年关联收入增速的稳步提升则是由于《商报》彩版比例不断提高所致。尽管根据公司现有与成都商报社的协议，独家代理印刷协议于 2010 年 7 月 31 日到期，独家纸张供应协议于 2009 年 8 月 31 日到期，但基于成都商报社对上市公司的实际控制关系以及报章印刷的专用性、及时性、政治性特征，按照原有条件续约的可能性极大，甚至不排除鉴于原材料、人工等要素成本上升进而提高印刷费率的可能。08 年上半年，公司承接《成都商报》印刷业务实现收入 1.63 亿元，同比增长 14.39%，在 5 月份四川遭受罕见大地震的情况下仍能实现如此幅度的增长实属不易，充分显示出实际控制人——成都商报社对上市公司的支持力度。

图表57.成都五大日报发行量市场份额(2004~2006)

报章	2006	2005	2004
成都商报	40%	38%	38%
成都日报	9%	10%	9%
成都晚报	12%	13%	13%
华西都市报	32%	30%	30%
天府早报	7%	9%	10%

图表58.博瑞传播承接《成都商报》印刷收入变化^注

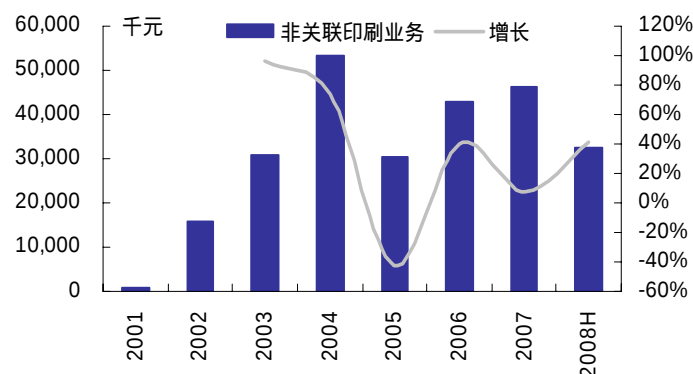


来源：公司资料，国金证券研究所

注：由于新闻纸代理从 2006 年开始从英康贸易转由博瑞印务经营，因此，之前分别披露的印务收入和纸张销售予以合并处理以使其与 06 年以后的信息披露数据保持口径一致。

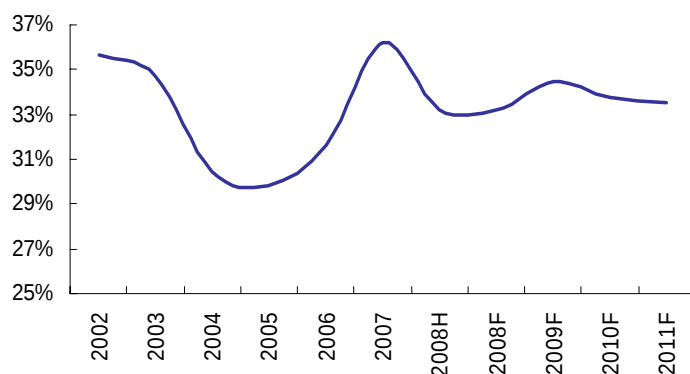
由于《成都商报》为时效性要求很高的日报，全部排版印刷工作都是夜间完成的，而白天印刷设备基本处于检修、闲置状态。为提高设备利用效率，在保证《商报》印刷的基础上，公司先后引入《足球》、《足球大赢家》、《21世纪理财周报》、《中国经营报》等省内外报刊印刷业务，因为有规模庞大的《商报》印刷业务作支撑，使得日间的报章印刷边际成本很低，能够以更具吸引力的价格拓展业务。从历史数据来看，公司的非关联印刷业务总体保持了较快的增长(见图表 59)，除了 2005 年由于《商报》大幅扩版，在产能扩张尚未完成的情况下为保证《商报》的印刷而压缩了当时毛利率还相对较高的外报彩版印刷，使得当年非关联印刷业务收入出现较大幅度的下降。

图表59. 博瑞传播非关联印刷业务收入变化



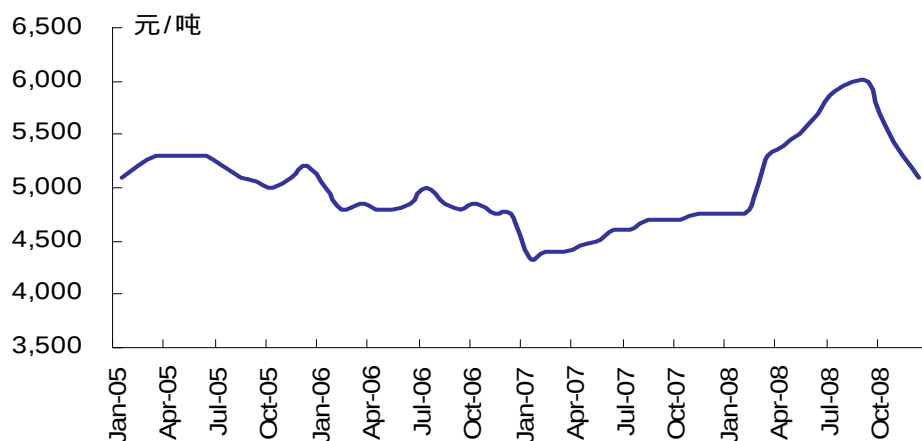
来源：国金证券研究所

图表60. 博瑞传播印刷业务毛利率变化



依托大股东的有力支持，公司印刷业务总体保持较为稳定的毛利率水平，其间的波动主要源自于新闻纸价格的涨跌。尽管公司新闻纸销售采取代理采购模式，凭借较大的采购规模获得一定的价格优势以及稳定供货的好处，能够在一定程度上规避新闻纸价格剧烈波动的风险，但根据我们对博瑞的长期跟踪，为有效保证成都商报社的积极性，在新闻纸上涨过程中，公司可能压缩自己的加价利润以降低报社纸张成本。今年上半年印刷业务毛利率的小幅下滑(见图表 60)在一定程度上受累于年初至 9 月份的新闻纸价格的大幅上涨(见图表 61)。我们相信，随着全球经济步入衰退以及中国经济增长大幅减速，各种原材料价格均出现不同程度的下跌，下半年及 09 年印刷业务的毛利率应有所恢复。

图表61. 新闻纸价格变化(2005.1~2008.12)



来源：国金证券研究所

此外，成都日报报业集团还有一个主要承担《成都日报》和《成都晚报》印刷的印厂(以下简称“日报印厂”)，虽然日报印厂的设备、厂房价值不是很大，但其承担的独家印刷业务如能注入博瑞，对公司的影响无疑是十分正面的。根据我们的测算，日报印厂现有业务年收入估计在 5000 万元以上，尽管由于目前仍是国企体制，历史负担较重，静态盈利水平并不是很高，但整合进入上市公司后随着生产效率的提高以及规模效应，我们预计将带来近 1000 万元的净利增长。日报印厂的整合工作列为 2008 年成都传媒集团的十大工作之一，但从目前情况来看，由于大地震、经济状况不佳等原因，有关工作很难在年内完成，还需来年进一步推进。

6.2. 商印业务：整合经营，稳步发展

博瑞的报印业务经过多年的经营，发展已相对成熟，区域领先优势十分明显，受惠于报章扩版以及彩版比例的不断提高，不仅《商报》印刷业务稳步发展，其承接外报印刷业务(主要是彩版)也渐入正轨，在保证《商报》印刷的前提下也呈现出良好的发展态势。然而，报章印刷由于其突出的地域性和关联交易特征，博瑞报印业务未来的拓展空间也已十分有限，拓展商务印刷领域成为公司印刷业务持续发展的必然选择。在发展初期，商印业务主要是与发行投递公司的 DM 业务进行配套，承担 DM 单的印刷。为此，印务公司仅是在 03 年投入一套三菱的平板印刷机(投资 350 万元)，藉此为开展 DM 业务提供完整的解决方案。2006 年 9 月，公司投资 3200 万元购置的德国高宝半商机投入运行，在提升高速报印能力的同时，提高了部分适合新闻纸印刷的商印能力。从以上产能的投资力度来看，公司对商印业务领域的投入显得较为谨慎，但随着成都传媒集团以及成功再融资，博瑞将在商印领域实现快速发展。

2006 年 11 月，成都日报报业集团和成都电视台在成都市委、市政府的积极推动下合并成立成都传媒集团，成为国内首个打破行业壁垒成立综合性传媒集团的省会(副部级)城市。成都传媒集团成立后，在对电视台进行体制改革、转换机制的同时，首先通过整合集团期刊资源实现存量业务的产业化目标。为此，成都先锋文化传媒有限公司于 2007 年 8 月正式成立，在 6 月至 9 月期间先后推出“青年作家·评论”、“调查”、“榜样”、“慈善”、“历史”、“高尔夫时尚”、“超级粉丝”、“成都客”等 8 本统一品牌的“先锋”系列期刊，加上原有的《青年作家·作品》、《时代教育》、《先锋·居周刊》、《先锋·车周刊》、《地产商》，成都传媒集团将拥有 13 本向国内外公开发行的系列杂志。从开机仪式“落地”博瑞印务的情况来看，随着发行量的逐步扩大，先锋系杂志(薄铜版纸平板印刷属于商印业务范畴)印刷将为公司扩大商印产能提高稳定的业务来源。与此同

时，07 年 11 月公司买壳上市 8 年来首次再融资(配股)成功，也为商印业务扩张提供了有力的资金保证。根据配股说明书，公司将投资 12570 万元用于博瑞印务期刊、报刊印刷生产线技术改造项目。近期，公司由于地震、印刷技术升级换代和国际金融形势显著变化等原因，对该项目固定资产投资及项目进度进行调整(见图表 62)，在确保商印生产线完整性、不影响设计产能的情况下，节约固定资产投资成本 2000 多万元，并通过采用国产替代设备减少汇率风险，这将有助于明年上半年生产线全面投产后降低运营成本，提高投资回报。

图表62.博瑞印务配股资金投向 - 商印项目设备调整及投资对比

项目		调整前		调整后		调整说明
		数量	总价	数量	总价	
印前设备	晒版机	进口 2 台	40	进口 1 台	33	各调减 1 台，已投产
	显影机	进口 2 台	20	进口 1 台		
	CTP	进口 2 台	600	进口 2 台	273.60	已投产
印刷设备	商业轮转	进口 1 台	3,800	进口 1 台	3,400	09 年上半年
	单张胶印机	进口 4 台	3,200	进口 2 台	1,724.80	调减 2 台，已投产 2 台，
	八色胶印机	进口 1 台	1,700	国产线 1 条	1,971.36	进口改国产,并替代 2 台进口单张胶印机产能，已投产
印后设备	无线胶装线	进口 1 台	500	进口 1 台	500	09 年上半年
	薄膜分包线	进口 1 台	450	进口 1 台	450	09 年上半年
	骑马联动线	进口 1 台	250	国产 1 台	85.50	已投产
	圆盘胶装机	国产 2 台	60	国产 1 台	44.10	09 年上半年
	切纸机	国产 2 台	30	进口 2 台	76	已投产 1 台
	折页机	进口 3 台	60	进口 2 台	89	调减 1 台，已投产 1 台
	三面切书机	国产 1 台	20			
	辅设	国产	200	国产	200	
设备投资合计			10,930		8,847.36	
流动资金			1,640		3,722.64	
项目总投资			12,570		12,570	

来源：公司资料，国金证券研究所

根据公司配股说明书披露的数据，印务二期建成后，博瑞印务的商印能力将由现在的 1800 万印张/年大幅提升至 28950 万印张/年，投产后预计新增销售收入 10303 万元。公司对商印业务发展的坚强信心主要源于成都地区高端商印市场潜在的“进口替代”规模。目前成都地区商印产值约为 90 亿元，其中出版物印刷有 13 亿元，但由于当地数量众多的商印企业主要集中在中低档印刷品的印刷，高档商印能力存在较大的缺口，每年约有 40%的高档印刷品外流到沿海地区，2005 年就大约有 7 亿元的本地印刷业务流失到省外市场，这恰恰是公司此次商印扩产主要针对的目标市场。而成都传媒集团大规模发展的先锋系杂志及存量期刊资源整合也为公司扩张的商印产能提供了稳定的业务来源，这为博瑞参与成都地区高端商印市场竞争奠定了坚实基础。

08 年上半年，公司非关联印刷业务实现收入 3248 万元，同比增长 41.19%，其中除了由于高宝半商机投产后报印能力再次得到提升，承接外报彩版印刷业

务增长的原因外，商印能力的同步提升则是推动非关联印刷收入大幅增长的重要原因。依托成都传媒集团期刊资源，公司大规模发展商印业务有了足够的底气和稳定业务支持。在此基础上，商印业务的发展还将得益于公司所属发行网络、广告代理与印刷业务的整合经营，承揽外埠期刊在成都地区的发行以及DM广告经营往往能够为印务公司带来一定的商印业务。尽管未来两年公司印刷业务的发展也将受到宏观经济不景气因素的影响，但在大股东期刊业务资源和媒体产业链整合经营的有力支持下，随着明年上半年商印技改项目全面投入生产，博瑞的商印业务仍将维持相对较快的增长(在财务预测分析中表现为非关联印刷收入的增长)。

鉴于商印业务竞争相对较为激烈，即使公司能够获得大股东一定程度的支持，也难以避免印刷业务总体毛利率出现一定幅度的下滑。(有关印刷业务整体的分析预测详见图表 63)

图表63. 博瑞传播印刷业务分析预测(2001~2011F)

千元	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008H	2008F	2009F	2010F	2011F
印刷业务											
收入	155,663	206,210	252,268	309,251	329,440	362,014	195,171	432,320	436,033	475,412	507,325
增长	61.88%	32.47%	22.34%	22.59%	6.53%	9.89%	18.12%	19.42%	0.86%	9.03%	6.71%
毛利率	35.68%	34.68%	30.44%	29.84%	31.66%	36.20%	33.24%	33.20%	32.80%	33.50%	33.20%
印务收入	67,118	91,569	110,642	132,022							
增长	2711.8%	36.43%	20.83%	19.32%							
毛利率	73.03%	71.19%	63.59%	65.11%							
新闻纸销售	88,545	114,641	141,626	177,229							
增长	-5.57%	29.47%	23.54%	25.14%							
毛利率	7.37%	5.51%	4.55%	3.56%							
商报印刷	140,024	175,505	199,103	278,709	286,615	315,815	162,687	372,030	364,589	386,465	401,923
增长	46.85%	25.34%	13.45%	39.98%	2.84%	10.19%	14.39%	17.80%	-2.00%	6.00%	4.00%
商报印务收入	51,479	70,092	80,939	101,480							
增长	3154.1%	36.16%	15.48%	25.38%							
毛利率		68.04%	63.00%								
商报新闻纸销售	88,545	105,413	118,164	177,229							
增长	-5.57%	19.05%	12.10%	49.99%							
毛利率		5.88%									
非关联印刷业务	15,639	30,705	53,165	30,542	42,825	46,199	32,484	60,290	71,443	88,947	105,402
增长		96.34%	73.15%	-42.55%	40.22%	7.88%	41.19%	30.50%	18.50%	24.50%	18.50%
毛利率											
印务收入	15,639	21,477	29,703	30,542	42,825						
增长	1842.7%	37.33%	38.30%	2.82%	40.22%						
毛利率		81.47%									
新闻纸销售		9,228	23,462								
增长			154.25%								
毛利率		1.30%									

来源：国金证券研究所

7. 产业链延伸：新媒体拓展与泛文化产业投资

博瑞在首先做好“传统媒体运营服务商”的前提下，通过现有传统媒体产业链延伸以及股权投资等方式，全面贯彻其打造“新兴媒体内容提供商”和“文化产业战略投资者”的战略规划。公司最初介入泛文化产业投资主要是为降低关联交易比例，争取再融资资格，因此，在选择时更多从增加非关联业务收入、现金流稳定、控制风险的角度考虑。然而，随着国内文化传媒产业化程度的不断提高以及资本市场的日趋成熟，公司在进行新媒体业务拓展和泛文化产业投资时更多地考虑现有媒体产业链延伸、优势资源互补以及资本运作(例如，能在适当条件下分拆上市)的可行性空间，做到主业延伸和资本增值“两相宜”。

7.1. 手中乾坤——新兴媒体内容产业投资

尽管传统媒体与新兴媒体存在千丝万缕的关联，但由于经营人才要求、商业模式上的本质区别，导致传统媒体企业单纯依靠原有经营团队向新兴媒体的跨越往往是困难重重，从国外在新媒体业务颇有建树之综合性传媒集团的经验来看，依托传统媒体业务的资金和网络优势对更具创新意识的新媒体内容提供商进行产业投资是较为成功的发展模式。不仅能够弥补传统媒体在产业发展空间上的不足，又能在新媒体企业分拆上市过程中获得丰厚的资本增值。博瑞在新媒体内容产业链上的投资正是遵循了这样的发展道路。

2007 年 11 月，公司与黎向欣签订《股权转让协议》，以 6380 万元的代价收购其北京手中乾坤信息技术有限公司(简称“手中乾坤”)20%股权，以该公司 07 年实现净利计算，收购市盈率为 11 倍。手中乾坤是中国移动增值业务服务提供商，主要运营手机游戏和手机视频服务，并已启动手机分类信息网的运营，该公司拥有中国移动的 WAP 全网业务接入资格、百宝箱业务全网运营资质和信息产业部“跨地区增值电信业务经营许可证”。从公司公告内容来看，手中乾坤此次股权转让是为其股份制改造、上市进行准备。而且，手中乾坤经营情况良好，在 07 年之前 3 年时间里保持了较快的增长，07 年全年实现营业收入 5889.53 万元，净利润 2899 万元，分别较上年增长 51.96%和 230.68%，净利润率高达 49.22%；08 年上半年则由于受突发性事件和经济景气度下滑的影响，发展态势明显减弱，仅实现收入 1584.23 万元，净利润 988.08 万元，净利润率却达到了惊人的 62.37%(见图表 64)。尽管手中乾坤的持续成长性还有待观察，但该公司连续三年的财务指标应已基本满足深交所中小板或可能即将推出之创业板的要求。如果手中乾坤能够在较短时间内实现上市，将为博瑞带来巨大的资本增值，而即使短期内无法上市公司，权益利润也将在一定程度上增厚公司每股盈利。

图表64. 手中乾坤营业收入及净利润情况(2006~2008H)

(千元)	2006	2007.1~9	2007	2008H
营业收入	38,757.8	47,009.0	58,895.3	15,842.3
净利润	8,766.9	20,055.8	28,990.1	9,880.8
净利润率	22.62%	42.66%	49.22%	62.37%
加: 年初未分配利润	-701.8	8,065.2		

来源: 国金证券研究所

7.2. 博瑞银杏—高端川菜餐饮空间巨大，整合上市蓄势待发

2003 年，博瑞与四川餐饮行业著名品牌—银杏餐饮合作，投资成立成都博瑞银杏旅游文化发展有限公司(简称“博瑞银杏”)，持股比例为 40%，为该公司第一大股东，由于托管了另一个人股东 15%的股权(托管期经延长侯至 07 年底)，公司在此之前对博瑞银杏合并报表。博瑞银杏所在的威斯顿联邦大厦地处成都市领馆区，凭借其豪华、典雅、时尚而独具特色的风格主攻成都市的高端餐饮市场。“川菜粤做”(川菜的口味采用高档粤菜式样制作)菜肴烹饪、制作理念和优雅、时尚的用餐环境以及对藏酒、雪茄的悠然品味让注入了博瑞媒体精神(市场推广)的银杏川菜独具特色，在我们看来，博瑞银杏川菜完全具备进军全国高端餐饮市场的条件，而银杏品牌旗下的其他酒店(银杏原股东拥有)完全可以利用博瑞银杏这一较为规范的平台进行全国市场的扩张和资本运作。

据 08 年中报披露，为了充分发挥高端餐饮品牌优势，加大市场开拓力度，获取更好的经济效益，各股东方经协商，一致同意整合博瑞银杏及其它相关资源，并进行股份制改造，为资本运作做好相应准备。这也是公司未与博瑞银杏一个人股东续签代管协议的主要原因。尽管从博瑞银杏过去几年的经营情况来看，盈利水平并不是很高，最好的 07 年也仅有净利润 547 万元(见图表 65)，但这主要是由于酒楼所在的威斯顿联邦大厦 1-7 层为自购物业，总投资近 8000 万元，目前仍背负大量银行债务所致。因此，随着贷款利率的下调、银行债务的逐步偿还，尤其是银杏旗下其他酒楼资源的整合，博瑞银杏有望进入崭新的发展阶段，很可能成为博瑞另一带来巨额资本增值的泛文化产业投资项目。

图表65. 博瑞银杏历年收入、净利润情况(2005H1~2008H1)

千元	2005H1	2005H2	2006H1	2006H2	2007H1	2007H2	2008H1 ^注
收入	14,353	21,846	24,987	27,608	27,270	32,489	26,656
同比增长			74.09%	26.38%	9.14%	17.68%	-2.25%
成本	5,612	7,913	8,665	10,459	9,873	10,840	
毛利率	60.90%	63.78%	65.32%	62.12%	63.80%	66.63%	
权益利润	-2,425	-779	855	644	759	1,429	672
净利润	-6,063	-1,948	2,138	1,610	1,898	3,572	1,681

注: 博瑞与博瑞银杏个人股股东之一——一方功宇未续签代管协议，从 08 年起不再对其合并报表，按权益法进行核算，08 年中报仅披露收入和净利数据。

来源: 国金证券研究所

7.3. 创意成都—低成本商业地产开发，看好长期“钱”景

08年4月，公司在07年度股东大会时审议通过了“创意成都(暂名)”商业地产开发项目的议案。为了提升公司在成都市文化创意产业的影响力和凝聚力，盘活存量土地资源，提高资金使用效率，结合成都市文化产业发展的战略部署，以及成都锦江工业园区的整体发展规划，博瑞拟打造一座以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的多功能商务中心，建设集成影视产业、广告产业、出版产业、印刷产业等的文化创意产业平台。项目总建筑面积6.9万 m^2 ，其中，写字楼面积为5.4万 m^2 ，可用作商业、餐饮出租的面积有7000 m^2 (具体建筑指标见图表66)。由于项目所用的20亩土地为公司已有的存量土地，成本极低，仅为546万元，大大降低了项目总建设成本，在项目经营模式上，采取50%写字楼面积对外销售，剩余写字楼及商业面积租赁方式进行，使其在正常运营后能够获得良好的投资回报。据测算，“创意成都”预计总投资为1.98亿元，总收入6.46亿元，利润总额2.77亿元，净利润1.39亿元，全投资净现值(税前)2.69亿元，自有全投资内部收益率(税前)19.4%，项目建设周期为2.5年(租赁和销售面积经济指标分见图表67、68)。

图表66. “创意成都”项目基本指标

基本指标 (m^2)	
总建筑面积	69,000
地面建筑面积	61,000
其中：写字楼	54,000
裙楼	7,000
地下建筑面积	8,000
地下车位	270
底层占地面积	3,500
层数	地面24层，地下2层
建筑总高度	70.4
容积率	4.69
建筑覆盖率	0.27

来源：国金证券研究所

图表67. “创意成都”租赁面积部分经济指标测算

	建筑面积 (平方米)	总投资(万 元)	租赁收入 (万元)	租赁总成本 费用(万元)	租赁利润 总额(万元)	年投资利润 率(税前)	NPV(万 元)(税前)	IRR
商业	7,000.00	2,649.28	8,242.35	3,624.18	3,115.33	6.53%	10,538.93	23.06%
写字楼	27,000.00	9,273.65	48,858.79	12,380.07	27,263.34	15.47%		
合计	34,000.00	11,922.92	57,101.14	16,004.25	30,378.67			

来源：公司资料，国金证券研究所

图表68. “创意成都”销售面积部分经济指标测算

	建筑面积 (平方米)	总投资 (万元)	销售收入 (万元)	销售总成本 费用(万元)	销售利润总 额(万元)	年投资利润 率(税前)	NPV(万 元)(税前)	IRR
写字楼	27,000.00	7,939.89	25,906.84	9,660.28	10,156.21	25.58%	6,471.49	51.41%
合计	27,000.00	7,939.89	25,906.84	9,660.28	10,156.21	25.58%		

来源：公司资料，国金证券研究所

8. 股东资源整合：厚积薄发，市场化有效推进

博瑞传播在 1999 年买壳上市时，实际控制人是由当时的成都市政府商委主管的成都商报社，2002 年 9 月，根据国家新闻出版总署的有关规定，成都市以中共成都市委党机关报——《成都日报》为核心建立成都日报报业集团，《成都商报》也并入报业集团，博瑞的实际控制人因此变更为成都日报集团，媒体经营业务资源得到相当程度的延伸，之后《成都日报》和《成都晚报》发行投递及广告代理业务的拓展便源于此。在此基础上，成都文化传媒产业体制改革再进一步，在市委、市政府的积极推动下，06 年 11 月 29 日，成都日报报业集团与成都广播电视台合并，组建成立成都传媒集团。合并后的成都传媒集团，目前拥有 9 个电视频道、5 个广播电台频道、5 张报纸、13 本期刊、2 家出版社以及包括被喻为“中国报业第一股”的博瑞传播在内的 10 多家直属文化企业和 50 多家二、三级文化企业，产业涵盖报刊出版业、广播影视业、网络传输业、广告会展业等，是国内首家副部级城市跨媒体综合性传媒集团。成都传媒集团的成立无疑为博瑞实现跨媒体产业布局提供了绝佳的发展契机。

由于历史形成的原因，以《成都商报》为经营主体的报业集团较早完成了相关业务的市场化改制，大部分经营性资产、业务已纳入上市公司体系运作，抓紧集团组建架、加快理顺管理体制、推动广播电视运营市场化改革成为传媒集团成立后的工作重点，而媒体资源及相关经营性业务预期整合进入上市公司一度成为资本市场关注的焦点。然而，事实的进展并没有如市场所预期的出现大规模资产注入式的重大资产重组，这主要是与成都传媒集团报章经营性业务以外资产质量无法满足上市公司要求所致。

鉴于有线网络运营的商业模式较为简单、清晰，而数字化平移阶段又急需大量资金投入，因此，成都传媒集团控股的成都市兴网传媒有限责任公司(简称“兴网传媒”)是最初为人们所关注可能注入上市公司的目标资产。目前，兴网传媒网络覆盖成都市金牛、高新、青羊、成华、锦江五城区和新都、青白江、金堂、龙泉驿、温江、郫县、都江堰、彭州、新津、双流、蒲江、邛崃、大邑、崇州等 14 个郊区县(市)，拥有用户资源 130 万户以上。从用户规模上来看，兴网传媒已经具备了一个大型城域有线网的基本条件，如有相应的政策配套，会是一个盈利能力非常好的证券化项目。然而，事实并非如表面看上去的那么简单。就象许多省会城市一样，由于历史上投资主体的差异，成都分别有四川广电和成都广电建设的有线网络，加上早些年聚友网络(000693.SZ，已被 S*ST)还收购投资部分成都有线网络，如此使得成都形成了 3 个不同投资主体建设的有线网络，市场格局较为复杂。兴网传媒目前拥有的网络用户有相当部分分布

在成都郊县，消费能力有限。成都质量最好的用户则由聚友网络作为第一大股东的有线网络子公司经营，尽管聚友网络持有的这部分股权由于其身负巨额逾期银行债务已被银行冻结，但其归属目前仍未有定论。而且，兴网传媒于2006年5月22日启动的数字化整体，原定“先启动平移后经听证程序提价”的计划由于兴网公司某领导的“误操作”变得十分被动，当前仍维持在10元/月的基本收视维护费应很难实现良好的盈利状况。因此，就当前现状而言，成都传媒集团所持兴网传媒控股权应不会在目前情况下注入上市公司，集团首先要考虑的是对聚友网络拥有的网络进行整合(法院冻结资产在完成有关程序后可进入司法拍卖)，然后在能够推动数字化平移、提高基本收视维护费的条件下进行证券化。

而博瑞对于成都传媒集团下属其他媒体资源的整合，正如我们前文所述(正文**4.3.2 跨媒体发展—依托集团媒体资源，有望实现稳步发展**)，由于成都广播电视台目前也仅是处于盈亏平衡点附近，无法对上市公司予以直接的盈利支持，以“存量保底、增量分成”的方式授予上市公司媒体资源是最为可行的方法，既保证了成都广电的利益，又让博瑞在跨媒体产业布局上逐步打开发展空间。

因此，成都传媒集团的成立，在相当程度上拓展了博瑞未来业务发展的空间，为公司长期发展提供了一个更大的媒体资源平台。尽管由于区域广告容量、市场化体制改革进程、当前实际经营状况以及利益分配等各方面的原因，博瑞无法直接通过资产注入的方式获得盈利支持，但公司凭借其优秀的经营管理团队、良好的市场化经营逐步获得集团的媒体资源，以“存量保证、增量分成”的模式实现集团和上市公司的双赢。这也将有助于博瑞进一步实现跨媒体产业发展战略，逐步转变成为跨媒体的综合性媒体集团，本质上改变现有业务结构，实现长期合理估值水平的有效提升。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	548	603	708	767	837	918
增长率		10.0%	17.4%	8.4%	9.1%	9.7%
主营业务成本	-294	-321	-351	-405	-420	-454
% 销售收入	53.6%	53.3%	49.6%	52.7%	50.2%	49.4%
毛利	254	282	357	363	417	465
% 销售收入	46.4%	46.7%	50.4%	47.3%	49.8%	50.6%
营业税金及附加	-16	-22	-22	-23	-25	-28
% 销售收入	3.0%	3.6%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-39	-39	-42	-27	-30	-33
% 销售收入	7.0%	6.5%	6.0%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用	-59	-60	-102	-81	-88	-93
% 销售收入	10.8%	10.0%	14.4%	10.6%	10.5%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	140	160	191	231	274	311
% 销售收入	25.6%	26.6%	27.0%	30.2%	32.8%	33.9%
财务费用	-7	-5	-5	3	2	3
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	-0.4%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	0	0	-3	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	11	-26	0	0
投资收益	-12	-10	32	45	23	22
% 税前利润	n.a	n.a	14.1%	18.0%	7.6%	6.6%
营业利润	122	144	226	252	298	336
营业利润率	22.2%	24.0%	32.0%	32.8%	35.7%	36.6%
营业外收支	1	0	0	-2	-2	-2
税前利润	122	144	226	249	296	334
利润率	22.4%	23.9%	32.0%	32.5%	35.4%	36.3%
所得税	-45	-53	-76	-42	-53	-63
所得税率	36.5%	36.5%	33.8%	17.0%	18.0%	19.0%
净利润	78	92	150	207	243	270
少数股东损益	6	22	14	17	19	20
归属于母公司的净利润	72	70	135	190	224	250
净利率	13.1%	11.6%	19.1%	24.7%	26.8%	27.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	76	91	150	207	243	270
少数股东损益	4	11	0	0	0	0
非现金支出	44	46	51	42	48	61
非经营收益	19	16	-38	-44	-20	-19
营运资金变动	-5	23	56	-114	-57	-12
经营活动现金净流	137	188	218	91	214	300
资本开支	4	-88	-44	8	-249	-179
投资	6	-12	-18	88	0	0
其他	-52	0	0	19	23	22
投资活动现金净流	-42	-100	-62	115	-227	-157
股权募资	0	0	261	31	0	0
债权募资	-35	-10	0	-121	17	1
其他	-21	-59	-45	-20	-23	-31
筹资活动现金净流	-56	-69	216	-110	-6	-30
现金净流量	39	19	373	97	-19	114

资产负债表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	148	156	532	629	610	724
应收款项	47	65	66	138	150	165
存货	6	16	21	53	55	59
其他流动资产	76	32	62	46	47	48
流动资产	278	269	680	866	862	996
% 总资产	35.4%	31.9%	49.2%	60.5%	53.0%	53.0%
长期投资	80	69	203	122	121	121
固定资产	355	438	411	413	616	733
% 总资产	45.3%	52.0%	29.7%	28.9%	37.8%	39.0%
无形资产	71	66	85	29	27	26
非流动资产	505	573	703	566	766	882
% 总资产	64.6%	68.1%	50.8%	39.5%	47.0%	47.0%
资产总计	783	843	1,382	1,432	1,628	1,879
短期借款	103	92	91	0	0	0
应付款项	130	164	228	219	162	167
其他流动负债	29	39	47	45	67	70
流动负债	262	295	366	264	229	238
长期贷款	0	0	0	0	17	18
其他长期负债	45	36	64	0	0	0
负债	308	331	430	264	246	256
普通股股东权益	446	480	906	1,104	1,299	1,520
少数股东权益	29	32	47	64	83	103
负债股东权益合计	783	843	1,382	1,432	1,628	1,879

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.394	0.383	0.670	0.517	0.610	0.680
每股净资产	2.448	2.631	4.483	3.007	3.537	4.137
每股经营现金净流	0.740	0.970	1.095	0.249	0.583	0.818
每股股利	0.250	0.200	0.200	0.060	0.080	0.080
回报率						
净资产收益率	17.02%	19.05%	14.95%	17.20%	17.26%	16.45%
总资产收益率	9.70%	10.84%	9.79%	13.26%	13.77%	13.30%
投入资本收益率	15.49%	17.08%	11.73%	16.44%	16.09%	15.37%
增长率						
主营业务收入增长率	37.61%	10.04%	17.42%	8.41%	9.07%	9.72%
EBIT增长率	16.19%	15.08%	17.41%	21.20%	18.60%	13.47%
净利润增长率	12.90%	20.36%	48.16%	40.25%	18.05%	11.50%
总资产增长率	18.14%	7.61%	64.06%	3.59%	13.69%	15.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.9	7.9	8.3	39.0	39.0	39.0
存货周转天数	5.7	12.4	19.0	48.0	48.0	48.0
应付账款周转天数	14.6	27.1	38.2	70.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	234.8	254.8	205.6	172.6	205.1	224.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.45%	-14.61%	-49.99%	-56.24%	-44.96%	-45.24%
EBIT利息保障倍数	21.6	29.9	40.5	-83.4	-169.1	-122.1
资产负债率	39.29%	39.23%	31.11%	18.44%	15.14%	13.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	8	14	26	38
买入	0	3	3	8	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.27	1.21	1.23	1.26

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 2007-03-21	买入	12.69	28.35 ~ 31.50
2 2008-07-17	买入	12.47	16.50 ~ 19.25
3 2008-07-21	买入	13.50	16.50 ~ 19.25

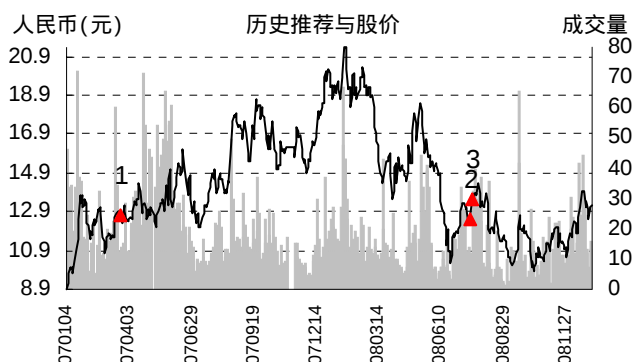
来源：国金证券研究所

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的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。