

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2009年1月5日

博瑞传播(600880.SH)/13.25元

08业绩前瞻：商报4季度版数增长，对博瑞形成两个利好

信息技术·传媒

目标估值：10-14元

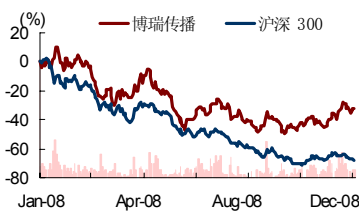
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	1821
总股本(万股)	36729
已上市流通股(万股)	23319
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	17.8
资产负债率	24.0%
主要股东	博瑞投资控股集团
主要股东持股比例	25.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	12	-32
相对表现	23	45	34



相关报告

- 1、《博瑞传播商报代理业务保持平稳态势，广告业务两大拓展令人关注》 12/11/2208
- 2、《博瑞传播三大主业强劲复苏，广告业务有望逆势而上》 10/19/2008
- 3、《博瑞传播携手编辑可喜可贺，布局全国漂亮开局》 10/8/2008
- 4、《博瑞传播商报策略性提价风险可控，对上市公司影响积极正面》 4/27/2008
- 5、《博瑞传播发展瓶颈已破，西部神鸟展翅腾飞》 4/16/2008
- 6、《博瑞传播集团资产整合快于预期，区域化垄断媒体集团已露峥嵘》 1/23/2008
- 7、《博瑞传播利好公告密集出台，业绩增长驶入快速通道》 11/17/2007
- 8、《博瑞传播右“剑”左“盾”，助推公司成为区域性综合媒体帝国》 7/24/2007

我们通过统计、对比商报 07、08 年两年 4 季度版数变化情况，判断《成都商报》在 4 季度表现平稳，对博瑞传播 08 年业绩将形成实际支撑。

□ 我们的判断如下：

1、《成都商报》4 季度并未受到宏观经济不景气的明显冲击，继续保持平稳增长态势；08 年 4 季度总版数为 3,505 版，比 07 年 4 季度的 3,400 版，同比增长了 3.1%。

2、同时商报扭转 08 年 11 月单月版数出现负增长-9.5%的局面，12 月份总版数同比实现 5.1%的正增长；表明广告主纷纷加大了广告投放力度，寄望在 09 年第一个小长假来临之际，能在销售上迎来开门红。

3、商报版数 4 季度的小幅上涨，对博瑞业绩形成两个利好：

一方面减小了投资者认为商报广告出现下滑，将影响到博瑞代理商报广告下滑的担忧；

另一方面则对博瑞代理商报印刷业务形成实际支撑。

4、当然，我们得出以上判断的前提隐含了《成都商报》发行量不会出现大幅下降的前提；不过我们通过引入 08 年下半年《成都商报》日均发行量与博瑞代理商报月均广告数据两大变量，进行敏感性分析，可发现商报日均发行量在（-15%~+15%）之间变动，对 08 年 EPS 影响有限。

□ 我们继续维持博瑞传播 08 年~10 年 EPS 预测分别为 0.50 元、0.63 元和 0.85 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	605	708	791	1,070	1,283
同比增长	11%	17%	12%	35%	20%
营业利润(百万元)	118	226	239	309	420
同比增长	-4%	92%	6%	30%	36%
净利润(百万元)	54	135	182	232	312
同比增长	-28%	149%	34%	27%	35%
每股收益(元)	0.15	0.37	0.50	0.63	0.85
PE	89.6	35.9	26.7	21.0	15.6
PB	11.2	5.4	4.9	4.2	3.5

资料来源：招商证券

表 1、《成都商报》07 年与 08 年 4 季度版数对比表

	07 年 10 月	07 年 11 月	07 年 12 月	08 年 10 月	08 年 11 月	08 年 12 月
月度成都商报版数统计	911	1,245	1,244	1,070	1,127	1,308
单月版数同比增长情况				17.5%	-9.5%	5.1%
4 季度合计版数			3,400			3,505
当月日均版数	29	42	40	35	38	42
4 季度日均版数			37			38
4 季度版数同比增长情况						3.1%

资料来源：招商证券研发中心、独家数据分析整理

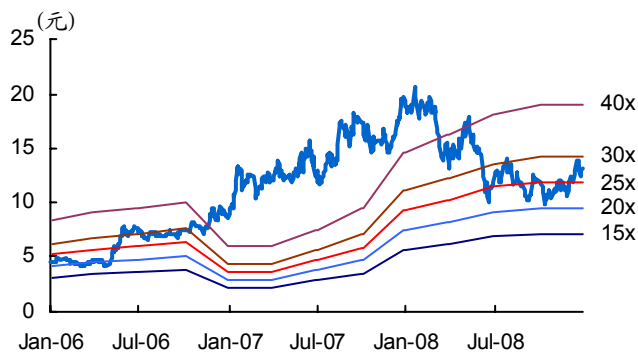
表 2、商报日均发行量变化、与博瑞代理商报月均广告收入，对博瑞的敏感性分析

	0.496	467,500	495,000	522,500	550,000	577,500	605,000	632,500
1,220	0.47	0.48	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51
1,292	0.47	0.48	0.49	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51
1,363	0.47	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.51	0.51
1,435	0.48	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51	0.52
1,507	0.48	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51	0.52
1,579	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.51	0.51	0.52
1,650	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.51	0.51	0.52

资料来源：招商证券研发中心

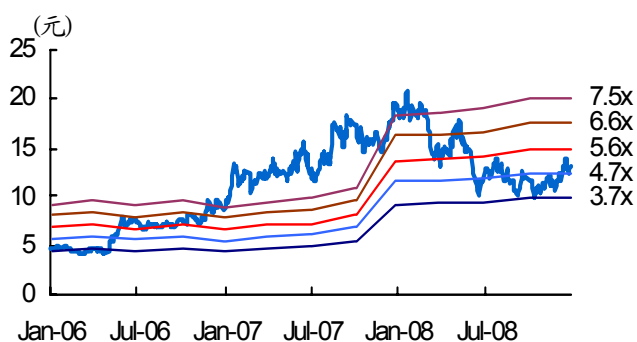
备注：横轴是 08 年下半年《成都商报》日均发行量；纵轴是 08 年下半年博瑞代理商报月均广告收入

图 1、博瑞传播历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、博瑞传播历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 3、盈利预测简表

分业务收入 (单位: 百万)	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
印刷业务(含新闻纸供应)	309	329	362	429	503	553	596	631	669	708
广告业务 (含信息发布业务)	91	111	151	198	262	379	488	563	630	685
发行投递业务 (含配送业务)	78	83	102	124	169	185	195	204	214	225
博瑞书坊业务	0	0	0	0	94	123	124	125	125	125
学校业务	34	26	28	34	36	38	40	42	44	47
酒楼业务 (08 年已剥离)	36	53	60	0	0	0	0	0	0	0
其他业务	0	3	5	6	6	6	7	7	7	8
合计	548	605	708	791	1,070	1,283	1,449	1,573	1,689	1,797
分业务收入增速	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
印刷业务(含新闻纸供应)	23%	7%	10%	19%	17%	10%	8%	6%	6%	6%
广告业务 (含信息发布业务)	22%	22%	35%	31%	32%	45%	29%	15%	12%	9%
发行投递业务 (含配送业务)	10%	7%	23%	21%	36%	9%	6%	5%	5%	5%
博瑞书坊业务	0%	0%	0%	0%	212%	31%	1%	0%	0%	0%
学校业务	-8%	-22%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
酒楼业务 (08 年已剥离)	0%	45%	14%	10%	10%	10%	0%	0%	0%	0%
其他业务	0%	0%	82%	14%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
合计	26.2%	10.5%	16.9%	11.7%	35.3%	20.0%	12.9%	8.5%	7.4%	6.4%
分业务毛利率	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
印刷业务(含新闻纸供应)	30%	32%	36%	34%	33%	33%	32%	31%	30%	30%
广告业务 (含信息发布业务)	79%	70%	67%	62%	58%	57%	57%	57%	57%	57%
发行投递业务 (含配送业务)	63%	66%	68%	63%	66%	65%	64%	64%	64%	64%
博瑞书坊业务	0%	0%	0%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
学校业务	42%	40%	45%	45%	44%	44%	44%	44%	44%	44%
酒楼业务 (08 年已剥离)	63%	64%	65%	65%	65%	65%	0%	0%	0%	0%
其他业务	0%	86%	80%	86%	85%	80%	80%	80%	80%	80%
合计	45.6%	46.9%	50.4%	46.5%	43.8%	44.0%	44.3%	44.3%	44.2%	44.4%
其他主要盈利预测	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成都商报版数	31	32	32	40	42	44	46	48	50	52
成都商报日均发行量 (万份)	56	55	58	56	57	59	60	62	64	66
代理成都商报广告收入 (百万)	66	89	101	112	117	124	132	140	148	157
户外广告收入 (百万)	0	0	23	51	101	203	304	365	420	462
核心财务指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业成本 (百万)	294	321	351	430	568	637	775	865	929	988
经营费用比率	7%	6%	6%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
管理费用比率	11%	16%	14%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%
财务费用	7	5	5	(3)	(3)	(5)	(6)	(8)	(10)	(12)
经营现金流 (百万)	135	177	221	197	318	383	424	424	429	440
净利润 (百万)	80	65	150	194	247	333	338	348	366	380
EPS (按 3.67 亿股摊薄)	0.21	0.15	0.37	0.50	0.63	0.85	0.86	0.89	0.93	0.97

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	269	680	592	809	1,040
现金	156	532	464	651	860
交易性投资	10	35	15	10	5
应收票据	3	0	0	0	0
应收款项	14	18	18	24	29
其它应收款	48	47	55	75	90
存货	16	21	24	28	32
其他	22	27	16	22	24
非流动资产	533	703	787	807	844
长期股权投资	12	75	125	125	125
固定资产	399	399	537	595	649
无形资产	32	31	28	25	23
其他	89	198	97	61	47
资产总计	802	1,382	1,379	1,616	1,884
流动负债	295	366	291	350	379
短期借款	90	90	10	10	10
应付账款	38	43	47	62	70
预收账款	57	82	86	91	95
其他	110	151	148	187	203
长期负债	41	64	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他	41	64	35	35	35
负债合计	336	430	326	385	414
股本	182	202	367	367	367
资本公积金	72	426	283	283	283
留存收益	179	278	344	506	725
少数股东权益	33	47	59	74	95
母公司所有者权益	433	906	994	1,157	1,375
负债及权益合计	802	1,382	1,379	1,616	1,884

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	177	221	197	318	383
净利润			182	232	312
折旧摊销			44	49	52
财务费用			(3)	(3)	(5)
投资收益			(20)	0	0
营运资金变动			6	23	2
其它			(12)	18	23
投资活动现金流	(100)	(62)	(113)	(65)	(85)
资本支出			(164)	(100)	(100)
其他投资			51	35	15
筹资活动现金流	(69)	216	(151)	(66)	(89)
借款变动			(81)	0	0
普通股增加			165	0	0
资本公积增加			(143)	0	0
股利分配			(116)	(70)	(94)
其他			23	3	5
现金净增加额	9	375	(67)	186	210

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	605	708	791	1,070	1,283
营业成本	321	351	430	568	637
营业税金及附加	22	22	23	31	37
营业费用	39	42	27	36	46
管理费用	96	102	91	128	148
财务费用	5	5	(3)	(3)	(5)
资产减值损失	2	3	5	0	0
公允价值变动收益	0	11	(30)	0	0
投资收益	(1)	32	50	0	0
营业利润	118	226	239	309	420
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	1	0	3	0	0
利润总额	118	226	237	309	420
所得税	52	76	43	62	88
净利润	65	150	194	247	333
少数股东损益	11	14	12	16	21
母公司所有者净利润	54	135	182	232	312
EPS (元)	0.15	0.37	0.50	0.63	0.85

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	11%	17%	12%	35%	20%
营业利润	-4%	92%	6%	30%	36%
净利润	-28%	149%	34%	27%	35%
获利能力					
毛利率	46.9%	50.4%	45.6%	46.9%	50.4%
净利率	9.0%	19.1%	23.0%	21.7%	24.3%
ROE	12.5%	14.9%	18.3%	20.0%	22.7%
ROIC	12.2%	14.6%	18.2%	19.7%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	31.1%	23.6%	23.8%	22.0%
净负债比率	11.5%	6.6%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	0.9	1.9	2.0	2.3	2.7
速动比率	0.9	1.8	2.0	2.2	2.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	29.5	19.2	19.4	21.8	21.1
应收帐款周转率	46.4	44.0	43.9	51.7	49.0
应付帐款周转率	11.7	8.7	9.5	10.3	9.6
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.37	0.50	0.63	0.85
每股经营现金	0.48	0.60	0.54	0.86	1.04
每股净资产	1.18	2.47	2.71	3.15	3.74
每股股利	0.20	0.20	0.15	0.19	0.25
估值比率					
PE	89.6	35.9	26.7	21.0	15.6
PB	11.2	5.4	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	33.2	18.9	17.7	14.0	10.6

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，现为招商证券文化传媒行业分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 4 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。