



2009 年 3 月 16 日

传媒

新闻速评

推荐

金 宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

博瑞传播(600880.CH/13.83 元)

公告股权激励第二次行权

事件:

公司公告股权激励第二次行权相关事项。管理层计划行使第二批期权 800 万股。该事件对股价构成利好，我们重申推荐投资评级。

评论:

- 公司于 2006 年推出股权激励方案，授予管理层 1600 万股期权，在符合条件的情况下（2006-2008 年，经常性业务利润同比增长不低于 15%，每年每股收益不低于 0.48 元），可分三批行权，行权价为 14.89 元/股。公司 2006-2008 年利润完全符合行权条件。在股权激励方案出台后，公司历经送股和现金分红，管理层在 2008 年 2 月完成了首期 200 万股期权行权。综合上述影响，目前尚未行使期权数量调整为 2520 万股，行权价格调整为 7.90 元/股（期权数量和行权价格调整见表 3）。此次，公司公告管理层计划行使第二批期权 800 万股（行权具体安排见表 4）。
- 二级市场价格和期权行权价差明显，管理层期权行权风险很小。目前二级市场股价为 13.83 元，和行权价格 7.90 元/股相比溢价 75%，即使考虑到大盘存在下行风险以及行权股份在一段时间内限售，获利空间仍可保障。
- 对二级市场股价构成利好。管理层行权彰显了对公司未来发展的信心，加上上市公司高管行权股的限售期较长，且只能分批解禁，显示管理层对上市公司长期发展信心充分，对股价构成利好支撑。行权后，股本将增加 800 万股，占公司现发行总股本的 2.18%，对每股盈利的摊薄效应较小，行权将增加公司账面现金 6320 万元。

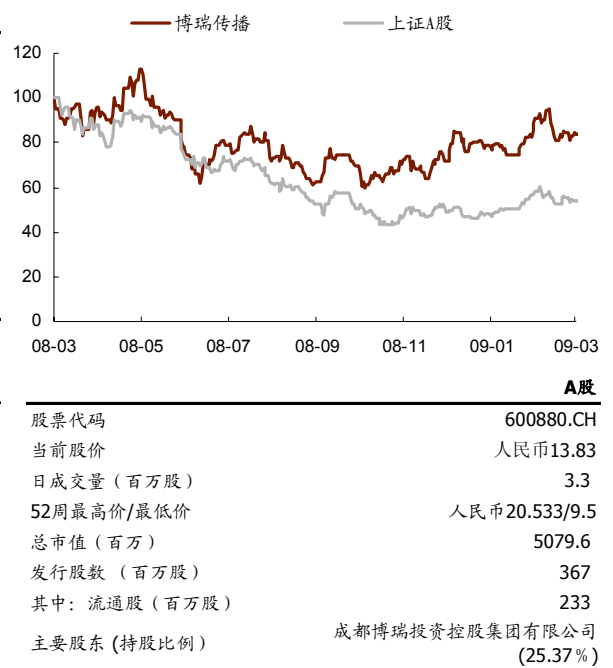
建议:

当前股价对应 09 年动态市盈率为 23.2 倍，处于传媒板块中低端（估值比较表见表 1），重申推荐评级。公司的投资价值在于：（1）虽然经济和报业市场运营的宏观环境存在较大压力，但受益于管理层的努力和集团公司的持续支持，公司主营业务 09 年业绩将稳定增长 10% 以上，每股盈利可达到 0.60 元/股。（2）在文化体制改革的大背景下，公司较强的资本实力，前瞻的战略部署（3 年前成立独立的专业投资公司，主要投资大传媒领域）和灵活的管理机制，公司有望成为文化产业的战略投资者。经过几年的摸索，公司在媒体投资方面已经具备了很好的经验，过去 2 年对户外媒体和手机媒体的投资比较成功，预计 09 年公司的投资步伐将有所加快，外延扩张有望成为公司股价表现的主要催化剂。

操作建议：09 年动态市盈率在 20 倍（对应股价 12 元）以下，内生增长可对股价构成较强支撑，建议逢低买入，长期持有；09 年动态市盈率在 25 倍（对应股价 15 元）以上，内生增长对股价的支撑力度下降，股价波动风险上升，投资者可根据对公司外延扩张进程的判断，进行波段操作。

博瑞传播主要财务、股票信息

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	605	708	809	905	1,029
(+/-)	10.5%	16.9%	14.3%	11.9%	13.7%
主营业务利润	262	335	357	408	456
(+/-)	10.3%	27.7%	6.5%	14.3%	11.9%
营业利润	118	226	259	300	333
(+/-)	-12.3%	91.5%	14.7%	15.9%	10.9%
净利润	54.3	135.4	191.7	219.1	244.3
(+/-)	-28.4%	149.2%	41.6%	14.3%	11.5%
每股收益（元）	0.30	0.37	0.52	0.60	0.67
经常性每股收益（元）：不计管理层激励成本和投资收益	0.30	0.35	0.52	0.60	0.67
市盈率（倍）	46.4	37.5	26.5	23.2	20.8
市盈率-（经常性业务）	46.4	39.8	26.7	23.2	20.8
EV/EBITDA	35.3	19.7	17.3	15.0	13.2
每股分红（元）	0.20	0.15	0.15	0.17	0.19
分红收益率	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%
净资产收益率	12.5%	14.9%	18.8%	18.5%	0.0%
每股经营现金流	0.97	0.60	0.70	0.79	0.91
经营现金流倍数	14.3	23.0	19.8	17.5	15.2



资料来源：公司资料、彭博资讯，中金公司研究部

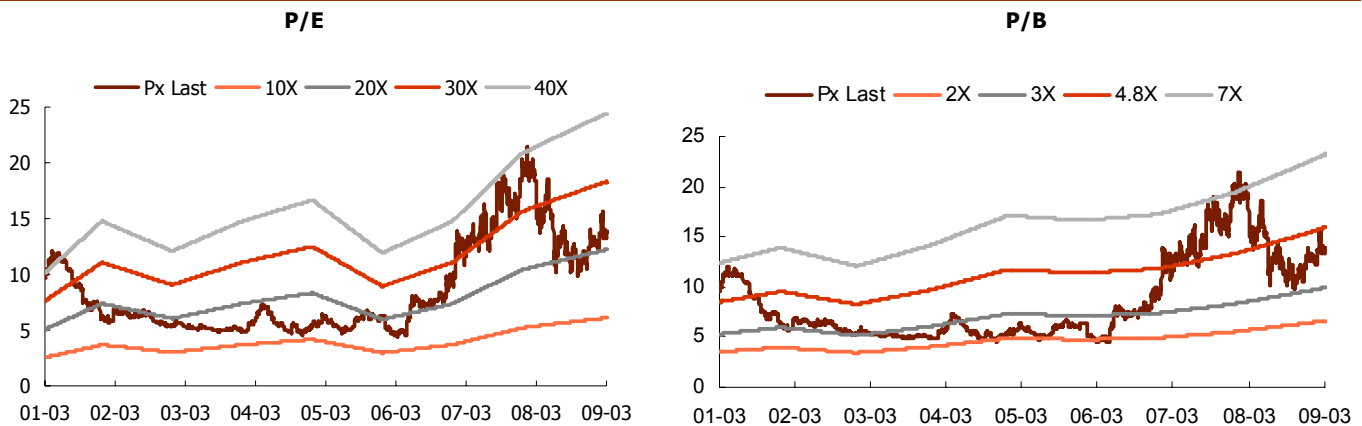
表 1：传媒业可比上市公司估值对比（09/3/13）

公司列表	投资建议	P/E				P/B				EV/EBITDA			
		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
中金研究-A股													
有线网络													
歌华有线	审慎推荐	27.0	30.0	39.7	37.0	2.5	2.3	2.2	2.1	13.2	12.4	11.7	10.8
天威视讯	推荐	49.3	45.5	39.9	28.1	5.3	3.0	2.8	2.5	11.9	9.7	7.7	7.0
广电网络	中性	41.0	33.6	28.4	24.0	1.5	2.3	2.1	1.9	24.0	10.8	9.3	8.5
报纸经营													
新华传媒	推荐	125.2	32.7	28.5	24.4	6.4	4.1	3.6	3.1	108.6	26.6	21.4	18.3
博瑞传播	推荐	37.5	26.5	23.2	20.8	5.6	5.0	4.3	3.7	19.7	17.3	15.0	13.2
华闻传媒	中性	35.7	31.9	29.9	26.5	2.7	2.5	2.3	2.1	15.7	11.4	11.0	9.1
粤传媒		25.0	167.0	36.5	29.0	1.8	Na	Na	Na	29.1	24.4	13.6	11.7
电视广告经营													
中视传媒	中性	46.4	55.7	50.8	46.3	3.0	3.0	2.9	2.8	12.6	15.1	13.8	12.5
户外广告经营													
北巴传媒		89.1	59.4	31.8	20.0	5.5	3.2	3.2	Na	49.9	Na	Na	Na
图书出版													
出版传媒	中性	40.3	44.2	40.2	37.0	3.4	3.1	2.9	2.7	33.6	44.6	38.9	34.2
时代出版	推荐	22.4	20.8	21.5	19.9	2.7	2.4	2.1	1.9	Na	46.4	16.0	14.6
综合													
中信国安	中性	53.1	42.7	42.0	29.8	3.5	3.3	3.2	3.0	36.8	30.7	24.4	19.4
电广传媒	中性	42.3	52.6	71.3	51.1	2.8	3.1	3.0	2.9	22.8	19.6	16.9	14.6
东方明珠	中性	24.9	55.8	52.4	48.6	2.7	4.1	3.8	3.6	23.6	36.0	30.4	28.0
中值		40.7	43.5	38.1	28.6	2.9	3.1	2.9	2.7	23.6	19.6	15.0	13.2
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万德平均预测均值													

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万德平均预测均值

资料来源：公司资料、Wind 资讯，中金公司研究部

图 1: 博瑞传播历史市盈率和市净率区间



资料来源：公司资料、彭博资讯，中金公司研究部

表 2: 博瑞传播股票期权费用计算和摊销

管理层期权费用及摊销	行权份数(百万股)	公允价值(百万元)	2006	2007	2008
2006	6.4	34.3			
2007	4.8	27.0			
2008	4.8	28.2			
合计(百万元)	16	89.4	40.7	35.7	12.9

资料来源：公司资料、中金公司研究部

表 3: 博瑞传播历次股票期权行权价格和数量调整

时间	调整原因	调整方案
2006年10月	《股票期权激励计划》实施	本次授予的股票期权所涉及的标的股票总数为1600万股，占本激励计划签署时公司股本总额18,225.21万股的8.779%，每份股票期权拥有在授权日起八年内的可行权日以行权价格和行权条件购买一股博瑞传播股票的权利，每份期权的行权价格为14.89元。
2007年6月	2006年度现金分红	公司向全体股东实施了每10股派送现金2.00元(含税)的2006年度利润分配方案。2007年7月13日，公司六届董事会第十二次会议对股票期权的行权价格进行了调整，调整后的每份股票期权的行权价格为14.69元，调整自2007年6月6日生效。
2008年5月	2007年度分红和转增	公司实施了向公司全体股东每10股派发现金红利2.00元(含税)、送红股1.00股(含税)、转增7.00股的2007年度利润分配和资本公积转增股本方案。2008年6月25日，公司六届董事会第二十四次会议对股票期权数量和行权价格进行了调整，调整后未行权的股票期权数量为2520万份，股票期权行权价格为8.05元/股，调整自2008年6月25日生效。
2009年3月	2008年度现金分红	公司向全体股东每10股派发现金红利1.50元(含税)的2008年度利润分配方案，且于2009年3月12日刊登了《2008年利润分配实施公告》。依照《股票期权激励计划》第九条的规定，股票期权行权价格调整为7.90元/份。本次调整自2009年3月18日起生效。

资料来源：公司资料、中金公司研究部

表 4：博瑞传播股权激励第二次行权对象及具体数量

姓名	职务	获授期权数量	首次行权数量	第二次行权数量	尚未行权期权数量
孙旭军	董事长	846,200	55,998	280,000	1,142,364
陈舒平	董事	846,200	55,998	280,000	1,142,364
吕公义	董事、总经理	692,300	45,817	275,000	888,669
何冰	董事	615,400 -	-	-	1,107,720
李志刚	监事会主席	615,400 -	-	-	1,107,720
徐晓东	董事、副总经理	500,000	33,090	204,074	636,364
姜雪梅	董事、副总经理	500,000	33,090	204,074	636,364
张跃铭	副总经理、董秘	500,000	33,090	204,074	636,364
侯海文	副总经理	461,500	30,545	198,983	576,736
齐勇	副总经理	461,500	30,545	198,982	576,737
肖敏	监事	384,600 -	-	-	692,280
刘廷芳	监事	384,600 -	-	-	692,280
宋杰	监事	230,800 -	-	-	415,440
唐继伟	监事	230,800 -	-	-	415,440
杨力	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
刘白	子公司董事	500,000	50,000	292,612	517,388
刘学东	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
雷萍	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
蒋勇	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
陈海泉	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
郑宏华	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
王奇	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
谢文	子公司董事	500,000	50,000	287,088	522,912
巫绍泉	子公司总经理	461,600	61,127	237,768	483,083
郑华	子公司总经理	461,500	55,380	237,768	493,248
张蓉	子公司董事	230,800	53,080	173,884	146,012
王春	子公司董事	230,800	43,080	173,884	164,012
周群华	子公司董事	230,800	53,080	268,884	51,012
王绍煜	子公司总经理	230,800	52,320	268,884	52,380
杨永茂	子公司副总经理	230,800	52,320	268,884	52,380
杜军	子公司助理总经理	115,400	46,160	104,832	19,800
万莉佳	子公司副总经理	192,300	76,920	187,684	20,000
廖文建	子公司助理总经理	192,300	76,920	187,684	20,000
强伟	子公司助理总经理	153,800	61,520	156,104	10,000
曾年丰	子公司助理总经理	192,300	76,920	150,737	56,947
余亮	子公司助理总经理	153,800	61,520	140,104	26,000
易智	子公司副总经理	192,300	76,920	177,684	30,000
李文捷	子公司助理总经理	153,800	61,520	146,104	20,000
余吉平	子公司助理总经理	153,800	61,520	156,104	10,000
王瑾	子公司副总经理	153,800	61,520	122,589	43,515
徐杨	子公司助理总经理	153,800	61,520	122,589	43,515
胡明明	子公司助理总经理	115,400	46,160	94,442	30,190
彭复建	子公司助理总经理	115,400	46,160	94,442	30,190
刘洪彬	子公司助理总经理	115,400	46,160	94,442	30,190
小计		16,000,000	2,000,000	8,000,000	17,200,000

资料来源：公司资料、中金公司研究部

表 5: 博瑞传播盈利预测 (2006-2010E)

人民币 (百万)		Y2006	2007-1h	2007-2h	Y2007	2008-1h	2008-2h	Y2008	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	605.5	333.5	374.2	707.7	357.3	451.8	809.2	905.3	1,028.9
	印刷业务(包括新闻纸销售)	329.4	165.3	196.7	362.0	195.2	211.5	406.7	427.0	491.1
	广告业务	111.2	77.0	73.7	150.7	86.4	151.4	237.8	266.3	306.3
	发行投递	83.2	42.5	59.7	102.2	54.9	57.7	112.6	152.0	159.6
	其他	81.7	48.7	44.1	92.8	20.8	31.3	52.1	59.9	71.9
毛利率	总计	46.9%	54.3%	46.9%	50.4%	48.7%	45.5%	46.9%	47.9%	47.2%
	印刷业务(包括新闻纸销售)	31.7%	36.7%	35.8%	36.2%	33.2%	30.2%	31.7%	31.0%	30.5%
	广告业务	70.3%	81.9%	50.4%	66.5%	76.5%	55.3%	63.0%	62.0%	61.0%
	发行投递	66.2%	71.8%	65.7%	68.3%	57.7%	73.5%	65.8%	69.0%	70.0%
	其他	56.9%	54.9%	65.4%	59.9%	54.9%	49.7%	51.8%	51.8%	51.8%
运营指标	三项费用	140.6	69.3	79.4	148.7	52.2	58.2	110.5	127.0	137.8
	主营业务占比	23.2%	20.8%	21.2%	21.0%	14.6%	12.9%	13.7%	14.0%	13.4%
	经营费用	39.3	18.9	23.2	42.2	11.3	14.7	26.0	29.0	31.9
	主营业务占比	6.5%	5.7%	6.2%	6.0%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%
	管理费用	95.9	48.0	53.9	101.9	41.5	49.0	90.6	95.1	102.9
	主营业务占比	15.8%	14.4%	14.4%	14.4%	11.6%	10.9%	11.2%	10.5%	10.0%
	财务费用	5.4	2.4	2.3	4.7	-0.7	-5.5	-6.2	3.0	3.0
	主营业务占比	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	-0.2%	-1.2%	-0.8%	0.3%	0.3%
其他指标	营业利润	118.1	115.9	110.2	226.1	121.4	138.0	259.4	300.5	333.4
	营业利润率	19.5%	34.8%	29.5%	32.0%	34.0%	30.5%	32.1%	33.2%	32.4%
	投资收益	-	20.9	11.1	32.0	35.3	8.7	44.0	20.0	15.0
	所得税	52.44	43.00	33.50	76.50	15.37	32.79	48.16	59.90	66.47
净利指标	有效税率	44.6%	37.1%	30.4%	33.8%	12.9%	23.7%	18.7%	20.0%	20.0%
	少数股东权益	10.8	8.4	5.9	14.3	7.7	10.0	17.6	20.5	21.6
	净利润	54.3	64.6	70.7	135.4	96.3	95.4	191.7	219.1	244.3
	净利润率	9.0%	19.4%	18.9%	19.1%	26.9%	21.1%	23.7%	24.2%	23.7%
流动指标	每股盈利	0.30	0.18	0.19	0.37	0.26	0.26	0.52	0.60	0.67
	年同比增长	-28.4%	-34.2%	531.3%	149.2%	12.2%	92.5%	41.6%	14.3%	11.5%
	现金	156	158	532	532			592	791	1,009
	应收帐款	14	71	18	18			18	20	23
	预付帐款	22	12	25	25			29	32	37
	应付帐款	38	30	43	43			27	31	35
现金流指标	短期借款	90	90	90	90			40	41	41
	长期借款	-	-	-	-			-	-	-
	经营现金流	177	60	161	221			256	291	334
	资本开支	89	14	31	44			161	80	60

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。