

动态报告/公司快评

传媒

博瑞传播 (600880)

推荐

平面媒体

获西部大开发税收优惠快评

(维持评级)

2009 年 4 月 1 日

延续税收优惠，符合市场预期

分析师： 廖绪发 liaoxf@guosen.com.cn 021-68866237

分析师： 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-68866236

事项：

博瑞传播今日公告，接到四川省地方税务局通知，同意公司从事的商业印刷、制版设计及相关服务等业务符合国家发改委《产业结构调整指导目录（2005 年本）》“鼓励类”产业，执行西部大开发税收优惠政策，减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

评论：

■ 延续税收优惠，符合市场预期

背景：根据《国务院办公厅转发国务院西部大开发办关于西部大开发若干政策措施实施意见的通知》（国办发〔2001〕73 号）第七条第（二十一）款“对设在西部地区国家鼓励类的内资企业和外商投资企业，在 2001 年至 2010 年期间，减按 15% 的税率征收企业所得税。”国家鼓励类的内资企业是指以国家发改委《产业结构调整指导目录（2005 年本）》中规定的产业项目为主营业务，其主营业务收入占企业总收入的 70% 以上的企业。博瑞传播所从事的“商业印刷、制版设计及相关服务等业务”符合鼓励类中第十六小类“轻工”中的第 12 子类“高新、数字印刷技术及高清晰度制版系统开发及应用”，收入占比超过了 70%。从而执行西部大开发税收优惠政策，减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

总体来看：博瑞本次延续税收优惠，在市场的预期之内。在 2008 年 6 月 27 日，博瑞曾公告：印务分公司获得西部大开发税收优惠，执行 15% 的企业所得税率，这一税收优惠的执行期间为 2008-2010 年，但需要税务机关逐年确认，方式为先征后返，即先按正常税率纳税（07 年税率为 33%、08 年税率为 25%），获得税务机关批准后，再返还上年多缴税金（以抵扣方式）。2009-2010 年延续这一优惠，在市场的预期之内。

相比 08 年，本次税收优惠的力度略有加大，对公司的影响在于确认的时点、金额和主体存在差异。

1、优惠主体：08 年税收优惠的主体为印务分公司，但是 2009 年则以博瑞传播母公司为名义，范围扩大到印务分公司和信息分公司。

2、抵扣金额：08 年可抵扣所得税为 1353 万元，09 年为 1249 万元，减少了 104 万元，主要原因在于 2008 年可抵扣的税金是 07 年多缴的部分，当年税率为 33%，税率之差为 18%，而 09 年抵扣的是 08 年多缴的部分，当年税率为 25%，税率之差为 10%。

3、抵扣时点：2008 年税收优惠的抵扣时点在第二季度，而 2009 年的抵扣时点预计在第一季度，因此一季报的业绩会有较大幅度的增长，增加 EPS 约 0.033 元，预计将达到 0.16 元；而半年报则回归正常的增长。

■ 维持“推荐”评级

我们维持公司 2009-11 年的盈利预测，即 EPS 分别为 0.65 元、0.73 元、和 0.78 元。当前股价下，对应的 PE 分别为 21、19、17 倍，估值已经处于行业最低水平，目前传媒行业 09 年平均 PE 为 36.2 倍、平面媒体子行业平均为 30.2 倍。我们维持“推荐”的投资评级，建议投资者逢低买入、长期持有。股价表现的催化剂来自于：（1）业绩超预期增长（一季报会比较明显）；（2）户外媒体的扩张超预期；（3）新媒体业务拓展的超预期。（4）公司所投资的“手中乾坤”上市。而风险主要表现为成都房地产市场未来的走势存在不确定性，对公司广告业务可能造成一定影响。

附表：博瑞传播盈利预测与主要财务指标

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	618	662	764	906	营业收入	809	952	1049	1149
应收款项	106	117	126	135	营业成本	430	495	532	570
存货净额	22	25	27	28	营业税金及附加	23	29	31	34
其他流动资产	0	2	2	2	销售费用	26	30	34	37
流动资产合计	746	805	919	1071	管理费用	91	90	100	109
固定资产净额	418	563	672	765	财务费用	(6)	(6)	(6)	(8)
无形资产及其他	97	111	116	113	投资收益	44	6	6	6
长期投资	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	(29)	10	8	0
资产总计	1439	1610	1838	2081	补贴及营业外收支	(2)	1	1	1
短期借款及应付债券	41	50	50	50	利润总额	257	330	374	414
应付款项	235	248	266	285	所得税费用	48	73	83	103
其他流动负债	23	30	30	30	少数股东损益	18	20	21	23
流动负债合计	299	328	346	365	净利润	192	238	269	287
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	27	30	30	30	关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
长期负债合计	27	30	30	30	每股收益	0.52	0.65	0.73	0.78
负债合计	326	358	376	395	每股红利	0.11	0.19	0.22	0.23
少数股东权益	48	68	89	112	每股净资产	2.90	3.23	3.74	4.29
股东权益	1066	1185	1374	1575	ROIC	93%	50%	44%	42%
负债和股东权益总计	1439	1610	1838	2081	ROE	18%	20%	20%	18%
					毛利率	44%	45%	46%	47%
现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT Margin	30%	32%	34%	35%
净利润	192	238	269	287	EBITDA Margin	37%	40%	41%	43%
少数股东损益	18	20	21	23	收入增长	14%	17.7%	10.2%	9.5%
折旧摊销	61	69	83	96	净利润增长	42%	24%	13%	7%
财务费用	(6)	(6)	(6)	(8)	资产负债率	23%	22%	20%	19%
营运资本变动	(2)	17	7	7	息率	0.8%	1.3%	1.5%	1.6%
其它	(6)	(0)	(5)	(5)	P/E	29	23	20	19
经营活动现金流	256	337	368	400	P/B	5.1	4.6	4.0	3.5
资本开支	(191)	(221)	(191)	(181)	EV/EBITDA	16.4	13.0	11.0	9.4
其它投资现金流	0	(19)	0	0					
投资活动现金流	(191)	(240)	(191)	(181)	关键假设	2008	2009E	2010E	2011E
权益性融资	32	0	0	0	成都商报发行量（万份）	60	60	60	60
负债净变化	0	9	0	0	零售（万份）	20	20	20	20
支付股利、利息	47	66	75	78	征订（万份）	40	40	40	40
其它融资现金流	9	3	0	0	成都商报广告增速	12%	5%	5%	5%
融资活动现金流	(6)	(53)	(75)	(78)	代理份额	32%	34%	35%	36%
现金净变动	60	44	103	141	印刷相关业务毛利率	32%	35%	36%	36%
企业自由现金流	(303)	85	168	218	销售费用率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
权益自由现金流	(347)	100	175	226	实际税率	18.5%	22.0%	22.3%	25.0%

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。