

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

2009年4月9日

博瑞传播(600880.SH)/14.43元

1季度业绩预增，上调全年盈利预测

信息技术·传媒

目标估值：16-19元

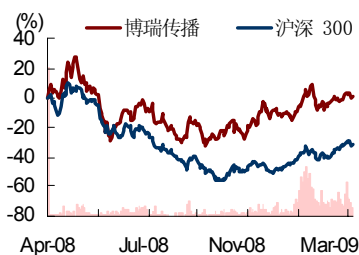
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2,380
总股本(万股)	37,529
已上市流通股(万股)	24,149
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	23.4%
主要股东	博瑞投资控股集团
主要股东持股比例	24.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	23	-4
相对表现	-5	0	32



相关报告

- 1 《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》
4/7/2009
- 2、《博瑞传播代理商报广告超预期增长，积极探索整合营销升级转型》
2/10/2009
- 3、《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》
12/11/2008
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《博瑞传播发展瓶颈已破，西部神鸟展翅腾飞》
4/16/2008

公告内容

公司公告 1 季度业绩预增 50%以上。其中去年同期归属于上市公司所有者净利润和基本每股收益（已按 3.68 亿股摊薄）分别为 3,569 万元和 0.1 元。

点评

1 季报业绩好于预期。我们预计公司 1 季报每股盈利 0.16 元，好于我们之前预测的 0.12 元/股。公司表示业绩增长的原因主要是取得西部大开发税收政策优惠、和交易性金融资产公允价值变动影响所致。其中公司享受税收优惠在我们的模型已有体现，因此我们判断公司 1 季报业绩超我们 0.04 元主要是公允价值变动收益大幅超出我们的预期。之前出于审慎原则，我们对公司 09 年的公允价值变动收益和投资收益均预测为 0。根据我们的模型测算，我们判断公司 1 季度的公允价值变动收益在 2 千万左右。

正如我们前期的判断，我们认为公司今年上半年业绩保持高增长的确定性极大，而真正对公司今年业绩形成挑战的将出现在三、四季度。1 季度公司已实现同比 50%以上的增长；而 2 季度的业绩高增长也是可以预期的，主要原因是公司在去年 5、6 月份受到四川地震影响，导致公司去年 5、6 两月代理商报广告收入受到极大影响，同时印刷、发行业务也受到较大影响，因此公司今年上半年业绩将出现大幅恢复性增长；对于公司来说真正的挑战将出现在 3、4 季度，原因是去年上半年受地震影响导致部分广告客户将广告投放推迟到下半年，同时奥运因素刺激广告主加大广告投放，使去年博瑞下半年广告处在一个较高的水平的上；而在对今年下半年宏观经济走势判断还不太明朗的情况下，博瑞广告今年下半年的表现的确值得投资者密切关注。

我们认为投资者应充分重视成都商报所构建的“利益相关者共赢模式”。我们在 4 月 7 日《博瑞传播——“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》的报告中对“利益相关者共赢模式”有深入的分析论述。我们从商业模式角度，回答了投资者对成都商报广告下滑是否会影响到博瑞代理商报广告增长情况的担心。我们核心观点是商报所搭建的“共赢模式”是保证博瑞广告代理商报广告保持平稳态势的“基石”。理由是在宏观经济不景气、企业广告投放趋于谨慎的情况下，商报所搭建的“共赢模式”因为首先为买卖双方搭建起了有效、稳定的交易平台，更易受到广告主的青睐而积极参与，在此基础上，商报通过市场化方式引入博瑞广告参与，更能有效促使博瑞广告与广告主建立业务合作关系。其中大股东与上市公司利益高度一致，也是关键因素。

上调 09 年盈利预测，维持“强烈推荐-A”的投资评级：我们之前对公司 09 年公允价值变动收益预测较为谨慎，假设 09 公允价值变动收益维持在 2,000 万水平，从而上调 09 年 EPS 到 0.65 元。鉴于当前股价下公司估值 22 倍，处于传媒估值水平的低端；同时我们认为在“共赢模式”和“整合营销推广”的合力下，公司广告超市场预期可能性较大，因此继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。

表 1、盈利预测简表

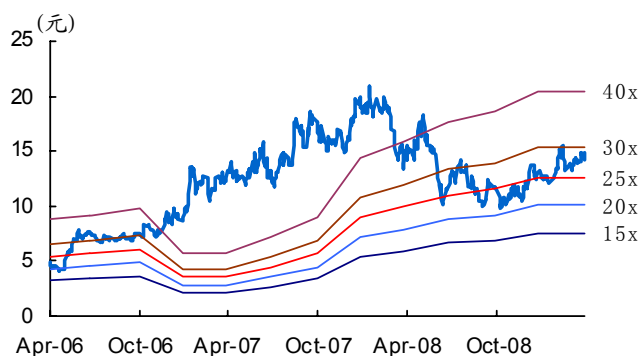
分业务收入（单位：百万）	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
印刷业务	362	407	425	454	474	495	517	540
广告业务	151	238	295	363	444	522	588	635
发行投递业务	102	113	148	160	167	173	179	185
学校业务	28	38	40	42	44	47	49	52
酒楼业务	60	0	0	0	0	0	0	0
其他业务	5	13	13	14	15	15	16	17
合计	708	807	921	1,032	1,144	1,252	1,349	1,430
分业务收入增速	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
印刷业务	10%	12%	4%	7%	4%	4%	4%	4%
广告业务	35%	58%	24%	23%	22%	17%	13%	8%
发行投递业务	23%	10%	32%	8%	4%	3%	4%	4%
学校业务	6%	34%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
酒楼业务	14%	10%	10%	10%	0%	0%	0%	0%
其他业务	82%	149%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
合计	16.9%	14.1%	14.1%	12.0%	10.8%	9.4%	7.8%	6.0%
分业务毛利率	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
印刷业务	36%	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
广告业务	67%	63%	62%	61%	60%	60%	60%	60%
发行投递业务	68%	66%	70%	70%	68%	68%	66%	66%
学校业务	45%	48%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
酒楼业务	65%	65%	65%	65%	0%	0%	0%	0%
其他业务	80%	61%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
合计	50.4%	46.8%	49.2%	49.5%	49.5%	49.9%	49.9%	50.0%
其他主要盈利预测	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成都商报版数	32	39	39	40	41	42	43	44
成都商报日均发行量（万份）	58	54	50	50	51	51	52	52
代理成都商报广告收入（百万）	101	120	133	144	155	165	175	185
户外广告收入（百万）	23	54	86	129	194	252	302	332
核心财务指标	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业成本（百万）	351	430	469	522	579	628	677	716
经营费用比率	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
管理费用比率	14%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
财务费用	5	(6)	(6)	(7)	(8)	(10)	(11)	(13)
经营现金流（百万）	221	256	295	313	344	377	395	405
净利润（百万）	150	209	258	283	308	333	351	364
摊薄后 EPS	0.37	0.52	0.65	0.72	0.78	0.84	0.89	0.92

资料来源：招商证券研发中心

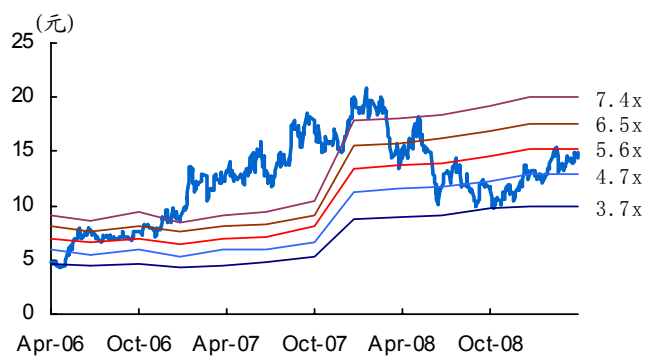
表 2、2008年公司证券投资情况

序号	证券品种	证券代码	证券简称	初始投资金额 (万元)	持有数量 (万股)	期末账面值 (万元)	占期末证券投资 比例(%)	报告期损益 (万元)
1	基金	2011	华夏红利基金	1,000	335	643	24.75	(357)
2	基金	163402	兴业趋势基金	1,000	787	606	23.35	(394)
3	基金	257030	德胜优势基金	500	500	403	15.53	(462)
4	股票	600559	老白干酒	594	40	320	12.34	(627)
5	股票	600019	宝钢股份	530	60	278	10.72	(251)
6	股票	600967	北方创业	341	26	177	6.81	(442)
7	股票	000637	茂化实华	459	36	168	6.5	(291)
期末持有的其他证券投资				0	0	0		0
合计				4,424	/	2,596	100	(2,824)

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

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

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	680	746	831	959	1,119
现金	532	592	687	810	959
交易性投资	35	26	15	5	0
应收票据	0	2	3	0	0
应收款项	18	18	20	26	29
其它应收款	47	56	65	72	80
存货	21	22	23	26	29
其他	27	29	18	20	22
非流动资产	703	646	692	737	765
长期股权投资	75	112	112	112	112
固定资产	399	386	453	517	558
无形资产	31	35	31	28	25
其他	198	113	95	79	69
资产总计	1,382	1,392	1,522	1,695	1,883
流动负债	366	299	283	305	329
短期借款	90	40	10	10	10
应付账款	43	27	37	42	46
预收账款	82	119	117	131	145
其他	151	113	118	123	127
长期负债	64	27	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他	64	27	35	35	35
负债合计	430	326	318	340	364
股本	202	367	367	367	367
资本公积金	426	243	243	243	243
留存收益	278	408	528	660	803
少数股东权益	47	48	66	85	107
母公司所有者权益	906	1,019	1,138	1,270	1,413
负债及权益合计	1,382	1,392	1,522	1,695	1,883

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	221	256	295	313	344
净利润			240	263	286
折旧摊销			41	44	46
财务费用			(6)	(7)	(8)
投资收益			(20)	(15)	(10)
营运资金变动			14	7	8
其它			26	21	22
投资活动现金流	(62)	(191)	(82)	(80)	(70)
资本支出			(100)	(100)	(80)
其他投资			18	20	10
筹资活动现金流	216	(6)	(117)	(110)	(125)
借款变动			(31)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(120)	(131)	(143)
其他			33	22	18
现金净增加额	375	60	95	123	149

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	708	809	923	1,035	1,147
营业成本	351	430	469	522	579
营业税金及附加	22	23	27	30	33
营业费用	42	26	30	33	37
管理费用	102	91	102	114	126
财务费用	5	(6)	(6)	(7)	(8)
资产减值损失	3	1	0	0	0
公允价值变动收益	11	(30)	20	0	0
投资收益	32	44	0	15	10
营业利润	226	259	323	357	389
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	226	257	323	357	389
所得税	76	48	65	75	82
净利润	150	209	258	283	308
少数股东损益	14	18	18	20	22
母公司所有者净利润	135	192	240	263	286
EPS (元)	0.37	0.52	0.65	0.72	0.78

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	17%	14%	14%	12%	11%
营业利润	92%	15%	24%	11%	9%
净利润	149%	42%	25%	10%	9%
获利能力					
毛利率	50.4%	46.9%	49.2%	49.5%	49.5%
净利率	19.1%	23.7%	26.0%	25.4%	24.9%
ROE	14.9%	18.8%	21.1%	20.7%	20.2%
ROIC	14.6%	18.6%	20.9%	20.3%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	23.4%	20.9%	20.1%	19.3%
净负债比率	6.6%	2.9%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	1.9	2.5	2.9	3.1	3.4
速动比率	1.8	2.4	2.9	3.1	3.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	19.2	20.0	20.5	21.1	21.0
应收帐款周转率	44.0	44.2	48.0	44.8	42.1
应付帐款周转率	8.7	12.2	14.4	13.2	13.1
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.52	0.65	0.72	0.78
每股经营现金	0.60	0.70	0.80	0.85	0.94
每股净资产	2.47	2.77	3.10	3.46	3.85
每股股利	0.20	0.26	0.33	0.36	0.39
估值比率					
PE	39.1	27.7	22.1	20.2	18.5
PB	5.9	5.2	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	18.2	16.7	13.3	12.1	11.2

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±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。