

赵宇杰  
 0755-82943293  
 zhaoyj@cmschina.com.cn  
 Blog: blog.sina.com.cn/tianguxiao

2009年5月19日

## 博瑞传播(600880.SH)/16.14元

### 三大主业增长稳健，广告业务继续逆势上扬

信息技术·传媒

目标估值：18元

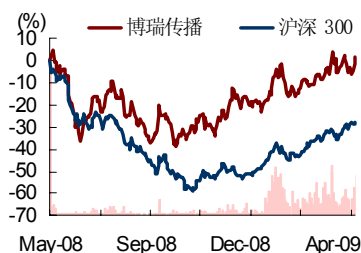
强烈推荐-A(维持)

#### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2677     |
| 总股本(万股)    | 37529    |
| 已上市流通股(万股) | 24149    |
| 总市值(亿元)    | 60       |
| 流通市值(亿元)   | 39       |
| 每股净资产(MRQ) | 2.9      |
| ROE(TTM)   | 19.5     |
| 资产负债率      | 21.6%    |
| 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 | 5  | 33  | -7  |
| 相对表现 | -1 | -20 | 22  |



#### 相关报告

1、《博瑞传播1季度受商报疲软表现拖累，全年收入增速仍有望突破14%》

4/27/2009

2、《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

3、《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

4、《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

5、《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

近日对公司进行了实地调研，与公司高管进行了充分交流；此次调研印证了今年以来我们对公司的一致观点，即认为在宏观经济不景气的背景下，公司今年业绩仍将保持确定性增长。同时在“共赢模式”和“整合营销推广”的合力下，公司代理商报广告收入与份额将有望明显提升；加上下半年公司如在新媒体领域成功投资并实现控股，将带来业绩超预期增长。继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。

#### 我们对公司三大业务在今后3个季度表现持乐观态度

- **发行业务：**受益于商报提价与代理发行费率提升，全年实现快速增长实属正常。
- **印刷业务：**增长动力来自商业印刷。商印技改项目将于今年6月投产，预计除去代理商报印刷的业务收入将达到1.1亿，同比大幅增长71%。商印订单主要来自大卖场印单、企业彩印广告宣传单、精装图书与期刊等；公司表示此类业务受宏观经济影响较小，同时与公司的发行、广告业务存在协同效应。
- **广告业务：**增长动力主要来自商报代理广告与户外广告

**商报广告：**将通过积极、有效的市场化开拓手段，促进代理商报广告保持增长：通过降低折扣率的方式来增加客户数量；依托丰富媒体资源，积极为客户提供整合营销推广，有效引导客户压缩在其他媒体的广告投放，进而加大在商报和自身其他媒体的广告投放；并新增加部分相对较为强势、利润率较低的行业客户作为开发、服务的客户。同时商报也将通过在更多领域积极搭建“共赢模式”，促进博瑞代理商报广告增长：未来除了保持每月推出大型房地产活动的惯例外；还将此套路复制到3C、汽车、通讯、医疗保健等领域；为买卖双方搭建起有效稳定的交易平台，从而加强博瑞广告与广告主间紧密的业务合作关系。

**户外广告：**今年仍将加大力度积极获取优质户外广告资源；业绩影响上仍以收入贡献为主。公司今年将准备充分把握成都市大规模拍卖户外广告的机会，完成“机场、机场收费站、高速路、市区黄金商业地段”的战略布局，从而形成区域资源垄断和网络覆盖优势，进而在成都地区获取户外广告定价权优势；同时公司对存量户外广告资源也进行了充分开发，以此带动户外广告的快速成长。

- **继续维持09~11年EPS为0.62元、0.68元、0.75元的盈利预测，和“强烈推荐-A”的投资评级不变。**

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 708  | 809  | 920   | 1,021 | 1,129 |
| 同比增长      | 17%  | 14%  | 14%   | 11%   | 11%   |
| 营业利润(百万元) | 226  | 259  | 311   | 348   | 382   |
| 同比增长      | 92%  | 15%  | 20%   | 12%   | 10%   |
| 净利润(百万元)  | 135  | 192  | 231   | 256   | 280   |
| 同比增长      | 149% | 42%  | 20%   | 11%   | 10%   |
| 每股收益(元)   | 0.37 | 0.52 | 0.62  | 0.68  | 0.75  |
| PE        | 43.8 | 31.0 | 26.2  | 23.7  | 21.6  |
| PB        | 6.5  | 5.8  | 5.3   | 4.8   | 4.3   |

资料来源：招商证券

## 1 季度广告与发行业务保持增长态势，印刷业务有所下滑

发行业务受益于商报整体提价与博瑞代理发行费率提升，1 季度保持增长实属正常，全年也将保持快速增长态势（后文不再具体论述发行业务）。

广告业务实现逆势上涨，殊为不易。其中户外广告同比增速不低于 50%，主要是去年下半年新增户外媒体资源开始贡献收益；代理商报广告也保持增长态势，需要强调的是，这是在《成都商报》1 季度整体表现疲软（1 季度总版数同比下降 10%）的情况下实现的，表明博瑞广告实行的“整合营销推广”与“共赢模式”表现出良好的抗周期性的特点。

印刷业务有所下降，主要是代理商报印刷业务下滑明显，原因包括商报 1 季度日均版数由去年同期的 36 版下降到现在的 33 版，加上受商报提价影响发行量下降，从去年 9 月以来新闻纸价格的大幅下降，这些客观因素都使商报印刷业务出现下滑；当然商业印刷业务与其他报印业务仍保持良好增长态势。

## 我们对印刷与广告业务在今后 3 个季度表现持乐观态度

### 印刷业务：增长动力来自商业印刷

利用募集资金实施的商印技改项目将于今年 6 月份投产，预计除去代理商报印刷的业务收入将达到 1.11 亿，同比大幅增长 71%；代理商报印刷方面，由于商报全年整体版数和发行量与去年相比均有所下降，加上新闻纸价格下降因素，我们预计商报印刷业务会出现 8% 的降幅。但印刷业务整体而言，仍有望保持 5% 左右的增幅。

商业印刷的订单主要来自大卖场印单、企业彩印广告宣传单、精装图书与期刊等；公司表示此类业务受宏观经济影响较小，同时与公司的其他业务存在协同效应。如博瑞发行公司（本身有 DM 单投递业务）可将大卖场客户的印单业务、博瑞广告公司可将广告客户（特别是房地产客户）的企业广告宣传单业务介绍给印刷公司。

### 广告业务：增长动力主要来自商报代理广告与户外广告

#### 商报广告：多种方式、加大力度促进代理商报广告增长

公司将通过更加积极、有效的市场化开拓手段，促进代理商报广告保持增长。通过降低折扣率方式，增加客户数量；在此基础上，依托媒体资源丰富的优势（拥有报媒、户外、电视、网络等媒体资源），积极为客户提供整合营销推广，要求客户压缩在其他二、三线媒体的广告投放量，从而增加在商报和自身其他媒体的广告投放量；同时加大力度推广，新增加部分行业客户，此类行业客户由于相对比较强势但无回款风险，只是帐龄相对较长、利润薄些，过去并未成为开拓重点，但在今年的形势下，也会适当增加服务获取该类客户的广告预算。

同时今年以来，成都商报每月都有意识的策划大型房地产相关活动，为消费者、房地产企业、博瑞广告、商报等在内的参与各方搭建起“利益相关者共赢模式”。目前成功举办的大型活动包括从 1 月 13 日持续到 2 月 20 日的“2008 中国(成都)楼市总评榜”、从 2 月 10 日到持续到 3 月 7 日的“2009 成都地铁物业大联展”，从 3 月 31 日开始由商报主

办并联合成都传媒集团的另五大媒体，启动了“成都楼市最大规模团购”活动，以迎接将于4月30日举行的成都规模最大的为期5天的成都春季房交会（春交会）的到来。

未来商报仍将继续保持每月推出大型房地产活动的惯例；同时还将此套路复制到3C、汽车、通讯、家具、医疗保健等领域；为买（消费者）卖（企业）双方搭建起有效、稳定的交易平台，促使博瑞广告与广告主建立更加紧密的业务合作关系，从而促进商报广告投放的增长。

**户外广告：今年仍将继续加大力度在成都地区积极获取优质户外媒体资源，并择机跨区域发展；在业绩影响上，今年仍以收入贡献为主**

➤ 公司将利用成都市大规模拍卖户外广告之机，积极获取稀缺性的优质户外广告资源。公司获取优质户外广告资源有参与政府拍卖、政府特许经营资源经营、并购、新建媒体（如已有高速路上）四大方式；其中参与政府拍卖可能是今年获取成都市区优质户外媒体资源的主要方式。原因是从今年5月15日到10月1日前，成都市政府准备在此期间将成都市内所有户外广告（100多块）的三年经营权拍卖完毕，公司估计单块牌的年均广告收入在150~200万之间。其中5月15日已有8个户外大牌拍卖，其中有4个户外大牌流标（流拍率50%），但另外4个相对优质的户外大牌（公司将其定位为三线户外媒体，并不在公司选择范围内）却引来较为激烈的争夺；表明在大势不好的情况下，买家出手趋于谨慎，商业广告价值不高的户外大牌将被市场淘汰（流标的户外大牌将被清除市场），最终通过拍卖程序筛选出的户外大牌均是得到市场认可的优质户外广告资源。假设100多块户外大牌的流拍率为40%，则最终留存市场的仅有60多块，其广告资源的稀缺性、加上城市形象的大幅改善，将极大程度的推动成都市内户外广告价值的提升。

因此公司在此次政府大规模拍卖的户外广告资源极为看重，准备利用资金优势，同时以拥有大量高端优质的活跃客户作为后盾，大规模获取稀缺性的优质户外广告资源。从明年开始，就能看到公司从“机场、机场收费站、高速路、到市区黄金商业地段”进行布局的户外广告资源，形成区域资源垄断和网络覆盖优势，并将充分发挥定价权优势，从而很大程度上通过户外广告业务的盈利能力的改善，来推动公司整体收入与盈利能力的提升。

➤ 同时公司在北、上、广三地设立办事处，主要有四大功能

一是针对4A公司和大企业客户销售自身在成都地区丰富的广告资源，并为其提供更优质的服务；

二是实现与当地政府的对接，建立良好的沟通渠道，调研了解当地户外广告市场及政策情况；

三是收集与新媒体和户外媒体相关的并购信息，从中寻找投资机会；

四是吸收、借鉴当地出现的新型媒体，从中选择合适的媒体类型实现在成都地区的复制。

➤ 公司也同时加紧对存量户外广告资源进行充分开发，带动户外广告快速成长

机场高速收费站处8块户外广告大牌作为公司的高端户外媒体，目前已全部上画；公司准备从6月份开始，将从成都到机场收费站处的4块大牌改成三翻板，以扩大客户数量，和增加单位大牌的销售收入。8块户外广告分为两部分，一部分是从机场到收费站的4块户外大牌，主要是面向国内外知名企业，目前上画的客户是四川卫视、奔驰轿车、农业银行、中国银行，平均单块户外大牌的年广告收入为220万；另一部分是

从市区到收费站的 4 块户外大牌，主要是面向本土知名企业，目前上画的品牌客户是邮政银行、森宇地产、博瑞地产、华敏地产，平均单块户外大牌的年广告收入为 160 万左右。改成三翻板后，将使单块大牌同期客户数量由原来的一家独享变成三家分享，从而使一板广告的销售价格从 160 万/年下降到 120 万/年左右；这样做的好处是使客户销售对象从高端客户扩大到更大范围的中高端客户，大大增加了客户数量；并增加了单位大牌的销售收入。

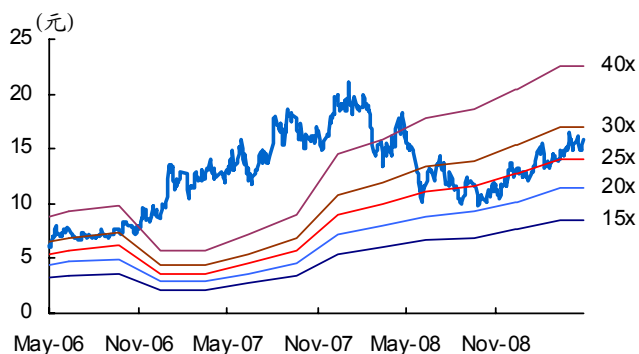
春熙路户外 LED 将于年中建设完成 14~15 个 LED 屏实现连锁化经营，并于下半年开始上画经营；同时公司准备在蜀都大道片区和盐市口片区也进行 LED 连锁化经营。公司近期进行了春熙路户外 LED 建设招标，从现在起到 6 月底是建设期，准备建设 14~15 个 LED 屏；将类似于分众楼宇电视模式，采用人工插卡方式进行内容更新。公司在 LED 建设的同时，也在积极进行户外 LED 媒体资源客户推介会，户外 LED 成为今年户外媒体的又一新增长点。

## 盈利预测与投资评级

通过此次调研，印证了我们今年以来对公司的一致观点，即认为在今年宏观经济不景气的背景下，公司三大业务虽面临一定的挑战，但凭借整个管理团队稳健务实、锐意进取的强大执行力，和背靠一个大力扶持上市公司发展的强大股东背景，**公司今年业绩保持确定性增长的概率极大**。同时我们认为公司在“共赢模式”和“整合营销推广”的合力下，代理商报广告份额将有望明显提升，加上下半年公司如在新媒体领域成功投资并实现控股，将带来业绩超预期增长。

继续维持 09~11 年 EPS 为 0.62 元、0.68 元、0.75 元的盈利预测，和“**强烈推荐-A**”的投资评级不变。

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 1、盈利预测简表

| 分业务收入 (单位: 百万) | 08 年         | 09E          | 10E          | 11E          | 12E          | 13E          | 14E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 印刷业务           | 407          | 425          | 454          | 474          | 495          | 517          | 540          |
| 广告业务           | 238          | 292          | 354          | 431          | 508          | 573          | 619          |
| 发行投递业务         | 113          | 148          | 156          | 163          | 168          | 175          | 181          |
| 学校业务           | 38           | 40           | 42           | 44           | 47           | 49           | 52           |
| 其他业务           | 15           | 15           | 16           | 17           | 18           | 19           | 19           |
| <b>合计</b>      | <b>809</b>   | <b>920</b>   | <b>1,021</b> | <b>1,129</b> | <b>1,235</b> | <b>1,333</b> | <b>1,412</b> |
| 分业务收入增速        | 08 年         | 09E          | 10E          | 11E          | 12E          | 13E          | 14E          |
| 印刷业务           | 12%          | 4%           | 7%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           |
| 广告业务           | 58%          | 23%          | 21%          | 22%          | 18%          | 13%          | 8%           |
| 发行投递业务         | 10%          | 32%          | 5%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           |
| 学校业务           | 34%          | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           |
| 其他业务           | 188%         | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           |
| <b>合计</b>      | <b>14.3%</b> | <b>13.7%</b> | <b>10.9%</b> | <b>10.5%</b> | <b>9.5%</b>  | <b>7.9%</b>  | <b>6.0%</b>  |
| 分业务毛利率         | 08 年         | 09E          | 10E          | 11E          | 12E          | 13E          | 14E          |
| 印刷业务           | 32%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          |
| 广告业务           | 63%          | 61%          | 60%          | 60%          | 60%          | 60%          | 60%          |
| 发行投递业务         | 66%          | 70%          | 70%          | 68%          | 68%          | 66%          | 66%          |
| 学校业务           | 48%          | 46%          | 46%          | 46%          | 46%          | 46%          | 46%          |
| 其他业务           | 66%          | 70%          | 70%          | 70%          | 70%          | 70%          | 70%          |
| <b>合计</b>      | <b>46.9%</b> | <b>48.9%</b> | <b>49.0%</b> | <b>49.3%</b> | <b>49.8%</b> | <b>49.8%</b> | <b>49.9%</b> |
| 其他主要盈利预测       | 08 年         | 09E          | 10E          | 11E          | 12E          | 13E          | 14E          |
| 成都商报版数         | 39           | 39           | 40           | 41           | 42           | 43           | 44           |
| 成都商报日均发行量 (万份) | 54           | 50           | 50           | 51           | 51           | 52           | 52           |
| 代理商报广告收入 (百万)  | 120          | 133          | 141          | 150          | 159          | 168          | 178          |
| 户外广告收入 (百万)    | 54           | 86           | 129          | 194          | 252          | 302          | 332          |
| 核心财务指标         | 08 年         | 09E          | 10E          | 11E          | 12E          | 13E          | 14E          |
| 营业成本 (百万)      | 430          | 470          | 521          | 572          | 621          | 669          | 707          |
| 经营费用比率         | 3%           | 3%           | 3%           | 3%           | 3%           | 3%           | 3%           |
| 管理费用比率         | 11%          | 11%          | 11%          | 11%          | 11%          | 11%          | 11%          |
| 财务费用           | (6)          | (6)          | (7)          | (8)          | (9)          | (11)         | (13)         |
| 经营现金流 (百万)     | 256          | 289          | 302          | 336          | 370          | 388          | 398          |
| 净利润 (百万)       | 209          | 248          | 275          | 301          | 326          | 344          | 357          |
| <b>EPS</b>     | <b>0.52</b>  | <b>0.62</b>  | <b>0.68</b>  | <b>0.75</b>  | <b>0.81</b>  | <b>0.85</b>  | <b>0.89</b>  |

资料来源: 招商证券研发中心

## 参考报告:

1、《博瑞传播 1 季度受商报疲软表现拖累，全年收入增速仍有望突破 14%》4/27/2009

2、《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

本文突出贡献是以商报房地产广告研究为切入点，对商报的“利益相关者共赢模式”进行深入分析：指出该模式在宏观经济不景气时越能体现出大股东对博瑞广告的大力支持，是保证博瑞代理商报广告保持平稳态势的“基石”，在帮助博瑞广告获取商报更大广告份额中也表现出的极大潜力。

3、《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

对 2008 年年报进行详细分析

4、《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

5、《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

本文有两大突出贡献：一是于业内率先引入《成都商报》每日版数持续、跟踪统计，以此前瞻性分析、判断博瑞与此相关的广告、发行、印刷业务发展情况；二是对博瑞广告经营模式升级，朝整合营销市场服务机构升级转型作了全面、系统的分析。

6、《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

7、《博瑞传播发展瓶颈已破，西部神鸟展翅腾飞》4/16/2008

勾划出公司短、中、长期三阶段发展的广阔发展空间。

8、《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

9、《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

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2007         | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 680          | 746          | 834          | 957          | 1,111        |
| 现金             | 532          | 592          | 683          | 789          | 928          |
| 交易性投资          | 35           | 26           | 20           | 20           | 20           |
| 应收票据           | 0            | 2            | 5            | 5            | 6            |
| 应收款项           | 18           | 18           | 20           | 26           | 28           |
| 其它应收款          | 47           | 56           | 64           | 71           | 79           |
| 存货             | 21           | 22           | 23           | 26           | 29           |
| 其他             | 27           | 29           | 18           | 20           | 22           |
| <b>非流动资产</b>   | 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           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,382</b> | <b>1,392</b> | <b>1,526</b> | <b>1,694</b> | <b>1,876</b> |
| <b>流动负债</b>    | 366          | 299          | 284          | 304          | 326          |
| 短期借款           | 90           | 40           | 10           | 10           | 10           |
| 应付账款           | 43           | 27           | 38           | 42           | 46           |
| 预收账款           | 82           | 119          | 117          | 130          | 143          |
| 其他             | 151          | 113          | 119          | 123          | 127          |
| <b>长期负债</b>    | 64           | 27           | 35           | 35           | 35           |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 64           | 27           | 35           | 35           | 35           |
| <b>负债合计</b>    | <b>430</b>   | <b>326</b>   | <b>319</b>   | <b>339</b>   | <b>361</b>   |
| 股本             | 202          | 367          | 375          | 375          | 375          |
| 资本公积金          | 426          | 243          | 243          | 243          | 243          |
| 留存收益           | 278          | 408          | 524          | 652          | 792          |
| 少数股东权益         | 47           | 48           | 65           | 84           | 105          |
| 母公司所有者权益       | 906          | 1,019        | 1,142        | 1,270        | 1,410        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1,382</b> | <b>1,392</b> | <b>1,526</b> | <b>1,694</b> | <b>1,876</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2007       | 2008      | 2009E     | 2010E      | 2011E      |
|----------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 221        | 256       | 289       | 302        | 336        |
| 净利润            |            |           | 231       | 256        | 280        |
| 折旧摊销           |            |           | 41        | 44         | 46         |
| 财务费用           |            |           | (6)       | (7)        | (8)        |
| 投资收益           |            |           | (15)      | (15)       | (10)       |
| 营运资金变动         |            |           | 13        | 3          | 6          |
| 其它             |            |           | 25        | 21         | 22         |
| <b>投资活动现金流</b> | (62)       | (191)     | (87)      | (90)       | (75)       |
| 资本支出           |            |           | (100)     | (100)      | (80)       |
| 其他投资           |            |           | 13        | 10         | 5          |
| <b>筹资活动现金流</b> | 216        | (6)       | (110)     | (106)      | (122)      |
| 借款变动           |            |           | (31)      | 0          | 0          |
| 普通股增加          |            |           | 8         | 0          | 0          |
| 资本公积增加         |            |           | 0         | 0          | 0          |
| 股利分配           |            |           | (115)     | (128)      | (140)      |
| 其他             |            |           | 28        | 22         | 18         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>375</b> | <b>60</b> | <b>92</b> | <b>106</b> | <b>139</b> |

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 |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 708  | 809  | 920   | 1,021 | 1,129 |
| 营业成本             | 351  | 430  | 470   | 521   | 572   |
| 营业税金及附加          | 22   | 23   | 27    | 30    | 33    |
| 营业费用             | 42   | 26   | 29    | 33    | 36    |
| 管理费用             | 102  | 91   | 99    | 112   | 124   |
| 财务费用             | 5    | (6)  | (6)   | (7)   | (8)   |
| 资产减值损失           | 3    | 1    | 5     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 11   | (30) | 15    | 0     | 0     |
| 投资收益             | 32   | 44   | 0     | 15    | 10    |
| <b>营业利润</b>      | 226  | 259  | 311   | 348   | 382   |
| 营业外收入            | 0    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出            | 0    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 226  | 257  | 311   | 348   | 382   |
| 所得税              | 76   | 48   | 62    | 73    | 80    |
| <b>净利润</b>       | 150  | 209  | 248   | 275   | 301   |
| 少数股东损益           | 14   | 18   | 17    | 19    | 21    |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 135  | 192  | 231   | 256   | 280   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.37 | 0.52 | 0.62  | 0.68  | 0.75  |

**主要财务比率**

|                | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 17%   | 14%   | 14%   | 11%   | 11%   |
| 营业利润           | 92%   | 15%   | 20%   | 12%   | 10%   |
| 净利润            | 149%  | 42%   | 20%   | 11%   | 10%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 50.4% | 46.9% | 48.9% | 49.0% | 49.3% |
| 净利率            | 19.1% | 23.7% | 25.1% | 25.1% | 24.8% |
| ROE            | 14.9% | 18.8% | 20.2% | 20.1% | 19.9% |
| ROIC           | 14.6% | 18.6% | 20.0% | 19.8% | 19.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 31.1% | 23.4% | 20.9% | 20.0% | 19.2% |
| 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   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 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  | 21.0  | 20.9  |
| 应收帐款周转率        | 44.0  | 44.2  | 47.9  | 44.6  | 42.0  |
| 应付帐款周转率        | 8.7   | 12.2  | 14.5  | 13.1  | 13.1  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.37  | 0.52  | 0.62  | 0.68  | 0.75  |
| 每股经营现金         | 0.60  | 0.70  | 0.77  | 0.80  | 0.90  |
| 每股净资产          | 2.47  | 2.77  | 3.04  | 3.38  | 3.76  |
| 每股股利           | 0.20  | 0.26  | 0.31  | 0.34  | 0.37  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 43.8  | 31.0  | 26.2  | 23.7  | 21.6  |
| PB             | 6.5   | 5.8   | 5.3   | 4.8   | 4.3   |
| EV/EBITDA      | 20.4  | 18.7  | 15.5  | 13.9  | 12.7  |

## 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

### 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。