

动态报告/公司快评

传媒

博瑞传播 (600880)
推荐

平面媒体

收购成都梦工厂快评

(维持评级)

2009年6月8日

定价符合预期，激励条款优厚

分析师： 廖绪发 liaoxf@guosen.com.cn 0755-82133406

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

事项：

6月6日，博瑞传播已就收购成都梦工厂股权一事正式签订了《股权转让协议》。

评论：

■ 市场关心的主要问题

- 梦工厂的盈利能力以及收购定价
- 对价支付方式及进度
- 收购完成后对梦工厂核心团队的激励

■ 梦工厂盈利能力超预期，收购定价符合预期

梦工厂 2008 年实现净利润 5835 万元，高于我们前期 4000 万元的估计，收购价格对应 08 年 PE 为 7.6 倍，符合我们 7-9 倍的判断，总计 4.41 亿元，超出了我们 2.8-3.6 亿元的判断。

从 PB 角度看，按照 09 年 4 月底净资产计算，PB 达到了 17.6 倍，原因在于，根据收购条款，09 年 4 月底之前的未分配利润归属于被收购方，4 月底较 08 年底，净资产大幅减少，估计正是留存利润分配所致，对应 08 年 5.2 倍的 PB 则较为正常。

表 1: 梦工厂财务信息与收购定价

BS 项目, 万元	2008-12	2009-4	IS 项目, 万元	2008-12	2009-4
资产总额	10,059	5,182	营业收入	8,933	3,415
负债总额	1,581	2,672	营业利润	5,971	2,727
股东权益	8,487	2,510	净利润	5,835	2,352
应收账款	883	986	净利率	65.3%	68.9%
PB	5.20	17.57	PE	7.56	6.25
收购价格	44,100	44,100		44,100	44,100

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

■ 现金收购符合预期，分期付款减小财务压力

本次采取现金收购的方式，符合预期。分期付款的方式能够有效缓解博瑞的财务压力，博瑞母公司一季报账面现金 3.9 亿元，无法一次性支付对价 4.41 亿元，而根据协议内容，博瑞在 2009-2012 年四年期间，分别支付对价的 50%、20%、15% 和 15%，2008 年，共计支付 2.2 亿元，这样，博瑞完全可以自有资金满足本次收购。

表 2: 收购对价支付方式和进度

股东名称	持股金额 (万元)	持股比例	收购价格	支付方式	支付进度			
					2009 (50%)	2010 (20%)	2011 (15%)	2012 (15%)
周秀红	450	50.0%	22,051	现金	11,025	4,410	3,308	3,308
马希霖	45	5.0%	2,205	现金	1,103	441	331	331
廖继志	45	5.0%	2,205	现金	1,103	441	331	331
郑江	25	2.8%	1,225	现金	613	245	184	184
小计	565	62.78%	27,686		13,843	5,537	4,153	4,153
袁新	335	37.2%	16,414	现金	8,207	3,283	2,462	2,462
按激励条款计算(上限)			20,414	现金	8,207	6,083	3,062	3,062
合计	900	100.0%	44,100		22,050	8,820	6,615	6,615
按激励条款计算(上限)			48,100		22,050	11,620	7,215	7,215

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

■ 充分激励以保障收购的成功

本次收购对核心管理团队的激励包括三个层面:

- 1、收购时定价的对赌协议(实质上是一种激励条款)。**协议约定:“若梦工厂 2009 年度净利润值达到或超过 7540 万元,则公司按超额部分的 8.7 倍向袁新先生增加支付股权转让价款,即调整后股权转让价款总额=16414 万元 + (梦工厂 2009 年度净利润-7540 万元) × 8.7,但调整后袁新先生所持 37.22% 股权的转让价不得超过 20414 万元(对应 8000 万元的净利润)。”
- 2、2009-2011 年的超额利润分成。**协议约定:“双方同意以梦工厂 2008 年度净利润 5800 万元为基准,2009-2011 年净利润同比增长率分别不低于 30%,即 2009 净利润目标为 7540 万元,2010 年为 9802 万元,2011 年为 12742.6 万元。若根据协议调整转让价款,则以 2009 年实际净利润为基础,2010-2011 年目标分别按调整后的 30% 的增长率计算。若 2009-2011 年净利润总和超过三年度净利润目标值之和,则超额部分的 65% 作为奖励支付给梦工厂核心员工。”
- 3、2011 年之后的股权激励。**协议约定:“2011 年结束后,袁新先生及梦工厂核心员工有权选择共同对梦工厂增资,增资价格以当时净资产价格确定,增资完成后合计持有不超过梦工厂 20% 股权,若进行增资,则在符合当时有关法律、法规和规范性文件规定的相关条件和要求的前提下,公司应尽快启动梦工厂 IPO 程序。”

根据以上激励条款,梦工厂 09 年净利润超过 8000 万元的可能性非常之大,这是此类对赌协议的本质决定的。总体来看,博瑞给予梦工厂核心团队的激励措施非常充分,收购完成后,梦工厂将成为博瑞最为重要的利润增长点。

■ 维持“推荐”评级

根据公司披露的财务数据,我们调整了博瑞的盈利预测,2009-11 年 EPS 分别为 0.75 元(假设合并梦工厂下半年报表)、0.91 元和 1.00 元,当前股价对应的 PE 分别为 25 倍、21 倍和 19 倍,重申推荐的投资评级。

表 3: 博瑞传播财务预测与估值

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	592	431	426	518	营业收入	809	1010	1165	1300
应收款项	77	97	112	125	营业成本	430	500	544	585
存货净额	22	27	29	31	营业税金及附加	23	30	35	39
其他流动资产	29	36	42	47	销售费用	26	32	37	42
流动资产合计	746	618	635	747	管理费用	91	97	112	125
固定资产	418	577	690	775	财务费用	(6)	(5)	(4)	(5)
无形资产及其他	35	63	92	121	投资收益	44	6	6	6
投资性房地产	81	81	81	81	资产减值及公允价值变动	(31)	15	8	0
长期股权投资	112	332	448	520	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1392	1671	1946	2244	营业利润	259	377	455	520
短期借款及交易性金融负债	41	50	50	50	营业外净收支	(2)	1	1	1
应付款项	63	74	80	86	利润总额	257	378	456	521
其他流动负债	195	218	238	257	所得税费用	48	83	102	130
流动负债合计	299	342	369	393	少数股东损益	18	20	21	23
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	192	275	334	368
其他长期负债	27	27	27	27					
长期负债合计	27	27	27	27					
负债合计	326	369	396	420					
少数股东权益	48	64	78	94					
股东权益	1019	1239	1472	1729					
负债和股东权益总计	1392	1671	1946	2244					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	192	275	334	368
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	34	37	47	55
公允价值变动损失	31	(15)	(8)	0
财务费用	(6)	(5)	(4)	(5)
营运资本变动	33	2	4	5
其它	16	16	14	16
经营活动现金流	304	315	391	444
资本开支	(6)	(210)	(180)	(170)
其它投资现金流	9	0	0	0
投资活动现金流	(35)	(430)	(296)	(242)
权益性融资	32	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(41)	(55)	(100)	(110)
其它融资现金流	(159)	9	0	0
融资活动现金流	(209)	(46)	(100)	(110)
现金净变动	60	(160)	(5)	92
货币资金的期初余额	532	592	431	426
货币资金的期末余额	592	431	426	518
企业自由现金流	256	103	211	272
权益自由现金流	97	117	214	276

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.52	0.75	0.91	1.00
每股红利	0.11	0.15	0.27	0.30
每股净资产	2.77	3.37	4.01	4.71
ROIC	21%	34%	47%	45%
ROE	19%	22%	23%	21%
毛利率	47%	51%	53%	55%
EBIT Margin	30%	35%	38%	39%
EBITDA Margin	34%	38%	42%	43%
收入增长	14%	25%	15%	12%
净利润增长率	42%	43%	21%	10%
资产负债率	27%	26%	24%	23%
息率	0.6%	0.8%	1.4%	1.6%
P/E	36.3	25.3	20.9	18.9
P/B	6.8	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	26.6	18.9	15.2	13.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

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。