

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

2010年3月24日

博瑞传播(600880.SH)/30.37元

09年报亮点不少，增加市值考核和新媒体发展两大指标

信息技术·传媒

目标估值：40元

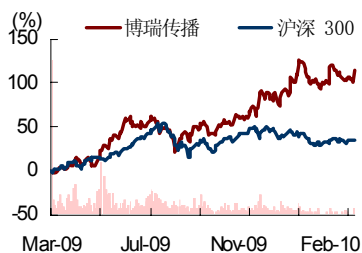
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3,057
总股本(万股)	37,529
已上市流通股(万股)	24,159
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	73
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	19.0
资产负债率	36.4%
主要股东	博瑞投资控股集团
主要股东持股比例	24.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	42	113
相对表现	4	35	79



相关报告

1、《博瑞传播新媒体战略在 10 年从网游和门户网站开始大步向前》

2/24/10

2、《博瑞传播商报广告 09 年表现喜人，新媒体战略 10 年大步向前》

2/4/10

3、《博瑞传播“网游+广告”的轻资产模式具有持续的增长动力》

11/1/09

4、《博瑞传播与裘新成立合资公司，释放 5 个积极信号》

10/12/09

5、《博瑞传播“广告 + 网游”的轻资产增长模式极具看点》

7/19/09

我们认为公司年报有两个值得关注的亮点和积极信号：一是公司董事会对经营班子增加了市值考核指标，占到考核权重的 30% 左右，同时股本方面 10 送 2 转增 4，将有效提升二级市场股票活跃度和促进市值提升；二是明确传递了公司积极转型新媒体的决心和魄力，不仅用较大篇幅阐述公司发展新媒体的思路，并将新媒体并购、发展与公司各级经营班子考核直接挂钩。我们略微下调公司 10~11 年 EPS 到 0.95 元和 1.12 元，继续维持“强烈推荐-A”的投资评级和 40 元目标价。

□ 公司 09 年业绩符合我们和市场预期。公司 09 年实现收入 9.2 亿，同比增长 14%；营业成本为 4.5 亿，同比增长 5.6%，其中收入增速明显快于成本增速的主要原因是去年下半年新增盈利能力极强的网游业务，该业务 09 年毛利率为 93%；并促使营业利润率与 08 年相比提升 5 个百分点，达到 37.8%；归属母公司净利润 2.6 亿，同比增长 37%；每股盈利 0.7 元。09 年每 10 股送 2 股并派现 1.5 元（含税），同时转增 4 股。

09 年公司财报值得关注的亮点是公司整体业务具有不错的正向现金流，特别是在公司并购现金流极强的网游业务后这个特点更加明显，这将有有力的支持公司以自有资金而不是通过募集资金的方式（不涉及股本摊薄，对现有股东有利）通过积极并购涉足新媒体和娱乐内容产业。公司 09 年经营活动产生的现金流净增加了 3.9 亿，使公司账上现金从 08 年底的 5.9 亿增加到了 7.5 亿，而公司在去年还进行了大的并购，为收购梦工厂去年支付了 2.2 亿。

□ 公司 09 年业绩增长点主要来自于网游业务和广告业务，另外印刷业务与发行业务在克服去年整体大势不好的背景下也保持平稳发展态势。

1、网游业务在去年下半年开始并入公司报表，迅速成长为公司的明星业务。梦工厂去年毫无悬念的完成了与博瑞签订的 09 年对赌协议的目标，梦工厂去年全年实现收入 1.2 亿，同比增长 37%；净利润为 0.78 亿，超过此前双方对赌协议确定 09 年达到 0.75 亿的净利润目标。梦工厂去年下半年实现净利润 0.42 亿，占到公司整个净利润 11% 的份额。具体到梦工厂旗下主要产品 09 年的表现情况，《侠义道 1》和《侠义道 2》作为老产品仍有潜力可挖，人均 ARPU 值较 08 年分别同比增长 10% 和 21%；而《新侠义道》作为去年新推出的产品则仍处于快速的上升通道，人均 ARPU 值达到 160 元/月以上。

2、广告业务方面保持着良好的上升势头，代理商报广告业务仍是主力。公司 09 年广告业务整体实现收入 2.8 亿，同比增长 19%；其中商报代理广告收入 1.5 亿左右，同比增长 21%；户外广告收入 0.66 亿，同比增长 22%；同时公司在去年 9 月底退出代理成都电视台广告业务，我们认为主要原因是该业务对公司整体业绩贡献极小，却要花费公司较多的人力物力等，投入产出不配比。需要强调的是商报 09 年全年整体版数合计 1.4 万版，仅同比增长 3.3%，而公司 09 年代理商报广告却实现 21% 的增长，殊为不易；另外广告去年下半年代理商报广告收入同比仅增长 1%，主要原因是 08 年上半年由于汶川地震因素导致广告主广告投放延后到当年下半年，同时当年 8 月份的奥运因素又刺激广告主加大广告投放，这两个因素叠加在一起就推高 08 年下半年的广告基数。

3、印刷业务方面，代理商报印刷业务同比下滑 8.5%，主要原因是新闻纸价格下降导致；另外外接印刷业务（含商印）发展势头不错，同比增长 22%；印刷业务总体虽收入下降 3.6%，但毛利却增加 2%。**发行业务方面**，表现平稳，收入同比增长 4%，毛利略有减少，同比下滑 2%。

- **公司 10 年业绩增长点仍主要来自于网游业务和广告业务**，同时公司今年将加大在网游和其他新媒体领域（垂直门户网站、移动互联网等）、以及户外广告领域的并购力度。

1、网游业务领域今年保持高速增长是可以预期和有保证的。梦工厂今年 7、8 月份将分别有“圣斗士 2”和“侠义世界”两款 MMO 网游产品推出，公司期望这两款产品的在线人数分别为 5 万和 10 万，自主运营比例超过 50%；同时 WEB 版“侠 1”已于去年底封测，与老款 MMO“侠 1”后台数据库实现无缝连接，将通过发展新增用户促进老款“侠 1”的增长。另外博瑞梦工厂合资公司今年人数将扩充到一百人左右，同时近期将效仿盛大、巨人等公司推“寻梦计划”，计划前期斥资 5000 万元投资网游研发团队，这将进一步丰富公司的产品线和加速新产品开发步伐；另外我们预计今年公司将新增 1~2 个新网游并购项目的概率较大。

➢ **同时我们注意到年报里披露梦工厂 08 年 9 月和成都高新区签署的“重点优势成长型企业培育协议”中要求**，如 08~10 年的销售收入分别达到 0.8 亿、1.2 亿和 1.8 亿，梦工厂将享受高新区给予的税收奖励；梦工厂 08 年和 09 年已分别实现 0.89 亿和 1.22 亿的销售收入，均明显超出此前和成都高新区签署协议时确定的目标；而一旦梦工厂 10 年实现 1.8 亿的销售收入，按照 63%的净利率假设，则将贡献净利润超过 1.1 元，大幅超过梦工厂和博瑞 10 年签署对赌协议实现 0.98 亿净利润的目标。因此从这个角度分析，我们认为投资者对梦工厂今年业绩超预期可持乐观态度。

2、广告业务领域我们认为今年主要增长点主要看户外广告是否能顺利通过并购实现快速发展。

➢ **今年代理商报广告业务开局不错**，今年前 2 月商报版数同比增长 50%，同时随着“大成都经济区”的扩大，商报的发行规模与影响力也会持续提升，商报的强劲上升势头还将持续，预计 10 年商报广告收入有望达到 10 亿，这将有力的促进公司商报代理广告业务的增長。

➢ **户外广告方面**，公司年报里提到要确保公司户外广告在 10 年实现高速增长，实现方式主要是内外并举。**存量业务方面主要是结构调整**，原有的城南高速的户外广告牌规模要扩大，春熙路的 LED 数量要从现有的 8 块增加到接近 30 块，同时准备投入两三千万将原来约 360 个“成都通”书报亭增加到 4 百多个，充分挖掘其户外媒体价值，预计下半年会发挥效应；**新增业务方面仍希望通过积极参与拍卖、并购、租赁等方式获取成都及国内其他重点城市的户外广告资源。**

3、公司今年将继续加大在新媒体领域的并购力度。公司去年 10 月份设立创业投资平台博瑞盛德创业投资公司，同时去年还成立上海投资总部，加上原有的北京投资总部，借助专业公司和专业团队优势，将有效解决新媒体项目来源的瓶颈，和加快获取优质项目的速度与能力，从而更好更快的推进公司新媒体战略的快速发展；同时投资拟上市公司项目，可有效提高公司资金使用效率、资本运作的能力和水平。

- **继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。**我们略微下调 10~11 年盈利预测，EPS 由此前的 0.97 元、1.15 元下调到 0.95 元和 1.12 元，主要原因是户外广告发展取决于并购进展，具有一定的不确定性，因此我们将 10~11 年户外广告收入预测从此前的 1.2 亿、

1.8 亿, 下调为 0.92 亿和 1.3 亿。同时我们认为今明两年公司业绩存在超预期的可能性, 以下是业绩可能超预期的地方, 一方面公司今、明两年在网游和其他新媒体领域, 以及户外广告今年都是并购的重点领域, 另一方面“创意成都”项目明年将进入销售和租赁环节。

我们认为公司未来 3-5 年将由现在的“传统媒体经营集团”积极转型“传媒娱乐综合集团”, 公司未来发展空间和投资价值将极大提升, 这将有利提升公司估值。我们继续维持公司 10 年 40 元的目标价, 对应 10 年 PE40 倍左右; 当前股价对应公司 10 年 PE 32 倍, 估值相对其他传媒公司有明显优势, 对长期投资者而言有安全边际, 建议积极买入。

□ 投资风险: 新媒体、户外广告并购可能低于预期。

表 1、各季度业绩回顾

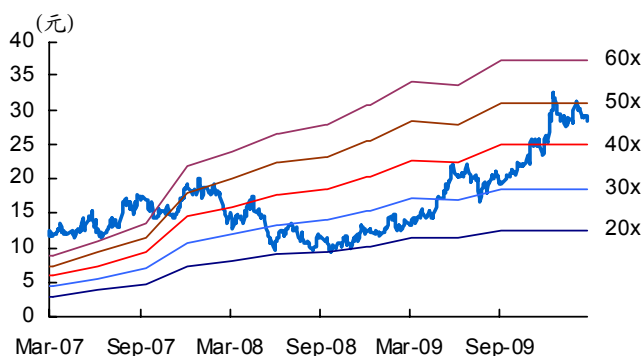
单位: 百万元	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	08N	09N
营业收入	222	189	202	261	271	809	923
营业成本	122	93	105	118	137	430	454
营业费用	8.4	6.6	6.5	7.8	12.4	26.0	33.3
管理费用	28.7	17.6	17.3	21.1	31.8	90.6	87.8
财务费用	(3.80)	(0.04)	(1.20)	(0.21)	(1.07)	(6.17)	(2.53)
投资收益	0.6	(3.8)	6.8	4.4	3.7	44.0	11.1
营业利润	61	67	82	106	93	259	348
归属母公司净利润	41	57	57	78	70	192	263
EPS (元)	0.11	0.15	0.15	0.21	0.19	0.51	0.70
主要比率	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	08N	09N
毛利率	44.9%	50.5%	47.8%	54.9%	49.3%	46.9%	50.8%
营业费用率	3.8%	3.5%	3.2%	3.0%	4.6%	3.2%	3.6%
管理费用率	13.0%	9.4%	8.6%	8.1%	11.7%	11.2%	9.5%
营业利润率	27.4%	35.4%	40.9%	40.5%	34.5%	32.1%	37.8%
有效税率	24.2%	6.0%	23.2%	19.9%	23.3%	18.7%	19.0%
净利率	20.7%	33.3%	31.4%	32.5%	27.2%	25.9%	30.8%
YoY	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	08N	09N
收入	21.1%	1.5%	17.7%	13.2%	22.5%	14.3%	14.0%
归属母公司净利润	74.1%	60.0%	-5.8%	43.6%	72.4%	41.6%	37.2%

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

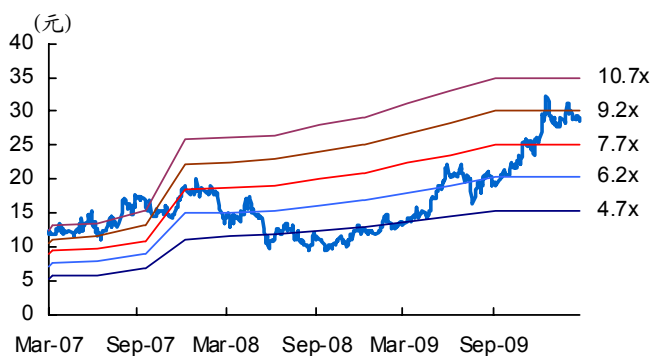
表 2、各业务数据对照表

收入 (百万)	08N	09N	08H1	09H1	08H2	09H2
印刷相关业务	406.7	392.0	195.2	154.1	211.5	237.9
广告业务	237.8	283.0	86.4	149.9	151.4	133.1
发行及投递业务	112.6	117.3	54.9	56.7	57.7	60.6
网游业务		65.2				65.2
学校收入	37.6	43.7	17.8	20.4	19.7	23.3
杂志书籍销售及租赁业务	1.9	5.7	0.0	2.8	1.9	2.9
其他收入	12.6	15.7	3.0	6.6	13.3	9.2
合计	809.2	922.5	357.3	390.4	451.8	532.1
增速	08N	09N	08H1	09H1	08H2	09H2
印刷相关业务	12%	-4%	18%	-21%	7%	12%
广告业务	58%	19%	12%	73%	105%	-12%
发行及投递业务	10%	4%	13%	3%	8%	5%
网游业务		-				-
学校成本	34%	16%	36%	15%	32%	18%
杂志书籍销售及租赁业务		190%				47%
其他成本	149%	25%		120%	51%	-31%
合计	14%	14%	8%	9%	20%	18%
毛利率	08N	09N	08H1	09H1	08H2	09H2
印刷相关业务	31.7%	33.5%	33.2%	29.6%	30.2%	36.0%
广告业务	63.0%	61.0%	76.5%	65.2%	55.3%	56.2%
发行及投递业务	65.8%	61.8%	57.7%	57.6%	73.5%	65.8%
网游业务		93.2%				93.2%
学校成本	47.9%	45.5%	49.4%	50.1%	46.4%	41.4%
杂志书籍销售及租赁业务	67.5%	52.1%		66.9%	67.5%	37.6%
其他成本	61.1%	55.8%	87.8%	55.6%	61.5%	56.0%
合计	46.9%	50.8%	48.7%	49.1%	45.5%	52.1%

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

表 3、盈利预测简表

分业务收入 (单位: 百万)	08 年	09 年	10E	11E	12E
广告业务	238	283	314	394	475
网游业务		65	179	239	315
印刷业务	407	392	453	510	548
发行投递业务	113	117	126	137	147
学校业务	38	44	49	56	62
杂志书籍销售及租赁业务	2	6	7	9	11
其他业务	13	16	20	27	34
合计	571	574	655	739	803
分业务收入增速	08 年	09 年	10E	11E	12E
广告业务	58%	19%	11%	26%	20%
网游业务		0%	47%	33%	32%
印刷业务	12%	-4%	16%	13%	7%
发行投递业务	10%	4%	7%	9%	8%
学校业务	34%	16%	13%	13%	12%
杂志书籍销售及租赁业务	0	190%	25%	25%	25%
其他业务	149%	25%	25%	38%	25%
合计	14.3%	14.0%	24.5%	19.4%	16.1%
分业务毛利率	08 年	09 年	10E	11E	12E
广告业务	63%	61%	61%	61%	61%
网游业务		93%	88%	86%	82%
印刷业务	32%	33%	32%	32%	32%
发行投递业务	66%	62%	63%	63%	63%
学校业务	48%	45%	46%	46%	46%
杂志书籍销售及租赁业务	68%	45%	45%	45%	45%
其他业务	61%	56%	60%	60%	60%
合计	46.9%	50.8%	53.2%	54.0%	54.7%
摊薄后 EPS	0.52	0.70	0.95	1.12	1.29

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	746	913	938	1,108	1,295
现金	592	745	754	892	1,046
交易性投资	26	9	10	10	10
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	18	45	46	55	64
其它应收款	56	49	80	96	111
存货	22	42	27	32	36
其他	29	23	20	24	28
非流动资产	646	1,167	1,215	1,249	1,283
长期股权投资	112	120	120	120	120
固定资产	386	424	487	530	570
无形资产	35	35	31	28	26
其他	113	589	576	571	567
资产总计	1,392	2,081	2,152	2,358	2,578
流动负债	299	684	467	453	417
短期借款	40	40	40	40	40
应付账款	27	50	43	50	58
预收账款	119	158	107	126	144
其他	113	437	277	236	175
长期负债	27	26	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他	27	26	35	35	35
负债合计	326	710	502	488	452
股本	367	375	375	375	375
资本公积金	243	310	310	310	310
留存收益	408	616	867	1,055	1,274
少数股东权益	48	70	99	130	167
母公司所有者权益	1,019	1,301	1,552	1,740	1,958
负债及权益合计	1,392	2,081	2,152	2,358	2,578

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	256	388	169	423	474
净利润		263	358	419	485
折旧摊销		0	42	44	46
财务费用		0	(5)	(6)	(7)
投资收益		0	(25)	(20)	(20)
营运资金变动		0	(231)	(47)	(68)
其它		125	31	32	37
投资活动现金流	(191)	(185)	(95)	(80)	(80)
资本支出		0	(100)	(80)	(80)
其他投资		(185)	5	0	0
筹资活动现金流	(6)	(50)	(66)	(205)	(240)
借款变动		0	(0)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(107)	(231)	(267)
其他		(50)	42	26	27
现金净增加额	60	153	9	138	154

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	809	923	1,149	1,372	1,593
营业成本	430	454	537	631	722
营业税金及附加	23	29	37	44	51
营业费用	26	33	34	41	48
管理费用	91	88	95	114	132
财务费用	(6)	(3)	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	(30)	17	15	10	10
投资收益	44	11	10	10	10
营业利润	259	348	475	568	667
营业外收入	1	4	3	3	3
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	257	351	477	571	669
所得税	48	67	91	120	147
净利润	209	285	387	451	522
少数股东损益	18	22	29	32	37
母公司所有者净利润	192	263	358	419	485
EPS (元)	0.52	0.70	0.95	1.12	1.29

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	14%	14%	25%	19%	16%
营业利润	15%	34%	36%	20%	17%
净利润	42%	37%	36%	17%	16%
获利能力					
毛利率	46.9%	50.8%	53.2%	54.0%	54.7%
净利率	23.7%	28.5%	31.1%	30.6%	30.5%
ROE	18.8%	20.2%	23.1%	24.1%	24.8%
ROIC	18.6%	19.9%	22.5%	23.3%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	23.4%	34.1%	23.3%	20.7%	17.6%
净负债比率	2.9%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%
流动比率	2.5	1.3	2.0	2.4	3.1
速动比率	2.4	1.3	1.9	2.4	3.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	20.0	14.1	15.6	21.6	21.4
应收帐款周转率	44.2	29.0	25.2	27.2	26.9
应付帐款周转率	12.2	11.7	11.6	13.5	13.3
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.70	0.95	1.12	1.29
每股经营现金	0.70	1.03	0.45	1.13	1.26
每股净资产	2.77	3.47	4.13	4.64	5.22
每股股利	0.15	0.15	0.29	0.61	0.71
估值比率					
PE	58.2	43.4	31.9	27.2	23.5
PB	11.0	8.8	7.3	6.5	5.8
EV/EBITDA	21.9	16.3	12.2	10.3	8.9

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，获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

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 5 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。