

上半年业绩亮丽，下半年看点颇多

博瑞传播 (600880)
评级: 买入 (维持)

股价: 17.38 元

跟踪报告

2010 年 07 月 27 日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
 010-59707103
 kzy@longone.com.cn
 通信及传媒

郑永双
 010-59707120
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	6.16
流通股本(亿股)	4.02
总市值(亿元)	107.03
流通市值(亿元)	69.85

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-0.5	-1.4
3 个月	-15.0	-3.8
6 个月	-3.6	10.4

个股相对上证综指走势图

投资要点

- **收入增长符合预期，所得税优惠确认致二季度业绩增幅较大。**10 年上半年公司实现营业收入 5.45 亿元，同比增长 39.7%，营业利润 2.04 亿元，同比增长 36.8%，实现净利润 1.57 亿元，同比增长 37.9%，对应摊薄后每股收益 0.26 元，业绩基本符合我们的预期；二季度公司实现营业收入 2.9 亿元，同比增长 43.6%，净利润 0.87 亿元，同比增长 52.0%，对应每股收益 0.14 元。二季度业绩同比增速大幅提高，主要由于往年于一季度确认的西部大开发所得税优惠在今年推迟至二季度确认，增加二季度利润 1051 万元。
- **传统媒体业务稳定增长，商业印刷、户外广告双星闪耀。**上半年公司印刷相关业务收入 2.52 亿元，同比增长 63.0%，收入大幅增长主要由于商报版面增加及商业印刷业务增长较快(外接印刷业务 6270 万元，同比增长 76%)，下半年来源于商报印刷的收入增速会放缓，而由于印刷设备的投入基本完成，商业印刷将会保持快速增长，全年超过 1 亿元收入问题不大。商报广告代理同比增长 16.0%，超出我们的预期(同比增长 10%)，考虑到代理商报广告采用的是市场化的方式，我们认为超预期的增长主要得益于公司较强的管理及运营能力；户外广告实现收入 4300 万元，同比增长 34.0%，上半年公司并未收购户外媒体资源，计划新建的户外媒体资源也主要集中在下半年，同时考虑到 400-600 个新版“成都通”会在下半年分批投入使用，这些因素将使下半年户外广告颇有看点，维持快速增长没有问题，超预期亦有可能。
- **现有网游业务收入稳定，下半年新产品投放，业绩表现值得关注。**上半年公司网游业务收入 4586 万元，营业利润 4030 万元，年内完成收购协议规定的指标问题不大；网游业务毛利率 88%，低于 09 年并表后 93% 的毛利水平，我们认为这主要是由于公司在 10 年加快了网游新产品的开发和团队建设(截止到六月底，公司网游业务人员达到 320 人，同比增长 60%以上)，对未来增长的投入暂时拉低毛利水平亦属正常。三季度公司将推出三款新游戏，分别是《圣斗士 2》、《侠义世界》和《Web 侠义道》，预期在线用户达到 5-10 万人，考虑到梦工厂比较成熟的运营经验，新产品有带动网游业务收入大幅增长的可能，我们将给予密切关注。
- 预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.53 元、0.65 元，动态市盈率为 32x、26x，估值水平不高，维持公司“买入”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	707.7	809.2	922.5	1,099.9	1,281.0
营业收入增长率(%)	16.9%	14.3%	14.0%	19.2%	16.5%
营业利润(百万元)	226.1	259.4	348.3	427.1	515.6
营业利润增长率(%)	91.5%	14.7%	34.3%	22.6%	20.7%
净利润(百万元)	135.4	191.7	262.9	326.1	397.8
净利润增长率(%)	149.2%	41.6%	37.2%	24.0%	22.0%
营业利润率(%)	32.0%	32.1%	37.8%	38.8%	40.3%
每股收益(元)	0.22	0.31	0.43	0.53	0.65
每股净资产(元)	1.47	1.65	2.11	2.64	3.29
PE (X)	79.1	55.8	40.7	32.8	26.9
PB (X)	11.8	10.5	8.2	6.6	5.3
ROE (%)	14.9%	18.8%	20.2%	20.0%	19.6%

表 1. 博瑞传播二季度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	2Q2010	YoY	1Q2010	2Q2010	QoQ
营业收入	390.43	545.43	39.7%	201.84	289.83	43.6%	255.60	289.83	13.4%
增长率	9.3%	39.7%	30.4%	17.7%	43.6%	25.9%	35.5%	43.6%	8.1%
毛利率	49.1%	52.7%	3.6%	47.8%	50.6%	2.8%	55.1%	50.6%	-4.5%
营业成本	198.71	258.18	29.9%	105.44	143.30	35.9%	114.88	143.30	24.7%
营业税金及附加	13.33	16.43	23.3%	6.49	8.79	35.4%	7.64	8.79	15.0%
期间费用率	12.0%	11.3%	-0.7%	11.2%	10.8%	-0.4%	11.8%	10.8%	-1.0%
销售费用	13.12	15.47	17.9%	6.55	7.80	19.0%	7.67	7.80	1.7%
销售费用率	3.4%	2.8%	-0.5%	3.2%	2.7%	-0.6%	3.0%	2.7%	-0.3%
管理费用	34.94	46.63	33.5%	17.30	23.82	37.7%	22.81	23.82	4.4%
管理费用率	8.9%	8.5%	-0.4%	8.6%	8.2%	-0.4%	8.9%	8.2%	-0.7%
财务费用	-1.24	-0.71	-42.6%	-1.20	-0.34	-71.7%	-0.37	-0.34	-8.5%
财务费用率	-0.3%	-0.1%	0.2%	-0.6%	-0.1%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	2.16	4.17	93.2%	-2.65	0.08	-103.1%	4.09	0.08	-98.0%
公允价值变动净收益	16.81	-1.58	-109.4%	5.78	-1.17	-120.3%	-0.41	-1.17	186.5%
投资净收益	2.98	0.46	-84.7%	6.79	0.68	-89.9%	-0.23	0.68	-402.0%
营业利润	149.20	204.15	36.8%	82.48	105.90	28.4%	98.25	105.90	7.8%
增长率	22.9%	36.8%	13.9%	24.0%	28.4%	4.4%	47.2%	28.4%	-18.9%
营业利润率	38.2%	37.4%	-0.8%	40.9%	36.5%	-4.3%	38.4%	36.5%	-1.9%
加：营业外收入	0.09	0.19	105.0%	0.02	0.07	210.3%	0.12	0.07	-38.9%
减：营业外支出	0.13	0.89	593.5%	0.07	0.72	920.1%	0.16	0.72	342.7%
利润总额	149.17	203.45	36.4%	82.44	105.25	27.7%	98.20	105.25	7.2%
减：所得税	23.11	34.54	49.4%	19.11	13.24	-30.7%	21.30	13.24	-37.9%
实际所得税率	15.5%	17.0%	1.5%	23.2%	12.6%	-10.6%	21.7%	12.6%	-9.1%
净利润	126.06	168.92	34.0%	63.32	92.01	45.3%	76.90	92.01	19.6%
减：少数股东损益	11.89	11.50	-3.3%	6.24	5.25	-15.9%	6.25	5.25	-16.0%
归属于母公司所有者的净利润	114.17	157.42	37.9%	57.08	86.76	52.0%	70.65	86.76	22.8%
增长率	18.6%	37.9%	19.3%	-5.8%	52.0%	57.8%	23.8%	52.0%	28.2%
净利润率	29.2%	28.9%	-0.4%	28.3%	29.9%	1.7%	27.6%	29.9%	2.3%
每股收益（元）	0.19	0.26	37.9%	0.09	0.14	52.0%	0.11	0.14	22.8%

资料来源：东海证券研究所，WIND

表 2. 博瑞传播盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	605.5	707.7	809.2	922.5	1099.9	1281.0	1460.1	14.0%	19.2%	16.5%	14.0%
增长率	10.5%	16.9%	14.3%	14.0%	19.2%	16.5%	14.0%	-0.3%	5.2%	-2.8%	-2.5%
印刷相关业务	329.4	362.0	406.7	392.0	431.2	452.8	475.4	-3.6%	10.0%	5.0%	5.0%
广告业务	111.2	150.7	237.8	283.0	367.9	478.3	573.9	19.0%	30.0%	30.0%	20.0%
发行及投递业务	83.2	102.2	112.6	117.3	123.2	129.3	135.8	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
学校收入	26.3	28.0	37.6	43.7	50.3	57.8	66.5	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
酒楼收入	52.6	59.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	0.0%	0.0%	0.0%
杂志书籍及租赁业务	0.0	0.0	2.0	5.7	8.6	11.1	14.4	192.3%	50.0%	30.0%	30.0%
网游业务	0.0	0.0	0.0	65.2	101.1	131.4	170.8	NA	55.0%	30.0%	30.0%
其他收入	0.0	1.3	7.2	9.3	10.2	11.3	12.4	28.6%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务收入	2.8	3.8	5.4	6.3	7.6	9.1	10.9	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	46.91%	50.39%	46.92%	50.81%	54.11%	55.65%	56.94%	3.9%	3.3%	1.5%	1.3%
营业成本	321.4	351.1	429.5	453.8	504.8	568.1	628.8	5.6%	11.2%	12.6%	10.7%
营业税金及附加	21.8	21.7	23.2	29.0	34.1	39.7	45.3	25.4%	17.4%	16.5%	14.0%
期间费用率	23.2%	21.0%	13.7%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	-0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
销售费用	39.3	42.2	26.0	33.3	35.2	41.0	46.7	27.8%	5.8%	16.5%	14.0%
销售费用率	6.5%	6.0%	3.2%	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%	0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%
管理费用	95.9	101.9	90.6	87.8	110.0	128.1	146.0	-3.0%	25.2%	16.5%	14.0%
管理费用率	15.8%	14.4%	11.2%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	-1.7%	0.5%	0.0%	0.0%
财务费用	5.4	4.7	-6.2	-2.5	-2.2	-2.6	-2.9	-59.0%	-12.9%	16.5%	14.0%
财务费用率	0.9%	0.7%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	2.2	3.4	1.0	1.3	1.0	1.0	1.0	33.8%	-25.1%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	11.4	-29.7	17.4	0.0	0.0	0.0	4716.4%	-1744.6%	0.0%	0.0%
投资净收益	-1.3	32.0	44.0	11.1	10.0	10.0	10.0	-74.9%	-9.6%	0.0%	0.0%
营业利润	118.1	226.1	259.4	348.3	427.1	515.6	605.3	34.3%	22.6%	20.7%	17.4%
增长率	-3.9%	91.5%	14.7%	34.3%	22.6%	20.7%	17.4%	19.6%	-11.7%	-1.9%	-3.3%
营业利润率	19.5%	32.0%	32.1%	37.8%	38.8%	40.3%	41.5%	5.7%	1.1%	1.4%	1.2%
加: 营业外收入	0.1	0.2	0.6	3.9	0.5	0.5	0.5	512.4%	-87.3%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	0.6	0.2	2.5	1.0	0.3	0.3	0.3	-58.4%	-71.4%	0.0%	0.0%
利润总额	117.5	226.2	257.5	351.2	427.3	515.8	605.5	36.4%	21.7%	20.7%	17.4%
减: 所得税	52.4	76.5	48.2	66.6	81.2	98.0	115.0	38.4%	21.8%	20.7%	17.4%
实际所得税率	44.6%	33.8%	18.7%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	65.1	149.7	209.3	284.5	346.1	417.8	490.4	35.9%	21.6%	20.7%	17.4%
减: 少数股东损益	10.8	14.3	17.6	21.6	20.0	20.0	20.0	22.6%	-7.5%	0.0%	0.0%
归属母公司净利润	54.3	135.4	191.7	262.9	326.1	397.8	470.4	37.2%	24.0%	22.0%	18.3%
增长率	-28.4%	149.2%	41.6%	37.2%	24.0%	22.0%	18.3%	-4.4%	-13.1%	-2.0%	-3.7%
净利润率	9.0%	19.1%	23.7%	28.5%	29.6%	31.1%	32.2%	4.8%	1.1%	1.4%	1.2%
每股收益(元)	0.09	0.22	0.31	0.43	0.53	0.65	0.76	37.2%	24.0%	22.0%	18.3%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122