

博瑞传播 (600880.SH)

推荐 维持评级

印刷业务表现出色，新媒体业务仍需磨合

分析师: 许耀文 ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8589 执业证书编号: S0130208091646
 分析师: 孙 津 ✉: sunjin@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

博瑞传播公布 2010 年度报告, 报告期内公司实现营业收入 11.62 亿元、营业利润 4.10 亿元、利润总额 4.28 亿元、归属于母公司所有者的净利润 3.17 亿元, 分别比上年同期增长 25.98%、17.70%、22.03%和 20.76%, 实现 EPS0.52 元, 低于我们之前 0.55 元的业绩预期。

2. 我们的分析与判断

业绩分析: 传统媒体表现出色, 网游业务利润下滑

广告业务: 收入同比增长 11%, 其中户外广告业务实现收入 9503 万元, 同比增长 45%。刨除户外广告的增量, 报纸广告基本上没有增长, 预计 2011 年随着汽车和地产等行业景气度下滑, 报纸广告增速还会继续放缓。

印刷业务: 销售收入和营业利润分别增长 37%和 42%, 是公司 2010 年净利润增长的主要因素。商印募投项目投产提升产能和外包业务快速增长是公司印刷业务增长的主要原因。

网游业务: 成都梦工厂净利润 6343 万元, 同比下滑约 1200 万元, 手中乾坤计提投资减值准备 1151 万元, 是公司全年业绩低于市场预期的两大因素。

表 1: 公司各项业务同比变化

	营业收入	营业成本	营业利润率%	营业收入 YoY	营业成本 YoY	营业利润率增减
印刷相关业务	53698	35642	29.53	37.00	36.72	+0.96
广告业务	31457	10045	54.82	11.17	-9.02	+9.39
发行及投递业务	12962	5857	23.77	10.51	30.79	-9.23
网游收入	9445	1172	65.99	44.78	165.77	-2.27

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 公司主要控股公司业绩变化

	持股比例	净资产	营业收入		净利润	
			2009	2010	2009	2010
成都商报发行投递广告有限公司	93.1%	8961	12138	13405	2441	1935
成都博瑞广告有限公司	80%	30508	16847	21311	9561	13232
四川博瑞教育有限公司	95%	6404	4479	5430	1215	1395
四川博瑞眼界户外传媒有限公司	93%	4088	6561	9502	488	823
成都梦工厂网络信息有限公司	100%	14043	12196	9445	7758	6343

资料来源: 中国银河证券研究部

公司对未来的展望：传统媒体保持稳定增长，新媒体加大投资力度，优化产业结构**● 对行业看法**

文化产业进入快速活跃发展新阶段，媒体形态不断创新、新旧媒体相互融合已经成为我国传媒业未来发展主要趋势。

● 公司面临的主要挑战

□、文化经营企业纷纷上市，公司在资本市场的先发优势面临挑战；

□、在新旧媒体共存、经营业态迥异的现实条件下，如何实现传统业务稳步增长和新兴业务快速发展。

● 新年度经营计划

□、总体经营思路是加快完成由平面媒体向综合性多媒体经营业务转变、由区域性强势媒体经营企业向全国乃至国际综合性媒体经营企业的历史转变。2011 年力争实现营业收入 13 亿元，成本费用 9.5 亿元（去年同期目标 11 亿元和 8 亿元）。

□、新媒体：优化产业结构，整合新老项目，将公司打造成“新兴媒体内容提供商”；设立“新媒体事业部”；强化项目收购平台建设（北京创投子公司）

□、传统业务：精耕细作，稳定增长。

其中：印刷业务：优化产品结构，提升商印赢利空间

广告业务：坚定不移以户外广告资源项目拓展为重点，向全国发展。

地产业务：确保“创意成都”项目 2011 年 5 月竣工投入运营。

我们对公司的看法：方向正确，新旧媒体还需时间磨合

公司大力发展新媒体业务的方向毫无疑问是正确的，但是公司的转型在传统媒体中也属于最早“吃螃蟹”的创新之举，如何实现新旧媒体的融合还需要摸索 2-3 年的时间。

尽管公司的市场化机制在国内的传统媒体中是最优秀的，但是在新媒体领域，其它民营企业的机制更加灵活，公司在新媒体领域仍然需要继续推动激励机制的创新和完善。

公司网络游戏的经营情况验证了我们在 2009 年 6 月份公司报告《网络游戏业务“软件”突出，“硬件”不足》中对梦工厂经营情况的谨慎态度。从 2 个因素来看，我们认为梦工厂仍然面临较大的挑战。

- 梦工厂目前的游戏和新推出的《侠义世界》都是以 2D 游戏为主，而 3D 游戏是网游发展的趋势；
- 从行业发展规模来看，中国网络游戏产业已经度过了玩家规模高速增长阶段，不论是从中国人口结构还是监管政策来分析，网游行业精品化的趋势很明显。

3. 投资建议

我们预计公司未来仍将保持 20%-30% 的净利润年复合增长，2011 年的增长来自三个方面：现有新媒体业务增长和新的并购以及“创意成都”项目的销售。

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.62 元和 0.72 元，同比分别增长 20% 和 17%，对应当前股价 PE 分别为 28.6X 和 24.5X，相对增长而言，估值合理，我们继续维持长期“推荐”投资评级和 21.7 元的半年期目标价。

表 3: 博瑞传播 (600880) 财务报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	809.19	922.51	1162.23	1383.05	1618.17	1860.89
减: 营业成本	429.52	453.75	571.43	680.46	796.14	915.56
营业税金及附加	23.16	29.05	34.32	40.84	47.78	54.95
营业费用	26.04	33.28	42.00	49.97	58.47	67.24
管理费用	90.58	87.84	106.08	124.47	145.64	167.48
财务费用	-6.17	-2.53	-1.75	-2.42	-5.05	-6.90
资产减值损失	1.00	1.33	12.85	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	44.01	11.07	13.48	2.00	2.00	2.00
公允价值变动损益	-29.72	17.45	-0.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	259.35	348.30	409.93	491.72	577.20	664.57
加: 其他非经营损益	-1.88	2.89	18.60	20.00	20.00	20.00
利润总额	257.47	351.18	428.53	511.72	597.20	684.57
减: 所得税	48.16	66.65	84.56	100.58	117.44	134.68
净利润	209.31	284.53	343.98	411.14	479.76	549.89
减: 少数股东损益	17.64	21.63	26.49	31.66	36.95	42.35
归属母公司股东净利润	191.67	262.91	317.49	379.48	442.81	507.54
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	540.79	627.89	684.42	1195.44	1535.16	2194.82
应收和预付款项	105.61	117.25	119.60	145.12	164.60	191.57
存货	22.29	42.06	77.87	15.79	93.79	32.23
其他流动资产	25.96	9.17	8.31	8.31	8.31	8.31
长期股权投资	112.34	120.11	132.83	132.83	132.83	132.83
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	418.25	510.87	665.84	640.85	615.87	590.89
无形资产和开发支出	52.69	467.96	475.14	475.14	475.14	475.14
其他非流动资产	56.42	64.83	39.77	26.32	12.87	12.87
资产总计	1334.34	1960.15	2203.77	2639.80	3038.56	3638.66
短期借款	40.00	40.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	204.97	531.12	444.78	565.10	548.47	672.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	23.29	18.30	4.82	4.82	4.82	4.82
负债合计	268.26	589.42	489.60	569.92	553.29	676.97
股本	367.29	375.29	615.82	615.82	615.82	615.82
资本公积	242.78	309.53	203.37	203.37	203.37	203.37
留存收益	408.46	616.28	802.41	1128.45	1508.90	1944.97
归属母公司股东权益	1018.53	1301.10	1621.61	1947.65	2328.10	2764.16
少数股东权益	47.55	69.63	92.56	124.23	161.18	203.53
股东权益合计	1066.08	1370.73	1714.17	2071.88	2489.27	2967.69

负债和股东权益合计	1334.34	1960.15	2203.77	2641.80	3042.56	3644.66
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	256.18	388.21	390.47	585.99	380.98	708.18
投资性现金净流量	-190.71	-184.97	-332.89	16.05	16.05	16.05
筹资性现金净流量	-5.58	-49.77	-13.54	-91.02	-57.31	-64.57
现金流量净额	59.89	153.47	44.05	511.02	339.72	659.66

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908