



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2012 年 2 月 9 日

传媒

研究部

金字¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030013
jinyu@cicc.com.cn

推荐

博瑞传播(600880.SH)

继续外沿扩张网游与户外广告, 获《劲舞团2》运营权

主要财务信息

单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	809	923	1,162	1,421	1,644	1,866
(+/-)	14.3%	14.0%	26.0%	22.3%	15.7%	13.5%
主营业务利润	357	440	556	687	834	975
(+/-)	6.5%	23.3%	26.6%	23.5%	21.3%	16.9%
营业利润	259	348	410	535	670	793
(+/-)	14.7%	34.3%	17.7%	30.6%	25.2%	18.4%
净利润	191.7	262.9	317.5	400.3	500.6	592.2
(+/-)	41.6%	37.2%	20.8%	26.1%	25.1%	18.3%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.42	0.51	0.64	0.80	0.94
市盈率(倍)	36.8	26.8	22.2	17.6	14.1	11.9
市盈率(经常性业务)	37.2	26.8	22.2	17.6	14.1	11.9
EV/EBITDA	14.1	10.6	9.1	6.8	5.4	4.5
净资产收益率	18.8%	20.2%	19.6%	20.4%	20.3%	19.9%
每股经营现金流	0.70	1.03	0.64	0.54	1.07	1.26
经营现金流倍数	16.1	10.9	17.6	20.9	10.5	8.9

股票信息

股票代码	600880.CH
当前股价	人民币11.22
日成交量(百万股)	7.6
52周最高价/最低价	人民币22.45/15.01
总市值(百万)	7045.9
发行股数(百万股)	628
其中: 流通股(百万股)	414
主要股东(持股比例)	成都博瑞投资控股集团有限公司(32.72%)

最近股价走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[600880.CH]	+7.99	-4.02	-22.51	-9.52
[上证A股指数]	+3.50	+5.46	-5.32	+6.73

最近股价走势图



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

今日博瑞传播公告了 2012 年外沿并购三个项目: 1) 6645 万元收购海南博瑞三乐 60%的股权; 2) 5000 万元入股常州天堂网络, 获 56%股权; 3) 1827 万元获全案广告策划公司“泽宏嘉瑞”55%股权。

评论:

户外广告外沿稳步推进, 从 2012 年起每年增厚公司净利润约 4%左右。博瑞三乐现拥有海口、三亚、文昌等地区共 90 个户外广告媒体的所有权和(或)经营权, 其中超过 50%具有 5 年以上经营权, 在海南地区户外广告资源优势明显。公司子公司博瑞眼界的户外资源, 已经在四川、武汉、海南等区域布局, 继续向具有网络优势的全国性户外广告发布平台方向发展。

控股天堂网络, 增长网游运营团队实力, 2013 年将开始对公司业绩有显著贡献。《A2》的运营团队将由原蓝港在线联合创始人兼 COO 王磊负责, 公司网游产品和队伍进一步增强。目前业内预计《A2》的同时在线人数将达到 20 万左右, 利润规模上亿。今年将开始在大陆公测, 预计明年将对博瑞传播的业绩有显著贡献。

控股“泽宏嘉瑞”, 增强公司现有营销资源整合营销能力。泽宏嘉瑞主营全案广告策划业务, 有利于公司旗下的各类媒介营销资源。

估值与建议:

考虑到外延扩张对业绩的增厚, 梦工厂 2012 年新推 4 款网页游戏, 上调 2012 年每股盈利至 0.8 元。预计公司 11 年-13 年每股盈利分别 0.64 元、0.8 元和 0.95 元, 对应增速分别为 26%、25.1%和 18.3%, 目前股价对应 PE 分别为 18x、14x 和 12x, 处于板块估值的低端, 维持推荐评级。

¹报告贡献人: 王禹媚

公司事件：

今日博瑞传播公告了 2012 年外沿并购三个项目：

- ▶ 645 万元收购海南博瑞三乐 60%的股权，“三乐”拥有海口、三亚、文昌等地区 90 个户外广告媒体资源；
- ▶ 5000 万元入股常州天堂网络，获 56%股权，天堂网络刚获得韩国 T3Entertainment Co.,Ltd 开发的网络游戏《Audition2》（官方版劲舞团 2）自商业发售日起为期 5 年的中国大陆地区独家运营代理权；
- ▶ 1827 万元获全案广告策划公司“泽宏嘉瑞” 55%股权。

事件点评：

户外广告外沿稳步推进，从 2012 年起每年增厚公司净利润 4%左右。博瑞三乐现拥有海口、三亚、文昌等地区共 90 个户外广告媒体的所有权和（或）经营权，超过 50%拥有 5 年以上经营权，在海南地区户外广告资源优势明显。此次转让的方式是“现金+对赌”，分 2012-2016 年和 2017 年-2020 年两部分定价。其中 2016 年底前的转让价款为 6,645 万元，其中 6285 万元按照协议结合博瑞三乐对赌业绩完成情况进行核算和支付。三乐的 2012 年-2016 年的对赌业绩指标分别为：3023 万元、3822 万元、3997 万元、4105 万元和 4218 万元，对应 2012 年 PE 为 6.2 倍，估值相对合理。2017 年之后对赌指标按照 2017 年预估，每年增长 10%-12%，总价不超过 6000 万。至此，公司子公司博瑞眼界的户外资源，已经在四川、武汉、海南等区域布局，继续向具有网络优势的全国性户外广告发布平台方向发展。

控股天堂网络，增长网游运营团队实力，2013 年将开始对公司业绩有显著贡献。《A2》的运营团队将由原蓝港在线联合创始人兼 COO 王磊负责，公司网游产品和队伍进一步增强。《劲舞团 1》为国内排名前两位的舞蹈类休闲音乐客户端网游，原由久游 2005 年引入大陆运营代理，同时在线人数超过 80 万；目前业内预计《A2》的同时在线人数将达到 20 万左右，利润规模上亿。今年将开始在大陆公测，预计明年将对博瑞传播的业绩有显著贡献。

控股“泽宏嘉瑞”，增强公司现有营销资源整合营销能力。该项目投资总额 1827 万元，其中股权转让价款为 1580 万元，股权转让完成后向泽宏嘉瑞增资 247.50 万元，承诺泽宏嘉瑞在 2012-2014 年累计应完成净利润 1975 万元，估算对应 2012 年估值为 6 倍左右。泽宏嘉瑞主营全案广告策划业务，有利于公司旗下的各类媒介营销资源。

图表 1: 博瑞传播利润表指标季度变化

单位(百万)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	QoQ	YoY
利润表指标									
一、营业收入	255.6	289.8	316.5	300.3	297.0	351.1	347.6	-1.0%	9.8%
减：营业成本	114.9	143.3	148.8	164.5	147.6	162.5	175.4	7.9%	17.9%
减：营业税费	7.6	8.8	9.3	8.6	8.6	10.3	11.2	8.6%	19.5%
减：销售费用	7.7	7.8	8.4	18.1	9.9	12.6	11.6	-8.5%	37.2%
减：管理费用	22.8	23.8	25.0	34.4	28.1	26.4	29.7	12.4%	18.7%
减：财务费用	-0.4	-0.3	0.0	-1.0	-0.8	-1.4	-1.0	-28.9%	4083.4%
经营性利润	103.0	106.5	125.0	75.7	103.5	140.6	120.7	-14.1%	-3.4%
减：资产减值损失	4.1	0.1	2.8	5.9	3.9	0.3	2.3	703.4%	-15.4%
加：公允价值变动净收益	-0.4	-1.2	0.8	-0.1	-0.2	-0.3	-0.7	153.8%	-179.8%
加：投资净收益	-0.2	0.7	2.2	10.8	1.6	16.0	1.8	-88.9%	-19.6%
二、营业利润	98.2	105.9	125.3	80.5	100.9	156.1	119.5	-23.4%	-4.6%
加：营业外收入	0.1	0.1	1.3	19.4	0.0	0.1	0.3	114.3%	-77.2%
减：营业外支出	0.2	0.7	0.1	1.3	0.4	0.1	0.3	244.4%	154.1%
三、利润总额	98.2	105.2	126.5	98.6	100.5	156.1	119.5	-23.5%	-5.5%
减：所得税	21.3	13.2	26.1	23.9	21.6	20.5	29.3	42.9%	12.2%
四、净利润(含少数股东损益)	76.9	92.0	100.4	74.7	78.9	135.6	90.2	-33.5%	-10.2%
减：少数股东损益	6.2	5.3	8.3	6.7	6.5	9.7	8.4	-13.2%	2.0%
净利润(不含少数股东损益)	70.7	86.8	92.1	68.0	72.4	125.9	81.8	-35.1%	-11.2%
五、每股收益：	0.11	0.14	0.15	0.11	0.12	0.20	0.13	-35.1%	-10.9%
盈利比率指标									
毛利率	55.1%	50.6%	53.0%	45.2%	50.3%	53.7%	49.5%	-4.2%	-3.5%
三项费用率	11.8%	10.8%	10.6%	17.2%	12.5%	10.7%	11.6%	0.9%	1.0%
销售费用率	3.0%	2.7%	2.7%	6.0%	3.3%	3.6%	3.3%	-0.3%	0.7%
管理费用率	8.9%	8.2%	7.9%	11.5%	9.5%	7.5%	8.6%	1.0%	0.6%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	0.1%	-0.3%
经营性利润率	40.3%	36.7%	39.5%	25.2%	34.8%	40.0%	34.7%	-5.3%	-4.8%
营业利润率	38.4%	36.5%	39.6%	26.8%	34.0%	44.5%	34.4%	-10.1%	-5.2%
净利润率	27.6%	29.9%	29.1%	22.6%	24.4%	35.9%	23.5%	-12.3%	-5.6%
有效税率	21.7%	12.6%	20.6%	24.3%	21.5%	13.1%	24.5%	11.4%	3.9%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 2：博瑞传播主要盈利预测假设（2008A-2013E）

人民币（百万）		Y2008	Y2009A	Y2010A	Y2011E	Y2012E	Y2013E
主营业务收入	总计	809.2	922.5	1,162.2	1,421.1	1,643.7	1,865.6
	印刷业务(包括新闻纸销售)	406.7	392.0	537.0	628.3	691.1	760.2
	广告业务	237.8	283.0	314.6	408.9	470.3	540.8
	发行投递	112.6	117.3	129.6	145.2	161.1	177.3
	网络游戏		65.2	94.4	141.7	212.5	265.6
	其他	52.1	65.1	86.6	97.0	108.6	121.7
毛利率	总计	46.9%	50.8%	50.8%	51.3%	53.7%	55.2%
	印刷业务(包括新闻纸销售)	31.7%	33.5%	33.6%	33.2%	33.5%	35.0%
	广告业务	63.0%	61.0%	68.1%	68.5%	68.5%	69.0%
	发行投递	65.8%	61.8%	54.8%	55.0%	55.0%	57.0%
	网络游戏		93.2%	87.6%	80.0%	87.5%	87.0%
	其他	51.8%	48.6%	48.9%	48.9%	50.0%	48.5%
运营指标	三项费用	110.5	118.6	146.3	173.4	183.1	204.1
	主营业务占比	13.7%	12.9%	12.6%	12.2%	11.1%	10.9%
	经营费用	26.0	33.3	42.0	49.7	49.3	56.0
	主营业务占比	3.2%	3.6%	3.6%	3.5%	3.0%	3.0%
	管理费用	90.6	87.8	106.1	135.0	147.9	167.9
	主营业务占比	11.2%	9.5%	9.1%	9.5%	9.0%	9.0%
	财务费用	-6.2	-2.5	-1.7	-11.3	-14.1	-19.8
	主营业务占比	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.8%	-0.9%	-1.1%
	营业利润	259.4	348.3	409.9	535.3	670.0	792.9
	营业利润率	32.1%	37.8%	35.3%	37.7%	40.8%	42.5%
其他指标	投资收益	44.0	11.1	13.5	15.0	22.0	24.0
	所得税	48.16	66.65	84.56	102.09	127.68	151.04
	有效税率	18.7%	19.0%	19.7%	19.0%	19.0%	19.0%
	少数股东权益	17.6	21.6	26.5	34.9	43.7	51.7
净利指标	净利润	191.7	262.9	317.5	400.3	500.6	592.2
	净利润率	23.7%	28.5%	27.3%	28.2%	30.5%	31.7%
	每股盈利	0.52	0.70	0.52	0.64	0.80	0.94
	年同比增长	41.6%	37.2%	20.8%	26.1%	25.1%	18.3%
流动指标	现金	592	745	791	998	1,538	2,119
	应收帐款	18	45	52	128	148	168
	预付帐款	29	23	32	57	66	75
	应付帐款	27	50	61	57	66	75
	短期借款	40	40	40	42	42	42
	长期借款	-	-	-	-	-	-
现金流指标	经营现金流	256	388	392	337	670	792
	投资支出	161	146	241	150	150	150

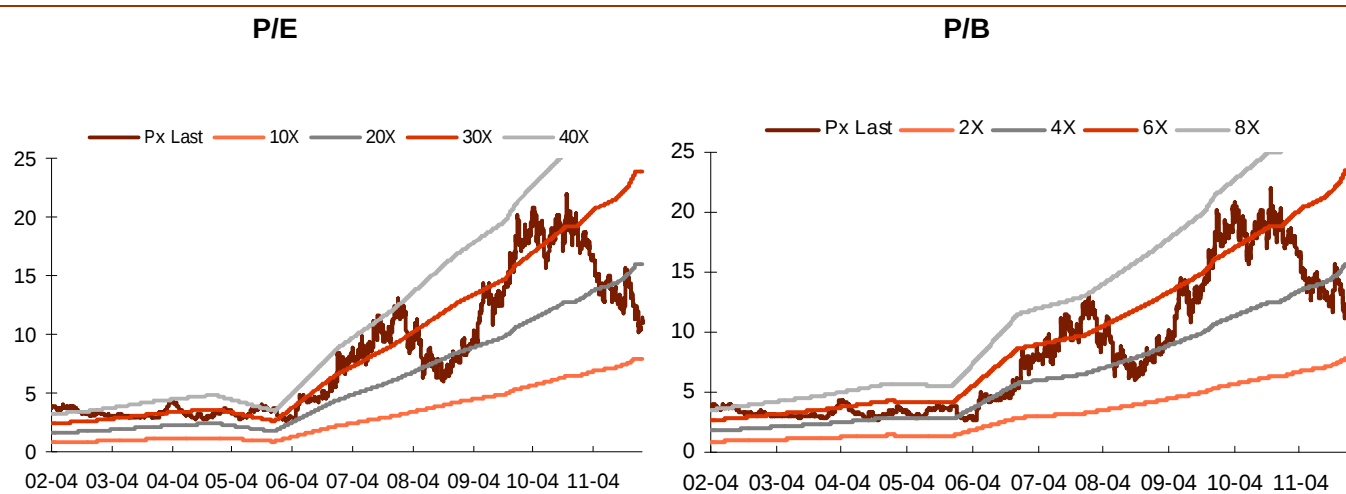
资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 3: 传媒上市公司估值水平对比 (12/02/09)

公司	中金评级	PE			PB			EV/EBITDA		
传媒-A股		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
图书出版										
时代出版	推荐	23.0	19.9	17.8	2.1	2.0	1.8	19.3	n.a.	n.a.
出版传媒	中性	35.4	35.2	32.4	2.9	2.7	2.6	31.5	48.8	41.2
皖新传媒	中性	32.1	26.2	24.8	3.0	2.7	2.5	28.8	n.a.	n.a.
凤凰传媒	推荐	32.9	29.1	22.0	5.7	2.7	2.5	24.3	13.7	12.3
中文传媒		27.8	20.7	18.1	2.9	2.6	2.2	21.6	19.3	16.8
中南传媒		28.2	22.2	18.3	2.4	2.2	2.0	15.4	13.0	10.8
天舟文化		57.5	53.4	37.5	4.7	4.4	4.0	47.4	34.7	26.8
中值		32.1	26.2	22.0	2.9	2.7	2.5	24.3	19.3	16.8
报业出版										
博瑞传播	推荐	22.2	17.6	14.1	4.3	3.6	2.9	9.1	6.8	5.4
新华传媒	中性	31.3	30.5	28.3	2.8	2.8	2.7	22.7	n.a.	n.a.
华闻传媒	中性	34.3	30.8	24.9	3.3	3.1	2.9	12.5	n.a.	n.a.
粤传媒		22.9	21.5	19.1	3.1	2.7	2.4	80.8	n.a.	n.a.
中值		27.1	26.0	22.0	3.2	2.9	2.8	17.6	6.8	5.4
影视动漫										
华谊兄弟	审慎推荐	58.1	43.0	24.4	5.6	5.1	4.4	45.7	39.0	21.7
华策影视		34.0	37.7	28.4	4.7	4.3	3.8	44.2	31.7	22.7
奥飞动漫	中性	78.6	59.6	44.4	7.8	7.0	6.3	66.7	54.4	37.0
光线传媒		213.2	32.7	23.6	24.2	3.2	2.9	38.7	29.1	20.7
中视传媒		57.0	45.6	29.4	4.6	4.3	3.8	36.2	n.a.	n.a.
中值		58.1	43.0	28.4	5.6	4.3	3.8	44.2	35.3	22.2
营销服务										
蓝色光标		46.3	33.8	21.5	5.3	4.8	4.3	51.4	25.2	13.9
省广股份	中性	25.4	30.9	21.9	3.0	2.8	2.5	34.6	22.8	15.3
华谊嘉信		47.3	29.5	19.6	3.1	2.8	2.4	35.1	n.a.	n.a.
北巴传媒	推荐	24.3	21.0	18.8	2.8	2.4	2.2	10.7	12.0	9.3
中值		35.8	30.2	20.6	3.1	2.8	2.5	34.9	22.8	13.9
有线网络-运营商										
歌华有线	审慎推荐	25.4	28.9	24.3	1.7	1.6	1.5	10.7	10.2	9.0
天威视讯	审慎推荐	56.2	33.2	31.1	3.7	3.4	3.1	14.4	19.5	17.5
广电网络	中性	48.4	39.1	32.2	4.2	3.8	3.4	13.8	n.a.	n.a.
电广传媒	中性	26.3	16.2	14.7	3.8	3.1	2.5	13.0	12.1	11.6
东方明珠	中性	33.8	35.2	30.2	2.3	2.2	2.2	17.7	n.a.	n.a.
中信国安	中性	42.8	37.2	26.8	1.9	1.8	1.7	24.1	32.0	24.2
中值		38.3	34.2	28.5	3.0	2.7	2.3	14.1	15.8	14.6
整体中值		35.8	30.2	22.0	3.1	2.8	2.5	24.3	19.3	14.6

资料来源：万德资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 4：博瑞传播历史价格市盈率、市净率区间



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

