

博瑞传播(600880)/9.84 元

上半年净利润同比增长 39 %

王 鹏

86-755-82943270

wangpeng@ccs.com.cn

非周期性服务业 · 传媒

估值区间: 10.0-12.5 元

谨慎推荐 A(维持)

公司上半年净利润同比增长 39%，二季度较一季度环比增长 62.5%，我们认为目前股价在估值区间的下限，特撰写本报告，维持“谨慎推荐”评级。

投资要点

- 公司上半年实现每股收益 0.21 元。主营业务收入、利润总额、净利润同比分别增长了 58.47%、32.83%和 39.35%。其中二季度实现每股收益 0.13 元，较一季度的 0.08 元环比增长 62.5%！以上营业数据基本符合我们的预期。
- 公司上半年的增长主要来自于印刷和广告业务的增长。这些业务的增长主要依靠整合成都日报报业集团系统资源，以及拓展当地其他报纸媒体的印刷业务。
- 我们认为公司今后几年的增长动力依然强劲，主要来自两个方面：集团对上市公司的大力支持带来的印刷、广告、发行投递等业务的增长；新的媒体项目拓展。
- 维持全年 0.50 元/股的盈利预测。未来 2 年公司仍将维持超过 20% 的年增长率。
- 该股票的合理价值区间为 10-12.5 元，目前股价处于合理估值区间的下限。

风险因素

- 大股东对上市公司的支持力度；成都商报集团的发展状况及长期发展潜力。

投资建议

- 维持“谨慎推荐-A”的投资评级。

上证指数: 1045.40

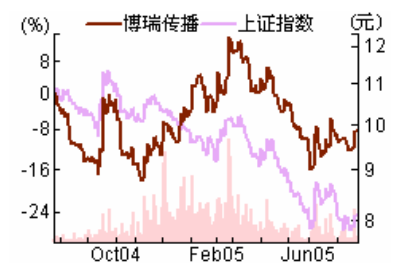
股本数据

A 股总股本(万)	39,189
流通 A 股(万)	20,402
流通市值(亿)	9.59

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-4.93	4.8
6 个月(%)	-6.99	9.67
1 年(%)	-7.52	18.21
52 周波动(元)	8.58 - 11.05	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

博瑞传播调研报告——业绩将持续增长，股价被低估

12/18/2004

博瑞传播一季报分析

3/29/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	39802.71	49069.76	60574.13	71477.47
同比增长率(%)	14.75%	23.28%	23.44%	18.00%
营业利润(万元)	11,824.83	15,950.75	19,165.44	20,845.45
同比增长率(%)	0.07%	34.89%	20.15%	8.77%
净利润(万元)	6724.34	9074.58	11207.82	12355.95
同比增长率(%)	22.15%	34.95%	23.51%	10.24%
主营利润率(%)	43.96%	46.90%	45.90%	43.40%
营业利润率(%)	29.71%	32.51%	31.64%	29.16%
净利润率(%)	16.89%	18.49%	18.50%	17.29%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.37	0.50	0.61	0.68
每股净资产(元)	2.04	2.41	2.87	3.38
净资产收益率(%)	18.08%	20.54%	21.33%	20.04%
每股股息(元)	0.00	0.12	0.15	0.17
股息收益率(%)	0.00%	1.26%	1.56%	1.72%
负债率(%)	38.93%	28.76%	27.00%	25.78%
P/E(倍)	26.67	19.87	16.06	14.53
P/B(倍)	4.82	4.08	3.43	2.91
EV/EBITDA(倍)	11.55	9.23	7.68	6.98

一、上半年经营业绩概述

今年上半年公司实现每股收益为 0.21 元。主要业务指标：主营业务收入 25,221.82 万元、利润总额 5,875.69 万元，净利润 3,736.26 万元，同比分别增长了 58.47%、32.83% 和 39.35%。其中二季度实现每股收益 0.13 元，较一季度的 0.08 元环比增长 62.5%！

上半年分业务收入、毛利率及变化情况

	主营收入 (万元)	比重	主营成本 (万元)	毛利率 (%)	主营收入同比 增减(%)	主营成本同比 增减(%)	毛利率同比 增减(%)
印刷业务	5,906.50	23.4%	1,861.52	68.48	26.56	-1.96	15.46
广告业务	4,503.97	17.9%	483.59	89.26	38.15	59.45	-1.59
纸张销售及其他贸易业务	9,186.55	36.4%	8,797.31	4.24	119.96	122.40	-19.85
发行及投递业务	3,295.16	13.1%	1,179.28	64.21	5.74	28.48	-8.97
配送相关业务	331.95	1.3%	153.71	53.69	70.73	36.19	27.99
餐饮	1,435.25	5.7%	561.23	60.90			
其他	562.43	2.2%	438.05	22.12	12.16	-10.94	1058.12
合计	25,221.82	100.0%	13,474.68	46.58	58.47	75.45	-9.97

印刷业务：公司抓住成都主流媒体《成都商报》改版、扩版所带来的“厚报时代”的发展机遇，在集团的大力支持下，积极整合成都日报报业集团系统资源、承接《成都晚报》各周刊封面和《成都晚报-黄金楼市》轻涂纸的印刷加工业务的同时，新增拓展：《乐山广播电视报》、《明星周刊》、《绵阳广播电视报》等外接业务，巩固掌握了一批优质印刷业务客户资源，使得印刷业务收入上半年同比增长 26.56%。

广告业务：上半年实现广告业务收入 4503.97 万元，比上年同期增长 38.15%。公司拥有《成都商报》、《成都日报》、《成都晚报》三家强势媒体百万份发行量的受众，品牌价值得到进一步提升；为公司打造更大广告业务平台、实现更快发展奠定了坚实的基础。

上半年新增餐饮业务收入 1435 万元，主要来自去年成立的合资公司——成都博瑞银杏旅游文化发展有限公司下属的银杏酒楼。

二、公司长期增长动力依然强劲

我们认为，公司上半年的盈利增长速度相当高，甚至稍稍超出我们的预期。中长期看，公司的增长动力依然强劲，主要来自两个方面：集团对上市公司的大力支持带来的印刷、广告、发行投递等业务的增长；新的媒体项目拓展。

我们预计，未来两年公司的印刷业务仍将以 20% 的速度增长。虽然公司计划与四川某出版集团印刷业务的合作因控股权问题未达成协议，但依靠成都报业集团下属的《成都商报》扩版、《成都晚报》等自身业务量的增长，以及外接的报纸印刷（《乐山广播电视报》、《明星周刊》、《绵阳广播电视报》等），印刷业务的增长依然可期。

未来 2 年广告业务的复合增长率预计为 30% 左右。目前公司拥有《成都商报》、《成都日报》、《成都晚报》三家强势媒体、近百万份的发行量，成为西南地区最为强势的广告平台。另外，公司也在积极培育异地的媒体业务，如兰州的《西部商报》、北京的神兵国际广告等，其中神兵国际广告与美国 GALA 媒体集团结成战略合作伙伴关系，在传统媒体运营和新兴媒体方面进行全方位合作。上述业务将对未来广告业务的增长构成强有力的支撑。

三、盈利预测与估值

我们继续维持全年 0.50 元/股的盈利预测。预计未来 3 年的盈利情况如下：

会计年度：	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入	34685.95	39802.71	49069.76	60574.13	71477.47
同比增长率	30.14%	14.75%	23.28%	23.44%	18.00%
净利润	5505.02	6724.34	9074.58	11207.82	12355.95
同比增长率	14.54%	22.15%	34.95%	23.51%	10.24%
主营业务利润率	49.15%	43.96%	46.90%	45.90%	43.40%
净利率	15.87%	16.89%	18.49%	18.50%	17.29%
EPS	0.42	0.37	0.50	0.61	0.68

从市盈率角度看，香港和美国市场传媒类股票的市盈率一般在 20-30 倍，我们认为，该公司未来成长性较高且较为可靠，给予其 20-25 倍的市盈率是合理的，按 05 年的预期每股盈利，对应的股价为 10-12.5 元，

采用 DCF 方法进行估值，每股的合理价值为 11.30 元。

无风险利率	3.60%
观察 Beta 值	0.908
风险溢价	8.00%
权益成本 Ke	10.86%
法定税率	24.00%
债务成本	4.24%
WACC	10.465%
每股价值	11.30 元

DCF 敏感性分析

折现率/长期增长率	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
8.46%	12.74	13.71	14.97	16.70	19.20
9.46%	11.29	11.99	12.89	14.06	15.65
10.46%	10.12	10.65	11.30	12.13	13.21
11.46%	9.16	9.57	10.06	10.66	11.43
12.46%	8.36	8.68	9.05	9.51	10.07

综合以上方法，我们认为该股票的合理价值区间为 10-12.5 元，目前股价处于合理估值区间的下限。

四、投资建议

该公司已经在考虑进行股权分置改革，目前流通股占总股本的比例为 32%，公司法人股东有能力给予较好的对价。

维持“谨慎推荐 - A”的投资评级。

附表:

会计年度:	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入	34685.95	39802.71	49069.76	60574.13	71477.47
同比增长率	30.14%	14.75%	23.28%	23.44%	18.00%
EBITDA	14134.18	14764.97	18478.58	22190.23	24433.28
同比增长率	14.59%	4.46%	25.15%	20.09%	10.11%
净利润	5505.02	6724.34	9074.58	11207.82	12355.95
同比增长率	14.54%	22.15%	34.95%	23.51%	10.24%
主营业务利润率	49.15%	43.96%	46.90%	45.90%	43.40%
净利率	15.87%	16.89%	18.49%	18.50%	17.29%
EPS	0.42	0.37	0.50	0.61	0.68
每股经营现金流	0.92	0.34	0.88	0.79	0.88
P/E	23.27	26.67	19.76	16.00	14.51
P/B	4.07	4.82	3.95	3.23	2.69
BV/EBITDA		11.55	9.23	7.68	6.98
ROIC/WACC	4.74	3.91	4.81	5.01	4.65
ROCE/WACC	2.46	2.17	2.92	2.96	2.69
ROE/Ke	1.61	1.66	1.84	1.86	1.71
股本经济收益率 REP		2.90	2.15	1.74	1.58
净资产收益率	17.51%	18.08%	20.01%	20.22%	18.56%
总股本(万股)	13018	18225	18225	18225	18225

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

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。本报告版权归招商证券所有。