

网游业务存在超预期的可能

研究结论

- 博瑞最受市场关注的地方来自其新并购的网游业务。本次收购的协议安排确保了梦工厂团队的稳定性，而这是梦工厂持续发展的保证。成都梦工厂当前主要还是老款游戏在贡献利润，《新侠义道》上线人数增长较快，《圣斗士 OL》测试期同时在线维持在 3-5 万，预计明年推出。梦工厂中期业绩增长超过 30%，实现业绩承诺问题不大。
- 博瑞未来会增加对梦工厂的持续投入，扩充其研发团队，打造其运营平台。同时，博瑞考虑把梦工厂作为一个平台对外扩张，并购大量存在的小游戏运营商。据了解，自从梦工厂靠上这颗“大树”后，很多小游戏厂商主动上门希望加盟，预计并购发生的概率很大。我们预计伴随并购或者新游戏的推广，梦工厂 10 年超预期的可能性很大。
- 户外业务当前主要来自机场大牌和城南高速的贡献，由于原定 8 月份举行的成都地区户外资源招标推迟，现在未有大的增量渠道资源。当前机场大牌全部销售出去，而城南高速刊挂率也非常高，明年主要渠道资源可提价，而光华大道也能成为明年的增量，但基数仅几百万的水平，预计当前状况下，10 年其户外广告收入增幅将大幅放缓。
- 印刷业务未来商印的比重逐步增加。商印设备调试 8 月底已完成，满产情况下可增加销售收入一个亿左右，毛利率可达 30%，利润能新增二千多万。而报印部分，伴随对终端激励的增加，发行量逐步回升，当前月份印量已达去年水平，不会出现前期大幅回落的情况。
- 公司平面媒体广告业务主要是代理《成都商报》广告，今年以来，《成都商报》广告虽然受宏观经济的影响，但由于地产、汽车行业的复苏，整体广告收入较去年仍会有所提升。而公司在商报的广告份额逐步提升，由前期的 28% 提升到 30% 以上，由此带来收入利润提升，未来仍存在进一步提升的可能。
- 发行投递业务前期更改合作协议主要在于有效激励发行机构，整个发行量开始企稳回升，但由于传统媒体的发展限制，要获得持续增长还是有难度，预计整个发行投递业务利润贡献会稳定在二千多万的水平。
- 我们调整公司 09-11 年业绩预测为 0.72 元、0.96 元和 1.16 元；我们认为公司传统业务能维持稳定，网游业务存在超预期的可能，而这正是博瑞的最大投资机会。维持其增持的评级，考虑在网游业务进一步明朗的情况下调升评级。公司最大风险也是来自网游业务的不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎 (博士) 家电、传媒行业资深分析师
8621-63325888 × 6091
zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (09 年 9 月 12 日)	20.96 元				
目标价格 (12 个月)	24 元				
总股本/A 股 (万股)	37529/37529				
A 股市值 (百万元)	78.7 亿元				
国家/地区	中国				
行业	传媒				
报告日期	2009 年 9 月 12 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.57	12.07	96.12
相对表现 (%)	14.41	2.39	45.63

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	809.19	926.96	1209.38	1379.05
同比 (%)	14.34%	14.55%	30.47%	14.03%
净利润	191.67	271.46	360.71	435.07
同比 (%)	39.83%	41.63%	32.88%	20.62%
毛利率 (%)	46.92%	50.97%	53.72%	56.04%
ROE (%)	18.82%	23.19%	26.28%	26.93%
每股收益 (元)	0.511	0.723	0.961	1.159
P/E	41.04	28.98	21.81	18.08
P/B	7.72	6.72	5.73	4.87
EV/EBITDA	24.74	17.80	13.79	11.96

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《2009 年下半年传媒策略报告》 2009 年 6 月 22 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	605.50	707.73	809.19	926.96	1209.38	1379.05
减：营业成本	321.45	351.11	429.52	454.46	559.65	606.19
营业税金及附加	21.82	21.73	23.16	26.53	34.61	39.47
营业费用	39.28	42.16	26.04	29.83	38.92	44.38
管理费用	95.90	101.86	90.58	85.28	110.05	124.11
财务费用	5.44	4.71	-6.17	-3.40	-1.37	-1.65
资产减值损失	2.19	3.45	1.00	0.50	0.50	0.50
加：投资收益	-1.33	31.99	44.01	5.97	5.97	5.97
公允价值变动损益	0.00	11.44	-29.72	16.80	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	118.09	226.15	259.35	356.52	477.97	577.01
加：其他非经营损益	-0.55	0.04	-1.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.54	226.19	257.47	356.52	477.97	577.01
减：所得税	52.44	76.50	48.16	60.08	84.06	101.89
净利润	65.10	149.69	209.31	296.45	393.91	475.12
减：少数股东损益	10.77	14.31	17.64	24.99	33.21	40.05
归属母公司股东净利润	54.32	135.38	191.67	271.46	360.71	435.07
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	114.27	455.38	540.79	602.53	786.10	896.38
应收和预付款项	86.58	91.00	105.61	130.34	172.18	167.67
存货	15.76	20.75	22.29	17.39	31.47	21.45
其他流动资产	10.48	35.05	25.96	25.96	25.96	25.96
长期股权投资	12.42	74.61	112.34	112.34	112.34	112.34
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	18.00	61.00	144.00
固定资产和在建工程	411.75	411.17	418.25	403.32	383.38	358.45
无形资产和开发支出	48.50	49.07	52.69	48.32	43.95	39.59
其他非流动资产	56.51	164.30	56.42	37.72	19.01	19.01
资产总计	756.25	1301.34	1334.34	1395.91	1635.39	1784.85
短期借款	90.00	90.00	40.00	155.07	185.77	227.23
应付和预收款项	161.55	228.25	204.97	200.51	300.16	250.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	38.00	30.67	23.29	23.29	23.29	23.29
负债合计	289.55	348.92	268.26	378.87	509.22	501.09
股本	182.25	202.05	367.29	367.29	367.29	367.29
资本公积	71.97	425.76	242.78	242.78	242.78	242.78
留存收益	179.08	278.01	408.46	560.40	762.29	1005.79
归属母公司股东权益	433.30	905.81	1018.53	1170.46	1372.35	1615.86

少数股东权益	33.39	46.60	47.55	72.54	105.75	145.80
股东权益合计	466.70	952.41	1066.08	1243.00	1478.10	1761.66
负债和股东权益合计	756.25	1301.34	1334.34	1395.91	1635.39	1784.85
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	177.26	221.94	256.18	336.00	525.32	523.74
投资性现金净流量	-99.55	-61.79	-190.71	-273.20	-215.00	-265.00
筹资性现金净流量	-68.69	216.03	-5.58	-1.06	-126.75	-148.46
现金流量净额	9.03	376.17	59.89	61.74	183.57	110.29

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张小嘎 (博士): 家电、传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn