

日期：2009 年 10 月 13 日

行业：通信及相关设备制造业



TMT 行业研究小组 张涛

021-53519888-1967



zhangtaofd@yahoo.com.cn

## 基本数据 (09H)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元)         | 20.04       |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 13.74/23.98 |
| 总股本 (百万股)         | 367.29      |
| 无限售 A 股/总股本       | 63.60%      |
| 流通市值 (百万元)        | 4967        |
| 每股净资产 (元)         | 2.77        |
| PBR (X)           | 7.22        |

DPS (H09, 元)

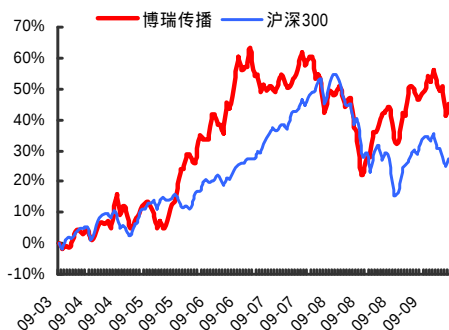
## 主要股东 (09H)

|                |        |
|----------------|--------|
| 博瑞投资控股集团       | 24.69% |
| 成都新闻宾馆         | 11.61% |
| 建行信达澳银领先成长股票基金 | 12.32% |

## 收入结构 (09H)

|         |        |
|---------|--------|
| 印刷相关业务  | 42.90% |
| 广告业务    | 41.50% |
| 发行及投递业务 | 15.60% |

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：ZT09-CR04

相关报告：

## ■ 报告目的：

博瑞传播作为西南地区区域性传媒龙头，公司在新媒体投资方面呈现多样化，我们于近期赴成都市对公司进行了实地调研。

## ■ 主要观点：

## 版数增长带动印刷业务大反转

成都商报的发行量比较稳定，09 上半年印刷业务的波动主要是因为版数的变动，我们的监测版数可以证明这一点。在 09 年下半年版数增长的力度在加大，9 月份的版面监测数据显示，平均版数同比增长 43.37%，远远超过 3 月份和 4 月份版数的增长幅度。参照 9 月份平均版面增幅，预计 09 年下半年印刷业务收入 2.43 亿元，09 年全年印刷业务收入 3.68 亿元，同比 7.29%。

## 广告代理业务维持快速的增长

在版面迅速增长的带动下我们认为 09 年博瑞广告（报纸）的增长率在 35% 左右，预计 09 年全年收入 1.98 亿元。目前高速大牌的上牌率在 90% 以上，我们预计全年户外广告将达到 0.96 亿元，同比增长 78.60%。考虑到公司电视广告代理份额的增长，预计 09 年全年电视广告将达到 5,088 万元。09 年全年公司广告业务收入 3.54 亿元，同比增长 44.96%。

## 网游业务超预期的可能性比较大

梦工厂 08 年的收入 8,900 万元，市场的份额 0.445%。网游行业过去几年以年均超过 50% 的速度增长，利润表中我们保守按照行业平均增长速度 30% 测算，考虑到公司系列游戏成功的可能性非常高，而且获得博瑞的资金和推广方面的支持，网游业务超预期的可能性非常大。

## ■ 投资建议：

未来六个月内，评级为“跑赢大市”。

## ■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥. 百万) | 2008A  | 2009E  | 2010E    | 2011E    |
|---------------------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入                | 809.19 | 908.41 | 1,033.97 | 1,187.00 |
| 年增长率 (%)            | 14.34% | 12.26% | 13.82%   | 14.80%   |
| 归属于母公司净利润           | 191.67 | 261.45 | 298.32   | 347.67   |
| 年增长率 (%)            | 41.58% | 36.40% | 14.10%   | 16.54%   |
| 每股收益 (元)            | 0.52   | 0.71   | 0.81     | 0.95     |
| PER (X)             | 38.54  | 28.15  | 24.67    | 21.17    |

注：有关指标按最新总股本为 367.29 百万股计算

## 一、传统媒体市场快速增长

### 1. 版面增长带动印刷业务大反转

公司的发行投递业务（包括报纸物资的采购）的增长主要依赖于成都商报的版数和发行量。

从发行量看，成都商报的发行量并不像市场预期的那样受宏观经济的影响，发行量出现较大幅度的下滑（10%以上），我们认为成都商报的发行量基本维持稳定。这一点我们可以从 09 年上半年报可以看出。我们认为在发行量和价格稳定的情况下，09 年全年公司发行收入在 DM 等影响下维持微幅增长，我们参照上半年的 3.24% 的增长，预计 09 年全年公司发行收入将达到 6907.52 万元，同比增长 3.2%。

**表 1 09 年上半年发行量基本稳定**

|              | 08 年上   | 09 年上   |
|--------------|---------|---------|
| 发行及投递业务（万元）  | 5494.68 | 5672.71 |
| 总发行量（投递）（万份） | 58.70   | 60.61   |

数据来源：公司半年报

注：1、此处单份投递费用按照 0.52 元估算，

2、DM 业务在此处忽略不计

由于报纸发行量和印刷费用的稳定，09 年上半年印刷业务下降 21.07%，主要是由于报纸版数的下降，而且从我们监测的 09 年和 08 年三月份 10-17 号（一周）的版数据也可以反映这一点，08 年平均版数 47 版，09 年版数只有 36.6 版，同比下降 22.19%，基本上和收入下降幅度吻合。

**表 2 成都商报 3 月份（10-17 号）版数据监测**

|        | 星期一 | 星期二 | 星期三 | 星期四 | 星期五 | 星期六 | 星期日 | 平均   |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 2009 年 | 26  | 36  | 46  | 56  | 60  | 16  | 16  | 36.6 |
| 2008 年 | 40  | 40  | 56  | 76  | 80  | 20  | 17  | 47   |

数据来源：成都商报电子版

09 年随着宏观经济刺激政策的效果逐渐显现，成都商报的版数出现很大程度的反弹（广告的增长要求扩版）。从同比看，4 月份（一周）平均版数同比下降 12.11%，远低于 3 月份的 22.19%；环比数据看，版数增长 11.41%，可以看出 09 年版数的反弹。而且在 09 年下半年这种反弹的力度在加大，在 9 月份 14-20 号的版面监测数据显示，

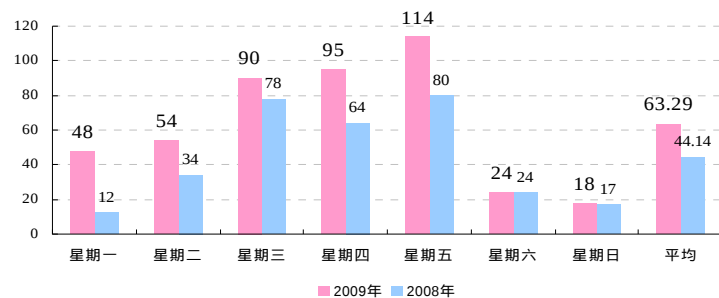
这周平均版数 63.29 版，同比增长 43.37%，远远超过 3 月份和 4 月份的增长幅度。

**表 3 成都商报 4 月份（13-20 号）版数据监测**

|        | 星期一 | 星期二 | 星期三 | 星期四 | 星期五 | 星期六 | 星期日 | 平均    |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-------|
| 2009 年 | 28  | 34  | 62  | 62  | 64  | 18  | 15  | 40.43 |
| 2008 年 | 48  | 44  | 64  | 64  | 63  | 22  | 17  | 46    |

数据来源：成都商报电子版

**图 1 08V09（9 月 14-20 号）成都商报版数比较**



数据来源：成都商报电子版 上海证券研究所

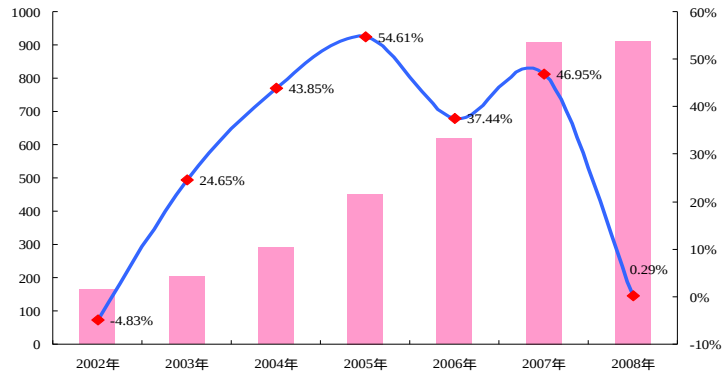
我们认为下半年的版数的大幅增长将带动公司印刷业务的快速增长。08 年下半年公司印刷业务 1.87 亿元，我们参照 9 月份 14-20 号平均版数增幅 43.37%，我们保守以 30% 计算，09 年下半年印刷业务的收入在 2.43 亿元，09 年全年印刷业务收入 3.68 亿元，同比 7.29%。（09 年上半年印刷业务收入同比下降 21.07%）

## 2. 09 年广告代理业务维持快速增长

目前公司的广告代理主要有报纸广告、电视广告和户外广告。公司报纸广告代理 90% 以上来自于成都商报，其他广告收入来自于成都日报、成都晚报和华西都市报。目前成都商报的广告主要集中在房产、汽车、IT 等消费品领域，特别房产广告占比达到 50% 左右，我们认为成都市高速发展的房地产行业是支撑成都商报广告快速增长的主要原因。在 9 月 16 日成都商报广告中，整个报纸版数 90 版，其中按照版面折算广告版面有 49 版，广告版面占比 54.4%，其中房地产广告版面在广告中的占比 40.81%，考虑到地产广告以整版或者半版为主，广告价值占比会达到 50% 左右。

图 2 近年成都市房地产开发投资及增长情况

单位：亿元



数据来源：成都市统计信息网 上海证券研究所

09 年上半年广告业务收入 1.50 亿元，同比增长 73.43%。一方面是上半年户外广告收入 3,200 万元，同比增长了 104%；另外一方面电视广告收入 2,423.55 万元，去年同期亏损 12.45 万元。同时报纸广告也在 08 年涨价 15%和商报代理占比上升的刺激下，报纸广告（博瑞广告）收入 9,303.91 万元，同比增长 40%。虽然下半年报纸广告涨价影响因素减弱，但是在版数迅速增长（版数增长主要是广告数量的上升引起的）的带动下我们认为博瑞广告的 09 年增长在 35%左右，预计 09 年全年收入在 1.98 亿元，同比增长 37.5%。

户外广告在 08 年 5,000 万投资之下获得迅猛增长，目前高速大牌的上牌率在 90%以上，我们预计全年户外广告将达到 0.96 亿元，同比增长 78.60%。09 年上半年电视广告 2423.55 万元，考虑到公司代理份额的增长，我们预计 09 年全年电视广告将达到 5,088 万元。09 年全年广告业务收入 3.54 亿元，同比增长 44.96%。

## 二、新媒体—腾飞的翅膀

### 1. 梦工厂网游业务成为公司新增长点

2008 年我国的网游收入接近 200 亿元，梦工厂 08 年的收入 8,900 万元，市场的份额 0.445%。网游行业过去几年以年均超过 50%的速度增长，据业内专家预测，网游在未来 8-10 年将达到 1000 亿元的规模，我们认为梦工厂的市场份额可能会达到 3%-5%，保守也将在 1%以上。

梦工厂目前在线游戏主要有《侠义道》、《侠义道 2》、《新侠义道》和《圣斗士 OL》。《侠义道》、《侠义道 2》都是公司运营两年以上，

目前处于稳定运营状态,两者的在 08 年收入占比分别为 45%和 25%。梦工厂未来两年的新推游戏包括《新侠义道》《侠义道 3D》基于系列游戏成功概率要远远高于单个,侠义道系列游戏的 30%(行业平均增长水平)的增长是相当保守的。

网游运营模式主要有三种,一是自主运营模式,能获得收入的 85%以上(渠道成本 10-15%),一是完全的外包模式,能获得收入的 15%,无须考虑游戏的运营和管理,另外就是联合运营模式,借助外部的游戏平台,能获得收入的 50%左右,运营费用处于前两种模式之间。梦工厂目前主要以联合运营模式为主,但正在向联合运营与自主运营并重,目前《新侠义道》以自主运营为主,目前自主运营的收入占比达到 35%,我们预计自主运营的收入占比将达到 50%。

梦工厂收购之后,博瑞在广告推广和资金方面扶持。博瑞传播已经在下属的媒体上对梦工厂的游戏推广给予支持,扶持资金逐渐到位,正在启动四川市场的规模推广,对于游戏的玩家数量会起到积极的作用。

## 2. 进军创业投资 提高资产收益率

公司自 2007 年 11 月参股北京手中乾坤,公司 09 上半年实现营业收入 2,543 万元,同比增长 61%,净利润 1,739 万元,同比增长 76%。公司被认定为北京市高新技术企业,09 年享受 15%的优惠所得税率。手机乾坤向证监会提交上市资料,等待过会。最近公司成立北京博瑞创业投资有限公司,主要从事拟上市项目(即 preIPO 项目)的风险投资管理。我们认为创投的成立和创业版开闸,该项目有良好的收益预期。

## 三、公司业绩、估值及策略

在此对 2009-2011 年公司的业绩予以测算,得其营业收入将依次递增 12.36%、13.82%和 14.80%,归属于公司股东的净利润依次增长 36.40%、14.10%和 16.54%,相应的稀释每股收益为 0.71 元、0.81 元和 0.95 元。该 10 月 12 日收盘价 20.04 元,对应于 08~10 年的市盈率依次为 38.54 倍、28.15 倍和 24.67 倍。我们对博瑞传播评级为:未来六个月,跑赢大市。

## 四、附表

**附表 1 博瑞传播损益简表及预测（单位：百万元）**

| 指标名称          | 2007 A | 2008 A | 2009 E | 2010 E   | 2011 E   |
|---------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入          | 707.73 | 809.19 | 908.41 | 1,033.97 | 1,187.00 |
| 营业成本          | 350.1  | 352.73 | 451.17 | 509.51   | 584.92   |
| 营业税金及附加       | 21.82  | 23.16  | 28.48  | 30       | 30.00    |
| 营业费用          | 42.16  | 26.04  | 30     | 30       | 30.00    |
| 管理费用          | 101.86 | 90.58  | 95     | 100      | 100.00   |
| 财务费用          | 5      | -6.17  | 2      | 2        | 2.00     |
| 资产减值损失        | 40     | 44.01  | 40     | 40       | 40.00    |
| 投资收益          | 0      | 0.64   | 0      | 0        | 0.00     |
| 营业外收入         | 226.79 | 2.52   | 0      | 0        | 0.00     |
| 营业外支出         | 76.5   | 257.47 | 341.76 | 402.46   | 480.08   |
| 利润总额          | 14     | 48.16  | 51.26  | 59.56    | 71.05    |
| 所得税费用         | 136.29 | 209.31 | 290.50 | 342.90   | 409.03   |
| 归属于母公司受益者的净利润 | 135.38 | 191.67 | 261.45 | 298.32   | 347.67   |
| 每股收益（元）       | 0.37   | 0.52   | 0.71   | 0.81     | 0.95     |

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所；总股本 367.29 百万股

**附表 2 博瑞传播的历年财务指标**

| 指标名称            | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率(%)        | 46.31  | 46.41  | 46.91  | 50.39  | 46.92  |
| 息税前利润/营业总收入(%)  | 26.49  | 23.50  | 20.23  | 32.53  | 31.05  |
| 净资产收益率(摊薄)(%)   | 18.54  | 17.02  | 19.05  | 14.95  | 18.82  |
| 流动比率(%)         | 0.82   | 1.06   | 0.91   | 1.86   | 2.50   |
| 速动比率(%)         | 0.81   | 1.04   | 0.86   | 1.80   | 2.42   |
| 资产负债率(%)        | 46.77  | 39.29  | 41.82  | 31.11  | 23.40  |
| 存货周转率(次)        | 70.74  | 60.96  | 29.53  | 19.23  | 19.96  |
| 应收账款周转率(次)      | 56.43  | 45.98  | 46.39  | 44.02  | 44.17  |
| 总资产周转率(次)       | 0.66   | 0.71   | 0.76   | 0.65   | 0.58   |
| 营业收入(同比增长率)(%)  | 25.29  | 26.04  | 10.55  | 16.88  | 14.34  |
| 归属母公司股东的净利润(%)  | 16.76  | 14.88  | 26.12  | 37.68  | 67.73  |
| 每股收益-基本(元)      | 0.38   | 0.42   | 0.50   | 0.74   | 0.52   |
| 每股经营活动现金流量净额(元) | 0.34   | 0.74   | 0.97   | 1.10   | 0.70   |
| 每股净资产(元)        | 2.04   | 2.45   | 2.63   | 4.48   | 2.77   |

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 邓永康 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义               |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                    |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。