

博瑞传播(600880)调研报告

传统媒体业务与新媒体业务：攻守兼备

推荐

首次评级

传媒

2009 年 12 月 28 日

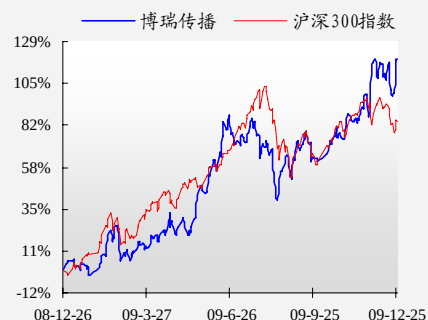
投资要点:

- 公司以成都传媒集团为依托，主要经营集团旗下《成都商报》的代理、发行投递、印刷业务。《成都商报》日发行量 60 万份左右，是成都地区发行量最大的都市报，占据成都市都市报销量 54% 的市场份额。
- 公司的广告业务除报刊广告外还包含电视广告和户外广告。其中户外广告是业绩增长亮点，2008 年和 09 年上半年公司户外广告收入分别同比增长 134% 和 104%。
- 公司的印刷包括报印和商印。2007 年募集资金项目之一的商印技改项目已经顺利进入测试阶段，目前商印收入占印刷业务总收入的 20% 左右，技术瓶颈突破后预计增长主要来自省外业务的回流。
- 发行投递业务的增长亮点在于 DM 业务。DM 广告在美国国家发展十分迅速，是仅次于报纸、电视的第三大媒体，占美国广告总量的 20% 左右，而目前 DM 广告在中国广告市场中所占份额仅为 3%。
- 公司 2009 年收购的梦工厂网络游戏业务是公司经营最大亮点，有望成为公司主要收入来源。
- 预计 2009-2011 年每股收益分别为：0.72 元、0.84 元、0.99 元，相对于当前股价市盈率分别为：38x、32x、27x，具备估值优势。此外，网游业务存在超预期增长可能，给与推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	80,919	14.34	19,167	41.57	0.52		52.2	
2009E	99,351	22.78	27,207	41.95	0.72		37.7	
2010E	112,669	13.40	31,582	16.08	0.84		32.3	
2011E	128,426	13.99	37,047	17.31	0.99		27.4	

走势图



市场数据

2009-12-25

收盘价:	27.13 元
52 周最高价:	28.41 元
52 周最低价:	11.85 元
平均持仓成本:	23.01 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	37,529
流通 A 股(万股):	37,529
每股收益(元):	0.51
每股净资产(元):	3.26
每股经营现金流(元):	0.48
市净率:	8.32

分析师: 耿云

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: cloud.geng@gmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20

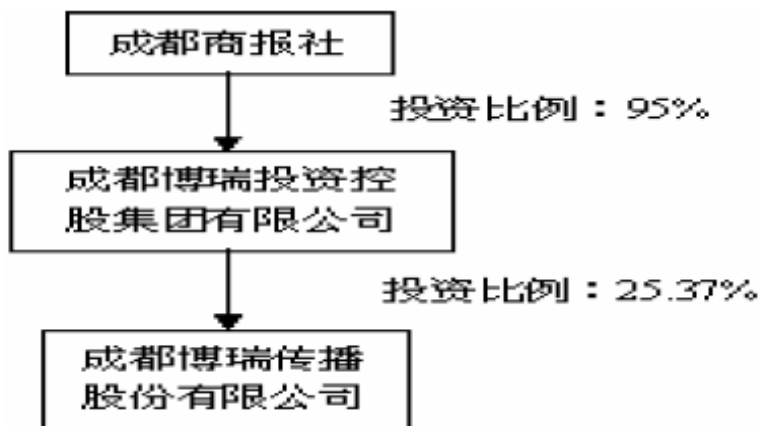
邮编: 200002

一、 公司基本情况

1. 经营简史及股权结构

成都博瑞传播股份有限公司 1999 年借壳四川电器上市，控股股东成都博瑞投资控股集团有限公司持有上市公司 24.69% 的股权。

图表 1 博瑞传播股权结构

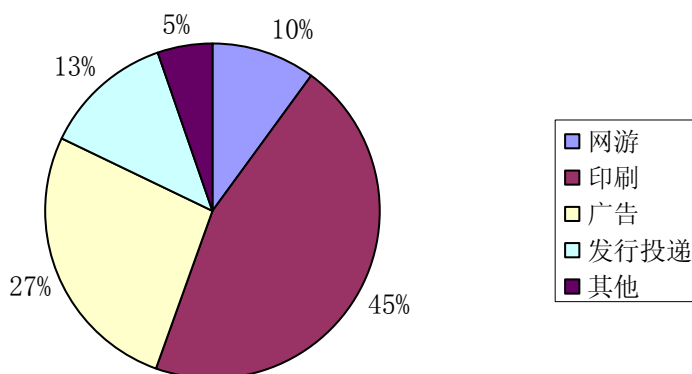


资料来源：公司资料

2. 主营业务构成

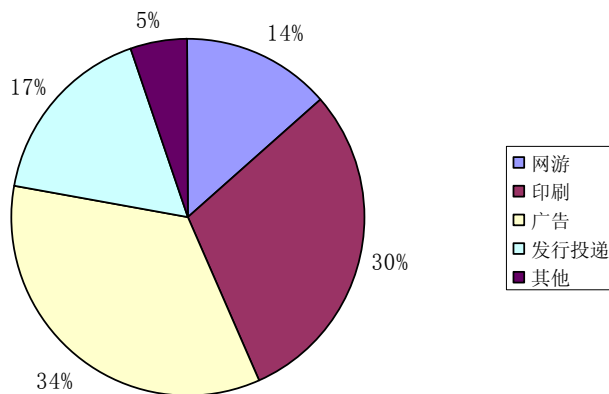
公司的主营业务包括广告、印刷、发行及投递、配送业务及信息传播相关业务。

图表 2 博瑞传播 2008 年营业收入构成（梦工厂加入考虑）



资料来源：公司资料、东北证券

图表 3 博瑞传播 2008 年主营业务利润结构（梦工厂加入考虑）



资料来源：公司资料、东北证券

二、传统业务增长稳定

广告代理、发行投递以及印刷业务是博瑞传播的传统业务。根据公司 2009 年半年报，不考虑网游业务收入的情况下，三项传统业务收入占比分别为 38.74%、14.66%、39.82%；利润占比分别为 51.65%、17.25%、24.04%。博瑞传播以《成都商报》为依托，传统业务基本都围绕《成都商报》的经营展开。

（一）多元化广告经营

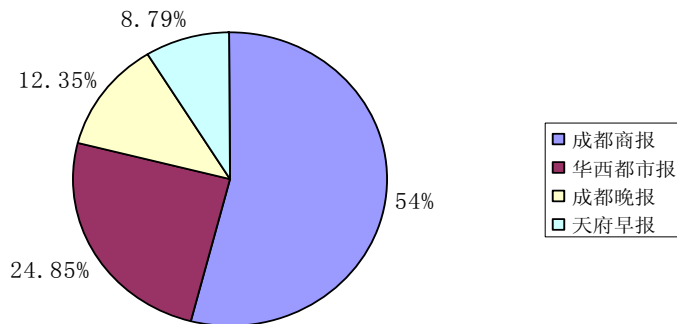
公司坚持多元化广告经营，目前的广告业务主要涉及三个领域：平面广告、户外广告、电视广告。

1. 平面广告

公司的平面广告业务由旗下的博瑞广告有限公司经营。目前，博瑞广告拥有《成都商报》的首席广告代理权、《成都日报》的独家广告代理权和《成都晚报》周末版的独家代理权。其中，公司平面广告收入的绝大部分来自《成都商报》。

目前公司拥有的《成都商报》广告代理份额约为 35%，《成都商报》是西部地区发行量最大的报纸，日发行量约 60 万份。目前商报每日版数在 21-92 之间，按周平均每日约 60 版，广告品种以地产广告和汽车广告为主，其中地产广告占《成都商报》广告总收入的 50% 以上。国内房地产市场不确定性相对较大，地产广告的增长存在不确定性。

图表 4 2009 年下半年成都都市报销量份额分布



资料来源：世纪华文

博瑞传播的《成都商报》广告代理份额较为稳定，广告收入的增长主要来自《成都商报》广告收入的总量增长。

从整体上来看，报业广告萎缩是大趋势，目前西部地区外部经济依赖度相对低，但整体趋势仍是衰退，博瑞传播的平面广告业务预计难以有突破性增长

2. 电视广告

博瑞传播目前独家代理成都电视台 1、3、4、5 频道所有晚间时段的省内广告（不包括特种广告、所有房地产广告、频道活动涉及的广告和部分现有资讯服务类广告），代理期五年，从 2008 年 1 月 1 日起计算。运营电视广告代理业务的四川博瑞广播电视广告传播有限公司 2008 年实现营业收入 2424 万元、净利润 100 万元；2009 年上半年实现营业收入 2116 万元，净利润 37 万元。

博瑞传播的电视广告业务仍处于培育期，未来可能受益于成都电视台的广告代理业务的市场化调整，短期内实现突破性增长的可能性较小。

3. 户外广告

截至 2008 年末，博瑞传播拥有成都市区路灯灯箱灯杆广告、成都火车北站海发大厦广告大牌、机场高速收费站落地看牌、光华大道及成南等高速公路户外媒体 80 余座。2008 年、2009 年上半年公司户外广告业务分别实现营业收入 5375 万、3200 万元，同比增长 134%、104%。预计 2009 年户外广告业务将实现 1 亿元以上的营业收入，同比增长 50% 以上，是公司广告业务中的亮点。目前公司户外广告上画率已达 90%，未来进一步的增长空间主要在于现有资源的提价。

（二）印刷业务以报印为主，商印为辅

博瑞传播的印刷业务由博瑞印务分公司经营，博瑞印务是西南地区规模最大、设备最先进的印务中心之一。2008 年博瑞印务全年实现印刷量 21.50 亿印张，同比增长 2.38%。公司的印刷业务分为报纸印刷和商务印刷，其中报纸印刷是基础业务，占总印量的 80% 左右，商务印刷是公司积极拓展的新业务，08 年商印约占总量的 15%。

1. 报纸印刷

公司的报纸印刷业务主要包括集团下属的《成都商报》和《每日经济新闻》印刷以及少量外报印刷，承担了成都市场 60% 以上的新闻纸印刷。目前公司的主要客户《成都商报》采用成品销售模式，使得新闻纸销售在印刷业务中占有一定比例，从而拉低整个印刷业务的毛利率至 32%-47%。

如前所述，《成都商报》日发行量在 60 万份左右，占据成都报纸零售市场 50% 左右的市场份额，发行量增长空间不大，因此，公司相应的报纸印刷业务增长空间不大。

最新签订的《印刷代理协议》将公司对《成都商报》的纸张供应和印刷代理延长至 2019 年 7 月 31 日。

2. 商务印刷

公司商务印刷的比例逐年提高，从 2006、2007 年的 8%、10% 提升至 2008 年的 15%。公司 2007 年曾进行配股，其中的商印技改项目将使商印产能在原来的 1,800 万印张/年的基础上增加 31,050 万印张/年。目前，前期引进的商印设备已顺利进入调试阶段，新增了太平洋百货、全友家私等长期商印客户。

公司商印业务主要的目标市场是技术要求较高的中高端市场，未来的主要增长点在于此前由于技术原因流失省外的印刷业务。此外，技术瓶颈解决后，公司将能够提供 DM 加页广告印刷、投递一条龙服务，目前上市公司有 ... 千万 DM 单投递业务，很有可能扩充此部分印刷业务。

（三）发行投递业务增长空间主要在于增值业务

博瑞传播的发行投递业务由持股 93.1% 的成都商报发行投递广告有限公司经营，旗下业务包括传统报刊发行和 DM 投递等增值业务，是西南地区规模最大的专业发行公司。

2008 年、2009 年上半年，公司发行投递业务分别实现营业收入 11,260 万元、5,673 万元，同比增长 10%、3.2%；分别实现净利润 2,837 万元、1,166 万元，同比增长 5.7%、-5.7%。2009 年上半年净利润的减少主要是由于主要客户《成都商报》的日发行量回落。

1. 报纸发行、投递

成都商报发行投递广告有限公司目前独家全面代理成都传媒集团内部所有报刊发行，此外，还代理 100 余种报刊杂志在成都及西南地区的发行。成都传媒集团旗下的《成都商报》、《成都晚报》发行量在成都都市报中分别排名第一和第三。其中《成都商报》2008 年约贡献了公司发行投递总收入的 60%。

根据目前的《发行投递代理协议》，发行公司对《成都商报》的独家代理发行权限延至 2016 年 12 月 31 日。根据该协议，发行公司与《成都商报》以征订年报 140 元/份所对应的征订代理单价 0.30 元/份/日、以零售结算价 0.31 元/份/日所对应的零售代理单价 0.29 元/份/日为基数进行结算，若年报征订价、零售结算价发生变化，代理费同比进行变动调整。

目前成都商报年征订价为 180 元，零售价为 1 元，对应的征订代理单价为 0.39 元/份/日、零售单价为 0.58 元/份/日。

由于整体来看《成都商报》发行量增长空间有限，公司的报纸发行、投递业务未来增长空间有限，预计随着其他业务收入增长，报纸发行业务营业收入占比将逐年下降。

2. DM 业务

DM 是英文 Directing Mail Advertising 的缩写，即“直接邮寄广告”。目前，博瑞传播 DM 业务收入规模已经超过 3000 万元，占据了成都 DM 投递市场上 80%左右的份额。

DM 广告在欧美国家发展十分迅速，是仅次于报纸、电视的第三大媒体，占美国广告总量的 20%左右，而目前 DM 广告在中国广告市场中所占份额约为 3%。目前国内 DM 广告业务主要集中于北京、上海等一线城市，为高档社区、某些行业做专业的 DM 直投广告，对于中小城市则投放不足；而在 DM 业务成熟的美国，即使是偏远的农村，也不会被 DM 业务忽视。随着城市化进程的加速，我国 DM 业务将有巨大的增长空间。

三、 积极拓展新媒体发展空间

传统媒体经营业务增速放缓的同时，公司贯彻“传统媒体运营服务商、新兴媒体内容提供商、文化产业战略投资者”的发展策略，积极拓展新媒体发展空间

1. 参股掌中乾坤

早在 2007 年，博瑞传播就以 6,380 万元购入北京手中乾坤信息技术有限公司 20%的股份，介入电信数据增值服务提供商市场。手中乾坤是中国移动增值业务服务提供商，主要运营手机游戏和手机视频服务，并已启动手机分类信息网的运营，拥有中国移动的 WAP 全网业务介入资格、百宝箱业务全网运营资质和信息产业部“跨地区增值电信业务经营许可证”，2008、2009 年两次闯入清科集团推出的“中国最具投资价值企业 500 强”排行榜。2008 年公司净利润超过 5000 万。

目前手中乾坤 IPO 已经按规定程序上报了 IPO 计划。

2. 收购梦工厂

2009 年 6 月，博瑞传播公告全资收购成都梦工厂网络信息公司（以下简称梦工厂）。梦工厂成立于 2004 年，目前已经是西南地区最大的网游开发运营商，2008 年末总资产 1 亿元、净资产 8451 万元、销售收入 9540 万元，占全国市场的 0.5%。目前，梦工厂旗下拥有《侠义道》、《侠义道 II》、《新侠义道》、《棋魂》、《圣斗士 OL》等五款游戏。

（1）收购细节

博瑞对梦工厂的收购含两份股权转让协议，收购总额为 4.4-4.8 亿元，根据梦工厂 08 年 5,835 万元的净利润，收购市盈率在 7.6-8.2 倍。协议内含分期付款约定和与管理层间的对赌协议。

分期付款约定是指，公司将在协议签署后、09-11 年业绩审计后 15 日内分四次支付价款，分别是总价款的 50%、20%、15%和 15%，目前博瑞传播已有 1 亿元的募集资金投入此项目。

对赌协议是针对核心管理层代表股东裘新的 37.22%的股权，主要包括 09-11 年的业绩承诺和具体支付价款的计算方法，以及团队稳定和激励的规定。

梦工厂承诺包括：09 年净利润比 5,830 万元增长不低于 30%；10 和 11 年的净利润分别较前一年增长不低于 30%。

股价支付条款主要包括：若梦工厂 09 年业绩超出 7,540 万元（08 年利润的 130%），则调整后股权转让价款总额为 16,414 万元+09 年净利润与 7,540 万元的差额*8.7，但总额以 20,414 万元为上限，对应 09 年净利润为 8,00 万元；每年净利润超出目标值余额后可依次弥补其他年度的不足，用以计算当年具体的分期支付款。

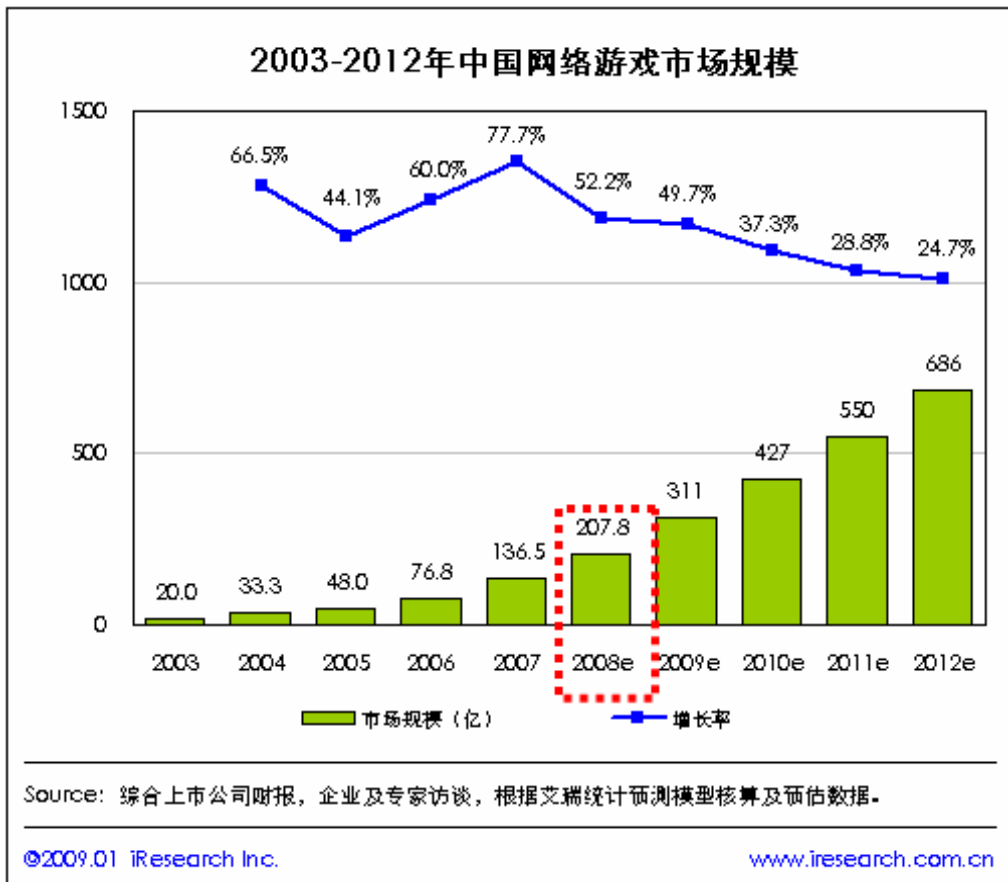
团队稳定性规定包括：包括裘新在内的核心员工将有三年及以上的聘期；09 年 1 月 1 日以后的离职员工不得受聘于股权转让方的关联企业，否则扣除此后应付股权转让款的 30%。

团队激励政策包括：09-11 年净利润之和超过目标值之和，则将超额部分的 65%作为核心员工奖励；2011 年以后，核心员工有权选择按不超过当时净资产的 20%共同对梦工厂增资，公司承诺增资后尽快启动 IPO。

（2）网游市场现状及前景

中国网游行业经历 10 年发展，市场规模已达近 300 亿，仍保持 50%以上的平均年增长。在 09 年第一季度中国互联网市场规模环比下滑 7.1%的情况下，只有网络游戏获得了 6.9%的增长，目前中国网络游戏市场规模已经占据整个互联网市场规模的半壁江山。

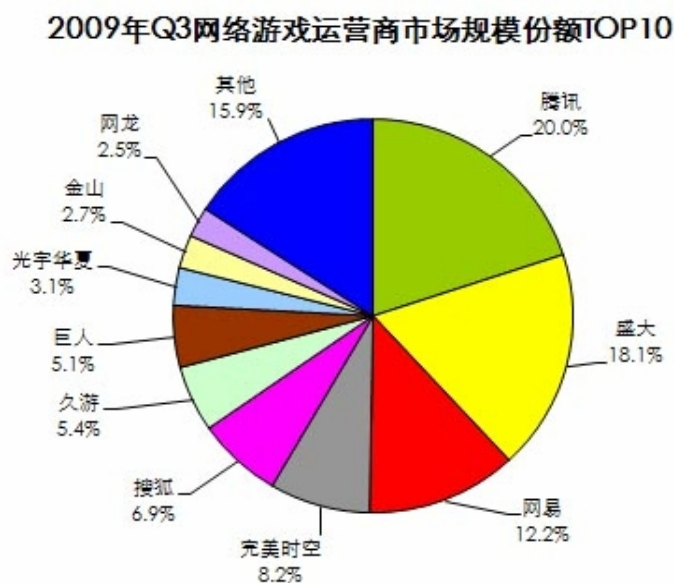
图表 5 2003-2012 年中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询

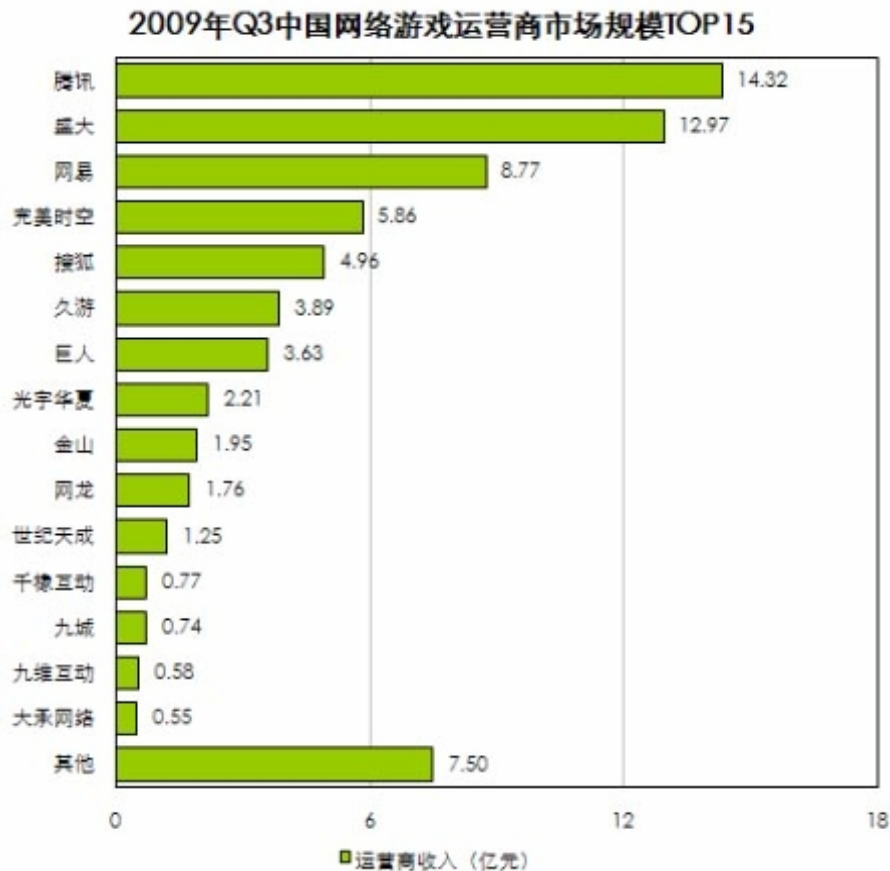
目前中国网游市场集中度相对较高, 市场规模前五名的厂商几乎占据了 50% 的市场份额。

图表 6 2009 年第三季度中国网游运营商市场份额



资料来源：艾瑞咨询

图表 7 2009 年第三季度中国网游运营商市场规模



资料来源：艾瑞咨询

其中的腾讯、盛大、网易、完美时空、搜狐、九城、金山、巨人、网龙均已在海外上市。

整体来看，中国网络游戏运营商已经逐步确立了自己的核心优势，以往一款产品决定企业命运的时代已经过去，企业发展的不确定性因素越来越小，资源和经验成为决定企业成败的关键，那些拥有稀缺资源的企业必然将获得成功，产品用户口碑不佳、产品线薄弱、商业模式单一的企业则迟早会被淘汰。

对梦工厂来说，在获得博瑞传播资金支持后，如何利用博瑞的平台，进一步获取关键资源，是企业能否“长大”的关键因素。

2009年10月，博瑞传播公告与裘新合资成立“博瑞梦工厂”，作为一个全新的平台，积极开发新游戏，同时也对有前景的小型游戏开发商进行收购整合。市场普遍认为这同时也是巩固梦工厂核心管理层的又一重保障。

四、盈利预测与投资建议

我们认为 2009-2011 年博瑞传播每股收益分别为：0.72 元、0.84 元、0.99 元，相对于当前股价市盈率分别为：38x、32x、27x，具备估值优势。此外，梦工厂网游业务盈利预测我们仅按照对赌协议规定的 30% 谨慎计算，存在超预期可能。给与推荐评级

博瑞传播盈利预测

利润表

单位：万元

项目	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入	70,773	80,919	99,351	112,669	128,426
增长率 (%)	16.88%	14.34%	22.78%	13.40%	13.99%
减：营业成本	35,111	42,952	50,571	56,774	63,939
营业毛利	35,663	37,967	48,779	55,895	64,487
增长率 (%)	25.55%	6.46%	28.48%	14.59%	15.37%
毛利率 (%)	50.39%	46.92%	49.10%	49.61%	50.21%
减：营业税金及附加	2,173	2,316	2,844	3,225	3,676
资产减值损失	345	100	122	139	158
销售费用	4,216	2,604	3,197	3,626	4,133
管理费用	10,186	9,058	11,121	12,612	14,376
财务费用	471	-617	-106	-325	-722
费用率 (%)	21.02%	13.65%	14.31%	14.12%	13.85%
加：公允价值变动净收益	1,144	-2,972	-3,649	-4,138	-4,716
投资净收益	3,199	4,401	5,404	6,128	6,985
影响营业利润的其他科目	0	0	-3,649	-4,138	-4,716
营业利润	22,615	25,935	29,707	34,471	40,418
营业利润率 (%)	31.95%	32.05%	29.90%	30.60%	31.47%
增长率 (%)	53.84%	14.68%	14.54%	16.04%	17.25%
加：营业外收入	23	64	79	89	102
减：营业外支出	19	252	309	351	400
利润总额	22,619	25,747	29,477	34,210	40,120
增长率 (%)	56.55%	13.83%	14.48%	16.06%	17.28%
利润率 (%)	31.96%	31.82%	29.67%	30.36%	31.24%
减：所得税	7,650	4,816	0	0	0
实际税负比率 (%)	33.82%	18.71%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	1,431	1,764	2,270	2,628	3,073
归属于母公司所有者的净利润	13,538	19,167	27,207	31,582	37,047
增长率 (%)	67.56%	41.57%	41.95%	16.08%	17.31%
净利润率 (%)	19.13%	23.69%	27.38%	28.03%	28.85%
每股收益 (元) (目前股本全面摊薄)	0.36	0.51	0.72	0.84	0.99

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。