

出版

冷星星

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

博瑞传播

600880

强烈推荐

西部传媒巨星舞动新媒体风采

事件：近期我们组织多家投资机构与博瑞传播高管就公司发展战略和业务经营情况等进行了深入切实地交流。

投资要点：

6-12个月目标价：41.16元

当前股价：29.78元

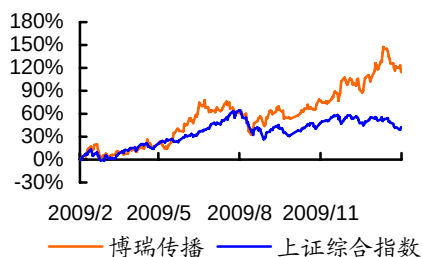
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3069.14
总股本(百万)	375
流通股本(百万)	242
流通市值(亿)	72
EPS (TTM)	0.62
每股净资产(元)	2.84
资产负债率	23.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
博瑞传播	7.51	11.49	39.68
上证综合指数	4.08	-5.26	4.17



相关报告

《博瑞传播-继续挺进新媒体》2010-2-25

《博瑞传播-公司经营稳定 业绩符合预期》
2009-10-31

《博瑞传播-业务多元发展 公司稳健前行》
2009-7-20

《博瑞传播-收购梦工厂合同公告点评》
2009-6-8

■ 公司的战略定位是成为“传统媒体运营服务商、新兴媒体内容提供商、文化产业内容提供者”。我们认为，公司在现有业务稳健发展的基础上，加快进军新媒体和内容领域顺应行业发展的大势，将能够打造更多盈利增长点，从而推动公司进入一个更为广阔的发展通道，并逐步确立其在全国文化企业的先行者地位，公司的投资价值将不断提升。

■ 网游业务是博瑞最重要的盈利增长点之一，预计今明两年，公司网游业务在不考虑可能并购项目的情况下，可保持30%的增长。未来公司将三管齐下（研发、运营、投资）推动网游业务的快速发展，从而使其早日跨入全国网游第一梯队，并具备条件登陆国内资本市场。

■ 从近期行动来看，公司向新媒体拓展的范围和速度加大加快。未来公司将向更广阔的新媒体领域挺进，如垂直门户网站、移动互联网、影视娱乐领域等，预计明年中期“创意成都”项目建成后，将引进网游、影视等企业，形成创意产业集群。

■ 公司传统业务稳健发展，并不乏盈利增长点，为新媒体业务的拓展奠定坚实基础。其中，报纸广告业务2009年同比增长超过20%，预计2010年增长势头仍将保持；户外广告业务将通过资源价值不断提升和更多资源的获取而成为重要增长点。

■ 维持公司“强烈推荐”评级，上调盈利预测，上调12个月目标价为41.16元。由于报纸广告增长超预期，分别上调公司09-11年EPS 0.01、0.04、0.07元至0.73、0.98、1.16元。在当前股价下（29.78元），对应PE分别为42、31、26倍，远低于传媒行业60倍平均水平，维持“强烈推荐”评级。我们认为，以公司现有业务的增长潜力来看，应享有35倍PE；同时由于其将不断通过并购等方式进军新媒体领域，估值应再享有20%溢价，因此上调公司12个月目标价为41.16元。

■ 长期关注点：通过并购方式进一步拓展多形式的新媒体业务、网游互联网业务的发展、整合户外广告资源战略的实施、与成都传媒集团的资源整合。

■ 风险提示：公司业务多样化带来的业绩影响因素增多；公司缺乏网游企业和互联网业务的运营管理经验；梦工厂现有网游产品运营低于市场预期。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	809	956	1121	1262
同比(%)	14%	18%	17%	13%
归属母公司净利润(百万元)	192	274	368	436
同比(%)	42%	43%	34%	18%
毛利率(%)	46.9%	48.4%	48.8%	49.4%
ROE(%)	18.8%	20.3%	21.4%	20.2%
每股收益(元)	0.51	0.73	0.98	1.16
P/E	59	41	31	26
P/B	11	8	7	5
EV/EBITDA	34	29	26	23

资料来源：中投证券研究所

1、公司发展战略

博瑞传播是国内首家报业传媒类上市公司，战略定位为“传统媒体的运营服务商，新兴媒体的内容供应商，文化产业战略投资者”。依据其战略推进思路，公司将逐步从成都报媒运营商发展成为成都媒体运营商和全国媒体的投资者；逐步完成由平面媒体的经营业务向多媒体的经营业务转变，形成平面媒体和新媒体互为战略支撑的发展模式；逐步完成由区域性强势媒体经营企业向全国综合性媒体经营企业的转变，确定博瑞传播在全国文化企业的先行者地位。

近年来，公司秉承这样的战略思路，充分整合各类优质资源，积极开展跨地区、跨媒体经营，目前已建成了从印刷、广告代理、发行投递在内的围绕强势媒体的经营产业链，并在此基础上加快进军新媒体领域，现已成为垄断西部的综合媒体运营商。我们认为，随着技术、终端的飞速发展，新媒体将渐成主导，且在中国内容为王的时代正在到来。公司加快挺进新媒体及内容领域顺应行业发展的大势，将能够打造更多盈利增长点，从而推动公司进入一个更为广阔的发展通道，并逐步确立其在全国文化企业的先行者地位，公司的投资价值将不断提升。

2、网游业务-博瑞最重要的盈利增长点之一

网游业务是博瑞最重要的盈利增长点之一。目前公司运维的主要产品有《侠义道》、《侠义道II》、《新侠义道》、《圣斗士 OL》、《棋魂》以及梦游基地棋牌大厅。2009年7月大型图形社区“梦游岛”也宣布上线。《侠义世界》《侠义道III》仍在研发中，游戏采用强大的次时代游戏引擎，将为用户带来更梦幻的体验。

据了解，2009年公司网游业务净利润实现约30%的增长，主要来自老游戏《侠义道》和《侠义道II》的自主运营的加强和新游戏《新侠义道》的推出。

预计2010-2011年，公司网游业务在不考虑可能并购项目的情况下，可保持30%的净利增长。我们认为，预期盈利增长将主要来自新产品的推出、运营方式的开拓和自主运营能力的提升、以及积极寻找代理一些合适的网游产品：

- 公司目前的新产品推出计划包括：2010年将推出新产品《圣斗士 OL》和《侠义道世界》；2011年将推出3D《侠义道3》。另外，博瑞梦工厂合资公司还可能有了新的产品研发出炉。
- 由于强势平台如腾讯等要求的游戏收入分成比例有所提高，未来公司将逐步加大自主运营的比例。目前，公司正不断开拓新的运营方式，如“梦幻岛”、《Web 侠义道》。“梦幻岛”采用了社区的模式，是一种代表着最新形态的网络互动娱乐形式，集合了梦工厂旗下的众多产品线，为用户提供了时尚、高品质的一站式互动娱乐服务。《Web 侠义道》是首款和大型 MMORPG（老游戏《侠义道1》）完全互通的，结合现有优势进行创新的 webgame。他可以让用户处于全天候的娱乐状态，网页和客户数据端的互通可以在白天工作时段内为用户提供最大的方便，从而吸引更多的用户体验游戏并通过体验转换为真正的网游用户。
- 目前公司网游业务以自主研发为主，但是也会积极寻找合适的网游产品进行代理，为更快实现盈利增长作出贡献。

未来公司将三管齐下（研发、运营、投资）推动网游业务的快速发展，从而使其早日跨入全国网游第一梯队，并具备条件作为独立公司登陆国内资本市场。

- 成都梦工厂未来将主要以产品研发和开拓运营方式以提升自主运营能力为主，亦可能代理一些合适的网游产品。
- 博瑞梦工厂合资公司将主要进行网游新产品研发，以及整合一些适合的网游团队和项目等。
- 公司已在北京、上海成立了投资团队，将积极在新媒体领域寻找合适的项目，包括网游项目、垂直门户网站等。公司的投资团队相较风投会更加稳健，将主要投资一些商业模式较为清晰和已经或者很快可以实现盈利的项目。

3、加速向新媒体挺进

从近期行动来看，公司向新媒体拓展的范围和速度大大加快：

- **博瑞传播以现金向成都全搜索增资 580 万元，占注册资本 17.87%。**我们认为：**1)** 成都全搜索目标是成为四川省最大的新闻门户，这一目标为博瑞所认可，是公司参股的主要原因之一。同时，由于一方面成都全搜索在内容上可依托成都商报的资源；另一方面长远来看即使是在成都这样的内陆经济区，平媒也会不断没落的，商业模式升级、向新媒体发展是必然之势。全搜索将可能成为博瑞整合传统媒体和网游媒体资源的平台，因此后续的协同效将会逐步体现；**2)** 这次的参股也体现了公司不想错过任何好的机会、积极开辟新领域打造新的盈利增长点的进取精神。而由于在门户网站方面没有经营管理方面的经验，因此仅参股 17.87%以试水互联网，表明公司稳健发展的作风；**3)** 成都全搜索 2009 年实现净利润 417 万。未来几年，以成都商报为平台支撑并借助其资源，全搜索实现由娱乐门户向新闻门户成功转型并获得盈利增长的概率较高。由于博瑞参股比例较小，短期内全搜索对其收益贡献较为有限。
- **博瑞同意袁新以货币资金 667 万元对博瑞梦工厂进行增资。增资后，袁新占 40% 股权。**我们认为，这将有利于推动公司网游业务的发展：**1)** 增资由袁新团队主动提出，一方面表明核心团队将会更努力发展网游业务的决心以及对梦工厂网游主业未来发展的信心；另一方面也隐含表明了梦工厂已有值得收购的网游项目标的并希望以股权激励来推进接下来的收购；**2)** 博瑞同意袁新团队的增资也再一次表明了公司对网游业务发展的大力支持。

未来公司将向更为广阔的新媒体领域挺进：

- 如垂直门户网站、移动互联网、网络社区等，并使其与传统业务发挥最大协同效应；
- 如影视娱乐领域，公司将依托星百瑞（北京）传媒有限公司、成都演艺集团公司，继续做强其娱乐传媒平台，打造更多高品质的内容。
- 目前公司正在积极运作“创意成都”项目。预计明年中期该项目建成后，将形成以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的多功能商务办公楼，引进设计、影视、印刷等企业入驻，形成创意产业集群。

4、传统业务稳定增长，为拓展新媒体奠定坚实基础

公司传统业务稳健发展，并不乏盈利增长点，为新媒体业务的拓展奠定坚实基础：

- 公司报纸广告业务 2009 年同比增长超过 20%，预计 2010 年增长势头仍将保持。正如我们预期，全国广告市场投放额在 2009 年底开始出现回升，2010 年各类广告全面复苏值得期待。从成都报业市场近几个月的数据来看，增长趋势非常明显。同时，由于多家机构预测成都房地产和汽车行业（成都报纸广告的最大客户）今年将有较好发展，因此我们认为今年成都报业市场将会欣欣向荣。作为成都市场份额最大的成都商报，在无意外事件发生的情况下将迎来报业广告快速增长的快乐年。
- 公司户外广告业务 2009 年同比增长约达 100%，预计未来几年将持续成为公司重要的盈利增长点：一方面，随着经济的快速发展，户外广告资源的价值将会不断提升；同时，公司还将积极参与竞标拍卖、积极进行并购整合以获取更多资源。

5、上调盈利预测和目标价，维持“强烈推荐”评级

由于报纸广告增长超预期，分别上调公司 09-11 年 EPS0.01、0.04、0.07 元至 0.73、0.98、1.16 元。具体的盈利预测假设为：

1、假设成都梦工厂可完成对赌协议中业绩，将其净利润（2009-2011 年分别为 7540 万、9802 万和 1.28 亿）记入博瑞业绩。暂未预测网游业务收入、毛利率规模等；

2、暂不考虑博瑞梦工厂可能收购项目和其他新媒体业务将带来的收益；

3、暂不考虑“创意成都”房地产项目明年中期投入使用后带来的收益；

4、对于现有传统业务的收入和毛利率等情况详细预测如下：

表 1：传媒公司盈利及估值评级情况

主营收入					
百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
广告业务	151	238	307	397	465
同比增长率	35%	58%	28%	29%	17%
商报广告（关联交易）	100	115	144	173	190
户外广告	23	54	107	161	209
电视广告		12	20	20	20
其他报纸广告	28	57	36	43	46
印刷相关业务	362	407	460	519	579
同比增长率	10%	12%	18%	13%	11%
发行及投递业务	102	113	134	149	160
同比增长率	23%	10%	13%	11%	8%
学校收入	28	38	38	39	40

同比增长率	6%	34%	2%	2%	2%
杂志书籍销售及租赁业务		2	4	4	4
同比增长率			80%	8%	8%
其他业务收入	4	5	5	5	5
合计	708	809	956	1121	1262
毛利率					
广告业务	67%	63%	65%	65%	65%
印刷相关业务	36%	32%	32%	32%	33%
发行及投递业务	68%	66%	65%	64%	63%
学校收入	45%	48%	45%	45%	45%
杂志书籍销售及租赁业务		68%	68%	68%	68%
其他业务收入	76%	86%	85%	85%	85%
合计	50%	47%	48%	49%	49%

资料来源：公司业绩公告、中投证券研究所

在当前股价下（29.78 元），对应 PE 分别为 42、31、26 倍，远低于传媒行业 60 倍平均水平，维持“强烈推荐”评级。我们认为，以公司现有业务(包括传统平面媒体业务和网游业务)的增长潜力来看，应享有 35 倍 PE；同时由于其将不断通过并购等方式进军新媒体，估值应再享有 20%溢价，因此上调公司 12 个月目标价为 41.16 元。

6、风险提示

- 公司业务多样化带来的业绩影响因素增多；
- 公司缺乏网游企业和互联网业务的运营管理经验；
- 梦工厂现有网游产品运营低于市场预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	746	692	980	1454	营业收入	809	956	1121	1262
现金	592	550	814	1267	营业成本	430	494	574	639
应收账款	18	21	25	28	营业税金及附加	23	33	39	44
其它应收款	56	62	73	82	营业费用	26	33	39	44
预付账款	29	30	34	38	管理费用	91	105	129	145
存货	22	30	34	38	财务费用	-6	1	-0	-4
其他	28	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	646	1112	1141	1168	公允价值变动收益	-30	-10	5	5
长期投资	112	119	119	119	投资净收益	44	50	30	30
固定资产	386	389	391	387	营业利润	259	328	375	427
无形资产	35	37	40	42	营业外收入	1	0	0	0
其他	113	566	591	620	营业外支出	3	5	5	5
资产总计	1392	1804	2121	2622	利润总额	257	323	370	422
流动负债	299	361	279	310	所得税	48	65	74	84
短期借款	40	88	0	0	净利润	209	259	296	338
应付账款	27	49	57	64	少数股东损益	18	23	26	30
其他	231	224	221	246	归属母公司净利润	192	274	368	436
非流动负债	27	27	27	27	EBITDA	314	362	410	462
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.73	0.98	1.16
其他	27	27	27	27	主要财务比率				
负债合计	326	388	306	337	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	48	70	96	126	成长能力				
股本	367	375	375	375	营业收入	14.3	18.2	17.2	12.5
资本公积	243	354	354	354	营业利润	14.7	26.6	14.1	14.1
留存收益	408	627	995	1431	归属于母公司净利润	41.6	42.8	34.3	18.5
归属母公司股东权益	1019	1346	1719	2160	获利能力				
负债和股东权益	1392	1804	2121	2622	毛利率	46.9	48.4	48.8	49.4
现金流量表					净利率	23.7	28.6	32.8	34.5
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	18.8	20.3	21.4	20.2
经营活动现金流	256	251	365	454	ROIC	50.1	30.3	31.3	33.8
净利润	209	259	296	338	偿债能力				
折旧摊销	61	33	35	38	资产负债率	23.4	21.5	14.4	12.8
财务费用	-6	1	-0	-4	净负债比率	12.45	22.64	0.00	0.00
投资损失	-44	-50	-30	-30	流动比率	2.50	1.92	3.52	4.70
营运资金变动	-2	-7	-50	-20	速动比率	2.42	1.84	3.39	4.57
其它	38	16	114	132	营运能力				
投资活动现金流	-191	-384	-14	-4	总资产周转率	0.58	0.60	0.57	0.53
资本支出	161	40	40	30	应收账款周转率	39	43	43	42
长期投资	-36	7	0	0	应付账款周转率	12.17	12.86	10.75	10.54
其他	-66	-336	26	26	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-6	91	-88	4	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.73	0.98	1.16
短期借款	-50	48	-88	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.67	0.97	1.21
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.59	4.58	5.76
普通股增加	165	8	0	0	估值比率				
资本公积增加	-183	111	0	0	P/E	58.92	41.24	30.70	25.91
其他	62	-76	0	4	P/B	11.09	8.39	6.57	5.23
现金净增加额	60	-42	264	454	EV/EBITDA	34	29	26	23

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434