

博瑞传播(600880)调研报告

网游业务明后年将迎来高增长，新媒体收购预期强烈

推荐

维持评级

可选消费/媒体

发布时间：2010年11月01日

投资要点：

- 今年第四季度公司将有《侠义世界》和《圣斗士2》两款新游戏上线。2011年，公司将有《幻世》、《九剑》和3D版《侠义道》三款新游戏上线。公司明后年有望迎来网游业务爆发式增长。
- 公司广告收入仍保持两位数增长，目前成都地区的报纸行业呈现三足鼎立的垄断竞争格局，《成都商报》在市场份额上的拓展空间有限，未来增长主要来自报纸扩版和向四川二三线城市拓展。
- 公司是成都地区第一家引进高端商印设备的厂商，2009年投产后吸引了大量商印高端业务回流。与后进入竞争者相比，公司依托原有报纸印刷业务，具有巨大的成本优势。公司商印业务总产能1个亿左右，预计今年将全面达产。
- 户外广告方面公司的策略是通过并购北京、上海、广州建立起区域发展平台，从而实现全国扩张。目前仍在积极寻找合适的投资目标的。
- 公司投资的商业地产项目“创意成都”将于明年五月建成，目前已经全面启动营销工作。园区将近9万平方米，公司成本价约4000元每平方米，目前该地区甲级写字楼价格已超过1万元每平方米。从长远发展考虑，公司计划以租为主、以售为辅，预计出租价格将超过80元每平方米。
- 第四季度新媒体项目落地将是大概率事件。根据公司年初的规划，今年内要在新媒体并购方面取得新的突破，年度经营目标能否实现是公司管理层考核的重要指标。公司对收购目标盈利要求在千万元以上。
- 我们预计2010-2012年公司每股收益分别为0.56、0.66、0.79元，相对于当前股价市盈率分别为34、29、24倍，处于行业估值低端。我们认为公司拥有足够的安全边际，业绩增长稳定可靠，同时在新媒体领域发展思路清晰，成长空间广阔；此外还有新媒体项目落地带来业绩超预期增长的可能，维持推荐评级。

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 (%)
2009A	92,251	14.00	26,291	37.17	0.70		44.0	
2010E	112,050	21.46	34,772	32.26	0.56		34.4	
2011E	127,024	13.36	40,794	17.32	0.66		29.2	
2012E	144,906	14.08	48,445	18.75	0.79		24.4	

走势图



市场数据

2010/10/29

收盘价:	19.25 元
52周最高价:	21.38 元
52周最低价:	13.21 元
平均持仓成本:	18.60 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	61,582
流通A股(万股):	61,582
每股收益(元):	0.41
每股净资产(元):	2.54
每股经营现金流(元):	0.30
市净率:	7.58

分析师: 周思立 联系人: 耿云

执业证书编号:

TEL: (8621)6336 7000 - 296

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

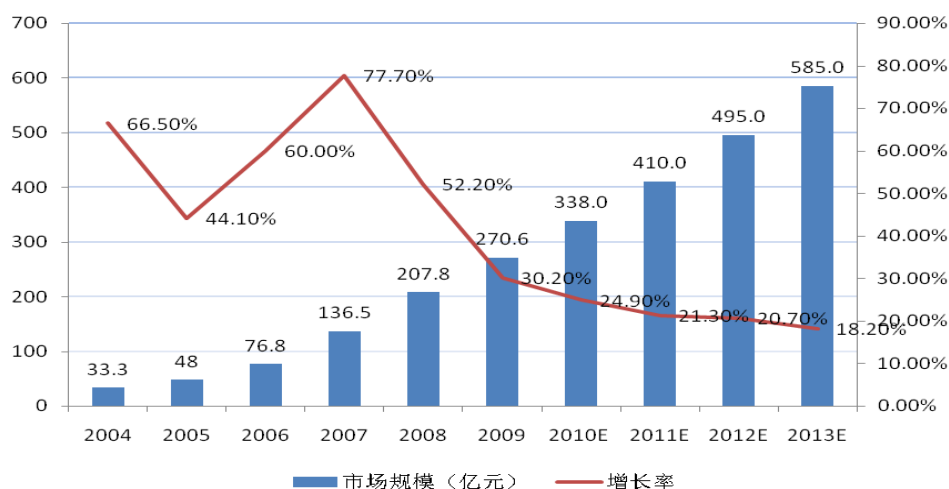
邮编: 200002

一、网游业务有望保持 30% 以上增长

行业增速下降，但未来三年仍将保持 20% 左右的增长速度。

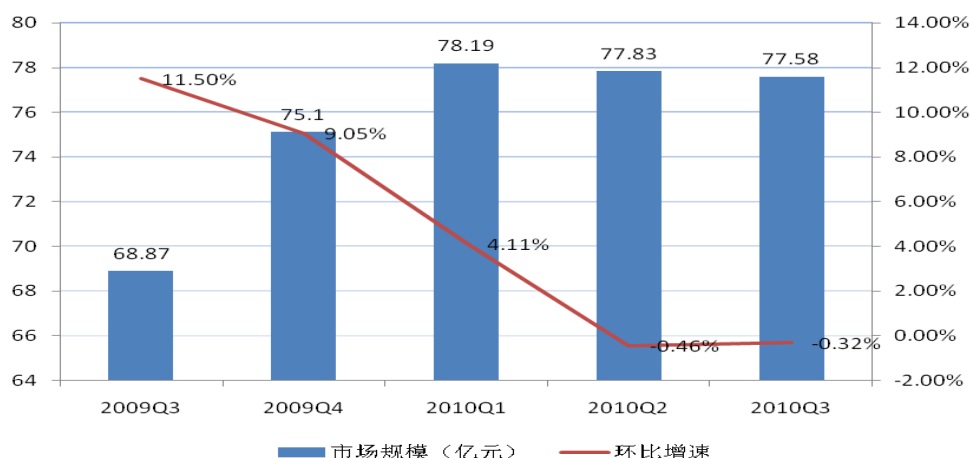
自 2001 年引入网游行业至今，我国网游行业经历了爆发式增长。根据艾瑞咨询的数据，2004-2008 年我国网络游戏产业年复合增长率高达 59%，产业平均利润率超过 50%，居各行业之首。经过 10 年的发展，我国网络游戏行业已经拥有了大量的用户群，发展相对成熟。2009 年我国网络游戏实现市场规模 270.6 亿元，同比增长速度下滑到 30.2%，2010 年第二季度市场规模首次出现环比负增长，标志着网游行业爆发性增长期已经结束，将进入平稳增长期。根据艾瑞咨询的预测，未来三年我国网游游戏行业仍将保持 20% 左右的增长速度。

图表 1 2004-2013 年中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询、东北证券

图表 2 2010 年第二季度我国网游市场规模首次出现环比负增长



资料来源：易观国际、东北证券

公司的情况：今年仍有望保持 30%以上增长，明后年将迎来高增长

梦工厂目前运营的游戏包括：《侠义道》、《侠义道 II》、《新侠义道》、《圣斗士 OL》，以及目前正在公测的《侠义世界》等五款 MMORPG 游戏；此外还有网页游戏《WEB 侠义道》和棋牌游戏《棋魂》。其中除《侠义世界》以外的四款游戏活跃玩家约 10 万人。

《侠义世界》是 2.5D 版网游，于 10 月 20 日开始公测，公司目标玩家人数 5 万人。第四季度公司还将有新游戏《圣斗士 2》上线，预期玩家人数 3 万人。如果《侠义世界》和《圣斗士 2》玩家人数符合预期，公司总玩家人数将达 18 万，有望翻一番。但由于《侠义世界》和《圣斗士 2》都将于第四季度产生收益，故公司 2010 年网游业务收入仍主要取决于目前运营的四款游戏。2011 年，公司将有《幻世》、《九剑》和 3D 版《侠义道》三款新游戏上线，加上今年第四季度上线的两款新游戏，公司明后年有望迎来网游业务爆发式增长。此外，博瑞梦工厂参股的魔艺网络科技有限公司预计明年将会发布新游戏，公司与运营团队签有优先收购的协议，如果运营效益良好，公司有权优先收购整个项目。

根据博瑞传播与梦工厂签订的对赌协议，股权转让价款将分四期支付，分别为 50%、20%、15%、15%，相应地，梦工厂 2009-2011 年净利润目标值分别为 7,540 万元、9,802 万元、12,742 万元，若每一年度不能按计划完成净利润目标值，相应减少每一期股权转让价款的支付。根据中报，10 年上半年公司网游业务实现收入 4,586 万元，全年仍有望完成利润目标，保持 30%以上净利润增长。

二、传统媒体保持稳健增长的良好势头

广告业务：受益于区位优势，仍保持两位数收入增速

在以互联网为代表的新媒体冲击下，报纸行业受到巨大冲击，报业经营越是发达的地区受冲击越是剧烈。2005 年起美国报业市场就已开始持续，全球报业增长亮点集中于亚洲地区。而我国国内报业发展也呈现明显的东西不平衡，东部经济发达地区报业经营总体情况大大好于中西部地区，但也最先开始衰落。上海、广州等地报业发展呈现盛极而衰的趋势，而中西部地区报业经营仍保持增长。《成都商报》的经营稳健中有增长，博瑞传播也随《成都商报》的发展保持两位数以上的广告收入增长。目前成都地区的报纸行业呈现三足鼎立的垄断竞争格局，《成都商报》在市场份额上的拓展空间有限，未来增长主要来自报纸扩版和向四川二三线城市拓展。

商印：低基数高增长

根据今年中报数据，公司 2010 年上半年外接印刷业务实现收入 6,270 万元，同比增长 76%。公司商印收入大幅增长主要是由于商印项目 2009 年投产，基数较低。公司商印业务主要针对期刊、商场 DM 单等高端商务印刷业务。西南地区缺乏高档商印设备，这些高端印刷业务此前基本都流向沿海市场，公司是成都地区第一家引进高端商印设备的厂商，2009 年投产后吸引了大量高端业务回流。与后进入竞争者相比，公司依托原有报纸印刷业务，具有巨大的成本优势。公司商印业务总产能 1 个亿左右，预计今年将全面达产。

户外广告：立足成都，积极拓展全国市场

今年上半年，成都市对高速路两侧的户外广告大牌进行了严格整顿，明确只能在高速公路两侧 30 米内树立户外广告大牌，而公司的户外广告大牌都是通过合法方式取得并都在 30 米内，因此价值得以大幅提升。公司与银联合作的成都通计划投资三千万对书报亭进行改造，每个亭身上将增加 5 平米的户外广告。由于制作工艺较为复杂，预计今年将改造完成 300 多个书报亭，后续还将改造剩余 300 个。

全国业务拓展方面，公司的发展规划主要是通过并购的方式在北京上海广州等大城市建立户外发展平台，从而实现全国范围内的业务突破。虽然目前为止没有取得重大突破，但公司一直在寻找合适的投资标的和投资项目。各地政府对户外广告政策尚未完全明朗，仍在不断整顿中，但整顿也正是逐步规范的过程，规范的市场更有利公司跨地区扩张。

三、创意成都项目营销工作已启动

公司投资的创意成都项目预计明年 5 月将建成，明年开始贡献收入。创意成都定位于文化产业孵化平台，位于成都创业产业基地的核心地区，公司总投入约 4 亿。总园区将近 9 万平方米，其中地上面积约 7 万平方米、地下面积约 2 万平方米。公司成本价约 4000 元每平方米，目前该地区甲级写字楼价格已超过 1 万元每平方米，远超过公司立项时预测的 7 千元每平方米。从长远发展考虑，公司计划以租为主、以售为辅，预计出租价格将超过 80 元每平方米。目前创意成都营销工作已经启动。

四、新媒体收购将带来超预期增长

第四季度新媒体项目落地将是大概率事件。根据公司年初的规划，今年内要在新媒体并购方面取得新的突破，年度经营目标能否实现是公司管理层考核的重要指标。公司对收购目标盈利要求在千万元以上。

五、维持推荐评级

我们预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.56、0.66、0.79 元，相对于当前股价市盈率分别为 34、29、24 倍，处于行业估值低端。我们认为公司拥有足够的安全边际，业绩增长稳定可靠，同时公司在新媒体领域发展思路清晰，成长空间广阔；此外公司还有新媒体项目落地带来业绩超预期增长的可能，维持推荐评级。

盈利预测表

利润表					单位: 万元
项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	80,919	92,251	112,050	127,024	144,906
增长率 (%)	14.34%	14.00%	21.46%	13.36%	14.08%
减: 营业成本	42,952	45,375	52,913	58,762	65,460
营业毛利	37,967	46,876	59,137	68,261	79,446
增长率 (%)	6.46%	23.46%	26.16%	15.43%	16.38%
毛利率 (%)	46.92%	50.81%	52.78%	53.74%	54.83%
减: 营业税金及附加	2,316	2,905	3,207	3,636	4,147
资产减值损失	100	133	138	157	179
销售费用	2,604	3,328	3,606	4,088	4,663
管理费用	9,058	8,784	12,543	14,219	16,221
财务费用	-617	-253	-385	-692	-1,263
费用率 (%)	13.65%	12.86%	14.07%	13.87%	13.54%
加: 公允价值变动净收益	-2,972	1,745	-4,115	-4,665	-5,322
投资净收益	4,401	1,107	6,094	6,909	7,882
影响营业利润的其他科目	0	0	-4,115	-4,665	-5,322
营业利润	25,935	34,830	37,893	44,433	52,737
营业利润率 (%)	32.05%	37.76%	33.82%	34.98%	36.39%
增长率 (%)	14.68%	34.29%	8.80%	17.26%	18.69%
加: 营业外收入	64	393	89	101	115
减: 营业外支出	252	105	349	396	451
利润总额	25,747	35,118	37,633	44,139	52,401
增长率 (%)	13.83%	36.40%	7.16%	17.29%	18.72%
利润率 (%)	31.82%	38.07%	33.59%	34.75%	36.16%
减: 所得税	4,816	6,665	0	0	0
实际税负比率 (%)	18.71%	18.98%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	1,764	2,163	2,861	3,344	3,956
归属于母公司所有者的净利润	19,167	26,291	34,772	40,794	48,445
增长率 (%)	41.57%	37.17%	32.26%	17.32%	18.75%
净利率 (%)	23.69%	28.50%	31.03%	32.12%	33.43%
每股收益 (元) (目前股本全面摊薄)	0.31	0.43	0.56	0.66	0.79

资料来源: 公司公告、东北证券

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。