

传媒

署名人: 冷星星

S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

博瑞传播

600880

推荐

进军移动互联网 全方向做强游戏业务

事件:

2010年12月25日, 博瑞传播公告: 1) 公司拟收购上海晨炎信息技术有限公司全部股权; 2) 同意公司全资子公司北京博瑞盛德创业投资有限公司现金出资700 万元人民币对北京锐易通科技有限公司进行单方面增资, 增资后博瑞盛德持有其20%股权。

点评:

- 全资子公司博瑞盛德增资锐易通, 充分说明公司正积极探索新媒体转型发展之路, 并善于和敢于抓住机遇丰富和做强游戏业务, 虽短期内对博瑞盈利贡献较小, 我们仍给予正面评价。
- 公司拟收购上海晨炎 100%股权, 有利于公司快速切入移动游戏行业, 提升游戏业务盈利能力, 符合其加快新媒体发展战略, 将进一步拓展公司的新媒体业务平台, 我们评价积极正面: 1) 上海晨炎受让 DSTF 公司的资产和业务, 并转让全部股份给 DSTF 公司。经过业务重组后, 上海晨炎实际拥有了从游戏开发到游戏销售的全业务产业链。据评估报告, 其经营和收益均发展良好。预计 2010 年公司收入 1543.76 万元, 净利润 708.23 万元, 净利润率达到 45.9%。预计 2011-2013 年收入年均复合增长 57.1%; 2) 博瑞收购上海晨炎全部股权, PE11-33 倍(按 2010 年净利润来算), 收购款与未来三年对赌业绩挂钩, 我们认为此单收购价格合理, 风险可控; 3) 收购后建立了较好的团队激励机制, 利于晨炎稳定并快速发展; 4) 按最高完成业绩, 收购可能增厚博瑞 2011-2013 年 EPS0.05、0.08、0.09 元; 5) 收购上海晨炎对于博瑞有着重要的战略意义。
- 上调盈利预测, 维持“推荐”评级。我们按照上海晨炎 2011 和 2012 分别完成最高承诺净利润业绩上调未来两年盈利预测, 则 2010-2012 年 EPS 分别为 0.54、0.70、0.85 元, 在当前股价 18.54 元下, 对应 PE 分别为 34、27、22 倍, 2011 年估值较低。基于公司在传统业务上的持续稳健经营和不断向游戏业务等新媒体领域发展, 我们认为估值还有上升空间, 因此维持公司“推荐”评级。

风险提示:

- 公司业务多样化带来的业绩影响因素增多; 公司对于游戏和互联网业务的运营管理经验不足; 网游业务的高风险性。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	923	1127	1338	1571
同比(%)	14%	22%	19%	17%
归属母公司净利润(百万元)	263	329	424	515
同比(%)	37%	25%	29%	21%
毛利率(%)	50.8%	53.3%	54.7%	55.8%
ROE(%)	20.2%	19.6%	20.1%	19.6%
每股收益(元)	0.43	0.54	0.70	0.85
P/E	43	34	27	22
P/B	9	7	5	4
EV/EBITDA	25	22	18	15

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 无

当前股价: 18.54 元

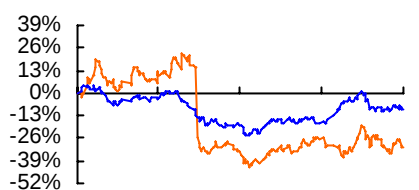
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2835.16
总股本(百万)	616
流通股本(百万)	402
流通市值(亿)	75
EPS (TTM)	0.52
每股净资产(元)	2.23
资产负债率	34.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
博瑞传播	-9.34	0.00	2.43
上证综合指数	-0.87	0.00	10.46



2009/12 2010/3 2010/6 2010/9

—— 博瑞传播 —— 上证综合指数

相关报告

《博瑞传播-业绩符合预期 网游运营有所改善》2010-10-20

《博瑞传播-业绩基本符合预期 期待网游业务快速发展》2010-7-28

《博瑞传播-业绩基本符合预期 送配方案好于预期 今年经营目标较保守》2010-3-25

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1、全资子公司博瑞盛德增资锐易通，评价积极正面

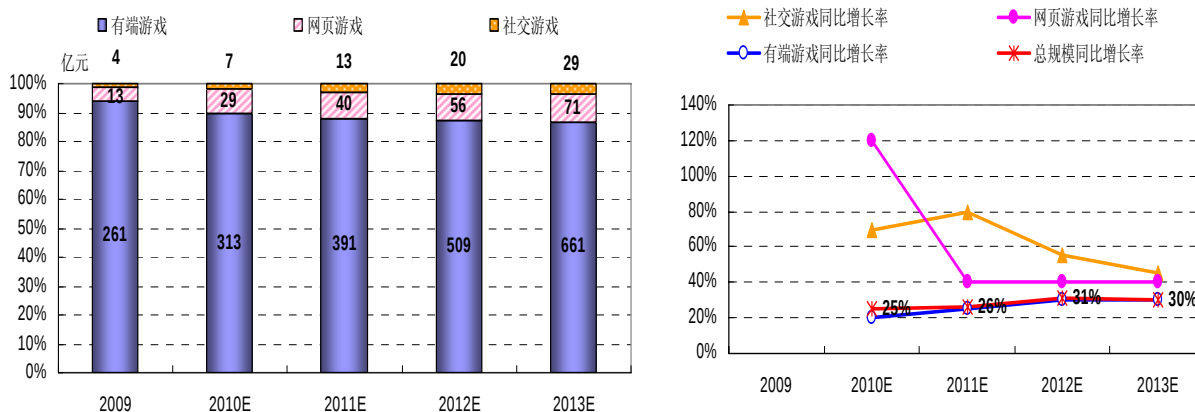
博瑞同意公司全资子公司北京博瑞盛德创业投资有限公司现金出资 700 万元人民币对北京锐易通科技有限公司（以下简称“锐易通”）进行单方面增资。增资后锐易通注册资本为 125 万元人民币，博瑞盛德持有其 20% 股权。

锐易通主要经营网络游戏、社交游戏等相关业务。其运营的“泡泡鱼”是国内 ARPU 值最高的社交游戏，2009 年在人人网上线，2010 年 5 月开始进入日本 Gummy 平台。泡泡鱼月活跃人数为 75 万人，目前在人人网上月活跃排名位居第六。增资后，锐易通将加快推进产业结构布局，全面提升其国内国际市场份额。

锐易通所处的网游行业仍然发展良好，2011 年将触底反弹，其中社交游戏等分支正快速增长，明年增速将达 80%。锐易通作为已有成功经验的运营商，更有望把握行业机遇分享行业成长。我们认为，增资行为充分说明公司正积极探索新媒体转型发展之路，并善于和敢于抓住机遇丰富和做强游戏业务，虽短期内对博瑞盈利贡献较小，我们仍给予正面评价。

从易观国际的跟踪数据来看，目前中国游戏市场正呈现蓬勃发展的态势，2011 年市场规模将在新游戏的消费推动下实现 26% 的增长。目前我国网游行业的主力品种仍是有端游戏，约占市场规模的 90% 以上。然而越来越多的分支逐渐开始分流用户，包括网页游戏、社交游戏等。其中，社交游戏增长迅猛，2011 年增速将达 80%。

图 15：中国各类型网游市场规模迅速扩大，社交游戏增长迅猛（2009-2013E）



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

2、收购上海晨炎全部股权，进军移动互联网， 评价积极正面

上海晨炎受让 DSTF 公司的资产和业务，并转让全部股份给 DSTF 公司：

2010 年 12 月 13 日上海晨炎与 DSTF Holdings Limited (Triniti 公司名称变更后的公司名称) 签署“资产出让及业务移交协议”。双方约定，DSTF 公司将 (1) “Triniti Interactive” 的标示使用权；(2) 所拥有的所有软件的源代码转让给上海晨炎，并同时 will DSTF 公司所控制的 Apple Developer 账户的控制权 (此处控制权指账户的代码和口令) 和相应业务进行移交，包括相关业务的收款账户和收款指示变更。

同日，上海晨炎与 DSTF 公司签署“上海晨炎信息技术有限公司股权转让协议”。上海晨炎的原全部股东将上海晨炎的 100% 股权转让给 DSTF 公司。股权变更后上海晨炎成为 DSTF 公司唯一拥有股权的外商独资公司。截止报告日，上述股权变更工作尚在进行中。

业务重组完成后，上海晨炎的产品情况和业务结构：

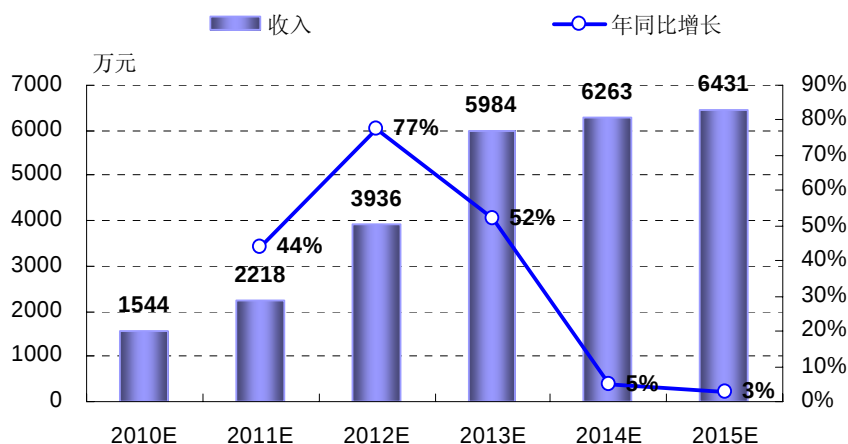
目前晨炎信息研发的产品主要以欧美市场为业务重心，其中美国用户约占 57%，英国用户约占 11%，国内用户仅占不到 1%。截至 2010 年 12 月 16 日，晨炎信息在 App Store 上的 iPhone 游戏共有 64 个、iPad 游戏 4 个，该等游戏产品主要包括两类：一类是单款游戏，其 44 款单款游戏共有 15 款冲进排名前 100 位 (App Store 共 3 万多款游戏)；另一类是盒子 (Gamebox)，即将众多的单款游戏打包放在一起作为一款游戏发布。盒子一经推出，市场反应积极，共 290 万用户下载，忠实的活跃用户达 100 万人，该款游戏于 2010 年 12 月被苹果公司评为全球年度所有应用排名第 7 名。晨炎信息形成了独特的区别于其他竞争者的一整套盒子策略和战略。

经过业务重组后，上海晨炎实际拥有了从游戏开发到游戏销售的全业务产业链。收入结构为直接从 APP Store 取得的全部分成收入，也包括 Gamebox 的分成收入 (与 APP Store 的分成比例为 7:3)。另外，因为取得了 “Triniti Interactive” 的标示使用权也为其进一步扩展业务创造了条件。(“Triniti Interactive” 具有品牌优势，其 all-in-box Game 2010 年度 App Store 排名第 7 位)。

业务重组完成后，上海晨炎的财务状况和盈利能力预测：

据评估报告，上海晨炎经营和收益均发展良好。预计 2010 年公司收入 1543.76 万元，净利润 708.23 万元，净利润率达到 45.9%。预计 2011-2015 年收入分别为 2218、3936、5984、6263、6431 万元，年同比增速分别为 43.7%、77.5%、52%、4.7%、2.7%，未来三年年复合增长 57.1%，未来五年年复合增长 33.0%。

图 2: 上海晨炎收入快速增长 (2010E-2015E)



资料来源:《关于收购上海晨炎信息技术有限公司股权的公告》、中投证券研究所

注:上海晨炎目前正积极申请“软件生产企业”和“高新技术企业”认定工作,如果申请成功很有可能享受国家对“软件生产企业”和“高新技术企业”的税收政策。(所得税享受“两免三减半”、研发费用加计扣除等税收优惠)由于取得上述优惠政策还存在较大的不确定性,在评估中未考虑上述因素的影响,所得税按预测利润总额 25%计算。

博瑞收购上海晨炎全部股权,收购款与对赌业绩挂钩,我们认为此单收购价格合理,风险可控:

晨炎信息 100%股权的转让价款区间为 1200 万美元至 4000 万美元。

按评估报告中的统计预测,2010 年公司净利润为 708.23 万元人民币,收购 PE 约为 11-33 倍。由于最终的转让价款与晨炎信息在未来三年(2011 年--2013 年)实现的对赌业绩挂钩、按协议的具体规定计算确定(详见公司公告)。因此,我们认为,公司此单收购价格合理,风险可控。

建立较好的团队激励机制,利于晨炎稳定并快速发展:

经协议方协商,股权转让后晨炎信息将与现任总经理在内的相关核心员工签署不少于三年的《聘用合同》和《保密和竞业禁止协议》,新的董事会将继续聘任原总经理担任董事、总经理职务,聘期三年,以确保核心员工的稳定。

若 2011 至 2013 年之间,晨炎信息连续 3 年均保持了净利润增长,则其管理层及核心员工将有权在 2013 财务年度结束后选择共同对晨炎增资。增资完成后其合计持有将不超过晨炎信息股权的 30%,增资价格以增资时经审计的净资产价格确定。

收购上海晨炎,有望增厚博瑞 2011-2013 年 EPS:

若晨炎信息 2011 年至 2013 年实际完成净利润超过当年最高业绩指标(该最高业绩指标在 2011、2012 和 2013 年分别为 400 万美元、580 万美元和 812 万美元。按 100 美元=665 元人民币,按完成最高承诺业绩计算,2011-2013 年将分别提升博瑞 EPS 为 0.05、0.08 元、0.09 元。

收购上海晨炎对于博瑞的重要战略意义:

1、此次收购有利于公司在新媒体产业上形成传统互联网与移动互联网并举、网络游戏和手机游戏比翼双飞的格局，进一步巩固公司领先的新媒体内容提供商的市场地位，进一步增强公司的核心竞争能力和市场运作能力。

2、可以促进现有资源的有效整合及利用，充分发挥协同效应。

收购晨炎信息后，公司同时拥有了基于传统互联网与移动互联网等为基础的新媒体游戏的开发和运营业务，通过整合现有渠道、技术和业务资源，实现良性互助和资源共享，充分发挥协同效应，优化了业务结构，提高了公司的市场价值，从而实现公司股东价值最大化，符合资本市场对博瑞传播发展方向的预期。

3、有利于助推公司国际化发展战略

晨炎信息主要客户来自于欧美，其“Gamebox”盒子战略在欧美手机游戏市场已具有一定的知名度和影响力，本次收购将有助于博瑞传播用欧美市场的理念和方法开发适应国际市场的文化产品，特别是公司可以充分利用晨炎信息与美国苹果电脑公司的业务合作所积累的国际化运营经验，培育国际市场运营人才，为公司未来拓展国际市场奠定基础。

3、上调盈利预测，维持“推荐”评级

我们按照上海晨炎 2011 和 2012 分别完成最高承诺净利润业绩上调未来两年盈利预测，则 2010-2012 年 EPS 分别为 0.54、0.70、0.85 元，在当前股价 18.54 元下，对应 PE 分别为 34.、27、22 倍，2011 年估值较低。基于公司在传统业务上的持续稳健经营和不断向游戏业务等新媒体领域发展，我们认为估值还有上升空间，因此维持公司“推荐”评级。

4、风险提示

公司业务多样化带来的业绩影响因素增多；公司对于游戏和互联网业务的运营管理经验不足；网游业务的高风险性。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	913	915	1369	1957	营业收入	923	1127	1338	1571
现金	745	754	1179	1737	营业成本	454	526	606	694
应收账款	45	25	30	35	营业税金及附加	29	39	47	55
其它应收款	49	73	87	102	营业费用	33	39	47	55
预付账款	23	32	36	42	管理费用	88	113	134	157
存货	42	32	36	42	财务费用	-3	-2	-3	-5
其他	9	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	1167	1194	1219	1241	公允价值变动收益	17	-10	5	5
长期投资	120	119	119	119	投资净收益	11	50	30	30
固定资产	424	448	459	458	营业利润	348	450	542	649
无形资产	35	37	40	42	营业外收入	4	0	0	0
其他	589	590	601	622	营业外支出	1	5	5	5
资产总计	2081	2109	2587	3199	利润总额	351	445	537	644
流动负债	684	298	309	355	所得税	67	85	102	122
短期借款	40	0	0	0	净利润	285	361	462	560
应付账款	50	53	61	69	少数股东损益	22	31	38	45
其他	594	246	249	286	归属母公司净利润	263	329	424	515
非流动负债	26	27	27	27	EBITDA	419	484	579	687
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.54	0.70	0.85
其他	26	27	27	27					
负债合计	710	325	336	382	主要财务比率				
少数股东权益	70	101	138	184	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	375	608	608	608	成长能力				
资本公积	310	271	271	271	营业收入	14.0	22.2	18.7	17.5
留存收益	616	814	1239	1754	营业利润	34.3	29.2	20.5	19.7
归属母公司股东权益	1301	1683	2113	2633	归属于母公司净利润	37.2	25.3	28.8	21.5
负债和股东权益	2081	2109	2587	3199	获利能力				
					毛利率	50.8	53.3	54.7	55.8
					净利率	28.5	29.2	31.7	32.8
					ROE	20.2	19.6	20.1	19.6
					ROIC	50.0	38.7	42.9	49.5
					偿债能力				
					资产负债率	34.1	15.4	13.0	11.9%
					净负债比率	5.68	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.34	3.07	4.42	5.51
					速动比率	1.27	2.96	4.30	5.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.54	0.57	0.54
					应收账款周转率	26	29	43	43
					应付账款周转率	11.75	10.27	10.70	10.68
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.54	0.70	0.85
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	-0.04	0.72	0.91
					每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.77	3.47	4.33
					估值比率				
					P/E	42.91	34.25	26.59	21.89
					P/B	8.67	6.70	5.34	4.28
					EV/EBITDA	25	22	18	15

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

研究团队简介

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434