

收购华语区最大手机游戏平台

博瑞传播收购上海晨炎信息点评

报告关键点:

- 高平台切入手机游戏行业，标的上海晨炎2010年净利润700万元；
- “对赌协议+管理层激励条款”保证后续发展；
- 对EPS增厚不显著，但有望提升估值中枢，维持“买入-A”评级，目标价25元

报告摘要:

- 事件：公司25日公告拟收购上海晨炎信息技术有限公司全部股权。股权的转让价款区间为1200万美元至4000万美元。最终的转让价与晨炎信息在未来三年（2011-2013年）实现的赌业绩挂钩。晨炎主要以Trinity Interactive的品牌在App Store平台发布和销售手机游戏。预计2010年收入规模为1592万元，净利润为700万元。
- 高平台切入手机游戏行业，公司新媒体布局继续。晨炎信息是华语地区在APP Store上规模最大的游戏开发公司。截止11月30日，上海晨炎在App Store商店销售的游戏共计47款，累计打包收费下载超过200万次。苹果最近公布的2010年度10大iPhone应用软件排行榜中，晨炎的Gamebox1排名第七。公司近两年不断增加新媒体领域的布局，已形成覆盖手机游戏、网络游戏、城市门户的新媒体布局。
- “对赌协议+管理层激励条款”保证后续发展，第一期支付价对应2010年PE为11.5倍，较为合理。公司此次对赌收购分为四期，第一期1200万美元，对应2010年约105万美元净利润，PE为11.5倍，与二级市场手机游戏40倍PE价差较大。同时，公司继续采用了管理层的激励条款，若晨炎11年、12年和13年的实际净利润分别超过400万美元、580万美元和812万美元，则奖励（晨炎当年实际完成净利润 - 对应基数）× 40%万美元。
- 对EPS增厚不显著，但有望带来估值中枢上升。预计晨炎2010年的净利润为700万元人民币，增厚EPS0.01元；按照对赌协议上限，2011年、2012年和2013年预计分别增厚每股收益0.04元、0.06元和0.09元，对EPS的最高约为10%。收购完成之后，游戏收入占比有望达到10%，公司估值中枢存在上移的机会。
- 维持公司“买入-A”的投资评级。上调公司2010年、2011年、2012年EPS分别为0.57元、0.75元、0.89元，对应PE为33倍、24倍、21倍，年底估值基准切换，凸显公司的估值洼地。此次手机游戏收购，有望成为估值提升的催化剂，6个月目标价25.0元。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 25.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 25.00 元

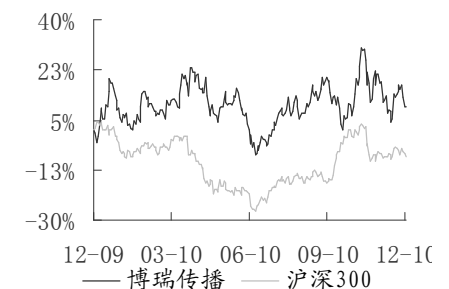
现价: 18.61 元

报告日期: 2010-12-27

市场数据

总市值(百万元)	11,417.30
流通市值(百万元)	7,451.43
总股本(百万股)	615.82
流通股本(百万股)	401.91
12个月最高/最低	15.01/34.35 元
十大流通股股东(%)	26.77%
股东户数	17,128

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.83)	(16.46)	17.53
绝对收益	(6.83)	(7.58)	9.88

研究员

侯利	行业分析师
021-68763972	houli@essence.com.cn
证书编号	S1450209070220
王禹媚	联系人
010-66581635	wangym@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	809.2	922.5	1,174.9	1,446.3	1,677.5
Growth(%)	14.3%	14.0%	27.4%	23.1%	16.0%
净利润	191.7	262.9	340.5	448.6	532.6
Growth(%)	41.6%	37.2%	29.5%	31.8%	18.7%
毛利率(%)	46.9%	50.8%	52.7%	54.8%	55.4%
净利润率(%)	23.7%	28.5%	29.0%	31.0%	31.8%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.57	0.75	0.89
每股净资产(元)	1.73	2.23	3.00	3.65	4.43
市盈率	57.7	42.1	31.7	24.1	20.3
市净率	10.4	8.1	6.0	4.9	4.1
净资产收益率(%)	19.6%	20.8%	20.6%	22.2%	21.7%
ROIC(%)	65.1%	65.2%	61.1%	45.5%	47.6%
EV/EBITDA	21.1	15.7	20.5	15.5	12.7
股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%

前期研究成果

博瑞传播: 加速布局新媒体产业链	2010-10-14
博瑞传播: 业绩符合预期, 主业战略定位再延伸	2008-04-08
博瑞传播: 加速打造综合性媒体资源平台	2008-01-22

表 1: 晨炎信息 2010 年-2013 年盈利预测

万元	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1423.6	2218	3936	5984
净利润	682.5	998	1653	2394

数据来源: 安信证券研究中心

表 2: 公司现有新媒体布局

子公司/联营公司	所属行业	投资时间	2009 年 收入	2009 年 净利润	持股 比例
北京手中乾坤信息技术股份有限公司	手机游戏开发和运营	2007 年 11 月	4373.0	2594.4	20%
创意成都项目	创意产业孵化园	2008 年至今	—	—	100%
成都梦工厂网络信息有限公司	网络游戏开发和运营	2009 年 6 月	12,196.5	7758.8	100%
成都全搜索科技有限责任公司	城市门户网站	2010 年 2 月			17.9%

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

附表 3: 收购晨炎信息对赌协议及管理层激励条款

	支出条件	支出金额 (万美元)	累计 PE
第一期	700 万人民币(预计 105 万美元)	1200	11.5 倍
第二期 (对应 2011 年)	净利润小于 200 万美元	0	>6 倍
	净利润 $\geq$ 200 万美元且 $<$ 300 万美元	900-1200	6-7 倍
	净利润 $\geq$ 300 万美元且 $\leq$ 400 万美元	900-1200	7-6 倍
	净利润 $>$ 400 万美元	2240+净利润 *40%	<6 倍
第三期 (对应 2012 年)	净利润 $<$ 280 万美元和 11 年净利润中的数额较高者 (简称“三期基数”, 但“三期基数” $\leq$ 400 万美 元)	0	0
	净利润 $\geq$ “三期基数”但 $<$ 435 万美元	340 -597	1.2-1.4
	净利润 $\geq$ 435 万美元但 $\leq$ 580 万美元	600-1000	1.4-1.7
	净利润 $>$ 580 万美元	768+净利润 *40%	1.7-0
第四期 (对应 2013 年)	净利润 $<$ 364 万美元和“三期基数”、12 年净利润 中的数额较高者(简称“四期基数”, “四期基数” $\leq$ 580 万美元)	0	0
	净利润 $\geq$ “四期基数”但 $<$ 609 万美元	170 -283	0.6-0.5
	净利润 $\geq$ 609 万美元但 $\leq$ 812 万美元	300-600	0.5-0.7
	净利润 $>$ 812 万美元	275+净利润 *40%	0.7-0

资料来源: 公司资料 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-19		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	809.2	922.5	1,174.9	1,446.3	1,677.5	成长性							
减: 营业成本	429.5	453.8	555.9	654.0	747.9	营业收入增长率	14.3%	14.0%	27.4%	23.1%	16.0%		
营业税费	23.2	29.0	37.6	46.3	53.7	营业利润增长率	14.7%	34.3%	30.6%	31.9%	18.8%		
销售费用	26.0	33.3	41.1	43.4	50.3	净利润增长率	41.6%	37.2%	29.5%	31.8%	18.7%		
管理费用	90.6	87.8	110.4	133.1	151.0	EBITDA 增长率	9.0%	34.2%	28.7%	30.0%	17.3%		
财务费用	-6.2	-2.5	-9.9	-11.6	-16.6	EBIT 增长率	9.7%	36.6%	28.7%	32.2%	18.3%		
资产减值损失	1.0	1.3	4.6	3.2	2.5	NOPLAT 增长率	31.6%	38.8%	28.4%	32.1%	18.2%		
加: 公允价值变动收益	-29.7	17.4	-0.2	-	-	投资资本增长率	38.6%	36.9%	77.6%	13.0%	5.5%		
投资和汇兑收益	44.0	11.1	20.0	22.0	24.0	净资产增长率	11.9%	28.6%	31.3%	21.9%	21.3%		
营业利润	259.4	348.3	454.9	600.1	712.7	利润率							
加: 营业外净收支	-1.9	2.9	2.0	2.0	2.0	毛利率	46.9%	50.8%	52.7%	54.8%	55.4%		
利润总额	257.5	351.2	456.9	602.1	714.7	营业利润率	32.1%	37.8%	38.7%	41.5%	42.5%		
减: 所得税	48.2	66.6	86.8	114.4	135.8	净利润率	23.7%	28.5%	29.0%	31.0%	31.8%		
净利润	191.7	262.9	340.5	448.6	532.6	EBITDA/营业收入	35.3%	41.6%	42.0%	44.3%	44.9%		
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	31.3%	37.5%	37.9%	40.7%	41.5%		
货币资金	591.7	745.0	714.4	971.9	1,374.3	运营效率							
交易性金融资产	26.0	9.2	9.0	9.0	9.0	固定资产周转天数	175	158	138	121	107		
应收帐款	74.2	94.6	132.4	163.0	189.0	流动营业资本周转天数	-65	-120	-115	-61	-49		
应收票据	2.5	-	-	-	-	流动资产周转天数	317	324	283	269	311		
预付帐款	28.9	22.6	22.6	22.6	22.6	应收帐款周转天数	9	14	17	18	18		
存货	22.3	42.1	53.3	62.7	71.7	存货周转天数	10	13	15	14	14		
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	617	678	675	626	633		
可供出售金融资产	19.0	34.4	34.0	34.0	34.0	投资资本周转天数	166	200	252	279	262		
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率							
长期股权投资	112.3	120.1	150.0	180.0	200.0	ROE	19.6%	20.8%	20.6%	22.2%	21.7%		
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.0%	13.7%	15.9%	18.0%	18.1%		
固定资产	386.5	423.8	474.9	498.1	500.8	ROIC	65.1%	65.2%	61.1%	45.5%	47.6%		
在建工程	31.8	87.1	68.5	44.3	27.1	费用率							
无形资产	34.8	35.0	32.7	30.5	28.5	销售费用率	3.2%	3.6%	3.5%	3.0%	3.0%		
其他非流动资产	61.8	467.0	635.8	685.8	735.8	管理费用率	11.2%	9.5%	9.4%	9.2%	9.0%		
资产总额	1,391.7	2,080.9	2,327.7	2,701.8	3,192.8	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-1.0%		
短期债务	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	三费/营业收入	13.7%	12.9%	12.1%	11.4%	11.0%		
应付帐款	50.6	328.1	182.8	125.4	122.9	偿债能力							
应付票据	35.8	45.3	60.9	71.7	82.0	资产负债率	23.4%	34.1%	22.7%	18.9%	16.8%		
其他流动负债	152.5	245.0	277.0	307.9	326.7	负债权益比	30.5%	51.8%	29.3%	23.3%	20.1%		
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.50	1.34	1.80	2.39	3.02		
其他非流动负债	26.9	26.0	10.8	-3.5	-15.4	速动比率	2.42	1.27	1.70	2.27	2.89		
负债总额	325.6	710.2	527.3	510.3	535.7	利息保障倍数	-41.07	-136.92	-44.74	-50.52	-41.94		
少数股东权益	47.6	69.6	96.3	131.4	173.1	分红指标							
股本	367.3	375.3	600.5	600.5	600.5	DPS(元)	0.07	0.09	0.10	0.15	0.18		
留存收益	651.2	925.8	1,103.7	1,462.6	1,888.7	分红比率	21.3%	21.0%	18.0%	20.0%	20.0%		
股东权益	1,066.1	1,370.7	1,800.4	2,194.4	2,662.2	股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%		
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
净利润	209.3	284.5	340.5	448.6	532.6	EPS(元)	0.31	0.43	0.57	0.75	0.89		
加: 折旧和摊销	61.1	73.7	48.4	52.9	56.4	BVPS(元)	1.73	2.23	3.00	3.65	4.43		
资产减值准备	1.0	1.3	4.6	3.2	2.5	PE(X)	57.7	42.1	31.7	24.1	20.3		
公允价值变动损失	29.7	-17.4	-0.2	-	-	PB(X)	10.4	8.1	6.0	4.9	4.1		
财务费用	4.7	-6.2	-2.5	-9.9	-11.6	P/FCF	531.4	107.2	-90.9	40.7	25.7		
投资收益	-44.0	-11.1	-20.0	-22.0	-24.0	P/S	13.7	12.0	9.2	7.5	6.4		
少数股东损益	17.6	21.6	29.6	39.0	46.3	EV/EBITDA	21.1	15.7	20.5	15.5	12.7		
营运资金的变动	-10.6	60.3	-153.3	-57.9	-10.1	PEG	32.6%	26.7%	21.7%	-100.0%	-100.0%		
经营活动产生现金流量	256.1	388.0	239.7	452.3	587.1	CAGR(%)	1.8	1.6	1.5	-0.2	-0.2		
投资活动产生现金流量	-190.7	-185.0	-89.1	-58.0	-36.0	ROIC/WACC	7.6	7.6	7.1	5.3	5.5		
融资活动产生现金流量	-5.6	-49.8	72.6	-78.1	-89.9	REP	1.8	1.3	1.4	1.6	1.4		

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

0755-82558073

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

huzhen@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编: 100034