

证券研究报告

传媒



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

推荐 (首次)

联系人: 刘勇
021-38565595
liuyong@xyzq.com.cn

博瑞传播 (600880)

传统业务深耕细作, 网游业务或反弹在即

2011年3月6日

投资要点

- 我们近期调研了博瑞传播, 与管理层就公司过去一年的经营状况和未来发展作了交流。2010年, 公司实现营收 11.62 亿元, 净利润 3.17 亿元, 同比分别增长 26.0%、20.8%。传统业务增长良好, 增势预计仍将延续; 网游业务低于预期, 未达对赌目标, 11 年将有 5 款游戏集中推出, 业绩有望大幅反弹。此外, 11 年是与晨炎对赌的首年, “创意成都” 也将于 5 月投入运营。首次覆盖, 我们给予公司 “推荐” 评级。

调研要点:

- **传统业务深耕细作, 受益区位优势, 预期增速可比。**一、印刷业务包括报印和商印两块, 10 年实现营收 5.37 亿元, 同比增长 37.0%, 其中为成都商报社提供的印刷相关劳务 4.17 亿元, 同比增长 33.7%; 外部业务主要为商业印刷, 同比增长 49.9%。与成都商报社相关的印刷业务增长来自发行量增加和版数增多两方面。目前成都商报每日版数 30 至 80 不等, 平均 50 余版。商印业务增长受益于商业印刷技改项目投产后产能释放; 二、发行业务 10 年实现营收 1.30 亿元, 同比增长 10.5%, 发行渠道继续向省内 2 级城市下沉、开拓新型连锁终端以及提供增值服务拉动了发行业务的增长。发行量的增加也同时拉动了公司报印业务的增长; 三、广告业务 10 年实现营收 3.15 亿元, 同比增长 11.2%。成都市出台 “限购令” 主要针对主城区, 而新盘集中的南部区县不在限购范围内, 因此对广告业务影响有限。四川地处西南, 不似在东部沿海受困于市场饱和以及网络媒体替代, 报业仍保持良好增长态势, 依托《成都商报》在川内的强势地位, 预计公司传统业务增势仍将延续。
- **户外广告有望大幅跨越式发展。**2010 年, 公司的户外广告业务实现营收 9503 万元, 同比增长 44.0%。公司于去年 9 月收购武汉银福 60% 股权, 介入武汉市场, 目前运行良好, 今年有望成为此块业务增长亮点。此外, 公司表示可能复制收购银福的模式, 实现今年户外广告翻番的目标。
- **网游新品集中推出, 业绩或已过拐点, 反弹在即。**2010 年, 国内网游行业整体增速放缓, 梦工厂的《侠义世界》、新版《圣斗士》延期至 11 年推出。梦工厂 10 年网游业务收入 9445 万元, 考虑到网游业务是从 09 年 7 月才开始并表, 因此, 与 09 年全年相比, 梦工厂网游业务实际出现了下滑。11 年是对赌协议的最后一年, 除上述两款游戏 (《侠义世界》已开始内测, 新版《圣斗士》将于 1 季末推出。) 外, 梦工厂还将推出《幻世》、《九剑》、《侠义道 III》等几款游戏。以新游戏带来用户增量 5 万估算, 我们预计网游业务 11 年增长将达 50%, 强力反弹在即。
- **“创意成都” 将于 5 月投入运营, 现已开始招商。**“创意成都” 预计总投资 3.95 亿元, 总面积 9 万平米,

其中地上 7 万平米，以租为主，租金 75~95 元/平米/月。以 11-13 年入驻率分别为 50%、75%、90% 估算，仅考虑地上部分，“创意成都”未来三年贡献的收入分别为：1785 万元、5355 万元、6426 万元。

- **智能移动终端游戏市场潜力巨大，晨炎领先优势能否保持，静待观察。**截至 2010 年 12 月，晨炎信息共发布游戏 60 余款，其中近 20 款游戏进入 App Store 游戏排行榜前 100 名，显示了晨炎不俗的创意、开发实力；逐步建立的 Triniti 品牌优势及 Gamebox 打包销售的策略赋予晨炎在 Apple 平台上开发者众多、新作频出的激烈竞争中一定的优势。11 年是公司与晨炎对赌协议的第一年，业绩下限为净利润 200 万美元。移动上网业务的普及、智能终端（手机、平板电脑）成本的下降以及处理能力的飞速升级、显示操作方式的革新使得智能移动终端游戏市场的爆发成为必然，市场潜力巨大，晨炎在这场浪潮中踏准了第一波。需要注意的是此类游戏开发规模小，进入门槛低，晨炎如何保持团队稳定、创意常新，以在数量庞大的竞争者中保持领先优势需要时间来检验。
- **协同效应，仍需摸索。**公司积极布局新媒体，并积累了宝贵的并购经验，但目前新并入业务与已有业务见的协同效应还不明显，如何将现有的新媒体业务的点连成面，并与传统业务产生互动，使得效益最大化，是公司管理层仍需探索的问题。
- **盈利预测。**假设未来三年中，印刷业务增速分别为 30%、22%、16%；广告业务受并购等因素驱动户外广告部分大幅增长，11 年增速达 40%，随后两年增速保持 10%；发行业务保持 10% 的增速；网游业务受益于多款新游戏集中推出，业绩发弹，增速分别为 50%、35%、25%，我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为：0.70、0.88 和 1.05 元，对应目前的 PE 为：25.6、20.3 和 17.0 倍。公司传统业务增长良好，受网游业务下滑拖累，目前估值即使相较单纯经营报业的传媒类上市公司也处于低端，11 年随着网游业务强力反弹，估值将逐渐修复。初次覆盖，我们给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	997	1663	2101	2394
货币资金	791	1400	1701	1967
交易性金融资产	8	8	8	8
应收账款	52	77	94	108
其他应收款	35	53	65	75
存货	78	82	106	123
非流动资产	1320	1616	1902	1946
可供出售金融资产	13	13	13	13
长期股权投资	133	300	500	700
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	416	787	731	675
在建工程	250	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	42	42	42	42
资产总计	2317	3280	4002	4340
流动负债	596	917	1111	822
短期借款	40	218	276	6
应付票据	33	58	69	77
应付账款	61	77	96	110
其他	462	565	670	629
非流动负债	6	9	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	6	9	6	6
负债合计	603	926	1153	875
股本	616	616	616	616
资本公积	203	203	203	203
未分配利润	596	999	1466	2017
少数股东权益	93	123	155	193
股东权益合计	1714	2172	2704	3332
负债及权益合计	2317	3098	3821	4159

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	317	428	542	644
折旧和摊销	87	49	66	67
资产减值准备	13	-28	0	0
无形资产摊销	48	0	0	0
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	-2	-6	-4	-13
投资损失	-13	0	0	0
少数股东损益	26	30	33	38
营运资金的变动	445	-273	1	46
经营活动产生现金流量	122	737	492	789
投资活动产生现金流量	-199	-320	-210	-210
融资活动产生现金流量	-16	192	19	-312
现金净变动	-93	609	301	267
现金的期初余额	745	791	1400	1701
现金的期末余额	652	1400	1701	1967

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1162	1555	1889	2186
营业成本	571	763	926	1063
营业税金及附加	34	46	56	65
销售费用	42	54	66	77
管理费用	106	132	161	186
财务费用	-2	-6	-4	-13
资产减值损失	13	0	0	0
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	13	0	0	0
营业利润	410	565	685	809
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	429	565	685	809
所得税	85	107	130	154
净利润	344	458	555	655
少数股东损益	26	30	33	38
归属母公司净利润	317	428	542	644
EPS (元)	0.52	0.70	0.88	1.05

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.0%	33.8%	21.5%	15.7%
营业利润增长率	17.7%	37.9%	21.2%	18.1%
净利润增长率	20.8%	34.8%	26.6%	18.8%
盈利能力(%)				
毛利率	50.8%	50.9%	51.0%	51.4%
净利率	27.3%	27.5%	28.7%	29.5%
ROE	19.6%	20.9%	21.3%	20.5%

偿债能力(%)

资产负债率	26.0%	29.9%	30.2%	21.0%
流动比率	1.67	1.81	1.89	2.91
速动比率	1.54	1.72	1.79	2.76

营运能力(次)

资产周转率	52.9%	55.6%	51.9%	52.4%
应收帐款周转率	2168.1	2309.0	2212.8	2163.9

每股资料(元)

每股收益	0.52	0.70	0.88	1.05
每股经营现金	0.64	1.20	0.80	1.28
每股净资产	2.63	3.33	4.14	5.10

估值比率(倍)

PE	39.8	29.5	23.3	19.6
PB	7.8	6.2	5.0	4.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。