

博瑞传播(600880)

公司研究/调研报告

合抱之木，生于毫末

—博瑞传播(600880)调研报告

民生精品---调研报告/传媒行业

2011年3月21日

一、事件概述

近期我们对博瑞传播公司进行了实地调研,向公司高管了解了公司当前的经营状况,并就我们关心的 2011 年发展问题进行了深入交流。通过现场沟通交流,我们认为公司的新媒体业务具备强劲增长动力,利润弹性空间较大;传统业务继续保持适度增长,业绩保障明确。

二、分析与判断

➤ 2011年具有四大经营亮点

- 1、网游业务预计 2011 年推出 4 款游戏新作,实现超 60%的收入增长;
- 2、新增移动互联网业务,2011 年约可实现 300 万美元净利润(按汇率 6.5 换算,约为 1950 万元人民币);
- 3、户外广告业务实现内生增长及外延扩张“两条腿”走路,预计增长约 50%;
- 4、“创意成都”项目预计 2011 年 5 月竣工投入运营,2011~2013 年可带来约 1632 万、5712 万与 344 万元收入。

➤ 朴素的思想造就公司增长的确定性和持续性:前三年营收复合增长为18%,净利润复合增长33%;后三年保守估计分别为17%与20%

➤ 确定性增长仍可期待超预期因素,包括“新媒体事业部”的设立发挥新媒体聚合及协同效应;梦工厂、晨炎等对赌协议利润目标存在超预期实现的可能性;户外广告及新媒体的投资力度加大与并购模式创新

三、盈利预测与投资建议

保守预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.65 元、0.79 元及 0.90 元。考虑公司战略执行力强,能够有力保障公司增长的持续性及确定性,且新媒体发展战略被证明行之有效,目前正持续推进新媒体业务发展,存在强烈收购预期,可享有更高的市场估值溢价,给予 40 倍 PE,首次给予“推荐”评级,目标价为 26 元,较目前股价有 40%上涨空间。

四、风险提示:

1、网游行业增长放缓、竞争加剧及游戏玩家水平提高;2、广告行业景气度下降。

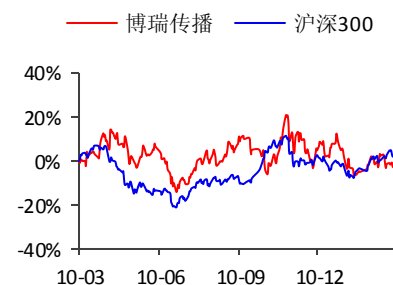
推 荐 首次评级

合理估值: 26 元

交易数据(2011-3-18)

收盘价(元)	17.59
近 12 个月最高/最低	22.45/15.01
总股本(百万股)	615.82
流通股本(百万股)	401.91
流通股比例%	65.26
总市值(亿元)	108.32
流通市值(亿元)	70.70

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 卢婷
执业证书编号: S0100210090003

联系人: 郑平
电话: (8610)8512 7645
Email: zhengping@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,162	1,434	1,678	1,865
增长率(%)	25.98%	23.42%	17.00%	11.13%
归属母公司股东净利润(百万元)	317	400	486	555
增长率(%)	20.76	26.06	21.44	14.14
每股收益(元)	0.52	0.65	0.79	0.90
PE	33.83	27.07	22.29	19.53
PB	6.32	5.04	4.05	3.31

资料来源:民生证券研究所

(一) 经营亮点一：网游业务预计 2011 年推出 4 款游戏新作，实现超 60% 的收入增长

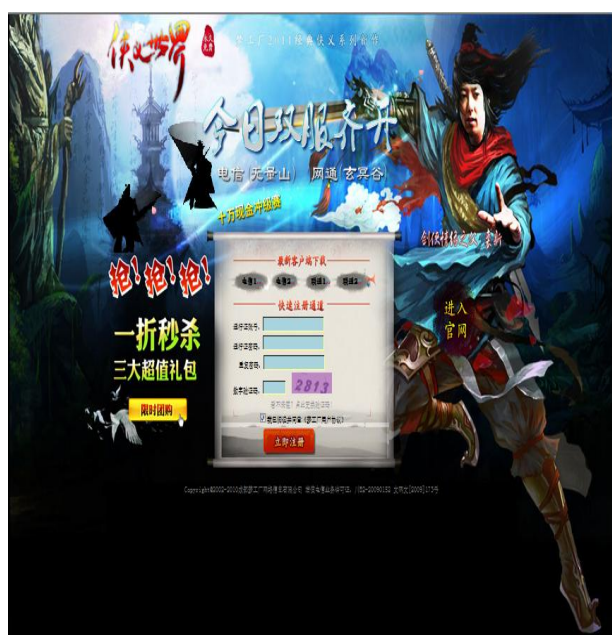
1、2011 年是成都梦工厂实施对赌协议的最后一年，预计实现超 60% 的收入增长

梦工厂 2011 年上半年将推出《侠义世界》与《圣斗士 2》(见图 1、图 2); 下半年将推出《九剑》与《侠义道 3》游戏新作; 2012 年还将推出《魔艺世界》等系列网游。

2、梦工厂形成了“推出一代、研发一代、储备一代”的新产品梯级开发体系

作为梦工厂 2011 年经典侠义系列新作，《侠义世界》已经于 2 月 24 日展开内测，预计正式运营可稳定吸引 3~5 万游戏用户同时在线。《侠义世界》虽在进行内测，但实际已经运营收费。其他后续游戏新作，凭借梦工厂的市场运营能力，每款亦可吸引超 2 万游戏用户同时在线。

图 1:《侠义世界》游戏剧照



资料来源：梦工厂网站，民生证券研究所

图 2:《圣斗士 2》游戏剧照



资料来源：梦工厂网站，民生证券研究所

(二) 经营亮点二：新增移动互联网业务，2011 年约可实现 300 万美元净利润

1、公司以不超过 4000 万美元价格收购晨炎信息 100% 股权，2011 年是实施对赌协议第一年

晨炎信息的手机游戏业务主要针对苹果的手机应用商店 (APP Store)。晨炎有着国内苹果平台第一游戏开发团队的称谓。晨炎所使用的“Trinity Interactive”商标已经在 APPStore 中具有一定的知名度，推出游戏达 60 余款 (见图 3)。

2、APPStore 业务发展机遇大于挑战

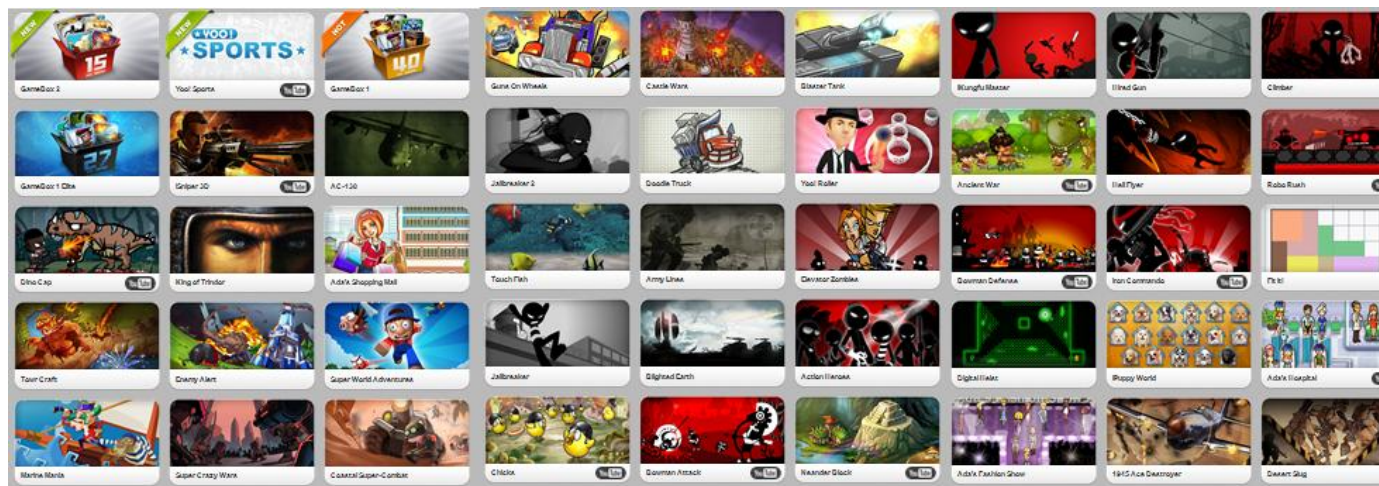
有投资者担忧，针对 iPhone 及 iPad 用户的应用软件开发及销售竞争会趋于激烈。我们认为，这种担忧虽可能存在但不应该被过度夸大。

根据摩根士丹利分析师凯蒂·休伯蒂 (Katy Huberty) 预测，2011 年底全球 iPhone 手机用户数量有望达到 1 亿; 而根据 Digitimes Research 的数据，2011 年 iPad 出货量将达到 6638

万台。苹果 iPhone 及 iPad 用户规模不断壮大，蕴育 APPStore 市场机遇。

晨炎信息的用户主要集中在欧美地区，用户消费环境较为规范，且付费意愿较强，在“Gamebox”盒子战略的指导下，苹果用户规模的扩大能够保证公司移动互联网业务营收的持续增长。

图 3: Trinit Interactive 游戏



资料来源: trinitgames 网站, 民生证券研究所

(三)经营亮点三: 户外广告业务实现内生增长及外延扩张“两条腿”走路, 预计增长约 50%

1、“成都通”将建成约 600 个网点体系, 可新增 1000 万广告收入

目前,“成都通”已经完成 300 个网点的建设及改造工作, 预计今年还将完成新增 300 个网点的布局和建设。成都通兼具户外广告及 DM 单发行等功能(见图 4), 预计 2011 年可带来约 1000 万户外广告收入。

图 4: 成都通



资料来源: Google, 民生证券研究所

2、公司通过控股武汉银福 60%的股权, 成功进入武汉户外广告市场, 迈出了户外广告业务异地扩张的第一步

根据公司 2011 年工作展望——“坚定不移地以户外广告资源项目的拓展为重点, 走异地扩张之路, 实现从区域市场向全国市场的发展”, 我们判断, 公司今年还将择机收购类似

“武汉银福”的户外广告项目，收购标的体量或将更大。

(四)经营亮点四：“创意成都”项目预计 2011 年 5 月竣工投入运营，2011~2013 年可带来约 1632 万、5712 万与 344 万元收入

1、“创意成都”商业地产项目 2011 年 5 月竣工投入运营

“创意成都”商业地产项目于 2008 年正式启动，总投资为 3.95 亿元。项目建成后将成为以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的多功能商务中心，建设集成影视产业、广告产业、出版产业、印刷产业等的文化创意产业平台。预计 2011 年 5 月正式竣工投入运营后，入驻商家主要为高端文化传媒企业及世界 500 强企业。

2、预计 2011~2013 年可带来 1632 万、5712 万与 7344 万元收入

“创意成都”项目建筑面积约为 9 万平米，实际可租售面积约为 8 万。参考周边商业地产 75~95 元/平米/月租金（取中值 85 元），按照 2011~2013 年入驻率 40%、70%、90%保守测算，2011~2013 年可带来 1632 万、5712 万与 7344 万元收入。

(五)朴素的思想造就公司增长的确定性和持续性：前三年营收复合增长为 18%，净利润复合增长 33%；后三年保守估计分别为 17%与 20%

1、公司确定的战略定位为“传统媒体运营服务商，新媒体内容提供商，文化产业战略投资者”，思想朴素但战略执行力强

(1)之所以称之为“朴素的思想”，是因为其经营指导方针明确且清晰——“在精耕细作传统业务的基础上，持续推进新媒体发展战略，进一步优化产业结构”，这种朴素思想根植于公司管理层深处，是公司务实的管理作风的内在品格。“合抱之木，生于毫末”是对这种朴素思想所能够发挥作用的最好诠释。

(2)之所以称之为“战略执行力强”，是因为在朴素思想的指导下，以往公司的收购项目均符合战略发展要求。由于管理层抉择谨慎且行事稳健，事后证明公司的收购标的质量很高，收购项目亦被证明能够有效贯彻实施公司的既定战略，形成有效的战略正向反馈。

例如梦工厂 2010 年度的净利润为 6343.55 万元，相当于上市公司“中青宝（300052）”2010 年净利润 3688.67 万元的 1.7 倍。如按照可比估值 70 倍计算，仅梦工厂业务市值可达约 44 亿元。

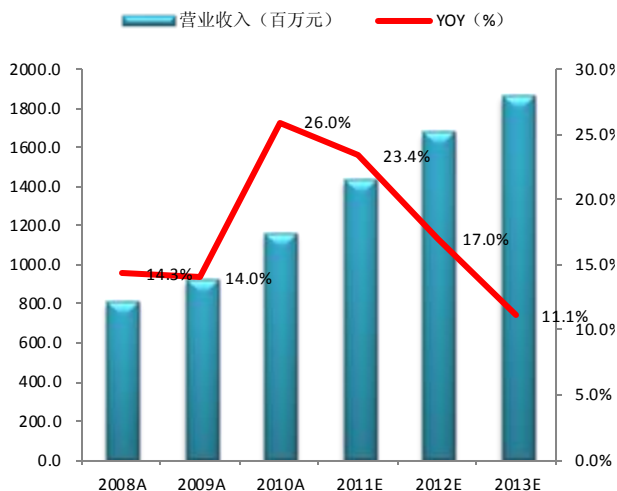
2、公司战略是一种坚持不懈的承诺和投入

公司提出：“传统媒体板块主要以商业模式重构为基点，增加发展中的智力因素，在相同资源基础上释放更大的生产力；新媒体领域以并购为主要手段，在横向一体化的基础上形成以内容供应为基础的产业群，在实现协同效应的基础上增强对整个产业链的掌控。”

公司的战略持续得以贯彻及有效落实，理应对公司未来经营充满信心。就新媒体业务发展而言，近三年来公司公司以累计近 8 亿元的投资额，构建了其在新媒体领域中的产业链，就是其对战略坚持不懈的承诺和投入的体现。

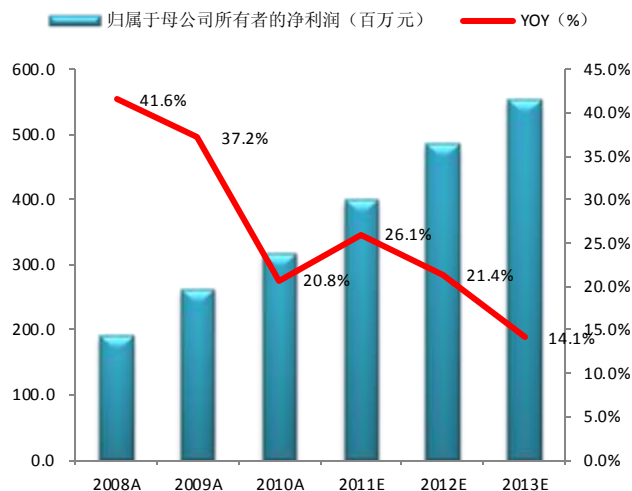
朴素的思想造就公司增长的确定性和持续性：2008~2010 年营收复合增长为 18%，净利润复合增长 33%；2011~2013 年保守估计分别为 17%与 20%（见图 5、图 6）。

图 5：2008～2013 年博瑞传播营收增长情况



资料来源：公司年报，民生证券研究所

图 6：2008～2013 年博瑞传播净利润增长情况



资料来源：公司年报，民生证券研究所

（六）确定性增长仍可期待超预期因素

1、“新媒体事业部”可发挥新媒体项目的聚合及协同效应

公司已决定设立“新媒体事业部”，强化对落地项目的日常运营监管和内部资源协调，确保新媒体项目在并购完成后持续稳定发展。“新媒体事业部”由姜雪梅副总负责，将理顺“梦工厂”、“晨炎”、“手中乾坤”、“锐意通”等新媒体业务的管理模式，市场投资者期待的聚合效应及协同效应或将在 2011 年得以初步实现。且公司会继续加大新媒体项目的投资力度，创新并购模式，增加新媒体业务在公司整体业务中的比重。

2、梦工厂、晨炎等对赌协议利润目标存在超预期实现的可能性

（1）梦工厂未完成股权转让协议所约定的 2010 年度目标净利润值 9892.86 万元。由于 2010 年没有游戏新作推出，净利润完成缺口为 4100 万左右，梦工厂存在用“2011 年超目标净利润回补 2010 年度”的动力。

（2）晨炎信息 2011 年目标净利润考核为 200～400 万美元，亦存在较大弹性空间。

3、在户外广告业务方面，预计公司会加快异地扩张之路，实现从区域市场向全国市场的发展

公司指出：“广告业务要在继续拓展媒体资源种类、市场规模、客户资源的基础上，坚定不移地以户外广告资源项目的拓展为重点，走异地扩张之路，实现从区域市场向全国市场的发展。通过项目合作等手段，积极寻找有价值的项目，着力强化创意策划、整合营销等方面能力，以持续提升公司广告业务的整合营销水平”。预计户外广告项目的异地扩张会为公司带来超预期增长因素。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,162	1,434	1,678	1,865
减：营业成本	571	686	784	854
营业税金及附加	34	42	47	52
销售费用	42	50	57	62
管理费用	106	129	149	166
财务费用	(2)	(2)	(5)	(7)
资产减值损失	13	15	15	15
加：投资收益	13	10	10	10
二、营业利润	410	525	641	733
加：营业外收支净额	19	15	15	15
三、利润总额	429	540	656	748
减：所得税费用	85	106	129	147
四、净利润	344	434	527	601
归属于母公司的利润	317	400	486	555
五、基本每股收益 (元)	0.52	0.65	0.79	0.90
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	18.92	14.83	12.20
成长能力:				
营业收入同比	26.0%	23.4%	17.0%	11.1%
营业利润同比	17.7%	28.1%	22.1%	14.5%
净利润同比	20.9%	26.1%	21.4%	14.1%
营运能力:				
应收账款周转率	23.77	24.52	23.96	23.39
存货周转率	19.38	19.59	22.83	22.77
总资产周转率	0.53	0.63	0.66	0.60
盈利能力与收益质量:				
毛利率	50.8%	52.2%	53.3%	54.2%
净利率	27.3%	27.9%	29.0%	29.7%
总资产净利率 ROA	15.6%	19.0%	20.9%	19.2%
净资产收益率 ROE	22.3%	22.5%	21.8%	20.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.67	2.65	3.55	4.55
资产负债率	26.0%	23.8%	20.0%	16.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.65	0.79	0.90
每股经营现金流量	0.64	0.71	0.89	1.00
每股净资产	2.78	3.49	4.34	5.32

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	791	1,185	1,732	2,351
应收票据	0	0	0	0
应收账款	52	65	76	84
预付账款	32	40	47	52
其他应收款	35	50	59	65
存货	78	69	78	85
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	997	1,408	1,991	2,638
长期股权投资	133	138	143	148
固定资产	416	405	393	381
在建工程	250	250	250	250
无形资产	42	38	34	30
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,320	830	819	808
资产总计	2,317	2,239	2,811	3,445
短期借款	40	0	0	0
应付票据	33	34	39	43
应付账款	61	75	86	94
预收账款	151	172	196	214
其他应付款	200	200	200	200
应交税费	85	50	40	30
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	596	531	562	580
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	603	533	563	582
股本	616	616	616	616
资本公积	203	203	203	203
留存收益	802	1,203	1,689	2,243
少数股东权益	93	126	166	213
所有者权益合计	1,714	2,148	2,674	3,275
负债和股东权益合计	2,317	2,681	3,238	3,857
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	392	437	546	617
投资活动现金流量	(333)	(5)	(5)	(5)
筹资活动现金流量	(14)	(38)	5	7
现金及等价物净增加	46	394	547	619

分析师与行业专家简介

郑平，中国人民大学管理学博士，工信部高级工程师，曾供职于工信部电信研究院，4年以上通信行业研究经验，主持或参与了多项政府部院及电信运营商课题项目，长期跟踪行业发展动态，对行业有较为深刻的理解和认识。2010年加盟民生证券研究所。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008年加入民生证券，长期关注IT行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。