



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒：广告与行销

冯雪

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022  
(8610) 6622 9323  
tracy.feng@bocichina.com

# 博瑞传播 2012 上半年业绩 点评

**博瑞传播(600880.SS/人民币 9.85, 买入)**2012 上半年业绩低于预期。公司上半年营业收入 6.54 亿元, 同比微增 1%, 归属于上市公司股东的净利润 1.71 亿元, 同比下滑 14%, 合每股收益 0.27 元; 扣非后净利润同比下滑 10%。其中 2 季度收入、净利润分别同比增长 17.6% 和 14.8% 至 3.54 亿元和 9,144 万元, 但增速显著低于往年同期。

增长放缓的原因是下游实体经济增速放缓和新媒体冲击传统广告; 国内端游景气度加速下滑。净利润下滑源于收入增长放缓、人工成本上涨和去年同期尚有 1,200 余万元的金融资产处置收益。目前房地产报纸广告自 5-6 月逐渐回暖, 梦工厂自主研发及代理产品线布局加强, 人才引进力度加大, 公司也正筹划股权并购新游戏项目和相关平台, 其他新增新业务仍处培育期。预计公司后续在资源获取方面继续受政策和大股东扶持, 产业链上下游延伸是传统报媒业务突破的方向之一, 但中短期将受累于传统报纸广告和端游市场低迷。基于公司股权并购业绩增厚预期, 暂维持**买入**评级。

## 1. 受累经济增速放缓, 广告业务增长难能可贵

今年上半年, 公司广告业务录得 9% 同比增长, 毛利率下滑 5 个百分点。其中, 博瑞广告向成都商报社支付 1.33 亿元《成都商报》广告代理分成款, 比上年同期微增 1%。博瑞眼界之户外广告业务受益于原有资源续签后提价、上画率相对维稳和资源新增而持续增长。预计博瑞三乐 60% 于 7 月开始并表——备考权益利润每股收益增厚 0.03-0.04 元, 公司户外广告业务资源型扩张持续。除此之外, 因新闻纸价格下行及经济减速, 公司上半年印刷业务同比下滑 8%, 毛利率下滑 3 个百分点, 其中《成都商报》印刷代理 1.84 亿元, 同比下降 10%, 但从母公司利润表可知, 印刷业务利润下滑幅度不算大。发行公司业务多元化策略加深, 电商落地配送业务同比增长 20%——增幅低于预期, 亦受累于经济减速, 公司整体发行规模同比增长 23%, 其中《成都商报》代理发行受益自 2011 年 4 季度开始的提价, 而录得 17% 的收入增长至 4,300 万元, 《每日经济新闻》代理发行收入 8 万元, 同比下降 16%; 受累于人力成本刚性提升, 发行毛利率下降 1 个百分点。此外, 树德学校稳健小幅增长。

## 2. 端游景气度加速下行, 游戏布局丰富但业绩拐点仍需等待

2012 上半年中国游戏市场延续了 2011 年以来的市场格局, 端游面临用户被瓜分、ARPU 下滑、市场寡头强者恒强 (2 季度腾讯、网易、盛大收入占比合计 67%)、新作开发周期延长等困难。2012 年中国游戏市场实际销售收入总额 248.4 亿元, 同比增长 16.9%, 其中 PC 网游 235.5 亿元, 同比增长 18.5%, 移动网游实际销售收入 12.6 亿元, 同比增长 54.4%, PC 之页游销售收入 38.2 亿元, 同比增长 46.7%, PC 网游之客户端网游实际销售收入 197.3 亿元, 同比增长 12.5%, 此增幅比上年同期下降约 20 个百分点, 市场份额连续 5 年下滑。MMORPG 同比增速降至 7.6%。截至 2012 年 6 月底, 全国超过 3 亿网游用户, 增速放缓, PC 网游用户 1.2 亿人, 同比增长 4.6%, 页游用户 2.05 亿人, 同比增长 27.7%, 移动网游用户 0.78 亿人, 同比增长 70.9%。

上半年，梦工厂网游业务收入同比下滑19%至4,182万元，但产品线布局及人才引进加强。新推出的《梦江湖》页游已开6个服务器，文案及画面佳，8月14日“终极内测”，刚开始谈联运，宣传“产品为王，数据说话”、“低分成、零利润考核以抢市场”。公司收购1732域名，搭建自己的游戏平台以整合资源、运营梦工厂自研产品和代理业内知名产品（如第七大道的《神曲》，1732平台已开9服）。博瑞天堂（泥巴网络）的《劲舞堂》在2012 ChinaJoy大手笔宣传，我们预计上线时间延后。2012年7月，梦工厂和博瑞梦工厂分别出资300万元和382.5万元收购北京神龙游科技公司100%，3D《寻龙记》可期。2012上半年，梦工厂投资100万元于格讯科技（自然人股东王昕、陈刚、王亮、周咏炆等），占20%股权。手中乾坤破产清算，页游公司锐易通尚处培育期。

公司7月25日起停牌筹备重大资产重组，我们预计短期有直接利润增厚，同时将体现对团队/产品及平台的诉求，亦体现大股东支持等。

### 3. 小额信贷等新项目投资持续，体现政策及股东支持

公司7月曾公告，拟发起设立成都博瑞小额贷款公司，注册资本拟定为5亿元，其中博瑞出资3.7亿元，占74%股权，目前正在准备开业申请材料。预计公司将引入专业金融人才，项目回报可期。上半年，北京博瑞盛德创投平台800万元投资深圳蓝普科技，占3.2%股权。创意成都目前出租率70%以上，受益于政府给予租户租金补贴。预计年末创意成都还将为公司带来一定的公允价值变动收益，同时中长期内印刷基地、仓储基地及创意成都二期建设可期。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比增长 (%)	2012年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
	上半年	上半年		2季度		
营业收入	648	654	1.0	354	0.7	17.6
营业成本	(310)	(324)	4.4	(184)	13.0	31.0
毛利	338	330	(2.2)	170	(9.9)	5.9
营业税金及附加	(19)	(23)	21.0	(13)	23.1	24.2
销售费用	(23)	(22)	(0.4)	(12)	(1.5)	25.1
管理费用	(55)	(69)	26.8	(37)	38.5	12.1
财务费用	2	12	451.5	9	573.2	253.8
资产减值损失	(4)	(5)	19.4	(2)	577.3	(36.0)
公允价值变动收益	(0)	0	(133.3)	0	(184.8)	(500.0)
投资收益	18	(1)	(104.0)	0	(97.9)	(132.2)
营业利润	257	222	(13.6)	116	(25.7)	9.3
营业外收支净额	(0)	0	(162.7)	(0)	(100.8)	(100.2)
利润总额	257	222	(13.4)	116	(25.7)	9.1
所得税	(42)	(36)	(13.5)	(17)	(17.7)	(13.5)
少数股东损益	(16)	(14)	(11.0)	(7)	(23.7)	5.5
净利润	198	171	(13.6)	92	(27.2)	14.9
非经常性损益	(8)	(0)	(95.8)	(0)	(97.6)	44.9
扣非后净利润	190	171	(9.9)	91	(21.9)	14.8
(%)						
毛利率	52.1	50.5		48.1		
营业利润率	39.7	33.9		32.8		
有效所得税率	16.4	16.4		14.6		
净利率	30.6	26.2		25.9		
扣非后净利率	29.3	26.1		25.9		

资料来源：公司数据

**图表 2. 收入及成本细分**

	营业收入				营业成本			毛利率 (%)			
	10 年上半 年	11 年上半 年	12 年上半 年	同比(%)	10 年上半 年	11 年上半 年	12 年上半 年	10 年上半 年	11 年上半 年	12 年上半 年	变动百分点
印刷	252	285	263	(7.9)	161	190	182	36.2	33.4	30.8	(2.6)
广告	148	195	213	9.4	46	55	72	68.9	71.7	66.3	(5.3)
发行及投递	63	68	84	22.6	30	32	40	52.8	52.9	51.9	(1.0)
学校	26	28	30	5.9	12	14	16	52.3	50.9	47.1	(3.8)
网游	46	52	42	(19.1)	6	9	6	87.9	83.0	84.8	1.8
其他主营	7	16	19	22.4	3	9	6	57.9	43.7	70.5	26.8
主业小计	542	644	651	1.0	257	309	322	52.5	52.0	50.6	(1.5)
其他	4	4	4	(4.4)	1	1	2	77.7	68.5	36.4	(32.1)
<b>合计</b>	<b>545</b>	<b>648</b>	<b>654</b>	<b>1.0</b>	<b>258</b>	<b>310</b>	<b>324</b>	<b>52.7</b>	<b>52.1</b>	<b>50.5</b>	<b>(1.6)</b>

资料来源：公司数据

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371