

评级：强烈推荐（上调）
传媒
公司事件点评
证券研究报告

分析师 任文杰 S1080510120006
 电话：0755-25832647
 邮件：renwenjie@fcsc.cn

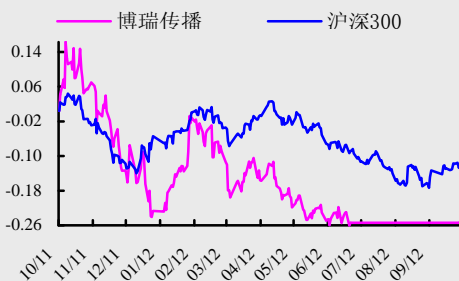
博瑞传播(600880) 并购网页游戏领先公司

交易数据

上一日交易日股价（元）	9.85
总市值（百万元）	6,186
流通股本（百万股）	414
流通股比率（%）	65.94

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	2,215
每股净资产（元）	3.53
市净率（倍）	2.79
资产负债率（%）	20.67

公司与沪深300指数比较

相关报告

事件：博瑞传播公布了2012年三季报和拟非公开发行股份收购漫游谷公司的预案。

点评：

拟非公开发行股份收购网页游戏公司漫游谷 本次发行股份的数量不超过12,000万股，公司控股股东成都博瑞投资控股集团有限公司拟认购的股份数量为本次非公开发行最终确定的发行股票数量的20%。本次非公开发行价格不低于9.09元/股。本次非公开发行股票扣除发行费用后募集资金净额不超过103,000万元，将全部用于购买北京漫游谷信息技术有限公司股权，公司拟以103,600万元向交易对方购买70%漫游谷股权，根据公司与漫游谷及其股东签署的《购股协议》的约定，若漫游谷在2014年的净利润为零或大于零，则公司将根据《购股协议》的约定以不高于43,200万元向交易对方购买其合计持有的漫游谷剩余30%的股权。按照收购70%股权的价格计算，对应收购标的2011年净利润11985万元的收购市盈率为12.5倍。

将增厚EPS 按照拟发行股份数的上限计算，预计发行后总股本为74517万股，按照考虑收购后备考2011年净利润，2011年备考EPS为0.64元，比并购前2011年的EPS增厚0.01元。根据华信会计师出具的《盈利预测审核报告》；漫游谷预计2012年实现净利润12,514.42万元，2013年实现净利润16,148.94万元。我们预计将分别增厚2012年和2013年EPS 0.03元和0.05元。

漫游谷收入持续增长 漫游谷目前的主要产品为网页游戏，包括《七雄争霸》、《魔幻大陆》和《功夫西游》等，其中《七雄争霸》为漫游谷营业收入的主要来源。联合运营为漫游谷目前业务运营的主要模式，漫游谷目前所运营的游戏在腾讯运营平台上运行。2010年7月，随着《七雄争霸》的上线，漫游谷业务迅速发展，逐步建立了在网页游戏领域的行业领先地位。《七雄争霸》2010年、2011年、2012年1-8月的月运营收入平均为1,385万元（2010年以5个月计算）、1,618万元、1,704万元。《七雄争霸》曾创造了最高同时在线人数突破80万的国内最新网页游戏在线记录，上线以来月消费用户ARPU值保持在100元以上，并持续稳定增长。

页游市场增长快速 网页游戏是2008年之后最新发展起来



的网络游戏子行业，相比客户端网游的增长放缓，网页游戏市场目前保持较高的增长速度。2011年，网页游戏市场的实际销售收入55.4亿元，比2010年增长了32.4%。漫游谷早在行业发展之初便进入该领域，其中《七雄争霸》基本保持单款网页游戏市场占有率领先的位置。漫游谷作为市场先入者，占领了时机，抢占了较高的市场份额。游戏玩家具有粘性较高的特性，使得这种市场先入为该款游戏拥有持续稳定的玩家提供了有利保障。

保留收购标的团队 截至2012年8月，漫游谷和游戏谷员工规模增长至500余人，大多为研发人员，大量员工曾参与过行业知名大作开发，积累了较为丰富的专业经验，为漫游谷开发出优质游戏提供了人才储备。在后续交易之前，漫游谷现有股东仍将合计持有30%股权。股东张福茂、姬凯、阮玫、王佳木为漫游谷的管理团队，保留管理团队持有的部分漫游谷股权，有利于确保漫游谷业务的可持续发展，降低博瑞传播购买漫游谷股权的相应风险。

收购后新媒体的收入和利润贡献占比将提高 博瑞传播树立了“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”的发展战略，在坚持发展传统媒体业务的同时，积极提升和优化公司产业结构，不断完善媒体产业价值链。公司于2009年并购成都梦工厂网络信息有限公司、2012年打造成博瑞天堂网络科技有限公司运营《劲舞堂》游戏业务，在本次股权购买完成后，网游业务在公司全部业务中的比重将大幅上升，博瑞传播将实现从传统媒体经营业务向新媒体业务的成功战略转型和产业结构升级。

三季度净利润有所下降 公司同时公布了2012年三季度报。2012年1-9月公司实现营业收入10.14亿元，比上年同期增加1.87%；归属上市公司股东净利润2.44亿元，比上年同期减少11.5%。每股收益0.39元，每股净资产3.53元。其中2012年第3季度单季度营业收入同比增长3.56%至3.6亿元，单季度归属上市公司股东净利润同比下降11.5%至7236万元。

毛利率下降 2012年前三季度的毛利率为49.17%，比上年同期下降2.1个百分点。

销售费用率平稳，管理费用率上升 2012年前三季度销售费用为3684万元，较上年同期增长8.12%，销售费用率从上年同期的16.5%略微增加到16.7%。2012年前三季度管理费用为1.07亿元，较上年同期相比增长27.5%，管理费用率10.6%，比上年同期上升了2.1个百分点。

利息收入增加 财务净收入从上年同期的306万元大幅增长到2012年1-9月的1387万元。主要系公司本期加强对银行存款的管理，将暂时闲置的银行存款进行定期存储，相应存款利息收入较上年增加所致。

盈利预测 如果暂不考虑本次拟非公开发行股份收购资产的

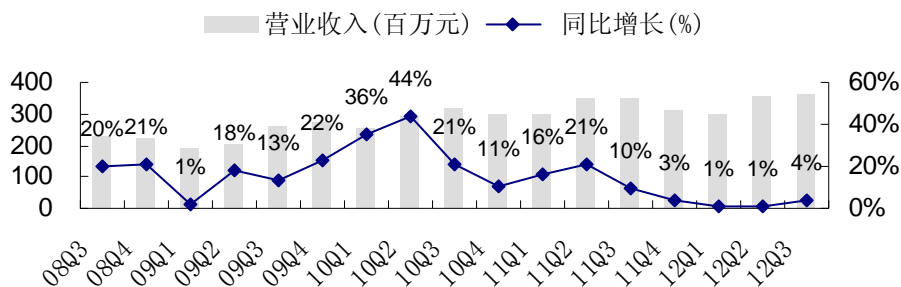


影响，我们预计 2012 年至 2014 年的 EPS 将分别为 0.55 元、0.63 元、0.68 元，对应停牌前股价的市盈率分别为 18、16、15 倍。如果假设非公开发行股份收购资产已经完成，我们预计 2012 年和 2013 年的 EPS 将分别为 0.58 元、0.63 元。公司的市盈率处于传媒行业的低端，而公司在新媒体和新业务的并购和拓展上具有进取的态度。上调至“强烈推荐”评级。

风险提示 网页游戏存在收入的生命周期，后续需要持续推出的成功的新游戏。

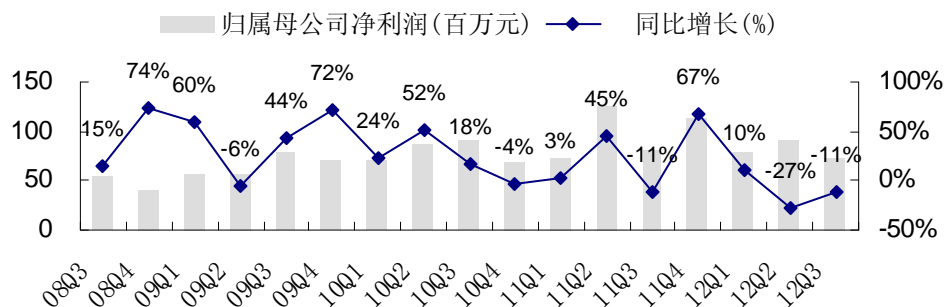


图 1、2012Q3 单季度营业收入增长 3.56%



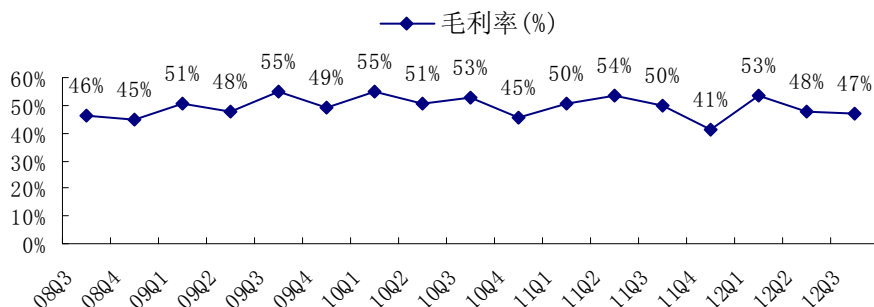
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 2、2012Q3 单季度归属于母公司股东净利润同比下降 11.5%



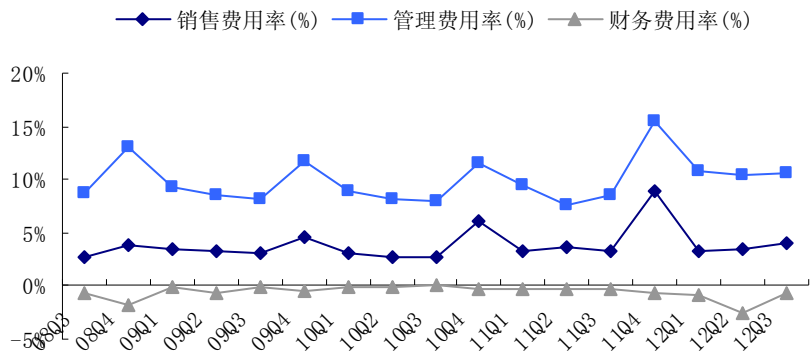
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 3、2012Q3 单季度毛利率 46.77 %



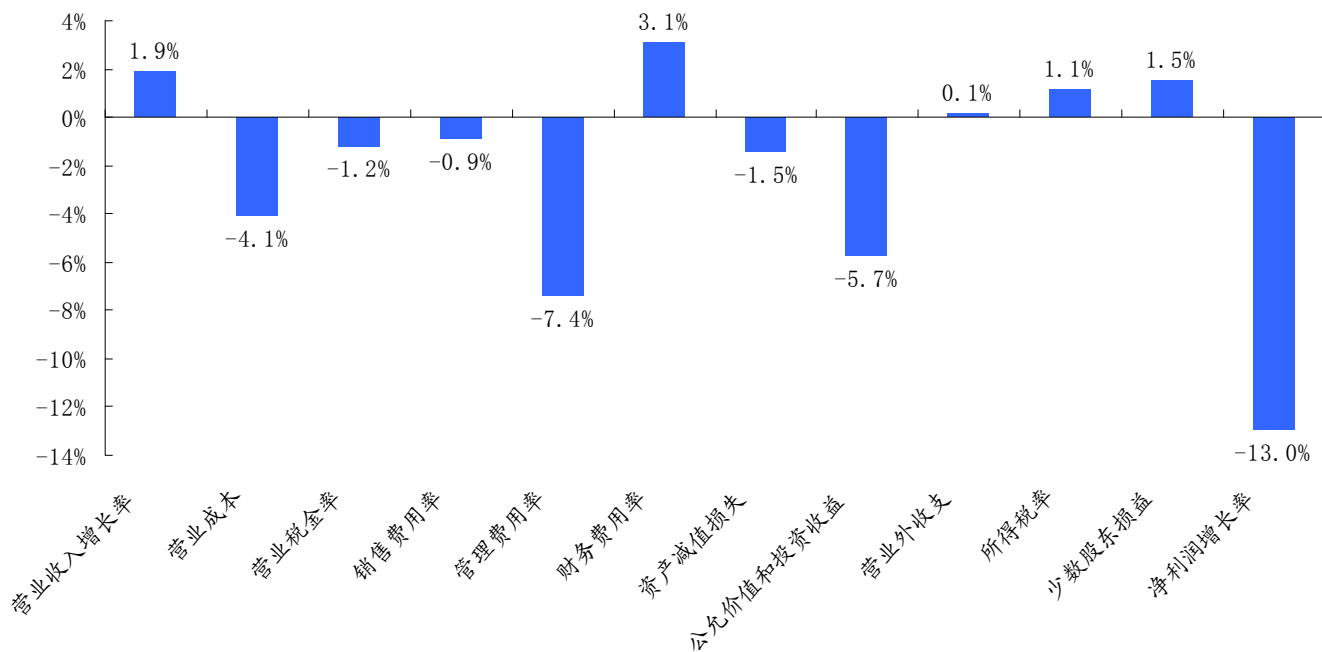
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 4、2012Q2 单季度销售费用率 4.0%，管理费用率 10.6%，



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 5、2012 年 1-9 月净利润增长率贡献分解



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,064.8	1,469.5	1,921.7	3,052.8	一、营业收入	1,306.0	1,431.1	1,605.5	1,789.5
货币资金	839.9	1,224.2	1,645.9	2,753.2	减: 营业成本	668.4	721.1	802.2	887.6
交易性金融资产	6.5	6.5	6.5	6.5	营业税金及附加	40.9	47.2	53.0	59.1
应收款项	67.6	78.4	96.8	107.9	销售费用	61.8	67.3	75.5	84.1
预付款项	31.2	35.6	39.6	43.8	管理费用	132.3	143.1	160.6	178.9
存货	66.9	72.1	80.2	88.8	财务费用	-5.0	-16.6	-21.0	10.4
其他流动资产	52.7	52.7	52.7	52.7	资产减值损失	68.9	14.1	14.8	14.1
非流动资产	1,696.4	1,683.9	1,696.2	1,709.4	加: 公允价值变动收益	191.7	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	159.1	159.1	159.1	159.1	投资收益	0.5	7.2	7.2	7.2
投资性房地产	484.2	484.2	484.2	484.2	其中: 联营企业收益	7.2	7.2	7.2	7.2
固定资产	590.9	599.3	612.9	632.0	二、营业利润	530.8	462.2	527.6	562.4
在建工程	14.3	14.3	14.3	14.3	加: 营业外收入	1.7	1.9	2.1	2.3
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.1	1.2	1.4	1.5
无形及递延性资产	447.8	427.0	425.8	419.9	三、利润总额	531.4	462.8	528.3	563.2
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	110.8	92.6	105.7	112.6
资产总计	2,761.2	3,153.4	3,617.9	4,762.3	四、净利润	420.5	370.2	422.7	450.6
流动负债	533.4	555.4	597.2	641.3	归属母公司净利润	393.8	346.8	395.9	422.0
短期借款	20.0	20.0	20.0	20.0	少数股东损益与调整	26.7	23.5	26.8	28.6
应付账款	189.2	197.6	219.8	243.2	五、总股本(百万股)	625.2	625.2	625.2	625.2
预收帐款	147.2	160.8	180.3	201.0	EPS(元/股)	0.63	0.55	0.63	0.68
其他	177.1	177.1	177.1	177.1					
长期负债	49.9	49.9	49.9	49.9	主要财务比率				
长期借款	0.5	0.5	0.5	0.5	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
长期应付款	0.5	0.5	0.5	0.5	成长能力				
其他	48.9	48.9	48.9	48.9	营业收入	12.4%	9.6%	12.2%	11.5%
负债合计	583.3	605.2	647.1	691.1	营业毛利	7.9%	11.4%	13.1%	12.3%
少数股东权益	115.7	139.2	166.0	194.6	EBIT	-1.4%	12.4%	13.7%	12.7%
股本	625.2	625.2	625.2	625.2	净利润	24.1%	-12.0%	14.2%	6.6%
资本公积	467.8	467.8	467.8	467.8	获利能力				
留存收益	969.2	1,315.9	1,711.8	2,133.8	毛利率	48.8%	49.6%	50.0%	50.4%
股东权益合计	2,177.9	2,548.1	2,970.8	3,421.4	EBIT/收入	30.8%	31.6%	32.0%	32.4%
负债和股东权益	2,761.2	3,153.4	3,617.9	4,112.5	净利率	30.2%	24.2%	24.7%	23.6%
					ROE	19.1%	14.4%	14.1%	13.1%
					ROIC	19.1%	14.4%	14.1%	13.1%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	21.1%	19.2%	17.9%	16.8%
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	利息保障倍数	-84.9	-22.3	-20.1	43.4
经营活动现金流	396.7	415.5	454.0	-1,241.4	速动比率	1.77	2.42	3.00	4.54
净利润	420.5	370.2	422.7	450.6	经营现金净额/当期债务	19.83	20.77	22.70	-62.07
折旧摊销	45.9	2.5	2.5	2.5	营运能力				
财务费用	-5.0	-16.6	-21.0	10.4	总资产周转率	0.47	0.45	0.44	0.44
投资损失	-0.5	-7.2	-7.2	-7.2	应收账款天数	18.64	19.73	21.70	21.70
营运资金变动	-8.7	1.5	11.4	20.2	存货天数	36.01	36.00	36.00	36.00
其它	-98.3	18.4	-1.3	-1,765.4	每股指标(元)				
投资活动现金流	-377.8	-47.8	-53.3	-66.6	EBIT/股本	0.64	0.72	0.82	0.93
资本支出	-258.1	-55.0	-60.5	-66.6	每股经营现金流	0.63	0.66	0.73	-1.99
长期投资	-89.8	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.30	3.85	4.49	5.16
其他	-30.0	7.2	7.2	0.0	估值比率				
筹资活动现金流	23.1	16.6	21.0	-28.0	P/E	15.64	17.76	15.56	14.59
债务融资	-20.0	0.0	0.0	63.2	P/B	2.99	2.56	2.20	1.91
权益融资	74.3	0.0	0.0	0.0	P/S	4.72	4.30	3.84	3.44
其它	-31.2	16.6	21.0	-91.2	EV/EBITDA	13.78	13.58	11.96	10.61
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	42.0	384.3	421.7	-1,336.0					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135