



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 传媒

刘会明

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012
(8610) 6622 9084
huiming.liu@bocichina.com

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: 2014年将布局 新媒体和户外, 精品手游表 现值得关注

博瑞传播(600880.CH/人民币 19.84, 买入)于近日召开年度业绩说明会暨投资者交流会, 重申未来产业链延伸和并购扩张的发展方向, 同时详述具体游戏业务进度。2014年移动新媒体、户外等领域的并购预期持续。现阶段, 国内轻量级游戏市场仍处于爆发增长期, 诸多产品创收破纪录的周期在缩短, 对精品的要求在提升(包括IP全版权运营)。公司《龙之守护》等精品的推出符合市场发展趋势, 其在整个东南亚市场的表现值得关注。考虑2015年对漫游谷剩余30%股权的选择收购权及其他潜在并购, 维持2014-16年每股收益0.68元、0.78元和0.89元预测。

1) 2013年业绩增长低于预期的原因

13年传统业务下滑, 其中印刷下滑44%, 平面广告下滑18%。新媒体业务中, 《寻龙记》低于预期, 下线重新推出, 对13年业绩影响较大。

2) 发展思路: 稳固传统业务, 大力拓展新业务

近期公司修改了公司章程, 进一步增强分红比例, 以保护投资者利益、促进公司长远发展。现阶段传统业务包括平面媒体的印刷、广告, 后续网络游戏、户外广告、小额贷款、创意成都写字楼租赁等新开辟业务还会持续提升公司的盈利能力。13年传统业务面临较大压力和挑战, 出现下滑。未来将通过产业链延伸和扩张来做增量, 传统业务提供现金流, 为新业务发展提供基础。

14年公司战略性坚定向移动互联网转型, 以用户体验为中心。坚持重大项目, 以资本运营为手段。预计14年有望在户外广告上加大投入和全国布局; 在小额贷款上提升杠杆; 在机制创新和管理创新上加大力度, 完善产业基础。继续从传统媒体走向新媒体。新媒体体量还小, 预计未来还将以并购方式, 利用资本手段做大做强。

3) 并购方向: 移动互联网、平台标的

除做好内生增长外, 外延并购集中在移动互联网等新媒体领域, 游戏平台及户外广告等, 将是新的一年管理层工作重点。年底换届。12年董事会对管理团队提出“三年再造一个博瑞”的考核目标, 目前考核标准不变。此外还有新项目和市值管理(绝对市值和相对市值), 后两者考核的权重重大。

4) 员工团队稳定, 团队股权激励机制持续

公司通过三个方面加强团队的稳定性: 一是明确企业战略方向; 二是产品符合市场定位, 能赚到钱; 三是企业文化建设。去年集团给下属公司派驻人力资源和企业文化建设专员, 现在梦工厂人员相对稳定, 整体处于良性循环; 博瑞历来给各业务子公司及部门都设有团队激励, 现阶段也在讨论梦工厂、漫游谷核心人员期权计划。

5) 游戏业务详述

5.1) 管理层对游戏市场的判断:

预计页游用户规模和研发CP生存状况呈两个极端,页游市场萎缩没有大家想象得快。一方面,百度独代的《大闹天宫》收入过亿,过5,000万流水的页游产品也很多。漫游谷今年陆续有过1、2千万的项目。另一方面,由于页游成本攀升,很多CP转投手游,行业竞争压力持续减小,产品质量变化不大。北京户外、上海游族、广州动网、北京漫游谷等第一阵营的研发商都在持续做。漫游谷今年还能确保出一到两款精品,《七雄争霸2》、《全民飞车》选用《英雄联盟》的美术制作团队负责这个项目。

页游市场获取成本一直未达到最高点,现阶段精品游戏再有更高的利润较难,即使像腾讯这样关系链强的。后者也在市场上寻找好的团队。精品大作会要求美工精美、付费项目深入、游戏体验感好。

5.2) CP与平台运营商仍在博弈

CP和平台的博弈一直在变化,手游的生命力长于端游和页游。12年下半年至13年上半年大家都在开发速度和开发数量上竞争。产品为王,只要有产品就能上平台。全平台、全渠道找产品,认为只要产品上了都能挣钱。13年下半年开始,91、小米等平台产品逐步饱和,发行商对CP热情度下降。产品进入洗牌,向精品化大作靠拢。小团队和投机产品生存空间小。大团队、原创产品更有生命力,后续保障能力强。渠道为王。预计明年还会有进一步洗牌,渠道压力加大,规章透明。平台影响力变小,重新回到产品为王。渠道花大代价全世界范围寻找好产品。

5.3) 游戏谷:预计推出5款页游、9款手游

去年非公开发行10.6亿收购漫游谷70%股权,后者《七雄争霸》最高在线人数曾达到80万人,是页游领域的领先者。在产品研发上有很强研发能力,同时在销售上持续增长。漫游谷80%员工是研发人员。在发展中储备大量新产品,去年产品超过10款以上。对《七雄争霸》等优势产品升级,增强可玩性。实现了端游、页游和手游一体化。同时加大海外业务,2013年海外版权收入130万美金。旗下《全民飞车》正式签署越南市场。在巴西建立葡语网站。作为是纯研发公司,收入主要来自联运分成,八成收入来自《七雄争霸》的腾讯分成。14年在过去产品基础上,预计将有5款页游、9款手游推出。希望顺利完成对赌。

漫游谷不贴“腾讯”标签,而是更熟悉腾讯平台运营模式,更熟悉用户需求,以及通过腾讯获取客户更容易,成本更低。《横扫江湖》后面会以联运方式推出。新政策是即使与微信签了协议,也未必能在微信上发。以大腾讯平台签约,分三个资源:海纳、独代、联营。独代要达到ARPU值、7日留存值等指标后自动进入下一个层级。漫游谷一直与腾讯评测部门保持密切合作。

台湾还没定是建立办事处还是代理运营,当地竞争不激烈。现在台湾做的比较好的是昆仑和中手游。预计3月内会有定论。手游是按原包发行(繁体版、中文版、日文版等)。

漫游谷团队约千人,可以实现不同平台和技术上的共享,资源共享,公司规模扩大后的谈判力加强。协同效应带来成本降低,时间效率提高,为今后做游戏类新媒体带来策略资源。

《劲舞团3》与久游网签署战略合作协议。《龙之守护》与百度多酷签署独家代理协议。

5.4) 梦工厂

梦工厂收入主要来自《侠义道》系列，部分收入来自页游和《寻龙记》。业绩亮点在海外收入。《寻龙记》马来市场排名第一，月流水150-180万，公司可分到20-30万。柬埔寨市场4月发布，当地没有网络，自己构建局域网。今年还将进入泰国、越南和印尼。14年计划《侠义道》系列稳定增长，手游新增增长点，海外预计超过200万美金。今年海外收入月流水500多万，公司分成20%。预计能持续到6月份。

梦工厂去年《侠义道》系列流水约1.3亿，公司拿69%。判断未来游戏能赚到大钱的是重度游戏。《棋魂》ARPU值很高，是公司进军家庭产品的尝试，现在各个盒子性能不高。家庭用户和PC端用户不同，中重度游戏不适合老人小孩。今年6月份会出大屏幕版本，希望能移植到客厅领域。

《侠义道》去年付费用户460多人，年收入600多万元。状况与巨人的《江湖》和《征途2》类似。《侠义外传OL》今年还有5万付费用户，今年期望较高，既迎合老用户，又吸引新客户，希望对成都梦工厂业绩带来扭转。6月还将有卡牌产品布局。

5.4) 《龙之守护》值得期待

《龙之守护》团队之前做了很多单机游戏，在U3D引擎方面走在行业前列。2月27号上百度平台。次日留存率63.9%，三日56%，7日27.5%。所有平台评级都是B和A，数据出来后基本调整S级。现在还没有开充值，要看3月20日上的情况。公司与百度91助手关系一直很好。91助手的渠道资源分两大块。过去非游戏运营板块全部向百度李敏远汇报，游戏板块向冬成（多酷的头）和李敏远汇报。现在运营商与CP博弈。好CP不容易碰上运营商。百度今年把公司产品战略性推荐。《龙之守护》4月15号在韩国KAKAO（类似于国内的微信）上线。台湾这周可以签约。《神兵传奇》、《佣兵2》、《秦美人》等与公司产品类别相似。《龙之守护》有续作计划，但没有实际行动计划。根据其表现决定是续作还是开发新品。

目前内测数据不错，但是量级小，不足以说明问题。海外只做韩国，因为人手不足。考虑到韩国反补国内渠道商，签约价格不高。要求在韩国保证推广资源。韩国代理商是CJE&M，腾讯已入股。在韩国前十产品中最多时有5个，现在有3个，都被腾讯代理。

《龙之守护》之前有单机版，研发了一年半时间。指尖工作室，国内第一U3D团队，共有30多人，其中不包括平台部门、美术人员。手机操作包括点击和遥控杆。市面上同类产品是副本类的，服务器压力不大。龙之守护是全开放，同步交互性设定全自由体验。

5.5) 期待推出游戏类重量级产品

页游有两款重量级游戏。《七雄争霸2》玩法与一关系不大，最早定位看起来像，后来是玩起来像，看起来不像。去年10月重新定位成可玩性极强的游戏。过去想做迎合市场游戏，现在想做有内容，持续性更强的游戏。第二款8087，腾讯有期待，但是尚不够大作标准，重新寻找美术团队，制作费用450万人民币。期待月流水在3,000万元。

手游两个大项目，（每个团队35人以上）七雄争霸手机版（SRG游戏）第二款是一个海外生活类游戏。

手游和页游娱乐性共通，技术上互通，后台架构一样。美术上画手游更快，在客户端上表现特效更容易。这对于公司是优势。差别在于策划，碎片时间无序化和随机化。手游上还需要积累一些技术以及渠道。

5.6) 计划引入《劲舞团3》

劲舞团商标过去是久游的，这次合作目的之一就是借劲舞团品牌价值。久游拿45%，负责在他们平台上推广，与公司平台对接，无缝对接。会拿出很大资源推广。T3已经推出《劲舞团3》，预计6月份会有韩版游戏，三到四周可以实现中文版。手游版和端游版《劲舞团3》今年成为可行的推出项目。

过去劲舞团3有80%人员放在端游，陌陌平台上表现不错。现在抽调一个端游团队做劲舞团3手游。韩国优势在于客户端表现、美术上。手游表现力会继承过去的优点。4G作用不仅是网络快，更重要的是更换平台。新平台下客户端表现力会更出色。双端推广有助于用户拓展。预计6月有可能单独通告具体情况。

5.7) 看好IP资源嫁接

IP是未来宝贵资源，可以大幅节省广告费，提供支点。公司会积极寻找，买IP重要性等同于收购团队。腾讯也收购了不少IP，但他的自研团队难以快速开发出产品。他们会逐步推出IP开发权，为游戏公司提供机会。集团会为收购IP提供资金支持。

6) 拟加强小贷业务

小贷公司12年9月设立，去年净利润6,000万元，是第一个完整会计运营年。今年将进一步打通融资平台，加大贷款额度。该业务是公司切入金融领域支点。14年完善客户资源，挖掘业务潜力。风控是工作重点，优化贷款结构。加强财务杠杆运用，打通融资渠道，提高规模。关注国家金改政策和互联网趋势。

7) 广告业务情况

前期收购的广告公司泽宏嘉瑞未完成对赌目标，主要原因是客户集中在酒类，市场冲击大。但泽宏嘉瑞的利润体量占公司整体的比重小，而且有利润回补，几乎无影响。

海南三乐主要的户外媒体资源集中在海口和三亚。并购也设有严格的业绩回补条款，对公司不是件坏事。现阶段三乐运营正常，看好未来发展。

公司加大户外媒体业务，去年1.2亿收购杭州翱翔和厦门阳之光51%股权。在全国布局向中心城市展开。已经在成都、武汉、杭州、海南完成布局。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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