



## 传媒+金融的复合型平台公司

### 投资要点

- **事件:** 近期, 公司发布公告, 宣布以发行股份的方式收购成都小企业融资担保有限责任公司; 并发布 2016 年的战略发展规划纲要, 提出要打造成“传媒+金融”的综合平台公司。
- **11.5 亿并购四川担保龙头企业。** 公司宣布, 以 9.67 元的价格发行约 1.19 亿股, 以 11.5 亿的价格购买成都小企业融资担保有限责任公司约 81% 的股权。成都小企业融资担保有限责任公司是川内有名的担保企业, 虽然近期标的公司的业绩因为会计处理呈现较大压力, 但也提前释放了部分风险, 可谓是为未来健康发展“壮士断腕”。
- **成立并购基金。** 根据公司制定的“传媒+金融”的发展思路, 公司和上海英硕成立“成都英硕博瑞股权投资合伙企业(有限合伙)”, 该基金规模为 50 亿元, 首期规模 10 亿元, 博瑞传播出资 1.47 亿元, 博瑞盛德(博瑞传播子公司)出资 0.03 亿元, 主要投向包括 IP 产业、VR 产业、互联网大数据营销平台和程序化投放平台等领域。
- **金融+传媒的战略。** 公司现在明确发展“金融+传媒”的战略发展目标, 未来将通过整合 IP 产业、发展海外游戏业务、整合金融平台等办法, 依托现在已有的资源和渠道, 打造成“金融+传媒”的复合型平台公司。
- **估值与评级:** 由于并购事件还需管理层审核, 暂不纳入业绩预测之中, 我们预计, 在国家经济和纸媒体行业的双重压力之下, 博瑞传播今年的业绩将受到一定的影响, 所以我们小幅度修正公司的业绩水平, 预计公司 2015 年到 2017 年的归母净利润为 2.73 亿、3.75 亿、4.81 亿, 对应的 EPS 为 0.25 元、0.34 元、0.44 元, 考虑到明年公司的重磅游戏将投入市场, 业绩将出现反转, 维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 游戏业务发展或不达预期、传统媒体下滑速度或超过预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1685.06	1678.05	2063.08	2327.35
增长率	5.55%	-0.42%	22.95%	12.81%
归属母公司净利润(百万元)	280.95	273.85	375.74	481.79
增长率	-16.89%	-2.52%	37.21%	28.22%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.25	0.34	0.44
净资产收益率 ROE	8.14%	6.39%	8.26%	9.88%
PE	29	30	22	17
PB	1.98	1.91	1.80	1.68

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

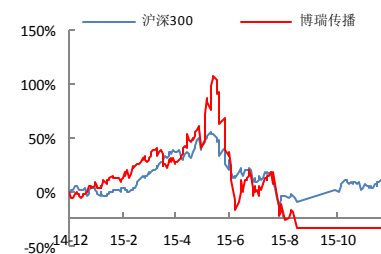
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	10.93
流通 A 股(亿股)	7.33
52 周内股价区间(元)	7.5-24.52
总市值(亿元)	82.00
总资产(亿元)	47.37
每股净资产(元)	3.31

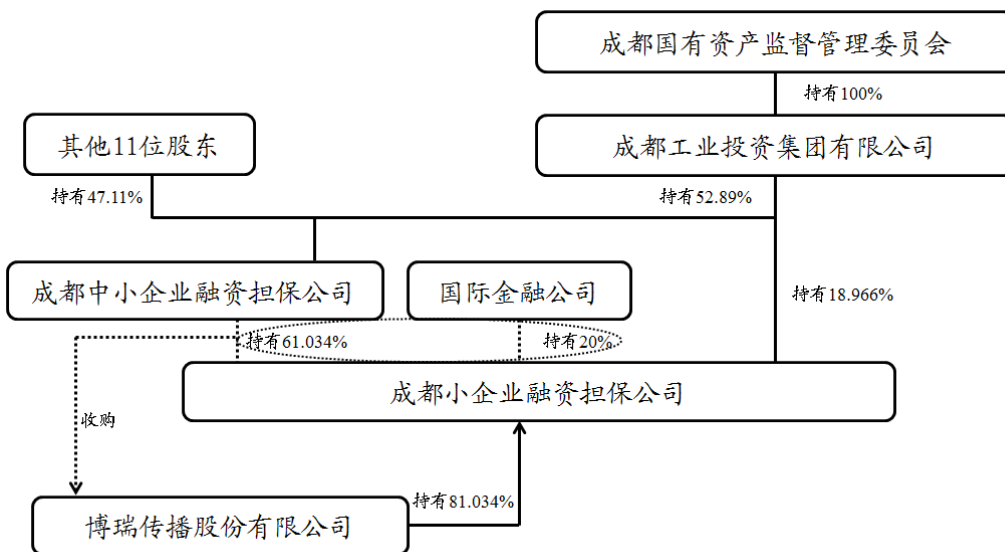
### 相关研究

1. 博瑞传播 (600880): 持韬光养晦、待厚积薄发 (2015-10-27)
2. 博瑞传播 (600880): 传统传媒企业的多元化转型 (2015-06-05)

## 1. 并购川内担保龙头企业

博瑞传播于 9 月 15 日宣布停牌，并于近期发布公告，根据公告内容，博瑞传播将购入成都小企业融资担保有限责任公司约 81% 的股权，交易价格为 11.52 亿元，交易方式为发行股票及使用现金，发行价格为 9.67 元/股，发行数量为 1.19 亿股。主要交易对手和标的是“成都中小企业融资担保有限责任公司”手中“成都小企业融资担保有限责任公司”61.03% 的股权；以及“国际金融公司”所持有的“成都小企业融资担保有限责任公司”20% 的股权，交易完成后，博瑞传播累计持有 81.03% 的股权，成为实际控制人。

图 1: 2008 年到 2014 年，博瑞传播营业总收入 (亿元)



数据来源: wind, 西南证券

成都小企业融资担保有限责任公司是一家成立于 2001 年的公司，主要致力于为中小企业及困难个人提供融资担保的服务，通过增强中小企业和个人的商业信用，使得中小企业和个人能够从金融机构获得贷款，公司通过收取担保费用作为主要收入来源，而当客户无法向金融机构偿还贷款的时候，公司将代为偿还，并对客户进行追债。

从经营情况来看，2015 年前三个季度，小保公司的扣非净利润亏损为 5.73 亿，公司的经营情况并不理想，主要原因是因为 2014 年开始，国内经济就出现明显的增长压力，商业银行的不良贷款率也开始攀升，从而导致了小保公司的应收代偿款快速扩大。小保公司为了控制风险，保持公司正常运营，于报告期内根据代偿支出的可收回性确认了大量的赔付支出，并通过分析未到期担保责任余额中的潜在风险情况补充计提担保赔偿准备金，从而导致标的公司报告期内盈利能力有所下滑，且最近一期出现了亏损。

我们认为，在上述会计处理以后，虽然今年小保公司的经营压力剧增，但是更多的是为提前处理风险，一来可以客观反映当前担保行业的信用风险情况；另一方面，也将风险进行提前释放，降低了后续的不确定性。

根据收购协议，小保公司承诺在 2016 年-2018 年，累计将实现净利润 5.4 亿。

**表 1: 小保公司的经营情况**

	2015 年 1-9 月	2014 年	2013 年
营业收入	27582.81	42895.65	42666.85
营业利润	-67400.46	1819.69	31246.33
利润总额	-67196.66	3901.74	33566.66
净利润	-57137.74	3531.4	28878.83
非经常性损益	220.83	2673.62	3590.05
扣非净利润	-57358.57	857.78	25288.78

数据来源: 公司公告、西南证券

## 2. 成立并购基金助力战略发展

根据公司制定的“传媒+金融”的发展思路,公司和上海英硕签订了《合作协议》,共同发起设立文化产业并购基金“成都英硕博瑞股权投资合伙企业(有限合伙)”,上海英硕和本公司全资子公司北京博瑞盛德创业投资有限公司(以下简称“博瑞盛德”)共同作为基金管理人。该基金规模为 50 亿元,首期规模 10 亿元,博瑞传播出资 1.47 亿元,博瑞盛德(博瑞传播子公司)出资 0.03 亿元,上海英硕出资 0.07 亿元并负责募集 8.43 亿元。

该基金将致力于投资传媒、教育和金融,包括:以泛 IP 为商业核心的内容平台,泛 IP 内容载体的发行和运营平台,互联网大数据营销平台和程序化投放平台等,优先并购包括但不限于拥有传媒渠道资源、新传媒技术(VR/AR)、IP 库、和持有特定金融牌照和金融渠道的公司。

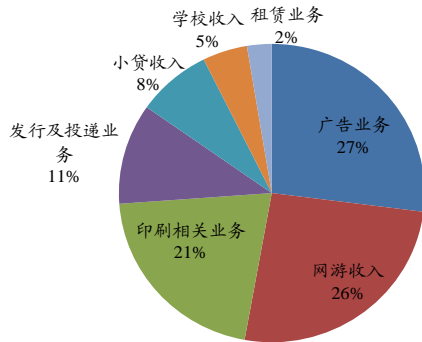
## 3. 金融+传媒的大战略

根据公司制定的《战略发展规划(2016)》的主要内容,公司未来将试图打造“金融+传媒”的综合型平台企业。

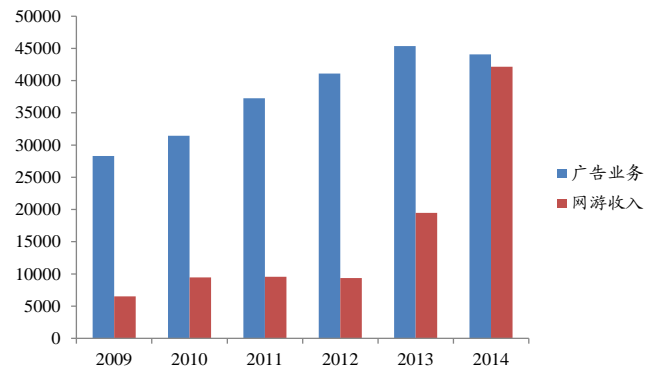
### (1) 传媒领域

- 以 IP 为核心。通过自我孵化和外延并购同时推进的方式,获取 IP,发挥 IP 的价值,以影游互动为核心,向产业链其他领域衍生。
- 游戏还是重点。坚持游戏在公司中的地位,坚持精品化的研发策略,通过整合公司数字娱乐资源,提供竞争力。
- 扩大海外市场。推进娱乐产品的海外输出战略,嫁接海外平台和资源,完善公司自身的数字娱乐综合产业链。

我们认为,博瑞传播的“传媒战略”具有可操作性,原因是:1.公司自身的游戏业务强劲,2014 年,公司游戏业务在主营业务中的占比几乎和传统纸媒体业务相当,而利润则主要由游戏贡献;2.博瑞的游戏在海外,尤其是韩国取得了非常良好的战绩,旗下多个游戏受到韩国市场的热捧;3.目前,IP 的价值得到市场的充分认可,公司在此之机,积极布局 IP 产业,显然是站在了时代的前端。

**图 2: 2014 年公司收入结构**


数据来源: wind, 西南证券

**图 3: 公司传统业务和游戏业务的发展趋势 (万元)**


数据来源: wind, 西南证券

## (2) 金融领域

通过收购小保公司, 结合自身小贷业务的经验和资源, 整合融资租赁、资管、互联网金融等多项业务, 完善公司金融服务体系;

以产业并购基金为抓手, 建立“上市公司+PE”的投资闭环, 重点关注战略转型所需的导向型项目, 布局移动互联网、新兴传媒产业。

如果收购获得通过, 随着小保公司的纳入, 公司的金融业务将会得到明显的补充, 金融综合平台雏形将开始显现。

## 4. 今年蛰伏、明年腾飞

对于博瑞传播, 我们有以下几个观点:

今年业绩或呈现压力。今年, 博瑞传播的业绩水平或较去年出现较为明显的压力, 原因是: 1) 游戏业务的推进速度慢于预期; 2) 宏观经济下滑施压公司的小贷业务; 3) 纸媒体日薄西山之势延续。

游戏业务下滑并非游戏不好。需要强调的是, 今年博瑞传播游戏业务弱于预期的原因并非公司的游戏产品不受市场欢迎, 而是公司精益求精, 希望将最完善的游戏推向市场而延长了开发周期, 多个重磅产品将在明年陆续发布。

明年公司很有希望。我们认为, 明年公司业绩将有很大概率出现大幅度改善, 原因是: 1) 今年的下滑为明年累积了较好的增长基数; 2) 小贷业务的收缩在今年已经得到较为充分的释放; 3) 重磅游戏将在明年陆续发出, 将成为公司亮点; 4) 公司在教育领域多年布局, 一旦触网, 将从根本上改变公司的估值水平。

## 5. 盈利预测

由于并购事件还需管理层审核, 暂不纳入业绩预测之中, 我们预计, 在国家经济整体下滑和纸媒行业整体调整的大背景, 博瑞传播今年的业绩将受到一定的影响, 所以我们小幅度修正公司的业绩水平, 预计公司 2015 年到 2017 年的归母净利润为 2.73 亿、3.75 亿、4.81 亿, 对应的 EPS 为 0.25 元、0.34 元、0.44 元, 考虑到明年公司的重磅游戏将投入市场, 业绩将出现反转, 维持公司“增持”的投资评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1685.06	1678.05	2063.08	2327.35	净利润	336.32	273.85	375.74	481.79
营业成本	834.21	973.27	1134.70	1210.22	折旧与摊销	222.62	123.06	123.06	123.06
营业税金及附加	35.25	43.42	51.14	57.03	财务费用	-17.67	0.31	0.38	0.43
销售费用	89.36	83.27	103.83	117.63	资产减值损失	74.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	279.96	251.83	320.66	357.58	经营营运资本变动	-147.46	76.53	-43.56	-24.08
财务费用	-17.67	0.31	0.38	0.43	其他	63.05	14.64	-0.65	-1.24
资产减值损失	74.34	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>531.20</b>	<b>488.39</b>	<b>454.98</b>	<b>579.96</b>
投资收益	2.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	50.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.41	1.41	1.41	1.41	其他	-252.02	1.41	1.41	1.41
其他经营损益	-0.12	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-201.77</b>	<b>1.41</b>	<b>1.41</b>	<b>1.41</b>
<b>营业利润</b>	<b>393.81</b>	<b>327.36</b>	<b>453.78</b>	<b>585.86</b>	短期借款	0.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	22.96	18.09	19.33	19.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>416.77</b>	<b>345.45</b>	<b>473.11</b>	<b>605.38</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	80.45	71.60	97.37	123.59	支付股利	-136.67	-113.58	-110.71	-151.91
净利润	336.32	273.85	375.74	481.79	其他	-26.46	-19.47	-0.38	-0.43
少数股东损益	55.37	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-163.13</b>	<b>-153.05</b>	<b>-111.10</b>	<b>-152.34</b>
归属母公司股东净利润	280.95	273.85	375.74	481.79	<b>现金流量净额</b>	<b>166.24</b>	<b>336.74</b>	<b>345.29</b>	<b>429.03</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1168.53	1505.28	1850.57	2279.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	489.52	457.67	582.03	650.88	销售收入增长率	5.55%	-0.42%	22.95%	12.81%
存货	21.70	24.89	29.14	31.15	营业利润增长率	-18.90%	-16.87%	38.62%	29.11%
其他流动资产	11.45	11.51	11.98	12.29	净利润增长率	-13.22%	-18.57%	37.21%	28.22%
长期股权投资	81.73	81.73	81.73	81.73	EBITDA 增长率	0.61%	-24.72%	28.06%	22.89%
投资性房地产	495.96	495.96	495.96	495.96	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	535.19	457.80	380.40	303.01	毛利率	50.49%	42.00%	45.00%	48.00%
无形资产和开发支出	1353.54	1311.58	1269.62	1227.66	三费率	20.87%	19.99%	20.59%	20.44%
其他非流动资产	685.55	681.84	678.13	674.42	净利率	19.96%	16.32%	18.21%	20.70%
<b>资产总计</b>	<b>4843.17</b>	<b>5028.26</b>	<b>5379.56</b>	<b>5756.70</b>	ROE	8.14%	6.39%	8.26%	9.88%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.94%	5.45%	6.98%	8.37%
应付和预收款项	326.80	375.90	444.89	484.08	ROIC	16.16%	14.27%	21.29%	28.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.53%	26.86%	27.98%	30.48%
其他负债	365.16	369.50	386.77	394.85	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>711.97</b>	<b>745.40</b>	<b>831.67</b>	<b>878.93</b>	总资产周转率	0.35	0.34	0.40	0.42
股本	1093.33	1093.33	1093.33	1093.33	固定资产周转率	3.07	3.41	4.97	6.89
资本公积	805.42	805.42	805.42	805.42	应收账款周转率	5.45	5.23	5.92	5.56
留存收益	1717.12	1877.39	2142.42	2472.30	存货周转率	30.11	41.40	41.38	39.68
归属母公司股东权益	3624.49	3776.14	4041.17	4371.05	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	95.28%	—	—	—
少数股东权益	506.72	506.72	506.72	506.72	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4131.21</b>	<b>4282.86</b>	<b>4547.89</b>	<b>4877.77</b>	资产负债率	14.70%	14.82%	15.46%	15.27%
负债和股东权益合计	4843.17	5028.26	5379.56	5756.70	带息债务/总负债	2.81%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.79	4.16	4.37	4.85
					速动比率	3.74	4.11	4.32	4.80
					股利支付率	48.65%	41.48%	29.47%	31.53%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	598.76	450.73	577.23	709.35	每股收益	0.26	0.25	0.34	0.44
PE	29.19	29.94	21.82	17.02	每股净资产	3.78	3.92	4.16	4.46
PB	1.98	1.91	1.80	1.68	每股经营现金	0.49	0.45	0.42	0.53
PS	4.87	4.89	3.97	3.52	每股股利	0.12	0.10	0.10	0.14
EV/EBITDA	8.21	10.09	7.28	5.32					
股息率	1.67%	1.39%	1.35%	1.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn