

**动态报告/公司快评**

传媒

**博瑞传播 (600880)**
**推荐**

平面媒体

袭新增资博瑞梦工厂、参股成都全搜索点评

(维持评级)

2010年2月25日

# 新媒体战略布局再下一城

分析师: 陈财茂      chencm@guosen.com.cn      021-60933163

## 事项:

博瑞传播公告: 1、袭新以货币资金 667 万元增资博瑞梦工厂, 持股比例从 30%提高到 40%; 2、博瑞传播以 580 万元增资参股成都全搜索公司, 持股比例为 17.87%。

## 评论:

### ■ 袭新增资博瑞梦工厂: 加大激励力度

成都博瑞梦工厂于 2009 年 12 月 1 日成立, 注册资本 4000 万元, 其中博瑞传播出资 2800 万元, 持股 70%, 袭新出资 1200 万元, 持股 30%, 袭新所持股份包括为新游戏项目开发和运营团队预设的 10%。此次袭新以货币资金 667 万元增资, 将持股比例从 30%提高到 40%, 袭新本人持股 20%比例不变, 但是为新项目预设的股权比例从 10%提高到了 20%。意义如下:

- 1、加大了激励的力度。**博瑞传播选择给予子公司股权激励网游项目团队, 加大激励力度的方式包括两个: 增加激励股权的比例和降低获得激励条件。此次将激励比例从 10%提高到 20%, 是增加激励的典型表现, 也增加了项目并购和团队引进的弹性。
- 2、继续加大激励股权比例不大。**袭新单方面增资后, 博瑞传播对博瑞梦工厂的持股比例已经下降为 60%, 未来维持对博瑞梦工厂的控制权, 博瑞股权比例必须要超过 50%, 股权进一步降低的空间不足 10%。并且如果存在很多引进的团队和收购的项目需要激励, 博瑞传播完全可以再成立其他子公司, 或者对博瑞梦工厂增资。
- 3、是否意味着团队引进和项目收购难度增加?**国内一线的网游企业大多在海外上市, 另外创业板的开设也增加了网游企业上市的机会, 优秀的项目和团队在被收购时的议价能力自然提升。

### ■ 增资参股成都全搜索: 新媒体战略布局再下一城

成都全搜索公司成立于 2005 年 11 月, 注册资本 100 万, 成都商报社占 80%, 成都英商传媒广告有限公司占 20%。此次增资由成都商报社、成都英商传媒广告有限公司、成都传媒集团和博瑞传播共同发起, 增资后, 注册资本为 3246 万元, 博瑞传播出资 580 万元, 占比 17.87%。点评如下:

- 1、暂不增加会计利润。**因持股比例不足 20%, 博瑞传播对成都全搜索的会计核算应采用成本法, 除非成都全搜索进行利润分配, 否则此次投资并不增加博瑞传播的会计利润, 而对于发展期的成都全搜索, 利润分配的可能性不大。
- 2、单独上市还是被博瑞收购?**两种可能性均存在, 但后一种可能性更大, 原因包括: (1) 纳入博瑞传播的整体架

构，增加了业务之间的协同效应，降低了成都全搜索的经营风险。（2）虽然单独上市给除博瑞传播以外的其他股东带来最大的溢价，但是存在程度繁琐的缺点，并且作为关联方的管理层大多持有博瑞传播的股权，博瑞的管理层有足够的动力去收购成都全搜索。

**3、新媒体战略布局再下一城。**在参股手中乾坤布局手机游戏、收购梦工厂进军网游后，博瑞此次参股成都全搜索，完成了对门户网站的布局。成都全搜索经过4年多的发展，2009年实现营业收入1202万元，净利润417万元，截至2009年年底，总资产640万元，净资产539万元，已经渡过了早期的创业期。在布局成都全搜索后，以成都全搜索做为一个平台，可以实现博瑞传播现有传统媒体（除户外）、网游新媒体内容资源的整合，发挥协同效应。

### ■ 维持“推荐”评级

博瑞传播制定了向新媒体发展的战略，并且坚定不移地进行执行，逐渐走上新旧媒体融合发展的道路，这也是未来中国其他传统媒体值得借鉴的路径，博瑞传播无疑走在了前头。我们维持之前的盈利预测，2009-2011年的EPS分别为0.71、0.87和0.95元，对应的PE分别为42、31和34倍，继续维持“推荐”的投资评级。

**表 1：博瑞梦工厂增资前后股权比例**

万元，%	注册资本		持股比例	
	增资前		增资后	
博瑞传播	2800	70%	2800	60%
袁新	1200	30%	1867	40%
袁新本人	800	20%	933	20%
新项目预设	400	10%	933	20%
合计	4000	100%	4667	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

**表 2：成都全搜索增资前后股权比例**

万元，%	注册资本		持股比例	
	增资前		增资后	
成都商报社	80	80%	936	28.83%
成都英商广告传媒有限公司	20	20%	250	7.09%
成都传媒集团			1500	46.21%
博瑞传媒			580	17.87%
合计		100%	3246	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

**表 3: 博瑞传播盈利预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	592	287	412	574	营业收入	809	952	1140	1274
应收款项	77	83	100	112	营业成本	430	473	527	567
存货净额	22	23	26	27	营业税金及附加	23	30	37	42
其他流动资产	29	34	41	46	销售费用	26	36	39	44
<b>流动资产合计</b>	<b>746</b>	<b>454</b>	<b>605</b>	<b>785</b>	管理费用	91	92	111	124
固定资产	418	582	692	777	财务费用	(6)	(4)	(2)	(5)
无形资产及其他	35	63	92	121	投资收益	44	6	6	6
投资性房地产	81	526	526	526	资产减值及公允价值变动	(31)	20	5	0
长期股权投资	112	112	112	112	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1392</b>	<b>1738</b>	<b>2026</b>	<b>2321</b>	营业利润	259	352	440	507
短期借款及交易性金融负债	41	50	50	50	营业外净收支	(2)	7	1	1
应付款项	63	90	99	107	<b>利润总额</b>	<b>257</b>	<b>359</b>	<b>441</b>	<b>508</b>
其他流动负债	195	208	233	253	所得税费用	48	66	79	124
<b>流动负债合计</b>	<b>299</b>	<b>347</b>	<b>383</b>	<b>409</b>	少数股东损益	18	25	36	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>192</b>	<b>268</b>	<b>326</b>	<b>356</b>
其他长期负债	27	27	27	27					
<b>长期负债合计</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>					
<b>负债合计</b>	<b>326</b>	<b>374</b>	<b>410</b>	<b>436</b>					
少数股东权益	48	67	92	112					
股东权益	1019	1296	1524	1773					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1392</b>	<b>1738</b>	<b>2026</b>	<b>2321</b>					

  

现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	192	268	326	356
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	34	37	47	55
公允价值变动损失	31	(20)	(5)	0
财务费用	(6)	(4)	(2)	(5)
营运资本变动	33	(418)	10	8
其它	16	19	25	19
<b>经营活动现金流</b>	<b>304</b>	<b>(114)</b>	<b>403</b>	<b>439</b>
资本开支	(6)	(210)	(180)	(170)
其它投资现金流	9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35)</b>	<b>(210)</b>	<b>(180)</b>	<b>(170)</b>
权益性融资	32	63	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(41)	(54)	(98)	(107)
其它融资现金流	(159)	9	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(209)</b>	<b>19</b>	<b>(98)</b>	<b>(107)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>60</b>	<b>(305)</b>	<b>125</b>	<b>162</b>
货币资金的期初余额	532	592	287	412
货币资金的期末余额	592	287	412	574
企业自由现金流	256	(329)	227	268
权益自由现金流	97	(316)	229	272

  

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.52	0.71	0.87	0.95
每股红利	0.11	0.14	0.26	0.28
每股净资产	2.77	3.45	4.06	4.73
ROIC	21%	26%	30%	30%
ROE	19%	21%	21%	20%
毛利率	47%	50%	54%	55%
EBIT Margin	30%	34%	37%	39%
EBITDA Margin	34%	38%	42%	43%
收入增长	14%	18%	20%	12%
净利润增长率	42%	40%	21%	9%
资产负债率	27%	25%	25%	24%
息率	0.4%	0.5%	0.9%	1.0%
P/E	57.1	41.7	34.3	31.4
P/B	10.7	8.6	7.3	6.3
EV/EBITDA	41.2	32.2	24.5	21.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

#### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

#### 免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。