2010 年 4 月 2 日

博瑞传播

广告及网游业务情况

买入

A

600880.SS – 人民币 30.41

目标价格: 人民币 35.73

博瑞传播继续朝“传统媒体运营商+新兴媒体内容提供商+文化产业战略投资商”的战略目标迈进，传媒业务稳定中求增长，新媒体项目投资快速推进。我们对户外广告资源拓展、网游项目落地等有所期待。维持*买入*评级。

支撑评级的要点

- **报纸广告：**1 季度报纸广告投放活跃，版数增加；扩展省内二线城市发行网络以吸引全川客户；报纸广告继续呈现马太效应。
- **户外广告：**现有春熙路 LED、成都通多媒体信息亭都将成为今年户外广告既定增量，同时存在通过收购兼并方式以进行稍大规模的异地扩张的可能。
- **梦工厂：**梦工厂年内有望推出新《圣斗士》、《侠义世界》及 2 款对应的 Web 版产品，后年还可能推出 3D 的《侠义道 3》。
- **博瑞梦工厂：**博瑞梦工厂年内最多新增 1-2 个项目，预计在明年下半年或后年年初推出产品；寻梦计划给予团队较高自由度和关注度，期权池已建立，待制定实施细则。

影响评级的主要风险

- 户外眼界资源拓展进展、梦工厂产品运营效果及创投项目落地进度或低于预期。
- 持有的金融资产给业绩带来一定的不确定性。

估值

- 我们看好博瑞传播市场化理念下的资源拓展及业绩增长，维持 35.73 元目标价及*买入*的评级。

图表 1.投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	809	923	1,173	1,450	1,837
变动 (%)	*14*	*14*	*27*	*24*	*27*
净利润 (人民币 百万)	192	263	335	409	493
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.522	0.701	0.893	1.091	1.314
变动 (%)	*40.2*	*34.2*	*27.5*	*22.1*	*20.4*
市场预期每股收益(人民币)	-	0.738	0.926	1.088	-
核心每股收益 (人民币)	0.521	0.702	0.902	1.106	1.314
变动 (%)	*39.9*	*34.8*	*28.4*	*22.6*	*18.8*
全面摊薄市盈率 (倍)	58.3	43.4	34.0	27.9	23.1
核心市盈率 (倍)	58.4	43.3	33.7	27.5	23.1
每股现金流量 (人民币)	0.70	1.03	1.10	1.16	1.68
价格/每股现金流量 (倍)	43.6	29.4	27.8	26.3	18.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.4	27.5	22.5	17.5	13.2
每股股息 (人民币)	0.150	0.147	0.200	0.250	0.300
股息率 (%)	0.5	0.5	0.7	0.8	1.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

冯雪

(8621) 6860 4866 分机 8590

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210010330

重要数据

发行股数 (百万)	375
流通股 (%)	64
流通股市值 (人民币 百万)	7,347
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
成都博瑞投资控股集团有限公司	25

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>， firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.)上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

新一代的传媒公司

博瑞传播致力于成为新一代的传媒类公司，背靠《成都商报》大股东资源，在文化产业、尤其是新媒体领域开疆辟地；同时建立起市值管理及在新媒体战略推进的目标考核体系。我们预计未来公司并购扩张领域主要是在户外广告、网游及类似于梦工厂等的具有培育为主业潜质的新媒体项目(网游、社区、手机平台等)。

广告业务高增长预期

2010 年博瑞广告业务将进一步壮大，报纸和户外均有较高的增长预期。09 年公司退出运作 2 年的电视广告业务，体现公司广告业务进行资源集中、业务优化的思路。

报纸广告

2009 年《成都商报》广告收入 8 亿多元，其中博瑞广告占 40%左右的份额。2010 年 1 季度常规淡季情况来看，已产生及已下单业务增长良好，体现在行业及单个客户的广告投放量都在增加。判断成都地区报纸广告投放将持续体现马太效应，资源更加集中于大报等强势媒体等。公司在今年启动川内二线城市发行网络建设，效仿《华西都市报》做全川覆盖的概念，吸引有省内投放广告需求的客户，同时受益于随二线城市交通、经济逐渐发达，《成都商报》走出成都的市场环境在逐步成熟。未来《商报》既争取全川客户，也会通过差异化广告策略等吸引当地客户、小客户等。

户外广告

09 年公司户外广告资源扩张步伐缓慢，主要是注重风险防范；利润较低是受 LED 显示屏及柱体广告在建的影响。今年我们对公司户外广告资源拓展的预期较高。拓展主要包括两个方向：一是当地户外广告资源的取得，包括帮助政府做户外广告区域规划，参与招拍挂等，二是通过兼并收购等方式进行异地扩张。目前春熙路 LED 项目在建，正在进行新的规划。成都通多媒体信息亭的升级改造将启动，将新增户外广告板块，同时成都通网点将由目前的 300 多个扩展到 690 个。预计单个亭的户外广告收入平均在 1 万元左右。老网点的改造在今年中期完成，新网点选址也基本敲定。另外，成都户外广告市场整顿未牵涉公司现有资源，由于刺激资源稀缺性的逐步体现，反而促使公司户外广告大牌等的价格提升。

此外，公司也在进行新媒体广告业务的尝试，如新浪、百度广告代理、流媒体广告等，但体量不会太大。

网游重研发，年内陆续推产品

梦工厂

原梦工厂公司主要负责《侠义道》系列等武侠类产品的深挖。从 09 年中期时的近 180 人扩充到现在的 210 人左右，大多数是研发人员，研发力量的增强较为明显。2010 年有望推出 2.5D 的《圣斗士 OL》和《侠义世界》（中华武侠的概念，自主运营为主）及《Web 圣斗士》和《Web 侠义道》。“网页+客户端”模式打造一款游戏两个终端的概念，力求增强用户黏度。2011 年将推出基于 3D 引擎的《侠义道 3》。

博瑞梦工厂

项目拓展多集中于博瑞梦工厂合资公司。目前关注的游戏类型主要是 MMO 产品，不排除未来相关人才到位建立休闲类产品项目的可能。博瑞梦工厂已招募 30 余人，将搭建成 1 个项目，明年下半年或后年初出产品，非既往的武侠类风格。预计 2010 年新增项目不超过 2 个。同时也在逐步展开 1-2 个产品的代理业务。与其他网游团队孵化机制不同，梦工厂的寻梦计划具有较高的自由度，条款不会太苛刻，同时对项目介入得相对较多，有利于保证研发进程和产品品质。我们认为寻梦计划将为梦工厂出精品、出大作打下良好基础。

博瑞梦工厂期权池已经准备完毕，以净资产作价，目前为细则制定的阶段。预计梦工厂 20%期权池还有待 2012 年建立。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	809	923	1,173	1,450	1,837
销售成本	(430)	(454)	(557)	(659)	(810)
运营费用	(79)	(76)	(138)	(179)	(234)
息税折旧前利润	301	392	478	612	793
折旧与摊销	(61)	(74)	(82)	(101)	(117)
营业利润 (息税前利润)	240	319	396	511	676
净利息收入/(费用)	6	3	3	3	5
其它盈利/（亏损）	11	30	32	42	17
税前利润	257	351	431	556	698
所得税	(48)	(67)	(74)	(120)	(174)
少数股东损益	(18)	(22)	(22)	(27)	(30)
净利润	192	263	335	409	493
核心净利润	191	263	338	415	493
每股收益(人民币)	0.522	0.701	0.893	1.091	1.314
核心每股收益(人民币)	0.521	0.702	0.902	1.106	1.314
每股股息(人民币)	0.150	0.147	0.200	0.250	0.300
收入增长(%)	14	14	27	24	27
息税前利润增长(%)	26	33	24	29	32
息税折旧前利润增长(%)	26	30	22	28	30
每股收益增长(%)	40	34	28	22	20
核心每股收益增长(%)	40	35	28	23	19

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	592	745	788	859	1,110
应收帐款	18	45	57	70	89
库存	22	42	170	145	113
其它流动资产	113	81	100	123	153
流动资产合计	746	913	1,116	1,197	1,466
固定资产	418	511	642	547	636
无形资产	53	468	468	468	469
其它长期资产	175	189	430	447	460
长期资产合计	646	1,167	1,540	1,463	1,565
总资产	1,392	2,081	2,656	2,660	3,031
应付账款	27	50	60	68	79
短期债	41	40	40	40	40
其它流动负债	231	594	850	481	409
流动负债合计	299	684	951	589	529
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	27	26	28	31	34
股本	367	375	375	375	375
资本公积	651	926	1,209	1,551	1,953
股东权益	1,019	1,301	1,585	1,927	2,328
少数股东权益	48	70	91	113	140
负债权益总计	1,392	2,081	2,656	2,660	3,031
每股账面价值 (人民币)	2.77	3.47	4.22	5.13	6.20
每股有形资产(人民币)	2.63	2.22	2.98	3.89	4.95
净负债/ (现金)(人民币)	(1.50)	(1.88)	(1.99)	(2.18)	(2.85)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	257	351	431	556	698
折旧与摊销	61	74	82	101	117
净利息费用	(6)	(3)	(3)	(3)	(5)
营运资本变动	(2)	56	(28)	(103)	(9)
税金支付	(48)	(67)	(74)	(120)	(174)
其它经营现金流	(6)	(24)	3	3	5
经营活动产生的现金流	256	388	411	434	631
购建固定资产净额	(160)	(146)	(454)	(74)	(219)
其它投资现金流	(36)	(124)	0	0	0
投资活动产生的现金流	6	85	135	(170)	(70)
净股本增加	(191)	(185)	(319)	(244)	(290)
净负债增加	(18)	75	3	8	2
支付股息	(50)	0	0	0	0
其它筹资现金流	(41)	(55)	(55)	(75)	(94)
筹资活动产生的现金流	103	(69)	3	(51)	1
现金余额变动	(6)	(50)	(49)	(119)	(90)
年初现金	60	153	43	71	252
公司自由现金流	532	592	745	788	859
股权自由现金流	65	203	92	190	342

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	37.2	42.5	40.7	42.2	43.2
息税前利润率	29.6	34.5	33.7	35.2	36.8
税前利润率	31.8	38.1	36.8	38.4	38.0
净利率	23.7	28.5	28.6	28.2	26.8
流动性(倍)					
流动比率	2.5	1.3	1.2	2.0	2.8
利息覆盖倍数	79.6	130.1	148.8	185.0	244.9
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	2.4	1.3	1.0	1.8	2.6
估值(倍)					
市盈率	58.3	43.4	34.0	27.9	23.1
核心业务市盈率	58.4	43.3	33.7	27.5	23.1
目标价对应核心业务市盈率	68.6	50.9	39.6	32.3	27.2
市净率	11.0	8.8	7.2	5.9	4.9
价格/现金流	43.6	29.4	27.8	26.3	18.1
企业价值/息税折旧前利润	35.4	27.5	22.5	17.5	13.2
周转率					
存货周转天数	18.3	25.9	69.5	87.3	58.2
应收帐款周转天数	8.3	12.6	15.9	16.0	15.8
应付帐款周转天数	15.9	15.3	17.2	16.2	14.6
回报率(%)					
股息支付率	28.7	21.0	22.4	22.9	22.8
净资产收益率	19.9	22.7	23.2	23.3	23.2
资产收益率	14.1	14.9	13.8	15.1	17.8
已运用资本收益率	23.2	25.7	25.7	27.2	29.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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 2010 年 3 月 31 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，豁免批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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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, 亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情况及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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(“上市法团”)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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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 2010 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