

文化与传媒业
首次评级: 增持
相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
博瑞传播	-2.23	-15.79	25.06
沪深 300	0.34	-12.76	-22.56

市场数据 2010.7.25

当前价格 (元)	17.08
52 周价格区间 (元)	10.60-21.36
总市值 (百万)	10524
流通市值 (百万)	6869
总股本 (万股)	616
流通股 (万股)	402
日均成交额 (百万)	50.41
近一月换手 (%)	17.42

相关报告

 2010-4-15 《也许是最有效率的一子——
 三网融合专题研究之一》

分析师

栾雪飞

执业证书编号: S0350210060002

电话: 0755-83716973

邮件: luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接

- 下有业绩承诺, 上有增长空间, 网游是公司 2010 年下半年的重要增长点和未来 3-5 年的关键看点: 三部 MMO 网游推出有望使梦工厂收入和利润规模扩大一到两倍, 对赌协议中梦工厂承诺 2010、2011 两年净利润增速不低于 30%; 梦工厂 2012 年有分拆上市可能, 2010、2011 年具有业绩爆发想象空间; 梦工厂下半年工作重点是收购魔艺, 相当于再造一个“梦工厂”, 新收购项目净利润 4166 万元, 相当于 2009 年博瑞传播 2.845 亿元净利润的 14.64%, 增厚每股收益 0.04 元;
- 北京、上海、广州三地户外广告业务拓展是公司 2010 年下半年另一增长重要看点, 目前正在与广州谈, 估计 2010 年下半年签署合作协议, 2010 年户外广告收入有望过亿元, 同比增长 70% 以上; 另外本地户外广告业务还有较大增长空间, 成都通业务值得长期关注;
- 其他新媒体业务发展迅速: 2010 年重大投资项目“创意成都”为公司创意产业提供了硬件平台。公司将加大其他新媒体的并购力度, 包括垂直门户网站、网络社区、移动互联网等;
- 成都商报的印刷、广告、发行传递等传统媒体业务每年保证 10% 左右的稳定增长, 为公司新媒体业务的开展提供了稳定的现金流, 该项业务占比逐渐下降;
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53/0.64/0.74 元, 当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 32/27/23 倍, 三年复合增长率 20.33%。可比传媒类上市公司 2010-2012 年 PE 均值 47/39/33 倍, 公司估值明显低于市场均值。综合考虑公司传统业务的稳定增长、新媒体业务的开拓和业内领先地位带来的超预期增长, 30-35 倍的 2010 年 PE, 给与公司“增持”的投资评级。

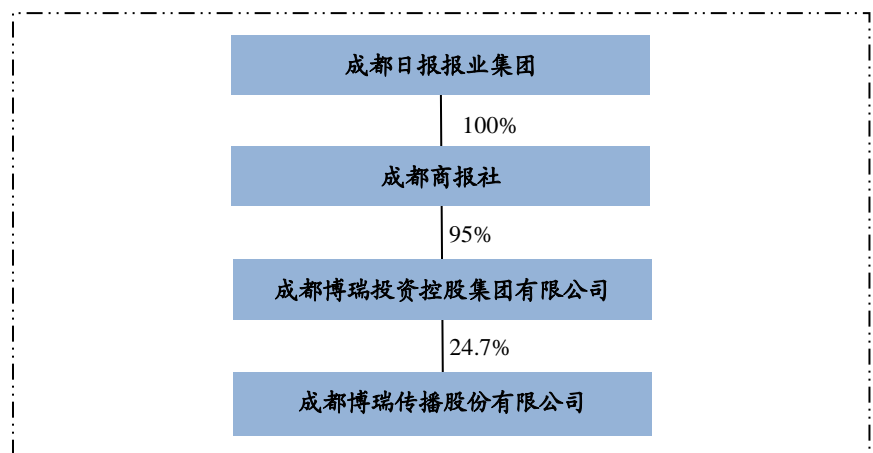
预测指标	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	809.19	922.51	1029.73	1210.07
营业利润 (百万元)	259.35	348.30	548.61	651.59
净利润 (百万元)	191.67	262.91	326.51	392.55
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.43	0.53	0.64
摊薄每股净资产 (元)	2.77	3.47	4.05	4.92
ROE (%)	11.19	12.39	13.09	13.01

公司基本情况及股权结构

（一）公司基本情况和股权结构

公司实际控制人为成都日报集团，注册资本 6.16 亿元，总股本 6.16 亿股，流通股 4.02 亿。目前主要从事三项业务：1) 传统业务稳定增长：广告业务 2009 年收入增长 19%、印刷业务 2009 年收入增长 20%、发行投递业务持续增长；2) 新媒体业务 2009 年取得重大突破：2009 年斥资 4.47 亿元收购本土网游成都梦工厂网络信息有限公司 100% 的股权，实现了公司从平面媒体向综合多媒体业务经营的突破性跨越，后来袭新以 667 万元对梦工厂增资，增资后袭新占 40% 股权；3) 初步形成产业投资平台，建立项目孵化及培育机制：积极拓展户外广告、成都通、成都全搜索、社区和社交网站、手机媒体、创意成都等其他媒体业务。

图 1 公司股权结构



资料来源 公司公告

（二）公司主营业务分析——跨媒体产业布局初具雏形

2006-2009 年公司主营业务收入分别为 6.05、7.08、8.09、9.23 亿元，最近三年增速 17%、14.26%、14.09%，复合增长率 15.11%。其中传统媒体业务（印刷、广告、发行投递）2006-2009 年收入 5.09、6.15、7.57、7.92 亿元，近三年收入增速分别为 20.72%、23.13%、4.64%；网游业务 2009 年下半年开始并表，当年实现收入 6500 万元。2009 年度传统媒体业务和网游业务占比分别为 85.87%、7.07%。2006-2009 年公司净利润分别为 6510 万元、14969 万元、20931 万元、28453 万元，最近三年净

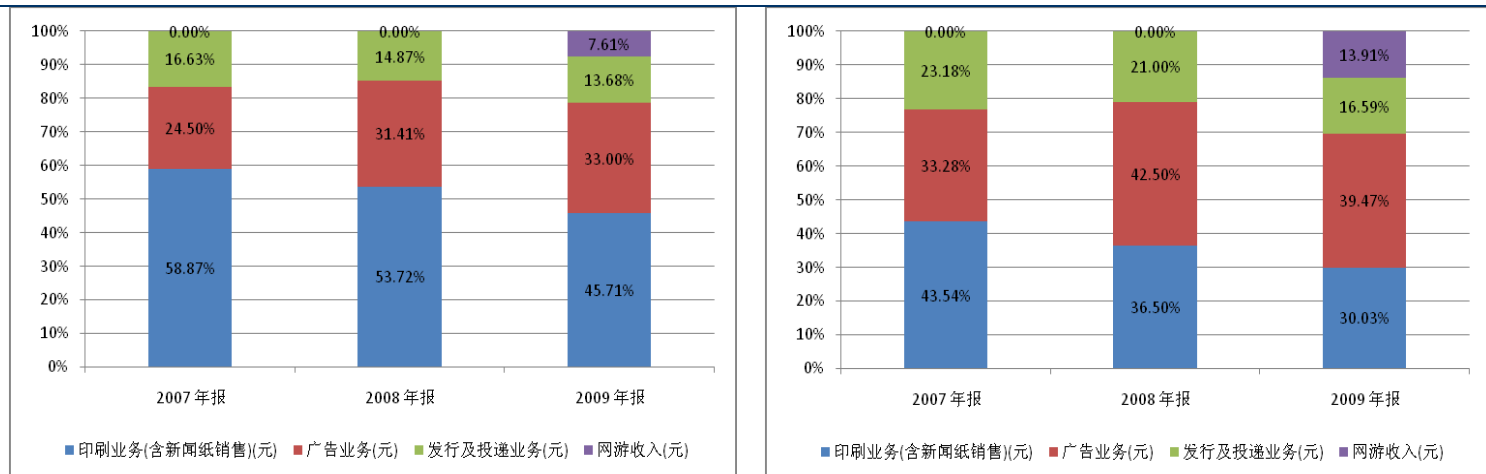
利润增速分别达 129.94%、39.83%、35.94%，复合增长率 63.5%。净利润复合增长率远高于收入复合增长率的主要原因在于公司及子公司业务从低毛利率的传统媒体业务向新媒体业务积极转型所致。

表 1 公司传统媒体业务和新媒体业务收入利润及其增长情况

营业收入		2007	2008	2009
印刷	收入(元)	362,014,178.73	406,710,101.14	391,972,155.29
	YOY	9.89%	12.35%	-3.62%
	营业利润(元)	131,064,395.30	128,743,616.87	131,287,545.93
	YOY	25.65%	-1.77%	1.98%
广告	收入(元)	150,652,108.59	237,783,486.31	282,955,222.65
	YOY	45.28%	57.84%	19.00%
	营业利润(元)	100,185,303.98	149,882,977.88	172,542,698.33
	YOY	27.12%	49.61%	15.12%
发行 投递	收入(元)	102,232,024.14	112,600,457.23	117,296,344.29
	YOY	-	150.64%	77.77%
	营业利润(元)	20,733,442.44	56,401,371.57	78,068,821.3
	YOY	36.33%	6.12%	-2.08%
网游	收入(元)	-	-	65,234,790.67
	YOY	-	-	-
	营业利润(元)	-	-	60,823,402.03
	YOY	-	-	-
小计	收入(元)	707,734,417.06	809,191,568.65	922,512,888.35
	YOY	16.88%	14.34%	14.00%
	营业利润(元)	226,146,953.81	259,352,914.57	348,297,211.85
	YOY	91.51%	14.68%	34.29%

资料来源 公司公告

图 2、3 公司各项业务收入（左）、营业利润（右）构成



资料来源 公司公告

（三）公司发展战略

总体战略：公司战略发展定位于传统媒体运营商、新兴媒体内容提供商、文化产业战略投资者。第一步是成都全媒体，拥有成都平面媒体和户外媒体资源，但份额受限；第二步走向全国，以户外和新媒体为主。传统媒体异地扩张有难度，风险大，政策和地区壁垒高，网游和手机新媒体是公司的方向；户外媒体一定要有 3000-5000 万规模，以并购为主；

在此战略指导下，公司开展了创投业务：负责创投业务的运作主体是全资子公司北京博瑞创业投资有限公司（注册资本 3000 万）。公司发展的第一个思路是作为文化产业战略投资者，与被并购企业有合作可能，目前已在投资和寻找项目；第二个思路是：公司资金不足，利用平台融资，对公司业务拓展有支撑。目前在北京和上海设两个投资总部，功能不一样，北京是管理总部，团队是公司副总领导的 4-5 个人，职责是融资平台及为公司寻找投资项目，上海是投资部，会有 20-30 人，职责主要以创投项目为主。

下有业绩承诺，上有增长空间——网游是公司未来 3-5 年关键看点

行业结论：网游市场已经过了过去 10 年 40% 的高速增长期，增长开始放缓；市场呈垄断格局，未来很有可能被几家运营商所控，拥有强大运营平台和用户资源的网游企业有望最后胜出。与此同时，二线网游积极挑战行业格局，力争上市，为二线网游未来业绩增长带来较大想象空间；在此背景下，中国自主研发大型网游数量初具规模，开发周期和用户维系生命周期都有待加强。

网游市场增长放缓：根据德勤 DTT 最新的《文化娱乐产业报告》，2009 年中国大型网游玩家数 6587 万人，同比增长 33.4%，玩家数居亚洲首位；网游营收规模 271 亿元人民币，占全球网游市场总规模的 36%，同比增长 30%，较 2008 年 76.6% 的同比增速有所放缓。经历了 10 年每年业绩增长超过 40% 的高速增长时期，网游行业市场规模遇到瓶颈。艾瑞咨询预计未来几年网游行业仍将是中国经济的核心产业，

2013年前每年增长率在20%左右，但再次出现爆炸式增长的可能性不大，2013年整个产业的收入将达到585亿元。

图4 2003-2013年中国网络游戏市场规模增大，增速放缓



资料来源 iResearch

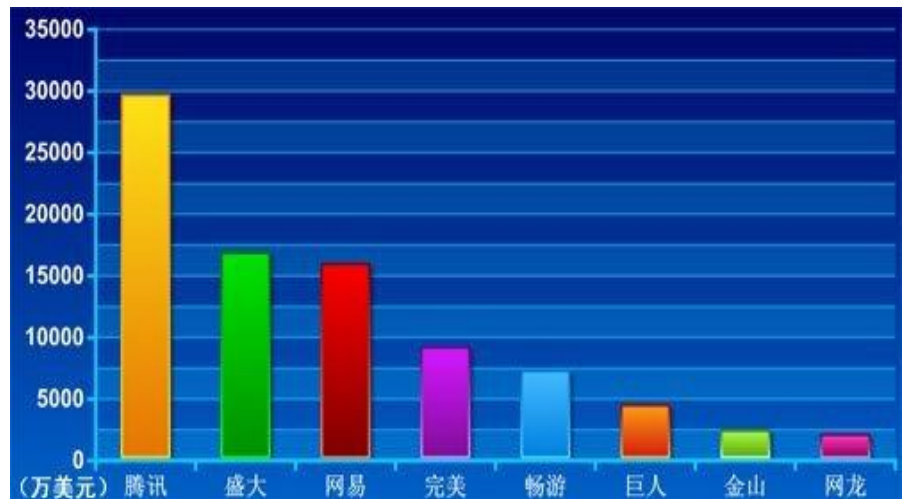
图5 2010年第一季度增长放缓，盛大、金山增长为负



资料来源 艾瑞网

网游市场呈垄断格局，未来很有可能被几家运营商所控：腾讯、盛大、网易、完美时空、畅游、巨人、金山、网龙 8 大第一梯队的网游运营商收入占比将近 90%。在老网游玩家流失、新网游青黄不接的现实情况下，拥有强大运营平台和用户资源的网游企业有望最后胜出。

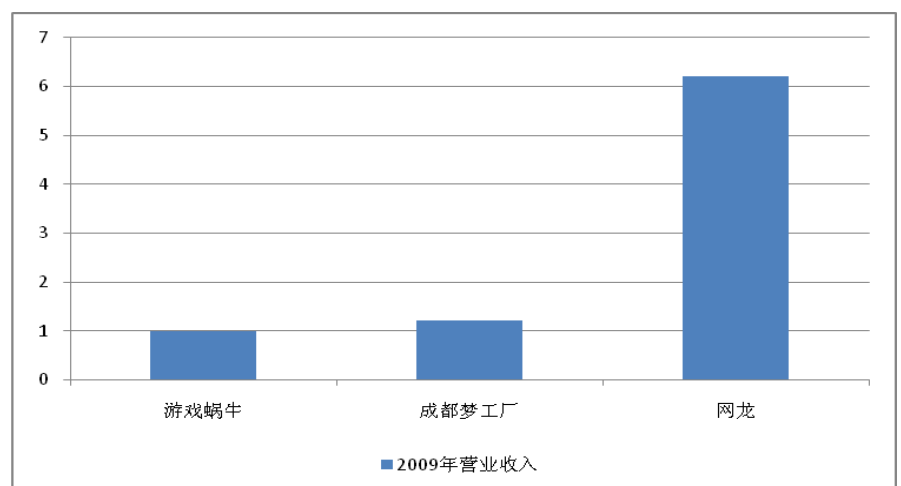
图6 中国主要网游运营商市场规模占比



资料来源 易观国际

二线网游积极挑战行业格局，企业规模尚存差距：成都梦工厂、光宇华夏、游戏蜗牛、蓝港在线均表示要筹备上市，大有趁一线厂商增长放缓之际弯道超车之意，国内网游上市企业排座很可能发生新的变化，整个网游行业将出现更激烈的竞争和重组。从业绩看，国内未上市网游企业规模与上市企业还存在差距，游戏蜗牛2009年营收1亿多，成都梦工厂2009年收入1.22亿，与上市网游企业相差甚远。以上市网游公司中营收最低的网龙为例，网龙2009年营收为6.21亿元。

图7 二线网游实力差距较大

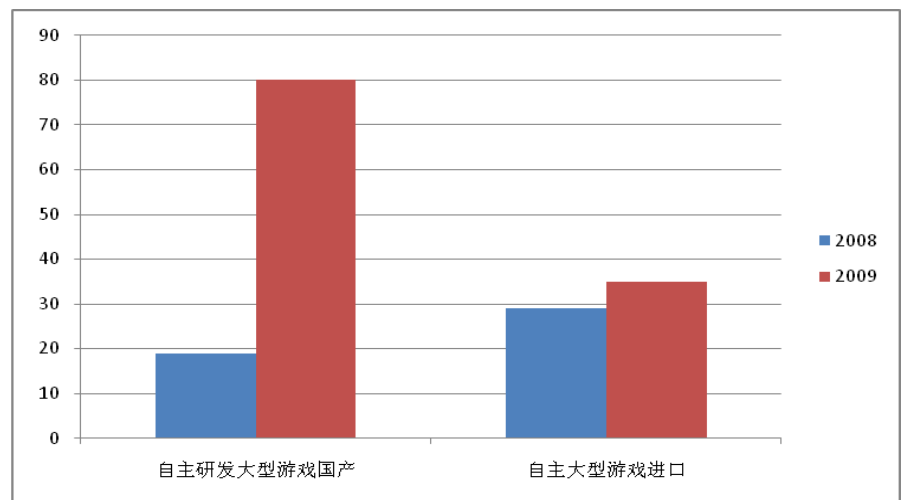


资料来源 国海证券研究所

代理网游受国外网游厂商版权制约风险巨大，自主研发网游数量初具规模，题材以武侠和奇幻为主：网游代理逐渐被自主研发替代。国

内早期网络游戏企业均以代理起家，盛大、九城是第一批代理游戏而发家的企业。至2001年底，国外网游一统国内天下的市场格局被国内原创网游厂商与工作室打乱，主要原因在于“国外游戏开发商在版权上对国内厂商的制约”，第九城市失去暴雪的《魔兽世界》运营权而转交网易的前车之鉴，促使自主研发成为国内游戏开发商的不二选择。2004-2009年中国自主研发网游收入复合增长率17%，截止到2009年底，中国市场上共有361款大型网络游戏处于开放测试或者商业化运营阶段，与2008年同期相比增加68款。2009年全年共有115款大型网络游戏产品通过审查或备案后上线运营，其中国产游戏80款，进口游戏35款，而2008年这个数字分别为19款和29款；2009年排名前10的卖座网络游戏中，自主研发游戏占7席。

图8 代理网游逐渐被自主研发替代



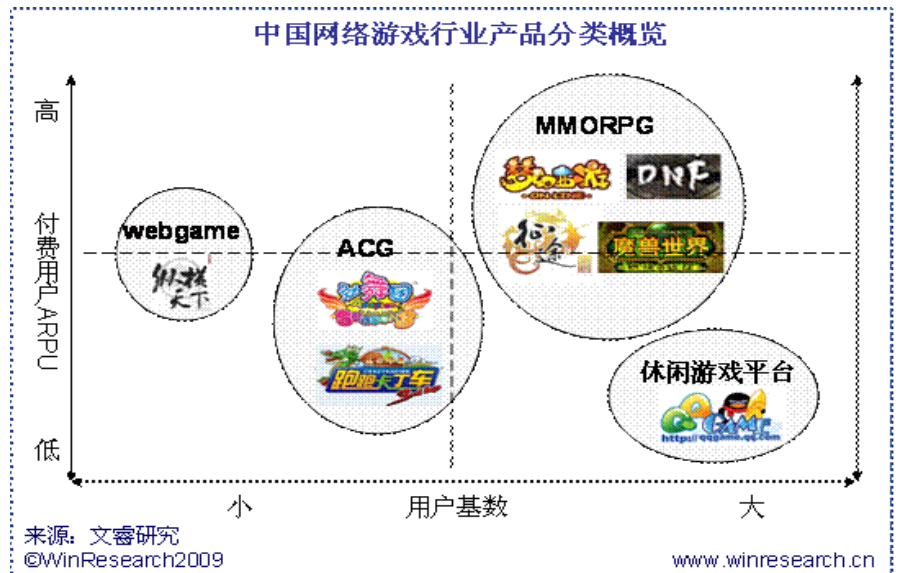
资料来源 国海证券研究所

自主开发游戏同质化严重，生命周期短，用户流失速度较快，一年内即更换游戏，而新产品推出的风险又很大：《梦幻西游》成就了网易，《征途》成就了巨人，《天龙八部》成就了畅游。但在中国网络游戏市场繁荣近10年后，游戏企业自主研发能力的喷发规律依然难以掌握。游戏研发的不确定性，导致很少有公司能复制出另外一个成功的游戏样本，时至今日，《梦幻西游》仍然是网易最重要的收入来源，巨人倾力开发的第二款游戏《巨人》更是遭遇失败的困境。即使资源雄厚如盛大、腾讯，同样没有在游戏自主研发领域取得突破。从2007年开始，盛大

花费重金及大量资源收购或扶持中小研发团队，投入却始终没有得到应有的回报。腾讯曾号称要强化自主研发，但最终推向市场并出彩的大多是代理游戏《地下城与勇士》和《穿越火线》。数据显示，盛大最早代理的韩国游戏《热血传奇》依然占营收比重的56%。

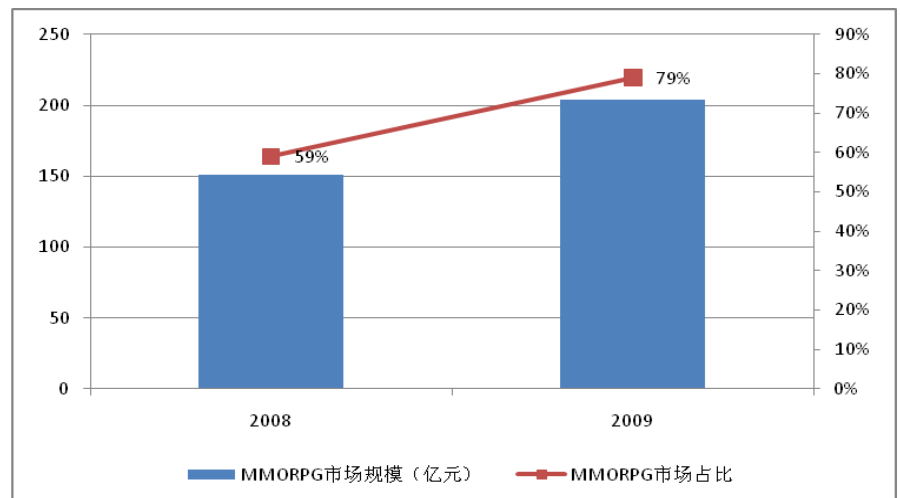
从主要细分游戏市场来看：大型多人同时在线角色扮演游戏（MMORPG）是市场主导力量，2009年MMORPG占整体网络游戏市场比例79%，市场规模203.8亿元，较2008年增长35.2%。

图9 网游类型以MMORPG为主



资料来源 文睿研究

图10 MMORPG 游戏增长很快



资料来源 国海证券研究所

表2 2009年全球最赚钱MMORPG网游，中国占5席

名次	网游名称	发行商	09 营收(亿\$)	盈利模式	说明
1	魔兽世界	暴雪 2004.11	10	月付费	用户人数 1200 万人，人数最多的 MMO 游戏
2	梦幻西游	网易 2004	4	玩家购买预付卡	2007 年最高同时在线人数 150 万人
3	完美世界	完美时空 2005	3	虚拟礼物和预付卡	中国上古神话传说
4	天堂/天堂 2	NCsoft 1998/2003	2.7	月付费和预付卡	中世纪题材
5	天龙八部	畅游(搜狐) 2007	2.5	-	推出当年是中国第三大流行网络游戏
6	永恒之塔	NCsoft2008	2.3	月付费	上市一年，营收接近 NCsoft 总营收一半
7	冒险岛	Nexon2003	2	虚拟道具	2D 横版卷轴网游
8	征途	巨人网络 2006	1.9	虚拟道具	《征途》业绩把巨人网络 2007 年带上纽交所上市
9	传奇世界 传奇 2	盛大 2003	1.5	预付卡/虚拟道具/白金账户	-
10	最终幻想 II	Square Enix(日本)2002	1.17	月付费	-
11	FarmVille	Zynga(美国) 2009	0.5	广告、礼物赠送、虚拟道具	Facebook 社交游戏开发商 Zynga 开发，市值 40 亿美元，FarmVille 是公司旗下最受欢迎的社交游戏，月活跃用户 7500 万人
12	第二人生	林顿实验室(美国) 2003	0.5	虚拟道具	大型 3D 模拟现实网络游戏
13	RuneScape	Jagex(英国) 2001	0.5	付费会员、预付卡、广告	基于网页的梦幻大型 MMO 游戏
14	企鹅俱乐部	迪斯尼 2005	0.5	付费	迪斯尼 2007 年以 3.5 亿美元收购了该游戏的开发公司 Club Penguin
15	星战前夜	CCP 游戏 2003	0.5	月付费	月付费用户超过 30 万人
小计			33.57 亿美元，中国 12.9 亿美元，占比 38.42%		

资料来源 《福布斯》杂志

梦工厂基本情况：梦工厂以自主研发的《侠义道》起家，目前运营四款网游：《侠义道 1》、《侠义道 2》、《新侠义道》、《圣斗士 1》。该研发团队 2010 年底计划扩张到 100 人，基本搭起 2 个 MMO 游戏开发团队。题材广泛涉足武侠、玄幻、都市等。运营平台既有梦工厂官网，也有腾讯、新浪等平台，收入比例 4: 6，联营平台收入按分成比例计算。忽略收入贡献较小的《圣斗士 1》，3 款侠义道 2009 年为梦工厂贡献 1.2 亿元收入和 0.78 亿元利润，净利润同比增长 32.96%，实现了股权转让时的业绩承诺。

表3 公司网游基本参数

参数	数值
每款游戏同时在线用户数	5-10万户
付费用户占在线用户比例	10-12%
平均用户每年 ARPU 值	1000元
其中:《新侠义道》平均用户 ARPU 值	1920元(160元/月)
《侠义道1》人均 ARPU 同比增长	10.03%
《侠义道2》人均 ARPU 同比增长	21.14%

资料来源 公司公告

下有业绩承诺, 上有增长空间——2010年下半年网游业务增长点:

三部 MMO 网游推出有望使梦工厂收入和利润规模扩大一到两倍。公司 2009 年网游收入 1.2 亿元, 基数很小, 未来网游产品超过 10 万人用户可期。博瑞梦工厂业绩承诺构成保障: 博瑞传播和梦工厂签署的对赌协议中, 梦工厂承诺 2010、2011 年两年净利润增速不低于 30%。而这两年的缓冲时间, 又可以让我们看清楚梦工厂的实力和市场地位。

表4 成都梦工厂 2010年下半年推出网游计划构成今年下半年业绩增长点

游戏名称	推出时间	说明
侠义世界	2010年8月左右	原先大获成功的《侠义道》续集, 期待同时在线人数突破10万
2.5D 侠义道	2010年下半年	具体未定
圣斗士 2	三季度	公司继武侠类网游之后对网游类型的探索。“圣斗士 1”市场表现低于预期, 2 对情节、美工等都进行了大幅修改, 已通过内测, 还在修订中, 期待同时在线用户 5-10 万
3D 侠义道 3	2011年	2010年底或2011年第一季度封测

资料来源 国海证券研究所

表5 梦工厂自主研发网游业务收益测算

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	120	180	243	300
用户数(万)	12	15	18	20
ARPU 值(元/年)	1000	1200	1350	1500
营业成本(百万元)	8.16	27	36.45	45
毛利率	93.20%	85%	85%	85%
净利润率	65%	60%	58%	56%
净利润(百万元)	78	108	140.94	168
净利润增长率	32.29%	38.46%	30.50%	19.20%
对公司净利润贡献(百万元)	42.25	64.8	84.56	100.8
对公司 EPS 贡献(百万元)	0.07	0.11	0.14	0.16
按承诺计算的净利润(百万元)	78	101.40	131.82	171.37
承诺净利润增长率	32.29%	30%	30%	30%
按承诺计算的净利润对公司净利润的贡献(百万元)	42.25	60.84	79.09	102.82

按承诺计算的净利润对公司 EPS 贡献 (百万元)	0.07	0.10	0.13	0.17
总股本 (百万股)	615.82	615.82	615.82	615.82

资料来源 国海证券研究所 (注: 一款网游在被证明成功前, 毛利率不确定性极大。考虑到侠义道为续集, 开发费用、维护费用和开发周期可控, 用户可能会比较稳定, 毛利率有望保持一个较高的水平)

梦工厂 2010 年下半年工作重点: 收购魔艺网络科技有限公司姜海龙的半成品项目, 看中的是他们强大的研发团队, 意义相当于再造一个“梦工厂”: 2009 年 12 月博瑞梦工厂成立的目的即在于收购优质网游项目, 袁新主动要求增资扩股后, 有 20% 的股权作为后续网游团队的激励。2010 年 3 月, 梦工厂斥资 10 亿元开展“寻梦计划”, 力争在 2013 年之前成为全国排名前 10 的网游企业。目前谈判网游项目较多, 2/3 来自成都本土, “一些项目和团队合作已经进入实质性的商务谈判阶段”, 5 月 19 日, 成都魔艺网络科技有限公司的姜海龙团队成为梦工厂收购的第一个项目, 该项目基本上是一个半成品, 全权代理。

公司拟收购网游项目的推测与假设:

1) 公司拟投入资金共计 10 亿元, 拟收购单体项目规模较大 (成都梦工厂收购资金 4.47 亿元), 假设每个项目收购金额为 5 亿元人民币;

2) 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。收购 PE 可能在 10-15 倍之间, 假设为 12 倍 PE (梦工厂收购 PE8 倍);

据此假设, 新收购项目净利润 4166 万元, 相当于 2009 年博瑞传播 2.845 亿元净利润的 14.64%。可增厚公司每股收益 0.04 元。

梦工厂分拆上市, 2010、2011 年具有业绩爆发想象空间: 证监会关于分拆子公司创业板的法规已经出台, 公司网游业务理论上存在分拆上市可能。梦工厂有上市承诺, 2012 年以后提上日程。

文化部《网络游戏管理暂行办法》对公司网游业务暂无实质性负面影响: 1) 实名注册和不得为未成年人提供交易服务。梦工厂的游戏是“侠义道系列”, 玩家定位主要是中青年, 不会造成用户流失; 未成年人可使用成年人身份证进行注册; 2) 运营商可以直接在注册条款中, 加入同意被 PK 的条款。

北上广的户外广告业务拓展是公司 2010 下半年另一增长重要看点

公司 2006 年涉足户外广告，2009 年收入规模已超过 6000 万，但并没有成为主要业绩增长点。一是受政策因素影响比较大，导致公司将控制风险放在首位；二是公司 2009 年将大多数精力放在收购梦工厂项目上，两方面原因使公司 2009 年户外广告发展放缓。而 2010 年公司明确表示，将重点加强户外广告领域发展，期望全年户外广告收入突破 1 亿元，实现方式主要是内外并举。

本地业务还有较大增长空间，成都通业务值得长期关注：

1) 公司在成南高速路两侧的户外广告大牌收入和数量都会有大幅提升，原因是成都市对高速路两侧的户外广告大牌进行了严格的清理整顿，明确只能在高速路两侧 30 米内树立户外广告大牌，30 米外“山寨广告大牌”一律清理，而公司户外广告大牌都是通过合法方式取得并都在 30 米内，这使得公司户外广告大牌价值大大提升，公司将抓住有利时机积极增加广告牌数量，预计再增加 30 个单柱大牌广告；

2) 机场高速路收费站、机场大厅内广告牌和火车北站户外大牌的运营情况良好；

3) 春熙路 LED 数量将继续增加，目前为 8 块，预计增长到 30 块；

4) “成都通”（与银联合作的便民项目）是成都市唯一获准在繁华地段经营的多功能书刊报纸连锁网点。借鉴苏州模式，充分挖掘其户外媒体价值。

资金投入：公司准备投入 2000-3000 万将原来约 500 个“成都通”书报亭增加到 600 多个（属于公司下面几个发行投递分公司）；

盈利模式：广告+银联便民支付的用户水、电、气、移动、联通、电信代缴手续费（目前是光大银行，银联和其他银行仍在谈，以拓宽用户范围。在成都通公司和博瑞书坊的共同协作下，通过亭主配合，业务取得了一定进展，2009 年实现代缴流转额 2000 余万元。但由于采用光大银行的单行模式，受限于光大银行卡持卡用户的限制，在达到 200 万/月的流转额后，缴费额度上升缓慢）；

户外广告收入测算：3 万元/个*600 个=1800 万元；

盈利进度: 建设期较慢, 需要政府协调批准, 市民接受需要一个过程, 广告价值的体现也会比较缓慢。预计 2010 年第三季度投入使用, 第四季度和 2011 年开始产生收益;

5) 成都市区户外资源一旦拍卖, 公司将会积极争取。

表 6 成都通业务测算

业务盈利来源	2010E	2011E	2012E
户外广告收入(万元)	600	1200	1800
代缴费手续费(万元)	20	40	60
小计	620	1240	1860

资料来源 国海证券研究所

跨区域拓展方面已初步找到突破口——谋求北上广三地拓展, 目前正在与广州谈, 估计 2010 年下半年签署合作协议:

目前全国各地对市区内户外广告政策尚未明朗; 但各地对高速公路两侧的户外广告管理则已基本明朗和规范——只允许高速公路两侧 30 米以外可树立户外广告大牌, 这将有利于公司以此为突破口实现跨区域发展, 并有望尝试建立全国高速公路户外广告网络; 同时公司还可以由此进入当地市区户外广告市场, 在区域市场内形成“高速公路——市区”的户外广告价值的联动。

积极谋求北上广异地户外广告项目扩张;

目前在和广州市政府积极洽谈。能否实现 2010 年户外广告收入过亿元, 取决于该并购项目能否如期合作成功。

其他新媒体业务积极推进

2010 年公司重大投资项目是“创意成都”项目, 为公司培育动漫、影视娱乐业务等创意产业提供了硬件平台。该项目是建商业写字楼, 定位是园区平台, 总建筑面积超过 9 万平米, 购买地价是 10 万/亩, 而周边地价是 500 万/亩, 升值明显。成都确定向南发展, 锦江工业园也确定为发展总部经济, 公司投资目的不是做地产项目, 看重的是项目所在区位, 该区域是成都创意产业基地的核心地位, 毗邻 5 平方公里的成都金融产业基地, 希望打造创意产业发展平台, 通过平台聚集效应为公司

寻找项目。预计该项目 2011 年竣工，以出租为主，销售部分将根据市场而定，预计短期内不会对公司贡献明显收益。

涉足门户网站，公司以现金增资成都全搜索公司（旗下运营成都全搜索网 www.cdqss.com）。公司占股 17.87%，成都商报社、成都英商传媒广告有限公司、成都传媒集团占股比例分别为 28.83%、7.09%、46.21%。成都全搜索网站是全成都地区最大的娱乐生活门户网站，正致力于向成都市新闻门户网站转型。网站的特色之处是推出了具有社区互动功能的“百团大战”，有“观影团”、“购房团”、“结婚团”、“母婴团”、“吃喝团”等 8 个特色网站频道。2009 年收入 1,202 万，净利润 417 万，净利润率 34.7%。

公司 2010 年还将继续加大在除网游之外的其他新媒体领域的并购力度，包括垂直门户网站、网络社区、移动互联网（如手机游戏）等，与现有业务产生协同效应。公司 2010 年 10 月设立创业投资平台博瑞盛德创业投资公司，同时去年还成立上海投资总部，加上原有的北京投资总部，借助专业公司和专业团队优势，将有效解决新媒体项目来源的瓶颈，和加快获取优质项目的速度与能力，从而更好更快的推进公司新媒体战略的快速发展；同时投资拟上市公司项目，可有效提高公司资金使用效率、资本运作的能力和水平。

成都商报等传统媒体业务稳定提供现金流，业务占比逐渐下降

作为成都市最为强势的平面媒体，预计成都商报三大业务（广告代理、印刷、发行）未来三年将保持 10% 以上的平稳增长，原因是：一是受益于“大成都经济区”扩大，商报发行规模与影响力持续提升；二是随着新媒体发展，广告主在传统媒体投放将向强势媒体集中以保证广告投放效果。

成都商报 2009 年广告收入超过 8 个亿，公司代理商报广告量为 3.3 亿，只占到商报整个广告总额的 40% 左右；预计商报未来两年内整体广告规模将会突破 10 亿；

公司代理商报印刷和发行业务，将受益于商报日均版数增加，和发

行量扩大: 从2009年1季度到2010年1季度, 商报每季度日均版数分别为33版、37版、45版、45版和48版, 日均版数增加趋势明显; 商报正在积极向周边二、三线城市渗透, 将提升商报发行量, 目前公司已在部分二、三线城市组建当地发行网络。

三大传统业务为公司对外并购提供了稳定的现金流。2007~2009年, 公司经营活动产生的现金净增加额分别为2.2亿、2.6亿和3.9亿, 传统业务对公司的并购发展在资金支持上发挥了重要作用。

盈利预测

表7 公司2010-2012年盈利预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
印刷	收入(元)	362,014,178.73	406,710,101.14	391,972,155.29	439,008,813.92	487,299,783.46	536,029,761.80
	YOY	9.89%	12.35%	-3.62%	12.00%	11.00%	10.00%
	毛利率	36.20%	31.65%	33.49%	35.00%	34.00%	33.00%
	营业利润(元)	131,064,395.30	128,743,616.87	131,287,545.93	153,653,084.87	165,681,926.38	176,889,821.39
	YOY	25.65%	-1.77%	1.98%	17.04%	7.83%	6.76%
广告	收入(元)	150,652,108.59	237,783,486.31	282,955,222.65	353,694,028.31	435,043,654.82	526,402,822.34
	YOY	45.28%	57.84%	19.00%	25.00%	23.00%	21.00%
	毛利率	66.50%	63.03%	60.98%	62.00%	62.00%	62.00%
	营业利润(元)	100,185,303.98	149,882,977.88	172,542,698.33	219,290,297.55	269,727,065.99	326,369,749.85
	YOY	27.12%	49.61%	15.12%	27.09%	23.00%	21.00%
发行投递	收入(元)	102,232,024.14	112,600,457.23	117,296,344.29	129,025,978.72	141,928,576.59	156,121,434.25
	YOY		10.14%	4.17%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	20.28%	50.09%	66.56%	65.00%	65.00%	65.00%
	营业利润(元)	20,733,442.44	56,401,371.57	78,068,821.30	83,866,886.17	92,253,574.78	101,478,932.26
	YOY	36.33%	6.12%	-2.08%	7.43%	10.00%	10.00%
网游(未含收购业务)	收入(元)	-	-	65,234,790.67	108,000,000.00	145,800,000.00	180,000,000.00
	YOY	-	-	-	65.56%	35.00%	23.46%
	毛利率				85.00%	85.00%	85.00%
	营业利润(元)	-	-	60,823,402.03	91,800,000.00	123,930,000.00	153,000,000.00
	YOY	-	-	-	50.93%	35.00%	23.46%
小计	收入(元)	707,734,417.06	809,191,568.65	922,512,888.35	1,029,728,820.96	1,210,072,014.87	1,398,554,018.39
	YOY	16.88%	14.34%	14.00%	11.62%	17.51%	15.58%
	营业利润(元)	226,146,953.81	259,352,914.57	348,297,211.85	548,610,268.59	651,592,567.15	757,738,503.51
	YOY	91.51%	14.68%	34.29%	57.51%	18.77%	16.29%
期间费用		148,734,575.25	110,456,226.87	118,592,038.35	130,775,560.26	151,259,001.86	174,819,252.30
期间费用率	管理费用率	14.39%	11.19%	9.52%	9.30%	9.20%	9.20%
	销售费用率	5.96%	3.22%	3.61%	3.40%	3.30%	3.30%

财务费用率	0.67%	-0.76%	-0.27%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税	76,497,751.99	48,163,045.68	66,648,776.65	74,140,475.11	87,125,185.07	100,695,889.32
所得税率	10.81%	5.95%	7.22%	7.20%	7.20%	7.20%
净利润	149,690,977.80	209,311,880.04	284,534,404.53	343,694,233.22	413,208,380.22	482,223,361.88
净利润率	21.15%	25.87%	30.84%	33.38%	34.15%	34.48%
归属于母公司所有者的净利润	135,383,960.11	191,667,800.64	262,908,536.94	326,509,521.56	392,547,961.21	458,112,193.79
归属于母公司所有者的净利润占比	90.44%	91.57%	92.40%	95.00%	95.00%	95.00%
EPS(元)	0.22	0.31	0.43	0.53	0.64	0.74
EPS复合增长率					20.33%	
EPS(考虑姜海龙网游项目)	0.22	0.31	0.43	0.53	0.68	0.78
P/E	77.7	54.9	40.0	32.2	26.8	23.0
P/E(考虑姜海龙网游项目)	77.6	55.1	39.7	32.2	25.1	21.9
总股本(股)	615,820,077.00	615,820,077.00	615,820,077.00	615,820,077.00	615,820,077.00	615,820,077.00

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53/0.64/0.74 元，当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 32/27/23 倍，三年复合增长率 20.33%。可比传媒类上市公司 2010-2012 年 PE 均值 47/39/33 倍，公司估值明显低于市场均值。我们认为，公司董事会对经营班子增加了市值考核指标，占考核权重的 30%，并将新媒体并购与公司各级经营班子考核直接挂钩。在此考核动力下，网游和户外广告业务迅速成为公司的明星业务，并有望继续迅速增长，这都构成公司的基本面支撑。

从 2009 年 12 月开始的文化传媒行业行情多与三网融合相关，从 Wind2009 年 12 月 31 日三网融合指数基准日到 2010 年 4 月 13 日，最高涨幅为 24.13%，而同期传媒业涨幅 22.39%，同期网络服务行业涨幅 17.87%。同期博瑞传播涨幅 20.31%，相比而言涨幅不大。从国际市场中国网游概念股来看，腾讯、网易、完美时空、畅游、巨人网络、盛大游戏先后于 2010 年 6 月份企稳回升，反映了国际市场对中国网游概念股的想法有所转变，认为网游新规发布后，最大的不确定性风险已被市场消化。外围市场观点对 A 股市场网游股同样构成股价上涨刺激因素。

综合考虑公司传统业务的稳定增长、新媒体业务的开拓和业内领先地位带来的超预期增长（袭新团队排名业内前 10，梦工厂市场份额排

名13)，2010年可给与30-35倍的PE，给与公司“增持”的投资评级。

表8 2009年财报排名前六名的网游企业增长情况

	2009年营业收入(亿美元)	同比增长(%)
腾讯控股(0700.HK)	13.958	93.9
盛大游戏(GAME)	7.04	42
网易(NTES)	4.94	60
完美时空(PWRD)	3.142	49.2
畅游(CYOU)	2.676	33
巨人网络(GA)	1.91	-18.2
小计	33.666(230亿元人民币)	-

资料来源 各大公司公告

表9 可比内容类上市公司相对估值(2010-7-16)

证券代码	证券简称	P	EPS09	EPS10	EPS11	EPS12	PE09	PE10	PE11	PE12	PB	A股市值(亿元)
600880.SH	博瑞传播	16.25	0.43	0.55	0.66	0.80	38	29	24	20	7.22	100.07
300052.SZ	中青宝	20.56	0.32	0.59	0.91	1.15	65	35	23	18	3.09	26.73
600825.SH	新华传媒	8.39	0.22	0.25	0.27	0.31	38	34	31	27	4.22	87.67
000793.SZ	华闻传媒	5.26	0.12	0.13	0.14	0.15	44	41	37	36	3.08	71.54
002181.SZ	粤传媒	10.47	-0.27	0.07	0.08	0.10	-39	159	131	108	3.07	36.66
600088.SH	中视传媒	19.00	0.48	0.50	0.51	0.49	39	38	37	39	4.76	44.98
600386.SH	北巴传媒	9.47	0.29	0.49	0.60	0.78	32	19	16	12	3.74	38.18
002148.SZ	北纬通信	30.21	0.47	0.58	0.85	1.07	64	52	35	28	5.91	22.84
002261.SZ	拓维信息	27.78	0.60	0.76	0.98	1.27	46	37	28	22	6.52	40.38
600832.SH	东方明珠	8.04	0.14	0.19	0.20	0.21	56	43	40	38	3.26	256.18
300027.SZ	华谊兄弟	33.70	0.25	0.48	0.69	0.99	134	70	49	34	7.86	113.23
002292.SZ	奥飞动漫	24.79	0.40	0.53	0.70	0.85	62	47	36	29	5.21	63.46
601999.SH	出版传媒	10.99	0.23	0.26	0.29	0.32	47	42	38	34	4.02	60.55
600551.SH	时代出版	18.21	0.53	0.63	0.69	0.72	34	29	26	25	3.05	76.76
601801.SH	皖新传媒	11.57	0.30	0.33	0.36	0.42	38	35	32	27	3.26	105.29

资料来源 Wind

风险因素

新网游推出进度和市场认可度低于预期；

户外广告业务拓展低于预期。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。