

# “老” “新” 传媒并翼飞

买入

## ——博瑞传播（600880）深度研究报告——

### 内容摘要:

- **战略定位清晰,连续10年复合增长超20%。**博瑞传播的核心优势一方面体现为公司及集团管理层具有较为出色的战略前瞻意识和运营管理能力,战略定位清晰;另一方面在于公司具备资源控制和整合能力,业绩持续增长能力强,01年至今年均复合增长率超过20%。
- **“老”媒体深耕细作,局部快速增长。**传统媒体安身立命之本,保证10%增长:商务印刷、广告和发行投递业务是博瑞传播传统媒体的三大主要业务,公司明确表示,将实现传媒业务每年10%的增长,局部如商务印刷尤其是高档商务印刷快速发展。
- **“新”媒体站在技术前端,快速前进。**以发展新媒体为助推器加速完成博瑞传播的产业结构优化和升级。目前公司新媒体业务主要是网游与户外广告两块,两个子行业可以说都处于发展的黄金时期。今后还将着重关注以互联网为基础的新业态。
- **创意成都拥地价升值享新媒体孵化之利。**“创意成都”项目占地19亩,总建筑面积8.2万平方米。旨在建立一座以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的多功能商务中心,定位于影视产业、广告产业、出版产业、印刷产业等文化创意产业平台。
- **业绩预测与估值。**预测博瑞传播10-11年分别实现每股收益0.57元、0.68元,对应8月23日股价17.97元,PE09-11年分别为41.07X、31.53X和26.43X。传媒业目前平均静态市盈率54.51X,公司估值在行业内处于较低水平。给予“买入”评级。

### 研究员

马凤桃  
执业证号: S1250200010002  
电话: 010-57631231  
邮箱: mft@swsc.com.cn

潘红敏  
执业证号: S1250110030182  
电话: 010-57631226  
邮箱: phm@swsc.com.cn

### 博瑞传播最近一年市场表现



公司 BETA	0.53
公司 Alpha	1.14

注: 标的指数为沪深300指数。

资料来源: Wind 资讯

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	922.51	1107.36	1288.9
增长率(%)	14%	20%	16.4%
净利润	284.53	344.4	418.2
增长率(%)	37.17%	21.04%	21.4%
EPS(元)	0.70	0.57	0.68

## 目 录

<b>一、公司简介</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司背景与股权结构.....	1
1.2 主营业务构成.....	1
1.3 主要控股及参股公司.....	3
<b>二、公司主营业务竞争力分析</b> .....	<b>4</b>
2.1 传统媒体安身立命之本 保证 10% 增长.....	4
2.2 新兴媒体 助推公司结构优化与升级.....	7
2.3 文化产业战略投资者.....	13
2.4 “创意成都” 拥地价升值享孵化之利.....	13
<b>三、公司核心优势</b> .....	<b>14</b>
3.1 战略定位清晰.....	14
3.2 持续增长能力强.....	15
<b>四、风险提示</b> .....	<b>16</b>
4.1 外延式扩张低于预期的风险.....	16
4.2 网游业务产品研发及推广达不到预期的风险.....	16
<b>五、公司盈利与预测</b> .....	<b>16</b>

## 插图目录

图 1: 2010 年半年公司多业务单期分析.....	1
图 2: 2001-2010 印刷业务营业收入及毛利率走势.....	4
图 3: 2001-2010 广告业务营业收入及毛利率走势.....	5
图 4: 1990-2009 年中国广告开支增长.....	5
图 5: 2010 年 1 季度国内报刊广告刊登情况.....	6
图 6: 2010 年 5 月成都报纸广告状况前七强.....	6
图 7: 2001-2010 上半年发行营业收入及毛利率走势.....	7
图 8: 2009-2010 网游营业收入及毛利率走势.....	9
图 9: 2004-2011 中国网游市场规模.....	10
图 10: 2005-2011 国产网游占比.....	11
图 11: 二季度主要网游厂商市场份额占比图.....	12
图 12: 创意成都效果图.....	14

## 表格目录

表 1: 公司主要股东.....	1
表 2: 公司近三年主营业务.....	2
表 3: 近 3 年分行业营业成本一览表.....	2
表 4: 近 3 年分行业毛利率一览表.....	2
表 5: 主要控股及参股公司.....	3
表 6: 裘新简历.....	8
表 7: 公司拥有的户外广告资源汇总.....	12
表 8: 01-09 盈利能力分析表.....	15
表 9: 01-09 每股指标一览.....	15
表 10: 公司业绩预测与估值.....	16

## 一、公司简介

### 1.1 公司背景与股权结构

博瑞传播原名四川电器股份有限公司，系 1988 年成立，1995 年 11 月 15 日在上交所正式挂牌上市。1999 年 7 月 28 日，成都博瑞投资有限责任公司(以下简称成都博瑞)受让 27.65% 股份，成为公司的第一大股东。成都博瑞入主后，实施了一系列资产重组，主营业务已逐步由原电器生产与销售业务转向广告、印刷、发行及投递、配送业务及信息传播相关的业务。2000 年 1 月 21 日，公司更为博瑞传播。成都博瑞持股 1.48 亿股，占总比例 24.08%，成都新闻宾馆持股 6970.9 万股，占比 11.32%。实际控制人为成都商报社，成都商报社隶属于 2006 年 11 月 28 日成立的成都媒体集团。

表 1: 公司主要股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
成都博瑞投资控股集团有限公司	148,298,051	24.08
成都新闻宾馆	69,709,849	11.32

资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

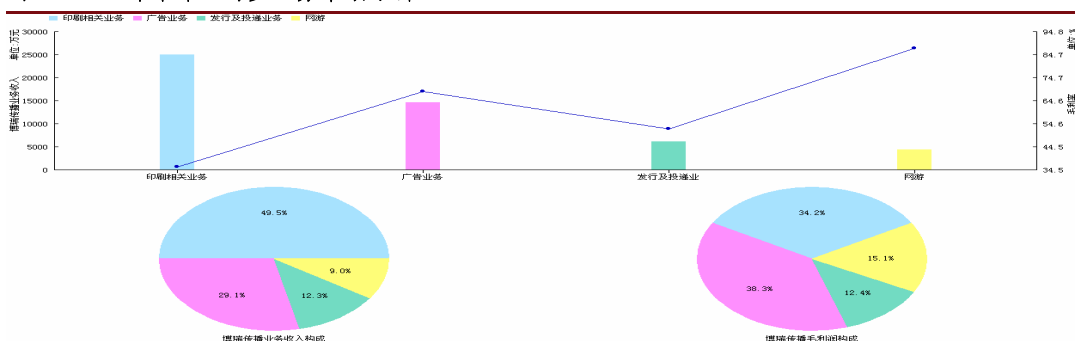
成都传媒集团成立于 2006 年 11 月 28 日，由原成都日报报业集团和原成都广播电视台合并组建而成，是国内首家、也是目前唯一一家在中心城市成立的，涵盖报刊、广播、电视、网络等多种媒体形态的综合传媒集团。成都传媒集团的报刊出版位列全国前 10 强，广播电视跻身省会城市前列，是中国西部综合实力最强、影响力最大的综合传媒集团。

### 1.2 主营业务构成

公司实施重大资产重组之后，形成了从发行投递、印务、广告等完整报业服务的产业链。公司承印了成都市日均发行量达 60 万份的《成都商报》以及省内外 20 余种报刊和各类印刷业务，同时拥有中国西部最大的专业投递网络，代理发行成都两大报商报和日报。2009 年 6 月公司成功收购梦工厂，网游成为公司下一步公司利润新的增长点。

2010 年上半年公司实现收入 5.45 亿元，利润总额为 2.03 亿，归母公司净利润 1.57 亿，同比分别增长 39.7%、36.4%、37.9%。公司基本每股收益 0.26 元。

图 1: 2010 年半年公司多业务单期分析



资料来源: 天相投资, 西南证券研发中心

**表 2: 公司近三年主营业务**

营业收入	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报	2007 中报
印刷业务(含新闻纸销售)(元)	252.24	391.97	154.06	406.71	195.17	362.01	165.22
广告业务(元)	148.22	282.9565	149.8985	237.78	86.42	150.65	76.98
发行及投递业务(元)	62.76	117.30	56.73	112.60	54.95	102.23	42.51
网游收入(元)	45.86	65.2					
学校业务(元)	25.61				17.82	28.02	13.11
其他(元)	4.62				1.67	1.28	
杂志书籍销售及租赁业务(元)	2.41						

资料来源: wind, 西南证券研发中心

**表 3: 近 3 年分行业营业成本一览表**

营业成本	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报	2007 中报
印刷业务(含新闻纸销售)(元)	160.96	260.68	108.53	277.97	130.29	230.95	104.66
广告业务(元)	46.03	110.4	52.09	87.90	20.29	50.467	13.90
发行及投递业务(元)	29.64	44.78	24.07	38.54	23.26	32.44	11.99
网游收入(元)	5.56	4.41					
学校业务(元)	12.21				9.01	15.53	6.33
其他(元)	1.796				0.175	0.108	
杂志书籍销售及租赁业务(元)	1.16						
酒楼业务(%)						20.71	9.87
配送、信息发布相关业务(%)							5.02

资料来源: wind, 西南证券研发中心

**表 4: 近 3 年分行业毛利率一览表**

毛利率	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报	2007 中报
印刷业务(含新闻纸销售)(%)	36.19	33.49	29.55	31.65	33.24	36.2	36.66
广告业务(%)	68.95	60.98	65.25	63.03	76.53	66.5	81.94
发行及投递业务(%)	52.77	61.82	57.57	65.77	57.66	68.26	71.8
网游收入(%)	87.88	93.24					
学校业务(%)	52.33				49.44	44.58	51.72
其他(%)	61.1				89.52	91.52	
杂志书籍销售及租赁业务(%)	51.89						
酒楼业务(%)						65.34	63.8
配送、信息发布相关业务(%)							19.08

资料来源: wind, 西南证券研发中心

### 1.3 主要控股及参股公司

表 5: 主要控股及参股公司

被参控公司	投资额(万元)	参股比例(%)	净利润(万元)	被参控公司主营业务
星百瑞(北京)传媒有限公司	1000CNY	100		影视策划、企业形象策划等
四川尚都传媒有限责任公司	100CNY	50		商务服务
四川立即送票务营销有限公司				票务代理、商业服务
四川博瑞眼界户外传媒有限公司	2000CNY	93	487.8CNY	设计、制作、发布广告
四川博瑞书坊文化有限公司	1000CNY	100		销售图书期刊、商品批发零售
四川博瑞汽车时尚传媒有限公司	295.8CNY	51		广告代理、报纸批发、零售
四川博瑞麦迪亚置业有限公司	5805.21CNY	100		房地产开发经营、物业管理
四川博瑞教育有限公司	4275CNY	95	1215.86CNY	项目投资、组织教育交流服务
四川博瑞广播电视广告传播有限公司	196CNY	49		影视、文化、广告
深圳市博瑞创业广告有限公司	135CNY	67.5		广告业务
甘肃西部商报传媒发展有限公司		49		广告代理
成都英康贸易有限责任公司	480CNY	96		纸张批发等
成都演艺集团有限公司		25		组织、策划经营性演出活动
成都神鸟数据咨询有限公司	935.96CNY	98		广告设计、营销策划、商务信息咨询
成都商众广告传媒有限公司		40		广告代理
成都商报发行投递广告有限公司	2642.6CNY	93.1	2441.99CNY	发行投递
成都梦工厂网络信息有限公司	45198.05CNY	100	7758.77CNY	计算机软件技术开发、信息技术服务
成都每日经济新闻报社有限公司		35		编辑、发行《每日经济新闻》
成都博瑞银杏旅游文化发展有限公司		40		旅游文化策划; 餐饮娱乐投资
成都博瑞汽车文化策划咨询有限公司				汽车信息咨询、汽车营销策划
成都博瑞梦工厂网络信息有限公司	2800CNY	70		计算机软硬件开发、销售
成都博瑞广告有限公司	11186.19CNY	80	9561.39CNY	设计、制作、发布广告
博瑞纵横国际广告(北京)有限公司	480CNY	50		设计、制作、代理、发布广告
北京手中乾坤信息技术股份有限公司		20		互联网信息服务
北京博瑞盛德创业投资有限公司	3000CNY	100		投资管理、经济信息咨询

资料来源: wind, 西南证券研发中心

## 二、公司主营业务竞争力分析

### 2.1 传统媒体安身立命之本 保证 10% 增长

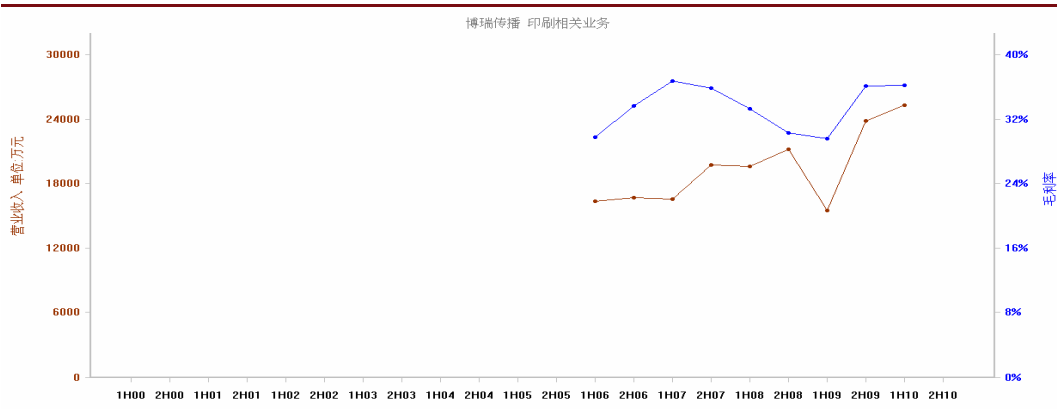
商务印刷、广告和发行投递业务是博瑞传播传统媒体的三大主要业务，公司明确表示，将实现传媒业务每年 10% 的增长，局部如商务印刷尤其是高档商务印刷快速发展。

#### 2.1.1 商务印刷快速增扩张

博瑞印务公司于 2000 年 1 月成立，2001 年置换进上市公司。是西南地区规模最大、设备最先进的印务公司之一。

在全面确保报印业务稳定增长的基础上，公司通过深入探索和积极调整，建立能够充分满足商印市场需求的成熟管理模式，对重点行业、重点客户实行动态服务管理，结合客户的个性化需求，加快商业印刷设备的建设，通过“填平补齐”完善印刷工艺，提升印刷设备的整体产能；同时，进一步整合印刷资源、拓展商印细分目标市场，提高商印产品的市场占有率和盈利能力，增强公司印刷业务的核心竞争能力。

图 2：2001-2010 印刷业务营业收入及毛利率走势



资料来源：天相投资，西南证券研发中心

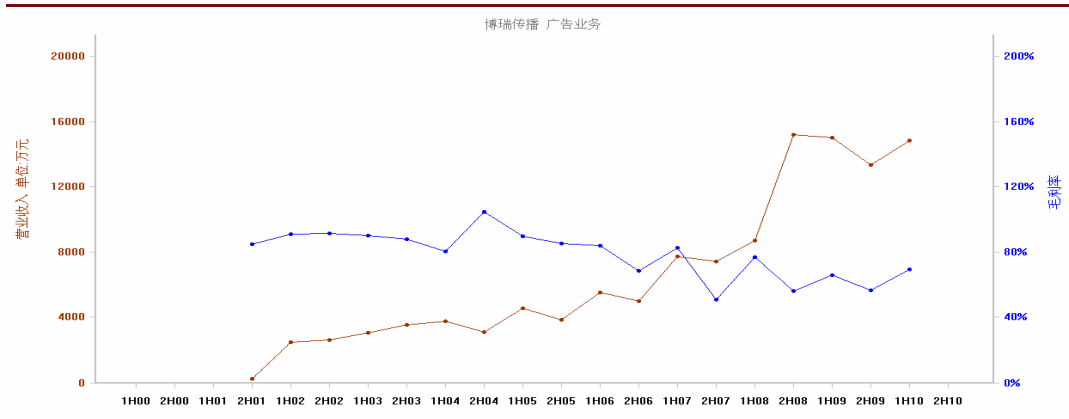
2009 年，公司在深挖存量业务潜力的基础上，充分发挥商业印刷技改项目形成的产能优势，及时调整营销策略、强化营销管理，努力改善业务结构，加大外接业务特别是商印业务市场的拓展力度，成功开拓了《党的建设》、《南方人物周刊》、《畅谈》、《看天下》、《新潮》以及太平洋百货、全友家私等长期客户，确保了整体印刷业务在 2009 年下半年成功实现恢复性增长。2009 年公司外接印刷业务收入 8200 万元，同比增长近 20%，其中商业印刷业务同比增长 50%。

2010 年上半年，印刷收入各项业务最大的亮点所在，同比增长 63.7%。内外印刷共同增长：一是对内印刷相关业务，主要以《成都商报》的印刷和纸张供应为主，上半年收入 1.91 亿元，同比增长 52.7%。二是外接印刷业务，上半年收入 6270 万元，同比增 67%，贡献印刷业务增长 17.6%。客户包括《看天下》、《伊周》、《廉政瞭望》、《滇池.天下》等期刊业以及太平洋百货、伊藤洋华堂等卖场的 DM 和包装业务。

### 2.1.2 平面广告稳定增长

博瑞广告有限公司主营各类报纸广告代理。2010 年上半年，平面广告同比增长 16%，其中户外广告业务实现 34%的内生增长，预计下半年广告业务将保持增长，户外广告的外延增长亦值得期待。

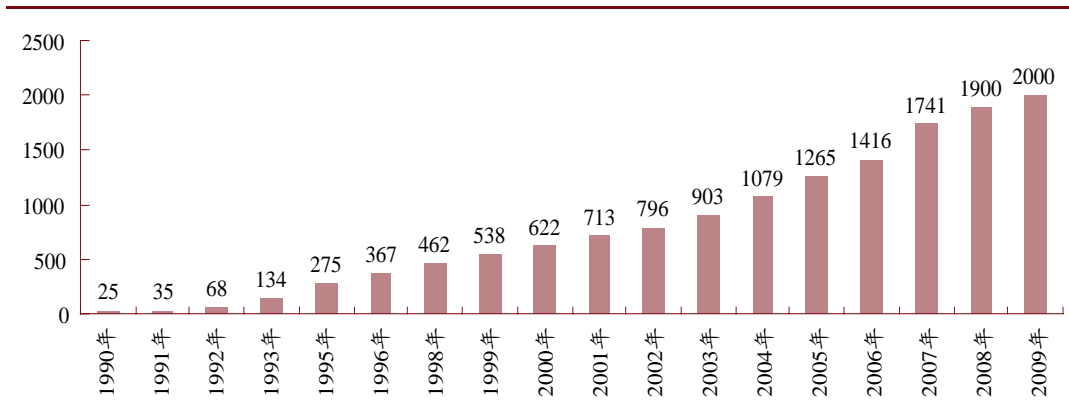
图 3：2001-2010 广告业务营业收入及毛利率走势



资料来源：天相投资，西南证券研发中心

2006 年-2008 年，中国广告支出额的复合增长率为 9.9%，远远超越美、日、英等成熟市场。中国在全球市场的占有率也从 2006 年的 5.0% 上升至 2008 年 5.5%，预计其市场规模在 2010 年将超过德国，成为全球第四大广告市场。普华永道(PwC)更是发表报告说，中国将在 2015 年超过日本成为全球第二大广告市场。

图 4：1990-2009 年中国广告开支增长

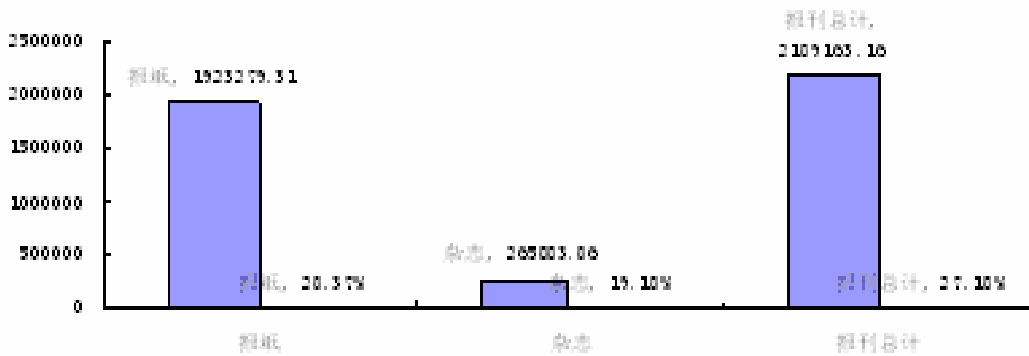


资料来源：国家工商总局，西南证券研发中心

据中国广告业协会日前公布的数据，2009 年，中国广告经营单位的数量是 204982 户，其中广告公司 124886 户，总体营业额为 8494297 万元，而上榜的前 100 家非媒体服务公司的营业额为 4211435 万元，媒体服务类广告公司前 100 名营业额为 2344481 万元，这意味着只占 0.16% 的 200 家广告公司创造了 2009 年整个广告业 32% 的营业份额。在媒体单位广告营业额排序中，占 2009 年广告业营业额的 36%。这折射出广告业优势资源的集中度居高不下，强者恒强。



图 5: 2010 年 1 季度国内报刊广告刊登情况

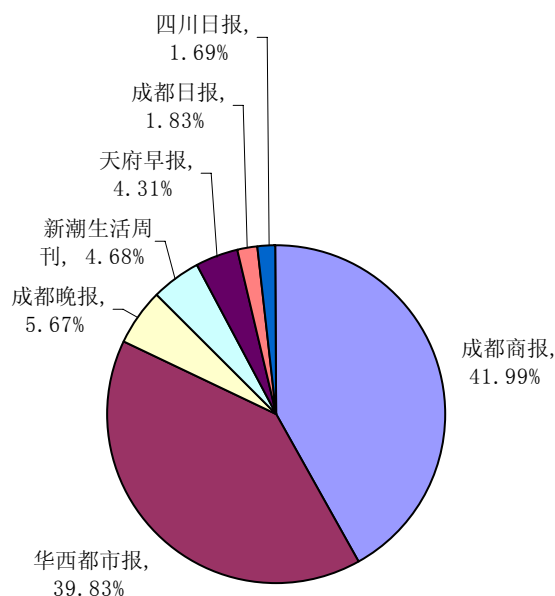


资料来源: 慧聪邓白氏研究, 西南证券研发中心

成都商报的强势地位, 使得博瑞传播平面媒体广告的天花板效应近年在成都还不太会显现。成都商报与博瑞传播二者发展正相关。成都商报 09 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。

CTR 数据显示,《成都商报》广告刊例在 2010 一季度同比增长了 23%。上半年总体而言, 成都商报广告增长 20% 以上, 而公司的广告同比增长仅 16%, 低于成都商报的广告增长。据调研, 原因主要是: 在公司平面广告中, 房地产业一直是强项, 投入的精力物力多, 广告额占比也大。今年 4 月份开始的房地产调控对公司平面广告有一定的负面影响。上半年成都商报广告从行业来看, 汽车、金融、家居、建材业增长快。针对此, 公司已经在构建相关方面的团队, 借鉴地产广告策划方面的经验, 下半年应该会有不错的进展。

图 6: 2010 年 5 月成都报纸广告状况前七强



资料来源: 慧聪邓白氏研究, 西南证券研发中心

### 2.1.3 发行业务强化渠道“终端为王”

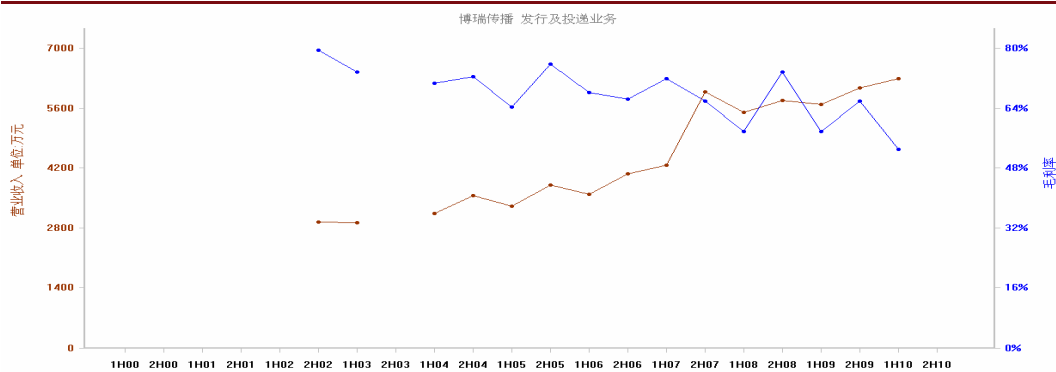
博瑞公司并不只是坐享成都商报强势地位带来的正面影响，更在发行渠道终端建设上强化，进一步提升发行业务的区域优势，为传统媒体业务的稳定增长提供有力保障。坚持“终端为王”的经营策略，继续加大资金投入和市场营销力度，强化终端的拓展与建设，进一步巩固了区域市场的主导和强势地位，实现了公司报刊发行和 DM 单业务的持续增长。

围绕扩大发行区域、提升发行规模、挖掘商业价值的目标，重点加大市区新建社区和周边卫星城镇市场的开拓力度。公司拥有成都市最大的发行队伍，总体稳定。今年公司在对遍布成都市区的“成都通”书报亭进行更新改造、充分满足传统业务增长需求的同时，增加拓展成都主城区户外广告业务的功能，今年将由 300 个网点上升到 600 个网点，提升“成都通”的商业价值；同时，全面启动省内二级城市的发行攻坚工作，强化发行业务网络建设，完善二级城市发行网络布点，以进一步巩固公司发行业务在成都及四川的竞争优势，为公司传统媒体运营业务的持续增长创造良好的条件。

在 DM 广告和物流配送增值业务的市场，公司继续加强市场拓展，力争实现较大幅度的业务增量，进一步提升盈利能力。目前，公司 DM 广告投递业务占据成都 75% 以上的市场份额。

就 2010 年上半年业绩而言，发行投递业务由于正逐步向周围二线城市拓展打造更大的平台及人工成本的提升，毛利率有所下降，但其业务发展空间将更大。

图 7：2001-2010 上半年发行营业收入及毛利率走势



资料来源：天相咨询，西南证券研发中心

## 2.2 新兴媒体 助推公司结构优化与升级

面对互联网等新媒体、新技术的强力冲击，传统媒体到底如何找出一条自己的发展之路，是博瑞传播一直在思考的问题。在抓好传统媒体发展，有了安身立命的基础上，抓住新媒体的发展机遇、突破地域限制，以发展新媒体为助推器加速完成博瑞传播的产业结构优化和升级，成为公司必然的战略选择，2005 年“新兴媒体内容提供商”这一战略跃上舞台。现在成都、上海、北京等地已有四个团队，专业化人才不断加入，新兴媒体的运作机制、团队建设不断完善，今年博瑞公司的 1 号文件就是进一步加快新媒体业务发展。

目前公司新媒体业务主要是网游与户外广告两块,两个子行业可以说都处于发展的黄金时期。公司今后将继续着重关注以互联网为基础的新业态。

### 2.2.1 网游业务: 梦工厂、合资公司协同作战

公司在网游业务上有两家公司,一是全资子公司梦工厂,另一家是和裘新合资的博瑞梦工厂(以下简称合资公司)。

2009年6月,博瑞传播斥资4.47亿元收购本土网游企业——成都梦工厂网络信息有限公司100%股权,2009年10月,博瑞传播与裘新共同出资设立成都博瑞梦工厂网络信息有限公司(以下简称合资公司),博瑞传播占70%的股权,裘新占30%股权。2010年2月,裘新单方增资,从而使其股权比例达到40%。

梦工厂未来所扮演的角色将逐步从研发转型为研发与运营并重,合资公司则为公司整合网络游戏行业资源、做大做强网游业务搭建了良好的平台。

表 6: 裘新简历

裘新简历	
1969年1月	出生于沈阳,后成长于成都
1990年	毕业于北京航空航天大学自动化系北航围棋协会会长
1991年	工作于成都飞机研究所参与歼-10飞机设计
1994年	组织"POWER MAGIC"开发组,设计"独孤九剑"游戏
1995年	任职香港海阳电脑深圳开发部
1996年	加入金山软件;金山珠海西山居研发负责人
2000年	金山北京西山居市场部经理
2002年9月	金山助理总裁兼西山居副总经理
2003年1月4日	时任西山居游戏负责人、《剑侠情缘online》负责人的裘新向金山递交辞职信,回到家乡四川成都创业,成立了梦工厂网络信息有限公司
2003年02月13日至今	创立成都梦工厂软件有限公司任董事长兼总经理
2006年	荣获“成都市软件产业新锐人物”
2007年	荣获“成都市软件产业发展贡献人物”

资料来源 公司公告,西南证券研发中心

#### (1) 梦工厂: 将来拟分拆单独上市

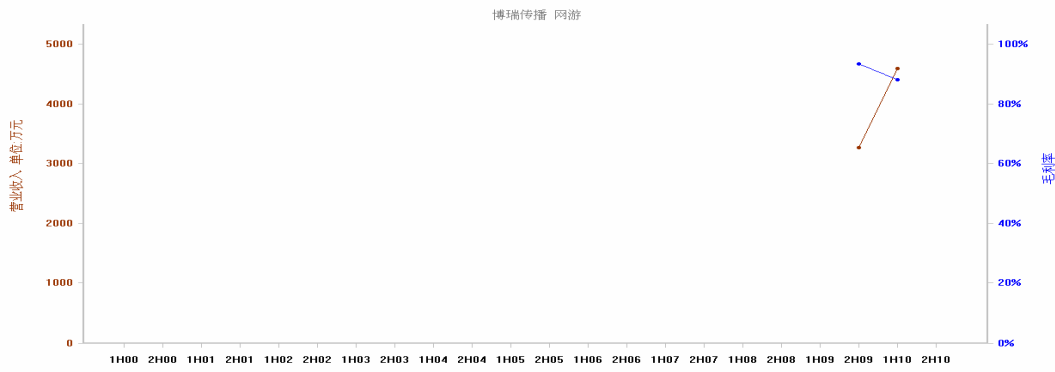
梦工厂成立于2004年2月13日,是国内具有一定影响力的网络游戏开发和运营公司。09年6月进入博瑞传播。

梦工厂项目的成功落地,是博瑞传播新媒体业务发展的重大突破,也是博瑞传播坚定推进新媒体战略的重要成果。它将进一步完善博瑞传播新媒体业务的整体布局,对公司实现传统媒体和新媒体两大业务相互促进、相互融合起到至关重要的作用,为公司未来形成传统媒体经营业务和新媒体业务共为战略支撑的局面奠定良好基础,有利于提升公司未来健康快速发展的营利能力。

梦工厂现有网游产品4个:《侠义道 I》、《侠义道 II》、《圣斗士 OL》和《新侠义道》,全

部在线人数大概有 10 万 - 11 万之间。《侠义道》、《侠义道 II》是梦工厂利润的主要贡献者，平均在线人数超过 6 万人，RUPU 人均在 300 元/月。

图 8：2009-2010 网游营业收入及毛利率走势



资料来源：天相投资，西南证券研发中心

2009 年梦工厂实现净利润 7758.77 万元，同比增长 32.96%，实现了股权转让时的业绩承诺，其中主要产品《侠义道 I》、《侠义道 II》人均 ARPU 值分别较上年同期增长 10.03 %、21.14%，《新侠义道》人均 ARPU 值达到 160 元/月以上。

2010 年上半年，梦工厂实现营业收入 4585.87 万元，同比下降 16%。经过调研发现，主要是有以下原因造成：一是上半年梦工厂没有新品推出；二是梦工厂在运营模式上有所改变。在运营模式上，由原来联合运营为主，向混合经营过渡。即公司以前同一款网游产品，自身官网运营和联合运营方的玩家相互割裂；今年上半年梦工厂大力推进官网和联合运营方在底层数据库实现对接，以使官网与联合运营方的玩家可以互联，玩家间互动性、体验度提升，提高网游人气，增加客户粘着度。过渡期内市场的推广工作就有所放缓。同时上半年公司的规模扩大，原来有 100 多名员工，现在发展到 300 多名员工，人力成本亦有所增加。

近两年净利润增速不低于 30%是博瑞传播和梦工厂签署的对赌协议所要达到的业绩目标，确保每年有 2 个及以上新产品投入运营是博瑞收购梦工厂时确定的目标，今年下半年梦工厂《圣斗士 II》、《侠义世界》有望完成研发投入市场运营。

《侠义世界》和《圣斗士 2》是两款 MMO(Massively Multiplayer Online)游戏。《侠义世界》是梦工厂年度大作，动用了百名美术人才，在后期研发过程中还吸纳了公司策划总监、程序总监和各项制作人员；在网游内容方面也有独创之处，打造剧情模式的“电影网游”，首次在网游中采取全景剧情特色，并结合“小说+单机+电影”的新方式。《圣斗士 1》运营不是很理想，《圣斗士 2》吸引《圣斗士 1》的经验教训，在美术、策划等方面都有全面更新，同时比前作更加贴近原著，除剧情外，在技能、职业等系统方面都能激起玩家的回忆。预计全年增长 30%应该不成问题。

## (2) 合资公司：行业整合平台

合资公司为行业整合平台，通过收购、参股、重组网络游戏行业中的标的公司等方式，进一步延伸公司网络游戏的产品线、加速新产品的开发步伐，通过整合引进管理经营人才及专业技术人才，建设一支强大的网络游戏开发和运营团队，使公司网络游戏的新产品开发和运营能力得到明显的提升，促进梦工厂现有产品的互动发展，确保公司网络游戏业务的规模及市场占

有率不断提高。

合资公司于2010年3月启动“寻梦计划”，以寻找优秀的网游项目和开发团队，计划投资上限为10亿元。合资公司年内新增1-2个项目，预计在明年下半年或后年年初推出产品，业绩体现在明年以后。

今年4月21日，合资公司与姜海龙先生签订投资意向，分三期共投入300万元，增资成都魔艺网络科技有限公司。与魔艺的合作体现了博瑞管理层继续做大网游业务的决心。成都当地中小型的网游公司约有210家，博瑞与魔艺的合作很可能复制到其他网游公司上。以期实现三年后把网游业务打造成全国前10名的公司目标。

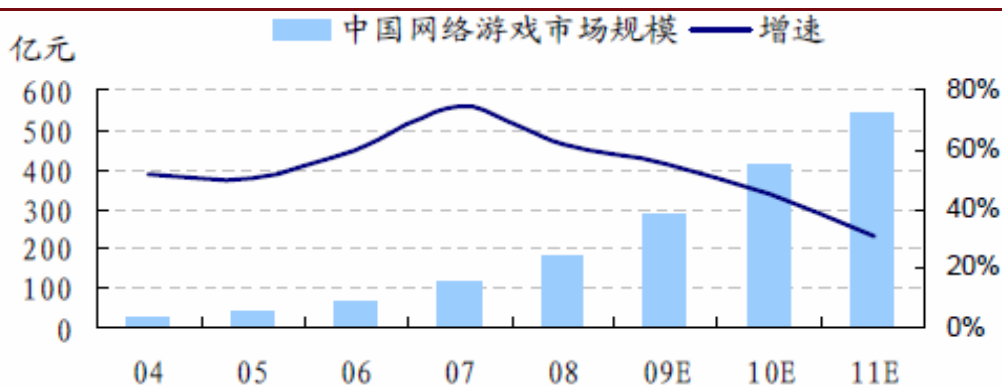
博瑞传播的收购标的主要是互联网等新媒体形态，如游戏、社区、手机游戏、视频等。对标的要求是：一是标的本身要盈利，要有一定规模，几千万到一亿的收入，上千万的利润。二是要和博瑞业务相融合。

博瑞传播收购标的的条件与创业板上市条件相当，因此，在收购上与以前相比有一定的难度。但是企业的诉求不一样，有人愿意单独上创业板，也会有人选择合作。同时，在并购上，不仅是新媒体，如网游与户外广告公司，在一般的广告公司方面也在谈。

### (3) 网游行业：增速虽放缓市场仍广阔

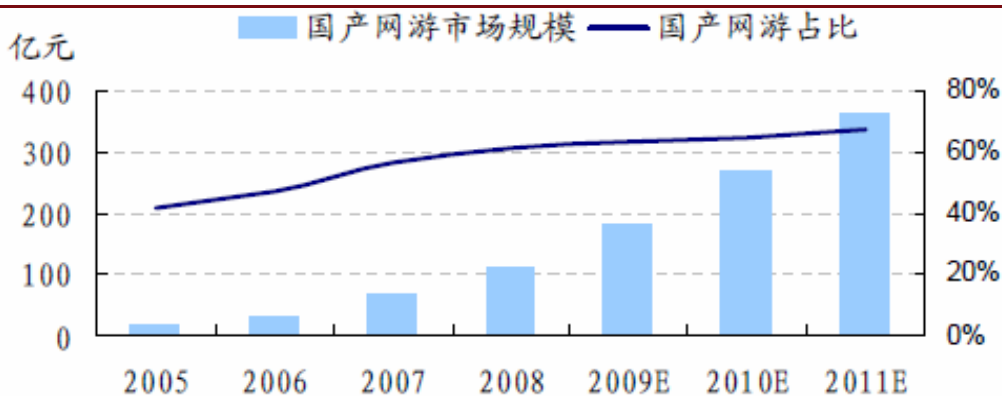
文化部日前发布的《2009年中国网络游戏市场白皮书》指出：2009年中国网络游戏市场规模继续稳定增长，市场结构不断优化，网游市场总体呈现平稳有序发展态势。从市场规模来看，2009年中国网游市场规模达到258亿元人民币，同比增长39.5%。其中：国产网游市场规模达到157.8亿元人民币，比2008年增长41.9%，占总体市场规模的61.2%。

图9：2004-2011中国网游市场规模



资料来源：赛迪顾问，西南证券研发中心

图 10: 2005-2011 国产网游占比



资料来源: 赛迪顾问, 西南证券研发中心

目前中国网络游戏市场调整增长的驱动力主要有以下三方面: 一是互联网用户数量的迅速增长, 为网络游戏行业持续发展提供了基础保证; 中国的网民总量 02 年以来保持高速增长, 复合增速达到 31%。根据 CNNIC 的数据, 09 年底中国互联网普及率仅为 29%, 相比发达国家超过 70% 的普及率还有相当的差距, 这表明中国的互联网经济仍具备广阔的潜在增长空间。二是自主研发能力和创新能力的快速提升, 成为推动中国网络游戏业发展的源动力; 三是政府对网络游戏产业在加强监管的同时进行正面的引导和扶持, 为网游持续健康发展保驾护航。

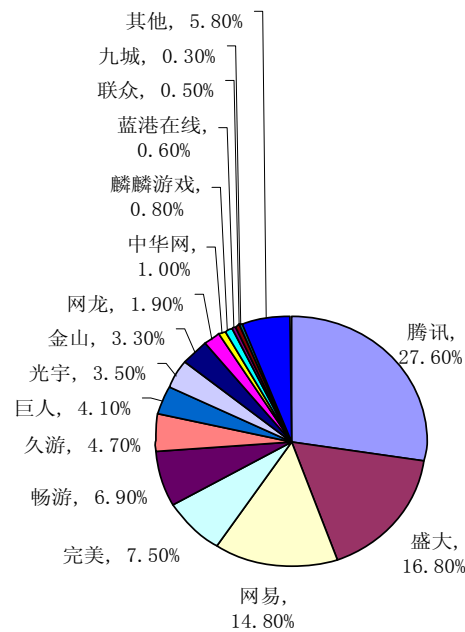
2010 年 1 季度, 按艾瑞统计口径, 中国网游市场同比增长 28.7%, 环比增长 9.1%, 预计全年中国网游业将实现 24.9% 的增长。预计 2013 年中国网络游戏用户数将达到 9453 万, 网络游戏市场实际销售收入将达到 397.6 亿元人民币, 2008 年到 2013 年的年复合增长率为 13.9%。

目前, 全国共有网游企业大约 500 家, 市场占有率前三名是腾讯、盛大和网易。网络游戏的市场集中度进一步提高。

根据易观国际 EnfoDesk《2010 年第 2 季度中国网络游戏市场季度监测》数据显示, 2010 年第 2 季度中国网络游戏市场 TOP5 的厂商占据了市场的 73.6%, 腾讯、巨人、畅游等厂商凭借产品更新业绩回暖, 而盛大、网易、完美等厂商遇到产品瓶颈, 业绩低迷。在 10-15 名厂商中, 麒麟、蓝港在线已积累了良好的运营经验, 并形成可持续的产品供给能力, 形成了稳定的市场竞争力, 进入市场主要竞争厂商梯队。整体市场发展趋缓, 格局出现松动。这也给二线网游厂商提供了机会。



图 11: 二季度主要网游厂商市场份额占比图



资料来源: 易观国际, 西南证券研发中心

### 2.2.2 户外广告剑指“四川第一、西南前三”

公司 2006 年开始进入户外广告市场, 由四川博瑞眼界户外传媒有限公司负责经营此项业务。户外广告发展目标是实现“四川第一、西南前三”, 主要手段是并购, 依靠外延式扩张来获取资源。2010 年户外广告收入指标是 1 亿, 较 09 年增长 51%。

表 7: 公司拥有的户外广告资源汇总

时间	户外广告经营权	投资金额(万元)	年限
2006 年 3 月	在成都市 10 组路灯杆拍卖中拍得 507 杆广告	1000	4 年
2006 年 4 月	光华大道温江段公金路以东部分 111 根灯杆广告	/	4 年
2006 年 6 月	成绵高速与金华大道交界处待建塔式广告权	/	6 年
2006 年 11 月	成都至南充段(即成南高速)全部和成都绕城高速公路部分户外广告媒体经营权	3450	12 年
2007 年 11 月	在成都市春熙路片区、蜀都大道片区和盐市口片区建设彩色 LED 显示屏约 80 个	2000	8-10 年
2008 年 1 月	在成都市区的主要成熟社区修建广告牌 1000 个	750	/
2008 上半年	成都机场高速收费站落地广告牌投资	4185	/
2008 上半年	成都火车站海发大厦墙面大牌	465	/
2008 上半年	成渝(成都至重庆)、成灌(成都至都江堰)、成雅(成都至雅安)高速公路部分路段优质单立柱 20 座	483	/
2008 上半年	成都至温江光华大道的独家户外广告经营权	/	/
2008 下半年	城南高速扩建		
合计		11333	

资料来源: 西南证券研发中心

户外广告近几年发展快速，其特性是路段决定市场价值，毛利率亦很高，现在各地加大了规范力度，毛利率将走向正常盈利水平，即 40%左右，仍是广告细分行业中最高的。目前博瑞传播户外广告大都处于投入期，还未做到 40%的毛利率。

户外广告的稀缺性特征，使得广告价格呈刚性上涨趋势，也使得其能够把成本转移到广告主身上去。城南高速每年要提价，刚进去时，毛利率低，以后会逐步提高。同时，户外广告也有规模效应，规模扩大后还将带来毛利率上升。

我们认为，政府的规范整治，将使户外广告经营更加规范，经营权出让方式更加阳光化，有利于强势公司的跨区发展。在跨区整合的方式上，博瑞公司更可能采取的是与当地资源进行合作的方式。

## 2.3 文化产业战略投资者

2009 年 10 月，伴随着公司新媒体战略的进一步实施，博瑞传播设立了创业投资平台——北京博瑞盛德创业投资有限公司，该公司注册资本 3000 万元，主要从事创业投资业务，主要投资方向是文化传媒项目和 Pre-IPO 项目。09 年 11 月，公司又设立了上海投资总部，将项目拓展的触角进一步延伸。

目前在北京和上海设两个投资总部，但功能不一样，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。

## 2.4 “创意成都” 拥地价升值享孵化之利

创意成都是 2010 年公司重大投资项目，该项目位于锦江工业园区，该区域处于成都创意产业基地的核心地位，与占地 5 平方公里的成都金融产业基地一路之隔。“创意成都”项目占地 20 亩，总建筑面积 8.2 万平方米，地上建筑面积为 6.1 万平方米，旨在建立一座以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的多功能商务中心，定位于影视产业、广告产业、出版产业、印刷产业等文化创意产业平台。购买地价是 10 万/亩，而周边地价现在已是 500 万/亩，地价升值明显。



图 12: 创意成都效果图



资料来源: 西南证券研发中心

今年公司全力推进“创意成都”的工程建设及相关工作，确保 2010 年 12 月 31 日前完成电梯、消防、空调、智能化设备的安装并顺利进入全面营销推广阶段。现在营销团队已组建，营销方案、招商工作等已在筹备之中。

资料显示，该区域内的准甲级写字楼目前的销售价格约为 7200 元/平米，租金为 75--95 元/平米。定位更高的“创意成都”项目租售价格将高于该水平。“创意成都”项目明年下半年贡献利润。从目前的情况看，售价每平米高于 1 万元几成定局，但考虑到公司作为媒体类公司轻资产的特征，公司希望持有部分优质资产，因此该项目公司将以出租为主，出售为辅。一旦明年开始贡献利润，十分可观。

### 三、公司核心优势

博瑞传播的核心优势一方面体现为公司及集团管理层具有较为出色的战略前瞻意识和运营管理能力，战略定位清晰；另一方面在于公司具备资源控制和整合能力，业绩持续增长能力强，上市 10 年年均复合增长率超过 20%。

#### 3.1 战略定位清晰

“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”是公司清晰的战略定位。

公司战略规划一般是做滚动 3 年计划，年底因时俱进根据公司情况、外部市场情况等作调整与修正。6 年前这一战略的前两句提出，2-3 年前后一句战略提出。

深度挖潜、深耕细作，做好传统媒体运营服务商，每年保证 10% 左右的增长，象商业印

刷尤其是高端印刷业务局部有快速增长，这是博瑞传播安身立命之本；坚定推进新媒体战略，站在技术前端，积极参与文化产业战略投资，这是博瑞传播保持资本市场竞争优势，保持核心竞争力唯一的出路。09年收购梦工厂，参股手中乾坤都是这一清晰战略的自然结果。

### 3.2 持续增长能力强

每年必须保持 20-30% 的业绩增长，是公司明确给自己的压力，也是公司发展历史证明的事实。持续增长不过寥寥四字，却包含了太多的挑战。因为历史经验表明，很多企业从迅速崛起，到繁荣、到具有知名度、到顶峰，再到最后开始往下走，其间的周期也只不过六年左右。

表 8: 01-09 盈利能力分析表

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>盈利能力</b>									
净资产收益率-加权(%)	22.63	19.74	24.29	19.87	18.56	20.18	18.36	19.36	13.34
总资产净利润(%)	16.39	15.09	13.7	8.21	10.33	11.18	12.24	13.72	7.91
投入资本回报率(%)	20.81	17.6	16.52	8.91	12.26	13.07	13.75	14.64	9.22
销售净利率(%)	30.84	25.87	21.15	10.75	14.58	17.06	17.21	20.26	11
销售毛利率(%)	50.81	46.92	50.39	46.91	46.41	46.31	51.61	55.34	31.79
销售成本率(%)	49.19	53.08	49.61	53.09	53.59	53.69	48.39	44.66	68.21
营业利润 / 营业总收入(%)	37.76	32.05	31.95	19.5	22.43	25.54	27.47	35.83	11.26
<b>收益质量</b>									
经营活动净收益 / 利润总额(%)	91.06	95.18	80.78	101.6	109.98	109.2	124.17	117.87	89.7
所得税 / 利润总额(%)	18.98	18.71	33.82	44.62	36.49	35.4	37.26	42.03	1.66

资料来源: wind, 西南证券研发中心

表 9: 01-09 每股指标一览

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>上市公司公告</b>									
每股收益-基本(元)	0.7	0.52	0.74	0.3	0.42	0.38	0.42	0.37	0.23
每股净资产(元)	3.47	2.77	4.48	2.63	2.45	2.04	2.41	1.99	1.72
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	1.03	0.7	1.1	0.97	0.7399	0.3351	0.9167	0.5966	0.8469
<b>Wind 计算</b>									
每股营业总收入(元)	2.4581	2.2032	3.5028	3.3223	3.0054	2.3846	2.6645	2.0474	2.1348
每股资本公积(元)	0.8248	0.661	2.1072	0.3949	0.1163	0.1144	0.2599	0.2599	0.2599
每股盈余公积(元)	0.4998	0.4677	0.7768	0.8134	0.826	0.6866	0.7793	0.6065	0.4617
每股未分配利润(元)	1.1424	0.6445	0.5992	0.1691	0.527	0.2499	0.3005	0.1255	0.0011
每股现金流量净额(元)	0.4085	0.1628	1.8584	0.047	0.2034	0.1223	0.0639	-0.2607	0.4358

资料来源: wind, 西南证券研发中心

## 四、风险提示

### 4.1 外延式扩张低于预期的风险

在拓展新媒体方面，公司采取的主要手段是并购，但因为市场环境、政策等诸多方面的影响，存在着进展可能不太顺利的可能。

### 4.2 网游业务产品研发及推广达不到预期的风险

游戏玩家的喜好经常转变，公司要保持持续盈利的能力，必须持续不断开发游戏新产品，新产品能否成功，涉及到公司对市场的感悟力、决策力及公司研发人员的创意力、运营人才的推广力等诸多因素，有开发不成功的风险。

梦工厂和合资公司现在都是计划每年推出 1-2 款新产品，网游业虽仍处快速发展中，但发速度已趋缓，同时，网游产品同质化竞争严重，存在新产品研发及推广达不到预期的风险。

## 五、公司盈利与预测

假设公司印刷业务 10 年营业收入同比增长 20%，广告业务 10 年同比增长 20%，发行及投递业务 10 年增长 9%，网游业务增长 30%，则公司营业收入 10 年营业收入增长 20%，营业收入达 11 亿，这也和公司今年的目标相吻合。

我们预测博瑞传播 10-11 年分别实现每股收益 0.57 元、0.68 元，对应 8 月 23 日股价 17.97 元，PE09-11 年分别为 41.07X、31.53X 和 26.43X。传媒业目前平均静态市盈率 54.51X，公司估值在行业内处于较低水平。给予“买入”评级。

表 10: 公司业绩预测与估值

科目(万元)	2009年(A)	2010(E)	2011(E)
EPS(摊薄:元)	0.70	0.56	0.68
营业收入	922.51	1107.36	128.89
印刷业务(含新闻纸销售)(百万元)	392.0	470.3	522.3
广告业务(百万元)	282.96	339.55	407.46
发行及投递业务(百万元)	117.30	127.85	138.72
网游收入(百万元)	65.23	169.60	220.48
净利润	284.53	344.4	418.2

资料来源: wind, 西南证券研发中心

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

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

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

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

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>