

# 博瑞传播:加速布局新媒体产业链

**评级: 买入-A**

上次评级:

**目标价格: 25.00 元**

期限: 3个月 上次预测:

现价: 18.40元

**报告日期: 2010-10-14**
**报告关键点:**

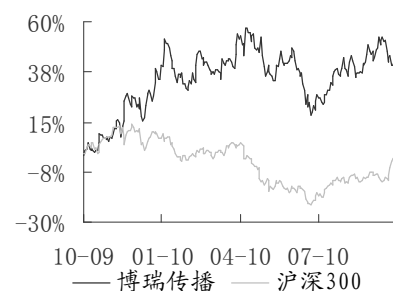
- 📖 新媒体业务平台初具雏形, 新媒体业务成为公司战略发展的方向;
- 📖 传统业务与新媒体业务协同效应显著;
- 📖 公司估值将随着新媒体业务占比提高出现系统性抬升。

**报告摘要:**

- **新媒体业务平台初具雏形, 新媒体业务成为公司战略发展的方向。**2007年以来, 公司致力于由“传统媒体运营商”向“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”的战略转型, 新媒体业务平台初具雏形, 表现在: (一) 形成了较为完善的新媒体业务布局; (二) 组建了富有经验的创投团队; (三) 建立健全了管理层和项目团队激励制度; (四) A股市场的高估值赋予公司并购优势。随着新媒体业务平台日趋成熟, 新媒体业务成为公司战略发展的方向。
- **传统业务和新媒体业务协同效应显著。**公司三大传统业务为印刷、广告、发行, 围绕《成都商报》展开, 业务增长稳定。轻资产运营的特征使得传统业务收入的增长不需要大量的资本投入, 传统业务能够产出大量的富余现金。新媒体业务由于所属行业增速较快, 业务快速扩张通常伴随着高额研发投入和设备添置, 表现出高增长、高利润、高资本需求的特征。因此, 公司传统业务和新媒体业务相结合的模式具有良好的协同效应, 既解决了利润留存再投资的难题, 又满足了新媒体业务扩张过程中对资金的需求, 为公司新媒体并购提供源源不断的现金流。
- **公司估值将随着新媒体业务占比提高出现系统性抬升。**为了加速推进新媒体战略的实施, 今年年初, 公司董事会对管理层提出了全新的考核目标, 并与年终奖直接挂钩。考核目标主要包括两方面: 一是市值管理, 要求公司的绝对和相对市值有尚佳表现; 二是新媒体并购, 力争有优质项目落地。我们认为, 公司良好的治理结构和执行力, 是新媒体项目落地最有力的保障。随着公司加速布局新媒体产业链, 新媒体业务占比提高将系统性的提升公司估值水平。
- **首次给予公司“买入-A”的投资评级。**我们预测公司2010年、2011年、2012年EPS分别为0.56元、0.73元、0.86元, 当前股价对应动态市盈率33倍、26倍、22倍, 估值处于A股传媒板块低端。考虑到公司存在新媒体并购预期, 可以享有一定的估值溢价, 首次给予公司“买入-A”的投资评级, 6个月目标价25.0元。
- **风险提示:** 并购项目的规模和时间可能低于预期、房地产市场降温导致《成都商报》广告和版数大幅下降的风险。

**市场数据**

总市值(百万元)	11,331.09
流通市值(百万元)	7,395.17
总股本(百万股)	615.82
流通股本(百万股)	401.91
12个月最高/最低	15.01/34.35 元
十大流通股东(%)	27.68%
股东户数	12,650

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.82)	(10.66)	39.32
绝对收益	(6.08)	10.84	39.22

**研究员**

<b>赵志成</b>	<b>首席行业分析师</b>
021-68765859	zhaozc@essence.com.cn
证书编号	S1450209060198
<b>董云翔</b>	<b>行业分析师</b>
	dongyx@essence.com.cn

**财务和估值数据摘要**

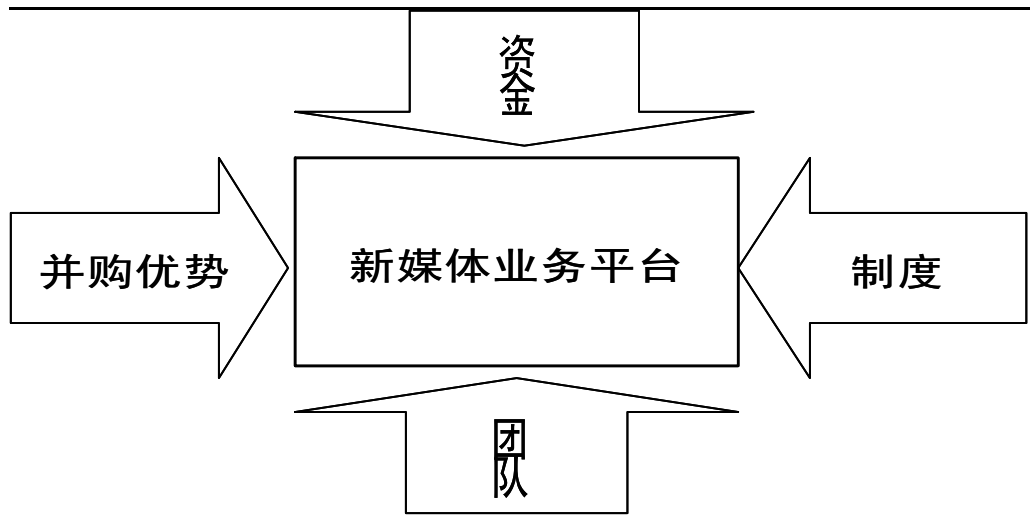
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	809.2	922.5	1,160.6	1,424.2	1,638.1
Growth(%)	14.3%	14.0%	25.8%	22.7%	15.0%
净利润	191.7	262.9	336.0	437.3	515.7
Growth(%)	41.6%	37.2%	27.8%	30.2%	17.9%
毛利率(%)	46.9%	50.8%	52.6%	54.6%	55.2%
净利润率(%)	23.7%	28.5%	28.9%	30.7%	31.5%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.56	0.73	0.86
每股净资产(元)	1.73	2.23	2.99	3.63	4.39
市盈率	59.8	43.6	33.2	25.5	21.7
市净率	10.7	8.4	6.2	5.1	4.2
净资产收益率(%)	19.6%	20.8%	20.3%	21.8%	21.3%
ROIC(%)	65.1%	65.2%	60.3%	44.5%	46.7%
EV/EBITDA	21.9	16.4	21.6	16.4	13.6
股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.9%

**前期研究成果**

## 1. 新媒体业务平台初具雏形

2007年以来,公司致力于由“传统媒体运营商”向“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”的战略转型,新媒体业务平台初具雏形,表现在:(一)形成了较为完善的新媒体业务布局;(二)组建了富有经验的创投团队;(三)建立健全了管理层和项目团队激励制度;(四)A股市场的高估值赋予公司并购优势;(五)传统业务与新媒体业务协同效应显著。

图 1 新媒体业务平台初具雏形



数据来源:安信证券研究中心

### 1.1. 形成了较为完善的新媒体业务布局

新媒体业务形成了较为完善的产业布局。自2007年11月参股北京手中乾坤信息技术股份有限公司20%股权以来,公司一直致力于新媒体业务的开拓。2008年,公司启动创意成都项目,总投资3.95亿元;2009年6月,公司斥资4.47亿元收购成都梦工厂100%股权;2010年2月,公司增资580万元获得成都全搜索科技有限责任公司17.9%的股权。目前,公司新媒体业务已经涵盖了手机游戏、网络游戏、城市门户网站、创意产业孵化园等多个领域,形成了较为完善的产业布局。

表 1 2007-2010 年公司新媒体业务布局

子公司/联营公司	所属行业	投资时间	2009年 收入	2009年 净利润	持股 比例
北京手中乾坤信息技术股份有限公司	手机游戏开发和运营	2007年11月	4373.0	2594.4	20%
创意成都项目	创意产业孵化园	2008年至今	—	—	100%
成都梦工厂网络信息有限公司	网络游戏开发和运营	2009年6月	12,196.5	7758.8	100%
成都全搜索科技有限责任公司	城市门户网站	2010年2月			17.9%

数据来源:公司资料,安信证券研究中心

### 1.2. 组建了富有经验的创投团队

为配合新媒体战略的实施,公司组建了一支富有经验的创投团队。2009年10月,公司对全资子公司北京瑞其新传媒文化有限公司增资2700万元,设立公司创投平台,公司更名为北京博瑞盛德创业投资有限公司,主要投资对象为文化传媒项目和Pre-IPO项目。2009年11月,公司设立上海投资总部,和先前设立的北京投资总部相互呼应,在聚集专业投资人才的同时,加大新媒体项目的储备和投资力度,促进优质新媒体项目加速落地。

### 1.3. 建立健全了管理层和项目团队激励制度

**管理层和项目团队激励制度保障新媒体战略顺利推进。**今年以来，公司董事会调整了对管理层的考核指标体系，将新媒体业务的内生性增长和外延式收购与公司管理层和各子公司的年终绩效挂钩，与经营班子调整和干部任免挂钩。清晰明了的考核目标成为公司新媒体扩张最有力的保障。与此同时，公司一直致力于建立健全并购过程中标的公司核心团队的激励制度，较为典型的是收购梦工厂过程中对其核心管理团队的激励条款。该条款在保留核心团队的同时，有效调动了核心团队的积极性，确保收购项目的业绩逐年增长。

表 2 梦工厂核心团队激励条款

激励条款	条款内容
收购定价的对赌协议	若梦工厂 2009 年度净利润值达到或超过 7,540 万元,则公司按超额部分的 8.7 倍向裘新增加支付股权转让价款,即调整后股权转让价款总额=16,414.00 万元+(梦工厂 2009 年度净利润值-7,540.00 万元)×8.7。
2011 年之后的股权激励	公司承诺,2011 年度结束后,裘新及梦工厂核心员工有权选择共同对梦工厂增资(以增资完成后合计持有不超过 20%梦工厂股权为限,增资价格以增资时梦工厂经审计的净资产价格确定);若实施增资,公司应尽快启动梦工厂 IPO 程序。
管理团队超额利润分成	双方一致同意,以梦工厂 2008 年净利润 5800 万元为基数,2009 年、2010 年、2011 年净利润增幅不低于 30%,若 2009 年—2011 年度净利润总和超过这三年度净利润目标值之和,则超额部分的 65%作为奖励支付给梦工厂核心员工。

数据来源:公司资料,安信证券研究中心

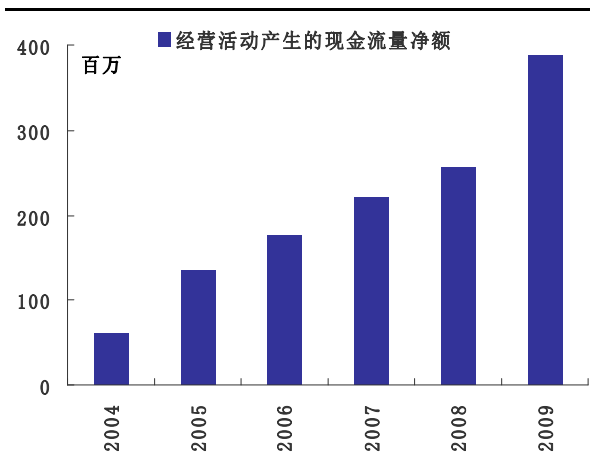
### 1.4. A 股市场的高估值赋予公司并购优势

**A 股市场的高估值赋予公司并购优势。**由于 A 股市场对新媒体业务的估值水平较高,只要公司能够以合适的市盈率(低于 20 倍)并购新媒体项目,就可以提升公司在资本市场的价值。相比同行 PE 和私募股权基金,在 A 股上市的博瑞传播在项目并购中可以承受更高的 PE 估值,从而更容易在竞购中胜出。

### 1.5. 传统业务与新媒体业务协同效应显著

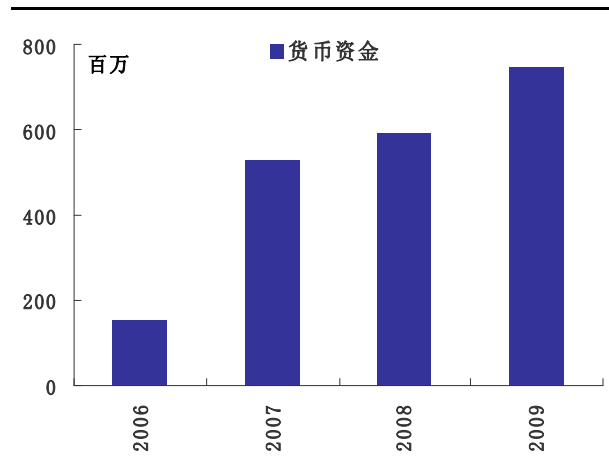
**传统业务和新媒体业务相互结合,表现出良好的协同效应。**公司三大传统业务为印刷、广告、发行,围绕《成都商报》展开,业务增长稳定。轻资产运营的特征使得传统业务收入的增长不需要大量的资本投入,传统业务能够产出大量的富余现金。新媒体业务由于所属行业增速较快,业务快速扩张通常伴随着高额研发投入和设备添置,表现出高增长、高利润、高资本需求的特征。因此,公司传统业务和新媒体业务相结合的模式具有良好的协同效应,既解决了利润留存再投资的难题,又满足了新媒体业务扩张过程中对资金的需求,为公司新媒体并购提供源源不断的现金流。

图 2 经营活动产生大量现金流入



数据来源:公司数据,安信证券研究中心

图 3 公司拥有大量富余现金可供投资



数据来源:公司数据,安信证券研究中心

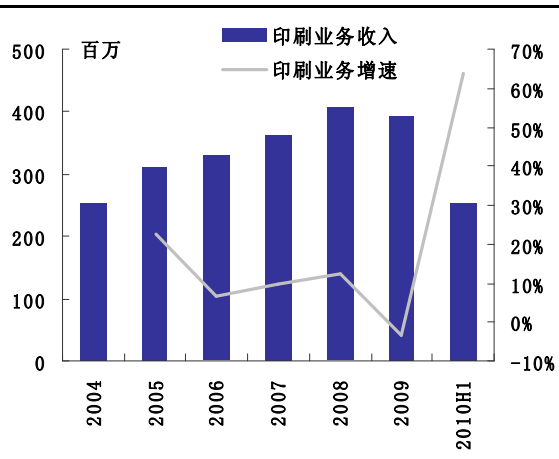
## 2. 传统媒体业务：年均增长 15%，是具有垄断特性的现金牛

传统媒体业务稳步增长，表现为具有垄断特性的现金牛。公司传统业务围绕西南地区最大的平面媒体《成都商报》展开，是《成都商报》印刷和发行业务的独家代理商、广告业务的首席代理商，具有较强的垄断特征。凭借《成都商报》的强势媒体地位，传统业务预计未来三年年均复合增长 15%，而轻资产运营的特征使得传统业务收入的增长不需要大量的资本投入，传统业务每年净现金流入 3 亿元以上，是具有垄断特性的现金牛。

### 2.1. 印刷业务：报印和商印共促业务高增长

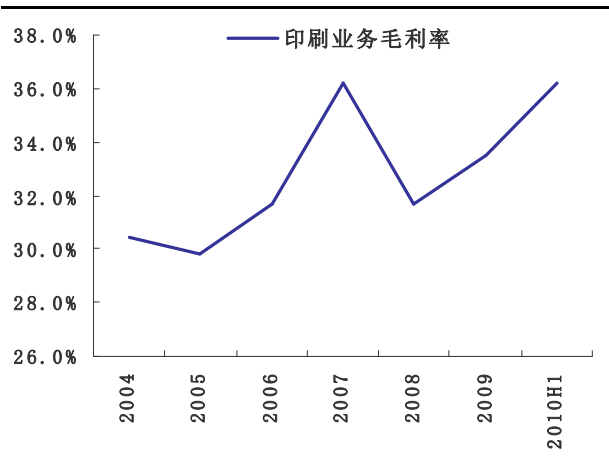
版数增长和商印产能投放共同推动印刷业务高增长。印刷业务在公司各主营业务中收入占比最大，分成对内印刷和外接印刷两部分。其中，对内印刷业务以《成都商报》的印刷和纸张供应为主，2010 年上半年实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 57%，增长源于《成都商报》上半年发行总版数较去年同期增长 44%；外接印刷业务主要针对商印市场，客户包括《南方人物周刊》、《看天下》、《党的建设》等期刊以及太平洋百货、伊藤洋华堂等大卖场的 DM 和包装业务。2010 年上半年外接印刷业务实现营业收入 6270 万元，同比增长 76%，增长动力来自于商务印刷技改项目的产能在 2010 年上半年集中投放。

图 4 印刷业务收入及增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 5 印刷业务毛利率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 3 《印刷代理协议》具体内容

协议名称	《成都商报印刷代理协议》
协议双方	博瑞传播印务分公司与成都商报社
协议内容	独家代理成都商报印刷和纸张供应
协议期限	2009 年 8 月 1 日至 2019 年 7 月 31 日
结算条款	纸张结算价在当期采购价（以乙方采购纸张的发票所载金额为准）的基础上每吨增加 250 元，若仓储、运输等相关采购成本发生重大变化，双方另行协商确定；报刊印刷代理费用为彩报 0.12 元/张，套红 0.028 元/张。如果市场价格发生较大变化，双方另行商定结算价格。
结算方式	纸张供应逐笔结算，印刷业务次月结算

数据来源：公司资料，安信证券研究中心



表 3 印刷业务收入预测

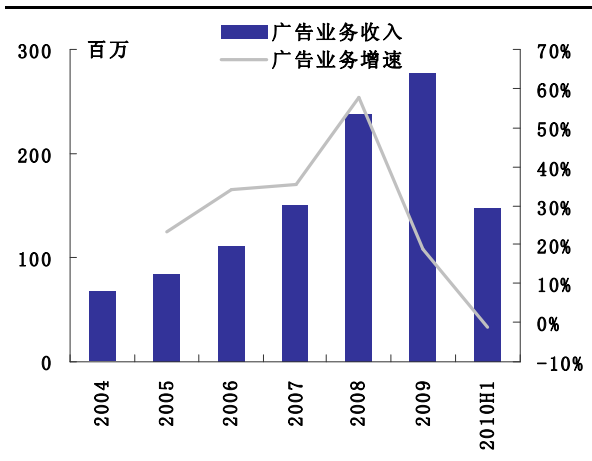
单位: 百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	362.0	406.7	392.0	470.4	517.4	569.2
YOY	9.9%	12.3%	-3.6%	20.0%	10.0%	10.0%
营业成本	231.0	277.8	260.7	310.5	341.5	375.7
毛利率	36.2%	31.7%	33.5%	34.0%	34.0%	34.0%

数据来源: 安信证券研究中心预测

## 2.2. 广告业务

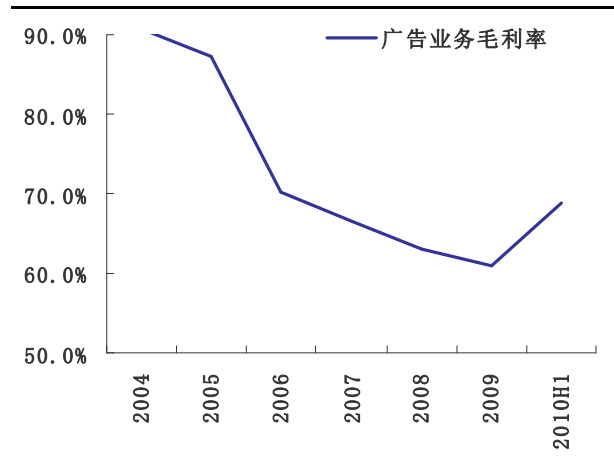
广告业务在公司传统媒体业务中增长最快, 过去 5 年间年均复合增长 33%。高增长一方面来自于公司代理的商报广告量的增长。作为西南地区最为强势的媒体, 《成都商报》在房地产广告领域一直占据着绝对的领先优势。作为《成都商报》的首席广告代理商, 公司广告业务直接受益于房地产行业持续高景气; 另一方面, 为了突破传统平面媒体的增长瓶颈, 公司积极参与户外广告资源的开发和并购, 形成了一定的规模和品牌优势, 有效保障广告业务持续快速增长。

图 6 广告业务收入及增速



数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

图 7 广告业务毛利率

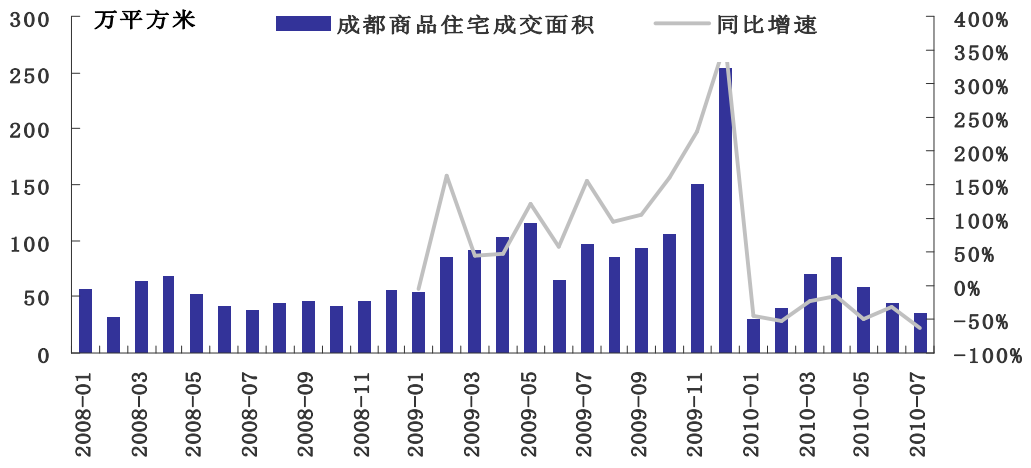


数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

### 2.2.1. 商报广告代理业务

**优化广告业务结构, 应对房地产市场调整。**作为《成都商报》的首席广告代理商, 公司代理的商报广告占《成都商报》广告总量的 40%, 主要以地产广告为主。2010 年上半年, 《成都商报》总版数增长了 40% (通常情况下, 报纸的非广告内容相对稳定, 版面大幅增长来自于强劲的广告需求), 但公司代理的商报广告收入仅增长 1%, 两者差异较大的原因是公司广告业务主要集中于房地产领域, 而今年上半年成都房地产市场成交低迷, 地产商纷纷削减广告投放。虽然进入三季度之后, 全国房地产市场成交回暖, 但近期出台的房产新政预期将推动房地产市场步入中期调整, 进而影响到公司商报广告代理业务在未来一段时间的表现。目前, 公司已经认识到过分依赖单一行业所面临的风险, 开始加大汽车、家电、金融、家居装饰等行业客户的开发力度, 优化广告业务结构, 降低房地产市场波动对业务的影响。

图 8 今年上半年，成都房地产市场成交低迷



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

表 4 《广告代理协议》具体内容

协议名称	《成都商报广告代理协议》
协议内容	成都商报首席广告代理
协议双方	成都博瑞广告有限公司与成都日报社
协议期限	1999年9月1日2018年10月31日
结算条款	博瑞广告有限公司的广告收入在扣除代理费后，与成都日报社四六分成
结算方式	发行业务次月结算

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

### 2.2.2. 户外广告业务

**存量资源的深度开发和跨区域并购推动户外广告业务高增长。**2010年上半年，户外广告业务实现营业收入4300万元，同比增长34%，增长主要来自于户外广告资源量的增长及价格的提升；2010年下半年，在深入开发存量资源的同时，公司希望在跨区域并购方面有所突破。

**现有户外广告业务量价齐升。**户外广告资源的数量快速增长：(1)公司拥有成南高速全部路段的户外广告经营权，2011年成南高速扩建，公司将随之增加户外广告大牌的数量；(2)公司计划将拥有的700个成都通书报亭中的600个进行改造升级，将亭身的三个面升级为广告发布栏。2010年下半年计划改造200个，2011年完成全部改造，完工后预计可以实现年收入2000万。(3)公司在成都商业购物中心春熙路建有8个LED彩色显示屏，更多的LED显示屏正在建设中；(4)博瑞集团与成都地铁公司签有战略合作协议，不排除将地铁广告业务交由公司代理运营的可能性。户外广告价格逐年上涨：由于资源的稀缺性和经营的垄断性，优质路段的户外广告价格近年来逐年上升，年均涨幅在10%~15%。

表 5 公司拥有的户外广告经营权

户外广告经营权	取得时间	投资金额	经营年限
成南高速(成都至南充)全部和成都绕城高速公路部分户外广告媒体经营权	2006年11月	3450万元	12年
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	2007年11月	2000万元	10年
成都机场高速收费站落地广告牌投资	2008上半年	4185万元	

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

**跨区域并购有望在未来一段时间取得实质性突破。**户外广告业务运营的核心在于广告资源的获取和运营，因此并购成为户外广告公司快速发展的必要手段。近年来，公司一直致力于寻找合适的并购标的，但是户外广告政策的缺失导致行业经营环境差、回报率低。出于谨慎考虑，公司在户外广告并购方面尚未有实质性突破。相比法律规范建设滞后的市区户外广告，高速公路两侧广告大牌的管理条例相对健全，同时各地政府纷纷加大执法力度，坚决拆除违章广告牌。行业经营环境的改善增强了公司在该领域并购的意愿，我们猜测：未来一段时间，公司在高速公路两侧广告大牌领域的并购有望取得实质性突破。

表 6 广告业务收入预测

单位：百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	150.7	237.8	283.0	339.6	407.5	489.0
YOY	35.5%	57.8%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本	50.5	88.0	110.4	135.8	163.0	195.6
毛利率	66.5%	63.0%	61.0%	60.0%	60.0%	60.0%

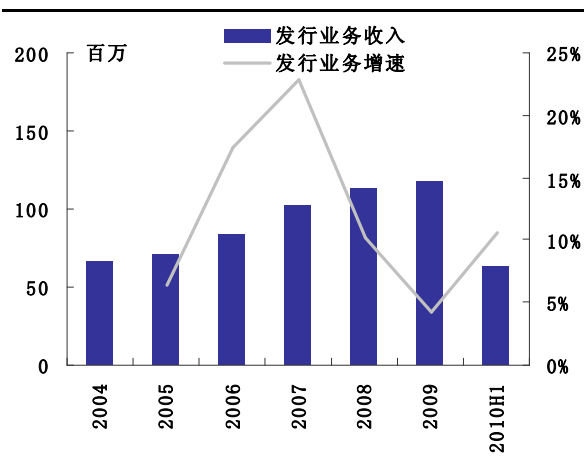
数据来源：安信证券研究中心预测

### 2.3. 发行业务

**发行收入平稳增长，电子物流合作成未来看点。**目前，《成都商报》在成都市区的铺摊率已达 100%，未来增长主要依赖于周边卫星城镇及二线城市的市场开拓，预计该项业务每年平稳增长。借助自身完善的发行投递网络，公司积极开展 DM 单投递及物流配送增值服务（包括送桶装水及牛奶），实现了较好的经济效益。公司还计划与电子物流运营商开展合作，深入发掘网络的通道价值。

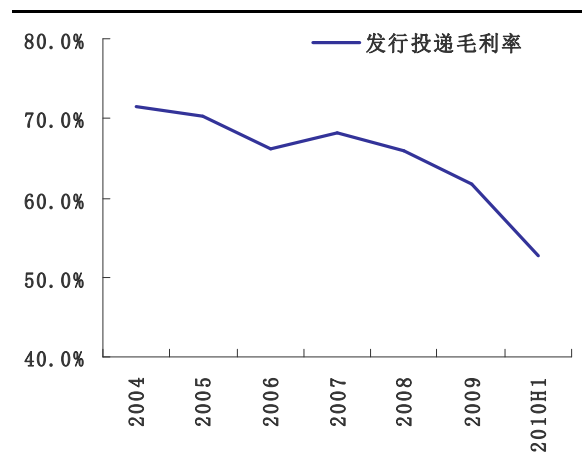
**版数增长和人力成本上升导致发行业务毛利率下降。**公司发行投递业务拥有业务人员近 3000 人。正常情况下，一个业务人员一天可以投递商报 200 份，但近年来商报版数逐年增长，导致业务人员日均投递量下降，加之人力成本显著上升，发行业务毛利率一直处在下降通道。

图 9 发行业务收入及增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 10 发行业务毛利率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 7 《发行投递代理协议》具体内容

协议名称	《成都商报发行投递协议》
协议内容	独家代理成都商报的发行投递
协议双方	成都商报发行投递广告有限公司与成都商报社

协议期限	2006年11月1日至2016年12月31日
结算条款	以征订年报140元/份所对应的征订代理单价0.30元/份/日为基数,若年报征订价发生变化,征订代理单价自年报征订价变动之日起,随年报征订价同比例进行变动;以零售结算价0.31元/份/日所对应的零售代理单价0.29元/份/日为基数,若零售结算价发生变化,零售代理单价自零售结算价变动之日起,随零售结算价同比例进行变动代理费按报纸的市场销售价格同比变动调整。
结算方式	发行业务次月结算

数据来源:公司资料,安信证券研究中心

表8 发行业务收入预测

单位: 百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	102.2	112.6	117.3	129.0	135.5	142.4
YOY	22.8%	10.2%	4.2%	10.0%	5.0%	5.0%
营业成本	32.4	38.5	44.8	51.6	55.6	59.8
毛利率	68.3%	65.8%	61.8%	60.0%	59.0%	58.0%

数据来源:安信证券研究中心预测

通过对上述传统业务板块的分析,我们预计公司传统媒体业务2010年、2011年、2012年营业收入分别为10.11亿、11.39亿、12.87亿,三年间复合增长14.5%;净利润分别为2.35亿、2.66亿、3.03亿,三年间复合增长15.7%。

表9 公司传统媒体业务盈利预测

单位: 百万	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	606	708	809	857	1,011	1,139	1,287
YOY		16.9%	14.3%	6.0%	17.9%	12.7%	13.0%
二、营业成本	321	360	430	448	534	599	674
三、毛利	284	347	379	409	477	540	613
毛利率	46.9%	49.1%	46.8%	47.7%	47.2%	47.4%	47.6%
营业税金及附加	22	22	23	29	34	39	44
营业税率	3.6%	3.1%	2.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
销售费用	39	42	26	33	35	40	45
销售费用率	6.5%	6.0%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	96	102	91	88	101	114	129
管理费用率	15.8%	14.4%	11.2%	10.2%	10%	10%	10%
财务费用	5	5	-6	-3	-9	-10	-12
财务费用率	0.9%	0.7%	-0.8%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
四、营业利润	122	177	245	261	315	358	407
减: 所得税	54	60	46	50	60	68	77
所得税率	44.6%	33.8%	18.7%	19.0%	19%	19%	19%
五、净利润(含少数权益)	67	117	199	212	255	290	330
少数股东权益	11.2	11.2	16.8	16.1	20.4	23.2	26.4
少数股东权益率	16.6%	9.6%	8.4%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
六、净利润	56.3	105.9	182.6	195.7	234.9	266.4	303.2
YOY		88.3%	72.3%	7.2%	20.1%	13.4%	13.8%

数据来源:安信证券研究中心预测 注:净利润计算未考虑公允价值变动、投资收益和营业外收支



### 3. 新媒体业务：并购实现快速扩张

**新媒体业务以并购为途径实现快速扩张。**技术进步和网络普及给传媒产业带来了空前深刻的变革。网络、手机等新媒体的快速崛起，使得平面媒体的市场份额和广告收入受到巨大冲击，行业下滑趋势不可逆转。公司经营管理团队深刻认识到行业发展的趋势，将新媒体确定为公司战略发展的方向，希望通过并购实现新媒体业务的快速扩张。

#### 3.1. 网络游戏业务：项目储备充分，明后年业绩爆发式增长

公司网游业务由两家公司构成：一是全资子公司梦工厂；二是合资公司博瑞梦工厂。其中，梦工厂是公司2009年6月斥资4.47亿元收购的成都本土网游公司，主要负责公司“侠义系列”和“圣斗士系列”网游的研发和运营；博瑞梦工厂成立于2009年10月，主要通过自主研发、收购、参股等方式进行网络游戏新项目的开发和运营。

##### 3.1.1. 梦工厂

**研发能力突出，存在由第二梯队晋身第一梯队网游公司的可能性。**“策划、游戏引擎和制作水平”是网络游戏开发的三要素，直接决定了游戏在未来运营中能够获得成功。策划能力方面，梦工厂负责人裘新拥有15年从业经验，自主创业前曾担任金山西山居游戏项目负责人，成功开发了《剑侠情缘OL》等国内知名网游。裘新先生丰富的大型网游开发和策划经验在梦工厂自主研发的“侠义系列”网游中得到了较好的体现。游戏引擎方面，梦工厂拥有自主研发的2D、2.5D、3D游戏引擎，并在实际运营中不断修正完善。制作水准方面，动画美工过去一直是梦工厂的短板。博瑞传播收购梦工厂之后，公司加大美工方面的投入，制作粗糙、更新不足等问题得到了显著改善。通过分析国内一线网游企业，我们发现在香港上市的金山(03888.HK)、网龙(00777.HK)与公司具有较强的可比性，这两家公司虽然缺乏腾讯的平台优势和盛大的游戏运营能力，但拥有强大的自主研发能力，成功开发了备受玩家喜爱的大型系列网游，如金山的“剑侠系列”和网龙的“魔域系列”。从收入规模来看，这两家公司网游业务2009年的营业收入均在5亿元左右，而梦工厂2009年的收入仅为1.22亿元，未来成长空间较大。我们认为，梦工厂研发实力突出，具备开发大型网络游戏的基础，未来存在由第二梯队晋身第一梯队网游公司的可能性。

**新游戏陆续推出、自主运营比例提升，2011年网游收入将出现爆发式增长。**目前，梦工厂有四个网游产品投入运营，分别是《侠义道1》、《侠义道2》、《圣斗士OL》和《新侠义道》，全部在线人数约10万人。公司计划在今年四季度推出新游戏《侠义世界》和《新圣斗士OL》，明年上半年推出首款3D网游《侠义道3》。通过对参与内测的梦工厂员工的访谈，我们对上述三款产品持乐观态度。其中，公司对于《侠义世界》和《新圣斗士OL》在线人数的预期分别为5万人、3万人。运营模式方面，梦工厂游戏的运营分为自主运营和联合运营两部分。公司成立初期，由于资金短缺，多采取联合运营的方式进行游戏推广和运营。2008年末，梦工厂自主运营和联合运营的比例为1:3。博瑞传播收购梦工厂后，公司资金瓶颈得以解决，运营模式的调整也随着展开。今年上半年，公司收回了由腾讯运营的《侠义道2》，加大自主运营的比例。我们认为，新游戏陆续进入商业化运营，加之自主运营比例提升，网游收入有望在明年出现爆发式增长。

**《侠义世界》：**将于10月20日进行不删档封测，公司预期在线人数在5万人以上。作为梦工厂历时三年的诚意之作，《侠义世界》由公司创始人裘新主抓，动用了上百名美工，在画面上采用了全新即时动态引擎及虚拟环境互动技术，画质将以往作品大幅提高。游戏内容方面，《侠义世界》首次提出“单机+电影+网游”结合的新模式，立志打造第四代网游标杆，为玩家带来全新的网游体验。

**《新圣斗士OL》：**预计今年4季度进行商业化运营，公司预期在线人数3万人。老版《圣斗士OL》运营效果不佳，主要原因在于老版的剧情设置完全脱离原著，制作较为粗糙。新版吸取前作教训，在剧情上力争贴近原著，在美术、策划方面投入大量人力进行全方位更新。

图 11 《侠义世界》截图



数据来源: 17173.com, 安信证券研究中心

图 12 《新圣斗士 OL》截图



数据来源: 17173.com, 安信证券研究中心

### 3.1.2. 博瑞梦工厂：行业资源整合平台

作为网游业务的资源整合平台，博瑞梦工厂主要通过自主研发、收购、参股等方式进行网络游戏新项目的开发和运营。目前，公司已经组建了多支新网游项目团队，正在开发的网游项目包括《幻世 OL》、《九剑》等。同时，博瑞梦工厂今年 4 月与自然人姜海龙签订投资意向书，承诺分三期共投资 300 万元对姜海龙成立的成都魔艺科技增资。魔艺科技将于明年二季度推出首款网游。

**《幻世 OL》:** 作为一款全新的网络游戏，无论在游戏题材以及技术应用上都与梦工厂先前的作品有着较大差异，该游戏以上古时代为背景，与传统的“武侠风”、“中国风”游戏相比，加入了更多时尚新潮的游戏元素，以迎合 90 后玩家的需求。技术方面，采用国外先进的次世代引擎 Gamebryo，将雨、雪、雾、沙等天气变化融入在游戏中，而日夜交替的全 3D 画面表现，让游戏中的玩家仿佛置身于真实的世界。目前该款游戏还处于初级研发阶段，预计 2011 年底投入商业运营。

**《九剑》(暂定名):** 定位于卡通 Q 版游戏，目前处在项目论证阶段。

表 10 网游业务收入预测

单位: 百万	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	65.2	150.0	240.0	288.0
YOY		130.1%	60.0%	20.0%
营业成本	4.4	16.5	28.8	34.6
毛利率	93.2%	89.0%	88.0%	88.0%
净利润	41.5	90.0	139.2	161.3
净利润率	63.60%	60%	58%	56%

数据来源: 安信证券研究中心预测

### 3.2. 创意成都项目

创意成都项目定位于西南地区文化创意产业孵化平台，为公司拓宽文化产业版图搭建桥梁。创意成都项目位于锦江工业园区，占地 20 亩，总建筑面积 8.2 万平方米，定位于动漫、电影、广告、出版、印刷等文化创意产业孵化平台。该项目启动于 2008 年，目前已进入内部装修阶段，预计明年一季度完成装修，二季度实现入驻。创意成都所属区域目前甲级写字楼销售单价为 1 万元/平米，租金 3 元/平米/天，将以出租为主，出售为辅，2011 年开始贡献利润。创意成都项目的运作使公司有更多的机会了解并投资处于创业阶段的文化创意企业，搭建了贯通资本和产业的桥梁。

表 11 创意成都项目盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
写字楼面积 (平方米)	82000	82000	82000	82000
平均出租价格 (元/平方米/天)	3	3	3.5	3.5
出租率	50.0%	70.0%	80.0%	80.0%
写字楼租金收入 (百万)	44.9	62.9	83.8	83.8
营业税金及附加 (百万)	2.5	3.5	4.6	4.6
营业税率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
总投资额 (百万)	395.0	395.0	395.0	395.0
折旧摊销 (百万)	13.0	13.0	13.0	13.0
折旧摊销占总投资的比重	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
工资福利 (百万)	2.2	3.1	4.2	4.2
工资福利占收入比重	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
能源费 (百万)	4.5	6.3	8.4	8.4
能源费占收入比重	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
利润总额 (百万)	22.7	36.9	53.6	53.6
所得税 (百万)	5.7	9.2	13.4	13.4
净利润 (百万)	17.0	27.7	40.2	40.2

数据来源：安信证券研究中心预测 注：租金收入基于项目全部出租假设

### 3.3. 其他业务

**参股移动娱乐和门户网站公司，为新媒体并购积累经验。**2007年11月，公司出资6380万元获得北京手中乾坤信息技术股份有限公司20%的股权。2010年2月，公司与成都商报社、成都英商传媒广告公司签署增资扩股协议，对成都全搜索科技有限公司进行增资扩股，公司出资580万元，占注册资本的17.87%。上述两家公司所在的移动娱乐和门户网站行业，是博瑞传播新媒体战略重点关注的领域，对它们参股不仅获得了良好的经济收益，更可以为将来大规模并购积累行业经验。

**北京手中乾坤信息技术股份有限公司：**公司成立于2004年，主营业务为手机游戏开发和移动增值服务，产品包括手机单机游戏、手机网络游戏、IPHONE游戏、WAP图铃业务、无线互联网营销。公司自主研发的原创游戏《Doodle Cover》《Run!Doodle Run!》上线第一周就进入苹果应用商店首页“热门游戏”分类，体现了公司强大的游戏开发实力。2008年，公司尝试申报第一批创业板，后因中移动出台SP新政，原有移动增值业务受到较大冲击，上市搁浅。2009年，公司营业收入4373万元，净利润2594万元。

**成都全搜索科技有限责任公司：**负责运营成都市新闻门户网站(www.chengdu.cn)，该网站由成都商报电子版发展而来，经过3年的运营，利润逐年递增，已经发展成为成都地区最大的社区生活门户网站。

## 4. 盈利预测及估值

我们预测公司2010年、2011年、2012年EPS分别为0.56元、0.73元、0.86元，三年间复合增长26.2%，当前股价对应动态市盈率33.2、25.5、21.7倍。

### 4.1. 分业务估值

我们将公司主营业务分成传统媒体业务和新媒体业务两块，分别给予估值。其中，传统媒体业务未来三年年均复合增长15%，2011年净利润为2.66亿元，给予20倍PE，传统业务价值53.3亿元。新媒体业务中：网游业务收入基数低，未来几年项目储备充分，增长明确，虽然业务风险较大，但业绩同样具备爆发性增长的可能性，在A股可



以享有较高的估值。我们给予网游业务基于 2011 年业绩 40 倍 PE，网游业务价值 55.6 亿。创意成都项目预计将于 2013 年实现充分入驻，给予基于 2013 年净利润 20 倍 PE，2013 年项目价值 8 亿元，对应 2011 年项目价值 7.3 亿元（按 5% 贴现率折现）。上述三项业务合计价值 116 亿元，加上公司在其他领域的股权投资和现金保守估值在 10 亿元以上，公司价值 126 亿元，对应每股估值为 20.5 元。

表 12 分业务估值

	业务估值（亿元）	估值标准
传统媒体业务	53.3	给予基于 2011 年业绩 20 倍 PE
新媒体：网游	55.6	给予基于 2011 年业绩 40 倍 PE
创意成都项目	7.3	给予基于 2013 年业绩 20 倍 PE，折现
股权及现金	10	
合计	126	

数据来源：安信证券研究中心预测

#### 4.2. 相对估值

我们选取的估值参考体系为 A 股传媒类上市公司。除了博瑞传播外，A 股传媒类上市公司 2010 年、2011 年、2012 年平均 PE 为 58.3 倍、48.6 倍、40.7 倍，公司估值处于行业低端，我们认为给予公司基于 2011 年业绩 30 倍的 PE 是合理的，公司每股估值为 21.9 元。

表 12 A 股传媒类上市公司估值水平一览

股票简称	代码	股价	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
<b>影视娱乐</b>								
华谊兄弟	300027	29.9	0.48	0.69	0.96	62.4	43.4	31.1
奥飞动漫	002292	31.1	0.49	0.65	0.85	63.0	47.7	36.8
<b>广告公关</b>								
北巴传媒	600386	10.9	0.41	0.50	0.59	27.0	21.8	18.5
中视传媒	600088	16.2	0.34	0.39	0.43	47.1	41.3	37.8
省广股份	002400	43.6	0.89	1.18	1.55	48.9	36.8	28.2
蓝色光标	300058	28.0	0.61	0.83	1.08	46.2	33.8	26.0
电广传媒	000917	22.2	0.22	0.34	0.47	102.1	65.8	46.8
华谊嘉信	300071	29.8	0.69	0.90	1.17	43.0	33.3	25.6
<b>图书出版</b>								
出版传媒	601999	12.3	0.25	0.28	0.31	48.4	44.0	39.8
*ST 鑫新	600373	16.3	0.60	0.75	0.82	27.1	21.7	19.8
时代出版	600551	17.3	0.63	0.69	0.76	27.6	25.2	22.8
皖新传媒	601801	13.7	0.34	0.38	0.43	40.6	36.3	31.8
<b>报纸经营</b>								
粤传媒	002181	15.2	0.07	0.08	0.09	203.1	192.8	167.7
新华传媒	600825	10.4	0.23	0.26	0.28	45.1	40.5	37.8
华闻传媒	000793	6.3	0.14	0.16	0.18	45.5	40.7	35.2
<b>综合</b>								
东方明珠	600832	10.2	0.18	0.20	0.22	56.4	52.1	45.9
<b>均值</b>						<b>58.3</b>	<b>48.6</b>	<b>40.7</b>

数据来源：WIND，安信证券研究中心

### 4.3. 绝对估值

我们采用 DCF 三阶段估值模型对公司进行估值，主要假设如下：（1）2010 年净利润 3.36 亿元，2010~2013 年复合增长率 21%，2013 年~2021 年复合增长率 10.0%，其后永续增长率 3%；（2）无风险利率 3%，风险利率 7%， $\beta$  系数 0.8，WACC 8.58%。据此，我们计算得出公司每股公允价值为 25.31 元。

综合上述三种估值方法，我们认为公司现有业务每股合理估值为 21.9 元。考虑到公司存在新媒体并购预期，可以享有一定的估值溢价，按 15% 估值溢价计算，公司每股估值为 25.0 元。

## 5. 推荐意见及风险提示

### 5.1. 推荐意见

博瑞传播治理结构完善、发展路径清晰、管理团队执行力强，是国内最早实现由平面媒体向新媒体战略转型的传媒企业之一。随着公司新媒体战略的稳步推进，新媒体业务占公司收入和利润的比重将逐年提升，这不仅有助于打破公司增长的天花板，推动公司重新迈入高成长的快车道，也将系统性的提升公司在资本市场的估值水平。我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元、0.86 元，三年间复合增长 26.2%，当前股价对应动态市盈率 33.2、25.5、21.7 倍，估值处于 A 股传媒板块低端。考虑到公司存在新媒体并购预期，可以享有一定的估值溢价，首次给予公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价 25.0 元。

### 5.2. 风险提示

#### 5.2.1. 并购项目的规模和时间可能低于预期

公司虽然多次表示希望在新媒体并购方面有优质项目落地，但并购项目的规模和实施时间可能低于市场预期。

#### 5.2.2. 房地产市场降温导致《成都商报》广告和版数大幅下降的风险

近期出台的房产新政预计将对成都房地产市场产生较大负面影响，房市低迷可能导致地产和家居装饰类广告数量减少，从而影响到公司的印刷和广告业务增长。如果房地产成交下滑幅度过大，则需要对盈利预测做出适当调整。



财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-12
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>809.2</b>	<b>922.5</b>	<b>1,160.6</b>	<b>1,424.2</b>	<b>1,638.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	429.5	453.8	550.2	646.2	734.1	营业收入增长率	14.3%	14.0%	25.8%	22.7%	15.0%
营业税费	23.2	29.0	37.1	45.6	52.4	营业利润增长率	14.7%	34.3%	28.9%	30.3%	18.0%
销售费用	26.0	33.3	40.6	47.0	52.4	净利润增长率	41.6%	37.2%	27.8%	30.2%	17.9%
管理费用	90.6	87.8	109.1	131.0	147.4	EBITDA 增长率	9.0%	34.2%	27.1%	28.5%	16.6%
财务费用	-6.2	-2.5	-10.0	-11.7	-16.6	EBIT 增长率	9.7%	36.6%	26.9%	30.6%	17.5%
资产减值损失	1.0	1.3	4.5	3.1	2.3	NOPLAT 增长率	31.6%	38.8%	26.6%	30.5%	17.4%
加: 公允价值变动收益	-29.7	17.4	-0.2	-	-	投资资本增长率	38.6%	36.9%	76.8%	11.9%	4.6%
投资和汇兑收益	44.0	11.1	20.0	22.0	24.0	净资产增长率	11.9%	28.6%	31.0%	21.4%	20.8%
<b>营业利润</b>	<b>259.4</b>	<b>348.3</b>	<b>448.8</b>	<b>584.9</b>	<b>690.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-1.9	2.9	2.0	2.0	2.0	毛利率	46.9%	50.8%	52.6%	54.6%	55.2%
<b>利润总额</b>	<b>257.5</b>	<b>351.2</b>	<b>450.8</b>	<b>586.9</b>	<b>692.0</b>	营业利润率	32.1%	37.8%	38.7%	41.1%	42.1%
减: 所得税	48.2	66.6	85.7	111.5	131.5	净利润率	23.7%	28.5%	28.9%	30.7%	31.5%
<b>净利润</b>	<b>191.7</b>	<b>262.9</b>	<b>336.0</b>	<b>437.3</b>	<b>515.7</b>	EBITDA/营业收入	35.3%	41.6%	42.0%	44.0%	44.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>31.3%</b>	<b>37.5%</b>	<b>37.8%</b>	<b>40.2%</b>	<b>41.1%</b>
货币资金	591.7	745.0	715.3	974.4	1,373.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	26.0	9.2	9.0	9.0	9.0	固定资产周转天数	175	158	139	123	110
应收帐款	74.2	94.6	130.8	160.5	184.6	流动营业资本周转天数	-65	-120	-116	-62	-49
应收票据	2.5	-	-	-	-	流动资产周转天数	317	324	286	273	317
预付帐款	28.9	22.6	22.6	22.6	22.6	应收帐款周转天数	9	14	18	18	18
存货	22.3	42.1	52.8	62.0	70.4	存货周转天数	10	13	15	15	15
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	617	678	684	635	647
可供出售金融资产	19.0	34.4	34.0	34.0	34.0	投资资本周转天数	166	200	254	280	263
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	112.3	120.1	150.0	180.0	200.0	ROE	19.6%	20.8%	20.3%	21.8%	21.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.0%	13.7%	15.7%	17.6%	17.6%
固定资产	386.5	423.8	474.9	498.1	500.8	ROIC	65.1%	65.2%	60.3%	44.5%	46.7%
在建工程	31.8	87.1	68.5	44.3	27.1	<b>费用率</b>					
无形资产	34.8	35.0	32.7	30.5	28.5	销售费用率	3.2%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%
其他非流动资产	61.8	467.0	635.8	685.8	735.8	管理费用率	11.2%	9.5%	9.4%	9.2%	9.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,391.7</b>	<b>2,080.9</b>	<b>2,326.4</b>	<b>2,701.2</b>	<b>3,186.0</b>	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.9%	-0.8%	-1.0%
短期债务	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	三费/营业收入	13.7%	12.9%	12.0%	11.7%	11.2%
应付帐款	50.6	328.1	180.9	123.9	120.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	35.8	45.3	60.3	70.8	80.4	资产负债率	23.4%	34.1%	22.6%	18.9%	16.8%
其他流动负债	152.5	245.0	276.6	307.1	325.4	负债权益比	30.5%	51.8%	29.2%	23.3%	20.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.50	1.34	1.81	2.41	3.05
其他非流动负债	26.9	26.0	11.7	-2.2	-13.0	速动比率	2.42	1.27	1.71	2.29	2.92
<b>负债总额</b>	<b>325.6</b>	<b>710.2</b>	<b>524.4</b>	<b>507.2</b>	<b>530.8</b>	利息保障倍数	-41.07	-136.92	-44.10	-49.11	-40.55
<b>少数股东权益</b>	<b>47.6</b>	<b>69.6</b>	<b>95.9</b>	<b>130.1</b>	<b>170.5</b>	<b>分红指标</b>					
股本	367.3	375.3	600.5	600.5	600.5	DPS(元)	0.07	0.09	0.10	0.15	0.17
留存收益	651.2	925.8	1,099.9	1,449.8	1,862.4	分红比率	21.3%	21.0%	18.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,066.1</b>	<b>1,370.7</b>	<b>1,796.3</b>	<b>2,180.4</b>	<b>2,633.3</b>	股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	209.3	284.5	336.0	437.3	515.7	EPS(元)	0.31	0.43	0.56	0.73	0.86
加: 折旧和摊销	61.1	73.7	48.4	52.9	56.4	BVPS(元)	1.73	2.23	2.99	3.63	4.39
资产减值准备	1.0	1.3	4.5	3.1	2.3	PE(X)	59.8	43.6	33.2	25.5	21.7
公允价值变动损失	29.7	-17.4	-0.2	-	-	PB(X)	10.7	8.4	6.2	5.1	4.2
财务费用	4.7	-6.2	-2.5	-10.0	-11.7	P/FCF	550.0	111.0	-90.1	43.9	27.7
投资收益	-44.0	-11.1	-20.0	-22.0	-24.0	P/S	14.2	12.4	9.6	7.8	6.8
少数股东损益	17.6	21.6	29.2	38.0	44.8	EV/EBITDA	21.9	16.4	21.6	16.4	13.6
营运资金的变动	-10.6	60.3	-153.8	-57.0	-9.1	CAGR(%)	31.4%	25.4%	21.1%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>256.1</b>	<b>388.0</b>	<b>234.1</b>	<b>440.8</b>	<b>569.5</b>	PEG	1.9	1.7	1.6	-0.3	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-190.7</b>	<b>-185.0</b>	<b>-89.1</b>	<b>-58.0</b>	<b>-36.0</b>	ROIC/WACC	7.6	7.6	7.0	5.2	5.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-5.6</b>	<b>-49.8</b>	<b>73.4</b>	<b>-75.8</b>	<b>-86.5</b>	REP	1.9	1.4	1.4	1.7	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。多次获《新财富》等评选的最佳分析师。7年证券研究经历。2007年4月加盟安信证券研究中心。

董云翔，助理行业分析师，管理学硕士，2010年7月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编: 100034