

2010年12月27日

博瑞传播

游戏产业布局添新兵

博瑞传播新媒体近期收购落地，全资收购苹果 iOS 游戏开发商上海晨炎信息，并参股国内社交游戏开发商北京锐易通 20%，完美布局轻量化游戏领域。预计未来在新媒体领域的并购和 pre-IPO 项目投资仍将持续，为公司带来新增长点，是新媒体战略推进的重要组成。维持现有 22.33 元目标价和买入评级。

买入
A

600880.SS - 人民币 18.54

目标价格: 人民币 22.33

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

支撑评级的要点

- **对赌收购晨炎信息 100%股权，分享苹果应用商店盛宴。**公司拟以 1,200-4,000 万美元收购第一梯队的 iOS 游戏开发商晨炎信息(《游戏盒子》位列前 100 位)，对赌协议暗含未来两年 30-45%的年均增长，以 2011 年 280 万美元、2012 年 364 万美元的净利润下限计算，预计公司每股收益约增厚 0.02 元、0.03 元，短期内业绩提升 4%以上。
- **增资锐易通，持有其 20%股权，布局页游、社游等。**北京博瑞盛德以 700 万人民币对锐易通增资，参股 20%；而后者是国内排行前十位的社交类游戏《泡泡鱼》的开发者。未来期待锐易通加快产业布局，介入移动游戏等领域，丰富社游等产品线，提高在国内及国外市场中的份额。

影响评级的主要风险

- 新媒体项目处于成长初期，业绩未必达到承诺。
- 新媒体与公司报媒等传统业务的协同效应不足。

估值

- 按照晨炎信息业绩承诺下限，我们将公司 2010-12 年每股收益调整至 0.55 元、0.77 元和 0.98 元。持续看好公司市场化理念下的新媒体战略推进及超出行业平均的业绩增长。由于短期内平媒可比公司估值下调，暂维持 22.33 元目标价。维持**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	809	923	1,181	1,926	2,363
变动(%)	14	14	28	63	23
净利润(人民币 百万)	192	263	342	476	604
全面摊薄每股收益(人民币)	0.322	0.438	0.555	0.772	0.981
变动(%)	38.3	36.1	26.7	39.2	27.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.587	0.698	0.812
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.558	0.682	0.821
变动(%)	-	-	(0.7)	13.2	19.6
核心每股收益(人民币)	0.321	0.439	0.559	0.775	0.981
变动(%)	38.0	36.6	27.4	38.7	26.5
全面摊薄市盈率(倍)	57.6	42.3	33.4	24.0	18.9
核心市盈率(倍)	57.7	42.3	33.2	23.9	18.9
每股现金流量(人民币)	0.43	0.65	0.81	1.08	1.22
价格/每股现金流量(倍)	43.1	28.7	22.8	17.1	15.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.0	16.1	21.5	15.7	11.8
每股股息(人民币)	0.150	0.147	0.200	0.250	0.300
股息率(%)	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.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

对赌收购晨炎信息 100%股权

公司拟收购上海晨炎信息技术有限公司(Trinity Interactive Ltd, <http://trinitigames.net>)100%股权。

1.收购价格

晨炎信息 2010 年 11 月 30 日的股东全部权益评估值为 17,329.94 万元,按当日人民币汇率中间价计算,则 1,200-4,000 万美元的收购价区间约在评估值基础上 $\pm 54\%$ 。

此次收购不贵。根据对赌协议,上海晨炎 2011-13 年净利润实现值最高可达 400 万美元 580 万美元和 812 万美元,2012-13 年分别比上年同期增长 45%和 40%。按三年平均净利润计算,公司收购晨炎信息的市盈率约为 7 倍。

图表 2.收购款支付条款

阶段 时间	I 交易获批后的 5 个工作日内		II (2011 年) 2011 年度正式审计报告后的 15 个工作日内		III 2012 年度正式审计报告后的 15 个工作日内		IV 2013 年度正式审计报告后的 15 个工作日内		支付款合计
	净利润区间	支付额	净利润区间	支付额	净利润区间	支付额	净利润区间	支付额	
	1,200	<200	0	<max(280, NP (当 NP<=400))=A	0	<max(364, A, NP(当 NP<=580))=B	0	1,200	
具体条件及 支付金额 (万美元)		200<= NP<300	900*(NP-200)/ (300-200)	A<=NP<435	(NP-280) *1.66+340	B<=NP<609	(NP-364) *0.525+170		
		300<= NP<=400	900+(NP-300) *3	435<=NP<=580	600+(NP-435) *2.76	609<=NP<=812	300+(NP-609) *1.48		
		>400	1,200	>580	1,000	>812	600	2,400	

注:净利润取扣除非经常损益(仅考虑绝对值不超过净利润总额 5%的非经常性损益)前后的净利润的最低值
资料来源:公司公告

2.激励和保障

除业绩承诺外,收购协议还包含了团队激励、增强稳定性、避免同业竞争等条款,体现博瑞传播在一级市场投资领域的丰富经验。

其中,团队激励条款包括:

- 1) 承诺 2011-13 年间,以最高业绩指标为基数,超额完成部分的 40%来奖励管理层;
- 2) 管理层及核心员工不低于三年的《聘用合同》和《保密和竞业禁止协议》;
- 3) 承诺若未来 3 年利润持续增长,则管理层及核心员工有权在 2013 年后以增资后 30%股权比例为上限选择共同增资

3.上海晨炎概况

晨炎信息成立于 2003 年 4 月 24 日，注册资本 100 万元人民币，原股东晁玉玲、常志东分别持有 66.7%和 33.3%的股权，09 年初进入 iPhone 游戏开发领域。

作为苹果应用商店(Apple App Store)的游戏开发和内容提供商，晨炎信息已成为国内 iOS 软件开发者中的一面旗帜。截至 2010 年 12 月 16 日，64 个 iPhone 游戏、4 个 iPad 游戏上线，包括免费、内置收费(In-app purchase)、0.99-1.99 美元模式；价格优势明显。

尽管遭遇部分“抄袭”指责，但晨炎的 44 款单款游戏中共有 15 个曾进入下载排名前 100 名内显示其还是具有一定的研发和创意实力。同时，开创性营销策略的游戏盒子(Gamebox，25 个单款游戏打包，仅 0.99 美元，承诺持续增加新游戏)达到 290 万用户下载，活跃用户 100 万人。它曾在今年年初打败 Popcap 的《植物大战僵尸》登顶排行榜第一名，是苹果应用商店 2010 年度全球应用排名第 7 名，体现出公司较强的营销推广能力。由于主要为苹果应用商店提供应用，公司客户群集中于欧美，其中美、英、中各约占 57%、11%和 1%。

晨炎信息目前员工总人数超过 70 人，主要是软件开发设计人员。截至 2010 年 11 月末，晨炎信息资产总额 669.42 万元，净资产 56.63 万元，前 11 个月创收 558.73 万元，净利润 18.53 万元。从员工规模和收入规模看，晨炎信息是国内较大 iPhone/iPad 游戏应用开发商。

图表 3.晨炎信息 Gamebox 部分产品截图

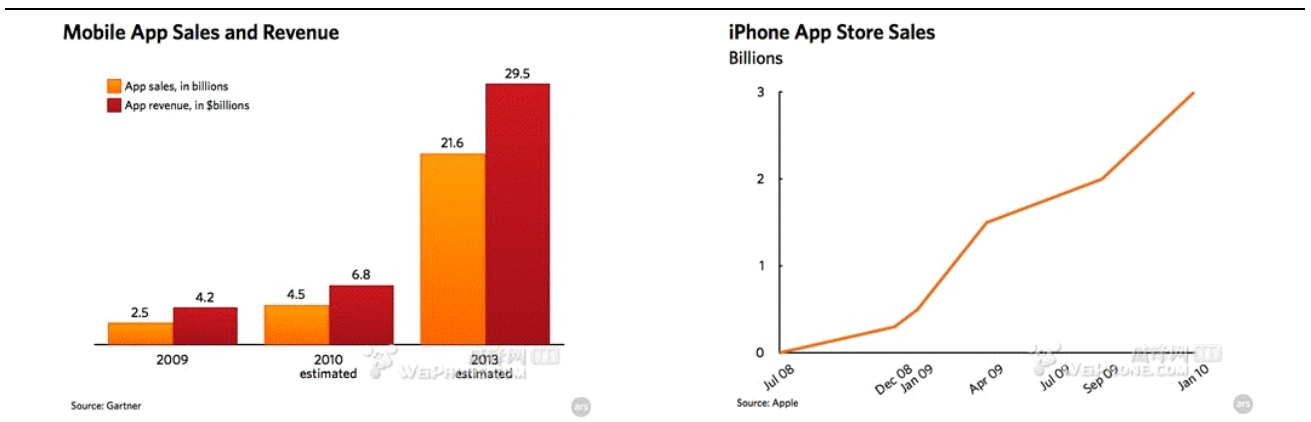


资料来源: 网站信息

4.应用商店市场前景

应用商店目前是移动互联网领域较快的增长极。根据 Gartner 2010 年 2 月预测，2010 年全球移动应用商店的下载量将达到 45.1 亿次，同比增长 79%，市场规模 67.7 亿元，同比增长 60%，其中应用产品下载销售和广告等各占 92%和 8%；预计到 2013 年，全球移动应用商店的下载量和市场规模将分别达到 216.5 亿次和 294.8 亿美元，2009-13 年年均复合增速分别为 71%和 62%。

图表 4.全球移动应用商店市场规模预测



资料来源: Gartner2010 年 1 月，网络信息

我们认为，移动应用商店市场的快速增长源于平台和终端的丰富，同时小额支付普及也有助于产业链的成熟。

目前的平台商主要源于终端厂商、电信运营商、应用服务提供商和第三方网站。海外平台包括 Apple App Store for iPad, the Apple App Store for iPhone, BlackBerry App World(worldwide), Google Android Market, Nokia Ovi Store, Palm App Catalog 和 Windows Marketplace。而国内包括：中移动的 Mobile Market、中国电信的天翼空间、中国联通沃商店、联想的 lenovomm、网龙的安卓网、N 多网、泡椒网等，后续腾讯、盛大、百度等也将加入。平台推出之快或许使得苹果占全球手机应用商店的市场份额自 09 年 99.4%以上迅速降至 2010 年 60-70%。尽管各个平台存在战略定位、开放性、用户消费习惯等差异，平台多元化带来的一款产品多个版本为第三方软件开发者带来更大市场。

近年来，智能手机渗透率大幅提升。截至 2010 年 12 月 25 日，全球手机年销量近 13.5-14.5 亿部，其中智能手机 2.7-2.8 亿部。预计 2011 年，智能手机销量将达 4-4.2 亿部，占手机总销量 14.5-15.5 亿部的 25-27%。智能手机销售增长率为 40-50%，显著高于整体手机市场 10% 的增速。而 iPad 的成功使得平板电脑市场升温。三星、思科、惠普等巨头纷纷推出自己的平板电脑产品。Gartner 称，2010 年全球媒体平板电脑销量(Media tablets)将达到 2,000 万台，2011 年突破 5,400 万台，2014 年达 2.08 亿台，平均每年增长 80%。除了手机和平板电脑外，苹果将在 2011 年 1 月推出 Mac 应用商店，终端丰富利于市场扩大。

5. 苹果应用商店市场格局

2008 年 7 月 11 日正式上线的手机应用商店是苹果公司转型 (“App store+iPhone/iPad”模式)、增加用户粘性和终端销量的重要平台，它引领了近三年来以用户为导向的应用商店平台或软件分销开发体系之热。

尽管是一个半封闭的系统，在终端控制、开发 SDK 控制、应用测试认证、开发者审核等方面十分严格，但软件开发者获批后的准入门槛并不高。仅需缴纳 99 美元/年的注册费，即可往平台上传无数量限制的应用产品；拥有应用产品定价和调价的自主权，但必须按照产品等级对产品定价、调价，收费产品存在 0.99 美元下限；盈利模式包括免费/广告、收费、内置付费等，收入分成比例 7:3。因而苹果应用商店软件开发竞争激烈。成功的关键在基于团队创意能力和研发能力的产品品质和团队营销推广能力。

截至 2010 年 12 月 26 日，Appshopper 上可下载的 iPhone 应用 30.2 万个，iPad 应用 5.5 万个，对应于超过 5 万家的个人开发者或团队。苹果应用商店中，游戏应用市场份额较大。根据 Distimo 2010 年 9 月报告，2010 年第 3 季度，iPhone 游戏约占付费应用前 100 名的 55% 和免费应用前 100 名的 50%，iPad 游戏各占 40% 和 25%。苹果应用商店以收费应用为主，2010 年 7 月美国市场 iPhone 和 iPad 应用中收费数量各占 71% 和 76%。收费应用中，游戏类应用定价相对较低。

游戏开发市场中，由于市场的平等开放性和用户对排行榜及品牌的追捧，开发者二八现象明显。大型游戏开发公司 EA、Gameloft、Capcom 占据排行榜前列。而由于平台对创意的保护力度不够，产品易于被模仿，产品生命周期缩短，个人或小团队单纯靠创意和研发而大幅获利的概率有所下降。好在苹果每隔半年推出新规则，包括开发商自我评级、改版 iTunes、收紧应用上传途径、推出 iAD 等，不断维护这个生态系统的平衡和持续吸引力。

此外，除去应用产品研发，应用商店平台衍生出更长的产业链，包括 App 外部培训、开发外包等，国内参与者如博看文思(Ibokanwisdom)、广州顺科(Infothinker)等。而部分游戏产品出现“长尾效应”，如热门游戏《口袋上帝(Pocket god)》已售出漫画改编权。

增资锐易通得 20%股权

此外，博瑞传播的北京创投平台博瑞盛德以 700 万元对北京锐易通科技有限公司(Raytoon)增资，持有其增资后的 20% 股权。增资后，锐易通将加快产业布局，提升在国内国际市场的市场份额。

根据官网信息，“北京锐易通科技有限公司由侯锐和刘颖于 2005 年在北京创立，”，目前主业主要是网页游戏、社交游戏、移动游戏等的开发和运营。

其所开发的《泡泡鱼》颇为成功，是目前国内 ARPU 值最高的社交游戏。2009 年在人人网上线，2010 年 5 月进入日本 Gummy 平台，在国内外约 8 个平台(人人网、搜狐白社会、百度空间、盛大糖果、4399、开心网等主流平台)上运营。《泡泡鱼》人人网排名第 6，月活跃用户数 (MAU)约 75 万人，日活跃用户数(DAU)约 25 万人，用户活跃度(DAU/MAU)为 33%。

和国外知名页游、社游开放商相比，锐易通在产品数、用户数上尚有差距，如 Zynga 的《CityVille》截至 12 月 26 日的 MAU 为 6,746 万人，DAU 为 1,452 万人，DAU/MAU 为 22%。而五分钟开发的《开心农场》在人人网的 MAU 达 279.5 万人，位列人人网应用排行第一。

图表 5. 锐易通《泡泡鱼》和《蛋蛋龙》游戏截图



资料来源: Gartner2010年1月, 网络信息

新媒体布局之意义

博瑞传播此番收购晨炎信息 100% 股权并参股锐易通, 是新媒体战略的又一布局。数亿元投资和详尽的对赌协议条款设计凸显公司在大中型项目上的掌控力和判断力。

从战略布局角度出发, 继参股手中乾坤进驻手机游戏市场、收购梦工厂挺进传统客户端网游市场之后, 公司将通过晨炎信息、锐易通分享移动游戏、网页游戏、社交游戏等轻量化游戏市场的高成长性。艾瑞预测, 全球社交游戏 2009-13 年年均复合增速 21%; 而易观国际预测 2009-13 年中国社交游戏市场年均复合增速高达 86%。在传统报媒面临新媒体冲击而增长放缓甚至下滑的趋势下, 博瑞传播做“传统媒体运营服务商, 新媒体内容提供商, 文化产业战略投资者”的战略定位, 一方面是要利用好平媒充沛的经营现金流, 另一方面是通过产业结构优化塑造“可购买的成长性”, 有利于提高股东回报和实现博瑞传播做大型传播集团之愿景。

从业绩角度出发, 晨炎信息 2011-13 年净利润下限为 200 万美元、280 万美元和 364 万美元, 隐含 40%、30% 年增长; 上限为 400 万美元、580 万美元和 812 万美元, 隐含 45%、40% 年增长。以博瑞传播当前 6.16 亿总股本为基数, 当前人民币美元汇率 6.627 计算(暂不考虑人民币升值影响), 相当于每股收益增厚 0.02-0.04 元、0.03-0.06 元和 0.04-0.09 元, 占博瑞传播原有业务的 4-8%, 进一步增强公司相对估值优势。维持买入评级。

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	1,181	1,926	2,363
销售成本	(430)	(454)	(568)	(1,084)	(1,271)
运营费用	(79)	(76)	(136)	(171)	(211)
息税折旧前利润	301	392	476	671	882
折旧与摊销	(61)	(74)	(82)	(101)	(127)
营业利润(息税前利润)	240	319	394	570	755
净利息收入/(费用)	6	3	2	3	3
其它盈利/(亏损)	11	30	31	28	14
税前利润	257	351	428	601	772
所得税	(48)	(67)	(62)	(100)	(139)
少数股东损益	(18)	(22)	(25)	(25)	(28)
净利润	192	263	342	476	604
核心净利润	191	263	344	477	604
每股收益(人民币)	0.322	0.438	0.555	0.772	0.981
核心每股收益(人民币)	0.321	0.439	0.559	0.775	0.981
每股股息(人民币)	0.150	0.147	0.200	0.250	0.300
收入增长(%)	14	14	28	63	23
息税前利润增长(%)	26	33	24	44	33
息税折旧前利润增长(%)	26	30	21	41	31
每股收益增长(%)	38	36	27	39	27
核心每股收益增长(%)	38	37	27	39	27

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	1,285	1,015	1,233
应收帐款	18	45	57	93	115
库存	22	42	146	121	99
其它流动资产	113	81	101	170	206
流动资产合计	746	913	1,590	1,399	1,652
固定资产	418	511	644	697	802
无形资产	53	468	468	668	669
其它长期资产	175	189	454	480	492
长期资产合计	646	1,167	1,566	1,845	1,963
总资产	1,392	2,081	3,156	3,244	3,615
应付账款	27	50	62	112	125
短期债	41	40	40	40	40
其它流动负债	231	594	1,044	690	567
流动负债合计	299	684	1,146	842	732
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	27	26	28	35	39
股本	367	375	616	616	616
资本公积	651	926	1,275	1,635	2,087
股东权益	1,019	1,301	1,891	2,251	2,703
少数股东权益	48	70	91	116	141
负债权益总计	1,392	2,081	3,156	3,244	3,615
每股账面价值(人民币)	2.77	3.47	3.07	3.65	4.39
每股有形资产(人民币)	2.63	2.22	2.31	2.57	3.30
净负债/(现金)(人民币)	(1.50)	(1.88)	(2.02)	(1.58)	(1.94)

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	428	601	772
折旧与摊销	61	74	82	101	127
净利息费用	(6)	(3)	(2)	(3)	(3)
营运资本变动	(2)	56	52	62	(10)
税金支付	(48)	(67)	(62)	(100)	(139)
其它经营现金流	(6)	(24)	3	5	6
经营活动产生的现金流	256	388	501	666	753
购建固定资产净额	(160)	(146)	(481)	(480)	(245)
投资减少/(增加)	(36)	0	0	0	0
其它投资现金流	6	(39)	273	(293)	(137)
投资活动产生的现金流	(191)	(185)	(208)	(774)	(382)
净股本增加	32	75	74	0	0
净负债增加	(50)	0	0	0	0
支付股息	(6)	(75)	(22)	(22)	(25)
其它筹资现金流	19	(50)	195	(141)	(126)
筹资活动产生的现金流	(6)	(50)	247	(163)	(152)
现金余额变动	60	153	540	(271)	219
年初现金	532	592	745	1,285	1,015
公司自由现金流	65	203	293	(108)	371
股权自由现金流	15	203	293	(108)	371

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	40.3	34.8	37.3
息税前利润率	29.6	34.5	33.4	29.6	31.9
税前利润率	31.8	38.1	36.2	31.2	32.7
净利率	23.7	28.5	28.9	24.7	25.6
流动性(倍)					
流动比率	2.5	1.3	1.4	1.7	2.3
利息覆盖倍数	79.6	130.1	148.2	206.2	273.3
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	1.3	1.5	2.1
估值(倍)					
市盈率	57.6	42.3	33.4	24.0	18.9
核心业务市盈率	57.7	42.3	33.2	23.9	18.9
目标价对应核心业务市盈率	69.5	50.9	40.0	28.8	22.8
市净率	6.7	5.3	6.0	5.1	4.2
价格/现金流	43.1	28.7	22.8	17.1	15.2
企业价值/息税折旧前利润	21.0	16.1	21.5	15.7	11.8
周转率					
存货周转天数	18.3	25.9	60.4	44.9	31.5
应收帐款周转天数	8.3	12.6	15.9	14.3	16.0
应付帐款周转天数	15.9	15.3	17.2	16.4	18.2
回报率(%)					
股息支付率	28.7	21.0	36.1	32.4	30.6
净资产收益率	19.9	22.7	21.4	23.0	24.4
资产收益率	14.1	14.9	12.9	14.8	18.0
已运用资本收益率	23.2	25.7	23.3	26.0	28.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测