

被低估的游戏行业龙头

博瑞传播 (600880.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

■ 市场由于公司收购梦工厂低于预期的原因,对公司第二次的收购存有疑虑,但是我们认为公司计划收购的漫游谷成长性远强过梦工厂,公司是一家被忽视的游戏行业龙头公司

- 漫游谷市场属性更好:页游比端游开发二次成功率更高。
- 漫游谷产品开发运营能力更强
- 漫游谷大股东更给力:在并购退出过程中,腾讯的影响重大。
- 收购漫游谷,绑定大股东腾讯,漫游谷后续业绩更有保障。

■ 原有报纸相关业务营收占比将持续降低,开辟新的增长点

- 收购漫游谷,将使公司报纸相关传统业务净利润占比从2012年的72.9%下降到2015年的29.2%,网游业务跃居第一,净利润占比达54%
- 公司不断开辟新业务增长点,小贷业务,地产租赁业务,电商快递外包,提升公司ROE,并不断为新媒体业务发展提供稳健现金流。

■ 投资建议,给予“推荐”评级

假设漫游谷从2014年开始并表,我们预计公司13/14/15年收购备考EPS分别为0.60、0.72和0.91元,对应PE分别为21.2X、17.7X和13.9X,相比掌趣科技和中青宝被显著低估,给予公司“推荐”评级。

■ 主要风险因素

漫游谷收购被否;收购后的整合失败;报纸业务出现大幅下滑。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,297	1,338	1,519	1,630	1,752
增长率(%)	12.38%	3.13%	13.57%	7.30%	7.48%
母公司股东净利润	394	286	336	395	441
增长率(%)	24.05%	-27.44%	17.65%	17.35%	11.84%
原内生EPS	0.63	0.46	0.54	0.63	0.70
收购备考EPS	0.64	0.50	0.60	0.72	0.91
销售毛利率	48.64%	46.91%	48.14%	50.01%	51.23%
销售净利率	30.37%	21.36%	22.13%	24.21%	25.19%
净资产收益率(ROE)	19.07%	12.66%	13.24%	14.48%	14.08%
内生市盈率(P/E)	20.2	27.8	23.7	20.2	18.0
备考市盈率(P/E)	19.8	25.4	21.1	17.7	13.9

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

注:备考净利润为按照1年收购计算,增发股本按照公司公告增发价9.09元计算。

并表处理,2013年不并表,2014年开始全年并表漫游谷归属母公司利润70%,2015年收购漫游谷30%剩余股份,并表100%

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

特此鸣谢: 黄驰

☎: (8610) 6656 8865

✉: huangchi@chinastock.com.cn

对本报告的贡献

市场数据

时间 2013.05.17

A股收盘价(元)	12.67
A股一年内最高价(元)	12.67
A股一年内最低价(元)	8.31
上证指数	2282.87
市净率	3.62
总股本(亿股)	6.28
实际流通A股(万股)	4.14
A股总市值(亿元)	79.57
A股流通市值(亿元)	52.46

近一年相关标的报告:

中国网络游戏行业深度报告:网络游戏的炼金术(2012.10.6)

博瑞传播点评:一季度营收企稳,广告与游戏营收占比提升,优化整体利润率与外延增速(2013.4.16)

博瑞传播点评:独立平台受巨头挤压,内容为王,买入收购优质开发商的博瑞传播(2013.2.28)

博瑞传播点评:收购腾讯页游平台主力开发商,大幅增厚盈利,收购价格合理(2012.10.6)

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

2012 年网页游戏持续保持 40%以上高增长，流量成本推升独立运营平台经营难度，腾讯平台用户规模优势明显。腾讯平台开发商进一步获益于腾讯平台资源，从客户端游戏市场向网页等轻度游戏市场迁移，尤其是领先的开发商，开发与运营经验的积累给予其较强的产品和运营壁垒，页游开发的低成本，短周期效应，给予页游开发商远高于端游市场的二次成功率。

我们与市场不同的观点:

公司历史上收购网游梦工厂失败，市场担心新收购的漫游谷会再次对赌失败。我们认为，漫游谷的成长性，无论从市场属性，还是公司的产品能力来比较，都比梦工厂要强。

市场担心公司的原有业务会持续下滑，拖累整体盈利增长。我们认为公司报纸相关的净利润占比逐步下降到 50%以下，网游，小额贷款，户外广告等业务盈利的增长性较好，为公司贡献的现金流正持续增长。

估值与投资建议:

假设漫游谷从 2014 年开始并表，我们预计公司 13/14/15 年收购备考 EPS 分别为 0.60、0.72 和 0.91 元，对应 PE 分别为 21.2X、17.7X 和 13.9X，相比掌趣科技和中青宝被显著低估，给予公司“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

- (1) 腾讯对公司的支持力度加大
- (2) 网游新产品营收超预期
- (3) 后续收购

主要风险因素:

- (1) 漫游谷等收购整合不成功，核心团队离职
- (2) 传统报纸业务下滑速度过快

一、估值：被低估的游戏行业龙头

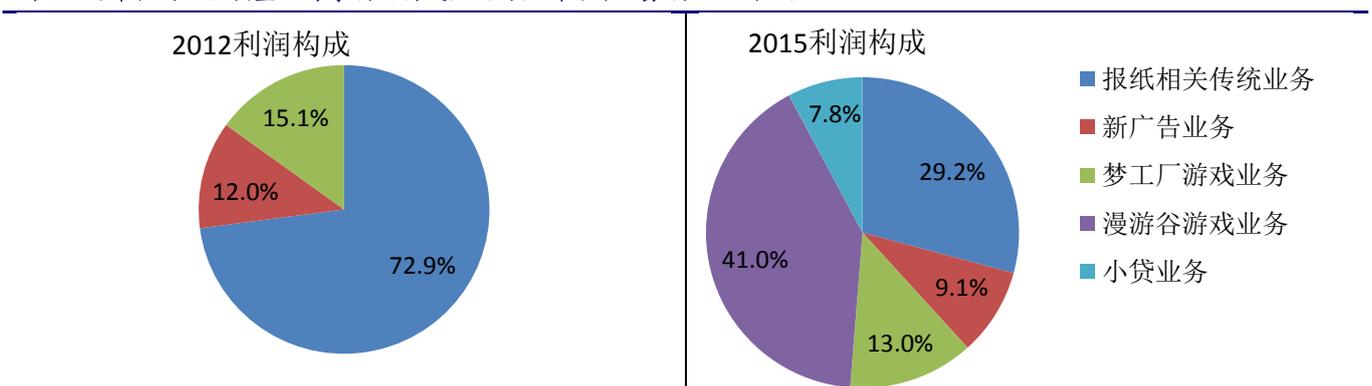
(一) 收购漫游谷之后，游戏业务将成为公司主要业务

公司报纸印刷，广告等相关业务净利润近年出现放缓甚至下滑的趋势，因此也坚定了公司管理层打破国企经营理念，进行市场化收购的决心。公司收购的漫游谷是网页游戏开发龙头，本次收购，极大的拉动了博瑞的净利润增长。

假设 2014 年博瑞与漫游谷正式全年并表，公司的传统报纸业务在净利润占比将从 2012 年的 72.9% 下降到 2015 年的 29.2%。而游戏业务会从 2012 年 15.1% 上升到 2015 年 54%。(2015 年漫游谷比表比例从 70% 上升到 100%)。

如果考虑到 2013 年底至 2014 年公司在手机游戏市场进一步收购的强烈动机，公司的游戏业务净利润占比可能进一步大幅提升。

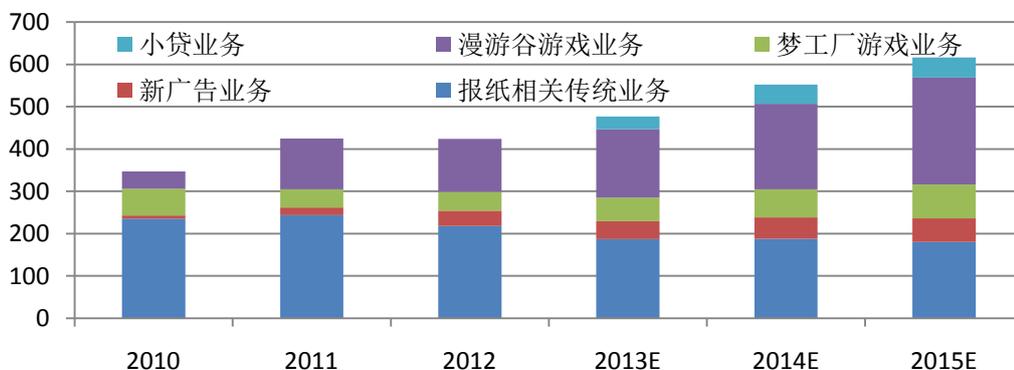
图 1：近年收购大幅调整公司净利润构成，网游，新媒体业务利润比例大幅上涨



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

除了网游并购，公司基于自身优势和资源，不断开辟新业务增长点，小贷业务，地产租赁业务，电商快递外包，提升公司 ROE，并不断为新媒体业务发展提供稳健现金流。

图 2：收购的漫游谷业务极大拉动博瑞净利润增速(扣非后净利润拆解如下)



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 博瑞传播的估值相比

表 1: A 股网游企业估值

	市值	净利润(万元)			EPS			PE		
		2012	2013E (备考)	2014E (备考)	2012	2013E (备考)	2014E (备考)	2012	2013E (备考)	2014E (备考)
博瑞传播	79.57	28,603	44,900	53,600	0.46	0.60	0.72	27.8	21.09	17.68
掌趣科技	104.3	8,230	14,600	21,000	0.50	0.89	1.28	126.73	71.44	49.67
中青宝	19.37	1,669	1,880	2,000	0.13	0.14	0.15	116.06	103.03	96.85
浙报传媒	72.93	22,132	49,800	58,100	0.51	0.82	0.95	27.84	21.09	17.82

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

注: 并表处理, 并购备考均从 2013 年开始并表, 博瑞备考并表漫游谷净利润 70%。

从四家公司的估值对比来看, 博瑞传播的市盈率提升潜力空间最大。

二、从三个维度分析: 漫游谷成长性远超梦工厂

(一) 页游市场开发二次成功率更高

1. 端游行业开发商无法享受超越市场整体增速的增长

博瑞 09 年收购梦工厂时, 客户端网游市场如火如荼, 整体市场增速在之后几年都保持在 30% 以上。但是梦工厂在收购之后, 并未完成超越行业增长预期, 反而利润增速出现大幅下滑。

图 3: 端游整体市场营收规模与增长

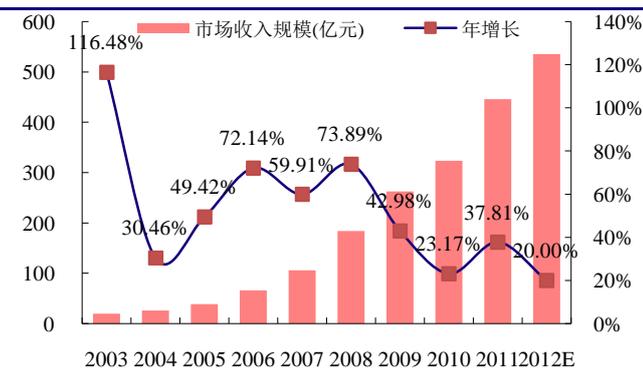
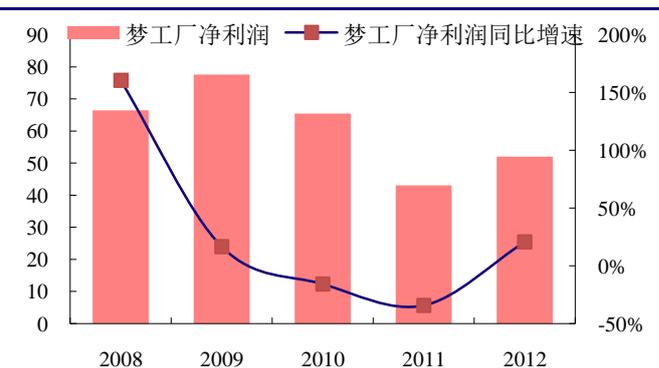


图 4: 梦工厂收购后净利润增速下滑严重



资料来源: CNNIC, IDC, 中国证券研究部

分析整个中国网游行业主要上市公司, 年营收和利润增长均低于市场平均增长水平, 只有腾讯和网易超越, 或部分年度超越了市场增速。

表 2: 端游整体市场营收规模与增长

2008	2009	2010	2011	2012	4 年符合增长率
------	------	------	------	------	----------

腾讯收入	87.2%	73.9%	57.9%	45.0%	54.0%	57.4%
腾讯净利润	77.8%	85.2%	56.2%	26.7%	24.8%	46.2%
网易收入	39.4%	21.8%	46.6%	32.4%	12.5%	27.7%
网易净利润	26.3%	15.9%	20.8%	44.7%	12.5%	22.9%
盛大收入	45.4%	42.3%	-6.3%	17.3%	-11.4%	8.5%
盛大净利润	58.0%	55.3%	-11.3%	-1.9%	-12.0%	4.4%
畅游收入	347.9%	42.9%	18.6%	30.8%	27.2%	29.6%
畅游净利润	1803.6%	50.3%	15.9%	20.5%	13.8%	24.3%
完美收入	108.6%	45.7%	13.8%	25.2%	-7.1%	17.8%
完美净利润	78.6%	60.4%	-18.9%	17.0%	-45.1%	-4.4%
巨人收入	4.4%	-18.2%	2.2%	34.5%	20.1%	7.8%
巨人净利润	-2.0%	-22.8%	-5.6%	8.5%	12.9%	-2.8%
梦工厂收入	68.2%	36.5%	-22.6%	10.0%	-14.1%	0.0%
梦工厂净利润	160.6%	16.8%	-15.6%	-34.1%	20.8%	-5.9%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们在12年10月发布的《网游行业深度报告：网游炼金术》中对这个问题做过深入的逻辑和数据分析。网游行业与公司的增长驱动因素主要是**用户规模+产品变现能力**（支付效率其次），端游开发商超越市场的增长的概率较低主要有几个因素：

1. 端游市场的入口主要被腾讯垄断，新用户的增长主要在腾讯平台上体现
2. 端游企业上市后，核心骨干要么流失较多，要么勤勉不足，后续产品开发跟不上
3. 端游开发周期长，时间与机会成本高，一旦试错，难以扭转
4. 新游戏开发和推广成本高企，不断侵蚀公司利润率

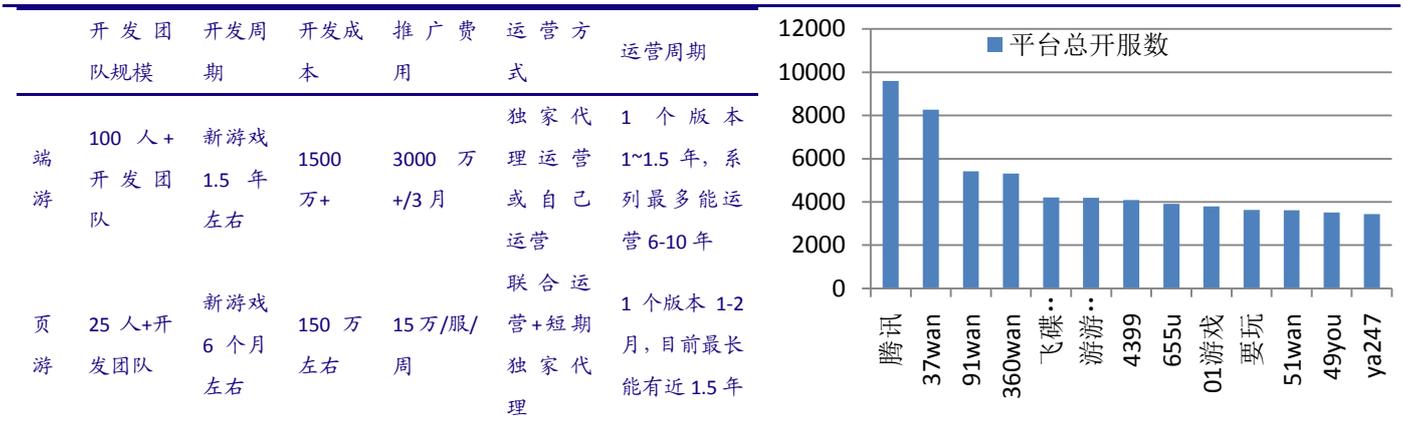
2. 网页游戏开发运营以快取胜，开发商二次成功机会更多

我们认为网页游戏不同于客户端游戏的特性，使得页游市场开发商二次成功机会较多。主要原因有：

1. 页游市场，入口非腾讯一家独大，360，百度，YY，人人网等流量巨头，以及大量网盟，带给开发商更多的用户与机会，开发商竞价能力较端游高
2. 海外网游企业估值较低，页游企业独立上市可能性太低，大量通过并购退出，管理层受对赌协议绑定，流失率下降
3. 页游开发周期短，时间与机会成本大幅降低，开发运营一体化使得开发商边运营边修改游戏成功概率更高。表三统计了拥有多款成功游戏(月流水上5000万)的开发商。

表3：页游与端游相比，开发与运营成本更低，试错成本更小

图5：页游平台腾讯非一家独大



数据来源：中国银河证券研究部

因此我们可以看到页游市场上，大部分的开发商营收构成都分到多款游戏中，而不像大部分的端游公司，依赖于一款游戏。当然大部分开发商都有一款主力营收游戏，但是

1) 第七大道，动网先锋等公司已经向市场证实，通过自研和代理，均可以产生一款超越前代大作的游戏；

2) 在开发出一款 5000 万级(举例)月流水的产品后，通过复制自己成功的方式，可以制作出多款 2000 万级月流水的产品。广州菲音和动网先锋已经像市场证明了这种简单策略。

我们认为页游开发商二次成功的概率比端游要大很多。

表 4: 开发出多款成功游戏的开发商不少

开发商	游戏名称	上线日期	总开服数
广州菲音	凡人修真 2	2011/6/16	6643
	斗破乾坤	2012/11/18	870
	洪荒神话	2010/9/16	769
广州捷游	梦幻飞仙	2011/12/29	4968
	醉西游	2012/1/8	4695
	倾世情缘	2012/7/9	934
上海游族	大将军	2012/8/8	1950
	大侠传	2012/1/5	5835
第七大道	弹弹堂	2008/12/18	1850
	神曲	2011/11/20	5745
厦门游家	大唐真龙贰	2011/2/9	4471
	神魔仙界	2012/4/25	4589
上海心动	天地英雄	2010/11/26	2847
	神仙道(代理)	2011/5/12	14512
	盛世三国	2011/5/16	4575
漫游谷	七雄争霸	2011/7/1	340

	功夫西游	2012/8/1	225
	海島大亨	2012/1/1	285
动网先锋	寻侠	2011/11/1	222
	战龙三国	2012/10/1	247

数据来源: fm4399, 中国银河证券研究部

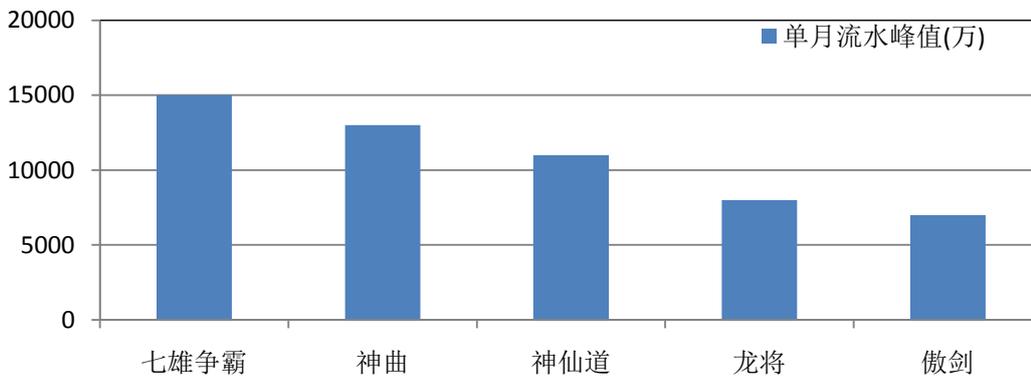
注: 腾讯平台由于用户的特殊性, 开服水分较其他独立平台小, 因此腾讯平台开发商漫游谷和动网先锋的开服量远小于其他开发商。

(二) 漫游谷产品开发和运营能力处于市场领先地位

梦工厂是端游开发商, 收购时, 其主要商业模式是联合运营, 自己运营的收入占比在 30% 左右, 后来逐步提升至 50% 以上。而漫游谷在页游市场的角色完全不一样, 从一开始漫游谷就完全自己掌控《七雄争霸》的运营。腾讯作为平台方, 除了提供平台数据运营支持, 其实大部分时间是类似中移动, 只提供用户来源, 各款游戏的营收其实主要看游戏运营方的能力。漫游谷即是腾讯平台页游开发龙头, 也是运营龙头。

漫游谷至今一直保持着单款游戏月流水过 1.5 亿的记录, 直到最近第七大道《神曲》海外运营月流水过亿才有了赶超之势。

图 6: 七雄争霸单月流水峰值 1.5 亿的记录, 是整个页游行业标杆

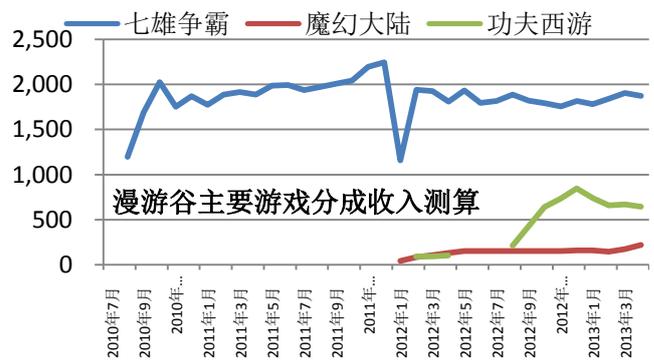
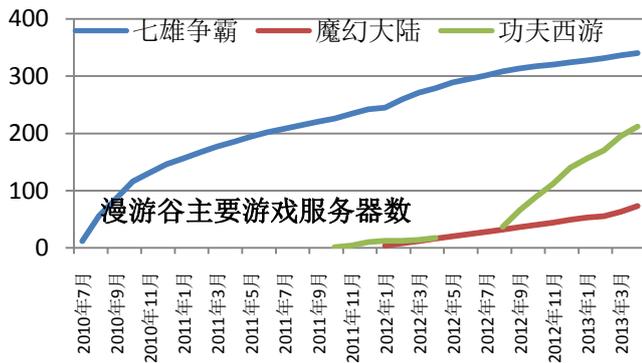


数据来源: 中国银河证券研究部

漫游谷作为页游开发龙头, 旗下主力产品《七雄争霸》平均在线人数 12 年底维持在 90 万, 月流水在 5000 万左右, 实际入账在 2200 万左右。

12 年 7 月新作《功夫西游》上线 3 个月流水过 1000 万。峰值流水近 2000 万。年底期待《七雄 Q 传》上线, 下半年《七雄 2》, 《炸弹人》以及代号为 8087, 8088, 8089 等多个产品上线。

图 7: 漫游谷七雄等游戏产品表现出较强的生命力与营收周期



数据来源: 中国银河证券研究部

表 5: 腾讯平台月流水分成

月流水	分成比例	速算扣除数
不超过 10 万	100%	10
超过 10 至 100 万的部分	70%	73
超过 100 至 1000 万的部分	50%	523
超过 1000 至 3000 万的部分	40%	1323
超过 3000 万的部分	30%	1623

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 漫游谷大股东更给力: 腾讯对漫游谷运营影响重大

梦工厂在 09 年被博瑞收购之时, 大股东都是财务投资人, 收购的原因据了解也是股东想退出。梦工厂的管理层占股仅 37.22%。从交易结构上来解释后两年业绩对赌失败的原因是:

1. 财务投资人对公司业务运营帮助不大, 首期交易退出后, 更对公司爱莫能助。
2. 由于交易 PE 较低, 10,11 年相较于高昂的承诺业绩。管理层获得的财务收益较低, 出现业绩大幅下滑后完成对赌动力不够。

而漫游谷的大股东是腾讯, 即使在退出过程中, 腾讯平台对漫游谷的支持的重要是毋庸置疑的。而本次交易 PE 是上次交易的接近一倍, 管理层在高杠杆效应下, 完成业绩承诺的财务回报巨大。且本次交易将漫游谷的主要管理层都绑定进来, 张福茂已不像梦工厂时袭新一样势单力孤。

表 6: 漫游谷的交易结构使管理层完成对赌的动机更强

PE		对应年度业绩			2009	2010	2011	
财务投资人	梦工厂	职务	股权比例	对价 (万元)	首付款 50%	20%	15%	15%
	周秀红	股东	50%	22,051	11,026	4,410	3,308	3,308
	马希霖	股东	5%	2,205	1,103	441	331	331
	廖继志	股东	5%	2,205	1,103	441	331	331
	郑江	股东	2.78%	1,225	613	245	184	184
管理层	袭新	CEO	37.22%	16,414	8,207	3,283	2,462	2,462

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

				业绩承诺	7,540	9,802	12,743	
		总对价	44,100	PE	5.85	4.50	3.46	
				对应年度业绩	2012	2013	2014	
漫游谷				首付款 56%	7%	7%	30%	
战略投资人	世纪凯旋	腾讯	65.79%	97,368	54,526	6,816	6,816	29,210
管理层	姬凯	CTO	12.68%	18,772	10,512	1,314	1,314	5,632
	张福茂	董事长&CEO	9.26%	13,709	7,677	960	960	4,113
	阮玫	VP	4.63%	6,855	3,839	480	480	2,057
	王佳木	监事	4.63%	6,855	3,839	480	480	2,057
财务投资人	黄明明		3%	4,440	2,486	311	311	1,332
				业绩承诺	12,000	15,600	20,300	
		总对价	148,000	PE	12.33	9.49	7.29	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

衡量收购管理层完成承诺业绩动力的指标 管理层对赌回报 ROMP (return on management's promise)

我们认为，传媒市场利用一二级市场剪刀差进行的收购游戏中，收购后管理层逐年完成业绩承诺，实现后续增长，一方面会受行业与公司整体成长性影响，另一方面收购财务杠杆对管理层退出收益的影响也是巨大的。

我们以 ROMP(管理层对赌回报)指标，作为客观衡量管理层完成承诺业绩的动力的量化指标，具体计算公式为：

$$\text{ROMP} = \text{当年管理层退出收益} / \text{业绩增长指标(新增净利润)}$$

该指标意义，比较容易理解。其数量上，正比于该年度管理层完成承诺的退出收益，反比于承诺的业绩增长的绝对值。

梦工厂与漫游谷对应收购后三年的 ROMP 值对比如下，数值上一模了然，漫游谷的收购架构使得管理层完成业绩承诺的动力更强。而且该数值还未包括本次交易的受益方腾讯，作为平台方给予漫游谷完成业绩承诺的帮助。

ROMP 值远大于 1 的年份，我们认为管理层完成承诺的可能性要远小于 1 的年份。

表 7：梦工厂与漫游谷的收购后三年 ROMP 对比

ROMP	第一年	第二年	第三年
梦工厂	1.93	1.09	0.84
漫游谷	6.11	0.89	3.42

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 8: 三大报表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	单位:百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	1,227	1,354	1,349	1,701	1,847	网游业务	94	96	94	103	113
应收账款	52	63	117	129	155	其他业务	1,060	1,201	1,244	1,416	1,517
预付账款	32	31	30	30	30	内生营业收入	1,154	1,297	1,338	1,519	1,630
应收利息	0	0	0	0	0	收购网游业务	58	171	209	260	311
流动性资产	997	1,068	771	1,343	1,897	营业成本	569	666	710	788	815
固定资产	416	591	601	601	601	毛利润	585	631	628	731	815
无形资产	42	37	205	226	248	税金及附加	34	41	46	50	54
非流动性资产	1,320	1,696	2,364	1,900	1,923	销售费用	42	62	60	68	73
资产总计	2,317	2,764	3,136	3,243	3,819	管理费用	106	132	167	182	196
应付账款	94	189	150	154	166	财务费用	(2)	(5)	(17)	(20)	(25)
应付职工薪酬	21	27	31	27	28	营业利润	410	531	371	451	517
应缴税费	85	55	25	55	45	营业外损益	19	1	8	11	0
其他应付款	200	91	154	148	131	所得税	85	111	80	88	103
流动性负债	596	533	508	508	502	净利润	344	421	299	352	414
非流动性负债	6	50	49	49	49	母公司所有者净利润	317	394	286	336	395
负债合计	603	583	557	557	552	内生 EPS	0.51	0.63	0.46	0.54	0.63
实收资本	616	628	628	748	748	收购业务净利润	41	120	125	161	202
资本公积	203	241	241	241	241	备考 EPS	0.46	0.64	0.50	0.60	0.72
留存收益	596	969	1,138	1,252	1,377	主要财务与运营指标					
少数股东权益	93	116	322	146	543	单位:百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
母公司所有者权益	1,622	2,065	2,257	2,540	2,725	增长率%					
负债及权益总计	2,317	2,764	3,136	3,243	3,819	营业收入	26.0%	12.4%	3.1%	13.6%	7.3%
现金流量表						营业成本	26.9%	26.5%	1.6%	8.7%	4.2%
单位:百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	毛利润	26.1%	7.9%	-0.5%	16.5%	11.5%
经营活动现金流	316	390	270	314	364	总运营支出	30.0%	54.0%	-9.4%	2.8%	6.4%
净利润	317	394	286	336	395	母公司净利润	20.8%	24.1%	-27.4%	17.6%	17.3%
折旧摊销	(0)	1	2	2	2	利润率%					
财务费用	(2)	(5)	(17)	(20)	(25)	毛利率	50.7%	48.6%	46.9%	48.1%	50.0%
营运资金变动	1	0	0	(4)	(8)	净利率	27.5%	30.4%	21.4%	22.1%	24.2%
投资活动现金流量	(333)	(378)	(295)	(907)	(336)	营运指标					
投资兑现现金流	(12)	(4)	(4)	(5)	(6)	流动比率	1.67	2.00	1.5	2.6	3.8
资本支出	(2)	(258)	(181)	(90)	(226)	资产负债率	26.0%	21.1%	17.8%	17.2%	14.4%
筹资活动现金流量	(14)	23	33	963	233	资本回报					
现金流净增加	46	42	(341)	578	528	每股收益	0.52	0.63	0.46	0.45	0.53
期初现金	745	791	833	492	1,070	每股净资产	2.63	3.29	3.59	3.40	3.64
期末现金	791	833	492	1,070	1,598	ROE	19.6%	19.1%	12.7%	13.2%	14.5%

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

目录

一、估值：被低估的游戏行业龙头	1
(一) 收购漫游谷之后，游戏业务将成为公司主要业务	1
从四家公司的估值对比来看，博瑞传播的市盈率提升潜力空间最大。	2
二、从三个维度分析：漫游谷成长性远超梦工厂	2
(一) 页游市场开发二次成功率更高	2
1. 端游行业开发商无法享受超越市场整体增速的增长	2
2. 网页游戏开发运营以快取胜，开发商二次成功机会更多	3
(二) 漫游谷产品开发和运营能力处于市场领先地位	5
(三) 漫游谷大股东更给力：腾讯对漫游谷运营影响重大	6
衡量收购管理层完成承诺业绩动力的指标 管理层对赌回报 ROMP (return on management's promise)	7

插图目录

图 1: 近年收购大幅调整公司净利润构成，网游，新媒体业务利润比例大幅上涨	1
图 2: 收购的漫游谷业务极大拉动博瑞净利润增速(扣非后净利润拆解如下)	1
图 3: 端游整体市场营收规模与增长	2
图 4: 梦工厂收购后净利润增速下滑严重	2
图 5: 页游平台腾讯非一家独大	3
图 6: 七雄争霸单月流水峰值 1.5 亿的记录，是整个页游行业标杆	5
图 7: 漫游谷七雄等游戏产品表现出较强的生命力与营收周期	5

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn