

暑期档多款新游戏重磅发布，端游新作《寻龙记》封测火爆

投资要点:

1. 事件

5月开始，公司旗下梦工厂多款重量级游戏端游产品陆续上线，16日端游《寻龙记》封测人数火爆，估计峰值在线人数超3万；漫游谷《七雄2》等重磅产品预期于7月暑期档发布。

2. 我们的分析与判断

(一) 端游：代理《寻龙记》封测爆服，公测或超10万在线人数

由博瑞子公司神龙游开发，梦工厂代理运营客户端游戏《寻龙记》，于5月16日火热封测以来，好评如潮，引来国内前10游戏公会整体入驻。从流量监测数据来看，《寻龙记》的新用户到达率超《新侠义道》近3倍，测试期间三组服务器爆满。我们预期该游戏公测的最高在线人数可能超10万，是博瑞今年端游业务业绩逆袭的最好机会。

(二) 页游：漫游谷《七雄2》等重磅游戏暑期档陆续上线

漫游谷目前主要营收游戏是老游戏七雄争霸和去年底发布的功夫西游，目前月流水分别稳定在5000万和1500万左右。收入较游戏发布初期峰值水平有一定回落，但是由于推广成本下降，净利润水平尚可。

暑期档开始，预期公司新游戏《七雄Q传》和《七雄2》会在二三季度陆续上线。2款游戏流水与用户水平平均超过原七雄产品1/3，进入2000万月流水级别是大概率事件，极可能月流水超3000万

梦工厂页游业务经过2年摸索也渐入佳境，5月《小宝升职记》开始全市场全平台推广，月开服40呈爆发式增长，有望成为又一千万级月流水产品。

3. 投资建议：重申买入博瑞传播

今年暑期档，将是博瑞旗下各端游与页游公司重磅产品的密集发布区。目前《寻龙记》、《小宝升职记》分别是博瑞内生端游与页游测试数据最好的产品，有望今年能为梦工厂贡献超额收益。漫游谷的产品开发运营实力很强，今年拟推出的七雄Q传和七雄2成为2000万级产品是大概率事件。

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23.8X、20X和15.7X，博瑞在今年下半年有望迎来业绩与估值双提升，重申“推荐”评级。

主要风险：新游戏营收低于预期，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。

博瑞传播 (600880.SH)

推荐 维持评级

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 2013.4.15

A股收盘价(元)	14.31
A股一年内最高价(元)	14.75
A股一年内最低价(元)	8.31
上证指数	2305.11
增发后总股本(亿股)	7.48
总股本(亿股)	6.28
实际流通A股(亿股)	4.14
A股总市值(亿元)	60.37
A股流通市值(亿元)	91.56

近一年相关标的报告:

公司深度--博瑞传播(600880.SZ): 被低估的游戏行业龙头(2013-5-20)

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)

中国网络游戏行业深度报告: 网络游戏的炼金术(2012.10.6)

(一) 端游：代理《寻龙记》封测 3 组服务器爆满，月底公测或超 10 万在线人数

由博瑞子公司梦工厂运营客户端游戏《寻龙记》，于 5 月 16 日火热封测以来，好评如潮，引来国内十大游戏公会整体入驻。《寻龙记》宣传之时，提到自己是一部反思之作，玩法上确实有较多创新，如加入《植物大战僵尸》塔防类玩法，使游戏更休闲。

从流量监测数据来看，《寻龙记》的新用户到达率比梦工厂《新侠义道》上线时高出近 3 倍，测试期间三组服务器爆满。百度指数显示，寻龙记搜索量峰值超 8000，估计峰值在线人数超 3 万，这也是博瑞近期推出的多款重磅游戏(劲舞堂，冰火纪元)中，目前的用户反馈最好产品。

(寻龙记多玩网评测报告链接 http://newgame.duowan.com/1212/m_218299156106.html)

我们认为该游戏，是博瑞端游业务近年一雪前耻的最好机会。如果 5 月 30 日正式不删档测试，如果能保持当前的用户增长势头，该游戏的最高在线人数可能超过 10 万，月营收可能超 2000 万。

图 1: 寻龙记百度指数大幅超新侠义道上线公测时指数值



数据来源：百度指数，中国银河证券研究部

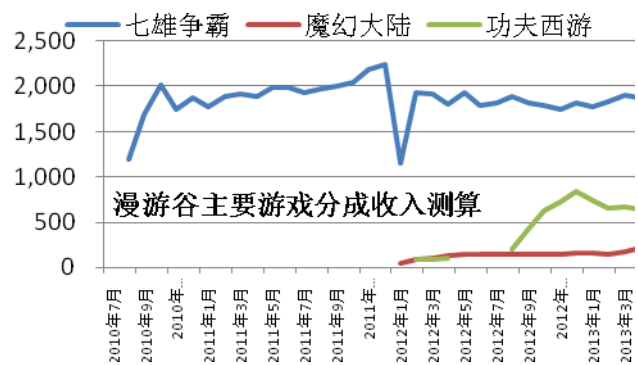
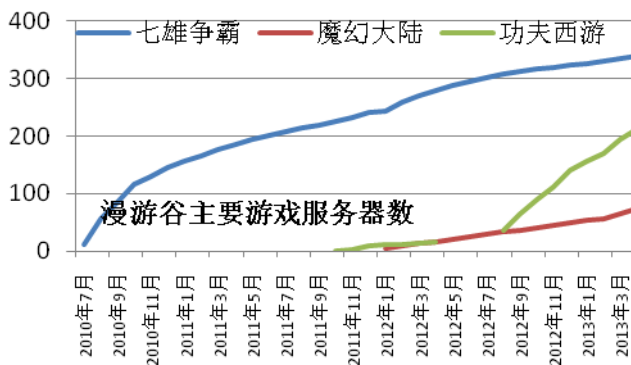
图 2: 寻龙记是近期博瑞推出的用户增长最强劲的一款游戏



(二) 页游：漫游谷的七雄 Q 传，七雄 2 等重磅游戏预期在暑期档会陆续上线

漫游谷目前主要营收游戏是老游戏七雄争霸和去年底发布的功夫西游，目前月流水分别稳定在 5000 万和 1500 万左右。收入较游戏发布初期峰值水皮有不同程度回落，但是由于推广成本下降，净利润水平尚可。暑期档开始，预期公司新游戏《七雄 Q 传》和《七雄 2》会在二三季度陆续上线。2 款游戏流水与用户水平平均可能超过原七雄产品 1/3，冲击月 3000 万流水

图 3: 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

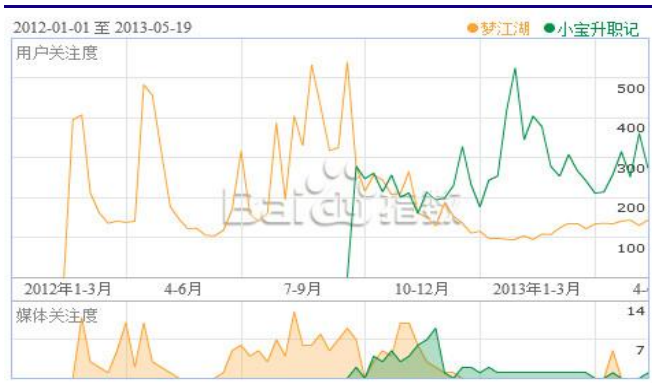
注：主要的游戏分成后收入测算，是根据该游戏运营情况，对比公布的盈利情况模拟回归估算，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

对峰值收入做了一定平滑，大体反应该游戏的月均营收变化趋势。

梦工厂寄予厚望的页游《小宝升职记》，去年底测试开服情况不错，梦江湖运营数据有回落。5月份开始小宝升职记已经开始全市场全平台推广运营，5月新增开服数达40台。6月新上平台的后续开服数将是检验该游戏能否冲击月流水2000万的重要指标。

图 4：梦工厂页游产品新用户增长顺利



数据来源：百度指数，07073，中国银河证券研究部

图 5：5月小宝升职记全市场运营开始放量开服

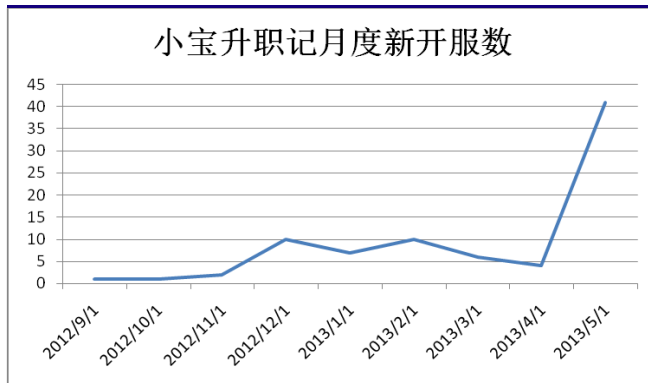


表 1: 三大报表预测

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

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，传媒文化行业证券分析师。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到任何形式的补偿。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