

投资评级：强烈推荐（上调）

分析师

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

联系人:

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

从业证书编号:S1070112090016

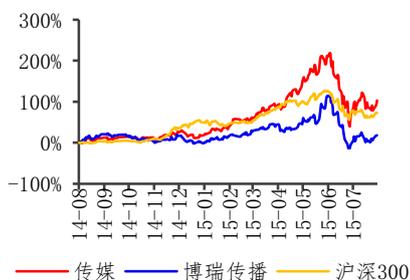
市场数据

目前股价	12.83
总市值(亿元)	140.27
流通市值(亿元)	94.09
总股本(万股)	109,333
流通股本(万股)	73,337
12个月最高/最低	24.52/9.43

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,688	2,503	2,870
(+/-%)	0.2%	48.3%	14.6%
净利润	347	498	686
(+/-%)	23.4%	43.6%	37.8%
摊薄EPS	0.32	0.46	0.63
PE	38.1	26.5	19.3

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

# 破时艰之难，携手游御风前行！

## ——博瑞传播（600880）公司深度报告

投资建议

目前公司在国内和海外市场持续开拓，内外并举力推产品迭代升级，拳头产品即将陆续而至，游戏业务有望在未来迎来爆发式增长。游戏业务作为公司转型的第一条板我们认为仍将是公司未来发展的重心之一。我们看好以博瑞传播为代表，具有资金&平台优势并坚持走研发立业的中大型手游开发商。我们上调公司 2015-17 年 EPS 预测至 0.32/0.46/0.63 元，上调幅度分别 7%、13%和 37%，对应 2015-17 年 PE 分别为 38X、26X 和 19X，给予强烈推荐评级。

投资要点

- 投资要点 1:** 在经历了第一次转型的蜕变以及第二次主动转型的洗礼，博瑞传播的自我革新之路并未停歇，管理层换届和新领导班子任命于年初完成。曹建春先生担任公司第九届董事会董事长，而公司同时正式任命魏啸为博瑞传播副总经理，全面接手公司新媒体业务版块，主要负责新媒体游戏相关业务的发展规划及投融资等。游戏业务负责人领军公司新媒体板块彰显了公司深耕游戏产业的决心和信心，第三次转型攻坚的大幕或将拉开。
- 投资要点 2:** 从当前博瑞的业务结构上来看，游戏占收入尤其占毛利的份额不断提升，在一定程度上对冲了传统业务的下滑，使得公司业务总收入在过往几年中依旧呈现出稳中有升的态势，09 年至 14 年，公司营业收入复合增长率为 12.5%；而网游业务 14 年的收入规模已经占总规模的 25%，五年复合增长率为 45%。而 14 年游戏业务毛利润更是占总毛利近五成，一跃成为公司主要的利润来源。
- 投资要点 3:** 2014 年移动游戏市场依然处于快速上升阶段，用户规模以及增长速度在各细分市场中的表现也最为优异。我们认为移动游戏由于具有便携性、操作简易性和强互联等特征而更迎合碎片化娱乐的大趋势，其用户规模以及增长速度在游戏各细分市场最大最快。移动游戏目前依然处于用户&营收规模的高速增长状态，我们认为未来三到五年内仍将维持较高的产业热度。
- 投资要点 4:** 根据公司 14 年年报披露，研发费用较往年大幅增加，主要是公司加大游戏产品的研发力度，全年共投资 10678 万元推动产品的升级、迭代及手游产品的开发。而去年开始，博瑞游戏在全国先后布局

的 12 大游工作室不断整合打磨至今也正在加速研发全新的游戏产品，预计拳头型产品将在下半年陆续推出，业绩有望全面爆发。

- **风险提示：**政策风险，游戏产品的不确定性所导致的经营性风险。

目录

- 1. 国资背景下的传媒先行者和领路人.....6
  - 1.1 曾经辉煌仍可再续,逆境中静待浴火重生.....6
    - 1.1.1 以史为鉴——资本嗅觉敏锐,凤凰涅槃静等风来.....7
  - 1.2 外部变化势不可逆,果敢求变是唯一出路.....8
    - 1.2.1 政策主导接近尾声,业绩主导纷至沓来.....9
  - 1.3 欲带皇冠,必承其重---迎第三次改革攻坚的窗口期.....11
  - 1.4 游戏业务力保发展根基,等待业绩反转信号明确.....12
- 2. 游戏行业正值壮年,近看手游价值重塑.....14
  - 2.1 设备叠加用户基数,手游纵深发展可期.....14
  - 2.2 碎片化娱乐时代,手游将御风前行.....15
    - 2.2.1 APP用户粘性不断增强,使用时长超PC.....16
  - 2.3 行业身处蜜月期,手游未来值得期待.....17
  - 2.4 从千军万马到大浪淘沙,产业重塑正当时.....19
    - 2.4.1 付费习惯正在养成,重度玩家培养循序渐进.....20
- 3. 洗尽铅华,看王者重装回归.....23
  - 3.1 砥砺前行,新媒体负责人内功深厚统帅三军.....23
  - 3.2 梦工厂精品不断,荣誉等身.....24
    - 3.2.1 以点见面,龙之守护只是开始.....24
  - 3.3 漫游谷背靠渠道,历史辉煌.....25
  - 3.4 研发费用大幅增长!厉兵秣马,藏器待时.....26
    - 3.4.1 多款重磅精品亮相CJ,静等宝剑出鞘,坐看王者回归!.....27
  - 3.5 一叶知秋,重磅精品未映先热.....28
    - 3.5.1 世界第一物理引擎:HAVOK承载梦想.....28
    - 3.5.2 组合拳出击,更多精品游戏组团而来.....29
- 4. 风险提示.....30
- 5. 盈利预测与估值水平.....30
  - 5.1 附:盈利预测表.....30

图表目录

图 1:	博瑞传播 2007-2009 经营数据 (单位: 元)	7
图 2:	全国报纸产能 (亿份)	9
图 3:	全国报刊广告收入 (亿元)	9
图 4:	公司印刷业务收入概况 (亿元)	9
图 5:	公司业务版图	10
图 5:	成都传媒旗下唯一资本运作平台	10
图 7:	公司营收稳步增长 (亿元)	12
图 8:	网游毛利增长可喜 (亿元)	13
图 9:	网游业务收入占比快速提升	13
图 10:	主营业务板块毛利水平 (%)	13
图 13:	我国手机网民规模不断增长 (万人)	14
图 12:	未来三年我国网民增长 (亿人)	14
图 13:	各类型手机每月出货量情况 (万部)	15
图 14:	移动设备销售增长情况	15
图 15:	碎片化时代来临	16
图 16:	手机使用场景多元	16
图 17:	APP 使用深度提升	16
图 18:	网游市场规模变化 (亿元)	17
图 19:	各类型游戏用户数增长情况 (亿人)	17
图 20:	2014 年游戏市场份额 (%)	17
图 21:	2014 年各类型游戏销售规模 (亿元)	17
图 22:	移动游戏市场规模 (亿元)	18
图 22:	手游市场规模增速远超端游页游	18
图 24:	游戏类型变化	19
图 25:	此处录入标题	20
图 26:	海外首日付费占累计支出比 (%)	21
图 27:	我国 2014 年 Q4 手游市场付费概况小结	21
图 25:	2014 年手游付费用户占比 (%) 不断提升	22
图 23:	2014 年我国手机网民付费情况调查	22
图 23:	博瑞传播网络游戏业务组	23
图 23:	梦工厂旗下产品	24
图 32:	龙之守护次日留存超行业水平	25
图 24:	韩国龙之守护下载情况	25
图 27:	漫游谷精品游戏	26
图 25:	研发费用大幅增长, 手游产品重装上阵	26
图 36:	12 家手游工作室辐射全国	27
图 37:	龙之守护载誉前行	27
图 38:	博瑞游戏 To B 展台	27
图 39:	重磅精品《龙之战镜》	28
图 39:	精品手游即将登陆, 抢滩市场	29

表 1:	博瑞传播 2007-2009 经营数据 (同下图) .....	7
表 2:	2013-2014 分项目经营数据 (亿元) .....	8
表 3:	游戏类型变化 (接上图) .....	20
表 4:	展会期内所获奖项 (不完全统计) .....	27

# 1. 国资背景下的传媒先行者和领路人

## 1.1 曾经辉煌仍可再续,逆境中静待浴火重生

1999年7月,成都商报控股的博瑞投资有限责任公司通过受让四川电器当时的第一大股东成都市国有资产管理局所持有的部分股份,取得第一大股东地位,成都商报的一部分业务实质上通过借壳上市已进入资本市场,成为首家进入中国资本市场的平面媒体,业内则冠其“**A股报业第一股**”。通过一系列资产重组,四川电器的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,四川电器更名为成都博瑞传播股份有限公司。公司在纸媒的鼎盛时期拥有骄人的经营业绩,拥有包括《成都商报》、《成都日报》、《成都晚报》、《每日经济新闻》在内的主流媒体的发行代理权及广告首席代理权。四大报纸市场占有率超九成,拥有百万受众资源。2007年9月,现成媒集团下属的《成都商报》入选全国新闻出版业纳税百强,2006年度单张报纸年纳税额全国第二。2008年6月,入选2007年度中国最具品牌传播力强势媒体30强、“四川第一都市报”。如今的《成都商报》,既是平均发行量60万份、影响力首屈一指强势都市类报纸,也突破了单一的报纸形态,成为多媒、多元、多产的综合传播引擎。初生的博瑞传播以《成都商报》作为强力后盾并借助纸媒这一载体获得了长足的发展。

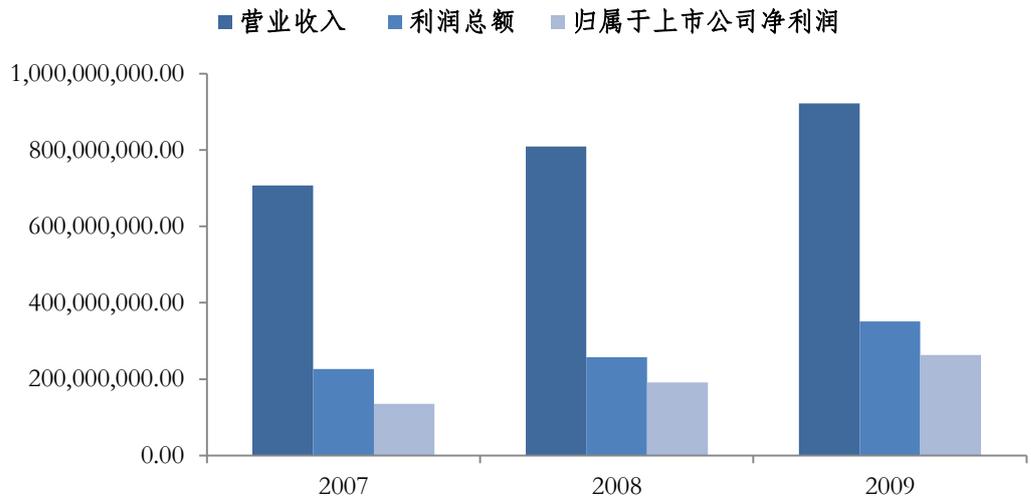


表 1: 博瑞传播 2007-2009 经营数据 (同下图)

科目	2007	2008	同比增长%	2009	同比增长%
营业收入 (元)	707,734,417.06	809,191,568.65	14.34%	922,512,888.35	14.00%
利润总额 (元)	226,188,729.79	257,474,925.72	13.83%	351,183,181.18	36.40%
归属于上市公司净利润 (元)	135,383,960.11	191,667,800.64	41.57%	262,908,536.94	37.17%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

图 1: 博瑞传播 2007-2009 经营数据 (单位: 元)



资料来源: 长城证券研究所整理, 公司公告

## 1.1 以史为鉴——资本嗅觉敏锐，凤凰涅槃静等风来

在坚持发展传统的广告、印刷等业务的同时，博瑞传播并未默守陈规，公司果断进军新的业务增长领域，大跨步式的迈入博瑞 2.0 时代。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，试图借此实现从“报业第一股”到“网游第一股”的突破。在游戏产业逐步从一级走向多级的过程中（端游——>页游——>手游），博瑞传播于 2012 年再次出手，公司斥资 10 亿购买北京漫游谷 70% 股权，并于 2013 年 10 月完成此次定增收购。公司网游业务收入也从 2009 年的 6520 万元增长到 2014 年的 4.22 亿元。而博瑞第二次转型几乎走在了同类型产业资本的前面，实现了从平面媒体经营业务向综合性多媒体经营业务的跨越。而传统媒体（平媒）也正是在此之后的几年中受到了来自新媒体的逐步侵蚀，整个产业呈现趋势性下滑。而近 5 年是中国报业艰难前行的一段时光，不仅经历经营和业绩上的危机，行业公信力也遭受了外界一定的诟病。但在当前行政力量介入和自身谋变求新的发展诉求下，我们认为报业集团转型的步伐不会停止。

从历史沿革上看，公司对产业的嗅觉或者说是资本嗅觉十分灵敏，并没有像部分国企行动迟缓被动改变。与市场普遍观点不同，我们认为公司主动出击向移动游戏产业持续迈进与深耕的战略方针并未动摇，虽然游戏大产业链条&内部产品品类&核心团队人员的更

迭和变化对公司旗下网游业务推进造成了一定的冲击，但以梦工厂和漫游谷为基础的博瑞游戏势必仍将作为集团层面战略转型的第一条板，同时也是目前来看最佳的突破口！大象转身，宁稳勿躁！公司目前其它业务组和业务条线（教育，小额贷款等）短期来看只能定义为紧靠在集团下的有效业务补充，产业链间的协同和并举为时尚早。

## B RAY 博瑞传播 2.0

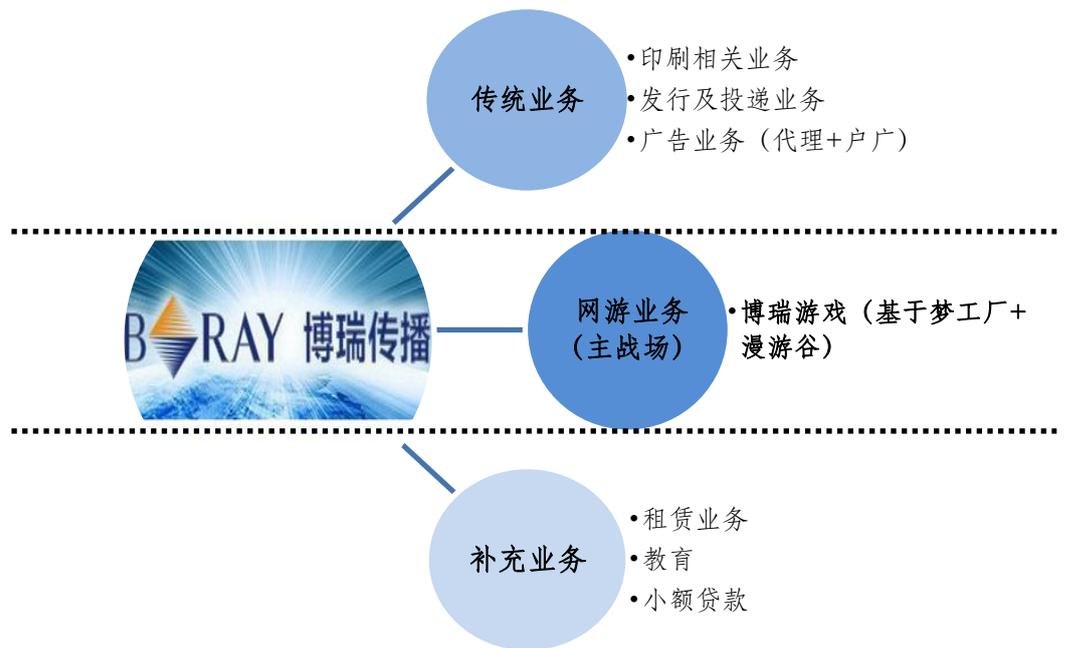


表 2: 2013-2014 分项目经营数据（亿元）

业务		2014 年收入规模	2013 年收入规模	同比增速%
网游	网游收入	4.22	1.95	116.41%
	传统			
	印刷相关业务	3.43	4.87	-29.57%
	广告业务	4.41	4.53	-2.65%
	发行及投递业务	1.78	1.84	-3.26%
补充	学校收入	0.77	0.68	13.24%
	租赁业务	0.43	0.41	4.88%
	小贷收入	1.29	1.23	4.88%

资料来源：长城证券研究所整理，公司公告

## 1.2 外部变化势不可逆，果敢求变是唯一出路

新媒体爆发导致传媒行业格局发生转变，以报刊媒体、电视媒体、广播媒体等为代表的传统媒体行业受到巨大的冲击，新型媒体通过对媒介传播模式的影响改变着广告商的广告投放策略，并直接对媒体自身的广告收益水平和广告业务结构发生作用。毫无疑问，

以网络为代表的新媒体如今已形成了完善的新媒体格局，并与传统媒体形成两极分化又互有交织的新格局。网络技术带来的传媒格局调整，对传统媒体的影响是深刻的，尤其是传统媒体中的纸媒行业，也正是这种不可逆的外部环境使得纸媒的转型重生显得更为紧迫和必然，其中所蕴含的投资机会不言而喻，**正所谓破而后立，否极泰来！**

图 2: 全国报纸产能 (亿份)



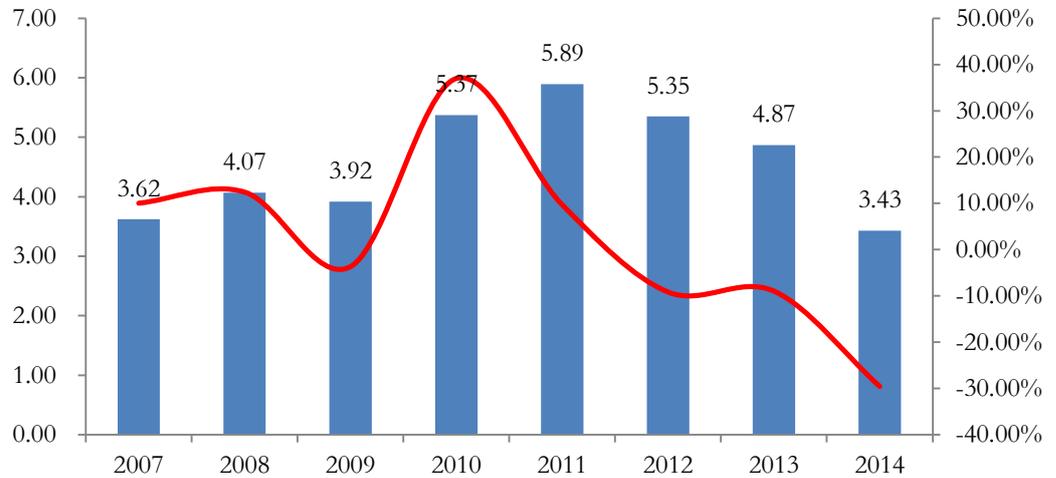
资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

图 3: 全国报刊广告收入 (亿元)



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

图 4: 公司印刷业务收入概况 (亿元)



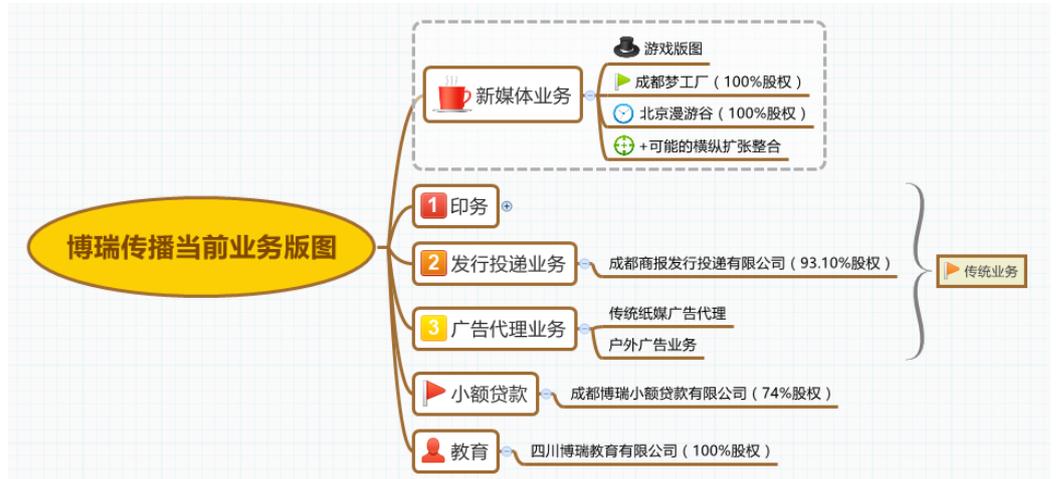
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

### 1.2.1 政策主导接近尾声，业绩主导纷至沓来

2014 年公司印务收入在报业印刷极剧萎缩的状态下连续第三年下滑，业务收入 3.43 亿元同比下降接近 3 成，但依旧为集团提供稳定的现金流。这是 14 年经济持续下滑，公司管理层换届所面临的经营空档期以及新媒体持续冲击下所导致的传统主业倾颓，并非意料之外。而公司围绕报纸所开展的另外两大业务板（广告和发行）同样受制于纸媒行业大环境的束缚，但降幅较印刷而言趋于平缓。公司在发行业务上主攻商业模式重构和业务升级，大力发展区域配送业务，促进发行投递业务进一步向配送业务转型。而广告业务

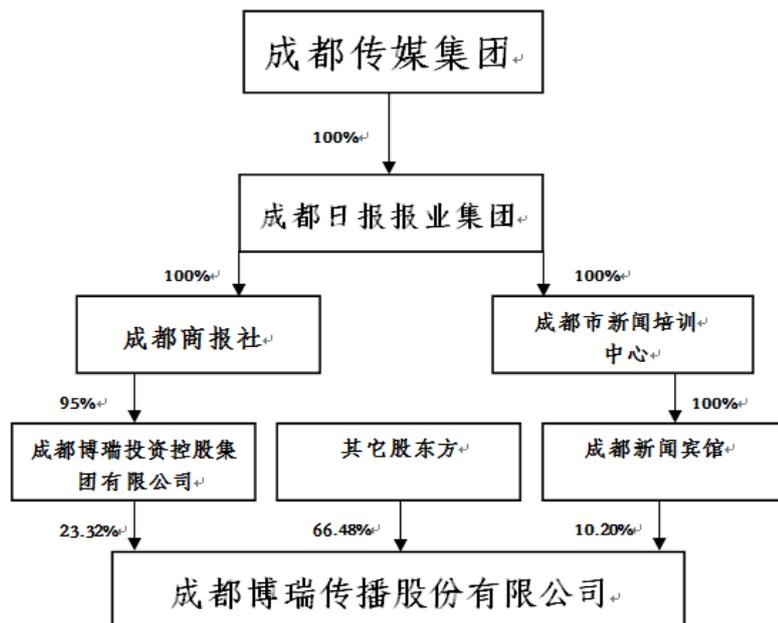
则是采取传统纸媒叠加户外进行产业链延伸的方式来进一步开拓。初步搭建起了以成都、武汉、杭州和深圳等核心城市为重心的全国性户广平台。现如今管理层换届已经完毕，作为标准的地方国企，政策主导期已经接近尾声，业绩主导期即将纷至沓来。

图 5: 公司业务版图



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

图 6: 成都传媒旗下唯一资本运作平台



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

我们可以看到公司实际控制人成都传媒集团自 2006 年底成立至今, 已成为中国西部综合实力最强、影响力最大的全媒体集团。2013 年末, 集团资产总额已达 140 亿元, 实现营业收入 28.29 亿元, 实现利润 7068 万元。目前, 集团媒体板块下簇拥 6 张报纸、4 本期刊、1 个出版公司、1 个地铁电视系统、1 个新闻门户网站。集团直属直管媒体以及文化

投资、开发、运营公司共 14 家。业务范围覆盖各种媒体经营，并广泛进入影视投资、会展、酒店、旅游、文化地产，以及数字音乐、网络游戏、手机动漫等新媒体内容产业。根据新闻出版总署公布的权威数据显示，集团报业板块综合实力连续三年位居全国 40 余家报业集团前四，其中成都商报年广告收入高居全国都市报第一。集团 2011-2012 连续两年名列全国报刊出版集团总体经济规模第一。需要指出的是，博瑞传播作为成都传媒集团旗下的唯一上市平台，背靠成宣的有力支持，公司所具备的**资金+平台+格局**优势足以力挽狂澜于倾覆，只待时机！

### 1.3 欲带皇冠，必承其重---迎第三次改革攻坚的窗口期

——博瑞传播走势图



**B RAY 博瑞传播 1.0**

**B RAY 博瑞传播 2.0**

**B RAY 博瑞传播 3.0**

#### 华丽第一转身

“成都商报”入主“四川电器”，3 年的时间逐步完成了主要重组过程，通过收购、兼并，逐步地将“成都商报”的投递、发行、印务、广告、信息传播等优质资产注入上市公司，使公司的主营业务由高低压电器开关逐步向媒体产业转型。

#### 双轮驱动迎二次转身

梦工厂+漫游谷支撑博瑞传播从传统媒体运营商向新媒体综合运营服务商的跨越，传统媒体与新媒体呈现并驾齐驱，协同发展之势。

#### 第三次攻坚迎巴蜀最强音？

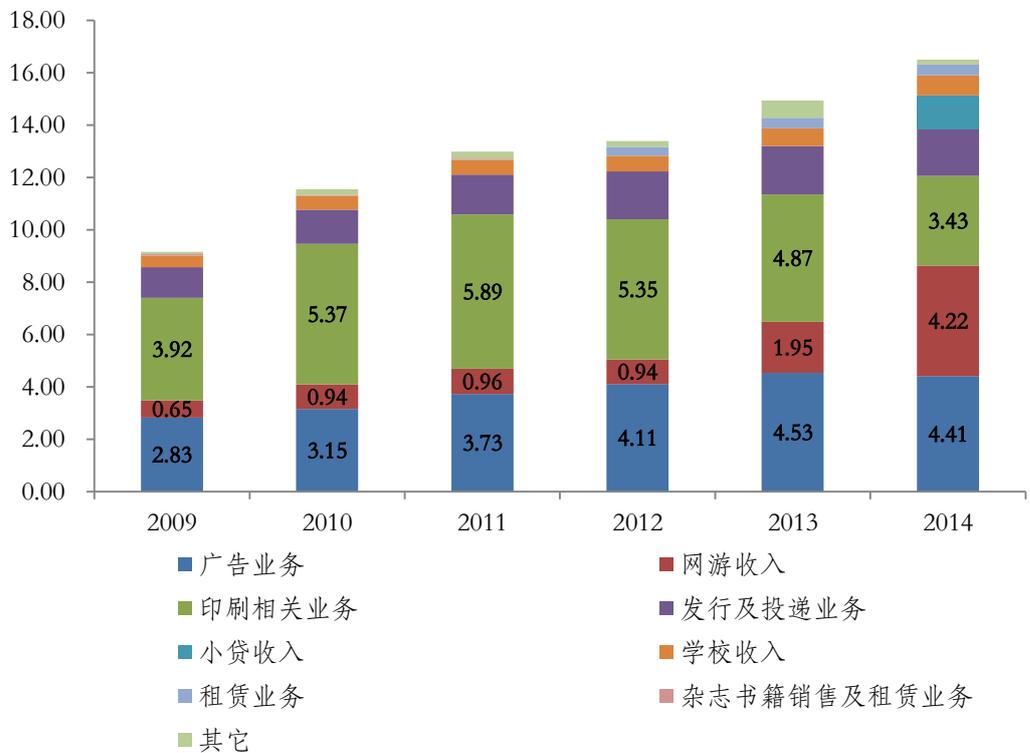
- ✓ 管理层换届完毕，开启政绩、业绩全新周期
- ✓ 新媒体领军人物挂帅副总裁，重任在肩引领游戏业务地毯式井喷
- ✓ 传统业务势不可逆，必当果敢求变觅崭新出路。

在经历了第一次转型的蜕变以及第二次主动转型的洗礼，博瑞传播的自我革新之路并未停歇，管理层换届和新领导班子任命于年初完成。曹建春先生担任公司第九届董事会董事长，而公司同时正式任命魏啸为博瑞传播副总经理，全面接手公司新媒体业务版块，主要负责新媒体游戏相关业务的发展规划及投融资等。游戏业务负责人领军公司新媒体板块彰显了公司深耕游戏产业的决心和信心，第三次转型攻坚的大幕或将拉开。而就目前公司的业务格局来看，游戏业务作为公司新媒体业务的第一跳板和逆境中的砥柱中流已经是重任在肩！从公司过往几年的经营数据中我们不难看出游戏业务正在稳步提升，成为了公司主要的收入及利润来源。2014年公司网游收入4.22亿元，同比增长116.41%，而传统业务（印刷+广告+发行投递）14年收入总规模9.62亿，同比下滑14%。

### 1.4 游戏业务力保发展根基，等待业绩反转信号明确

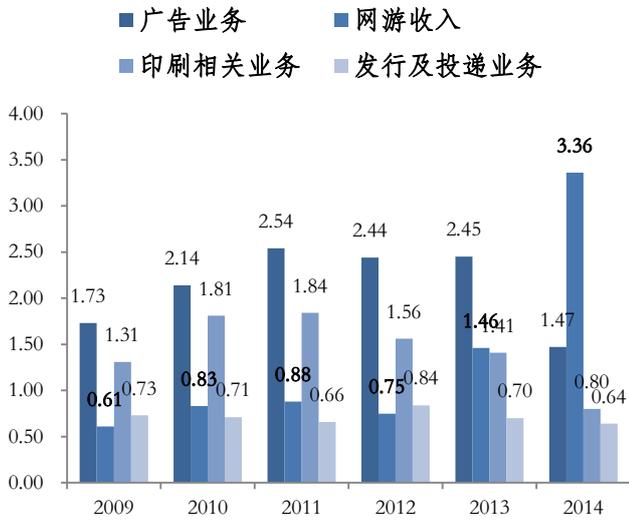
从当前博瑞的业务结构上来看，游戏占收入尤其占毛利的份额不断提升，在一定程度上对冲了传统业务的下滑，使得公司业务总收入在过往几年中依旧呈现出稳中有升的态势，09年至14年，公司营业收入复合增长率为12.5%；而网游业务14年的收入规模已经占总规模的25%，五年复合增长率为45%。而14年游戏业务毛利润更是占总毛利近五成，一跃成为公司主要的利润来源。反观传统业务，印刷所带来的业务收入则由于行业整体性衰退逐步回落，广告业务虽然公司近几年采取了传统广告叠加户广进行产业链延伸的策略，但其衰退的态势同样映衬出全行业的泥沙俱下。

图 7: 公司营收稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

图 8: 网游毛利增长可喜 (亿元)



资料来源: 长城证券研究所整理

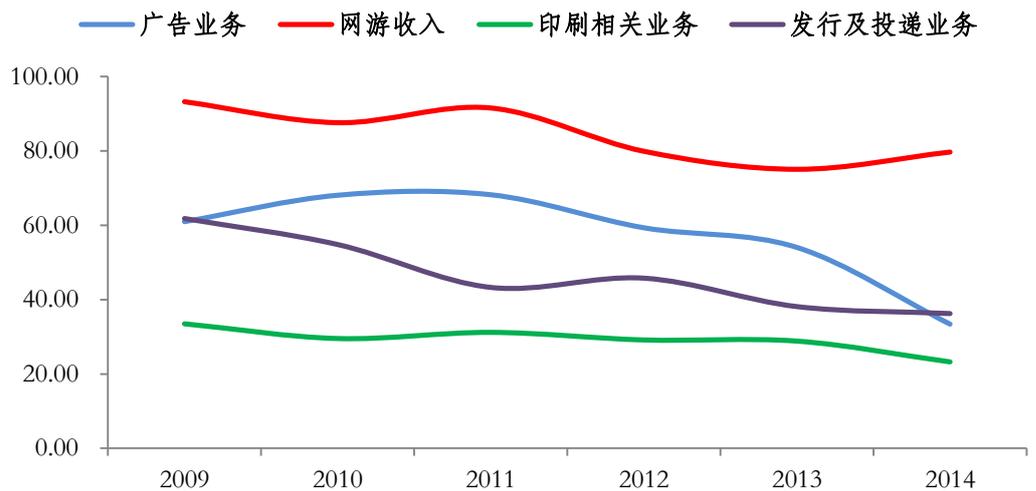
图 9: 网游业务收入占比快速提升



资料来源: 长城证券研究所整理

公司整体毛利率趋于稳定, 但传统业务和游戏业务冰火两重天。传统业务以广告和印刷相关业务为代表毛利率水平受纸媒行业下滑影响也出现了较大程度的下降, 其中印刷相关业务毛利率由 33.49% 下降至 23.25%; 广告业务由原先的 60.97% 下降至 33.41%; 网游业务则相对前者而言表现亮眼, 近三年稳定在 78% 左右, 为公司提供了稳定的业绩来源和安全垫, 确保了公司未来发展和开疆扩土的原动力。

图 10: 主营业务板块毛利水平 (%)



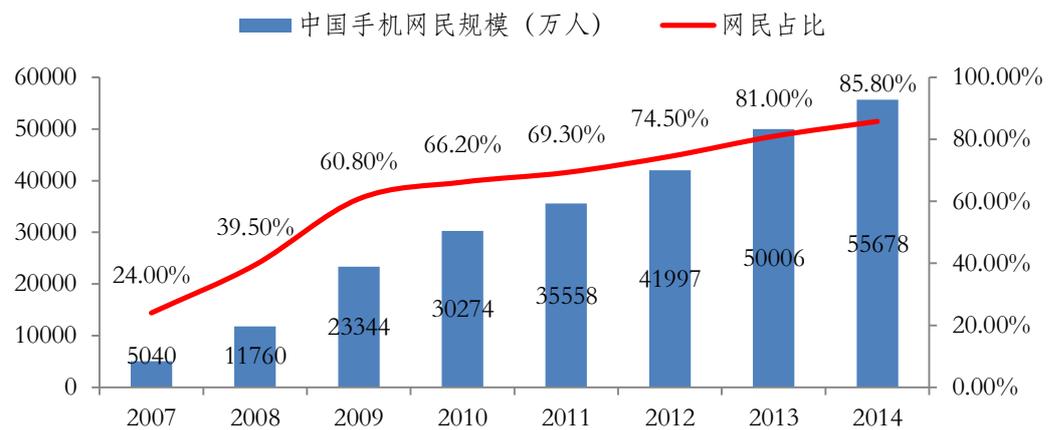
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

## 2. 游戏行业正值壮年，近看手游价值重塑

### 2.1 设备叠加用户基数，手游纵深发展可期

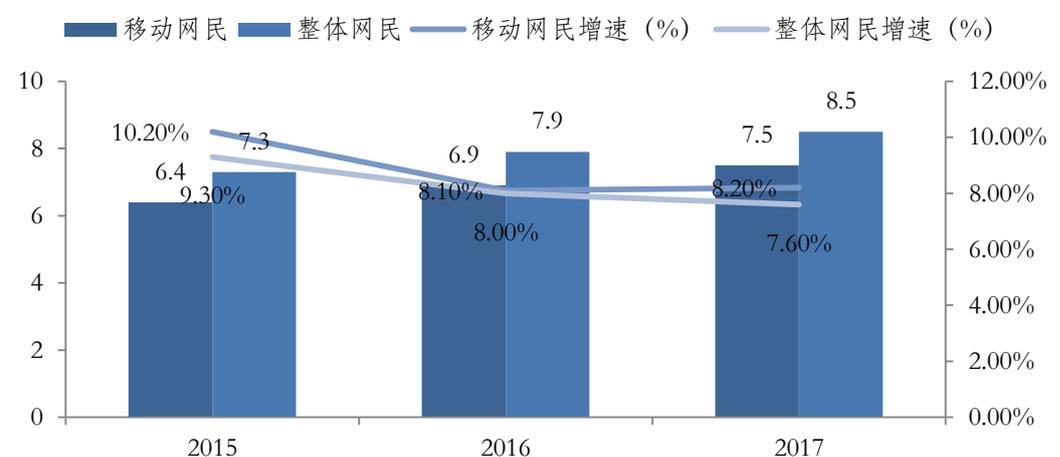
2015年1月~6月，国内手机市场出货量2.37亿部，上市新机型778款，同比分别增长7.4%和下降40.3%。而4G手机出货量1.95亿部，上市新机型552款，同比分别增长381.8%和58.6%，占比分别为82.2%和71.0%。在过去几年中，移动终端的渗透率不断提升，其所带动的移动互联网规模的不断扩张可见一斑。而支撑移动设备高速发展的一个重要力量是我国手机网民2007-2014年的快速发展，期间手机网民增加10倍，2014年达到5.6个亿。由于目前基数较大，随4G网络建设铺开、智能手机更进一步普及和上网资费的快速下降，我们预计手机网民规模仍将保持9%左右的增长幅度，将显著高于整体增速。而用户规模是构建移动互联网快速发展的重要基石，我们认为未来移动网民的规模还将持续增长，为移动APP的下载（包括游戏APP）提供了庞大用户转化基数及人口红利。

图 11: 我国手机网民规模不断增长（万人）



资料来源: 工信部, 长城证券研究所整理

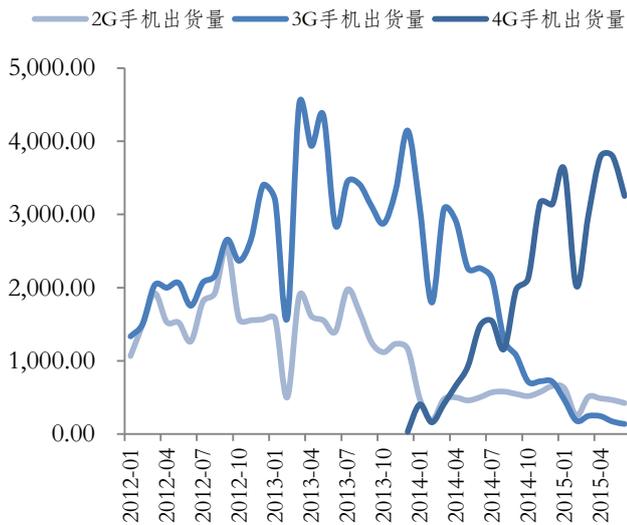
图 12: 未来三年我国网民增长（亿人）



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

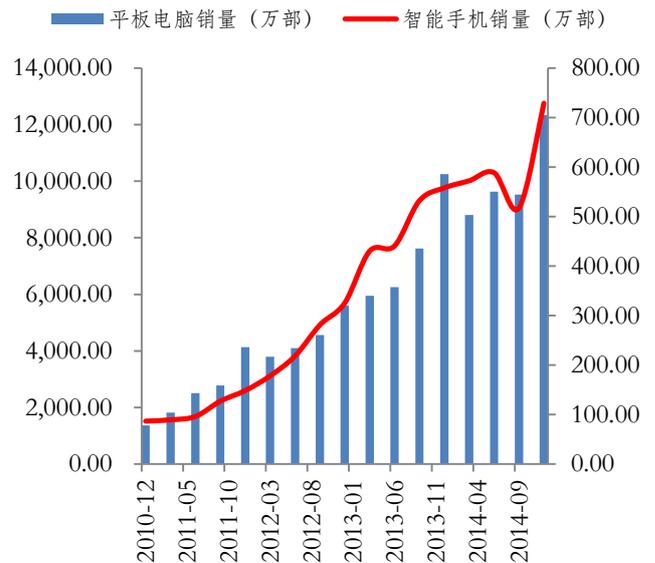
另外，智能手机所具备的便携性和易用性不可比拟，迎合了当下人们充分利用碎片化时间进行工作和娱乐的需求，其产品逐渐向三、四线城市渗透，无论从保有量、市场份额以及渗透率上来看都将有望进一步提升。而其软硬件的不断优化又为中重度游戏提供了可行的载体，在未来几年，高端手机将可以处理 4K 视频任务，身临其境的虚拟仿真游戏，以及一些无缝隙对接处理任务。苹果 iPhone6 的 A8 芯片处理速度比第一代苹果手机芯片要快 50 倍，而 GPU 要快 84 倍；高通 Snapdragon 810 处理器可以实现 4K 视频和 3D 游戏功能。

图 13: 各类型手机每月出货量情况 (万部)



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

图 14: 移动设备销售增长情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所整理

## 2.2 碎片化娱乐时代，手游将御风前行

新的商业环境源于全新的社会形态，当前人们通过快餐式媒体理解世事，通过无所不在的碎片化娱乐方式来释放压力，通过虚拟的网络建立与世界的真实联系，移动互联导致时间“碎片化”的结果，不仅仅体现在传统客户端游戏增速放缓，更将深入影响整个中国游戏市场。而更能适应时间“碎片化”的手机游戏乃至单机游戏都已呈现出欣欣向荣的态势，特别是手机游戏，能让消费者在任何时间任何场合进行体验，迎合了当前时代消费习惯的变迁。同样作为无线设备，手机充分体现了移动的特性。从用户常用的时间和场景来看，用户使用手机上网的场景更为丰富；而平板电脑受到体积、重量以及网络的限制，用户的使用场景则非常的固定和单一，某种程度上平板只是取代了 PC 的作用，并非当代人信息交互和移动综合娱乐平台的中心。

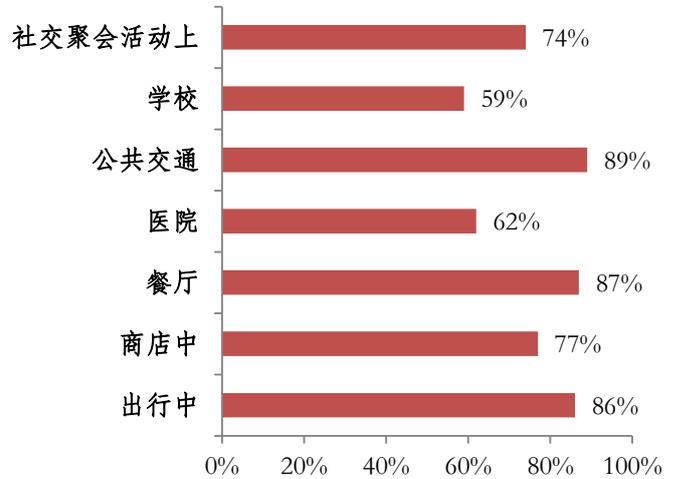
对于新一代的消费群体来说，手机的使用时间已经超过电脑。手机已经成为互联网用户的第二大媒介，仅次于传统互联网。伴随智能手机普及率的攀升和 4G 时代的来临，我们认为手机游戏作为年轻用户获取娱乐要素和管理碎片化时间的渠道地位将更加稳固。

图 15: 碎片化时代来临



资料来源: 网络整理, 长城证券研究所整理

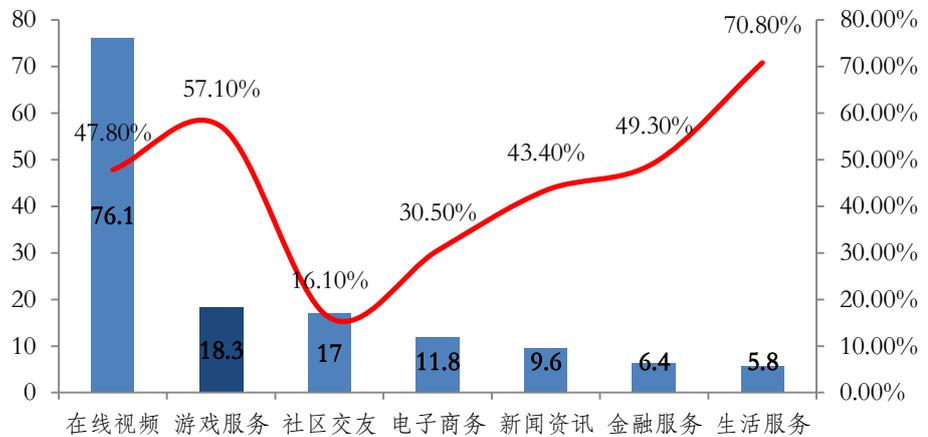
图 16: 手机使用场景多元



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

## 2.2.1 APP 用户粘性不断增强, 使用时长超 PC

图 17: APP 使用深度提升



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

根据艾瑞网民行为监测系统 iUserTracker 以及移动网民行为监测系统 mUserTracker 的监测数据显示, 2014 年 7 月, PC 端网页服务使用时长达到 110 亿小时, 同比增长 21.7%。手机端 App 月度使用时长达 112 亿小时, 已超过 PC 端网页使用时长, 同比增长 123.2%。当下移动端 App 总体使用时长已超 PC。以 14 年 8 月数据为例, 在网民常用的主要网络服务中, 生活服务移动端渗透率达到 70.8%, 游戏服务移动端渗透率达到 57.1%, 游戏及生活服务用户对移动端依赖性较强。此外, 金融服务、在线视频、新闻资讯的移动端渗透率分别为 49.3%、47.8% 以及 43.4%, 均接近 50%。

## 2.3 行业身处蜜月期，手游未来值得期待

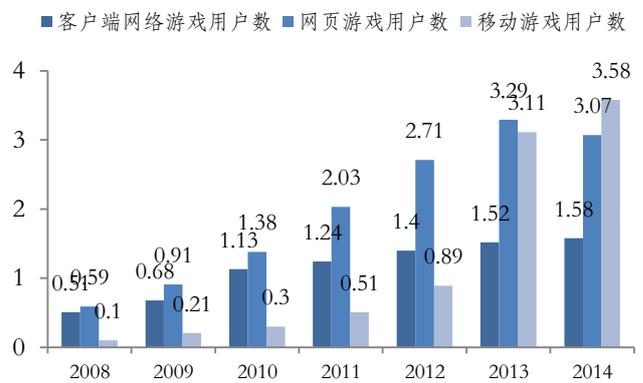
虽然网络游戏收入规模的增长速度放缓，但仍然保持了较高的增长，2014年我国网络游戏市场规模首次突破千亿元，达到1108亿元，同比增长24.30%。根据艾瑞咨询的统计，未来四年，我国网游市场依旧将保持每年15%左右的复合增率，在2018年前后突破2000亿大关。而从各类型游戏用户增长情况来看，客户端网络游戏用户数量约达到1.58亿人，比2013年增长了3.9%；中国移动游戏用户数量约达3.58亿人，比2013年增长了15.1%；而页游用户则出现了6.05%的下滑，用户人数3.07亿人。

图 18: 网游市场规模变化 (亿元)



资料来源: GPC IDC and CNG 长城证券研究所整理

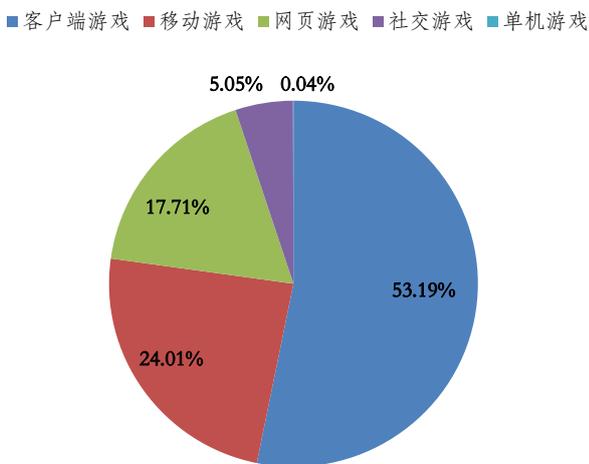
图 19: 各类型游戏用户数增长情况 (亿人)



资料来源: GPC IDC and CNG, 长城证券研究所整理

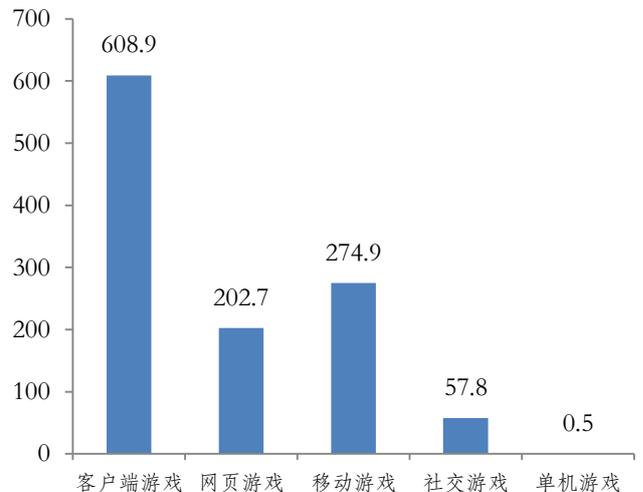
从细分结构上来看，2014 年客户端网络游戏市场占有率达到 53.19%，实际销售收入 608.9 亿元；网页游戏市场占有率达到 17.7%，实际销售收入 202.7 亿元；移动游戏市场为 24.01%，实际销售收入 274.9 亿元，其市场份额首超页游。社交游戏市场为 5.04%，实际销售收入 57.8 亿元；单机游戏为 0.04%，实际销售收入 0.5 亿元。

图 20: 2014 年游戏市场份额 (%)



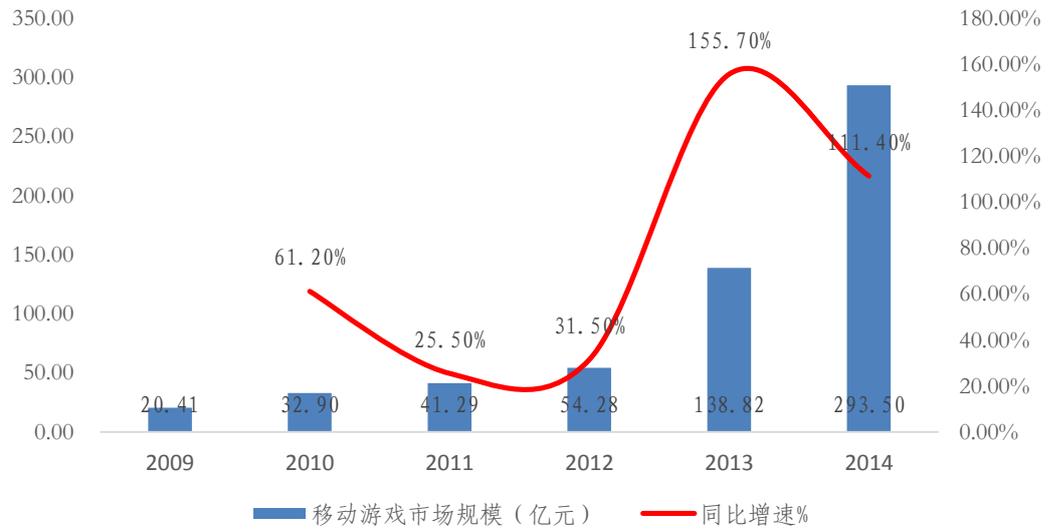
资料来源: GPC IDC and CNG, 长城证券研究所整理

图 21: 2014 年各类型游戏销售规模 (亿元)



资料来源: GPC IDC and CNG, 长城证券研究所整理

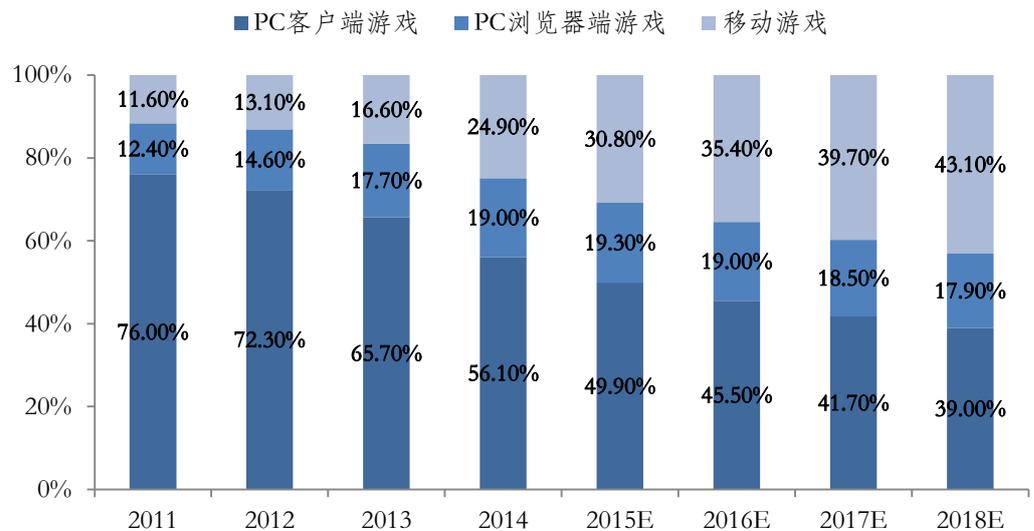
图 22: 移动游戏市场规模 (亿元)



资料来源: GPC IDC and CNG, 长城证券研究所整理

总体上, 2014 年移动游戏市场依然处于快速上升阶段, 用户规模以及增长速度在各细分市场中的表现也最为优异。前面我们提到移动游戏由于具有便携性、操作简易性和强互联等特征而更迎合碎片化娱乐的大趋势, 其用户规模以及增长速度在游戏各细分市场最大最快。移动游戏目前依然处于用户 & 营收规模的高速增长的状态, 我们认为未来三到五年内仍将维持较高的产业热度。根据艾瑞咨询的测算, 移动游戏将保持 30% 左右的年复合增长率, 高于页游和端游的增速。而整个市场将在 2018 年出现拐点, 移动游戏市场份额将首次超过端游, 成为最大细分市场。

图 23: 手游市场规模增速远超端游页游



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

## 2.4 从千军万马到大浪淘沙，产业重塑正当时

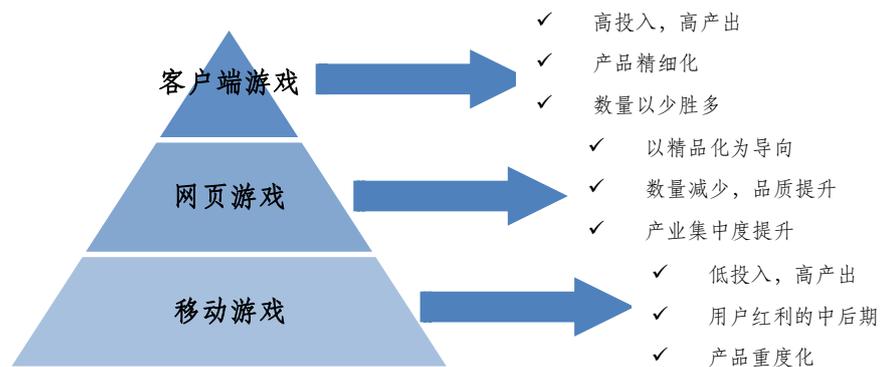
从游戏细分市场角度分析，游戏产业和产品已经呈现出较为明显的“金字塔”特征，

**客户端游戏：**处于金字塔顶端，高投入高产出，精品生存，数量上以少胜多。

**网页游戏：**处于塔中部，精品化趋势明显，数量减少，品质提升。

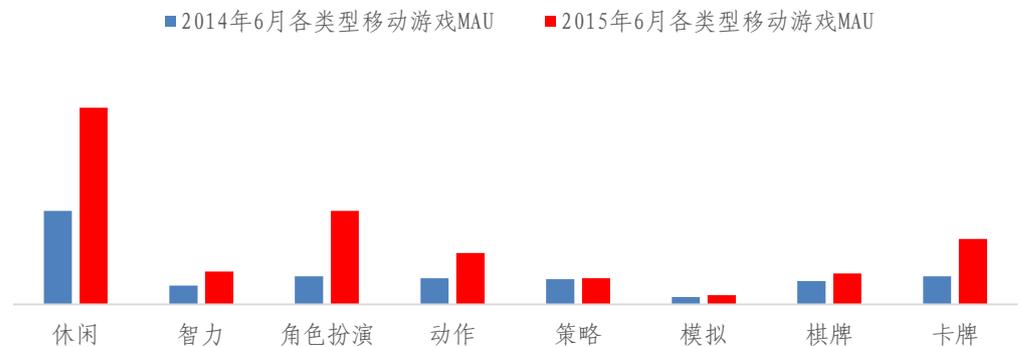
**移动游戏：**位于塔基阶段，分享用户红利的末期，低投入，高产出，产品数量远远超过客户端网络游戏和网页游戏，规模正在不断扩大。付费用户的引入和 PUR 双双提升，先期 APA 的过度和转化也在加速。

手游产业可以说正在去伪存真，伴随着大浪淘沙，研发端将逐渐告别抄袭、粗糙和小作坊时代，产品重度化明显，题材更多元化，大投入大产出将成为趋势。提高手游产品的生命周期以及用户的消费能力是当前主要命题。我们认为只有回归产品本质，才能提高用户粘性以及产生稳定现金流。我们看好以博瑞传播为代表，具有资金&平台优势并坚持走研发立业的中大型手游开发商。



目前看，休闲游戏依然为月活跃用户规模最大的移动游戏类型，但角色扮演、动作、卡牌等中重度游戏的活跃用户增长迅速，手游重度化趋势演绎加快。

图 24: 游戏类型变化



资料来源: TalkingData, 长城证券研究所整理

表 3: 游戏类型变化 (接上图)

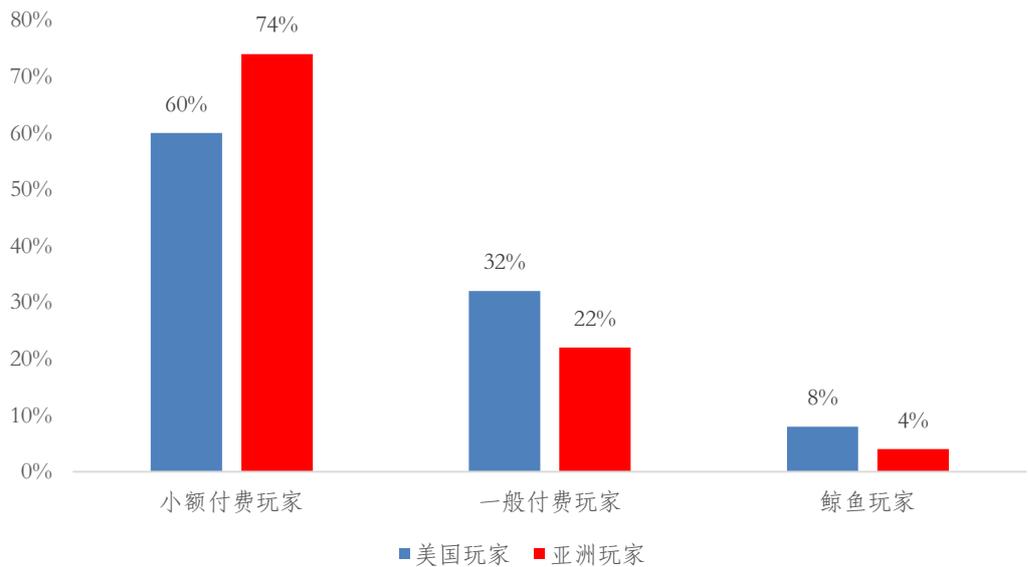
类型	休闲	智力	角色扮演	动作	策略	模拟	棋牌	卡牌
同比增长	95.90%	152.90%	436.30%	236.20%	9.00%	97%	47.90%	233.50%

资料来源: TalkingData, 长城证券研究所整理

### 2.4.1 付费习惯正在养成，重度玩家培养循序渐进

从 2014 年的移动游戏玩家付费分布情况来看, 美国手游付费用户中, 小额付费用户占 60%, 一般用户占比为 32%, 鲸鱼付费 (重度) 玩家占 8%, 而反观包括我国在内的亚洲平均水平, 小额付费玩家比例已经超越美国, 而中重度付费玩家的比例仍有较大的待提升空间。其中小额付费玩家的比例为 74%, 而一般付费玩家和鲸鱼玩家的比重分别为 22% 和 4%, 显著落后于美国。

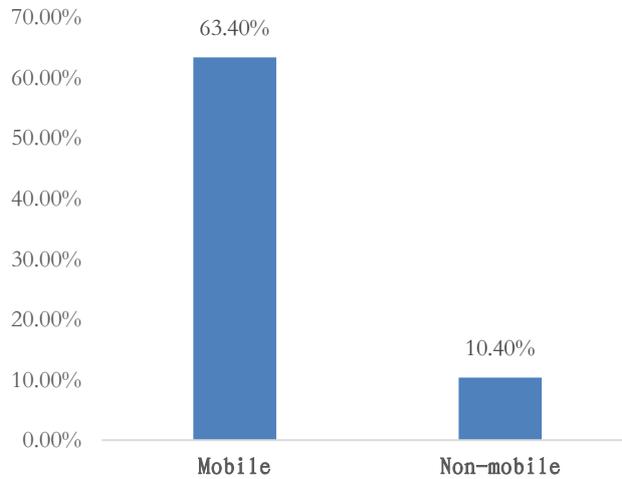
图 25: 此处录入标题



资料来源: MGEA, 长城证券研究所整理

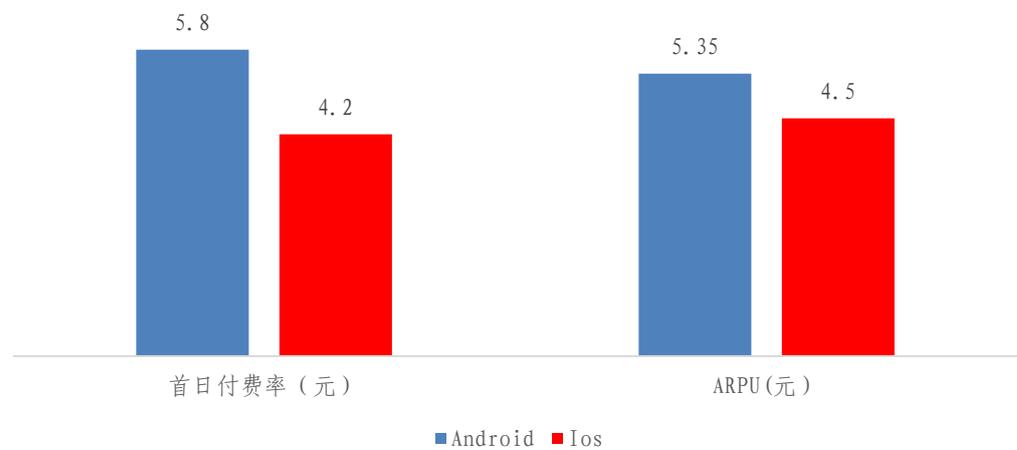
而根据 Playnomic 的报告, 从整个游戏行业看上, 20% 重度付费玩家的游戏内支出, 占有网页游戏玩家总支出 87%; 而当前移动游戏的前 20% 重度付费玩家支出, 则仅占有所有玩家支出的 56%。对于海外市场而言, 移动游戏付费玩家普遍冲动, 累计游戏支出中的 63% 发生在购买游戏内道具的首日。而对于网页游戏玩家, 这个数据仅为 10%。而就我国移动游戏市场的支付情况而言增长空间依旧巨大。

图 26: 海外首日付费占累计支出比 (%)



资料来源: 长城证券研究所整理

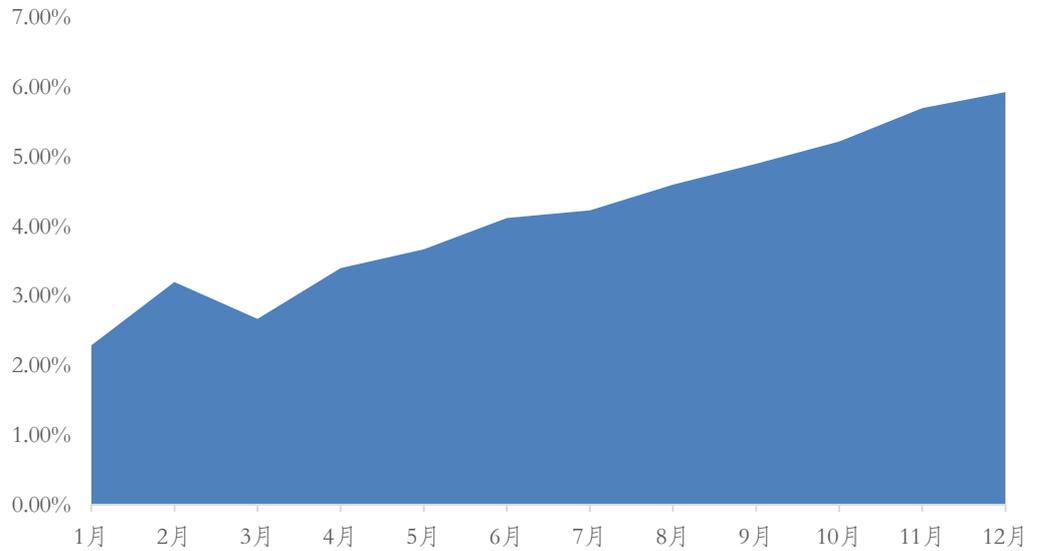
图 27: 我国 2014 年 Q4 手游市场付费概况小结



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

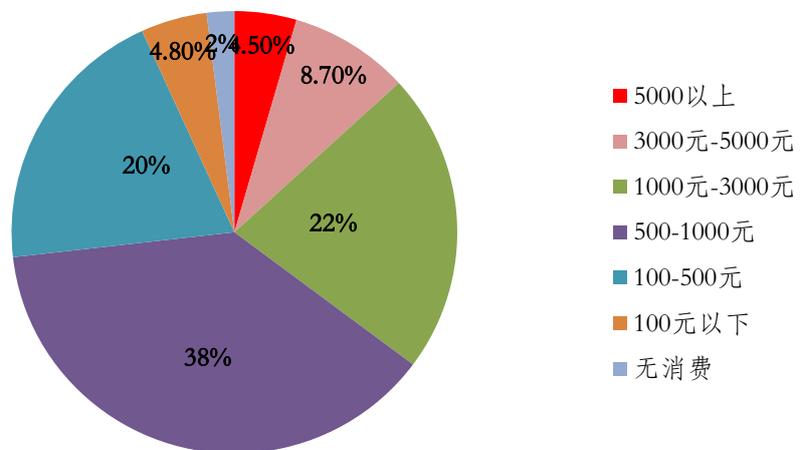
与上述报告所对应的是 2014 年中国游戏用户的消费需求旺盛。根据网易游戏的调研, 2013 年同期近半数游戏玩家几乎不进行消费, 尽管免费游戏、道具消费的游戏成本不高, 但支付方式较为繁琐, 今年付费的手机游戏用户购买额度突飞猛进, 年消费 3000 以上的用户占比达 13.2%。我们认为主要原因归结于手游交易平台的高速发展和移动支付的日益成熟。随着手游行业环境日趋丰富, 手机游戏用户将逐步养成手机付费和道具消费的使用习惯, 伴随社交网络&渠道的强势推广, 手机游戏将会呈现出更为强大的生命力。

图 28: 2014 年手游付费用户占比 (%) 不断提升



资料来源: 速图, 长城证券研究所整理

图 29: 2014 年我国手机网民付费情况调查



资料来源: 网易游戏, 长城证券研究所整理

### 3. 洗尽铅华，看王者重装回归

#### 3.1 砥砺前行，新媒体负责人内功深厚统帅三军

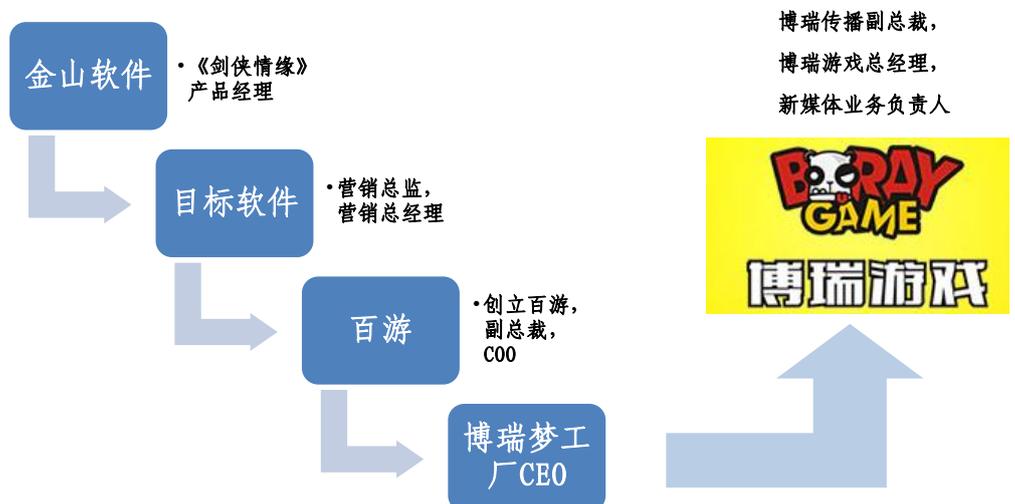
公司两家网游子公司梦工厂和漫游谷都是国内优秀的互联网企业，目前公司在国内和海外市场都将持续开拓，内外并举力推产品迭代升级，游戏业务有望迎来爆发式增长。游戏业务作为公司转型的第一条板我们认为仍将是公司未来发展的重心之一，而随着互联网+的浪潮袭来，公司基于自身优势业务与资源出发对互联网新兴业务模式的探索已经展开，外延动力依旧充分，值得投资者关注。

图 30: 博瑞传播网络游戏业务组



资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

公司年初正式任命魏啸为博瑞传播副总经理，全面接手公司新媒体业务版块，主要负责新媒体及游戏相关业务的发展规划及投融资等。作为互联网行业的资深专家，魏总曾负责金山软件开山网游《剑侠情缘网络版》的运营工作；2005 年加入目标软件，负责《天骄 II》的运营推广工作，创造了目标软件历史上最辉煌的一个阶段；2007 年创立百游，成功推出《兽血沸腾》、《龙腾世界》、《凡人修仙传》等产品；2012 年加入博瑞梦工厂任 CEO 一职。现如今游戏业务负责人进入核心管理层之列，领军公司新媒体板块彰显了公司深耕游戏产业的决心。



## 3.2 梦工厂精品不断，荣誉等身

成立于 2002 年的成都梦工厂是西南地区最大的网络游戏公司，旗下产品注重中国文化的深度挖掘，先后开发了《侠义道》、《侠义道 II》、《新侠义道》、《圣斗士 OL》、《棋魂》、《狭义世界》等产品，旗下网络游戏产品和图形互动集群社区拥有完整自主知识产权。公司先后与腾讯、新浪、联众、中游、迅雷等十多家国内知名游戏平台开启联合运营合作。产品签约出口全球 42 个国家和地区。主打产品《侠义道》系列，从《侠义道》到《侠义世界》，从客户端网游到网页游戏，从 2D 到 3D，经典系列不断的翻新和延续，它所呈现的各种形态满足了各个年龄阶段玩家的需求，《新侠义道》人均 ARPU 值达 160/月以上。

图 31: 梦工厂旗下产品



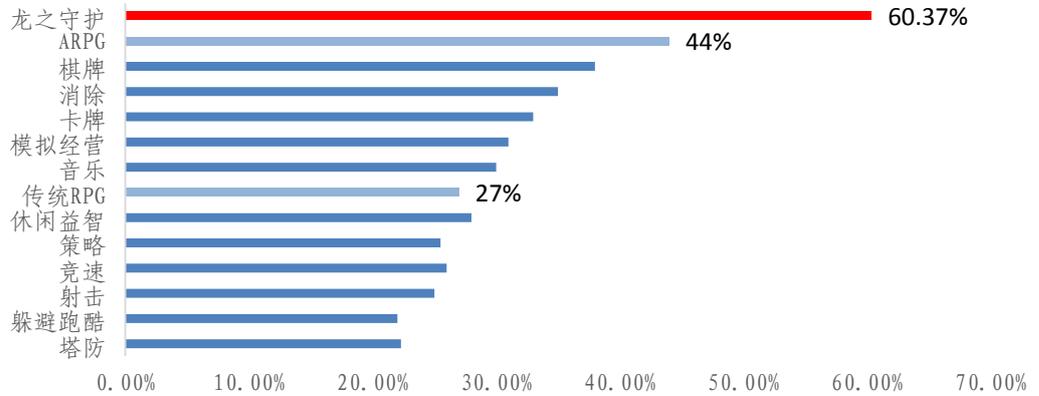
资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

### 3.2.1 以点见面，龙之守护只是开始

作为梦工厂进击手游市场的试金石，《龙之守护》是 2014 年推出的一款大型 MMORPG 全开放式大型手机游戏。游戏采用了多种时下最先进的技术，极大的丰富游戏画面的表现力。并且拥有异步交互性 PVP、跨服 PVP、BOSS 战、阵营战、公会战等玩法设定，实现了真正意义上的即时全开放式 PK。游戏上线当天便成为 Kakao 平台上人气最高的产品。《龙之守护》安卓版在 Kakao 上线首日充值便突破了 3 亿韩币，并连续多日蝉联 Kakao 人气榜、新游榜双榜榜首。其在 Google Play 收入榜长期排名 TOP10，刷新多项在韩记录，取得了中国游戏在韩国有史以来的最好成绩。游戏在 iOS 越狱版首发后次日留存率达 60.37%，三日留存率 50.69%，近七成用户在线时长超过 4 小时。该游戏上线 7 个月总流水过两亿。

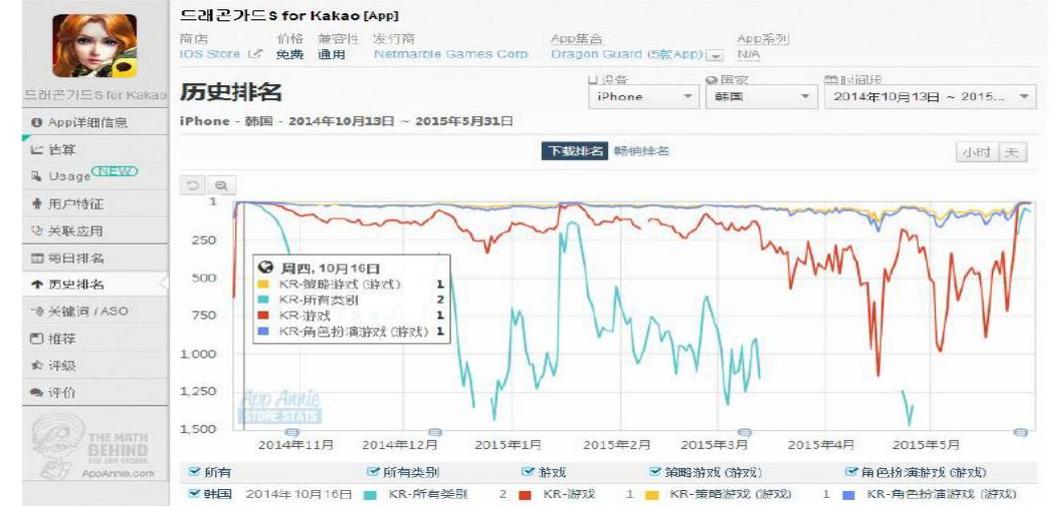
动作类手游的玩家关注度就一直在不断攀升。相比轻度手游，动作类等重度手游生命周期长、连续性强、用户群忠诚高，因此留存率较高。我们认为龙之守护的成功足见梦工厂研发实力的强大及功底之深厚，并非偶然更不是昙花一现。

图 32: 龙之守护次日留存超行业水平



资料来源: TOBNEWS, 长城证券研究所整理

图 33: 韩国龙之守护下载情况

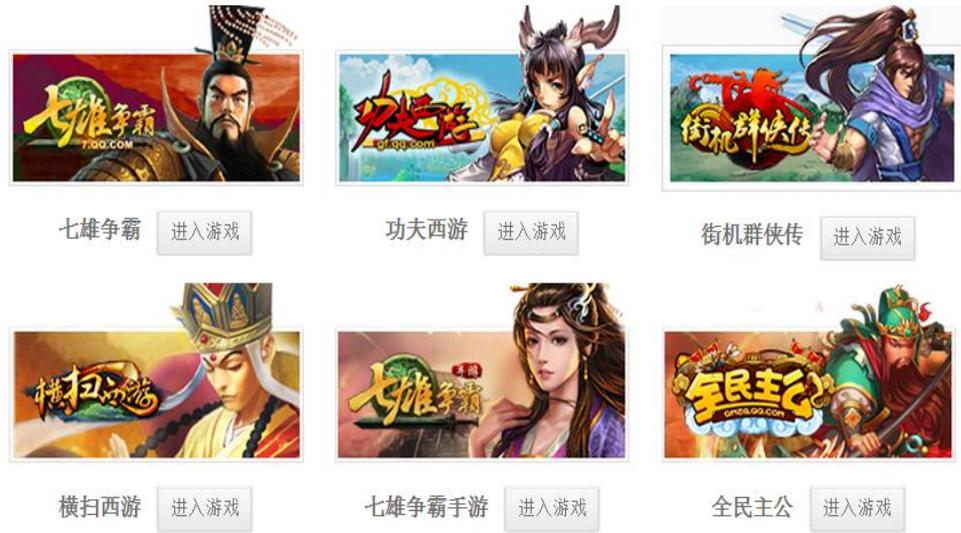


资料来源: Appannie, 长城证券研究所整理

### 3.3 漫游谷背靠渠道, 历史辉煌

博瑞传播于2012年收购漫游谷70%的股权, 由于其腾讯的背景而备受市场关注。作为中国网页游戏行业的领先开发商, 专业的互联网娱乐内容提供商。自成立以来, 漫游谷潜心于网络游戏产品的研发, 以“打造精品网络游戏”为公司理念, 基于自主研发的游戏引擎, 陆续推出《英雄之门》、《华山论剑》、《七雄争霸》、《魔幻大陆》、《功夫西游》、《七雄Q传》、《街机群侠传》等多款饱含中国文化元素的网页、社交类游戏产品。旗舰产品——《七雄争霸》, 连续四年保持着强劲的增速。截至2014年底, 漫游谷年度主营收入达3亿元, 净利润达1.6亿元。

图 34: 漫游谷精品游戏



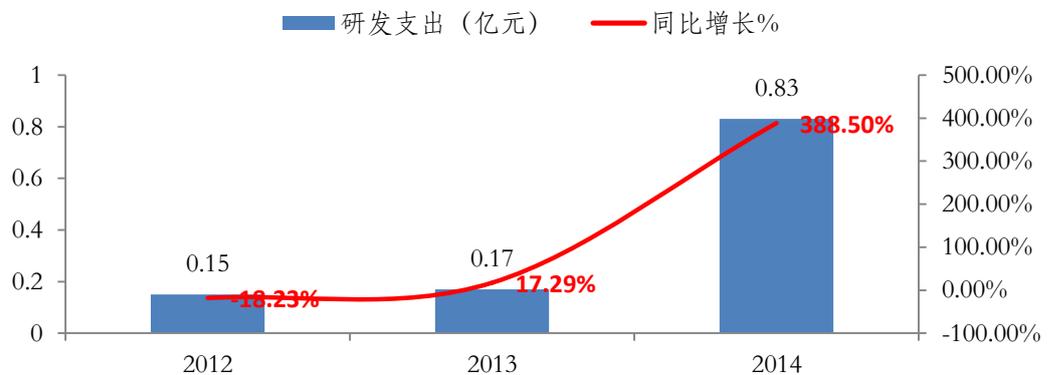
资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

公司已应时局之变, 布局智能手机游戏、应用的研发, 陆续推出《萝莉来了》、《全民飞车》、《英雄战纪》等安卓系列产品。一方面加速推动网页游戏“跨平台”的研发节奏, 与 UC, 91 合作开发《七雄 Q 传》、《功夫西游》等页游手机版, 为漫游谷持续发力移动互联网市场, 积攒下了宝贵的市场资源。我们认为漫游谷坐拥渠道优势, 未来两到三年依然具有较强的业绩保障。

### 3.4 研发费用大幅增长! 厉兵秣马, 藏器待时

根据公司 14 年年报披露, 研发费用较往年大幅增加, 主要是公司加大游戏产品的研发力度, 全年共投资 10678 万元推动产品的升级、迭代及手游产品的开发。而去年开始, 博瑞游戏在全国先后布局的 12 大游工作室不断整合打磨至今也正在加速研发全新的游戏产品, 预计拳头型产品将在下半年陆续推出, 业绩有望全面爆发。

图 35: 研发费用大幅增长, 手游产品重装上阵



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

图 36: 12 家手游工作室辐射全国



资料来源: 长城证券研究所整理

博瑞目前手游工作室在全国多达 12 个, 员工总人数超 600 人, 目前兵精粮足, 整装待发! 全国的分布情况分别是成都 4 家 220 人, 武汉 1 家 70 人, 北京 3 家共 160 人, 上海 (在筹), 杭州 3 家 150 人。

### 3.4.1 多款重磅精品亮相 CJ, 静等宝剑出鞘, 坐看王者回归!

博瑞游戏携旗下八款手游新品集体亮相 Chinajoy, 吸引海内外众多目光。而其更是凭借在手游领域的深厚布局以及拳头产品的抢眼表现, 连续斩获多项行业大奖, 成为大赢家。“搜狗游戏火热榜”以互联网用户的搜狗搜索量来确定最终排名, 真实反映游戏行业的最新动向与变化趋势, 受到了各方的极大关注。博瑞游戏旗下《龙之守护》凭借 2014 年一年的惊艳表现, 斩获含金量最高的“最受欢迎移动游戏奖”。

表 4: 展会期内所获奖项 (不完全统计)

游戏名称	奖项
《龙之战境》	金翼最受期待手机游戏 最佳游戏研发企业奖 金顶最具潜力游戏奖
《龙之守护》	搜狗年度最受欢迎移动游戏

资料来源: 公开网络, 长城证券研究所整理

图 37: 龙之守护载誉前行

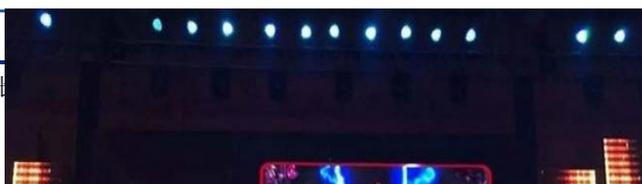


图 38: 博瑞游戏 To B 展台

请参考最后一页评级说明及重要声明



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

资料来源：现场拍摄，长城证券研究所整理

### 3.5 一叶知秋，重磅精品未映先热

前面提到由北京市文化局所主办的“金翼奖”评选中，博瑞游戏旗下 2015 精品手游大作《龙之战境》再获“2015 最受期待手机游戏”奖，而开发该款游戏的博瑞游戏小熊工作室也凭借该产品获得了“2015 年度最佳游戏研发企业”奖项。此外，在搞趣网主办的“2015 金顶颁奖典礼”中，《龙之战境》再次凭借其深厚的研发功底，以及超强的游戏表现，斩获“2015 最具潜力游戏奖”。

#### 3.5.1 世界第一物理引擎：HAVOK 承载梦想

作为国内首款采用 HAVOK 引擎打造的手游产品，《龙之战境》的研发投入已经超过 5000 万，历经 18 个月的打磨。由日本德国音效音乐团队联手提供配乐音效，以及好莱坞级电影配音人员提供的游戏配音，让玩家在体验中可以得到身临其境的游戏剧情感受。而第一物理引擎提供支持的畅爽打击感，更是让该游戏有了媲美端游级的操控感受。

作为物理模拟计算引擎界领军者的 HAVOK 引擎，自推出以来就受到了诸多游戏开发者的青睐，推出 15 年来，在全平台上(PC, Xbox, Playstation)已经有 353 款游戏使用了 Havok 引擎技术(超过了 PhysX 的 309 种)。其中不乏有《星际争霸 2》、《暗黑破坏神 3》、《激战 2》、《战地：叛逆连队 2》、《半条命 2》、《细胞分裂》、《生化危机 5》、《孤岛惊魂 2》、《辐射 3》、《求生之路》、《波斯王子：遗忘之沙》等这些如雷贯耳的名气大作。不仅仅如此，3DMark、3DS Max 等 3D 测试、建模、渲染软件也同样支持 Havok 引擎。此外《特洛伊》《黑客帝国》等电影特效的渲染中，Havok 也同样大显身手。

两年前一款手游的成本或许只需要 500~1000 万，那么现在一款重度游戏的成本已经是千万起步。我们认为该产品有望此成为下半年手游市场中的明星级产品，可比肩作韩国月流水过亿的《Blade》。作为博瑞游戏进军手游的旗舰精品，《龙之战境》所折射出的更是公司开疆扩土和打造精品化研发的坚定信心。产品研发先行，一旦现象级的 IP 集群出现，产业间的横纵整合必将一蹴而就，让我们拭目以待。

图 39：重磅精品《龙之战境》

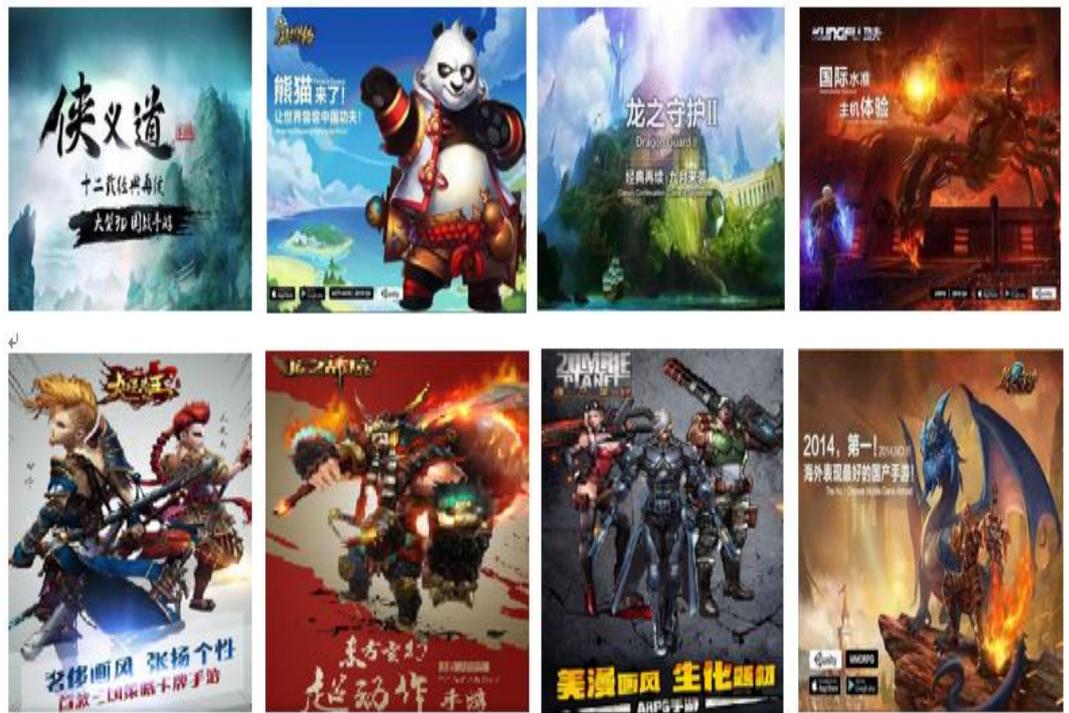


资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

### 3.5.2 组合拳出击，更多精品游戏组团而来

公司在 ChinaJoy 亮相多款精品游戏中，不仅仅是《龙之战境》，博瑞游戏其他产品也是各具特色。定位 90 后年轻人的另类三国题材《加冕为王》，面向欧美市场的美漫画风生化题材的《僵尸星球》，休闲用户喜欢的 AVG 动作冒险手游《麻辣熊猫》，面向掌机爱好者提供超强操控打击感的《功夫》，武侠题材爱好者，12 年经典《侠义道》改编的 3D 大型国战手游《侠义道》（手游版），以及《龙之守护》经典再续的《龙之守护 II》，无一不是面向细分市场和玩家的精品。

图 40：精品手游即将登陆，抢滩市场



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

## 4. 风险提示

政策风险，游戏产品的不确定性所导致的经营性风险。

## 5. 盈利预测与估值水平

我们考虑到：(1) 公司目前传统和新媒体业务的收入结构变化加剧，游戏业务规模增速超我们原先预期，有望在下半年开始逐步贡献业绩；(2) 管理费用率低于我们原先预，我们认为随着公司成本管控加强&盈利水平将有所提升。因此我们上调公司 2015-17 年 EPS 预测至 0.32/0.46/0.63 元，上调幅度分别 7%、13%和 37%，对应 2015-17 年 PE 分别为 38X、27X 和 19X，给予强烈推荐

### 5.1 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,597	1,685	1,688	2,503	2,870	<b>成长性</b>					
营业成本	781	834	745	992	1,079	营业收入增长	17.7%	5.5%	0.2%	48.3%	14.6%
销售费用	75	89	88	143	172	营业成本增长	9.0%	6.8%	-10.7%	33.1%	8.8%
管理费用	188	280	262	526	497	营业利润增长	31.0%	-18.9%	27.6%	45.6%	37.9%
财务费用	-9	-18	-14	-18	-23	利润总额增长	32.4%	-16.9%	26.0%	43.6%	36.8%
投资净收益	-3	3	3	2	1	净利润增长	18.3%	-16.9%	23.4%	43.6%	37.8%
营业利润	486	394	502	731	1,009	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	16	23	23	23	23	毛利率	51.1%	50.5%	55.9%	60.4%	62.4%
利润总额	501	417	525	754	1,032	销售净利率	21.2%	16.7%	20.5%	19.9%	23.9%
所得税	114	80	110	158	211	ROE	10.4%	7.0%	8.1%	10.8%	13.5%
少数股东损益	50	55	68	98	135	ROIC	11.9%	8.9%	10.3%	13.4%	16.5%
净利润	338	281	347	498	686	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表 ( 百万 )</b>						销售费用/营业收入	4.7%	5.3%	5.2%	5.7%	6.0%
流动资产	1,459	1,691	1,931	2,452	3,067	管理费用/营业收入	11.8%	16.6%	15.5%	21.0%	17.3%
货币资金	1,001	1,169	1,416	1,832	2,192	财务费用/营业收入	-0.6%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	-0.8%
应收账款	262	338	339	375	603	投资收益/营业利润	-0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	0.1%
应收票据	1	2	2	3	4	所得税/利润总额	22.7%	19.3%	21.0%	21.0%	20.4%
存货	33	22	19	26	28	应收账款周转率	8.4	5.6	5.0	7.0	5.9
非流动资产	3,379	3,152	3,152	3,144	3,128	存货周转率	19.0	30.6	36.3	43.9	40.1
固定资产	565	531	519	551	581	流动资产周转率	1.4	1.1	0.9	1.1	1.0
资产总计	4,837	4,843	5,083	5,596	6,195	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5
流动负债	610	447	421	532	577	<b>偿债能力</b>					
短期借款	20	20	20	20	20	资产负债率	18.7%	14.7%	13.5%	14.2%	13.6%
应付款项	155	124	111	148	161	流动比率	2.4	3.8	4.6	4.6	5.3
非流动负债	296	265	265	265	265	速动比率	2.3	3.7	4.5	4.6	5.3
长期借款	0	0	0	0	0	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	906	712	687	797	843	EPS	0.49	0.26	0.32	0.46	0.63
股东权益	3,936	4,137	4,403	4,805	5,359	每股净资产	5.8	3.8	4.0	4.4	4.9
股本	1,899	1,899	1,899	1,899	1,899	每股经营现金流	1.0	0.3	0.5	0.7	0.7
留存收益	1,577	1,717	1,929	2,233	2,652	每股经营现金/EPS	2.0	1.2	1.5	1.5	1.1
少数股东权益	451	507	575	673	808	<b>估值</b>	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	4,842	4,849	5,089	5,602	6,201	PE	24.4	47.0	38.1	26.5	19.3
<b>现金流量表 ( 百万 )</b>						PEG	133.5	-278.3	163.1	60.8	51.0
经营活动现金流	680	334	510	734	748	PB	2.1	3.2	3.0	2.7	2.5
其中营运资本减少	-83	-240	-18	6	-211	EV/EBITDA	17.9	16.7	17.1	12.6	9.6
投资活动现金流	-1,149	-43	-142	-143	-144	EV/SALES	7.4	6.9	6.8	4.6	4.0
其中资本支出	-68	64	-25	-25	-25	EV/IC	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
融资活动现金流	902	-92	-121	-175	-244	ROIC/WACC	1.3	1.0	1.1	1.5	1.8
净现金总变化	433	199	247	416	360	REP	2.2	2.8	2.2	1.6	1.2

## 研究员介绍及承诺

**金炜:** 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

**刘浩然:** 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiewy@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>