



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 旅游

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*杨艾莉为本报告重要贡献者

世纪游轮：巨人网络借壳世纪游轮，回归 A 股指日可期

事件：

世纪游轮(002558.CH/人民币 31.65, 未有评级)近日发布重组公告，公司拟以 29.58 元每股的价格发行新股 4.43 亿股，以 130.9 亿元的价格购买巨人网络 100%股权。同时，以 29.58 元的价格发行股份 1.69 亿股，募集配套资金 50 亿元。此次重组事实上形成了巨人网络对世纪游轮的借壳。

点评：

1、交易细节：

1) 公司原有资产：拟向公司当前实际控制人彭建虎或其指定第三方出售公司全部资产及负债（母公司口径），彭建虎或其指定第三方以现金方式向公司支付。此次交易中资产作价 6.27 亿元。

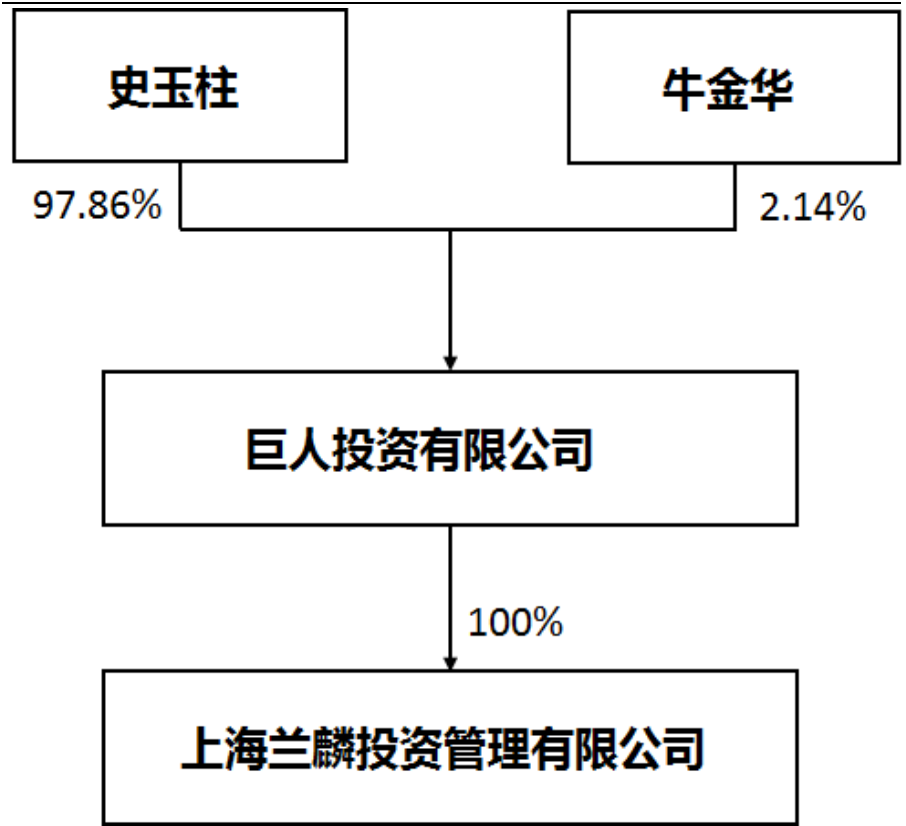
2) 巨人网络：巨人网络 100%股权作价 130.9 亿元，公司以 29.58 元每股向 8 位特定投资者发行股份共计 4.425 亿股。发行后，兰麟投资持股比例为 30.77%，成为公司第一大股东。兰麟投资实际控制人史玉柱成为公司的实际控制人。其中，兰麟投资股份、腾澎投资锁定三年；鼎晖孚远、铄饰投资、中董翊源、澎腾投资、弘毅创领和孚烨投资的股份第一年解锁 33%，第二年解锁 33%，第三年解锁 34%。

图表 1. 本次发行股份购买资产发行对象

序号	发行股份购买资产发行对象	发行股数 (亿股)	占比(%)
1	兰麟投资	1.563	37
2	腾澎投资	0.542	13
3	鼎晖孚远	0.469	11
4	铄饰投资	0.457	11
5	中董翊源	0.426	10
6	澎腾投资	0.382	9
7	弘毅创领	0.352	8
8	孚烨投资	0.234	6
	合计	4.425	100

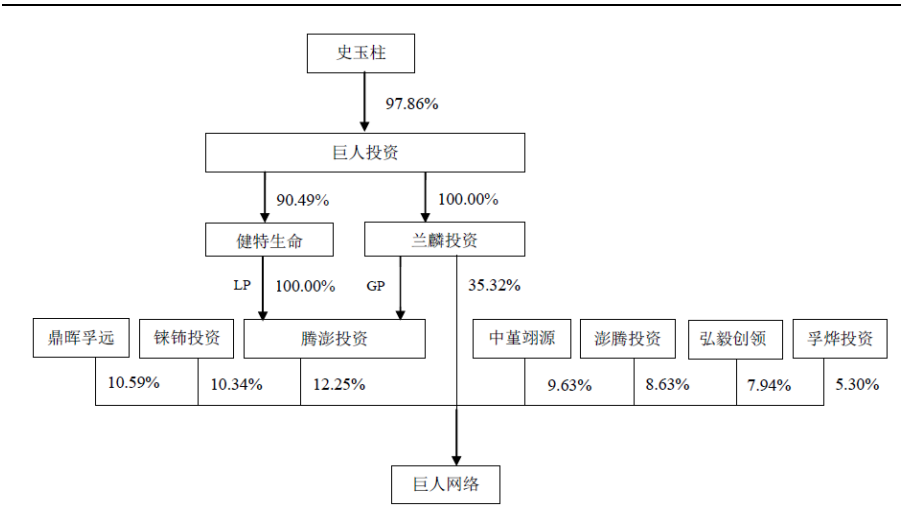
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 兰麟投资的产权控制关系



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3. 巨人网络股权结构



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 交易完成前后，上市公司股东持股情况

股东名称	重组前		本次增减 股份数量 (亿股)	重组后	
	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)		持股数量 (亿股)	持股比例 (%)
兰麟投资	0	0	1.563	1.563	30.77
腾澎投资	0	0	0.542	0.542	10.67
鼎晖乎远	0	0	0.469	0.469	9.23
铄饰投资	0	0	0.457	0.457	9
中董翊源	0	0	0.426	0.426	8.39
澎腾投资	0	0	0.382	0.382	7.52
弘毅创领	0	0	0.352	0.352	6.92
乎焯投资	0	0	0.234	0.234	4.61
彭建虎	0.437	66.8	0	0.437	8.61
彭俊珩	0.049	7.48	0	0.049	0.96
其他社会股东	0.168	25.72	0	0.168	3.31
总股本	0.655	100	4.425	5.08	100

资料来源：公司公告，中银国际证券

3) 配套资金融资：公司以 29.58 元的价格发行股份 1.69 亿股，募集配套资金 50 亿元，占交易拟购买资产交易价格的比例为 38.2%。配套资金中的 44% 将用于网游的研发及运营发行，29% 将用于电子竞技社区的打造。剩余资金将用于互联网渠道、网游海外发行、大数据中心项目的建设。

图表 5. 募集配套资金使用范围

序号	募投项目	募集资金投资额(亿元)	占比(%)
1	网络游戏的研发、代理与运营发行	22.2	44
2	在线娱乐与电子竞技社区	14.64	29
3	互联网渠道平台的建设	6.04	12
4	网络游戏的海外运营发行平台建设	5.79	12
5	大数据中心与研发平台的建设	1.34	3
	合计	50	100

资料来源：公司公告，中银国际证券

4) 业绩承诺：巨人网络承诺，2016-2018 年公司实现扣非后净利润 10、12、15 亿元。

2、巨人网络：正待转型的网游巨头

1) 商业模式：

巨人网络成立于 2004 年，成立伊始就开始研发 MMORPG 游戏《征途》。2006 年《征途》正式公测，公测当天最高在线人数即达到 20 万人。

到 2007 年底，《征途》的同时在线人数已经超过 100 万人，成为国产 MMORPG 中最成功的游戏。成为继《魔兽世界》、《梦幻西游》后全球第三款同时在线人数突破 100 万的网络游戏。

巨人网络对游戏行业的贡献在于开创了游戏的道具付费。在《征途》出现以前，国内的网游基本采用按时间付费的形式，从而限制了游戏玩家在游戏内的体验。而《征途》推出后，巨人网络开创性的使用了“**游戏免费+道具付费**”的模式，玩家在游戏内可以任意体验，但要获得更好的游戏道具则需要付费。这一“基本服务免费+增值服务收费”的新模式，将巨人网络旗下的《征途》推上了中国最主流的几大网游之一。以后，由于“游戏免费+道具付费”所带来的玩家仅靠购买道具即可获得升级的问题（“人民币玩家”），**巨人网络在2010年推出了交易收费模式**。即，玩家在游戏内的游戏时间、游戏道具都是免费的，但是玩家之间进行交易，游戏运营平台收取5%的交易佣金。由此，交易收费避免了时间收费的高门槛，道具付费的不公平性，从而增加了玩家的互动。

2) 财务状况

2007年11月，巨人网络在纽交所上市，上市首日巨人网络市值达到42亿美金。

2013年11月，巨人网络宣布收到私有化要约，2014年7月，巨人网络正式从纽交所退市。

2014年，巨人网络归属于母公司净利润达到11.58亿元，同比下降12%，2015年1-9月，巨人网络归属于母公司净利润为2.18亿元，预期2015年全年净利润增速将大幅度下降。

2014年，巨人网络成立手游发行公司，负责手游的发行业务。开始正式进入手游市场。目前，在手游市场上，巨人网络主要推出的手游包括：知名IP《莽荒纪》同名手游、《征途口袋版》手游、《三国笑传》三款自研手游，以及《大主宰》1款代运营手游。

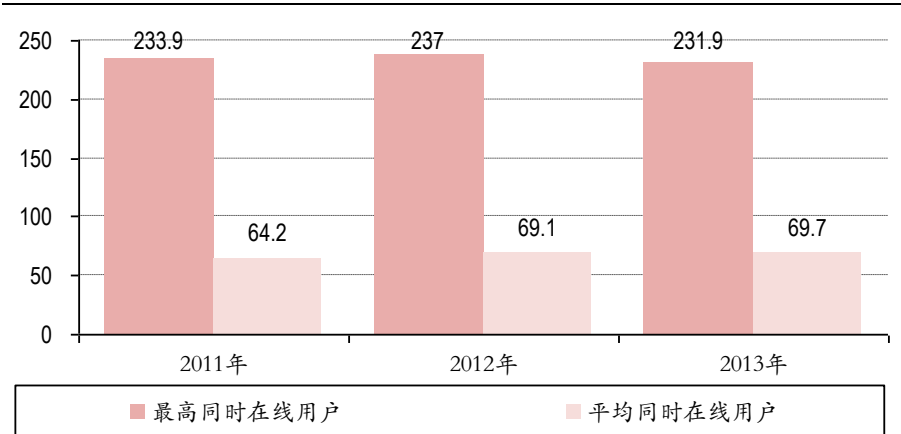
根据巨人网络在美国上市时披露的财报，2013年，巨人网络单季平均同时在线总用户达到69.8万人次。最高同时在线用户达到222万。季度活跃支付账户达到236.2万，单季用户ARPU位置在240元。

图表 6. 巨人网络 2013 年用户数据

	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31
平均同时在线用户(千人)	690	702	697	698
最高同时在线用户(千人)	2,281	2,319	2,271	2,220
活跃支付账户(千人)	2,257	2,328	2,335	2,362
平均收入/用户(人民币)	238	244	245	246

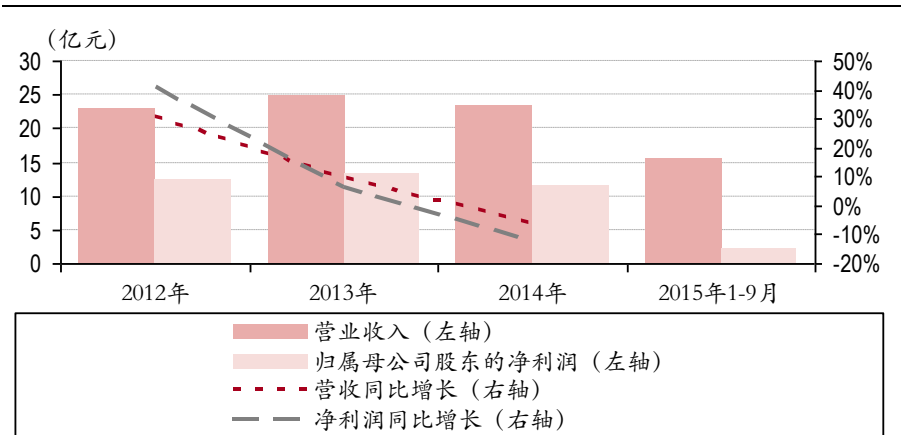
资料来源：公司公告，中银国际证券

从2011-2013年的情况来看，过去三年，巨人网络旗下游戏的最高同时在线用户达到233万人次。按季度平均，平均同时在线用户由64.2万人次上升到69.7万人次。巨人网络旗下的游戏产品对用户的粘性较强。

图表 7. 巨人网络 2011-2013 年用户数据


资料来源：公司公告，中银国际证券

在营收及净利润层面，巨人网络面临了一定的压力。其主要原因在于，公司目前主打的游戏产品中，2006 年上线的端游《征途》仍然是最主要的营收来源。公司主要的 16 款游戏产品中，共有 10 款端游、2 款页游、4 款手游。而目前游戏市场整体的大趋势即是从端游/页游向手游的迁移。利用用户在手机上的碎片化时间，部分爆款手游已达到月流水千万级别，成为游戏玩家新的兴趣所在。

图表 8. 巨人网络近三年及一期营业收入及归属母公司的净利润


资料来源：公司公告，中银国际证券

3、投资建议

此次巨人网络借壳后世纪游轮后，世纪游轮原有业务将全部置换。公司共计将发行新股 6.115 亿股。停牌前，公司总市值为 20.7 亿元。巨人网络 2016-2018 年备考净利润分别为 10 亿元、12 亿元、15 亿元。参照 A 股传媒板块估值水平，我们给予公司 2016 年备考净利润 30-40 倍市盈率估值。借壳完成后，保守估计公司总市值将达到 300-400 亿。

公司预计将在 10 个交易日内复牌，建议投资者持续关注。

附录：巨人网络主要游戏产品及其介绍

图表 9. 巨人网络主要游戏产品及其介绍

序号	类型	名称	游戏来源	游戏产品基本情况
1	端游	 《征途》	自主研发	《征途》是巨人网络 2005 年自主研发的首款国战网游，融合了 MMORPG、竞技 PK 等多种游戏玩法，被业内誉为中国的“网游大百科全书”。 2008 年 4 月，游戏最高同时在线人数达到 210 万 ，奠定了巨人网络在业界的巨擘地位。《征途》率先采用免费商业模式的网络游戏之一，突破了此前行业按时间收费的商业模式，推动网络游戏市场进入新的增长阶段。该游戏在国内首创了自动打怪、自动寻路、给玩家发工资等全新游戏玩法与运营措施，是国内最成功的自主研发 MMORPG 游戏之一。
2	端游	 《征途 2》	自主研发	《征途 2》为公司第二大旗舰游戏。作为 2011 年 2D 武侠网游巨作，首先推出了创新的第三代商业模式，不卖装备、取消商城、开创公平游戏模式。 上线后同年 9 月最高同时在线用户达到 435,000 人。在 2012 年 4 月最高同时在线用户高达 541,000 人。
3	端游	 《命运之轮》	自主研发	《命运之轮》是多益网络开发的即时制 MMORPG 免费网络游戏，以恢弘的北欧神话世界为背景。
4	端游	 《绿色征途》	自主研发	《绿色征途》是上海巨人网络科技有限公司推出的一款 2DMMORPG 网络游戏，在《征途》系列经典的玩法基础上，采用大量全新地图；彻底改革技能系统、装备系统，采用新的 PK 公式，杜绝玩家间 PK 秒杀及不破防现象。无功勋符、无宝箱、无经验促销活动；在游戏中即可自给自足，装备所需材料可靠打怪或任务获取，玩家普遍关心的贫富差距、游戏消耗、PK 等问题都得解决。
5	端游	 《仙侠世界》	自主研发	《仙侠世界》是巨人网络开发的一款 3D 仙侠类网游，游戏注重个人成长，同时比较注重 GVG 模式的小团体对抗，突破传统网游社交体系，创造新的团队游戏模式。游戏于 2013 年 4 月 19 日开启内测，是 2013 年度国内最成功的自主研发客户端游戏之一，成为巨人网络除《征途》系列外，又一成功原创品牌。曾获“2012 年金翎奖玩家最期待的十大网络游戏”及“2012 年中国游戏风云榜十大新锐网络游戏”。
6	端游	 《艾尔之光》	代理运营	《艾尔之光》是由韩国 KOG 公司开发的一款 3D 横版格斗类网络游戏，于 2011 年 12 月 9 日在中国大陆上线并由巨人网络负责运营。游戏采用 3D 建模场景，自由组合的格斗技能，将漫画风格元素融入在技能施放、关卡切换、副本读入以及剧情任务等各个环节。
7	端游	 《萌斗江湖》	自主研发	于 2014 年 1 月 8 日开启研发测试。是由巨人网络研发的全球首款智能化网游，集合了公司 300 余名研发精英，历经 3 年的大数据采集研发而成，再现了真实恢弘的武侠江湖体验。
8	端游	 《征途怀旧版》	自主研发	是由上海巨人网络科技有限公司自主研发，大型多人在线角色扮演类免费的网络游戏。游戏开发团队为原盛大《英雄年代》开发成员。在服务器端，游戏采用领先的服务器技术，可以满足同时万人在线游戏，4 万人在同一服务器里游戏。游戏于 2008 年公测。
9	端游	 《万王之王》	自主研发	《万王之王 3》是巨人网络开发、发行的角色扮演游戏，于 2010 年 4 月 27 日发行。该游戏是《万王之王》系列的第三部作品。
10	端游	 《仙途》	自主研发	《仙途》是一款 2.5D 的仙侠类 MMORPG，以大唐盛世为时代背景，在开发过程中，雪狼团队对整个游戏进行了优化。实现了 2.5D 视角下美轮美奂的视觉体验，也保证了游戏的高度流畅性。
11	页游	 《创世九州》	自主研发	《创世九州》是一款三国题材的 ARPG 页游产品，由巨人旗下网页游戏平台趣乐游戏独家运营，91wan、51 游戏社区、37wan 网页游戏平台联合运营，拥有媲美 2D 客户端的游戏画面，成为作为巨人网络打入页游市场的拳头产品。
12	页游	 《最无极》	自主研发	《最无极》是一款多人在线即时战斗角色扮演类页游，游戏题材以水浒、封神榜为原型，整个世界观是完全架空的，一些原著中经典桥段会通过再加工的形式展现给玩家。整个游戏围绕剧情推进、英雄收集、个人能力成长为主线而展开。

资料来源：网络、公司公告，中银国际证券

续 图表 9. 巨人网络主要游戏产品及其介绍

序号	类型	名称	游戏来源	游戏产品基本情况
13	手游	 《征途口袋版》	自主研发	《征途口袋版》是一款大型多人在线国战手游。该游戏继承了《征途2》备受玩家好评的经典玩法元素，并结合了移动设备的特性进行了有针对性的优化和扩展，包括更精致的画面、更流畅的野外 PK 以及创新式的 MOBA 玩法系统。《征途口袋版》自 2014 年 12 月上线后，在 24 小时内进入苹果商店免费榜前 7，畅销榜第 12 名，首月流水超过七千万元，在安卓 UC 渠道的合作中 2 日收入突破 500 万，一月流水过 1 亿。
14	手游	 《大主宰》	代理运营	《大主宰》手游改编自网络作家“天蚕土豆”热门连载小说《大主宰》，是一款全景 3D 动作卡牌手游。该手游由原著作者“天蚕土豆”监制，以最大化还原小说原著，游戏推出后吸引了众多原小说读者与手游玩家，上线首日 DAU 超过 130 万，次日留存率超 58%，并连续 60 小时占据苹果应用商店付费榜第一名，首月流水超过七千万元。
15	手游	 《三国笑传》	自主研发	《三国笑传》于 2015 年 6 月在腾讯应用宝发布是一款战棋类轻策略卡牌手机游戏。游戏以三国为时代背景，玩家可以通过收集游戏中的历史名将，组建自己的队伍。引入战棋玩法，在 4*4 格子范围内指挥武将通过策略走位，集中己方优势歼灭敌人。更有各地搞笑方言，诙谐剧情。
16	手游	 《莽荒纪》	自主研发	《莽荒纪》安卓版为深圳第一波网络科技开发的一款角色扮演类游戏，于 2014 年发行，该游戏 100% 还原《莽荒纪》小说中的原型人物。游戏采用创新性的搭配系统，需要玩家精心布置队员队伍和阵型，通过升级境界、接受传承等方式强化自身技能，玩家可以按照自己的方向，无限 DIY，大大凸显了策略性创新性手游的特点。6 月份的月流水突破 3,000 万。
17	软件	 《嘟嘟语音》	自主研发	于 2013 年 10 月正式公测，是巨人网络独立开发的一款真人秀互动娱乐平台，结合了即时聊天、游戏语音、游戏互通功能为一体的即时通讯软件。《嘟嘟语音》采用高端技术研发的高保真语音引擎，保证每个语音频道都达到高音质的语音效果，提供高清、流畅的真人秀互动娱乐。《嘟嘟语音》将真人秀与巨人网络旗下各款游戏结合，促进游戏玩家互动，完成游戏与直播秀于一体的多元化模式。目前着力于手机游戏内的直播与平台内容制作，《嘟嘟语音》将增加主播的多元化并与国际接轨，邀请更优质的主播甚至名人明星增加平台内容，创造更加良好的用户体验。

资料来源：网络、公司公告，中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371