

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn
 Blog.sina.com.cn/tianguxiao

2009年6月6日

博瑞传播(600880.SH)/18.96 元

公告内容消除市场疑虑，进军网游市场机遇大于挑战

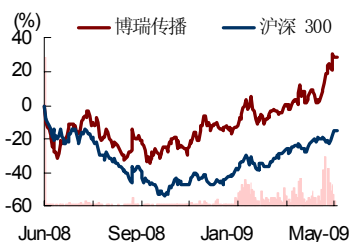
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 24-26 元

基础数据

总股本(万股) 37,529
 流通股本(万股) 24,149
 总市值(亿元) 71
 流通市值(亿元) 46
 52 周股价 9.8-19.2 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	62	25
相对表现	14	13	42



相关报告

- 1、《博瑞传播新媒体业务取得突破性进展，具有较大想象空间》
5/24/09
- 2、《博瑞传播三大主业增长稳健，广告业务继续逆势上扬》
5/19/2009
- 3、《博瑞传播 1 季度受商报疲软表现拖累，全年收入增速仍有望突破 14%》
4/27/2009
- 4、《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》
4/7/2009
- 5、《博瑞传播代理商报广告超预期增长，积极探索整合营销升级转型》
2/10/2009
- 6、《博瑞传播三大主业强劲复苏，广告业务有望逆势而上》
10/19/2008

敬请阅读末页的免责声明

本文独特之处：1、深入分析“股权转让协议”后，认为可基本消除投资者对梦工厂核心团队可能流失的担忧；并指出由于引入梦工厂 09 年业绩作为影响评估袁新股权价值的重要变量，梦工厂今年净利润达到 0.8 亿的可能性极大。2、将国内网游市场的竞争格局划分为三大阵营，认为除了第一阵营的盛大、腾讯已将经营模式升级到平台层、社区层后，未来领先优势将继续扩大外；其他网游公司间的竞争仍处在产品竞争阶段，梦工厂具备跻身第二阵营的基础和可能。

公告内容

梦工厂 08 年底经公司审计后的净资产 0.85 亿、收入 0.89 亿、净利润 0.58 亿；截至 09 年 4 月 30 日，净资产 0.25 亿，前四月收入 0.34 亿、净利润 0.23 亿。梦工厂总共有五位股东，其中周秀红、袁新、马希霖、廖继志、郑江分别持有 50%、37.22%、5%、5%和 2.78%的股权。

09 年 6 月 4 日，公司与周秀红等四人就转让共同持有梦工厂 62.78%的股权签订了《股权转让协议(一)》，公司合计支付 2.7686 亿元；公司与袁新就转让梦工厂 37.22%股权签订了《股权转让协议(二)》，公司支付 1.6414 亿元。公司合计以 4.41 亿元整体受让梦工厂 100%股权；并引入梦工厂 09 年业绩作为影响评估梦工厂股权价值的重要变量，若 09 年梦工厂净利润超过 0.754 亿元（净利润超过 0.8 亿，以 0.8 亿为准），则调整后的受让价不超过 4.81 亿元。

点评

公司以 4.41 亿价格 100%收购梦工厂股权，按梦工厂 08 年净利润 0.58 亿测算，收购 PE 为 7.56 倍；梦工厂业绩从今年 5 月份开始并入公司报表，09~11 年的业绩增厚分别为 0.14 元、0.26 元和 0.34 元；在合并梦工厂后 09~11 的 EPS 将达到 0.75 元、0.94 元和 1.09 元。综合相对估值与分业务估值，我们认为合理的股价区间为 24~26 元。继续维持“强烈推荐-A”的投资评级，当前股价下投资者可积极买入。

- 1、公司与周秀红等四位天使投资人、和梦工厂的领军人物袁新签署两份内容有所区别的股权转让“协议一”和“协议二”，是针对不同类型股东作出的合理安排
- “协议一”针对周秀红等四位天使投资人，协议内容相对简单，就是确定转让标的和价款基础，并制定现金支付方式；给予投资人合理的投资回报、和提供安全稳妥的退出通道

2.7686 亿的转让款分四期进行现金支付，支付比例分别为转让价款的 50%、20%、15%、15%；第一期款项，将在协议生效后至股权转让涉及的各类行政许可变更登记完毕后支付；第 2、3、4 期款项，将在公司分别完成对梦工厂 09、10、11 年财务报表审计后的 15 日内支付；同时股权转让基准日为 09 年 4 月 30 日，该基准日以前（含当日）的梦工厂未分配利润由出让方按持股比例享有和分配。

- “协议二”针对裘新作为梦工厂的领军人物，内容制定上通过引入梦工厂 09 年业绩作为影响评估裘新股权价值的重要变量、双方签订对赌协议、计划三年后 IPO 等方式，更加注重通过不同方式达到对裘新及核心成员短期和长期激励的目的，避免核心人才流失，和控制投资风险

因此在内容安排上，“协议二”在保留了与“协议一”相同的现金支付方式和比例、以及股权转让基准日之外，特别增加了引入梦工厂 09 年业绩作为影响评估裘新股权价值的重要变量、与裘新签署的对赌协议内容，要求裘新对梦工厂 09~11 年业绩作出承诺，同时为稳定管理团队和核心人员做出了相应的制度安排和激励机制。

引入梦工厂 09 年业绩作为影响评估裘新股权价值的重要变量后，梦工厂今年的净利润达到 0.8 亿的可能性极大。原因是根据“协议二”的内容，若梦工厂 09 年度净利润值达到或超过 0.754 亿，则公司按超额部分的 8.7 倍向裘新增加支付股权转让价款，即调整后股权转让价款总额=1.6414 亿+(梦工厂 09 年度净利润值-0.754 亿)×8.7，但调整后裘新所持的股权转让价款总额不超过 2.0414 亿。即梦工厂今年净利润只要达到 0.8 亿，就可使裘新转让的股权价值溢价幅度达到 24%，而 0.8 亿与 0.754 亿相比，净利润增加金额还不到 500 万，因此我们判断裘新有足够的动力将梦工厂 09 年的净利润做到 0.8 亿。

对赌协议的签署、和 09~11 年合计净利润超额部分 65%的奖励，更加侧重短期内对裘新及核心员工的激励，使梦工厂近三年净利润保持高速增长的概率加大。对赌协议设计中，第 2、3、4 期的股权转让价款的支付与梦工厂 09~11 年计划实现的净利润目标挂钩，若每年度不能完成计划的净利润目标值，则按双方的协议约定将相应减少每期股权转让价款的支付；反之，则按双方的协议约定支付股权转让价款。梦工厂 09~11 年计划实现的净利润目标，以梦工厂 08 年净利润 0.58 亿为基础，09~11 年的净利润增速不低于 30%，即 09~11 年的净利润目标值分别为 0.75 亿、0.98 亿和 1.27 亿；若梦工厂 09 年实际净利润超过 0.8 亿，则以 0.8 亿为准，10~11 年的净利润目标值相应调整，分别为 1.04 亿、1.35 亿。三年净利润超额部分的奖励安排，即若梦工厂 09~11 年实现净利润的总和超过该三年度净利润目标值之和，则超额部分的 65%作为奖励支付给梦工厂核心员工。

公司承诺 11 年结束后打算 IPO 的激励机制，表现出公司对以裘新为核心的团队的诚意和信心，此举更加侧重打造梦工厂未来的可持续发展能力，避免核心人才流失和控制投资风险。公司承诺 11 年度结束后，允许裘新及核心员工增资梦工厂不超过 20%的股权，增资完成后（在符合当时有关法律、法规和规范性文件规定的相关条件和要求的前提下），公司应尽快启动梦工厂 IPO 程序。

公司针对稳定梦工厂管理团队和核心人员也作了相应的制度安排，包括与出让方签署了避免同业竞争的条款。股权转让完成后，梦工厂将续聘裘新任总经理，聘期三年；同时裘新要在转让协议生效前，保证已与梦工厂核心员工重新签署不低于三年的劳动合同，以确保梦工厂核心员工的稳定。同时公司要求出让方承诺，自《股权转让协议》生效之日起三十六个月内，出让方或其直系亲属控制或投资的企业，以及出让方担任董事、监事或其他高级管理人员的企业，不得聘用 09 年 1 月 1 日以后从梦工厂离职的员工，否则公司有权在此后应付出让方的股权转让价款中直接扣除该款的 30%。

整体而言，我们对公司与裘新签署的“协议二”持肯定态度，我们认为基本上可以消除前期投资者对梦工厂核心团队可能流失的担忧；该协议内容表明公司高度认可裘新及其核心团队对梦工厂的重要价值，整体收购后依然不会削弱裘新对梦工厂的影响力，相反更加注重通过多种方式达到稳定和激励裘新团队的目的。

2、受益于新网游的发布与进一步加强自主运营的能力，梦工厂近三年净利润持续保持30%以上的增速难度不大

在上一篇报告（《博瑞传播新媒体业务取得突破性进展，具有较大想象空间》5/24/09）中，我们对梦工厂具体的经营模式与特点进行了深入分析，在此我们侧重对梦工厂未来三年的发展进行分析判断。

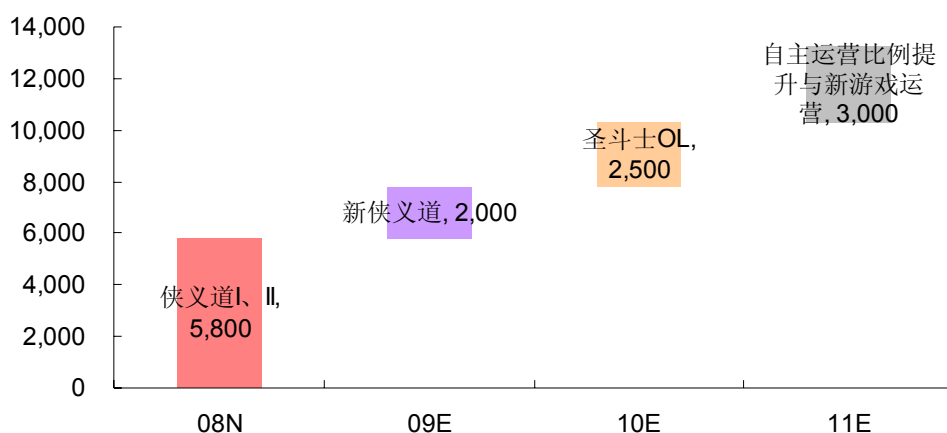
➢ 梦工厂经过6年多的发展，业已形成具有一定经验的较为成熟的研发团队；目前已独立开发了5款网游产品，其中已有两款游戏已开始正式商业化运营

5款产品中，有4款均是大型多人在线游戏（MMOG），盈利模式是游戏免费、道具收费模式，其中有3款聚焦于武侠类型题材的“侠义道”产品系列（《侠义道 I》、《侠义道 II》和《新侠义道》），1款改编自日本经典动漫的《圣斗士 OL》产品，和1款免费的休闲围棋游戏《棋魂》。其中《侠义道 I》、《侠义道 II》早已正式商业化运营，而从去年下半年开始陆续推出的3款新网游产品（《新侠义道》、《圣斗士 OL》、《棋魂》）中，《棋魂》与《新侠义道》已进入公测期，而《圣斗士 OL》目前还处于封测期，将于6月20日进入内测期（一款网游产品一般会经过封测、内测、公测、正式商业化运营四个阶段；其中从公测期开始，玩家就可以花钱兑换游戏币，在此阶段游戏产品就已开始有收入来源）（参见表1）。

➢ 梦工厂近三年净利润持续保持30%以上的增速难度不大，主要是受益于新网游的发布与进一步加强自主运营的能力

《新侠义道》与《圣斗士 OL》两款产品将分别成为今、明两年最主要的盈利增长点。《新侠义道》在今年将贡献超过2千万的净利润，而《圣斗士》将在明年贡献超过2千5百万的净利润。梦工厂去年0.89亿的收入主要由侠义道1、2代产品贡献，两款产品的平均同时在线玩家人数（ACU）在10万左右，其中自主运营的用户数在2万，联合运营的用户数在8万。《新侠义道》在今年3月开始公测，目前通过自主运营的ACU在5万，联合运营的ACU我们预测在2万，合计约7万；预计到年底该款游戏通过自主运营和联合运营的ACU将分别达到7万和8万，合计在15万；全年平均下来，该款游戏的ACU合计在10万以上，因此仅《新侠义道》产品在今年就可给公司带来超过1亿的新增收入，和至少2千万的净利润。《圣斗士》预计在今年对公司盈收贡献较小，原因是该款产品目前仍处封测期，将于6月20日进入内测期，进入在4季度进入公测期；因此我们预计将在10年正式进入商业化运营阶段，届时该款游戏的ACU也将达到10万玩家以上，新增净利润贡献将在2千5百万以上（参见表2）。

梦工厂11年的盈利增长点主要在于自主运营比例持续提升，以及新游戏的研发与运营。梦工厂本身具有良好的自主运营基础，08年的收入分两部分，一部分是自主运营，另一部分是联合运营；根据媒体报道，08年自主运营与联合运营在收入中的比例为25:75。自身拥有完全独立的客服人员（每个客服只负责一款网游），六种便利的网上、手机等充值方式（有银行卡、手机、点卡、骏网、盛大娱乐卡充值和云网直充方式），并已推出了新一代的游戏互动平台——梦工厂游戏大厅（玩家直接登录该平台即可享受更好的游戏体验和更方便的游戏操作，平台上现有4款MMOG网游产品和6款棋牌休闲游戏，日均在线人数约9万）。我们认为公司在成功收购梦工厂后，将会对其自主运营起到直接的促进作用，将帮助梦工厂扩大玩家规模和提升自主运营能力，还可选择收购合适的平台运营商，从而提升其盈利能力。

图 1、近三年梦工厂利润主要增长点


资料来源：招商证券研发中心

表 1、梦工厂旗下各游戏的开发进度

网游名称	开发进度	时间	联合运营平台
侠义道 I	内测	2004 年 3 月	Tom、iGame、联众世界、中国游戏中心、17173、浩方、边锋、迅雷、赖子、风行等
	商业化运营（时间收费模式）	2005 年 7 月 12 日	
	采用免费运营、道具收费模式	2005 年 10 月	
侠义道 II	内测	2007 年 1 月	腾讯、远航等
	公测	2007 年 2 月	
棋魂	内测	2008 年 6 月	-
	公测	2008 年 11 月 18 日	
新侠义道	封测	2008 年 11 月 1 日	浩方、中游、边锋、联众、商都等 10 大游戏平台进行公测
	不删档内测	2008 年 12 月中旬	
	公测	2009 年 3 月 18 日	
圣斗士	封测	2009 年 1 月	-
	内测	2009 年 6 月 20 日	

资料来源：招商证券研发中心

表 2、推算梦工厂旗下各游戏平均同时在线玩家人数（ACU）

单位：万	08E		2009 年 5 月 24 日			2009 年 6 月 7 日			09E		
	自主运营	联合运营	自主运营	联合运营	合计	自主运营	联合运营	合计	自主运营	联合运营	合计
侠义道	1.4	8	1.4	8	10.1	1.5	8	10.27	1.4	8	10.1
侠义道 2	0.7		0.7			0.77			0.7		
新侠义道	0	0	5	2	7	5	2	6.8	7	8	15
圣斗士	0	0	1.3	0	1.3	1.85	0	1.85	5	2	7
合计	2.1	8	8.4	10	18.4	8.92	10	18.92	14.1	18	32.1

资料来源：招商证券研发中心

备注：该表所列数据仅供投资者参考，09 年 5 月 24 日与 6 月 7 日自主运营数据是根据梦工厂游戏大厅各款产品显示的在线人数进行测算，其余数据为我们的合理假设

- 我们认为梦工厂未来的发展定位是积极跻身国内网游市场的第二阵营，目前应首先努力研发出单款明星网游产品

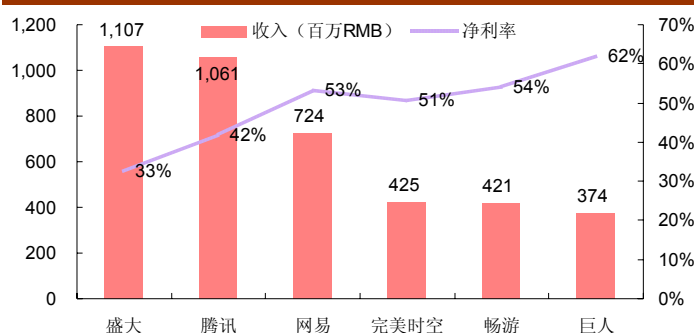
我们认为目前国内网游市场的竞争格局可划分为三大阵营。其中盛大、腾讯作为网游领域的第一阵营，经营模式已从产品层升级到平台层、社区层（详见《三级划分，构建传媒公司价值评判标杆》报告 5/18/08），未来领先优势仍将持续扩大；以网易、完美时空、畅游、巨人等为代表的第二阵营，目前仍处于产品竞争阶段，对单款明星网游产品的依赖较为明显；而处于第三阵营的网游公司，则是目前缺少明星网游产品的公司。

我们认为网游市场虽然竞争激烈，但进入门槛并不高，除了盛大、腾讯外，其他网游公司之间的竞争目前仍处在产品竞争阶段；因此只要成功研发出一款明星产品，网游公司就可顺利跻身第二阵营。其中最具代表性的就是畅游和巨人两个案例，两家公司就是分别依靠《天龙八部》和《征途》成功跻身第二阵营，并顺利实现上市。

我们认为梦工厂具备跻身网游市场第二阵营的基础和可能。梦工厂本身已拥有较为成熟的研发团队，独立开发出了 5 款网游产品，其中有 3 款是聚焦于武侠类型题材的“侠义道”产品系列（《侠义道 I》、《侠义道 II》和《新侠义道》）。目前要做的就是努力研发出单款明星网游产品，我们认为借助博瑞作为上市公司的融资渠道，可帮助梦工厂获取更多优秀的游戏开发人才和提供资金上的支持，加大研发方面人才和资金上的投入，从而更有可能研发出更贴近市场的精品网游。

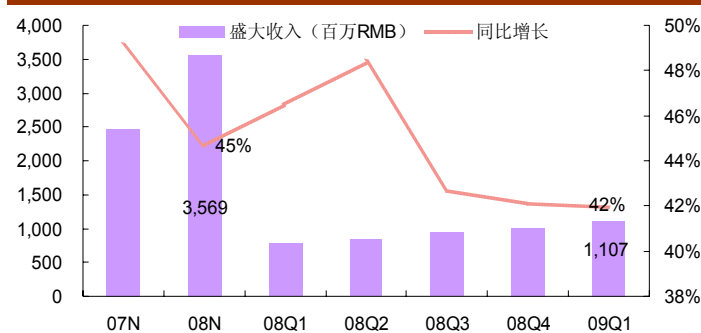
同时我们认为梦工厂未来应更加注重游戏题材在潜在受众的受欢迎程度、和考虑未来玩家参与的广泛性；毕竟武侠类游戏可能更多受到青少年男性玩家的喜爱，对于大多数中青年男性和绝大部分女性的吸引力要相对弱些；而一款拥有大量女性特别是美女的网游产品在吸引男性玩家方面无疑更具杀伤力，这也是史玉柱在推广《征途》游戏时大打“美女牌”的原因所在；同时我们通过分析网易推出的“西游”产品系列，完美时空推出的《武林外传》、《诛仙》、《赤壁》等产品，和畅游推出的《天龙八部》产品可发现，以上产品有两个共同特点，一是取材自中国的传统文化，二是游戏内容为广大玩家所熟知和喜爱。应该说梦工厂开发的产品也注重对中国传统文化的汲取，但此前过于偏重武侠类游戏开发，未来可选择为广大玩家所熟知和喜爱的游戏题材进行开发。

图 2、国内主流网游公司 09 年 1 季度的收入与净利率水平

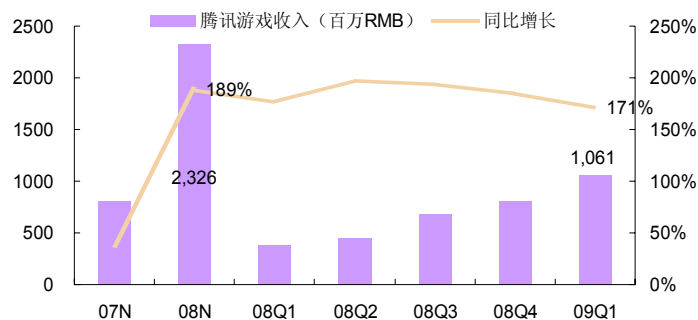


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

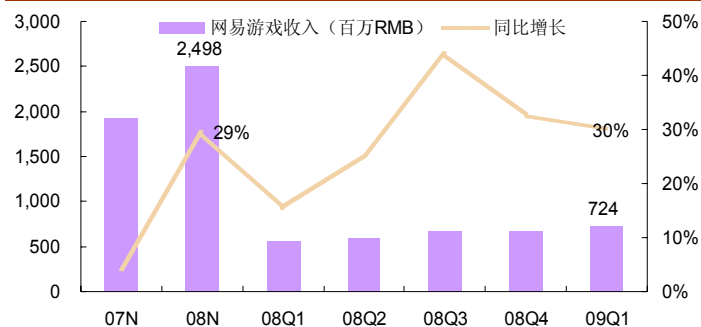
图 3、盛大积极构建完整产业链，继续保持快速增长态势



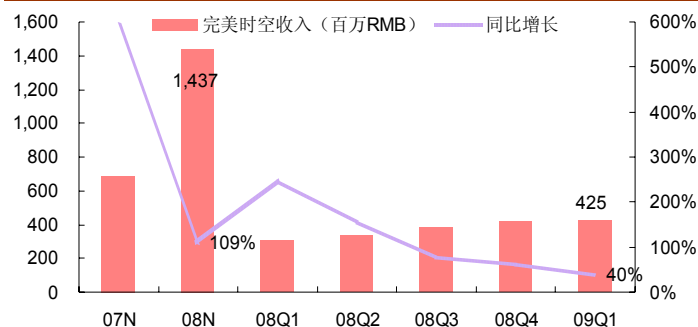
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 4、腾讯凭借社区优势，继续保持高速增长态势


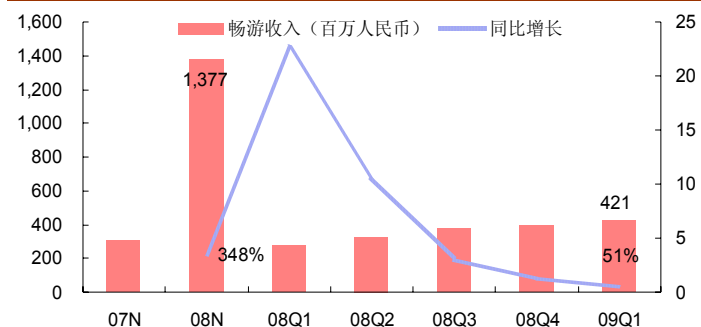
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 5、网易凭借“西游”系列产品，继续保持快速增长态势


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 6、完美多款中国传统特色网游，推动收入持续增长


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 7、畅游凭借《天龙八部》产品，保持快速增长态势


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

3、盈利预测与估值

我们对博瑞现有业务09~11年的盈利预测为**0.62元、0.68元和0.75元**；对梦工厂09~11年的净利润预测分别为0.754亿、0.98亿和1.27亿元；梦工厂业绩于今年5月份开始并入博瑞报表，对09~11年的增厚分别为0.14元、0.26元和0.34元；博瑞在合并梦工厂后09~11的EPS将达到**0.75元、0.94元和1.09元**。同时我们需要提请投资者注意的是梦工厂今年净利润做到0.8亿的可能性极大，因为这将使袁新转让博瑞的股权价值溢价幅度达到24%，在这种情况下，博瑞09~11年的EPS将分别为**0.77元、0.96元和1.11元**。

表 3、博瑞合并梦工厂后，09~11 年的 EPS

	09E	10E	11E
博瑞原有业务的 EPS	0.62	0.68	0.75
梦工厂对博瑞净利润的贡献（单位百万）	52	98	127
梦工厂对博瑞的业绩增厚	0.14	0.26	0.34
博瑞合并梦工厂后的 EPS	0.75	0.94	1.09

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

我们通过相对估值和分业务估值两种方式对公司进行估值。

相对估值：目前传媒行业的平均估值在 40 倍，我们认为博瑞在成功收购梦工厂后，其业绩弹性加大，具有较大的想象空间；对博瑞的估值可由传媒行业的中低端提升到中高端，09 年的 PE 可给到 30~35 倍，对应的股价范围在 22.5~26 元；

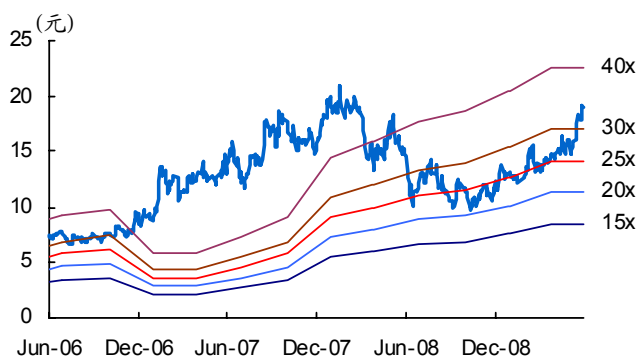
分业务估值：分业务估值的好处在于，可根据不同业务未来的成长性给予合理的 PE 倍数；目前我们对博瑞 09 年归属母公司净利润预测为 2.3 亿，如梦工厂在今年第 4 季度并表的话则净利润贡献为 0.52 亿；我们给予博瑞原有业务的 PE 为 30 倍，给予网游业务的 PE 为 40 倍，则股价为 24 元。

综合相对估值与分业务估值两种估值方法，我们认为合理的股价区间为 24~26 元。

继续维持“强烈推荐-A”的投资评级：我们认为博瑞完成对梦工厂的收购后，将使公司收费模式更趋合理，加大买方收费业务在整个收入中的比重，从而提升其整体抗风险能力；而网游业务本身较高的净利率水平，也将极大提升博瑞整体的盈利能力；同时也使公司的业绩弹性加大，存在极大的想象空间。

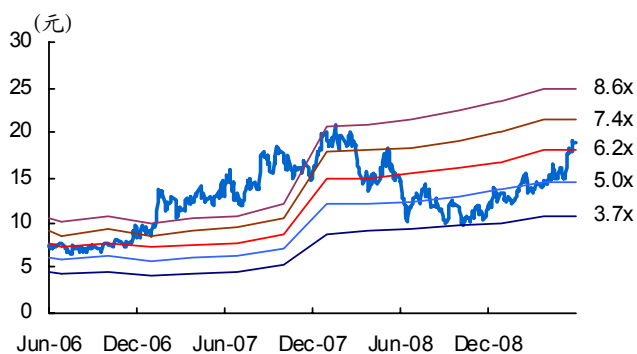
风险提示：网游产业具有高投入、高风险、高收益的特性，具有产品研发失败的风险；同时国内网游技术类人才稀缺，仍处于供小于求的阶段，特别是优秀的研发人员和优秀的游戏策划，更是少之又少，因此具有人才流失风险；同时博瑞作为一家传统媒体经营公司，而梦工场是一家新媒体公司，两种不同类型的企业文化的融合存在一定的风险。

图 8、博瑞传播历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 9、博瑞传播历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:**1、《博瑞传播新媒体业务取得突破性进展，具有较大想象空间》5/24/09**

本文独特之处：1、指出梦工厂网游公司存在自主运营与联合运营两种模式；2、通过分析梦工厂旗下产品的平均同时在线玩家人数（ACU），来估算梦工厂 09、10 年的净利润增长情况；3、通过对买方、卖方收费模式的分析，指出博瑞收购梦工厂将使自身的收费模式趋于合理，进而增强其抗风险能力。

1、《博瑞传播三大主业增长稳健，广告业务继续逆势上扬》5/19/2009**2、《博瑞传播 1 季度受商报疲软表现拖累，全年收入增速仍有望突破 14%》4/27/2009****3、《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》4/7/2009**

本文突出贡献是以商报房地产广告研究为切入点，对商报的“利益相关者共赢模式”进行深入分析：指出该模式在宏观经济不景气时越能体现出大股东对博瑞广告的大力支持，是保证博瑞代理商报广告保持平稳态势的“基石”，在帮助博瑞广告获取商报更大广告份额中也表现出的极大潜力。

4、《博瑞传播代理商报广告超预期增长，积极探索整合营销升级转型》2/10/2009

对 2008 年年报进行详细分析

5、《博瑞传播商报代理业务保持平稳态势，广告业务两大拓展令人关注》12/11/2008**6、《博瑞传播三大主业强劲复苏，广告业务有望逆势而上》10/19/2008**

本文有两大突出贡献：一是于业内率先引入《成都商报》每日版数持续、跟踪统计，以此前瞻性分析、判断博瑞与此相关的广告、发行、印刷业务发展情况；**二是对博瑞广告经营模式升级，朝整合营销市场服务机构升级转型作了全面、系统的分析。**

7、《博瑞传播商报策略性提价风险可控，对上市公司影响积极正面》4/27/2008**8、《博瑞传播发展瓶颈已破，西部神鸟展翅腾飞》4/16/2008**

勾划出公司短、中、长期三阶段发展的广阔发展空间。

9、《博瑞传播集团资产整合快于预期，区域化垄断媒体集团已露峥嵘》1/23/2008**10、《博瑞传播右“剑”左“盾”，助推公司成为区域性综合媒体帝国》7/24/2007**

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	680	746	834	957	1,111
现金	532	592	683	789	928
交易性投资	35	26	20	20	20
应收票据	0	2	5	5	6
应收款项	18	18	20	26	28
其它应收款	47	56	64	71	79
存货	21	22	23	26	29
其他	27	29	18	20	22
非流动资产	703	646	692	737	765
长期股权投资	75	112	112	112	112
固定资产	399	386	453	517	558
无形资产	31	35	31	28	25
其他	198	113	95	79	69
资产总计	1,382	1,392	1,526	1,694	1,876
流动负债	366	299	284	304	326
短期借款	90	40	10	10	10
应付账款	43	27	38	42	46
预收账款	82	119	117	130	143
其他	151	113	119	123	127
长期负债	64	27	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他	64	27	35	35	35
负债合计	430	326	319	339	361
股本	202	367	375	375	375
资本公积金	426	243	243	243	243
留存收益	278	408	524	652	792
少数股东权益	47	48	65	84	105
母公司所有者权益	906	1,019	1,142	1,270	1,410
负债及权益合计	1,382	1,392	1,526	1,694	1,876

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	221	256	289	302	336
净利润			231	256	280
折旧摊销			41	44	46
财务费用			(6)	(7)	(8)
投资收益			(15)	(15)	(10)
营运资金变动			13	3	6
其它			25	21	22
投资活动现金流	(62)	(191)	(87)	(90)	(75)
资本支出			(100)	(100)	(80)
其他投资			13	10	5
筹资活动现金流	216	(6)	(110)	(106)	(122)
借款变动			(31)	0	0
普通股增加			8	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(115)	(128)	(140)
其他			28	22	18
现金净增加额	375	60	92	106	139

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	708	809	920	1,021	1,129
营业成本	351	430	470	521	572
营业税金及附加	22	23	27	30	33
营业费用	42	26	29	33	36
管理费用	102	91	99	112	124
财务费用	5	(6)	(6)	(7)	(8)
资产减值损失	3	1	5	0	0
公允价值变动收益	11	(30)	15	0	0
投资收益	32	44	0	15	10
营业利润	226	259	311	348	382
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	226	257	311	348	382
所得税	76	48	62	73	80
净利润	150	209	248	275	301
少数股东损益	14	18	17	19	21
母公司所有者净利润	135	192	231	256	280
EPS (元)	0.37	0.52	0.62	0.68	0.75

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	17%	14%	14%	11%	11%
营业利润	92%	15%	20%	12%	10%
净利润	149%	42%	20%	11%	10%
获利能力					
毛利率	50.4%	46.9%	48.9%	49.0%	49.3%
净利率	19.1%	23.7%	25.1%	25.1%	24.8%
ROE	14.9%	18.8%	20.2%	20.1%	19.9%
ROIC	14.6%	18.6%	20.0%	19.8%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	23.4%	20.9%	20.0%	19.2%
净负债比率	6.6%	2.9%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	1.9	2.5	2.9	3.1	3.4
速动比率	1.8	2.4	2.9	3.1	3.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	19.2	20.0	20.5	21.0	20.9
应收帐款周转率	44.0	44.2	47.9	44.6	42.0
应付帐款周转率	8.7	12.2	14.5	13.1	13.1
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.52	0.62	0.68	0.75
每股经营现金	0.60	0.70	0.77	0.80	0.90
每股净资产	2.47	2.77	3.04	3.38	3.76
每股股利	0.20	0.26	0.31	0.34	0.37
估值比率					
PE	47.8	33.8	28.6	25.8	23.6
PB	7.1	6.4	5.8	5.2	4.7
EV/EBITDA	20.4	18.7	15.5	13.9	12.7

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，现为招商证券文化传媒行业分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 4 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。