

中青宝：梦回山海或助下半年业绩改善

网游市场规模增长放缓，行业集中度则逐渐提高

经过十年发展，中国网络游戏市场已颇具规模，尽管如此，其增长已呈现出明显放缓态势，今年二季度收入环比增速更跌至-1.8%水平。在同质化等问题仍明显情况下，我们认为，中国网游市场规模增速仍将维持走低态势，2010年全年增速甚至可能低于20%。

在市场规模增长放缓的同时，网游行业市场集中度正逐渐提高，今年二季度前十企业的份额累计已升至87.0%，将于8月1日实施的《网络游戏管理暂行办法》或进一步加剧该种趋势，因此，若不在研发和营销等方面加大力度，中小游戏产商或难觅得生存和发展空间。

中青宝市场份额逐步提升，但已收费运营产品热度正在下降

尽管如此，该背景下中青宝的市场份额仍实现了持续上升，2008年为0.26%，2009年为0.30%，今年一季度再次微升至0.34%。但另一方面，公司目前正式运营的产品中，仅有抗战英雄传和亮剑两部作品用户活跃程度较好，新战国英雄和天道均已出现合并服务器、合并游戏区情况，正进行不删档内测的战国后传的活跃用户似乎也并不多，公司二、三季度营收状况或会延续一季度疲态，下半年推出的新游戏表现将决定今年业绩好坏。

《梦回山海》首测较火爆，新游戏有望引领公司迎来新发展

网游行业的一个显著特征是，一款游戏或能决定公司的成功与否，而连同即将推出的新游戏，中青宝今年能够拥有较高APA和ARPU值的游戏有望达到5款，其中《梦回山海》公开测试首日表现比较火爆，运营组当日共三次紧急追加了八组新服务器；预计至明后年活跃游戏数量有望进一步提高到8款左右，相比2009年有很大提升，相应业绩表现也有望获得明显改善。

首次评级“推荐”，目标价30.59元

我们预计公司2010-2012年的主营业务收入分别是1.02亿元、1.43亿元和2.14亿元，对应每股收益为0.427元、0.564元和0.795元，给予首次评级“推荐”，目标价30.59元。

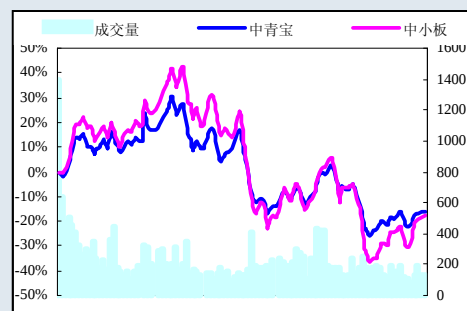
风险提示

1、游戏开发进程未如预期风险；2、人才数量跟不上业务需要风险；3、核心人才流失风险；4、行业股票整体估值下行风险。

公司评级：推荐（首次）



今年以来中青宝相对大盘表现



市场表现（截至2010-07-23）

	最新收盘	近六月
最高价(元)	22.27	45.66
最低价(元)	21.66	18.63
收盘价(元)	22.08	22.08
换手率	4.21%	971.82%
涨跌(元)	0.05	-7.92
涨跌幅	0.24%	-3.80%
行业涨跌幅	-0.43%	-3.65%
相对行业涨跌幅	0.67%	-0.15%
深成指数涨跌幅	0.54%	-16.42%
相对大盘涨跌幅	-0.30%	12.62%

参考数据（截至2010-07-23）

流通市值	7.20 亿元
09 年 EPS	0.5500 元
最近季度营收增速	-3.6%
最近季度毛利率	87.35%
最近季度净利增长	35.59%
最近季度 EPS	0.14 元

李振宇

执业证书号：S1490210030001

郑及游

执业证书号：S1490110040004

010-58568096

zhengjiyou@hrsec.com.cn

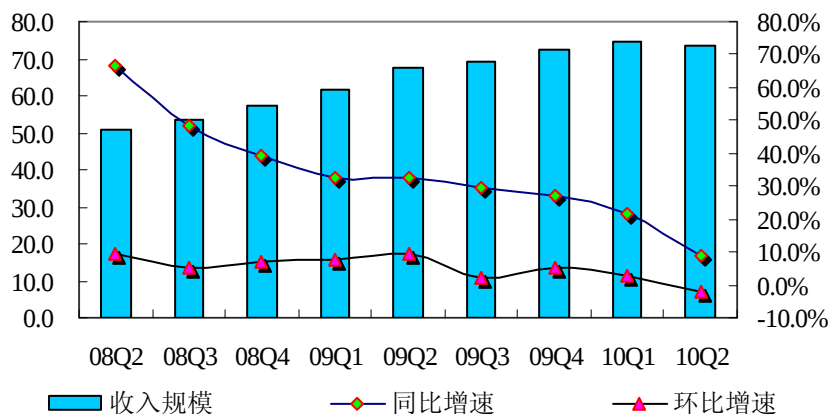
网游市场规模增速走低，行业集中度提高

经过十年发展，中国网络游戏市场已颇具规模。《2009 年中国网络游戏市场白皮书》数据显示，2009 年中国网络游戏市场规模为 258 亿元，其中国产网络游戏市场规模 157.8 亿元，占比 61.2%；从产品数量看，中国市场共有 361 款大型网络游戏处于开放测试或商业化运营阶段，同比增加了 68 款。

中国网络游戏市场规模增速明显走低，2010 年或降至 20%

尽管如此，网络游戏市场规模增速已呈现出明显走低态势。2009 年同比增速减少逾 15 个百分点，今年前两个季度收入同比增速亦明显下滑，二季度收入环比增速更跌至-1.8%水平。

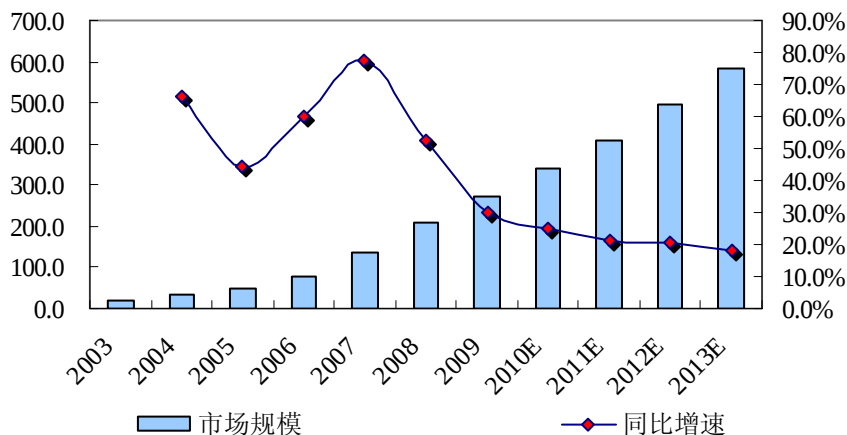
图表：中国网络游戏市场规模（单位：亿元）



数据来源：iResearch、华融证券

对该行业收入增速不断放缓，我们认为至少有以下三个原因：一是游戏同质化现象严重，缺乏创新卖点，占比最大的 MMORPG 游戏多仍以回合制或简单即时操作式的“打怪”和“升级”为发展路线，且缺乏剧情、音乐等因素的升华；二是跟随、复制现象泛滥，最近即有《三国杀》产商起诉《三国斩》产商的事件；三是人才储备不足，技术相对落后，研发资金限制等问题尚得不到根本好转。显而易见，该些原因很难在短期内得到解决，我们预计，未来至少两年内，中国网游市场规模增速仍将维持走低态势，按照前二季度情况，2010 年全年增速甚至可能低于 20%。

图表：中国网络游戏市场规模（单位：亿元）

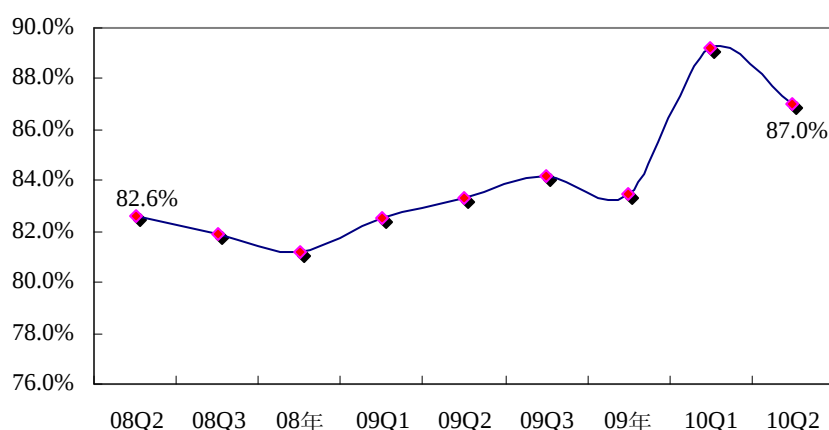


数据来源：iResearch、华融证券

➤ 市场集中度逐渐提高，前十位达到 87.0%，强者越强

在市场规模增速逐渐走低的同时，中国网络游戏行业的市场集中度正稳步提升，艾瑞咨询的调查数据显示，2008 年二季度时，行业前十大企业的市场份额为 82.6%，到 09 年二季度时微升至 83.3%，到今年二季度则大幅升至 87.0%；其中前三大企业的市场份额合计也由 08 年二季度的 36.7%大幅升至今年二季度的 58.3%。

图表：中国网游行业前十大企业市场份额合计



数据来源：iResearch、华融证券

今年 6 月，国家文化部发布《网络游戏管理暂行办法》，其中的一项规定是，从事网络游戏上网运营、网络游戏虚拟货币发行和网络游戏虚拟货币交易服务等网络游戏经营活动的单位，须有不低于 1,000 万元的注册资金。该《办法》将于 8 月 1 日起实施，我们认为，该条规定将迫使国内为数不少的小型网络游戏企业或整合，或被淘汰，行业集中度将因此进一步提高。

在目前强者恒强的市场中，若不在研发和营销等方面加大力度，中小游戏产商或难以觅得生存和发展空间。

✚ 公司市场份额逐步提升，但已收费运营产品热度正在下降

视频游戏行业的一个显著特征就是，单一系列的游戏产品往往能够决定企业当期（电视游戏）或是未来一段时期（网络游戏）的业绩表现，如 Square Enix 的《最终幻想》系列、盛大的《传奇》系列等，在相当长的一段时间内承担着公司业绩的保障角色。中青宝目前的主打游戏包括天道 Online、梦回山海、新战国英雄，以及即将展开公开测试的天朝等。

图表：国内部分网游企业及作品

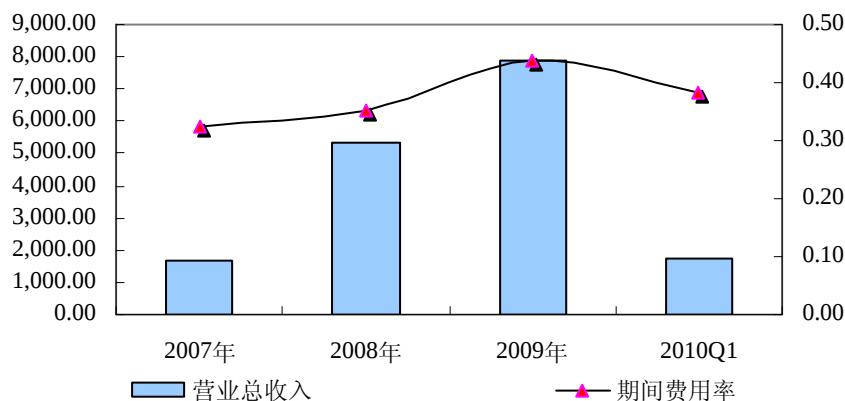
企业简称	代表游戏
腾讯	寻仙、地下城与勇士、QQ仙境、QQ西游、QQ炫舞...
盛大	龙之谷、永恒之塔、热血传奇、鬼吹灯外传...
网易	魔兽世界、天下贰、梦幻西游、大话西游、泡泡游戏...
完美时空	神魔大陆、诛仙2、新武林外传、新三国、完美世界...
金山	剑侠情缘系列、春秋Q传系列、封神榜系列...
中青宝	天道、天朝、梦回山海、新战国英雄、网页游戏...
梦工厂	侠义道系列、圣斗士Online、棋魂...

数据来源：华融证券

➤ 市场份额逐渐提高，但仍然很小

随中国网络游戏市场发展，中青宝近几年营业收入稳步增长，至 2009 年达到 7867.58 万元，净利率为 52.28%；今年第一季度实现营收 1756.63 万元，同比减少 3.60%，净利率则大幅提升至 65.37%，主要原因包括上市募集资金到位后银行存款上升，从而增加银行利息收入，减少财务费用比例。

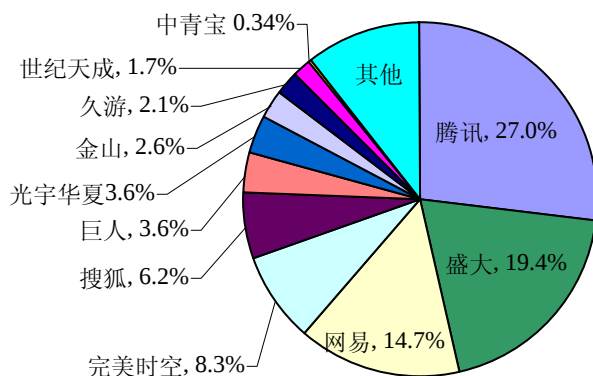
图表：公司营收近年营收状况（单位：万元）



数据来源：公司公告、华融证券

参照艾瑞咨询的国内网络游戏企业市场份额数据，我们计算出中青宝 08 年以来的市场份额数值，呈稳步提升态势，2008 年为 0.26%，2009 年微幅上升至 0.30%，今年一季度再次微幅上涨至 0.34%，尽管如此，由于缺乏可媲美《诛仙》等大作的产品，且在营销方面的力度尚不够大，公司整体规模仍然很小，较该行业第一梯队的产商腾讯和盛大等尚有非常大距离。

图表：2010 年一季度国内网游企业市场份额



数据来源：iResearch、华融证券

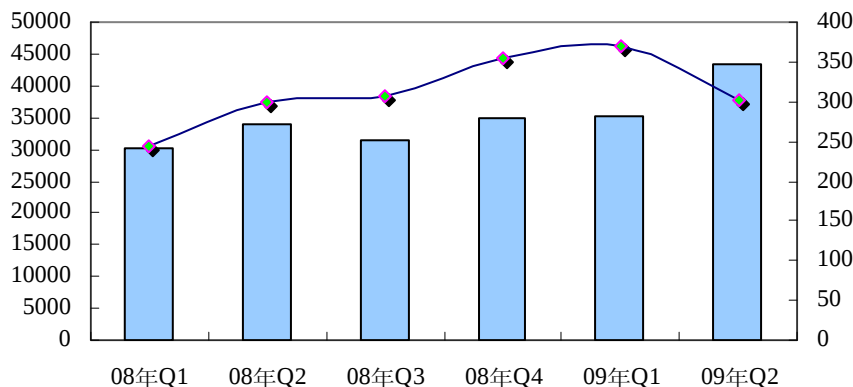
➤ 已收费运营产品的 APA 和 ARPU 或已下滑

公司目前的网络游戏产品包括大型客户端式网络游戏和无客户端式网页游戏；网页游戏目前整体尚处起步阶段，对企业收入贡献比较有限；已开放运营的大型网络游戏产品包括抗战英雄传、亮剑、新战国英雄和天道等，另有梦回山海于 7 月 22 日进行开放性内测，战国后传正在进行不删档内测，天朝的封测也即将开始。

从此前公司公布的资料看，至 2009 年上半年，抗战英雄传的活跃付费帐户呈持续增长态势，至 09 年二季度达到 4.34 万户水平，但用户平均消费值

则从 09 年一季度开始出现下跌，至 09 年二季度为 301.5 元；新战国英雄和天道的 APA 数量则出现明显下滑态势，至 09 年二季度分别跌至 1.8 万户和 1.78 万户，但 ARPU 值则自 08 年四季度开始呈现提升趋势，至 09 年二季度分别达到 122.4 元和 325.9 元。

图表：抗战英雄传用户与付费情况

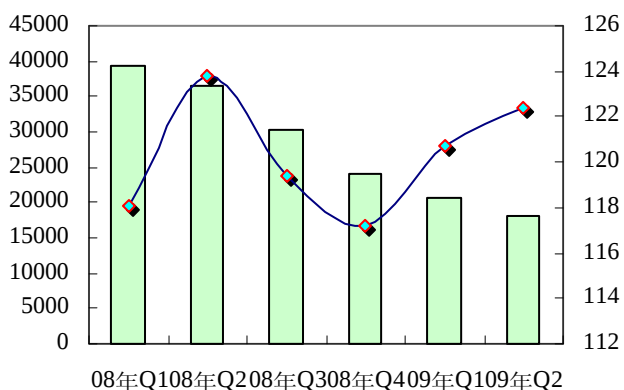


数据来源：华融证券

尽管如此，通过调查我们发现，上述 4 款已开始运营的产品中，目前仅有抗战英雄传和亮剑两部作品的用户似仍处于较活跃状态，其 APA 和 ARPU 值或因此能维持相对较好水平。

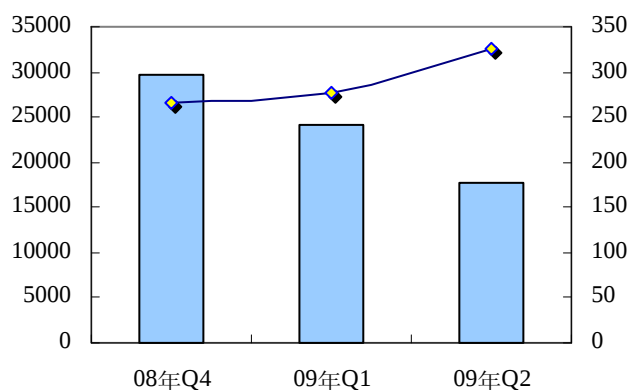
新战国英雄和天道两款作品均已出现合并服务器、合并游戏区情况，或表明其活跃用户数量已大幅减少，APA 和 ARPU 值亦或因此大幅萎缩；而正在进行不删档内测的战国后传的活跃用户似较少，在新资料片出现前，盈利状况亦或难有很好表现，公司今年二、三季度业绩料将延续一季度的疲态。

图表：新战国英雄用户与付费情况



数据来源：公司公告、华融证券

图表：天道用户与付费情况



数据来源：公司公告、华融证券

《梦回山海》等新游戏有望引领公司进入新的发展阶段

中国的网络游戏生命周期一般在三到五年，因此，网游企业需要不断在研发方面作出投入，以持续推出新的游戏产品，从而留住已有注册用户，并吸引新进玩家。截至 2009 年底，中青宝拥有研发人员 388 人，占比 67.95%；公司并在上市后设立“聚宝计划”，以招揽外部优秀游戏团队和作品。在该初具规模的研发团队和 IPO 所募集资金的支持下，公司有望不断推出新的游戏产品。

➤ 《天朝》与《梦回山海》均有望获得较大成功

公司目前的两款大型网游产品——《天朝》与《梦回山海》，有望在今年内进入收费运营阶段，该两款产品在业内知名门户网站 17173 的新游期待榜上分别位于第 49 名和第 39 名，受关注程度较高。

回合制 MMORPG 游戏《梦回山海》已于 7 月 22 日展开开放性内测，此前中青宝给外界的感觉一直是红色题材游戏居多，《梦回山海》是公司对回合制 MMORPG 的一次突破性尝试。开放测试首日，该游戏在 17173 的游戏下载排行上排第 9 位，同时，中青宝当日共三次紧急追加了八组新服务器，当日游戏官方论坛上的发帖数也超过了 1.3 万，由此我们可以判定，该产品目前首日测试的情况比较火爆，尽管正式收费运营后 APA 与 ARPU 值仍难以确定，其未来表现仍很值得期待。

同样，即将展开开放性测试，在画面设计上较有吸引力，系统设置的游戏性也颇高的 MMORPG 游戏《天朝》，未来表现也料好于公司目前正式运营的游戏。

➤ 募投游戏项目上线后料令公司业绩大幅提升

公司此前募投的的大型网络游戏共有 4 款，分别是 3D 即时战略类战争游戏《盟军》、3D 横版动作类休闲游戏《寻梦园》、2.5D 历史题材类 MMORPG《三国游侠》和《新宋演义》。按照公司计划，《寻梦园》将于今年完成开发，剩下三款作品则于明年完成。

图表：开发中的大型网络游戏项目（单位：万元）

项目名称	游戏类型	项目投资额	推广费用	预计完成开发时间
3D游戏《盟军》	即时战略类战争游戏	5,696	1,200	2011年11月
2.5D游戏《三国游侠》	历史题材类MMORPG	5,270	1,200	2011年5月
2.5D游戏《新宋演义》	历史题材类MMORPG	5,246	1,200	2011年5月
3D游戏《寻梦园》	休闲动作类游戏	4,639	1,200	2010年7月

数据来源：公司公告、华融证券

这意味着今年能够拥有较高 APA 和 ARPU 值的游戏有望达到 5 款，至明后年则进一步提高到 8 款左右，相比 2009 年最多只有 4 款 APA 和 ARPU 值较高的游戏产品，今明后年的情况将有明显改善。

除此之外，按公司计划，该 4 款新游戏的推广费用将达 1,200 万元，我们相信这将大幅提高游戏的受关注程度，游戏的 APA 值有望因此达到较以往更高的水平。

✚ 首次评级“推荐”，目标价30.59元

假设公司正在开发的网络游戏最终均能按计划投产上线，我们预计公司 2010-2012 年将分别实现主营业务收入 1.02、1.43 和 2.14 亿元，对应每股收益为 0.427、0.564 和 0.795 元，给予首次评级“推荐”，目标价 30.59 元。

图表：财务和估值数据摘要（单位：百万元）

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16.54	53.67	78.68	102.28	143.19	214.78
归属母公司股东净利润	8.34	36.68	41.13	55.55	73.27	103.39
每股收益(EPS)	0.064	0.282	0.316	0.427	0.564	0.795
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.087	0.039	0.051	0.073
每股经营现金流	-0.002	0.442	0.344	0.424	0.472	0.746
销售毛利率	88.17%	91.75%	89.28%	88.00%	87.00%	86.00%
销售净利率	50.05%	68.31%	52.28%	54.31%	51.17%	48.14%
净资产收益率(ROE)	40.54%	26.13%	24.16%	25.17%	25.50%	27.12%
投入资本回报率(ROIC)	67.93%	210.96%	175.32%	65.11%	106.35%	158.01%
市盈率(P/E)	343.59	78.08	69.63	51.56	39.09	27.70
市净率(P/B)	139.27	20.40	16.82	12.97	9.97	7.51
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.004	0.002	0.002	0.003

数据来源：华融证券

风险提示

- 1、游戏开发进程未如预期风险；
- 2、人才数量跟不上业务需要风险；
- 3、核心人才流失风险；
- 4、行业股票整体估值下行风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn