

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 无

浙报传媒调研报告

传统业务下半年有望好转, 关注新媒体业务后续进展

报告摘要:

公司净利润今年首季出现负增长, 主要原因是: (1) 新闻纸张价格上涨带来成本上升; (2) 房地产广告同比大幅下滑, 拖累整体广告收入; (3) 二季度有望止住下滑趋势, 下半年业绩有望转好, 全年业绩承诺兑现应该不成问题。

公司收购边锋和浩方主要是看中其 2000 万活跃用户和平台价值。此次跨媒体、跨业态收购是公司向综合性文化传媒集团转型的重要一步。报纸行业已经较为成熟, 行业增速低于 10%, 而网络游戏行业增速约为 30%。一方面, 公司可以将自有传统媒体业务的内容优势通过边锋和浩方的新媒体平台进一步扩大; 另一方面, 公司可以利用边锋和浩方领先的用户跟踪技术和用户数据库分析手段向传统报业用户推送更加精准、互动性和针对性更强的信息。

如果按照定向增发完成后最新股本 6.10 亿股计算, 2012-2014 年, 公司归属于母公司所有者净利润分别为 4.27、4.84 亿元、5.62 亿元, 每股收益分别为 0.70 元、0.79 元、0.92 元, 相对于当前股价市盈率分别为 21 倍、19 倍、16 倍, 净利润增速分别为 16.35%、13.35%、16.12%。不考虑新收购业务的收入、利润及股本的影响, 仅按照公司传统业务计算估值, 则公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.53 元、0.56 元、0.59 元, 相对于当前股价市盈率分别为 28 倍、26 倍、25 倍, 首次给予谨慎推荐评级。

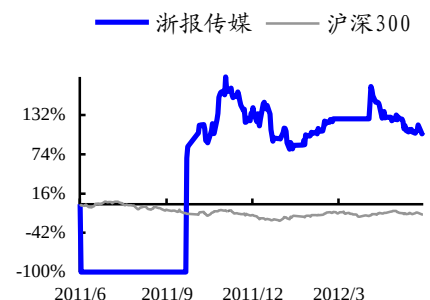
风险提示: 媒体冲击加剧导致公司传统业务广告收入低于预期; 新收购的网络游戏业务业绩波动性较大。

股票数据

2012/6/5

收盘价 (元)	14.84
12 个月股价区间 (元)	11.79 ~ 21.25
总市值 (百万元)	1,709
总股本 (百万股)	429.7
A 股 (百万股)	429.7
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-9%	106%
相对收益	-2%	-5%	121%

相关报告

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	430	1,342	1,414	1,564	1,727
(+/-)%	15%	212%	5%	11%	10%
净利润	2	259	273	287	302
(+/-)%	113%	8678%	5%	5%	5%
每股收益 (元)	0.02	0.51	0.53	0.56	0.59
市盈率	908.3	29.2	27.8	26.4	25.1
市净率	19.37	6.96	5.57	4.60	3.89
净资产收益率 (%)	2.1%	45.1%	44.0%	42.7%	41.5%
股息收益率 (%)	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
总股本 (百万股)	152	430	430	430	430

证券分析师: 耿云

执业证书编号: S0550511080003
(021)20361136 gengy@nesc.cn

目 录

1. 公司概况	4
1.1. 简介	4
1.2. 近期收购	4
1.2.1. 收购杭州边锋 100%股权和上海浩方 100%股权	4
1.2.2. 收购东方星空 44%股份	4
1.3. 财务分析	4
1.3.1. 历史业绩持续增长	4
1.3.2. 年报及一季报情况	5
2. 分析与判断	5
2.1. 传统报纸业务业绩增长确定性较高	5
2.1.1. 一季报负增长主要原因是广告收入下滑，预计下半年有望好转	5
2.1.2. 报刊业务：县市报增长较快	5
2.1.2.1. 《浙江日报》	6
2.1.2.2. 钱江报系	6
2.1.2.3. 专业报刊	6
2.1.2.4. 县市报	7
2.1.2.5. 浙江在线	7
2.1.2.6. 印务板块	7
2.2. 通过收购边锋、浩方打造互动娱乐平台	8
2.2.1. 公司收购边锋和浩方主要是看中其平台价值和 2000 万活跃用户的价值。	8
2.2.2. 收购有望显著增厚 12 年业绩，但收购价格不低	8
2.3. 全产业链介入影视业务，打造影视平台	9
2.4. 借东方星空打造投资平台	9
3. 盈利预测	10
3.1. 传统业务	10
3.2. 新收购业务	10
3.3. 估值	11
4. 风险提示	11

图表目录

表格 1 浙报传媒 2008-2011 年关键财务指标	4
表格 2 浙报传媒 2011 年分行业收入情况	5
表格 3 浙报传媒 2010-2013 年业绩承诺	5
表格 4 浙江日报新闻发展有限公司财务情况	6
表格 5 钱江报系有限公司财务情况	6
表格 6 杭州边锋和上海浩方业绩及收购估值	8
表格 7 杭州边锋和上海浩方历史业绩及 2012 年业绩预测	8
表格 8 东方星空已投资项目列表	9
表格 9 浙报传媒传统业务盈利预测简表	10
表格 10 浙报传媒新收购业务盈利预测简表	10

1. 公司概况

1.1. 简介

浙报传媒集团股份有限公司，是中国第一家媒体经营性资产整体上市的报业集团、浙江省第一家上市的国有文化集团，2011 年完成对*ST 白猫的资产重组上市，大股东为浙报传媒控股集团有限公司，持有上市公司 64.62%的股权。

公司的实际控制人为浙江日报报业集团，公司主营业务包括报刊杂志业务、新媒体业务和印刷业务。报刊杂志业务主要包括浙江日报、钱江晚报两大综合类报刊的运营，以及浙江省内下属 9 个市县的日报业务和老年报、美术报、浙商传媒等三家专业报刊相关业务；新媒体业务主要为浙江在线的运营；印刷业务主要承接集团内报纸的印刷业务，也代印《人民日报》、《解放日报》、《经济日报》等中央地方报刊在浙江的印刷业务。

1.2. 近期收购

1.2.1. 收购杭州边锋 100%股权和上海浩方 100%股权

2012 年 4 月 10 日公司公布非公开发行 A 股股票预案，拟通过非公开发行股份的方式募集资金收购杭州边锋网络技术 100%的股权和上海浩方在线 100%的股权。5 月 10 日，公司发布预案修订版。公司拟非公开发行股份数量不超过 1.8 亿股，募集资金总额不超过 25 亿元。控股股东浙报控股本次认购的股份数量不低于非公开发行量的 10%，发行底价为 13.90 元/股。本次收购总价约为 32 亿元。

边锋和浩方两家公司都属于以休闲娱乐互动内容为核心的多终端垂直型交互社区，主营业务包括在线棋牌、电子竞技平台、桌面游戏及其他社区平台增值业务的开发、发行、推广和运营，拥有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞、三国杀等众多知名品牌。边锋 2011 年营业收入 4 亿元，净利润 1.6 亿元；浩方 2011 年实现营业收入 0.59 亿元，净利润 0.13 亿元。

1.2.2. 收购东方星空 44%股份

公司 2012 年 4 月 6 日公告《收购浙报控股持有的东方星空 44%股份暨关联交易重大事项》，拟以 2.6 亿元收购浙报控股持有的东方星空创业投资有限公司 44%的股权。收购完成后，公司将成为东方星空第一大股东。

东方星空是浙江省内第一支文化产业基金，主要宗旨是积极培育省内文化传播产业中的骨干企业和新兴文化产业，目前已经完成投资额 3.65 亿元，包括股权投资项目 6 个，影视类项目投资 3 个。股权投资中，东方星空持股 1.07%的宋城股份已经上市，持股比例分别为 5%和 5.84%的杭州华银教育多媒体科技股份有限公司和华数传媒网络有限公司都已经在上市申报进程中，未来 2-3 年将会带来较大的资本增值。

1.3. 财务分析

1.3.1. 历史业绩持续增长

2008-2011 年，公司业绩持续增长，营业收入和净利润均保持增长趋势。

表格 1 浙报传媒 2008-2011 年关键财务指标

主要会计数据	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
--------	--------	--------	--------	--------

营业总收入（百万元）	913.69	933.52	1213.43	1342.28
(+/-)	-	2.17%	29.98%	10.62%
利润总额（百万元）	151.80	181.74	232.33	259.08
(+/-)	-	19.72%	27.84%	11.52%
归属于上市公司股东的净利润（百万元）	126.91	158.40	209.15	218.08
(+/-)	-	24.81%	32.04%	4.27%

资料来源：公司公告、东北证券

1.3.2. 年报及一季报情况

浙报传媒 2011 年实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 10.62%，净利润 2.18 亿元，同比增长 4.27%；2012 年第一季度实现营业收入 2.93 亿元，同比增长 2.37%，净利润 0.47 亿元，同比下降 17.26%。

表格 2 浙报传媒 2011 年分行业收入情况

分行业	营业收入(百万元)	营业成本(百万元)	毛利率(百万元)	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减
发行收入	374.31	433.83	-15.90%	17.32%	10.49%	7.17%
广告收入	771.99	176.52	77.13%	7.65%	11.98%	-0.89%
印刷收入	62.52	47.31	24.34%	9.49%	3.04%	4.73%
其他收入	83.64	50.71	39.38%	0.44%	-6.53%	4.52%
合计	1292.47	708.36	45.19%	9.85%	8.90%	0.48%

资料来源：公司公告、东北证券

2. 分析与判断

2.1. 传统报纸业务业绩增长确定性较高

公司现有业务主要为报刊广告、发行、印刷和新媒体经营等，基于报刊及新媒体平台的广告收入是公司主要收入利润来源。

2.1.1. 一季报负增长主要原因是广告收入下滑，预计下半年有望好转

公司净利润今年首季出现负增长，主要原因是：（1）新闻纸张价格上涨带来成本上升；（2）房地产广告同比大幅下滑，拖累整体广告收入；（3）二季度有望止住下滑趋势，下半年业绩有望转好，全年业绩承诺兑现应该不成问题。

表格 3 浙报传媒 2010-2013 年业绩承诺

	2010	2011	2012	2013
承诺金额（百万元）	184.42	195.98	215.16	238.27

资料来源：公司公告、东北证券

2.1.2. 报刊业务：县市报增长较快

公司的报刊业务包括浙报板块、都市报板块、专业报刊板块和县市报板块。浙

报板块业务主要是指公司负责运营的浙江省委机关报《浙江日报》的经营业务；都市报板块主要包括《钱江晚报》和《今日早报》的经营业务；专业报刊板块包括《浙商》系列杂志、《美术报》、《浙江老年报》等报纸杂志的经营业务；县市报业务板块包括浙江省内乐清市、瑞安市、海宁市、绍兴县、诸暨市、上虞市、东阳市、永康市、温岭市等九县市的日报的经营业务。

2.1.2.1. 《浙江日报》

《浙江日报》是中共浙江省委机关报，发行量已连续 14 年稳居全国省级党报发行量第二位，是浙江省内最具权威性和影响力的主流纸质媒介，主要面向浙江省内各级党政领导机关、企事业单位、大中专院校、省直属单位、金融、卫生等各系统及个人订户发行，发行范围覆盖浙江全省城乡。《浙江日报》广告经营效益名列全国省级党报第一位（直辖市除外）。2009 年《浙江日报》荣获 2008—2009 中国报刊广告投放价值省级日报第一名，上榜“中国 500 最具价值品牌”。2010 年，《浙江日报》再获“2009-2010”中国报刊广告投放价值排行榜全国日报第一名的殊荣。

定位和读者群决定了《浙江日报》整体营收情况基本稳定。

表格 4 浙江日报新闻发展有限公司财务情况

项目	2008	2009	2010 年 1-9 月	2011
营业收入（百万元）	147.93	149.79	129.18	188.87
净利润（百万元）	28.41	49.06	32.59	45.52
净资产（百万元）	66.74	87.53	73.20	43.85

资料来源：公司公告、东北证券

2.1.2.2. 钱江报系

公司独资的钱江报系有限公司负责运营都市报《钱江晚报》和《今日早报》，两份都市报的经营已经实现了“考核授权统一、出版标准统一、客服质量统一、制度规范统一”四个统一。

《钱江晚报》是浙江省第一份晚报，为浙江省内版面最多、发行量最大、效益最好的报纸之一，主打浙江全省市场；《今日早报》为一张 4 开都市类报纸，主打杭州市场。

都市报面临较大转型压力，房地产、汽车等行业不景气拖累公司广告收入。公司都市报业务未来的发展方向是进一步寻求广告来源多元化，分散经营风险，目前旅游、教育等行业广告增长较快。

表格 5 钱江报系有限公司财务情况

项目	2008	2009	2010 年 1-9 月	2011
营业收入（百万元）	510.16	502.35	483.60	577.61
净利润（百万元）	83.62	104.04	73.00	143.32
净资产（百万元）	243.32	291.39	212.40	111.36

资料来源：公司公告、东北证券

2.1.2.3. 专业报刊

公司经营的专业报刊主要包括：《浙商》、《美术报》和《浙江老年报》，整体的经营思路是多元化，深度挖掘品牌、读者、客户等资源，大力推进媒介价值链开发。

《浙商》杂志创刊于 2004 年 7 月，是国内第一本以地缘商人作为主要报道和研究对象的大型财经杂志，在浙商宣传和浙商研究等方面先后策划、推出了许多深具影响力的报道，并围绕促进浙商不断创新发展这一主题组织了多种形式的社会活动，目前每年有近三万人次的浙商参与《浙商杂志》组织的各项活动。2007 年《浙商杂志》成功通过了世界权威发行认证机构 BPA 的发行认证，成为浙江省内第一家也是唯一一家获得 BPA 认证的期刊。除传统发行渠道外，《浙商》杂志还在浙江国航航班、VIP 值机柜台等商务场所提供免费阅读，目前已经进入全国所有省会城市机场、重点城市高端商务场所。《浙商》杂志已经发行 iPad/iPhone/Android 等主流移动终端版本，总装机激活量超过 2 万次。

《美术报》创刊于 1993 年 10 月 25 日，是浙报集团与中国美术学院合作创办，由公司绝对控股、和中国美术学院合资的浙江美术报有限公司负责运营，是全国唯一的美术专业报。《美术报》全国发行量稳定增长，美术报公司积极进行多元化经营：开发教育培训市场、成立拍卖公司介入文物和艺术品拍卖市场。

《浙江老年报》创办于 1993 年 7 月，最初由浙江省委老干部局主管主办，内部发行。2002 年 1 月起，《浙江老年报》由浙报集团主办、浙江省委老干部局协办，并公开发行。2007 年 5 月 1 日起，改由浙报集团独家主管主办。《浙江老年报》是浙江省唯一的老年报，老年报的多元化经营包括：开展浙江孝贤评选，合作开发老年旅游市场等。

相对于传统报纸，专业杂志报纸杂志地域限制较小，有条件将发行范围覆盖全国，公司未来有望将《浙商》杂志的成功运作经验复制到其他专业领域，可能采取联合运营或并购等方式进入相应领域。

2.1.2.4. 县市报

公司的县市报业务主要包括《乐清日报》、《海宁日报》、《瑞安日报》、《绍兴县报》、《诸暨日报》、《上虞日报》、《东阳日报》、《永康日报》、《温岭日报》等 9 家县市报的广告、发行等经常性业务。各县市报均为当地唯一的日报，发展状况较好，受互联网冲洗影响较小。

2.1.2.5. 浙江在线

浙江在线是国内领先、浙江第一的新闻与资讯门户综合运营商，是浙江省唯一的省级重点新闻网站和综合性门户网站，国务院新闻办确定的地方重点新闻网站。网站定位于浙江省主流媒体、大众网站，日均访问量超过 1000 万。除常规新闻资讯内容之外，浙江在线还同时运营浙江手机报，并根据政策要求整合了浙江省内 40 余家县市新闻网站为旗下支站。

目前浙江在线的主要收入来源包括：基于网站的广告、信息服务和无线增值服务，增长势头良好。

2.1.2.6. 印务板块

公司的印刷业务 70%来自浙报集团旗下报纸，其他外部代印报业务约占 30%。印刷业务较为稳定，基本与报纸发行量变化趋势一致。未来的业绩增长取决于公司商务印刷和数码印刷业务的发展速度。

2.2. 通过收购边锋、浩方打造互动娱乐平台

2.2.1. 公司收购边锋和浩方主要是看中其平台价值和 2000 万活跃用户的价值。

浙报传媒传统业务主要是报刊经营，主要收入来源是广告。公司本身拥有的新闻传播平台已经较为成熟，而边锋和浩方的游戏平台及其用户群体都是公司所缺少的。公司此次跨媒体、跨业态收购是向综合性文化传媒集团转型的重要一步。报纸行业已经较为成熟，行业增速低于 10%，而网游行业仍处于成长期，行业增速约为 30%。杭州边锋和上海浩方 2011 年的月均活跃用户数近 2000 万人，月均新增注册用户数突破 300 万人，产品总数近 600 万。一方面，公司可以将自有的传统媒体业务的内容优势通过边锋和浩方的新媒体平台进一步扩大；另一方面，公司可以利用边锋和浩方领先的用户跟踪技术和用户数据库分析手段向传统报业用户推送更加精准、互动性和针对性更强的信息。

2.2.2. 收购有望显著增厚 12 年业绩，但收购价格不低

公司在 5 月 10 日公告的预案修订案中将收购价格略微下调，杭州边锋股权作价 29.1 亿元，对应 2011 年净利润市盈率 20 倍；上海浩方股权作价 2.9 亿元，对应 2011 年净利润市盈率 19 倍；合计 32 亿元，低于此前公布的 34.9 亿元。A 股互联网行业上市公司 2011 年估值约为 40 倍，高于公司此次收购，但也并不便宜，公司主要是认可两家标的公司的用户规模和平台价值。

表格 6 杭州边锋和上海浩方业绩及收购估值

2011 年财务数据	杭州边锋	上海浩方
营业收入（百万元）	402.44	58.85
净利润（百万元）	160.86	13.30
销售毛利率	81.76%	53.47%
销售净利率	35.91%	26.16%
估值	29.1 亿元，对应 2011 年净利润市盈率 18 倍	2.9 亿元，对应 2011 年净利润市盈率 22 倍

资料来源：公司公告、东北证券

按照公司公告中披露的业绩预测，如果公司 2012 年内完成定增，则浙报传媒 2012 年净利润将增加 1.92 亿元，传统业务按照业绩承诺 2.15 亿元计算，浙报传媒 2012 年净利润将达 4.07 亿元，按照定增完成后 6.10 亿元摊薄股本计算，2012 年每股收益有望达到 0.67 元（其中传统业务 0.35 元，新收购业务 0.32 元）。

表格 7 杭州边锋和上海浩方历史业绩及 2012 年业绩预测

公司	项目	2010A	2011 已审 实际数	2012E	2012 年预测同 比增长率
杭州边锋	营业收入（百万元）	264.89	402.44	509.89	27%
	净利润（百万元）	116.42	160.86	197.69	23%
	归属于母公司所有者 （百万元）	96.53	144.52	178.96	24%
上海浩方	营业收入（百万元）	33.67	58.85	64.18	9%
	净利润（百万元）	0.45	13.25	13.32	0%
	归属于母公司所有者 （百万元）	0.45	13.30	13.32	0%

资料来源：公司公告、东北证券

2.3. 全产业链介入影视业务，打造影视平台

公司将以此次收购为契机，与盛大公司展开更多合作。公司目前与盛大文学有过较多接触，基于盛大文学的资源，有计划共同投资影视剧，并以此为契机打造影视平台，业务范围将涉及编剧、影视投资、电影院建设等。公司控股的东方星空投资的《秦时明月之远古龙魂》将于今年暑期上映。

2.4. 借东方星空打造投资平台

东方星空目前都以自有资金投资，并未对外募集资金，收入来自投资收益，目前很难直接测算对公司利润的影响，但长期来看会有较大的资本增值。公司希望以东方星空为投资平台，未来会在影视产业、数字产品、旅游等方向做一个垂直性的基金，用更多的杠杆。另一方面，投资平台也将为公司提供更多的收购标的和业务转型思路。

表格 8 东方星空已投资项目列表

序号	被投资单位	投资日期	注册资本 (万元)	投资金额 (万元)	持股比例	上市进 度	被投资公司 2011 年营业 收入(万元)	被投资公司 2011 年净利润 (万元)
1	杭州宋城旅游发展股份有限公司	2009 年 4 月	36,960	3,097.74	1.07%	已经上市	50,453.22	22,221.86
2	《寻龙夺宝》电影投资	2009 年 4 月		300				
3	杭州天极峰数字娱乐有限公司	2010 年 1 月	1,600	700	9.33%		2,129.17	-595.03
4	北京随视传媒科技有限公司	2010 年 6 月	812.62	3,000	14.56%		10,129.90	931.43
5	杭州华银教育多媒体科技股份有限公司	2010 年 8 月	5,500	1,500	5%	计划于 2012 年 3 月底前申报	15,243.35	3,233.18
6	华数传媒网络有限公司	2011 年 7 月	34,481.73	24,089	5.84%	上市申报中	129,008.19	11,572.78
7	《彼岸 1945》电影投资	2011 年 12 月		1.00				
8	《秦时明月》电影投资	2012 年 2 月		500.00				
9	杭州安恒信息技术有限公司	2012 年 3 月	2,250	2,250	12.5%		6,006.69	1,191.20

资料来源：公司公告、东北证券

3. 盈利预测

3.1. 传统业务

报纸行业已经是成熟行业，整体行业增长较慢。一方面，广告行业受宏观经济增长放缓影响预计行业增速将放缓至 10% 左右；另一方面，传统媒体受新媒体冲击较大，互联网广告对报纸广告的挤压效应越来越明显。浙报传媒的传统业务主要围绕旗下两份报纸《浙江日报》和《钱江晚报》展开，高增长虽然看不到，但整体经营较为稳定。

我们预计 2012-2014 年，公司传统业务仍将保持缓慢平稳增长，2012-2014 年营业收入分别为 14.14 亿元、15.64 亿元、17.27 亿元，分别同比增长 5%、11%、10%；归属于净利润分别为 2.30 亿元、2.42 亿元、2.54 亿元，分别同比增长 5%、5%、5%。

不考虑定向增发新增股本的情况下，预计公司传统业务 2012-2014 年每股收益分别为 0.53 元、0.56 元、0.59 元。

表格 9 浙报传媒传统业务盈利预测简表

财务摘要 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入 (百万)	1,342	1,414	1,564	1,727
同比 %	212%	5%	11%	10%
净利润 (百万)	259	273	287	302
归属母公司所有者净利润 (百万)	209.03	229.67	241.81	254.17
同比 %	8678%	5%	5%	5%
每股净收益 (元)	0.51	0.53	0.56	0.59
净资产收益率(ROE)	45.1%	44.0%	42.7%	41.5%
总股本	430	430	430	430

资料来源：公司公告、东北证券

3.2. 新收购业务

我国网络游戏行业 2004-2011 年年均复合增长率为 50.3%，2002-2005 年为爆发式增长，2006-2008 为游戏商业模式创新期，2009 年以来，网络游戏行业整体增速明显放缓。根据文化部的数据，2010 年、2011 年我国互联网游戏市场规模同比增长速度分别为 25.18% 和 33.02%。

据此，我们假设浙江边锋和上海浩方 2012-2014 年净利润复合增长速度为 25%，则 2012-2014 年公司新收购游戏业务净利润分别为 1.97 亿元、2.47 亿元、3.08 亿元。

表格 10 浙报传媒新收购业务盈利预测简表

	2011A	2012E	2013E	2014E
归属于母 公司所有 者净利润	157.82	197.28	246.59	308.24
(+/-)	62.73%	25%	25%	25%

资料来源：公司公告、东北证券

3.3. 估值

如果按照定向增发完成后最新股本 6.10 亿股计算，2012-2014 年，公司归属于母公司所有者净利润分别为 4.27、4.84 亿元、5.62 亿元，每股收益分别为 0.70 元、0.79 元、0.92 元，相对于当前股价市盈率分别为 21 倍、19 倍、16 倍，净利润增速分别为 16.35%、13.35%、16.12%。

由于定向增发议案尚未通过公司股东大会审议，因此我们暂不考虑新收购业务的收入、利润及股本的影响，仅按照公司传统业务计算估值，则公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.53 元、0.56 元、0.59 元，相对于当前股价市盈率分别为 28 倍、26 倍、25 倍，估值优势并不显著，首次给予谨慎推荐评级。

4. 风险提示

新媒体冲击加剧导致公司传统业务广告收入低于预期；新收购网游业务业绩波动风险较大。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	560	904	1,256	1,672	净利润	259	273	287	302
交易性金融资产	0	904	1,256	1,672	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	139	72	161	96	折旧及摊销	64	110	110	110
存货	54	44	67	58	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	-4	-15	-22	-30
流动资产合计	795	1,055	1,534	1,872	投资损失	1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-111	38	9	58
长期投资净额	178	178	178	178	其他	0	0	0	0
固定资产	514	514	514	514	经营活动净现金流量	215	420	406	470
无形资产	68	125	181	237	投资活动净现金流量	-81	-57	-57	-57
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-29	-19	2	3
非流动资产合计	822	768	715	662	企业自由现金流	474	348	327	383
资产总计	1,617	1,824	2,249	2,534					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	159	93	192	130		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	284	299	331	365	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.51	0.53	0.56	0.59
流动负债合计	481	424	561	540	每股净资产 (元)	2.13	2.67	3.23	3.82
长期借款	0	1	3	6	每股经营性现金流量 (元)	0.50	0.98	0.95	1.09
其他长期负债	10	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	20	0	0	0	营业收入增长率	212.0%	5.3%	10.6%	10.4%
负债合计	491	425	564	546	净利润增长率	8678.1%	5.3%	5.3%	5.1%
归属于母公司股东权益合计	916	1,145	1,387	1,641	盈利能力指标				
少数股东权益	210	253	298	346	毛利率	45.1%	44.0%	42.7%	41.5%
负债和股东权益总计	1,617	1,824	2,249	2,534	净利率	16.2%	16.2%	15.5%	14.7%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	27	27	27	27
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	23	23	23	23
营业收入	1,342	1,414	1,564	1,727	偿债能力指标				
营业成本	737	791	896	1,010	资产负债率	30.4%	23.3%	25.1%	21.6%
营业税金及附加	78	71	78	86	流动比率	1.65	2.49	2.74	3.46
资产减值损失	1.50	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.54	2.38	2.62	3.36
销售费用	147	155	172	190	费用率指标				
管理费用	132	138	153	169	销售费用率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
财务费用	-4	-15	-22	-30	管理费用率	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-0.3%	-1.1%	-1.4%	-1.7%
投资净收益	-1	0	0	0	分红指标				
营业利润	249	273	287	302	分红比例				
营业外收支净额	10.55	0.00	0.00	0.00	股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	259	273	287	302	估值指标				
所得税	0	0	0	0	P/E (倍)	29.24	27.77	26.37	25.09
净利润	259	273	287	302	P/B (倍)	6.96	5.57	4.60	3.89
归属于母公司净利润	218	230	242	254	P/S (倍)	4.75	4.51	4.08	3.69
少数股东损益	41	43	45	48	净资产收益率	23.8%	20.1%	17.4%	15.5%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760