

智明星通价值显著低估，战略转型已经开启，买入评级

公司深度

◆**智明星通——海外版 360+优秀游戏研发公司**：早期公司以网页游戏研发运营为突破点，12 年开始正式涉足移动游戏和互联网平台业务，先后研发多款成功手游，并推出导航网站和免费安全软件业务（类似 360 安全卫士和导航网站），逐步搭建了面向海外市场的“流量入口——平台——游戏与应用产品”的闭环互联网产品生态系统，目前公司互联网业务用户规模 7000 万。

◆**我们认为智明星通价值被显著低估，合理估值 105—147 亿元**：

- 1) 智明星通是 A 股优秀的互联网平台型公司，公司互联网业务（安全软件和导航网站）自 12 年开始至今非常短时间内产品用户规模快速提升，行业指标排名靠前，目前已经进入快速变现期，用户规模和用户价值两个维度成长空间均非常广阔，我们预测互联网业务未来三年营收和净利润复合增速 63%和 43%，17 年将超过游戏成为公司最主要业务（占比 53%）；
- 2) 智明星通是 A 股最优秀的拥有游戏研发、运营、渠道的全产业链公司，精品研发和国际化发行核心竞争优势明显，持续开发和发行长线游戏能力非常突出，公司自研游戏产品高达 80%的高成功率、远超国内游戏的长生命周期、持续稳定的流水规模以及较高的用户付费率水平，目前公司有两款手游产品《clash of kings》和《Age of Warring Empire》位列美国 google play 畅销榜前 20 位，其中《clash of kings》月流水有望超过 5000 万元；
- 3) 我们通过多重维度对比分析认为智明星通合理估值 105-147 亿元。

◆**中文传媒战略转型已经开启**：公司已明确向全媒体文化产品与服务运营商的转型战略，本次并购将加快后续战略转型步伐，智明星通未来将作为公司在娱乐、新媒体和国际化方面进行运作的基础和重要战略枢纽，智明星通管理层持股的类混合所有制架构也为公司传统产业与互联网融合以及后续互联网新业态布局提供激励机制和智力保障。

◆**估值与投资建议**：智明星通的行业经验、团队优势、优秀产品、业务多元化和市场全球化，使得其运营风险较低、未来的收入和盈利预期成长性良好；我们预计 15 年智明星通业绩超出对赌概率极大，按照分部估值法，传统业务 15 年 20 倍估值对应市值 195 亿元，智明星通市值 105 亿，公司合理市值 300 亿元，对应增发后目标价为 21.5 元，存在 40%以上的上涨空间，首次覆盖，给予买入评级。

◆**风险提示**：传统业务下滑、市场拓展低于预期、互联网行业竞争风险；
业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	10,003	11,387	12,258	16,523	19,957
营业收入增长率	43.29%	13.83%	7.65%	34.80%	20.78%
净利润（百万元）	507	637	802	1,221	1,520
净利润增长率	4.88%	25.78%	25.79%	52.39%	24.43%
EPS（元）	0.36	0.46	0.58	0.88	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.97%	11.11%	12.51%	16.36%	17.39%
P/E	41	33	26	17	14
P/B	5	4	3	3	2

买入（首次）

当前价/目标价：14.64/21.50 元

目标期限：6 个月

分析师

余李平（执业证书编号：S0930514070001）

021-22169312

yuliping@ebscn.com

市场数据

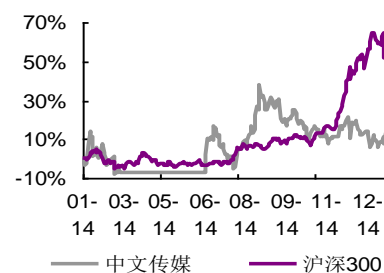
总股本(亿股)：13.15

总市值(亿元)：194.00

一年最低/最高(元)：11.66/26.42

近 3 月换手率：81.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.20	-47.47	-37.97
绝对	2.51	3.45	22.69

投资要件

关键假设

1) 假设公司互联网业务单活跃用户 ARPU 值在 3 年后 (2017 年) 达到业内同行 (二三四五, 16.57 元) 和竞争对手 (AVG, 2.53 美元) 一半的水平 (8 元); 2) 互联网业务活跃用户规模 15-17 年增速水平分别为 30%、25%、20%; 3) 杀毒软件付费用户占公司互联网业务活跃用户比重 15-17 年分别为 2%、4%、7%, 低于竞争对手 AVG 当前 10% 付费用户比重; 4) 保守预测公司 15 年游戏流水规模 10.32 亿元, 其中假设《clash of kings》15-17 年月流水规模分别为 3500 万、5000 万和 4000 万元;

我们区别于市场的观点

1) 我们认为智明星通是 A 股优秀的互联网平台型公司, 公司互联网业务 (安全软件和导航网站) 自 12 年开始至今非常短时间内产品用户规模快速提升, 行业指标排名靠前, 互联网业务目前已经进入快速变现期, 用户规模和用户价值两个维度的成长空间均非常广阔, 我们预测互联网业务未来三年营收复合增速 63%, 净利润复合增速 43%, 17 年互联网业务将超过游戏成为智明星通最主要业务, 营收占比将从 14 年的 26% 提升至 53%;

2) 我们认为智明星通是 A 股最优秀的拥有游戏研发、运营、渠道的全产业链公司, 精品研发和国际化发行核心竞争优势明显, 持续开发和发行长线游戏能力非常突出, 公司自研游戏产品高达 80% 的高成功率、远超国内游戏的长生命周期、持续稳定的流水规模以及较高的用户付费率水平, 目前公司有两款手游产品《clash of kings》和《Age of Warring Empire》位列美国 google play 畅销榜前 20 位; 其中《clash of kings》月流水有望超过 5000 万元;

3) 我们认为本次对智明星通的并购将加快中文传媒后续的战略转型步伐, 智明星通将作为公司在娱乐、新媒体和国际化方面进行运作的基础和重要战略枢纽, 智明星通管理层持股的类混合所有制架构也为公司传统产业与互联网融合以及后续互联网新业态布局提供激励机制和智力保障。

股价上涨的催化因素

智明星通用户规模快速成长、流量价值商业化加快推进; 游戏流水超预期; 中文传媒战略转型步伐加快。

估值和目标价格

考虑到智明星通 15 年并表, 预计中文传媒合并报表 14-15 年实现净利润 8 亿元和 12.21 亿元, 15 年净利润增速将达到 52.4%, 当前股价对应的估值水平仅为 17 倍 (已考虑股本摊薄, 配套募资发行 7737 万股后总股本 13.93 亿股, 当前 13.15 亿股); 我们预计 15 年智明星通业绩超出对赌概率极大, 按照分部估值法, 传统业务 15 年 20 倍估值市值目标 195 亿元, 智明星通按照保守 105 亿市值计算, 公司合理市值 300 亿元, 对应增发后的目标价为 21.5 元, 当前股价存在 46% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予买入评级。

投资风险

传统业务增速下滑风险; 海外市场拓展低于预期; 互联网行业竞争风险。

目 录

1、 交易方案和智明星通简介	6
1.1、 智明星通交易方案介绍	6
1.2、 智明星通：海外版 360+优秀游戏研发公司	6
2、 不同角度审视公司互联网业务价值.....	8
2.1、 互联网业务发展迅速已进入商业变现期.....	8
2.2、 用户规模和用户价值两个维度增长空间广阔.....	10
2.2.1 用户规模增长空间巨大，推广投入加大提升产品覆盖度	10
2.2.2 安全软件货币化刚刚开始，付费产品打开巨大空间.....	11
2.2.3 搜索引擎和效果广告双轮驱动，产品优化加快流量变现	12
2.3、 行业对比看公司互联网业务价值.....	13
3、 游戏业务：最具优势的中国游戏开发运营商	16
3.1、 精品化研发和国际化发行优势明显	16
3.2、 持续开发和发行长线游戏能力突出	18
3.3、 行业对比看公司游戏业务价值	20
4、 中文传媒：战略转型已经开启.....	21
5、 盈利预测与投资建议	23
5.1、 智明星通多维度估值：105—147 亿元	23
5.2、 中文传媒绝对估值.....	25
5.3、 中文传媒相对估值.....	26

图表目录

表 1：本次收购前后中文传媒股权结构变化.....	6
图 1：智明星通闭环互联网产品生态体系.....	6
图 2：智明星通互联网业务盈利模式.....	6
图 3：智明星通 YAC 安全软件界面.....	7
图 4：智明星通导航网站界面.....	7
图 5：智明星通营业收入快速增长（单位：万元）.....	7
图 6：智明星通各业务营收占比.....	7
表 2：国内外知名导航网站的流量和排名（截止 2014 年 10 月份）.....	8
图 7：YAC 安全软件下载突破亿次.....	9
图 8：Softonic 系统清理软件下载排名.....	9
图 9：奇虎 360 用户和营收增长情况.....	9
图 10：智明星通互联网业务已进入快速变现期.....	9
图 11：智明星通已布局市场互联网渗透率和增长率.....	10
图 12：智明星通已布局市场人口规模.....	10
图 13：webssearches.com 用户分布情况.....	10
图 14：v9.com 用户分布情况.....	10
图 15：二三四五和智明星通广告费用营收占比.....	11
图 16：二三四五和智明星通净利率水平.....	11
图 17：智明星通安全软件变现渠道.....	11
图 18：360 安全卫士流量变现渠道.....	11
表 3：AVG 安全软件付费用户和付费收入情况介绍.....	12
表 4：智明星通互联网业务收入构成（单位：万元）.....	12
图 19：智明星通搜索引擎有效点击量和收入趋势.....	12
图 20 智明星通搜索引擎单次点击费率趋势（单位：元）.....	12
表 5：avg 互联网业务搜索引擎检索量和千次检索价格.....	13
图 21：智明星通导航网站广告推广位链接丰富.....	13
图 22：智明星通导航网站链接内容逐渐丰富.....	13
表 6：二三四五具体业务介绍.....	14
表 7：智明星通与二三四五详细业务对比.....	14
表 8：智明星通与二三四五财务数据对比.....	14
表 9：AVG 营收组成、用户数据与单用户价值情况.....	15
表 10：智明星通成功发行运营的游戏作品.....	16
表 11：2014 年智明星通上线游戏情况介绍.....	17
图 23：智明星通精品化游戏研发优势明显.....	17
表 12：智明星通知名游戏产品的全球发行情况（截止 2014 年 10 月份）.....	18
图 24：《clash of kings》googleplay 畅销榜排名.....	18

图 25 : 《Clash of Kings》游戏截屏	18
图 26 : 《Age of Warring Empire》付费用户和人均 arppu 值	19
图 27 : 《Age of Warring Empire》用户付费率和月流水	19
图 28 : 《Battle Alert》付费用户和人均 arppu 值	19
图 29 : 《Battle Alert》用户付费率和月流水	19
图 30 : 《弹弹糖》付费用户和人均 arppu 值	19
图 31 : 《弹弹糖》活跃用户付费率和月流水	19
表 13 : 智明星通游戏业务流水预测 (单位: 万元)	20
表 14 : A 股游戏公司净利率水平	20
图 32 : 智明星通游戏业务国际视野对比	21
图 33 : 中文传媒营收维持高速增长 (单位: 亿元)	21
图 34 : 中文传媒营收占比结构图	21
表 15 : 中文传媒夯实传统主营业务、以及向新业态方向的转型举措	22
图 35 : 中文传媒和智明星通融合协同效应	22
表 16 : 并购智明星通的战略意义	23
表 17 : 智明星通营业收入预测 (单位: 万元)	23
表 18 : 智明星通互联网业务营收预测	24
表 19 : 智明星通游戏流水规模预测 (单位: 元)	24
表 20 : 智明星通盈利情况预测	25
表 21 : 中文传媒绝对估值相对假设	25
表 22 : 中文传媒 FCFF 估值结果	26
表 23 : 中文传媒 FCFF 估值敏感性分析	26
表 24 : 中文传媒绝对估值结果汇总	26
表 25 : 中文传媒盈利预测表 (未包含智明星通并表)	26
表 26 : 传统媒体估值一览表	27
表 27 : 中文传媒盈利预测表 (包含智明星通并表)	27

1、交易方案和智明星通简介

1.1、智明星通交易方案介绍

中文传媒通过采取发行股份及支付现金的方式向枫杰投资、沐森投资、深圳利通、创新工场以及唐彬森等购买智明星通 100% 股权，同时向不超过 10 名投资者配套融资 8.9 亿元；智明星通承诺 14-16 年实现净利润不低于 1.51 亿元、2.02 亿元和 2.51 亿元；本次交易智明星通估值 26.6 亿元，对应的 PE 分别为 17.6、13.2 和 10.6 倍。交易完成后，公司控制人仍为江西省出版集团，持股比例将变更为 54.3%，智明星通管理层持股 7.73%，深圳利通（腾讯计算机关联方）持股 1.58%。

表 1：本次收购前后中文传媒股权结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量 (股)	持股比例 %	持股数量 (股)	持股比例 %
江西省出版集团公司	755,541,032	63.7221	755,541,032	54.2538
枫杰投资	—	—	67,129,038	4.8204
沐森投资	—	—	7,049,024	0.5062
深圳利通	—	—	21,938,794	1.5754
唐彬森	—	—	9,653,278	0.6932
谢贤林	—	—	7,495,451	0.5382
周雨	—	—	4,108,315	0.2950
认购非公开发行 股份的 股东	—	—	77,370,564	5.5558
其他股东	430,140,483	36.2779	442,318,821	31.762
合计	1,185,681,515	100.00	1,392,604,317	100.00

资料来源：公司公告

1.2、智明星通：海外版 360+优秀游戏研发公司

成立于 2008 年的智明星通，是国内知名互联网平台和游戏研发公司，早期以网页游戏研发运营为重要突破点，12 年公司开始正式涉足移动游戏和互联网平台业务，先后研发多款成功手游，并推出导航网站和免费安全软件业务（类似 360 安全卫士和导航网站），逐步搭建了面向海外市场的“流量入口——平台——游戏与应用产品”的闭环互联网产品生态系统，公司以海外市场为主，目前互联网业务受众规模 7000 万。

图 1：智明星通闭环互联网产品生态体系



资料来源：公司公告

图 2：智明星通互联网业务盈利模式



资料来源：公司公告

- **流量入口层：**通过安全软件及网址导航的免费服务，获取互联网用户，基于用户流量为下游客户提供分流服务及互联网广告服务。主要产品包

括；YAC 安全软件，www.V9.com、www.22find.com、www.omiga-plus.com 和 www.webssearches.com 等导航网站。

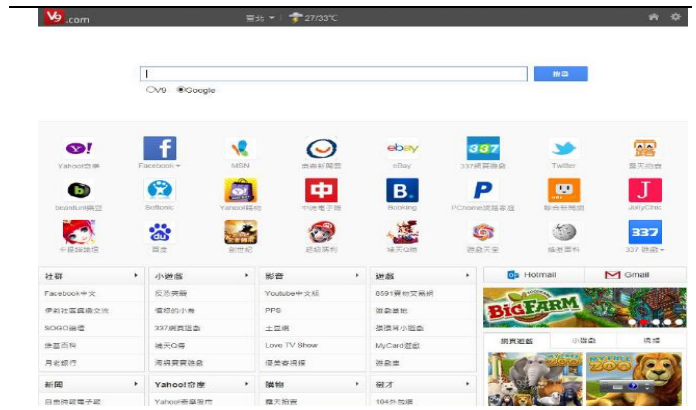
- **平台业务层：**确保流量入口层的流量能够高效的导入相关游戏产品和电子商务网站，同时也确保访问游戏产品和电商网站的用户能够获取更好的本地化服务，提升用户粘度和品牌忠诚度。
- **游戏与应用 APP 开发层：**依托流量入口优势以及游戏发行能力，组建了各具特点的研发工作室，研发工作室的产品能够提高智明星通利润率，并配合流量入口层和发行业务层开展各种业务机会尝试。

图 3：智明星通 YAC 安全软件界面



资料来源：互联网

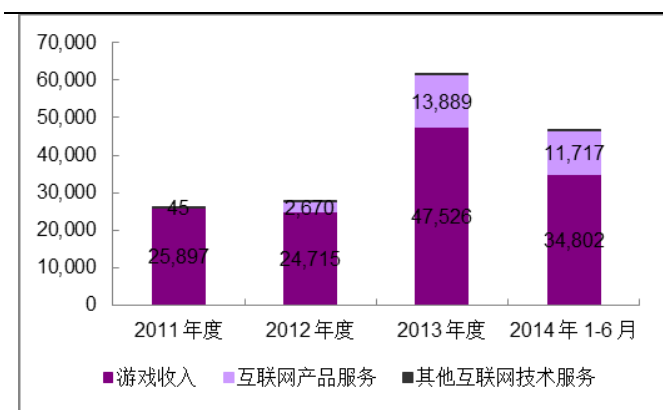
图 4：智明星通导航网站界面



资料来源：互联网

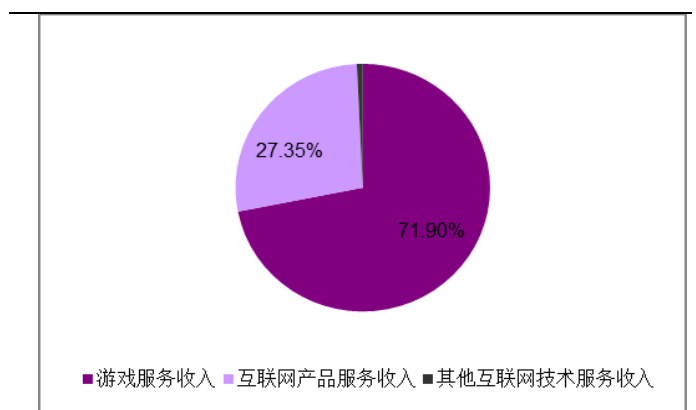
公司主营分为互联网业务（导航网站、安全软件、互联网平台）和游戏业务（自研游戏以及游戏代理发行）；近年来公司营收保持强劲增长势头，其中游戏业务是公司收入主要来源，导航网站等互联网平台业务产生的广告收入和服务费快速增长，海外业务贡献了公司 90% 以上收入规模；依靠产品质量优势、本地化处理技术和优秀市场推广能力，公司已经建立了覆盖北美、亚洲、欧洲、南美约 40 个国家和地区的业务网络。

图 5：智明星通营业收入快速增长（单位：万元）



资料来源：公司公告

图 6：智明星通各业务营收占比



资料来源：公司公告

- 智明星通营业收入保持着强劲增长势头，2013 年公司实现营收 6.18 亿元，实现净利润 7581 万元，分别同比增长 123%和 456%；2014 年 1-11 月公司分别实现营收和净利润为 8.3 亿元和 1.42 亿元，公司承诺 2014 年将实现净利润 1.51 亿元。

- 游戏业务是重点收入来源，13 年实现收入 4.75 亿元，同比增长 92.3%，营收占比 76.9%，其中自研游戏业务实现收入 2.2 亿元，同比增长 56%，营收占比为 36%，代理游戏业务实现收入 2.51 亿元，同比增长 143%，营收占比为 41%，2014 年 1-11 月公司游戏业务实现收入 6 亿元。
- 公司互联网产品服务业务是指导航网站和互联网平台等业务产生的广告收入和服务费，13 年实现收入 1.39 亿元，同比增长 420%，营收占比 22%；14 年 1-11 月实现收入 2.28 亿元，业务占比提升至 27%。

2、不同角度审视公司互联网业务价值

公司自 12 年起开始布局互联网平台业务，12 年底开始正式推出导航网站，13 年底开始推出 YAC 安全软件，在非常短时间内，产品用户规模快速提升，行业指标排名靠前，我们认为公司安全软件和互联网导航业务已经具备较强的竞争优势，用户规模和用户价值两个维度的成长空间均非常广阔，14 年互联网业务规模预计超过 2.5 亿元，营收占比接近 30%；随着用户规模的提升，我们预计互联网业务 17 年将超越游戏业务成为公司最大业务来源。

2.1、互联网业务发展迅速已进入商业变现期

公司互联网产品服务业务是指导航网站、杀毒软件和互联网平台等业务产生的广告收入和服务费，盈利模式通过免费或有偿推广获取用户流量后通过广告或增值业务进行流量价值变现产生收益；公司自 2012 年起开始涉足互联网平台行业，12 年底开始正式推出导航网站业务，13 年底开始推出 yac 杀毒软件业务，在非常短时间内，产品用户规模快速提升，行业指标排名靠前，为海外超过 40 多个国家和地区提供十几种语言的安全软件和导航网站服务。

- 导航网站业务方面，通过 Alexa 网站查询，截止 15 年 1 月 24 日，www.webssearches.com 世界排名 258 名，最高排名 220 名，www.omega-plus.com 排名 431 名，v9.com 排名 885 名，22find.com 排名 1200 名左右，部分导航网站在巴西、意大利等地区排名前 100 名。

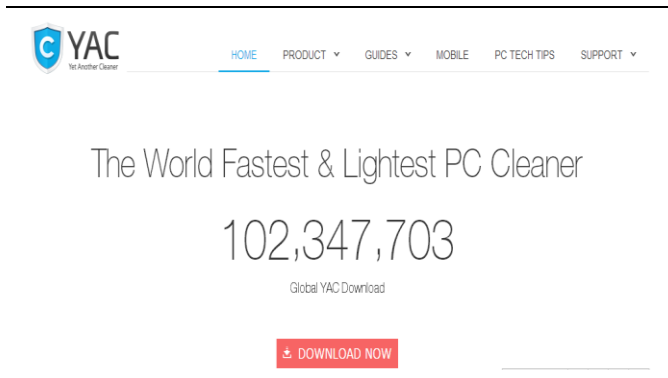
表 2：国内外知名导航网站的流量和排名（截止 2014 年 10 月份）

网站名称	全球排名	部分区域排名	日均访问网站的 IP 数量（月平均）	日均页面浏览量（月平均）
www.hao123.com	15	中国 6 巴西 31	167,700,000	503,100,000
www.360.cn	28	中国 9	98,370,000	295,110,000
www.sogou.com	116	中国 16 韩国 93	30,210,000	90,630,000
istart.webssearches.com	311	巴西 41 印尼 65	16,710,000	33,420,000
www.V9.com	532	意大利 197 印度 319	8,310,000	8,310,000
isearch.omega-plus.com	590	泰国 88 伊朗 159	6,750,000	6,750,000
www.2345.com	609	中国 93 台湾省 1,210	6,360,000	6,360,000
www.22find.com	1025	墨西哥 319 波兰 346	5,250,000	5,250,000
智明星通旗下 主要导航网站合计			37,020,000	53,730,000

资料来源：公司公告

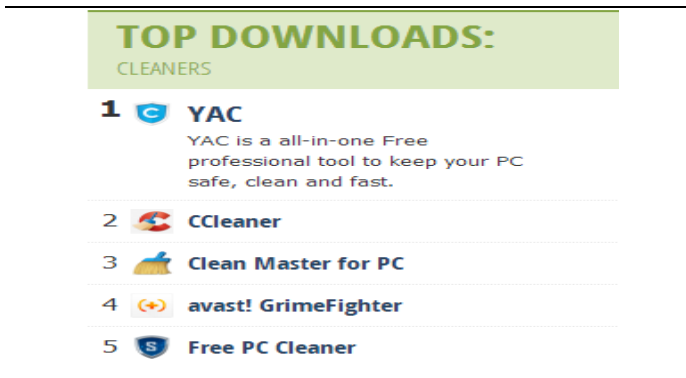
- 杀毒软件业务方面：YAC 目前已经实现下载量超过 1 亿次，按照欧洲领先下载站点 Softonic 最新下载排名榜，YAC 在应用软件下载排名中第六，在系统清理软件排名中排名第一，周下载量超过 3 万，月下载量超过 10 万，Softonic 渠道总下载量接近 800 万（猎豹移动推出 **Clean Master for PC** 版本目前 Softonic 月下载量在 5 万附近，总下载量仅为 26 万左右。）

图 7：YAC 安全软件下载突破亿次



资料来源：yac.mx

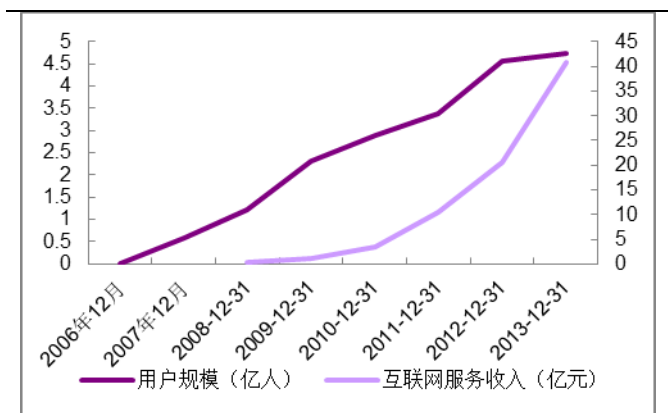
图 8：Softonic 系统清理软件下载排名



资料来源：Softonic.com

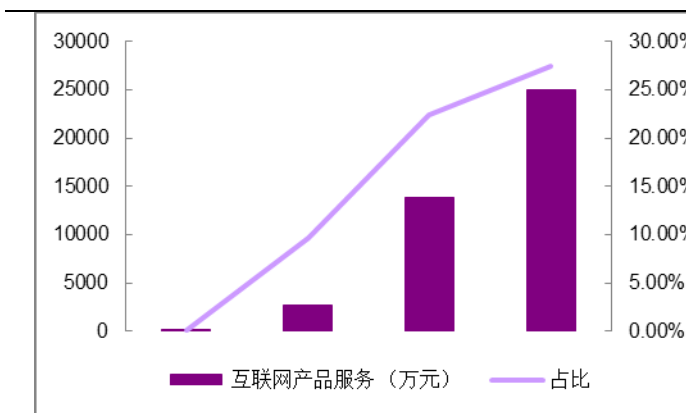
网址导航及杀毒软件属于互联网入口业务，在发展初期需要大量的研发和推广资金投入，通常发展初期流量变现能力较低，需要持续的资金投入获取用户带来规模和品牌优势后才能实现流量价值变现；以奇虎 360 为例，06 年 7 月正式推出 360 安全卫士，经过 2 年半的运营推广后在 08 年底用户规模达到 1.22 亿人次，用户价值的商业变现在 09 年底才逐渐显现，互联服务收入首次突破 1 亿元；相比较于早期 360，公司的用户积累速度和商业化速度更加快速，yac 杀毒软件推出一年左右下载量便超过亿次，导航网站用户规模、流量指标排名靠前，充分表明公司业务能力突出，竞争优势明显；公司互联网业务发展迅速并已进入快速变现期，过去两年复合增速超过 200%，我们预计 14 年公司互联网业务营收规模将达到 2.5 亿元，同比增长 80%，营收占比接近 30%。随着公司用户规模的提升，包括 Yahoo、Google、InfoSpace 等世界知名搜索网站和 Matomy Media、Mari Media 等互联网广告商成为公司主要客户。

图 9：奇虎 360 用户和营收增长情况



资料来源：公司公告

图 10：智明星通互联网业务已进入快速变现期



资料来源：公司公告

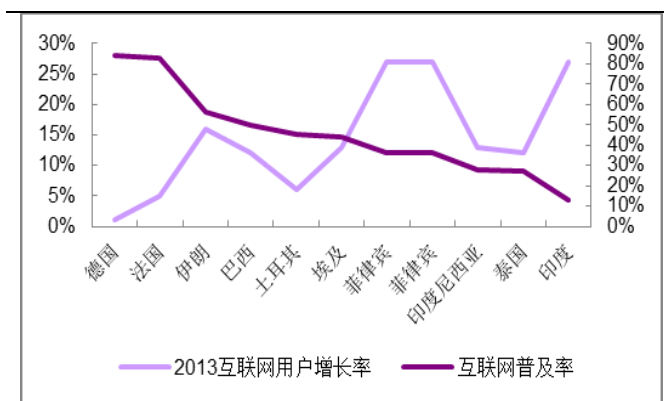
2.2、用户规模和用户价值两个维度增长空间广阔

公司互联网业务增长主要驱动因素来自于用户规模持续增长和流量价值的深度挖掘；我们认为公司在用户规模和用户价值两个维度的成长空间均非常广阔：公司已布局市场和潜在市场用户规模空间巨大，后续将通过增加导航网站平台数量及覆盖区域、优化推广渠道等方式增加用户基数；公司安全软件用户规模庞大发展潜力突出，商业化价值将逐渐显现，新推出的付费杀毒产品有望打开新的市场空间，导航网站产品优化加快流量变现，搜索引擎分流业务价值齐升，效果广告业务蓄势待发。

2.2.1 用户规模增长空间巨大，推广投入加大提升产品覆盖度

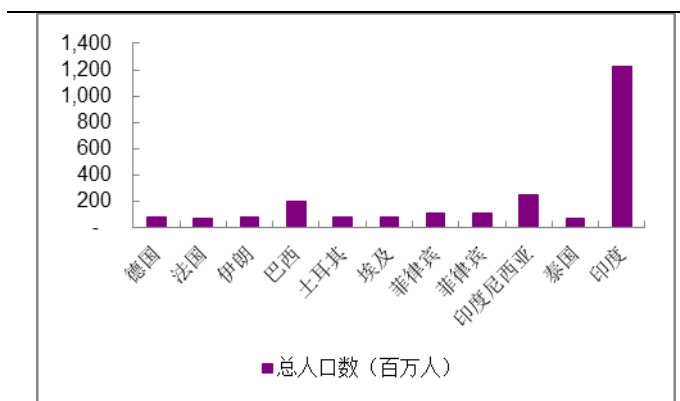
已进入市场和潜在市场用户规模空间巨大：公司互联网业务流量来源分散多元化，长尾效应比较明显，业务布局国家目前主要包括印度、印尼等东南亚、西欧，土耳其、南美等市场，考虑到这些目标市场巨大的人口基数和逐步提升的互联网渗透率，后续将存在巨大的流量增长空间。公司目标布局全球市场，覆盖英语、葡语、西语等语种国家，未来将通过增加导航网站平台数量及覆盖区域、优化推广渠道等方式增加互联网用户基数。

图 11：智明星通已布局市场互联网渗透率和增长率



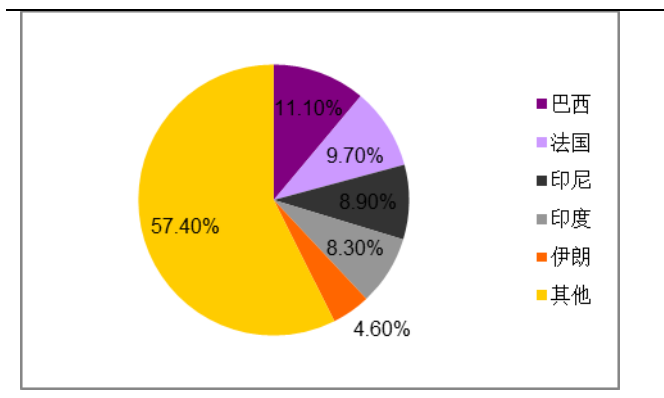
资料来源：kpcb，互联网

图 12：智明星通已布局市场人口规模



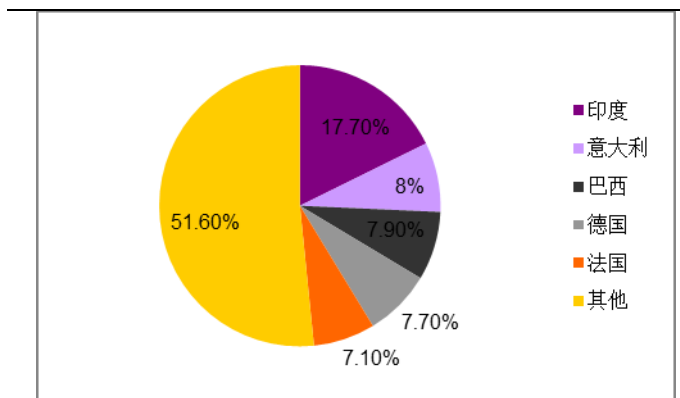
资料来源：kpcb，互联网

图 13：webssearches.com 用户分布情况



资料来源：alexa.com，互联网

图 14：v9.com 用户分布情况

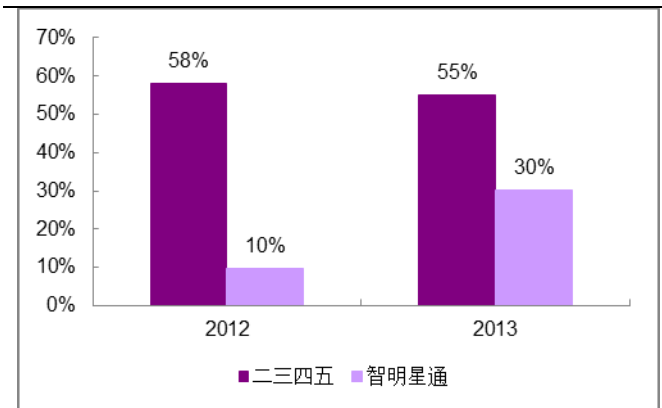


资料来源：alexa.com，互联网

公司广告推广费用占比逐步提升，后续仍存在提升空间：公司互联网业务推广方式包括线上、线下广告投放、品牌宣传、第三方付费推广等，为了提升导航网站和安全软件知名度，公司广告推广费用投入在快速增长，12 年、13 年及 14 年上半年，公司广告费用投入分别为 2708 万元、1.88 亿元和 1.69 亿

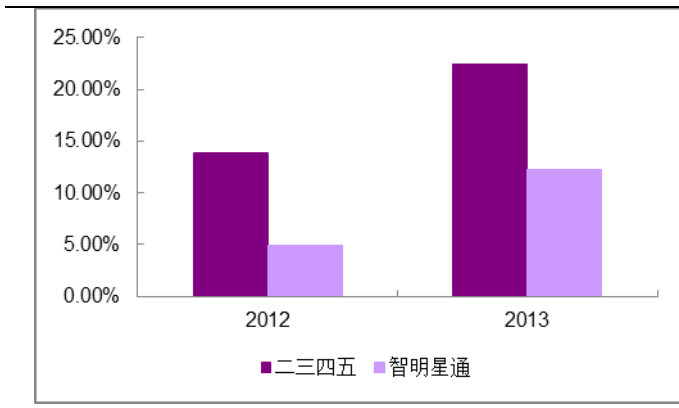
元，13年广告推广费用同比增加592%，广告推广费用占营收比重从12年9.77%快速提升至36.23%，但相较于业内公司，广告推广费用占比仍存在巨大提升空间，通过业务推广经验积累、推广渠道优化，未来公司互联网业务的活跃用户数将进一步提升，并有效提升互联网业务总体盈利水平。

图 15: 二三四五和智明星通广告费用营收占比



资料来源: 公司公告

图 16: 二三四五和智明星通净利率水平



资料来源: 公司公告

2.2.2 安全软件货币化刚刚开始，付费产品打开巨大空间

相较于360安全卫士，目前YAC安全软件的货币化尚处于初期阶段，YAC软件“安全防护”目录下的“锁定浏览器首页”和“锁定默认搜索引擎”两项为其仅有的商业化变现渠道，未出现360安全卫士强制捆绑限制用户选择影响用户体验的情况；后续随着公司对产品的不断优化，在保存用户体验和留存率的情况下有望将YAC流量引导到自有的导航页面上，提高安全软件和导航网站的用户重合度（目前预计在30%左右），对安全软件流量进行深度货币化挖掘。

图 17: 智明星通安全软件变现渠道



资料来源: 互联网, 光大证券研究所

图 18: 360 安全卫士流量变现渠道



资料来源: 互联网, 光大证券研究所

同时公司也在积极尝试付费安全杀毒软件版本，新推出的YAC Anti-Malware Premium版本较免费版本提供自动更新、恶意网站保护等功能，目前定价**20美金1年3台机器**的套装价格，较竞争对手AVG单付费用户**15.9美元**收费标准具有明显的竞争优势；以行业竞争对手AVG为例，杀毒软件付费收入占据总体收入的62%，达到2.5亿美元规模，平均年付费用户1600万

人，付费用户占其活跃用户比重约 10%；按照智明星通 YAC 软件 1 亿次下载量，假设 10% 付费用户占比，潜在可开拓的市场空间预计将达到 7000 万美金约 4 亿元。

表 3：AVG 安全软件付费用户和付费收入情况介绍

	2011	2012	2013
总收入 (亿美元)	2.72	3.56	4.07
付费总收入 (亿美元)	1.76	1.97	2.51
杀毒软件期末付费用户 (百万人)	15	15	16
杀毒软件平均付费用户 (百万人)	14	15	16
单付费用户贡献收入 (美元)	12.39	13.09	15.9

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2.3 搜索引擎和效果广告双轮驱动，产品优化加快流量变现

网址导航运营商通过向用户提供免费网址导航服务来积累用户数量，通过向搜索引擎提供分流和向互联网客户提供推广与营销服务以实现自身盈利。从收入结构对比来看，公司导航网站营收目前主要来自于搜索引擎分流业务，来自网站推广与营销的业务规模尚小，我们认为公司来自搜索引擎收入和网站推广营销收入存在较大增长空间，海外重点地区搜索引擎激烈竞争带来的检索价格提升，以及公司对导航页面的优化带来导航页链接地址以及效果推广链接的增加将成为公司导航网址业务内生增长的主要推动力。

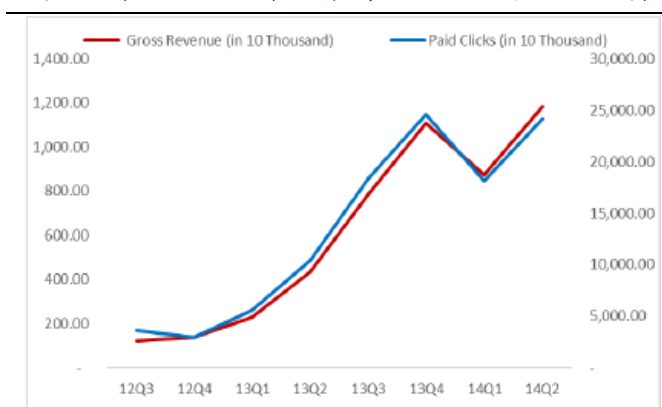
表 4：智明星通互联网业务收入构成 (单位：万元)

分类	2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
搜索引擎	9,284.24	79.24%	12,100.23	87.12%	2,061.41	77.20%
广告及推广	2,432.76	20.76%	1,788.40	12.88%	608.95	22.80%
互联网产品总计	11,717.00	100.00%	13,888.63	100.00%	2,670.36	100.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

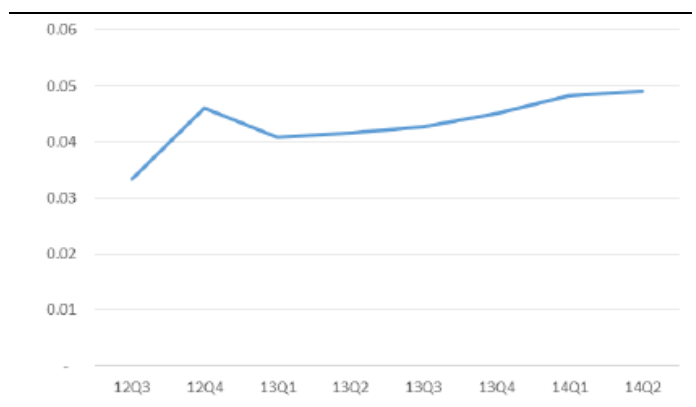
检索价格提升仍存在巨大空间：2013 年，智明星通互联网业务来自搜索引擎的收入为 1.2 亿元，占比达到 87%，主要客户为 yahoo 和 google，相比较于国内搜索引擎市场目前较为稳定的竞争格局，海外市场主流搜索引擎的国际化和本地搜索引擎的竞争更加激烈，将带来搜索引擎点击费率的上升，目前公司搜索引擎的千次点击费率为 50 元，相比较于 AVG 平均 23 美元的千次检索收费仍存在巨大的上涨空间。

图 19：智明星通搜索引擎有效点击量和收入趋势



资料来源：公司公告

图 20 智明星通搜索引擎单次点击费率趋势 (单位：元)



资料来源：公司公告

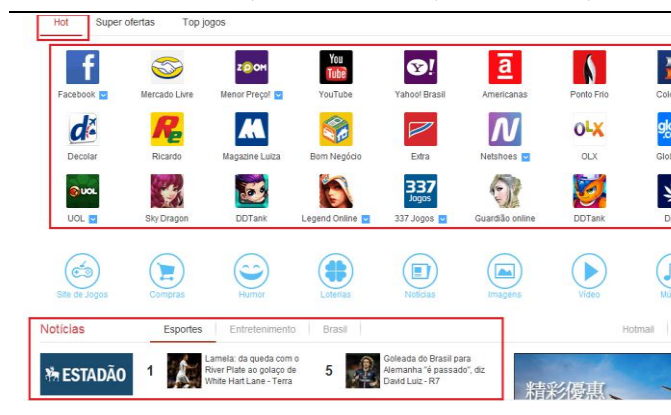
表 5: avg 互联网业务搜索引擎检索量和千次检索价格

	2011	2012	2013
总收入 (亿美元)	2.72	3.56	4.07
互联网业务收入 (亿美元)	0.97	1.59	1.56
搜索检索量 (亿次)	40.91	72.02	67.12
千次搜索互联网业务收入 (美元)	24	22	23

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

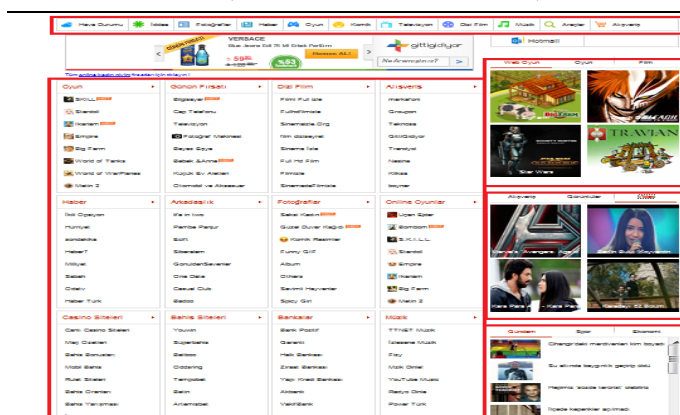
导航网站推广与营销业务收入分为按导航链接包月推广收入和与客户按推广效果确认的收入, 其中页面包月推广导航链接收入取决于页面导航链接数量和单价, 与客户按推广效果确认的收入取决于商务谈判和网站运营质量(用户留存率/点击率等); 13 年公司来自网站推广与广告营销的收入仅为 0.24 亿元, 不及 2345 网站的 1/10, 相比较而言公司导航页首页的网址链接地址数量较少 (目前 2345 导航页的链接地址数量超过 400 个, 单个链接地址包月价格介于 3 万元至 27 万元之间, 包年价格在 35 万元至 320 万之间) 同时基于广告效果的营销服务规模尚小; 目前公司已经根据各地互联网发展情况优化各地的网址导航网站的设计与布局, 增加导航页链接网址数量、并提高与各地区电商网站的合作挖掘流量价值, 公司已经开始与各地电商网站积极合作(巴西市场引入“巴西淘宝网” Mercado Livre、“巴西京东” Americanas; 在土耳其市场成功引入 Ebay 等), 并通过不断增加新内容、新产品、新频道(如图片、新闻、天气、游戏、购物、团购等), 增加用户点击可选范围。

图 21: 智明星通导航网站广告推广位链接丰富



资料来源: 公司公告

图 22: 智明星通导航网站链接内容逐渐丰富



资料来源: 公司公告

2.3、行业对比看公司互联网业务价值

我们认为公司导航网站价值无论是在流量规模、后续货币化空间上较二三四五网站均存在较为明显优势, 考虑到两家公司业绩对赌目标基本相近, 公司市值规模应与 2345 相近; 海隆软件 (002195) 以 26.5 亿元总对价收购二三四五 100% 权益, 收购完成后海隆软件目前总市值 164 亿元, 本次收购前公司原有业务市值约为 17 亿元, 按此推算二三四五估值约为 147 亿元。

二三四五专注于互联网上网入口平台的研发和运营, 核心产品包括 2345 网址导航、2345 浏览器产品, 通过为用户提供安全方便快捷的上网入口积累了庞大的用户群体, 2013 年末 2345 网址导航用户数约 3200 万, 位居行业

第三, 2345 浏览器用户数超过 1000 万, 排名行业前十; 同时二三四五也积极研发 2345 好压压缩软件、2345 软件大全、2345 看图王等战略性产品提高其品牌知名度和综合竞争力。

表 6: 二三四五具体业务介绍

	二三四五	智明星通	简单介绍
导航网址	2345 网址导航 (www.2345.com)	webssearches.com V9.com Omega-plus.com 22find.com	通过在其网址导航页面的特定位置放置搜索引擎框或客户网站的名称、文字或图片链接目标信息, 向搜索引擎运营商提供用户分流服务, 引导用户增加客户网站访问量, 并按导航链接刊期或推广效果确认收入。
流量导入工具	2345 浏览器产品	YAC 软件	推广导航网站功能, 是网址导航实现用户规模快速增长、提升平台价值的最有效方式之一。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

海隆软件 (002195) 以 26.5 亿元总对价收购二三四五 100% 权益的并购交易已于 2014 年 9 月 30 日完成, 按照增发后股本 (3.49 亿) 计算海隆软件目前总市值 164 亿元, 本次收购前公司原有业务市值约为 17 亿元, 按此推算二三四五的估值约为 147 亿元, 承诺 14-16 年实现利润规模分别不低于 1.5 亿元、2 亿元、2.5 亿元。

- 从网站流量对比, 智明星通三大导航网站流量均高于 2345, 流量来源更加分散多元化, 长尾效应比较明显, 用户主要来自于拉美、金砖、西欧等国家, 考虑这些国家互联网渗透率的提升, 后续将存在巨大流量增长空间。

表 7: 智明星通与二三四五详细业务对比

	智明星通		二三四五	
导航网站全球流量排名 (alex.com)	webssearches.com	311	2345.com	585
	V9.com	531		
	Omega-plus.com	590		
导航网站用户规模	全球范围内积累 8000 万月活跃用户		用户规模约 3200 万, 日活用户数量 1000 万	
导航网站流量来源	前四大流量来源网站 facebook、google、youtube、yahoo 贡献的流量比重在 20% 左右, 来自搜索引擎的流量占比均较低, 在 1% 左右。		2345 仅来自百度、腾讯、淘宝平台的流量占比超过 25%, 这与国内互联网流量愈加集中于 BAT 生态系统相关, 搜索引擎流量来源占比约 6%。	
公司自有流量推广	YAC 目前已经实现下载量超过 1 亿次; 按照欧洲领先下载站点 Softonic 最新下载排名榜, YAC 在系统维护软件排名中排名第一。		2345 浏览器是网址导航实现用户规模快速增长、提升平台价值的最有效方式, 目前浏览器用户数超过 1,000 万。	
导航网站用户分布	前五大地区用户占比接近 50%; 重点用户包括印度、巴西、印尼、法国、泰国、意大利等国家。		2345 网站 97% 用户来自中国。	

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

- 从收入规模上来看, 公司互联网业务整体营收规模仍然较小, 主要源于目标市场互联网渗透率较低以及用户 ARPU 值较低有关, 目前公司导航网站用户的平均 ARPU 值仅为二三四五的 1/6; 后续随着公司用户规模和用户 arpu 值的提升, 收入将呈现快速增长态势;

表 8: 智明星通与二三四五财务数据对比

	智明星通	二三四五
互联网业务营收规模(单位: 亿元)	1.39	4.97
其中:搜索引擎(单位: 亿元)	1.15	1.37
互联网推广和营销服务(单位: 亿元)	0.24	3.6
用户 ARPU 总值(单位: 元)	2.78	16.57

搜索引擎业务用户 ARPU 值(单位: 元)	2.3	4.57
互联网推广营销业务 ARPU 值(单位: 元)	0.48	12

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

我们将公司安全软件业务与 AVG 进行对比, AVG 主营安全软件业务, 与公司 YAC 形成直接竞争关系, 相比较而言, AVG 覆盖市场的互联网渗透水平和用户消费水平较高, 收入主要来自于付费杀毒软件和平台收入(搜索引擎流量和广告收入); 按照 AVG 公司 65 亿估值, 如按照单用户市值推算, 智明星通安全软件业务的市值规模应在 32 亿元。

AVG Technologies 成立于 1991 年, 主要业务为个人、企业电脑用户以及移动用户提供最全面、主动的网络保护, 使电脑和移动设备免遭网络病毒攻击与安全性威胁。AVG 主要覆盖的市场包括美国、荷兰、捷克、塞浦路斯、英国、德国、法国、德国、以色列和中国, 其中超过 55.6% 营收来自在美洲, 来自欧洲、中东、非洲等地区的营收占比达到 38%。相比较而言, 智明星通覆盖的国家主要为包括印度、印尼等东南亚、西欧, 土耳其、南美等市场, 这些公司的互联网渗透水平和用户消费水平较 AVG 仍存在一定差距。

2014 年 7 月, AVG Technologies 公司市值约 10.59 亿美元(65 亿元), 2013 年总营业收入为 4.07 亿美元, 其中软件收入为 2.51 亿美元, 占比 61.61%, 平台收入(搜索引擎流量和广告收入) 1.56 亿美元, 占比 38%; AVG Technologies 活跃用户数量为 1.61 亿, 单活跃用户贡献收入为 2.53 美元(与 2345 用户价值相近); 智明星通活跃用户数为其一半左右, 如按照单用户市值推算, 智明星通杀毒软件业务的市值规模应在 32 亿元。

表 9: AVG 营收组成、用户数据与单用户价值情况

	2011	2012	2013
期末活跃用户 (百万人)	108	146	177
平均活跃用户 (百万人)	103	127	161
杀毒软件期末付费用户 (百万人)	15	15	16
杀毒软件平均付费用户 (百万人)	14	15	16
总收入 (亿美元)	2.72	3.56	4.07
期末活跃用户 (百万人)	108	146	177
平均活跃用户 (百万人)	103	127	161
单活跃用户贡献收入 (美元)	2.65	2.8	2.53
付费总收入 (亿美元)	1.76	1.97	2.51
杀毒软件期末付费用户 (百万人)	15	15	16
杀毒软件平均付费用户 (百万人)	14	15	16
单付费用户贡献收入 (美元)	12.39	13.09	15.9
互联网业务收入 (亿美元)	0.97	1.59	1.56
搜索检索量 (亿次)	40.91	72.02	67.12
千次搜索互联网业务收入 (美元)	24	22	23

资料来源: 公司公告

AvG 活跃用户定义: 1) 安装过 avg 杀毒软件、avg 移动端产品或使用 avg 安全搜索的用户, 上述用户使用 avg 服务超过 2 次, 或最近 30 天超过 1 次; 2) 付费杀毒软件用户; 智明星通互联网业务活跃用户定义: 为导航网站及 YAC 等客户端软件的去重加总之和, 最新活跃用户规模接近 8000 万。

3、游戏业务：最具优势的中国游戏开发运营商

我们认为智明星通是 A 股市场上最优质的游戏公司，公司是拥有网络游戏研发、运营、渠道的全产业链公司，“精品研发+国际化发行”是核心竞争优势明显；精品化研发实力体现在公司自研游戏产品 80% 的高成功率、较长的生命周期、可观的流水规模以及较高的用户付费率水平，公司依托自有流量入口和游戏发行优势形成的游戏研发体系更具贴近市场具有竞争力；国际化发行优势体现在国际化、多渠道的游戏分发实力上，公司通过多年积累，建立了强大的海外渠道和丰富的海外发行经验上，同时公司自有 337 游戏平台流量拥有较大优势，后续货币化价值的释放有望带来更大价值的空间。公司是稀缺的拥有多款游戏跻身国际市场排行榜前 20 名的中国游戏开发商，持续开发和发行长线游戏能力突出：目前公司有两款手游产品《clash of kings》和《Age of Warring Empire》位列美国 google play 畅销榜前 20 位，其中《clash of kings》于 2014 年底上线，排名美国 google play 第 11 名，月流水有望超过 5000 万元，《Age of Warring Empire》自 11 年 12 月上线以来，目前流水仍然维持在 2000 万元以上；公司自主研发的《Battle Alert》、《Happy Farm》等其他游戏也曾排行许多国家游戏畅销榜 top10。

3.1、精品化研发和国际化发行优势明显

智明星通自 2008 年成立以来便通过自研和代理国内网页游戏进入国际市场，并先后自研《开心农场》和代理《弹弹堂》等成功网页游戏，2012 年公司开始发力手机游戏市场，自主成功研发《Age of Warring Empire》、《Battle Alert》等手机游戏产品，公司游戏业务保持高增速；13 年公司游戏业务实现收入 4.75 亿元，同比增长 92.3%；其中自研游戏和代理游戏规模分别为 2.24 亿元和 2.5 亿元，分别同比增长 55.7% 和 143.1%。14 年 1-11 月，公司游戏收入规模接近 6 亿元。

- 自成立至今公司累计代理产品近百款，目前正在代理的游戏包括《弹弹堂》、《仙落凡尘》、《修仙魂》、《勇者之塔》和《补天 Q 传》等多款网页游戏和《悍将三国》、《比武招亲》、《七龙》、《凡仙》、《逆天 OL》、《北欧战记》等多款手机游戏；2014 年已经上线的新增代理游戏 8 款、签订了代理协议的代理游戏 24 款。
- 目前为公司贡献游戏收入的游戏产品包括《开心农场》、《世界争霸》、《Age of Warring Empire》、《Battle Alert》、《弹弹堂》、《悍将三国》等，合计月流水保守预测超过 3500 万元，2014 年公司已有 4 款手游产品上线测试运营，其中《clash of kings》目前排名美国 google 畅销榜排名第 11 位，预计当前流水规模超过 2000 万元。

表 10：智明星通成功发行运营的游戏作品

游戏类型	游戏名称	上线日期	类型	发行地区	流水规模
移动游戏	《Age of Warring Empire》	2011 年 12 月	自研	面向欧美市场的策略经营型游戏	截至 2014 年 6 月底，该游戏在全球的注册用户超过 2,800 万、月活跃用户数超过 100 万，月充值金额达到人民币 1,500 万元以上。
	《Battle Alert》	2012 年 10 月	自研	面向全球的即时策略类游戏	截至 2014 年 6 月底，该游戏在全球注册用户数超过 1,800 万，月活跃用户超过 200 万，月充值金额达到人民币约 600 万元。
	悍将三国	2012 年 12 月	代理	独家代理在中国台湾、韩国、日本、泰国的运营发行	截至 2014 年 6 月，该游戏注册玩家超过 250 万，月活跃用户超过 25 万，月充值金额达到人民币 600 万元以上。
网页游戏	开心农场	2009 年 9 月	自研	面向全球的模拟经营	截至 2014 年 6 月底，该游戏在全球的注册用

				营类社交网页游戏	户超过 3,700 万,月活跃用户为超过 40 万,开心农场自上线以来最高月充值金额达到人民币 1,600 万元以上。现在流水金额约 60 万元;
世界争霸	2012 年 10 月	自研		登陆腾讯开放平台,主要运营区域为中国大陆。	截至 2014 年 6 月底,该游戏在中国的注册用户数超过 900 万,月活跃用户数超过 35 万,月充值金额达到人民币 300 万元以上。
弹弹堂	2011 年 1 月	代理		巴西、土耳其、德国、波兰、西班牙	截至 2014 年 6 月,注册玩家超过 5,500 万,月活跃用户约 150 万,月充值金额达到人民币约 700 万元

资料来源:公司公告

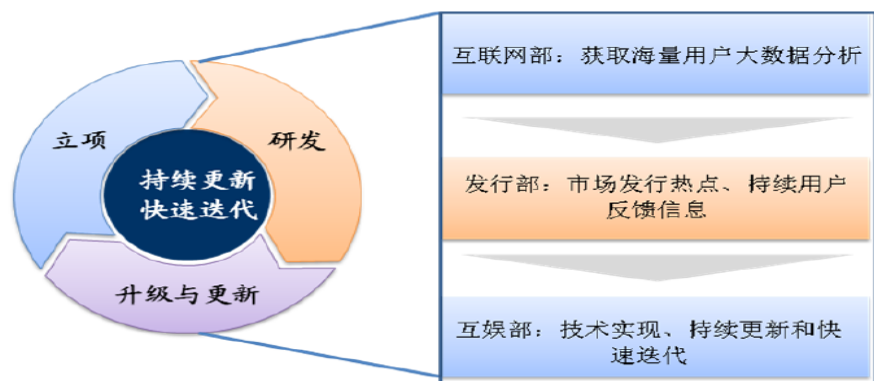
表 11: 2014 年智明星通上线游戏情况介绍

游戏名称	游戏类型	游戏简介	开发时间	研发阶段	上线时间	注册用户	月活跃用户
clash of kings	即时战略	中世纪题材,写实风格的城	2014 年 4 月至今	上线运营	2014q4 上线	7173939	3559760
clash of spartan	战斗策略	古希腊神话题材,战斗策略	2.0 版本: 2014 年 8 月至今	上线运营	2014q4 上线	1782915	202202
empire siege	即时战略	古希腊神话题材,写实风格的即时战略游戏	2014 年 6 月 23 日至今	上线运营	2014q4 上线	33577	33577
booty bay	模拟经营	卡通风格海盗 sim 游戏	2014 年 7 月 15 日至今	上线运营	2015q1 上线	34465	34465

资料来源:公司公告

公司拥有出色的精品化研发实力,体现在公司自研游戏产品 80% 的高成功率以及较长的生命周期和可观的流水规模上,依托公司的流量入口优势以及游戏发行能力形成的研发和推广体系,公司能够在游戏产品研发环节统筹协调产品开发与运营环节,优化产品和服务,游戏产品更具有市场竞争力,有效提高产品的成功率和生命周期。

图 23: 智明星通精品化游戏研发优势明显



资料来源:公司公告

国际化发行优势体现在公司国际化、多渠道的游戏分发实力上:公司目前已建立覆盖全球的海外发行渠道并积累了丰富的海外发行经验;手游分发渠道包括 APP store 和 Google Play,公司已经发行超 10 款移动游戏,大部分产品发行范围超过 50 个国家;页游分发渠道包括自有 337 游戏平台以及 Facebook 等渠道,其中自有导航网站超过 facebook 成为 337 页游平台的第一大流量来源,充分凸显了公司搭建的“流量—平台”的商业模式,有利于提高游戏产品的成功率和变现能力。

公司具有成熟团队和丰富的研发运营经验,后续产品储备丰富,借助精品研发和海外发行优势,公司游戏业务将维持高速增长:公司目前下设 5 个游戏研发工作室、3 个游戏代理团队,每个工作室在同一时间可运营 1~3 款自研

游戏，每个团队在同一时间可代理运营的游戏数量在 10~30 款不等；目前公司已与代理协议并即将上线的代理游戏包括《幻想江湖》、《天降》、《攻城略地》、《枪林弹雨》、《天天爱打牌》、《降魔录》和《圣剑传说》等；预计未来每年标的公司可新增 8-10 款代理游戏，计划每年将推出 2-3 款自研精品游戏产品。

3.2、持续开发和发行长线游戏能力突出

智明星通持续开发和发行长线游戏能力突出：公司是稀缺的拥有多款游戏跻身国际市场排行榜前 20 名的中国游戏开发商；目前公司有两款手游产品《clash of kings》和《Age of Warring Empire》位列美国 google play 畅销榜前 20 位，其中《clash of kings》于 2014 年底上线，排名美国 google play 第 11 名，《Age of Warring Empire》自 11 年 12 月上线以来，目前流水仍然维持在 2000 万元以上；公司自主研发的《Battle Alert》、《Happy Farm》等其他游戏也曾排行许多国家游戏畅销榜 top10。

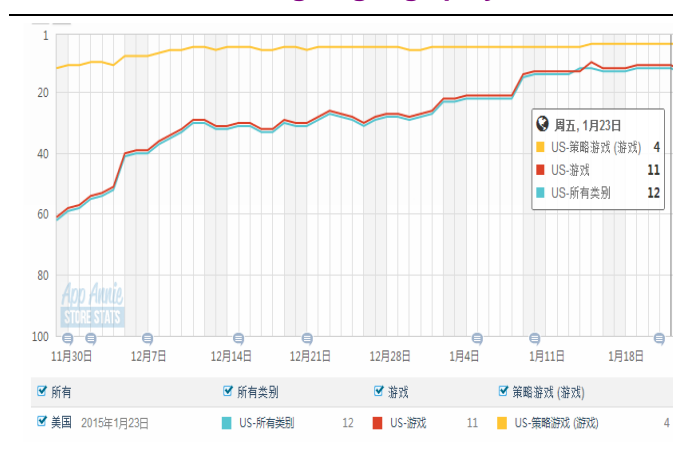
表 12：智明星通知名游戏产品的全球发行情况（截止 2014 年 10 月份）

发行商	游戏名称	发行平台	发行时间	top1	top5	top10	top100	top500	top1000
Empire Game Studio	Battle Alert:War of Tanks	GOOGLE PLAY	2012/9/29	0	3	7	47	51	51
ELEX Wireless	Age of Warring Empire	IOS	2013/6/17	3	13	20	67	80	81
xing cloud	Battle Alert:War of Tanks	IOS	2012/12/28	2	6	11	55	75	75
xing cloud	Battle Alert HD	IOS	2013/2/26	0	2	2	17	38	44
xing cloud	Happy Farm(HD)	IOS	2013/11/17	1	18	47	51	--	--
xing cloud	Happy Farm:Candy Day	IOS	2013/10/29	1	1	3	42	68	72
Empire Game Studio	Clash of Spartan	GOOGLE PLAY	2013/5/10	0	0	26	48	48	--
Skytouch	Clash of Spartan	IOS	2014/3/23	0	0	4	16	24	--

资料来源：app annie，光大证券研究所

- 2014 四季度公司研发的新游戏产品《clash of kings》上线，月活跃用户即达到 356 万，目前月流水已经超过 2000 万元，我们预计流水规模有望达到 5000 万元。《clash of kings》是一款以中世纪帝国为背景的手机即时战略类游戏，游戏玩家进入后会成为游戏大陆中一个国家的国王，需要不断的发展壮大国家直至最终成为整片大陆的霸主。

图 24：《clash of kings》googleplay 畅销榜排名



资料来源：appannie，光大证券研究所

图 25：《clash of kings》游戏截图

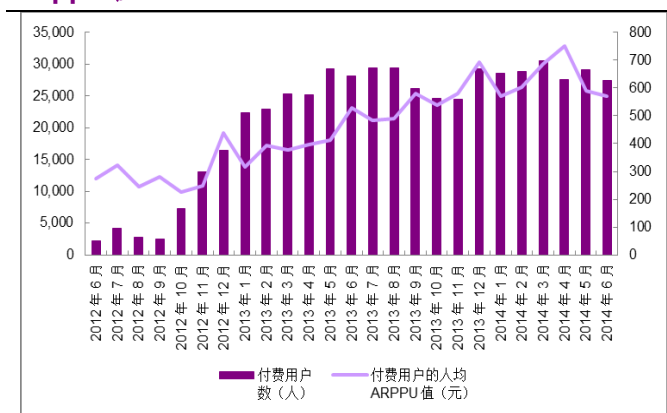


资料来源：互联网

- 《Age of Warring Empire》为策略类中重度游戏，自 11 年 12 月份上线至今付费用户数、用户 ARPPU 和付费率仍维持高位（月付费用户 2.7

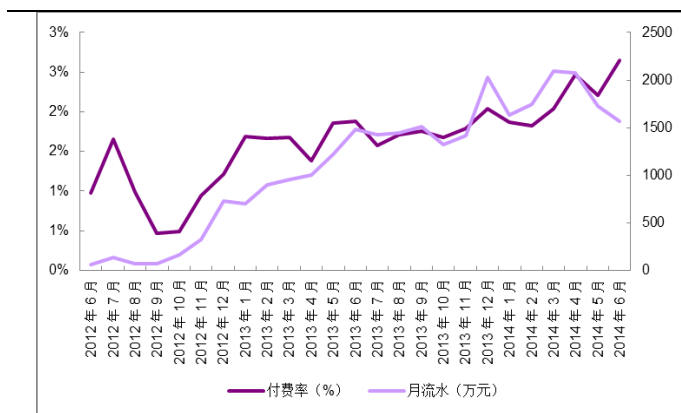
万、用户 ARPPU570 元，活跃付费率 2.65%），月流水规模仍然呈现不断攀升趋势，年流水规模超过 2 亿，预计生命周期仍将持续 2 年以上。

图 26: 《Age of Warring Empire》付费用户和人均 arppu 值



资料来源：公司公告

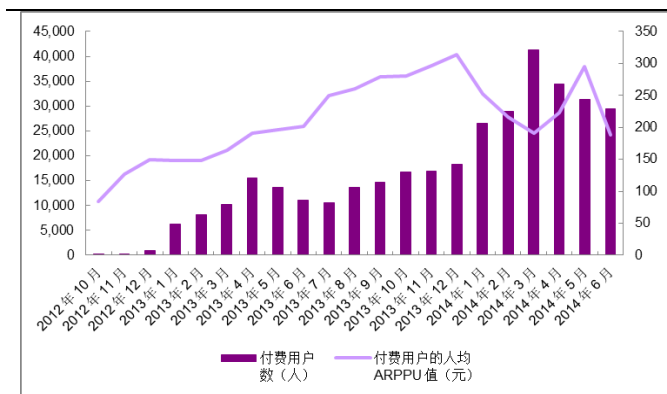
图 27: 《Age of Warring Empire》用户付费率和月流水



资料来源：公司公告

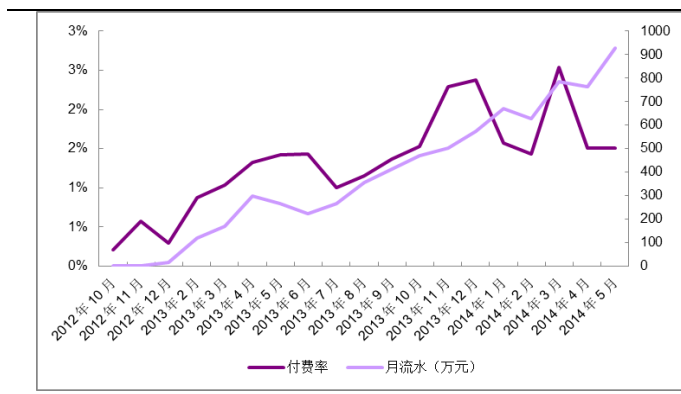
- 《Battle Alert》自 12 年 10 月份上线至今也已经超过 2 年，付费用户数和付费率仍然处于高位（月付费用户 2.9 万，活跃用户付费率 1.5%），月流水仍在不断创造新高（约流水规模 700 万），预计生命周期仍将持续 2 年以上。

图 28: 《Battle Alert》付费用户和人均 arppu 值



资料来源：公司公告

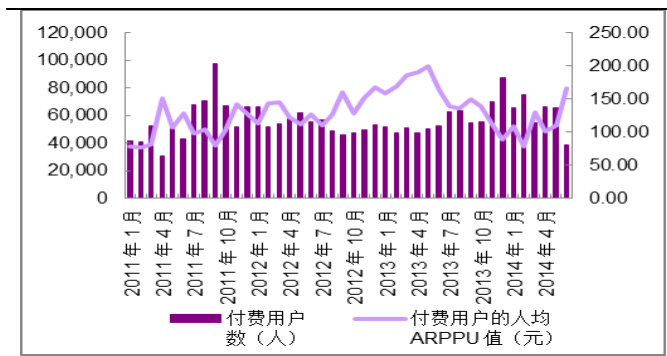
图 29: 《Battle Alert》用户付费率和月流水



资料来源：公司公告

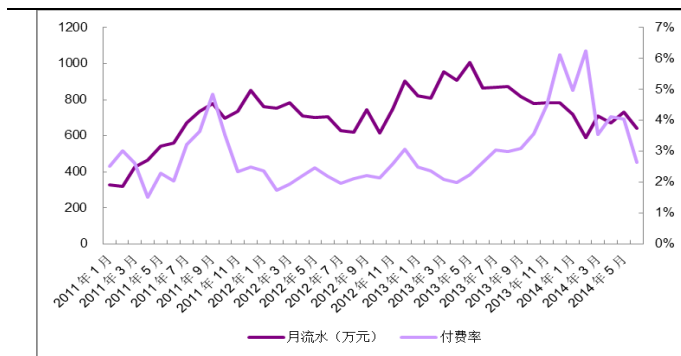
- 《弹弹糖》自 11 年 1 月份上线至今已经 4 年，虽然月流水、付费率、付费用户较历史高点有所回落，但用户 arpu 值仍处于历史高位，月流水稳定在 700 万附近，吸金能力非常出色。

图 30: 《弹弹糖》付费用户和人均 arppu 值



资料来源：公司公告

图 31: 《弹弹糖》活跃用户付费率和月流水



资料来源：公司公告

3.3、行业对比看公司游戏业务价值

我们预测 15 年智明星通自研手游流水规模将突破 10 亿元，其中《clash of kings》作为 15 年新增主力游戏，将贡献 4.2 亿流水规模；我们保守预测 16-17 年公司游戏流水增速为 20.9% 和 9.6%，若未来再出现流水超预期手游项目，将会显著的超出我们业绩预测。

表 13：智明星通游戏业务流水预测（单位：万元）

	2014	2015	2016	2017
《Age of Warring Empire》	24000	16800	9600	4800
平均月流水	2000	1400	800	400
《Battle Alert》	8400	6000	3600	1200
平均月流水	700	500	300	100
《世界争霸》	7200	4800	2400	1200
平均月流水	600	400	200	100
《弹弹堂》	8400	6000	3600	1200
平均月流水	700	500	300	100
《悍将三国》	12000	9600	6000	2400
平均月流水	1000	800	500	200
《clash of kings》	12000	42000	60000	48000
平均月流水	1000	3500	5000	4000
其他游戏项目	0	18000	39600	78000
其中新增游戏数量（个）		3	3	4
单款游戏平均流水		500	600	800
平均月流水		1500	3300	6500
总流水规模	72000	103200	124800	136800

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为公司是 A 股市场最优秀的手游游戏研发商，持续成功的开发和发行长线游戏为公司提供了稳健的现金流和更高的盈利水平；我们保守假设公司游戏业务净利率水平在 30%，按照公司 15 年 10.32 亿流水计算的利润规模为 3.1 亿利润，按照 30-35 倍估值对应的市值规模为 93-108.5 亿元。

表 14：A 股游戏公司净利率水平

	银汉科技	玩蟹科技	天拓科技	漫游谷 (2012)	动网先锋	游族网络	天神互动
净利率	51.45%	71.96%	37.12%	53.10%	35.36%	45.48%	45.25%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

同时我们认为公司自有的 337 页游发行运营平台具有巨大货币化空间。337 有望成为我国页游国际化的重要平台，国际化将是我国页游发展的下一重要阶段；目前 337 游戏网站全球排名 4571 名，超过国内页游第一大联运平台网站 37.com（全球排名 11578，中国排名 1081 名），其中 65% 访客来自巴西；根据 SuperData 统计，巴西人口众多，互联网高渗透率将使巴西游戏产业在接下来几年中呈现稳步快速增长，预计 2015 年将达到 24 亿美元规模。

从公司游戏的畅销榜排名来看，公司目前有两款手游产品《clash of kings》和《Age of Warring Empire》位列美国 google play 畅销榜前 20 位，其他进入排行榜前 20 名的均为 Supercell、Zynga、King 等国际知名游戏公司，其中 Supercell 于 2013 年以估值 30 亿美金出售，Zynga 市值 24 亿美金、King 市值 41 亿美金。

图 32：智明星通游戏业务国际视野对比



资料来源：AppAnnie，排名为 2015 年 1 月 19 日

4、中文传媒：战略转型已经开启

中文天地出版传媒股份有限公司于2010年12月21日完成重大资产重组，是江西省出版集团公司控股、以主营业务整体借壳上市的多媒介全产业链的传统出版传媒公司。公司主营业务涵盖图书编辑出版、报刊传媒、印刷发行、现代物流、新媒体和互联网出版、影视剧生产、国际贸易、艺术品经营和文化综合体等业态。2013年，公司营业收入113.87亿元，同比增长13.83%；归属母公司净利润6.37亿元，同比增长25.78%。2014年前三季度公司实现营收83亿元，实现净利润6.58亿元，分别同比增长8.45%和26.28%。公司主营业务中，传统业务出版发行依然是重点，近两年来受物资贸易规模不断扩大，营收占比有所缩小，但仍然是盈利重点；经过多年发展，公司拥有江西全省80%的教材出版份额，教辅业务在省内也处于绝对优势地位，一般图书方面，公司已初步形成了少儿类、美术类、教育类、文史类、生活服务类、农业类等6大品牌出版物，其中少儿类、美术类图书在全国图书市场占有率居前列，发行业务方面，公司借助新华书店的终端门店和发行渠道，不仅主导了全省教材教辅发行市场，同时也构形成了覆盖全省的发行网络。

图 33：中文传媒营收维持高速增长（单位：亿元）

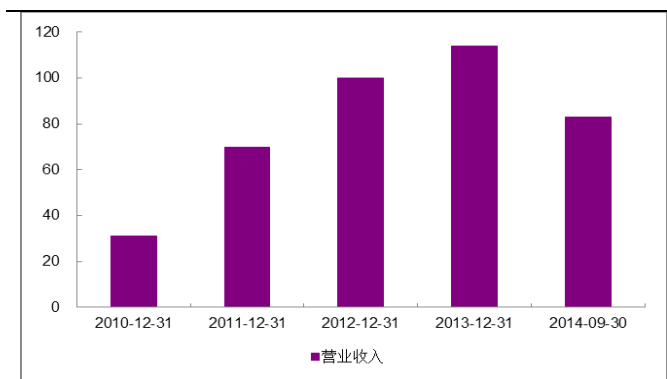
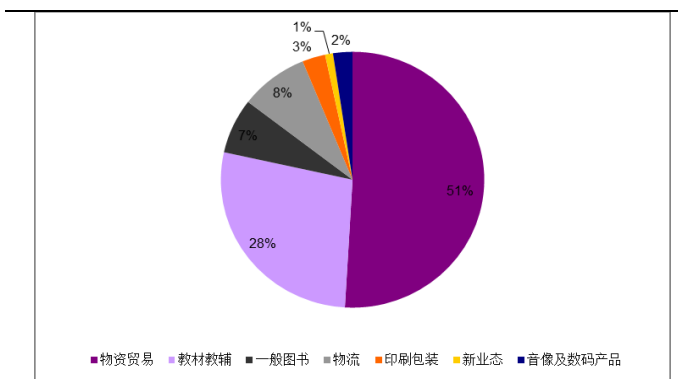


图 34：中文传媒营收占比结构图



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

面对新旧媒体融合发展趋势，公司提出了由内容提供商向“全方位、全媒体、全产业链文化产品及文化服务运营商”转型的战略目标，通过内部变革夯实传统主业、外部加快对互联网业态的并购重组加快战略目标的实现；

- 新媒体领域布局方面，公司通过设立新媒体出版公司构建互联网业务资源整合平台和市场运营平台，先后布局布局了新媒体出版、影视演艺和艺术品经营等新业态，2014年前三季度公司新业态的收入17,880万元，较上年同期10,862万元，增长64.61%。

表 15：中文传媒夯实传统主营业务、以及向新业态方向的转型举措

转型战略	战略详细解读
构建互联网经营平台	通过对外收购互联网、新媒体行业的优秀并购标的来发挥传统媒体与互联网的协同优势，利用互联网的团队和人才资源为传统主业投送流程的互联网改造、发行物流业态的 O2O 产业转型升级提供支持。
构建全媒体融合平台	依托江西中文传媒手机台的客户端平台，实现为各类媒体提供“移动融合平台”服务，推动江西传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、和平台等方面深度融合。
构建在线教育平台	公司将以互联网技术支撑在数字出版和在线教育领域的开拓，推动“新华壹品校园超市”、“电子书包”、“出版云”等项目以构建在线教育互联网平台。

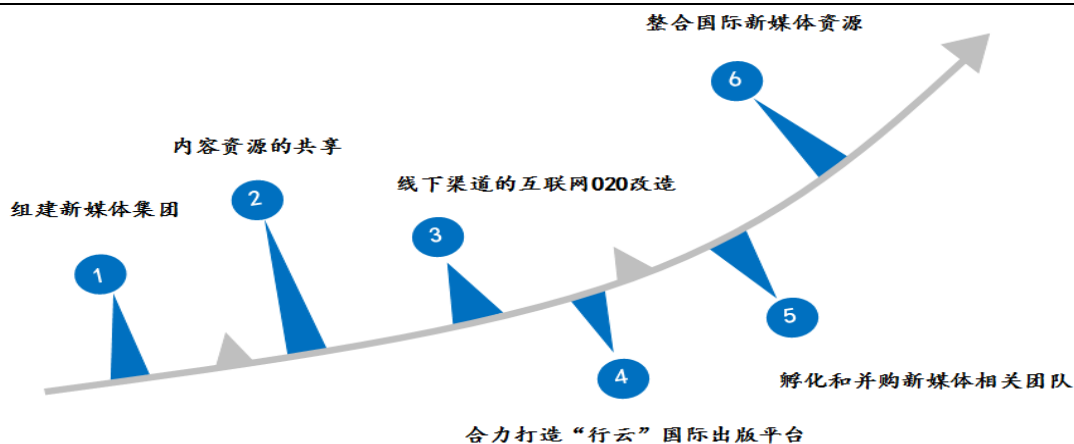
夯实传统主营业务、以及向新业态方向的转型举措

传统产业方面的投资	向下属 7 家出版单位补充注册资本金、投资建设出版创意产业基地、现代出版物物流港和新华文化城等项目；旗下新华书店，目前正在积极推进“渠道变革，业态创新”。“新华晨光文具生活馆”全省已发展 25 家，“小型自助式高清数字院线”和“新华壹品”校园超市布局全省陆续开业运营。
新业态方面的布局	通过兼并重组进入数字出版运营、互联网动漫、艺术品经纪与艺术品投资管理咨询、拍卖、仓储、物流及其它增值服务、精品包装印刷等领域。
新媒体方面的投资	成立新媒体出版公司，整合内部数字版权资源，开拓数字阅读业务；控股收购北京百分在线，构建渠道并完善新媒体平台建设，整合了与中国移动阅读、动漫和游戏的接入平台，发展数字阅读业务，聚合了旗下出版教育资源构建江西省在线教育和电子书包的运营平台，切入在线教育领域等。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

- 通过对智明星通的并购将有效加快公司向新媒体转型的战略布局：我们认为基于智明星通的现有业务布局以及海外市场经验，未来将起着国际化和娱乐化的路径发展；本次交易完成后，智明星通将成为公司国际新媒体平台的重要组成部分，公司将和智明星通共享内容资源、线下资源和行业资源，利用智明星通优秀的平台和创业人才资源加快公司传统业务的，同时智明星通将作为公司在娱乐、新媒体和国际化方面进行运作的基础和重要战略枢纽。

图 35：中文传媒和智明星通融合协同效应



资料来源：光大证券研究所

表 16: 并购智明星通的战略意义

并购智明星通的战略意义	详细解读
加快推进向新媒体转型的战略布局	通过对智明星通收购可以介入新媒体、互联网传播平台,打通线上线下渠道,延长公司的价值链。
获取优秀互联网团队、混合所有制架构鼓励商业创新	通过本次并购可获得优秀的互联网团队,通过换股并购方式实现混合所有制的股权架构,有利于调动创始人团队的积极性,利用上市公司的品牌优势、资本优势进行商业创新。
加快传统产业的互联网化改造	有利于整合公司现有的传统出版资源与旗下新媒体业务,立足公司的内容资源及线下渠道,结合智明星通的互联网优势和线上资源,布局公司业态转型,实现线上线下的渠道互动。利用互联网的团队和人才资源为传统主业投送流程的互联网改造、发行物流业态的 O2O 产业转型升级提供支持。
加快向国际化、娱乐化业务布局	通过并购重组跨入互联网国际化平台业务领域,可为破解传统出版产业转型升级难找到突破口,将有利于公司尝试国际化布局;未来智明星通将成为公司国际新媒体平台的重要组成部分。

资料来源: 光大证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、智明星通多维度估值: 105—147 亿元

我们假设公司互联网业务单活跃用户 ARPU 值在 3 年后 (2017 年) 达到业内同行 (二三四五, 16.57 元) 和竞争对手 (AVG, 2.53 美元) 一半的水平 (8 元), 按照线性增速测算的未来三年复合增速水平为 30.25%, 增长主要驱动因素来自于搜索检索价格提升和导航网站广告营销服务收入的增长;

我们假设公司互联网业务活跃用户规模 15-17 年增速水平分别为 30%、25%、20%; 考虑到公司已布局市场巨大的人口基数和逐步提升的互联网渗透率、以及未来积极的广告推广策略和新市场的进入, 我们认为上述增速假设合理;

我们假设公司杀毒软件付费用户占公司互联网业务活跃用户比重 15-17 年分别为 2%、4%、7%, 低于竞争对手 AVG 当前 10% 的付费用户比重, 考虑到公司 yac 杀毒软件的技术和营销优势 (推出一年的下载量过亿)、以及公司对付费杀毒软件极富竞争力的定价策略, 我们认为上述假设合理;

我们比较保守的预测公司游戏业务收入规模, 假设前期已持续运营但仍处于生命周期中期的《Age of Warring Empire》、《Battle Alert》等手游至 17 年月流水逐渐衰减至 100 万; 假设《clash of kings》15-17 年月流水规模分别为 3500 万、5000 万和 4000 万元;

我们预测 2017 年互联网业务将超过游戏成为智明星通最主要业务, 营收占比将从 14 年的 26% 提升至 53%; 其中公司互联网产品服务 (原有导航网站和免费杀毒软件) 业务未来三年将维持 63% 的复合增速, 新增付费杀毒软件业务三年后将占据互联网业务 26% 的比重。

表 17: 智明星通营业收入预测 (单位: 万元)

单位: 万元	2014e	2015e	2016e	2017e
互联网业务收入	25347	50368	88501	148328
占比	26.04%	32.80%	41.49%	52.02%
其中: 互联网产品服务	25347	42918	69876	109217
软件销售收入	0	7450	18625	39112
游戏收入	72000	103200	124800	136800
占比	73.96%	67.20%	58.51%	47.98%
总收入	97347	153568	213301	285128

资料来源: 光大证券研究所

表 18: 智明星通互联网业务营收预测

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
活跃用户 (万人)			5000	7000	9100	11375	13650
增速假设				40%	30%	25%	20%
单活跃用户 ARPU 值 (元)			2.78	3.62	4.72	6.14	8.00
增速水平				30.25%	30.25%	30.25%	30.25%
互联网产品服务 (万元)	45	2670	13889	25347	42918	69876	109217
增速		5833%	420%	82%	69%	63%	56%
软件付费用户占活跃用户比例					2%	4%	7%
付费用户 (万人)					182	455	955.5
软件价格 (美元) (三用户套餐)					20	20	20
汇率					6.14	6.14	6.14
软件销售收入 (万元)					7450	18625	39112
占比					14.79%	21.04%	26.37%
互联网业务总收入 (万元)				25347	50368	88501	148328
游戏流水收入 (万元)				72000	103200	124800	136800
总收入 (万元)				97347	153568	213301	285128

资料来源: 光大证券研究所

我们预测 15 年智明星通游戏流水规模将突破 10 亿元, 其中《clash of kings》作为 15 年新增主力游戏, 将贡献 4.2 亿流水规模; 我们保守预测 16-17 年公司游戏流水增速为 20.9%和 9.6%, 若未来再出现流水超预期手游项目, 将会显著超出我们业绩预测。

表 19: 智明星通游戏流水规模预测 (单位: 元)

	2014	2015	2016	2017
《Age of Warring Empire》	24000	16800	9600	4800
平均月流水	2000	1400	800	400
《Battle Alert》	8400	6000	3600	1200
平均月流水	700	500	300	100
《世界争霸》	7200	4800	2400	1200
平均月流水	600	400	200	100
《弹弹堂》	8400	6000	3600	1200
平均月流水	700	500	300	100
《悍将三国》	12000	9600	6000	2400
平均月流水	1000	800	500	200
《clash of kings》	12000	42000	60000	48000
平均月流水	1000	3500	5000	4000
其他游戏项目	0	18000	39600	78000
其中新增游戏数量 (个)		3	3	4
单款游戏平均流水		500	600	800
平均月流水		1500	3300	6500
总流水规模	72000	103200	124800	136800

资料来源: 光大证券研究所

我们认为智明星通 15 年业绩超出对赌预期概率极大, 我们按照 16%净利率 (公司备考利润表净利率参考指标, 我们认为较为保守, 游戏、付费杀毒软件净利率水平偏高, 互联网业务随着用户规模提升净利率将逐步提升) 预测公司原有业务 15-17 年将贡献的利润规模分别为 2.34 亿元、3.11 亿元和 3.94 亿元; 若考虑公司付费杀毒软件业务, 预计 15-17 年将贡献的利润规模为 2.46

亿元、3.41 亿元和 4.56 亿元。

表 20: 智明星通盈利情况预测

	2014e	2015e	2016e	2017e
净利率水平假设	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
利润预测 (未包含付费杀毒软件)	15575.464	23378.91	31148.20	39362.64
增速		50.10%	33.23%	26.37%
利润预测 (包含付费杀毒软件)	15575.46	24570.89	34128.14	45620.53
增速		57.75%	38.90%	33.67%
对赌指标	15100	20200	25100	

资料来源: 光大证券研究所

我们认为智明星通合理市值应该为 105—147 亿元, 具体估值比较方法包括:

- 1) 按照未来三年净利润复合增速 43%, 给予 15 年 43 倍估值, 合理市值规模为 105 亿元; 按照 15 年 PEG=1, 利润 2.45 亿元, 增速 58% 测算的市值规模应该为 142 亿元;
- 2) 我们认为公司导航网站价值无论是在流量规模、后续货币化空间上较二三四五网站均存在较为明显优势, 考虑到两家公司业绩对赌目标基本相近, 公司市值规模应与 2345 相近; 海隆软件 (002195) 以 26.5 亿元总价收购二三四五 100% 权益, 收购完成后海隆软件目前总市值 164 亿元, 本次收购前公司原有业务市值约为 17 亿元, 按此推算二三四五估值约为 147 亿元;
- 3) 公司互联网业务与竞争对手 AVG 进行对比, AVG 公司目前市值 65 亿元, 活跃用户 1.61 亿人, 公司活跃用户数为其一半左右, 按照单用户市值推算, 公司互联网业务的市值规模应在 32 亿元。游戏业务我们按照公司 15 年 10.32 亿游戏流水, 30% 保守净利率水平对应 3.1 亿利润, 按照 30-35 倍估值对应的市值规模为 93-108.5 亿元; 两者加总计算出公司合理市值为 125-140.5 亿元。

5.2、中文传媒绝对估值

表 21: 中文传媒绝对估值相对假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.47%
β (β levered)	1.03
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	11.16%
税率	4.88%
Kd	6.24%
Ve	19775.27
Vd	759.6217844
目标资本结构	26.30%
WACC	9.86%

资料来源: 光大证券研究所

表 22: 中文传媒 FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元) 价值百分比	
第一阶段	8596.44	27.25%
第二阶段	7387.99	23.42%
第三阶段 (终值)	15567.81	49.34%
企业价值 AEV	31552.24	100.00%
加: 非经营性净资产价值	121.77	0.39%
减: 少数股东权益 (市值)	968.52	-3.07%
减: 债务价值	759.62	-2.41%
总股本价值	29945.87	94.91%
股本 (百万股)	1392.60	
每股价值 (元)	21.50	
PE (隐含)	37.36	

资料来源: 光大证券研究所

表 23: 中文传媒 FCFF 估值敏感性分析

敏感性测试结果 WACC	长期增长率(g)								
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
0.07	27.59	29.00	30.67	32.69	35.17	38.29	42.34	47.80	55.57
0.08	25.31	26.45	27.79	29.38	31.30	33.66	36.62	40.47	45.66
0.08	23.34	24.29	25.37	26.65	28.16	29.98	32.22	35.04	38.70
0.09	21.64	22.42	23.31	24.35	25.56	27.00	28.73	30.86	33.54
0.09	20.14	20.79	21.53	22.39	23.37	24.52	25.89	27.54	29.56
0.10	18.81	19.37	19.99	20.69	21.50	22.44	23.54	24.84	26.41
0.10	17.64	18.10	18.63	19.22	19.89	20.66	21.56	22.60	23.84
0.11	16.58	16.98	17.43	17.93	18.49	19.13	19.87	20.71	21.71
0.11	15.63	15.98	16.36	16.78	17.26	17.80	18.41	19.10	19.91
0.12	14.77	15.07	15.40	15.77	16.17	16.62	17.13	17.71	18.38
0.12	14.00	14.25	14.54	14.85	15.20	15.58	16.02	16.50	17.05

资料来源: 光大证券研究所

表 24: 中文传媒绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	21.50	17.43	—	28.73	贴现率±1%, 长期增长率±1%
FCFE	20.73	17.12	—	26.54	贴现率±1%, 长期增长率±1%
DDM	25.76	21.54	—	32.50	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	23.42	18.44	—	32.89	贴现率±1%, 长期增长率±1%
AE	11.79	10.41	—	14.01	贴现率±1%, 长期增长率±1%
EVA	17.14	14.66	—	21.54	贴现率±1%, 长期增长率±1%

5.3、中文传媒相对估值

我们预计中文传媒传统业务 14-15 年实现营收 12.26 亿元和 14.99 亿元, 分别同比增长 7.65% 和 22.3%, 实现净利润 8 亿元、9.76 亿元, 分别同比增长 25.8% 和 21.7%; 当前股价对应传统业务的估值分别为 24 倍和 20 倍, 与行业估值水平接近。

表 25: 中文传媒盈利预测表 (未包含智明星通并表)

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	10,003.37	11,386.78	12,257.92	14,987.58	17,823.90
营业收入增长率	43.29%	13.83%	7.65%	22.27%	18.92%

净利润 (百万元)	506.60	637.19	801.52	975.52	1,178.87
净利润增长率	4.88%	25.78%	25.79%	21.71%	20.85%
EPS (元)	0.39	0.48	0.61	0.74	0.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.97%	11.11%	12.51%	13.51%	14.37%
P/E	38	30	24	20	16
P/B	5	3	3	3	2

资料来源: 光大证券研究所

表 26: 传统媒体估值一览表

2015-1-26	股价 (元)	股本 (百万股)	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			P/E			
					13	14E	15E	13	14E	15E	
300148.SZ	天舟文化	20.55	351.96	72.33	18.87	0.06	0.41	0.51	355.87	50.12	40.29
601098.SH	中南传媒	17.89	1796.00	321.30	113.44	0.62	0.78	0.94	28.93	23.03	18.96
600551.SH	时代出版	17.57	505.83	88.87	31.45	0.69	0.77	1.01	25.64	22.85	17.48
601801.SH	皖新传媒	19.60	910.00	178.36	31.07	0.67	0.79	0.91	29.45	24.84	21.47
601928.SH	凤凰传媒	11.98	2544.90	304.88	85.05	0.37	0.45	0.52	32.43	26.73	22.97
600757.SH	长江传媒	8.99	1213.65	109.11	47.12	0.31	0.30	0.43	28.85	30.29	20.82

资料来源: wind, 光大证券研究所

考虑到智明星通 15 年并表, 预计中文传媒合并报表 14-15 年实现净利润 8 亿元和 12.21 亿元, 15 年净利润增速将达到 52.4%, 当前股价对应的估值水平仅为 17 倍 (已考虑股本摊薄, 配套募资发行 7737 万股后总股本 13.93 亿股, 当前 13.15 亿股);

表 27: 中文传媒盈利预测表 (包含智明星通并表)

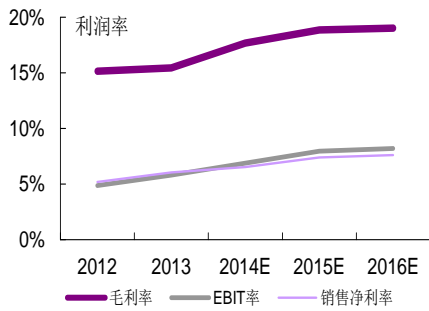
指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	10,003.37	11,386.78	12,257.92	16,523.26	19,956.91
营业收入增长率	43.29%	13.83%	7.65%	34.80%	20.78%
净利润 (百万元)	506.60	637.19	801.52	1,221.43	1,519.80
净利润增长率	4.88%	25.78%	25.79%	52.39%	24.43%
EPS (元)	0.36	0.46	0.58	0.88	1.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.97%	11.11%	12.51%	16.36%	17.39%
P/E	41	32	26	17	14
P/B	5	4	3	3	2

资料来源: 光大证券研究所

按照分部估值法, 按照传统业务 15 年 20 倍估值市值目标 195 亿元, 智明星通按照保守 105 亿市值计算, 公司合理市值 300 亿元, 结合中文传媒的绝对估值和相对估值结果, 我们给予公司目标价为 21.5 元 (摊薄后), 当前股价存在 40% 以上的上涨空间, 首次覆盖, 给予买入评级。

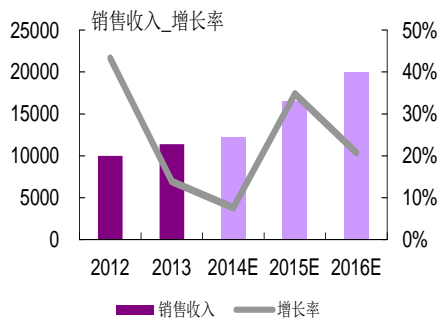
投资风险

传统业务增速下滑风险; 海外市场拓展低于预期; 互联网行业竞争风险。

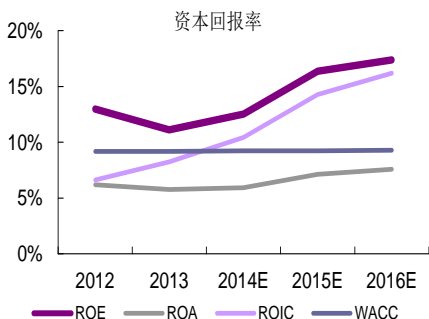


利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,003	11,387	12,258	16,523	19,957
营业成本	8,489	9,627	10,092	13,406	16,162
折旧和摊销	127	142	198	199	200
营业税费	28	33	35	48	58
销售费用	269	252	417	562	679
管理费用	669	742	858	1,157	1,397
财务费用	24	-5	53	68	56
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-13	17	1	1	1
营业利润	450	683	793	1,248	1,578
利润总额	522	722	843	1,284	1,598
少数股东损益	13	50	0	0	0
归属母公司净利润	506.60	637.19	801.52	1,221.43	1,519.80

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	8,405	11,941	13,518	17,136	20,044
流动资产	5,847	8,790	10,955	14,752	17,840
货币资金	1,823	4,168	6,129	8,262	9,978
交易型金融资产	0	50	0	0	0
应收帐款	846	903	972	1,311	1,583
应收票据	281	206	222	299	361
其他应收款	454	187	201	272	328
存货	648	642	677	952	1,181
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	134	295	295	295	295
固定资产	975	1,250	1,163	1,060	944
无形资产	835	840	798	758	720
总负债	4,386	5,794	6,702	9,258	10,891
无息负债	3,786	5,068	5,526	8,071	10,161
有息负债	600	726	1,176	1,187	730
股东权益	4,019	6,147	6,816	7,878	9,153
股本	567	659	1,393	1,393	1,393
公积金	2,541	3,712	3,059	3,181	3,333
未分配利润	798	1,364	1,954	2,893	4,016
少数股东权益	113	412	412	412	412



现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,202	1,453	1,282	2,467	2,573
净利润	507	637	802	1,221	1,520
折旧摊销	127	142	198	199	200
净营运资金增加	1,622	-13	205	1,153	919
其他	-1,053	688	78	-107	-67
投资活动产生现金流	-82	-648	433	-19	-19
净资本支出	-206	-486	-20	-20	-20
长期投资变化	134	295	0	0	0
其他资产变化	-10	-457	453	1	1
融资活动现金流	-582	1,432	245	-316	-837
股本变化	0	91	734	0	0
债务净变化	0	126	450	11	-457
无息负债变化	725	1,282	458	2,545	2,090
净现金流	538	2,237	1,961	2,133	1,717



资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.29%	13.83%	7.65%	34.80%	20.78%
净利润增长率	4.88%	25.78%	25.79%	52.39%	24.43%
EBITDA/EBITDA 增长率	50.32%	30.85%	29.75%	45.35%	21.02%
EBIT/EBIT 增长率	71.92%	35.72%	27.69%	55.77%	24.12%
估值指标					
PE	41	32	26	17	14
PB	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	19	15	21	15	12
EV/EBIT	24	18	26	17	13
EV/NOPLAT	25	19	28	18	14
EV/Sales	1	1	2	1	1
EV/IC	2	2	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.14%	15.46%	17.67%	18.87%	19.01%
EBITDA 率	6.14%	7.05%	8.50%	9.17%	9.19%
EBIT 率	4.87%	5.81%	6.89%	7.96%	8.18%
税前净利润率	5.22%	6.34%	6.87%	7.77%	8.01%
税后净利润率 (归属母公司)	5.06%	5.60%	6.54%	7.39%	7.62%
ROA	6.18%	5.75%	5.93%	7.13%	7.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.97%	11.11%	12.51%	16.36%	17.39%
经营性 ROIC	6.62%	8.23%	10.43%	14.27%	16.20%
偿债能力					
流动比率	1.71	1.83	1.76	1.66	1.68
速动比率	1.52	1.70	1.65	1.55	1.57
归属母公司权益/有息债务	6.51	7.90	5.45	6.29	11.98
有形资产/有息债务	12.60	15.11	10.71	13.69	26.31
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.36	0.46	0.58	0.88	1.09
每股红利	0.04	0.09	0.12	0.18	0.22
每股经营现金流	0.86	1.04	0.92	1.77	1.85
每股自由现金流(FCFF)	-0.83	0.27	0.57	0.22	0.61
每股净资产	2.80	4.12	4.60	5.36	6.28
每股销售收入	7.18	8.18	8.80	11.87	14.33

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

余李平，上海财经大学金融学院金融学硕士；曾先后就职于央视财经频道和湘财证券，分别从事财经记者和传媒行业研究工作；熟悉传统媒介运营模式，重点跟踪新媒体发展趋势，对传媒集团发展路径和商业模式具有深刻理解，研究客观务实，预测前瞻性较强。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixiao1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com