

# 收购手机动漫，注入成长新动力

**买入 维持**

目标价格：26.00元

## 事件：

公司计划以超募资金5,500万元收购北京广通神州网络技术有限公司（简称“广通神州”）全部股权。交易完成后，广通神州成为公司的全资子公司。

## 点评：

- **正资产收购，质量较好。**此次收购对象广通神州预计13/14/15年贡献净利润分别为675万/721万/803万/983万，利润增速分别为10.94%/11.39%/22.30%。
- **深化中移动的合作，与主业协同效应令人期待。**广通神州主要面向中国移动各大基地和各省公司，在中国移动互联网基地、福建动漫基地、浙江阅读基地、江苏游戏基地，以及广东、浙江、福建等省级公司同时开展业务。现有客户资源将对公司原有的系统集成和运维业务产生正向协同效应，对游戏运维及融合通信平台的海外扩展战略提供支持，提升相关市场份额令人期待。
- **切入手机动漫、无线城市等广阔领域。**移动互联网时代手机动漫产业预计2015年达到100亿元，2010~2015年CAGR为140%。其中中国移动份额最大，近3年复合增长率超过300%，预计2015年占比60%。广通神州是中国移动手机动漫业务的核心合作伙伴和主要支撑厂商，此次收购将为公司带来新的增长空间。
- **维持“买入”评级。**考虑手机动漫和移动城市业务与公司现有能力的协同性良好，可以说打开了新的成长空间。预测公司2013/14/15年EPS0.86/1.09/1.41，对应2013/14/15年PE22/18/14，给予目标价26元，相当于30x13PE，维持“买入”评级。
- **风险因素：**组织整合困难超出预期；市场协同增长低于预期。

## TMT行业研究组

### 分析师：

赵国栋(S1180513050002)

电话：010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

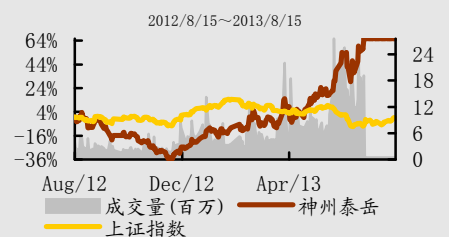
### 研究助理：

顾海波

电话：010-88013569

Email: guhaibo@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《新北洋：规避宏观风险，看好海外市场发力》

2013/6/27

《中海达：三维激光扫描产品首销，增长可期》

2013/6/7

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	115,725.81	140,951.29	181,722.80	228,280.80	285,373.83
增长率(%)	57.05	21.80%	28.93%	25.62%	25.01%
归母净利润(百万)	355.69	429.03	529.76	670.28	867.86
增长率(%)	46.43	20.62%	23.48%	26.53%	29.48%
每股收益	0.94	1.12	0.86	1.09	1.41
市盈率	20.62	17.28	22.39	17.70	13.67

## 目录

一、主营业务稳健增长 .....	4
二、移动互联网时代，借力运营商转型加深合作.....	5
（一）OTT 快速成长使得运营商被迫加速转型.....	5
（二）运营商以基地模式发展平台经济 .....	5
（三）加深与中移动合作 .....	6
二、收购打开高速增长空间，业务协同降低成本.....	7
（一）收购打开新的成长空间 .....	7
（二）业务协同降低成本 .....	8
三、估值建议 .....	9
四、风险提示 .....	9

## 插图

图 1: 公司近 5 年业绩情况.....	4
图 2: 主营业务构成.....	4
图 3: 中国动漫行业增长规模.....	7
图 4: 国内外动漫产业市场规模比较.....	7
图 5: 中国手机动漫产业市场增速.....	8

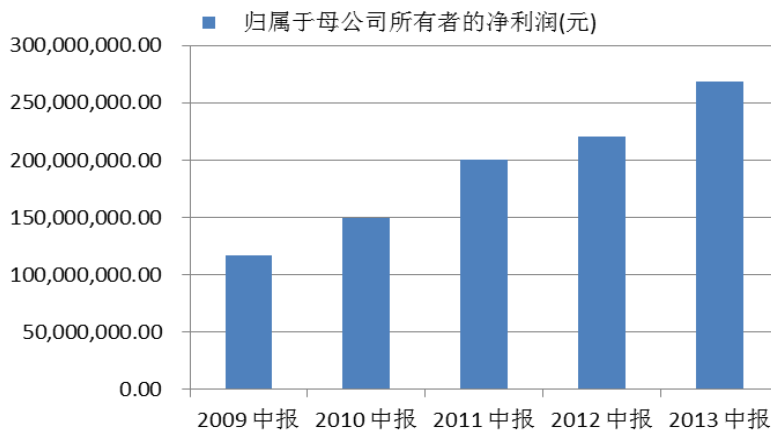
## 表格

表 1: 中国移动发展 OTT 业务的基地模式.....	5
表 2: 盈利预测.....	9

## 一、主营业务稳健增长

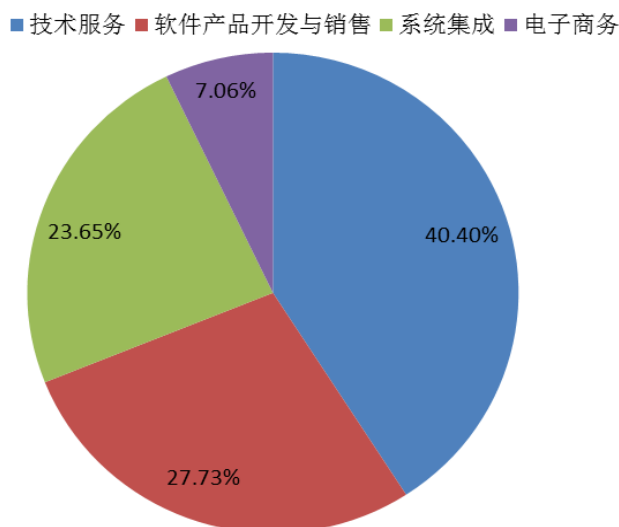
公司是 2009 年第一批 28 家创业板上市公司之一，主营业务以运维管理、互联网运营服务为重点，并兼具电子商务、物联网业务为补充。5 年复合增长率接近 30%，报告期内，公司营业总收入 95,558.56 万元，比去年同期增长了 40.52%；实现营业利润 30,983.69 万元，较去年同期增长 16.78%；实现利润总额 31,974.04 万元，比去年同期增长了 14.45%；实现归属于上市公司股东的净利润为 26,868.97 万元，比去年同期增长了 21.63%。其中运维业务增长最快，主要包含 2 块：1) 运维管理业务(方案)实现营业收入 41,198.32 万元，较去年同期增长 76.20%；2) 运维管理业务(系统集成购销)实现营业收入 13,280.70 万元，较去年同期增长 76.02%。电子商务业务实现营业收入 6,747.59 万元，较去年同期增长 326.98%。互联网运营业务小幅下滑，主要由于飞信开发与运营营收同比减少 3.85%，飞信业务营收放缓符合市场预期。

图 1: 公司近 5 年业绩情况



资料来源: iFind, 宏源证券

图 2: 主营业务构成



资料来源: iFind, 宏源证券

公司后续订单饱满，未来收入稳定。截至报告期末公司及控股子公司已签约尚未结转收入的合同余额约为 9.68 亿元左右，较 2012 年 6 月末余额增长 117.98%。其中，与飞信业务相关的订单与商务合同涉及的金额约为 4.18 亿元；与运维管理业务（包括方案、系统集成购销类）的合同金额约 5.02 亿元；与农信通业务相关的合同金额约 0.48 亿元。

## 二、移动互联网时代，借力运营商转型加深合作

2012 年，我国移动互联网市场规模达到 737.7 亿，同比增长 137.2%，而我国移动互联网用户增长迅速，2012 年用户规模达 4.2 亿，预计 2013 年将超 6.48 亿。同时，智能终端也快速普及。数据显示，2012 年智能终端出货量达到 6.2 亿，预计 2015 年占比达到 54%。移动设备超越传统 PC 已成为中国最热门的互联网访问途径，用手机接入互联网的网民占比提升到 74.5%。此外 2013 年第一季度我国手机搜索网民规模达到了 30750 万人，同比增长 31.6%。移动互联网市场规模的迅速扩大促使流量激增。据悉，目前移动互联网流量已占全球互联网流量的 15%，预计到 2014 年将超过 30%。

### （一）OTT 快速成长使得运营商被迫加速转型

移动互联网时代，OTT 快速成长使得运营商“被管道化”。OTT 是“Over The Top”的缩写，即互联网公司利用运营商的宽带网络发展自己的业务，直接面向用户提供服务 and 计费，使运营商沦为单纯的“传输管道”，无法触及管道中传输的巨大价值。

OTT 业务给运营商带来三大冲击包括短信彩信业务和传统增值业务被替代、语音业务被分流。咨询机构 Ovum 研究结果表明，2011 年 OTT 仅对运营商的短信收入的影响就为 140 亿美元，预计 2012 年其短信收入损失将增加到 230 亿美元，2016 年将达 540 亿美元。预计到 2016 年，全球电信运营商传统业务收入将有 520 亿美元因 VoIP 网络电话类 OTT 通信业务而损失，而 VoIP 网络电话也仅仅是 OTT 通信业务的一种实现类型。

OTT 在移动互联网浪潮中迅猛发展，其代表的需求释放特征对运营商主导的通信能力供应端产生的深远影响。

### （二）运营商以基地模式发展平台经济

运营商转型以流量经营为基础，积极参与 OTT 业务，并探索其拥有的数据资产价值。其中，参与 OTT 业务并取得影响地位是重要战略之一。表 1 所示为中国移动采用基地模式发展 OTT 业务的关键过程。其中，位于福建的手机动漫基地与神州泰岳的收购对象密切相关。

**表 1：中国移动发展 OTT 业务的基地模式**

运营商	基地类型	地点	介绍
中国移动			
1	无线音乐基地	四川	2005 年 6 月，中国移动在四川成立无线音乐创新基地，加快构建 12530 中国移动音乐门户网站。无线音乐业务具体包括现有的彩铃、振铃、无线音乐俱乐部、无线首发、无线音乐搜索等业务，用户可以通过 SMS、MMS、WAP、IVR、WWW 等接入方式获取无线音乐产品。中国移动无线音乐基地以其强大的平台支撑，迅速占领了无线音乐市场的一片江山。2009 年，中国移动无线音乐基地带动全网收入突破 220 亿元。

2	手机阅读基地	浙江	2009年9月,中国移动手机阅读基地在浙江建成。该基地由浙江分公司负责具体运营工作,一点接入、支撑全网。手机阅读基地通过多样化阅读形式向用户提供图书、杂志、漫画等全方位的阅读内容。
3	软件超市基地	广东	2009年初,中国移动开始在广东建设全国软件超市基地。2009年8月17日,中国移动在北京召开“Mobile Market”上线的发布会。中国移动软件超市 Mobile Market 提供六大类下载服务,分别为软件、游戏、主题、音乐、阅读和视频。 目前该基地运营18项具备互联网属性的业务(如飞信、MM、邮箱等),签约开发者已超过一万家,MM应用商城累计下载量10亿次,飞信、139邮箱注册用户数均突破三亿,飞信月活跃用户数超过9000万,邮箱月活跃用户达到5600万。
4	视频基地	上海	2009年5月,中国移动视频基地在上海落成。中国移动视频基地将实现对无线视频产业链上下游的有效带动,汇聚原创内容创作、高端媒体合作、视频技术平台开发、新媒体研发、移动业务产品创新等产业领域,该基地立足上海,服务全国,成为国内领先的视频业务整合者、视频内容分发者和视频技术的创新者。
5	手机游戏基地	江苏	2009年10月,中国移动手机游戏基地落户江苏。2009年11月底,中国移动游戏基地正式投入运营。中国移动游戏基地还计划介入更多的延伸领域,如游戏音乐、视频、虚拟形象、游戏电影、游戏动漫等,充分利用众多的合作伙伴和广大的客户资源,打造以中国移动为主导的游戏产业联盟,推动中国游戏产业持续发展。
6	手机动漫基地	福建	2010年2月,中国移动通信集团确定将手机动漫基地落户福建。一期工程2010年6月前投产,预计将有150名员工进驻厦门,基地将于2011年12月前完成整体建设。该基地定位于:整合手机动漫上下游资源,推动终端定制与手机动漫产品专业化研发,并负责全国性推广。
7	LBS 位置基地	辽宁	中国移动位置基地是中国移动通信集团委托辽宁有限公司建立的位置服务专项产品研发推广基地,基于中国移动网络,面向全国移动用户设计研发位置类通信信息产品,全面发展手机地图优化、实时交通系统建设等有移动通信功能的导航业务,为社会提供位置服务。
8	电子商务基地	湖南	2009年10月,中国移动电子商务产品创新基地正式落户湖南长沙。该基地建成后,一方面将带动软件开发、终端及机具制造、应用服务提供等相关产业链发展,另一方面,也将通过提供手机购物、移动公共交通、移动公用事业缴费等丰富的移动电子商务应用而极大地方便百姓生活。
9	南方基地	广东	2009年12月24日,中国移动南方基地集中化支撑系统在广州开通,确定“电子商务、终端创新、移动互联、手机邮箱、应用下载、物联网”六大创新方向。作为中国移动重要的管理支撑基地,该基地与其“北京国际信息港”南北呼应,“双中心”的支撑系统集中化布局已初步形成。按照中国移动的整体布局,该基地“立足广东,服务全国,辐射全球”,将发展成为IT网络支撑、产品研发、产业集群推进、合作交流“四大中心”,全面服务于中国移动集中化管理和全球化发展两大战略思路。

资料来源:互联网公开资料,宏源证券

目前中国移动的基地模式只是运营一体化的探索阶段,而专业化分公司则是运营一体化新的成长形态。中国移动基地业务都是瞄准的电信运营业未来的前景业务,实际就是OTT业务。以往这些业务都是由各个省公司分头建设,容易出现战略分散、资源不集中、业务响应速度不够快等情况,而现在,中国移动通过将各省公司的资源集中化建设基地,实现了中国移动内部的横向一体化,形式了规模经济,降低了开发成本,有利于新业务的快速推广。

### (三) 加深与中移动合作

中移动是公司的最重要客户,本次收购有助于加深与中移动的合作,并从广通神州的

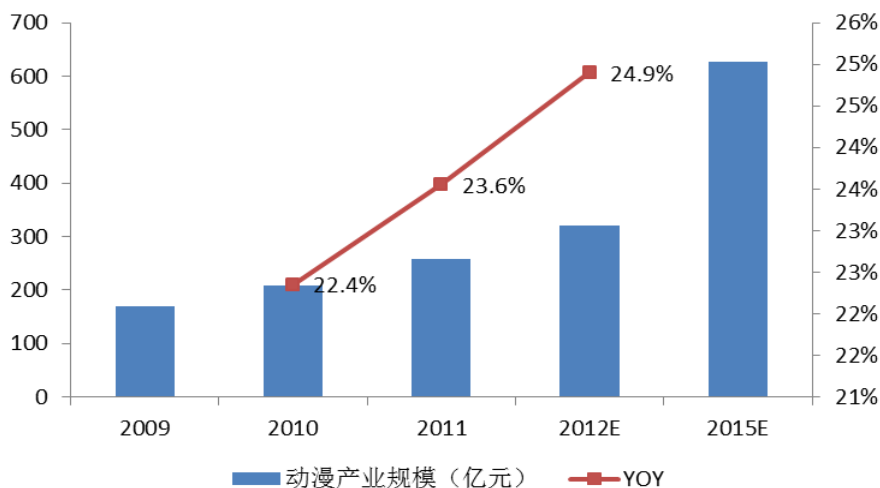
原有客户中挖掘电信 IT 运维和运营的交叉销售机会。广通神州是中国移动手机动漫业务及无线城市业务的核心合作伙伴，在中国移动互联网基地、福建动漫基地、浙江阅读基地、江苏游戏基地，以及广东、浙江、福建等省级公司同时开展业务。收购前，公司大量业务的客户集中在广东、重庆等地，通过本次收购，有望将其其他业务以低成本扩张复制到新客户中。

## 二、收购打开高速增长空间，业务协同降低成本

### （一）收购打开新的成长空间

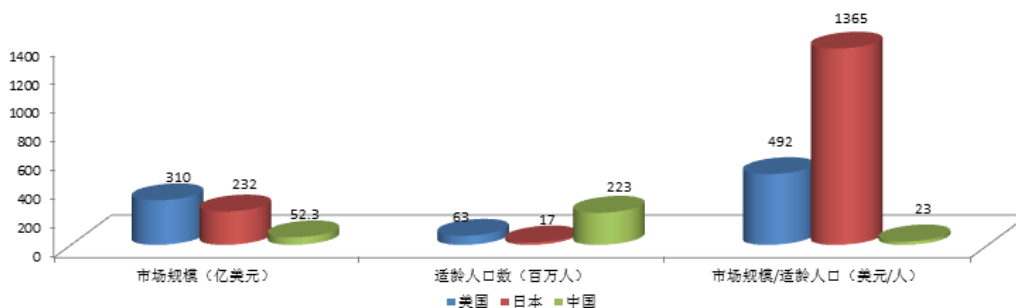
我国动漫产业近年来快速发展，市场空间广阔。根据文化部数据，2012 年我国动漫产业总产值达 759.94 亿元，较 2011 年的 621.72 亿元同比增长 22.23%。国家对于动漫产业也不断出台利好政策，在 7 月 11 日在上海开幕的第九届中国国际动漫游戏博览会，文化部公布了 2012 年动漫行业产值、全国动漫品牌建设和保护计划名单以及手机动漫标准，新的相关标准和政策将推动动漫与游戏的产业融合，拓展移动互联网领域的市场空间。在政策的引导下，品牌将取代产品成为企业投入的重点，这对于动漫产业的创新升级具有很大的意义。

图 3：中国动漫行业增长规模



资料来源：互联网公开资料，宏源证券

图 4：国内外动漫产业市场规模比较



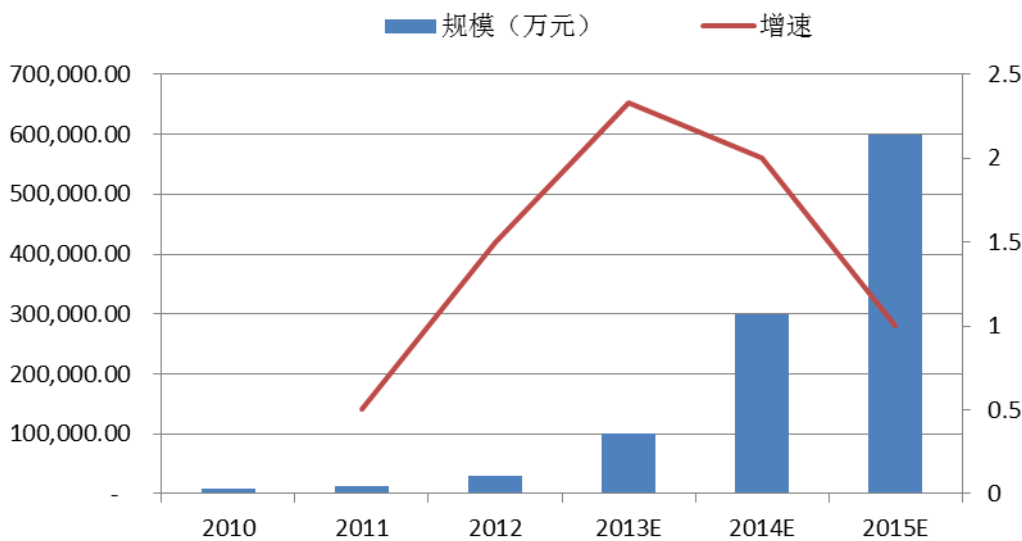
资料来源：互联网公开资料，宏源证券

手机动漫是指使用主流多媒体技术制作，通过移动通信网传播，以手机及各种手持电子设备为接收终端的动漫产品，包括漫画图片/彩信、手机漫画、手机动画、KJAVA、视频 3GP 等形式，手机动漫产业有着广阔的发展空间。广通神州是中国移动手机动漫业务的主要支撑厂商，参与支撑中国移动互联网基地 Mobile Market 动漫相关业务、中国移动手机动漫基地。

手机动漫行业在移动互联网时代将高速增长。艾瑞咨询的调研数据也显示，全国动漫爱好人群约 1.6 亿，其中 54.3% 的人对手机动漫感兴趣，有 58% 的用户愿意每月支付超过 5 元的使用费。预计手机动漫用户规模将超过 3600 万户，如果按照手机动漫功能费 5 元/月计算，未来三年的手机动漫总收入规模约为 23.1 亿元。

当前市场看，手机动漫市场份额集中在运营商基地中，中国移动份额最大。中国移动手机动漫基地于 2010 年在福建创立，以“构建全新发行平台，培育全龄动漫文化，打造全赢创意产业”为使命，迅速成长壮大。在福建的手机动漫基地，中国移动就通过资源集中吸引配套厂商，建立了完善的手机动漫产业链。目前已引入海内外 700 家知名内容提供商，上线 20 万集优秀动漫作品，2012 年收入超过 3 个亿，2013 年预计收入突破 10 个亿，将成为国内最大的正版动漫作品汇聚发行平台。按照中国移动的计划，到“十二五”末期，中国移动将与 10 个国内外知名动漫协会、50 家以上优秀动漫创作公司和出版社、500 家国内外信息服务公司进行合作，在其手机动漫平台上引入 2500 家国内外动漫企业，带动 10 多万人就业，实现手机动漫年产业规模超过 60 亿元。

图 5：中国手机动漫产业市场增速



资料来源：互联网公开资料，宏源证券

如图所示，从 2010 年至 2015 年，预计手机动漫产业的年平均符合增长率为 140%，远远超过公司传统业务营收 20% 的增长速度。因此，收购广通神州为公司开辟了新的业务来源，打开了市场空间。

## (二) 业务协同降低成本

公司公告显示，通过对广通神州的技术产品与公司互联网运营支撑技术进行整合，实现双方在技术、产品及人力资源等方面的有效互补，有利于拓展公司互联网运营支撑类业务的覆盖范围，提升公司在互联网运营支撑领域的行业竞争力。



本次收购获得的新业务——手机动漫等开发和运营——能与公司核心能力（IT 运维和运营能力）实现协同互补从而降低成本。公司在飞信业务、农信通业务的开发运营实践中，形成了强大的互联网产品开发能力和运营能力，在技术、产品、团队、运营经验、对互联网市场的理解等诸多方面均有着深厚的积累，既有强大的项目实施团队也有专业产品研发团队。研发能力和软件工程管理能够在新的业务中复用，从而降低相关成本。

手机动漫开发和公司核心业务飞信、农信通等平台级产品开发在成本费用控制方面可以相互借鉴。例如，公司原有业务的净利率平均为 30%，而本次收购的广通神州公司的业务平均净利率为 10%，两者高达 20% 的利润率差距表明收购整合后的手机动漫、移动城市等业务的毛利率将存在较大提升空间。

### 三、估值建议

在不考虑对外投资和客户交叉销售的情况下，收购对公司 2013/14/15 业绩贡献分别为 0.01 元/0.01 元/0.02 元。考虑手机动漫和移动城市业务与公司现有能力的协同性良好，可以说打开了新的成长空间。我们预计未来 3 年公司 EPS 分别为 0.86 元、1.09 元和 1.41 元，给予目标价 26 元，相当于 30x 13PE，维持“买入”评级。

**表 2：盈利预测**

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	115,725.81	140,951.29	181,722.80	228,280.80	285,373.83
增长率 (%)	57.05	21.80%	28.93%	25.62%	25.01%
归母净利润(百万)	355.69	429.03	529.76	670.28	867.86
增长率 (%)	46.43	20.62%	23.48%	26.53%	29.48%
每股收益	0.94	1.12	0.86	1.09	1.41
市盈率	20.62	17.28	22.39	17.70	13.67

资料来源：Wind，宏源证券

### 四、风险提示

1) 组织整合困难超出预期。如果不能早日完成整合，则业务协同降低成本的预期将难以实现。

2) 市场协同增长低于预期。市场环境变化可能导致预期交叉销售的客户无法获得，从而部分降低本次收购对主业的增强作用。

**作者简介:**

**赵国栋:** 中国计算机学会会员、广东省应急产业协会专家会员、宏源证券研究所高级分析师、拥有 15 年的信息产业工作背景，曾获工信部颁发的计算机信息系统集成高级项目经理资质、国际信息系统审计协会 (ISACA) 会员。在移动互联网、云计算、大数据等新兴领域拥有深刻、独到的见解。

代表作: 著有《大数据时代的历史机遇》一书。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。