

评级：买入 首次覆盖

美股公司研究

市价（美元）：2.09 \$

目标价（美元）：3.3—6 \$

长期竞争力评级：高于行业均值

固有模式升级欲盈利，“陆空” WiFi 布局现端倪

公司基本情况

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益	(0.47)	(0.14)	(0.31)	0.31	0.34
每股净资产	3.86	4.84	4.59	4.95	5.34
每股经营性现金流(元)	0.33	0.01	0.56	0.79	1.17
市盈率(倍)	(4)	(15)	(7)	7	6
PE/G(倍)	5.72	86.33	21.34	18.77	8.26
市净率(倍)	0.53	0.39	0.46	0.42	0.39
净利润增长率(%)	-	-	-	200%	12%
净资产收益率(%)	-	-	-	6%	6%
ADS(美国存托股票 单位:千)	62062	60200	59608	59310	59014

来源：公司年报、国金证券研究所

注：货币单位是美元

基本结论

- **机场巨屏展示广告优势凸显，2015 年增速进一步扩大：**机场巨屏广告面积根据机场大小，面积大约在 20 几平米到 200 平米不等。由于巨屏广告特有的垄断性和稀缺性，目前成为公司重要的盈利产品线，目前有 16 个机场在投放中，并且在 2014 年刚建立的有 6 家，预计 2015 年仍将建设 4 家左右，收入增速至少在 30%，达到 7300 万美金左右。该部分毛利也是航美现有业务毛利最高的产品线，达到 50%，该部分营收快速增长，对于航美意义深远。
- **低毛利业务转型，即将引来盈利：**公司目前营收当中，基本处于亏损的是机场电视营销以及机柜式的广告业务线，该两部分占据公司总体营收的 10% 左右，但总的成本占据了总体机场资源费的 24% 左右。投入产出比及其不合理，公司预计在 2015 年对该两部分业务进行重大改革，进行剥离，将显著降低生产成本。
- **加油站 LED 广告成熟，收入将快速增长：**加油站的 LED 部署，由德豪润达（002005）提供，由于前期技术不成熟，导致一些 LED 部署出现不耐高温，老化损坏等问题。目前该问题已经解决，在 2014 年 Q4 开始加速部署，2015 年仍将进一一步加速部署，预计该部分在 2015 年营收增速达到 25% 左右。
- **高铁、航空 WiFi 已布局，提升后续高估值最核心部分：**高铁和航空 WiFi 项目是公司战略转型最重大的一步。公司在 2015 年的一月份即将在普通列车测试铁路 WiFi，预计明年航空 WiFi 测试飞机会在 5-10 架。相应的测试通过后，航美将依托高铁和航空运输过程的专属时间和空间，打造成移动互联网平台入口。以目前中国铁路和航空运输增速和基数，无论是以广告展示形式收费还是与移动互联网公司合作，所产生的收入和影响力，都将远远超越传统业务。
- **估值和投资建议：**预计公司在 2015 年开始盈利，2015 年和 2016 年 Non-GAAP 下 EPS 为 0.31\$ 与 0.34\$. 如果以目前 2.09\$ 的股价，对应市盈率在 7 倍与 6 倍。不考虑公司高铁和航空 WiFi 所带来移动互联网入口的高福利，以目前传媒行业整体均值 20 倍 PE，中值 10 倍 PE，给予公司在 2015 年目标价 3.3\$-6\$，增长空间在 48%-187%。

互联网研究团队

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

常兆亮 联系人 (86)18511869429
changzhao liang@gjzq.com.cn

内容目录

内容目录	2
超高影响力的媒体户外运营商，航空数码媒体龙头	3
公司简介	3
收入以及客户构成	3
固有产品线高盈利部分持续爆发，亏损业务线将转型	5
机场巨屏展示广告优势凸显，2015年增速进一步扩大	5
低毛利业务转型，极大削减生产成本	6
加油站 LED 广告成熟，收入将快速增长	7
高铁 WiFi 即将试验，航空 WiFi 已开始布局	8
盈利预测及估值	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1：航美传媒机场广告展示	3
图表 2：2014 年 Q3 营收构成占比	4
图表 3：公司季度毛利率情况	4
图表 4：航美客户构成以及增长情况	4
图表 5：航美客户总体增长情况	4
图表 6：公司营收情况	5
图表 7：公司净利润情况（百万\$）	5
图表 8：机场巨屏广告	5
图表 9：2014 年机场数码框架业务线占营收比重	6
图表 10：2014 年巨屏广告毛利及整体情况预估	6
图表 11：资源费及占总营收比重	6
图表 12：机柜式数码刷屏广告形式	7
图表 13：机场数字 TV	7
图表 14：机场数码业务线毛利及营收情况	7
图表 15：加油站 LED 广告样式	8
图表 16：加油站业务线分季度营收（千 \$）	8
图表 17：公司与海航战略合作模式	9
图表 18：空中 WiFi 原理	9
图表 19：航空 WiFi 旅客付费营收预测	10
图表 20：高铁 WiFi 原理	10
图表 21：分业务线收入情况	11
图表 22：公司毛利率预测	11

超高影响力的媒体户外运营商，航空数码媒体龙头

公司简介

■ 航美传媒 (AirMedia, NASDAQ: AMCN) 是中国最有影响力的中高端户外媒体运营商，拥有中国航空数码媒体市场超过 90%的占有率，以及大份额的机场传统媒体资源，打造了覆盖北京、上海、广州等全国主要机场以及国航、东航、南航等多家航空公司 2500 余条航线的航空媒体网络。在航空媒体领域地位不断提升之时，航美传媒集团还将业务延伸到加油站户外媒体领域，与中国石化集团签订独家特许经营协议，获得了中国石化在全国超过 3 万个加油站的媒体开发与经营权，翻开了中国户外媒体发展的新篇章。

图表1：航美传媒机场广告展示



来源：公司资料 国金证券研究所

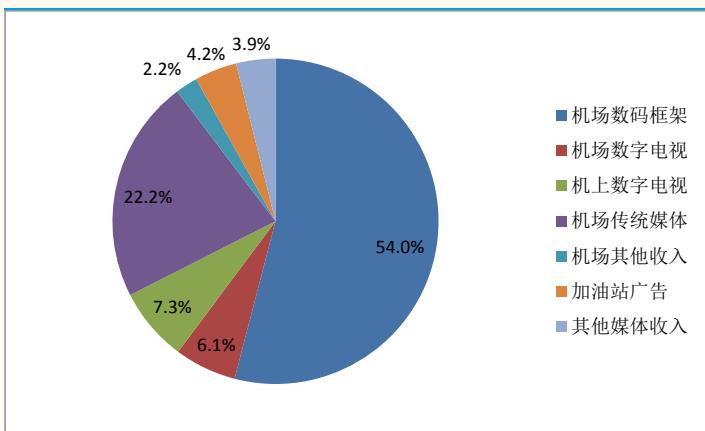
■ 公司三大优势

- **资源优势：**逐步达成户外全媒体运营，媒体资源覆盖全国 30 余家重点机场、7 家航空公司、2550 余条航线，年影响准航空旅客 2 亿人。拥有全国最大份额机场传统媒体，拥有北京首都机场、温州机场等多地机场传统媒体，以及一线城市户外大牌等。打造了全国最大的加油站媒体网络。业务遍及全国 20 余个省、市，150 多个城市，32000 座中石化加油站媒体形式创新多样，占据优质渠道位置。
- **受众优势：**航美受众具有良好的社会地位，拥有一定的收入基础，具备更大的社会影响力及企业购买决策权。该人群追求品质生活，是消费的动力源，并注重广告效果，品牌忠诚度高。
- **技术优势：**全国首家独创航空电子媒体“数码刷屏网络”，实现全场乃至全国的同步播放，方便、灵活、低成本。创新设计“数码连屏媒体”，多块 LCD 液晶屏组成电子墙，可多屏组合播放整幅画面。未来，依托整合媒体资源，引入多种受众互动模式，开发互动无线网络平台。

收入以及客户构成

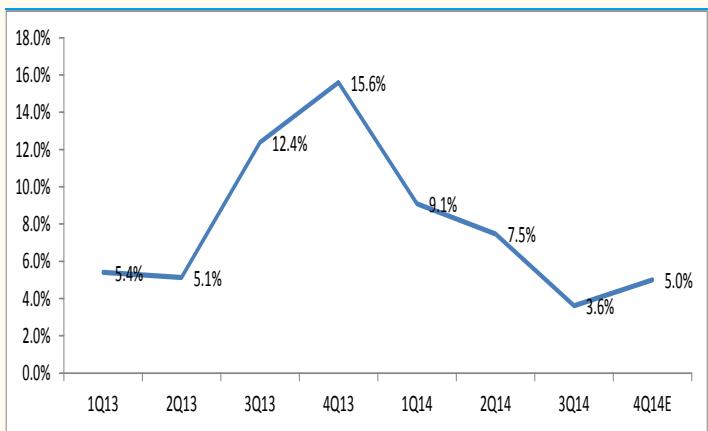
- **收入构成：**公司收入主要由以下几部分构成

图表2：2014年Q3 营收构成占比



来源：公司公告 国金证券研究所

图表3：公司季度毛利率情况



- 图表 2 是公司营收构成图，截止到 2014 年 Q3 公司超过 90% 的收入均由航空构成，其中机场数码框架占营收比例达到 54%，该部分也是毛利较高的部分，是公司的最重要的收入来源，也是公司扭亏为盈的关键点。机场传统媒体是公司的第二大收入来源，该部分收入占比约为 22%，毛利率也高于其他部分。
- 图表 3 是公司最近两年毛利情况，公司的毛利率较低，导致公司最近两年亏损，无法盈利。在 13 年的下半年毛利的突增，主要是由于毛利较高的机场数码框架收入增长导致。但是由于受一些政策影响等，在 14 年主要受客户的波动影响，机场数码框架营收有所减少，并且加油站的 LED 广告技术出现一些问题导致了毛利率的下降。
- 客户分布情况：得天独厚的媒体环境，自动聚拢高消费人群的媒体平台，带来了突出的品牌传播效应。航美传媒吸引了众多国内外知名品牌，目前航美广告客户包括：奥迪、中国移动、中国联通、东风雪铁龙、长城葡萄酒、海尔、日立、联想、雷克萨斯、LG、蒙牛、诺基亚、三星和上海大众等。客户主要以中高端品牌客户为主。

图表4：航美客户构成以及增长情况

AirMedia's Q3 14 Top 10 Industries

Ranking	Industry	%	YOY	QOQ
1	Auto	35%	-13.5%	-4.6%
2	Consumer electronics	11%	-2.7%	57.9%
3	Finance	8%	-15.0%	80.0%
4	High-end food and beverages	8%	-27.3%	-21.2%
5	Home appliance	8%	151.4%	41.1%
6	Real estate	6%	45.4%	-11.0%
7	Commerce and services	3%	-16.4%	-30.1%
8	Luxuries	3%	45.1%	195.7%
9	Telecom and related products	3%	25.8%	23.7%
10	Tourism	3%	14.6%	-6.5%

来源：公司资料 国金证券研究所

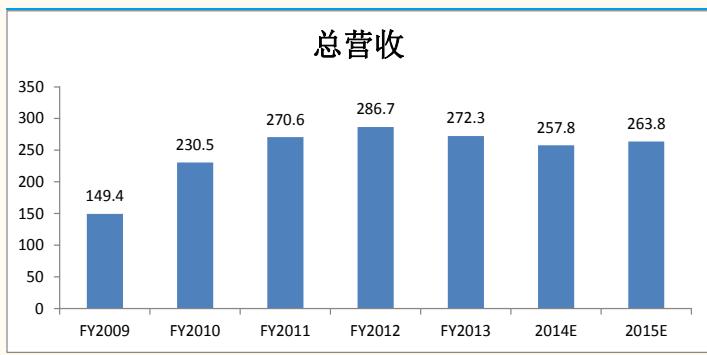
图表5：航美客户总体增长情况

Accumulated Customers

	Q3 14 – 2,492 advertisers
	Q4 13 – 2,194 advertisers
	Q2 13 – 1,958 advertisers
	Q4 12 – 1,798 advertisers
	Q2 12 – 1,615 advertisers
	Q4 11 – 1,474 advertisers
	Q2 11 – 1,269 advertisers
	Q4 10 – 1,132 advertisers
	Q2 10 – 940 advertisers
	Q4 09 – 731 advertisers
	Q2 09 – 574 advertisers

- 公司客户都是高端品牌，其中汽车和电子产品几乎占据了客户总体的 50%。其余排名靠前的客户主要是金融和高端食品饮料以及家用电器。特别是家用电器，年同比增长达 151%。由于政策性影响等，我们看到高端食品饮料的年同比下降较多，降幅大约在 27%。汽车类已经开始回升，而金融理财会回升更多，目前环比 Q2 已经有 80% 的增幅。

图表6：公司营收情况



图表7：公司净利润情况 (百万\$)



来源：公司资料 国金证券研究所

- 公司在 2009 年出现的巨额亏损，主要是受金融危机影响，由于公司客户都是大型客户，受影响很大。随后签订的中石化项目，发现巨额维护费用以及商业模式出现问题，导致了随后的连续亏损。还有一点是 2009 年公司刚刚签订机场传统媒体项目，当时刚刚布局未能盈利，目前已经有较好的盈利。预计公司在 2014 年还将持续亏损，主要是受机场小刷屏等低毛利高资源费业务影响。2015 年预计会迎来盈利，主要是高毛利业务快速发展，低毛利甚至亏损项目将剥离。

固有产品线高盈利部分持续爆发，亏损业务线将转型

机场巨屏展示广告优势凸显，2015 年增速进一步扩大

- 公司的产品线中，贡献收入最多的是机场数码框架广告。在最近几个季度的收入占比一直保持在 55% 左右。目前已经在全国 26 个主要机场部署了数码框架广告在运营。机场数码框架广告目前主要三部分组成。机场巨屏广告，独立式刷屏、机柜式刷屏（也称小刷屏）。其中机场巨屏广告是公司最近几年的发展重点和亮点，同时也是公司目前最盈利的产品线。
- 机场巨屏广告之所以成为公司目前的重点以及重要盈利的产品线，是因为它的稀缺性。机场巨屏广告的投入首先较多，巨屏广告根据机场的大小不同，屏幕的大小会有所调整。一般情况下广告屏幕的面积大小在 20 几平米到 200 平米不等。这种巨大的屏幕广告，会让人一目了然，很吸引旅客的注意。并且屏幕的成本根据大小不同，成本会在几百万到一千万人民币左右的价格。所以这是其他小型传媒公司所不能承受的，是航美的独占资源。

图表8：机场巨屏广告

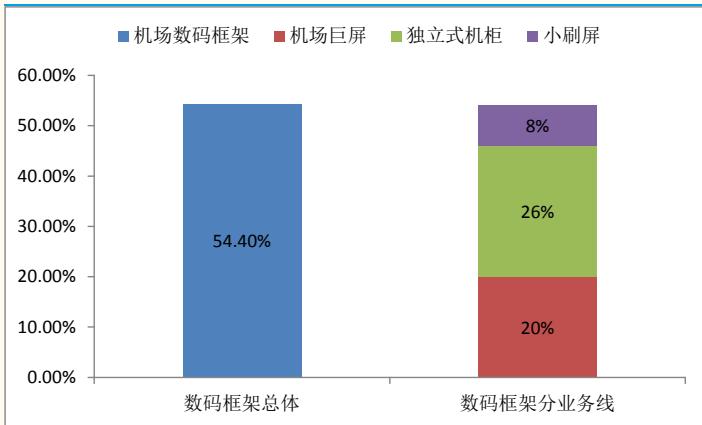


来源：公司资料 国金证券研究所

- 目前在机场数码框架业务线中，机场巨屏广告的营收占总体的 20% 左右。整个 2014 年预计总营收达到 5100 万美金。巨屏广告是公司最赚钱的业务线，毛利率大约在 50% 左右。目前已经有 16 个机场在经营中，但是其中

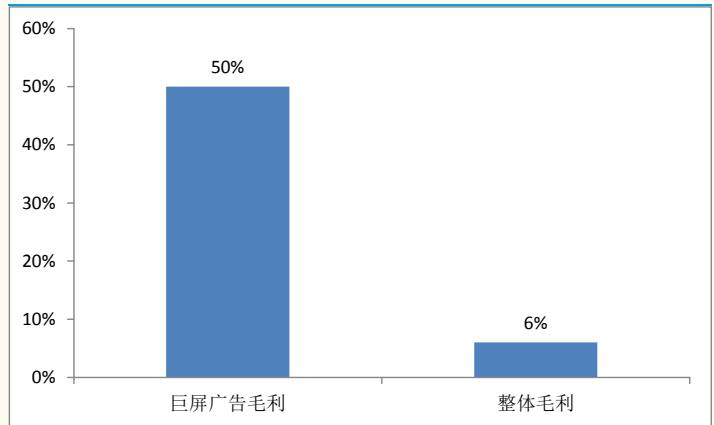
有 4 个还是在 2014 年下半年（10、11 月有两个）建成。按照现有机场部署情况以及公司营建速度，预计在 2015 年还会在 3-4 个机场建造巨型屏幕。由于经营的机场数量的增加，使巨屏业务线营收会增加大约 30%。高毛利的业务线营收增加幅度较大，对于公司的盈利将产生重要作用。

图表9：2014年机场数码框架业务线占营收比重



来源：公司资料 国金证券研究所

图表10：2014年巨屏广告毛利及整体情况预估



低毛利业务转型，极大削减生产成本

- 公司的毛利率过低，导致了公司最近几年无法盈利。在生产成本中，比重最大的是机场资源费，即公司与机场签订的合同，所付给机场的费用。公司根据业务线的不同，各部分所占资源费的比例差异也较大。在 2014 年资源费大约占总营收的 70% 左右。其中，尤其以数码框架广告中的小刷屏广告以及机场数字 TV 的资源费比例与营收比例极不协调，是公司要进行剥离的部分。

图表11：资源费及占总营收比重



来源：国金证券研究所

- 相对于超大 LED，位置较好的框架以及传统广告，小刷屏仅是作为营销网络的一个补充，基本分布在候机位置。上边是 47 寸液晶电视，下边是 50 寸左右的数字框架的合体，在典型的广告投放方案中，小刷屏往往作为广告主整体投放时赠送的一个工具，但是这部分确占据着不少资源费。公司也曾尝试将机柜式广告，以 O2O 商业模式，进行扫描二维码设置奖品等活动，但发现这种模式对于部分乘坐飞机的高端人群，适用性并不高，所以公司已经下定决心将此部分业务剥离。

图表12：机柜式数码刷屏广告形式



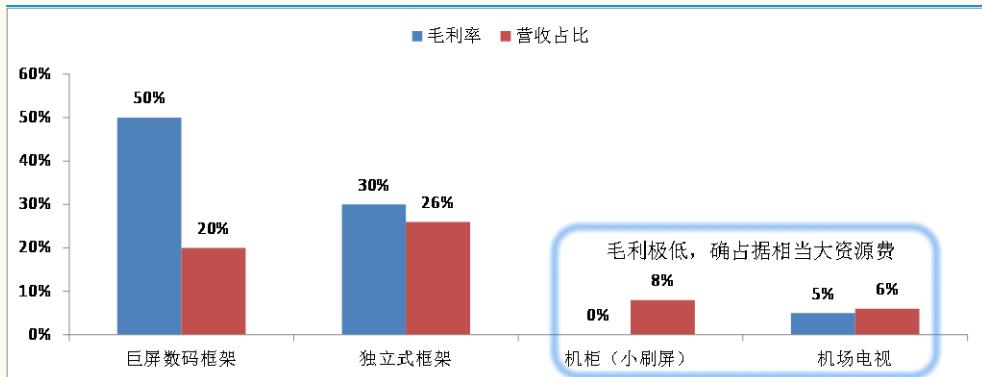
来源：公司资料 国金证券研究所

图表13：机场数字 TV



- 同样机场数字 TV，在总体营收中的比例大约 6% 左右，但一直处于亏损之中。根据公司指引，预计在 2015 年将二者进行业务剥离，大约会减少 10% 的总营收，但会降低总成本大约 24%。这将进一步促进公司的盈利。

图表14：机场数码业务线毛利及营收情况



来源：公司资料 国金证券研究所

加油站 LED 广告成熟，收入将快速增长

- 加油站广告业务是公司在很早就已经开始介入的部分。首先从受众来看，有车族我们可以认为是具有较强经济实力、决策力和一定社会传播的力的核心群体。从整个汽车产业发展来看，2020 年中国汽车保有量将突破两亿。汽车市场的规模仍然在高速的发展之中。而加油站是每个有车用户一定会去的地方，可以认为航美在加油站部署广告，是比飞机影响还要更大的市场，影响的受众更加宽广。
- 但是公司在加油站早期的业务发展出现了一些问题，早期的广告主要使用灯箱式的广告橱窗。当广告主有很多短期的营销需求或者紧急的需要更换广告内容时，由于这些广告内容的更换，都需要人力手工的完成，导致了很多广告版面不能及时更新。虽然收入还在缓慢增长，但是此种商业模式注定不能长久。公司在 2012 年底开始将加油站的传统的广告改为 LED 屏广告。LED 对比传统广告模式，更大更能吸引目标受众。并且能够充分的增加加油站广告容量，LED 可以快速的解决，紧急的广告主更换广告内容等需求。

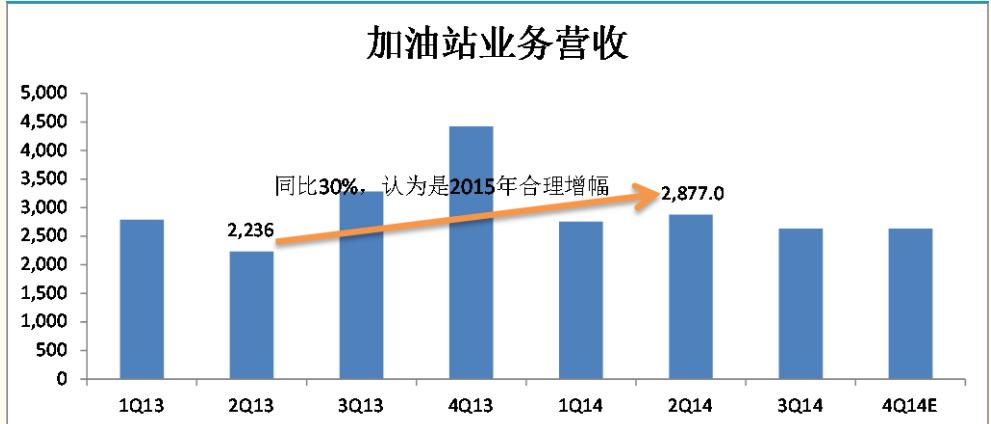
图表15：加油站 LED 广告样式



来源：公司资料 国金证券研究所

- 加油站 LED 的项目也不是一帆风顺。在 2013 年 5 月，航美旗下子公司被德豪润达入股。其中德豪润达以 6.4 亿元分期投资航美子公司维美盛景 21.27% 股权。但是该部分合作的实质却是，德豪润达以 LED 设备形式，折合成 6.4 亿人民币，分期帮助航美建造加油站 LED 广告设备，因此航美并没有拿到任何的现金注入。并且在 2014 年的 LED 屏幕由于设备技术出现问题，高温等情况，导致屏幕不能正常显示，也严重的影响了航美在加油站的收入，但是目前情况已经得到解决，我们预计 2015 年加油站收入将迎来比较大的突破。
- 在 14 年底，航美大约有 500 座 LED 设备在加油站进行投放。而公司预计 2015 年会投放 1000 座左右 LED 设备。从 LED 设备更新替换传统加油站灯箱广告分析，由于设备的建造和经营需要一定时间积累，并且设备在 14 年夏天之后出现了损坏现象，导致加油站广告营收骤减。但是我们看到 14 年 Q2 已经有部分 LED 产生了损坏，Q3、Q4 同比去年收入会下降更多。但 2014 年的 Q2 正是加油站 LED 开始更新一年后的稳定期，同比 13 年增幅大约 30%。我们大致可以认为这是 2015 年 LED 更新、没有安全问题之后的对比 2014 年的增速。

图表16：加油站业务线分季度营收（千 \$）



来源：公司公告 国金证券研究所

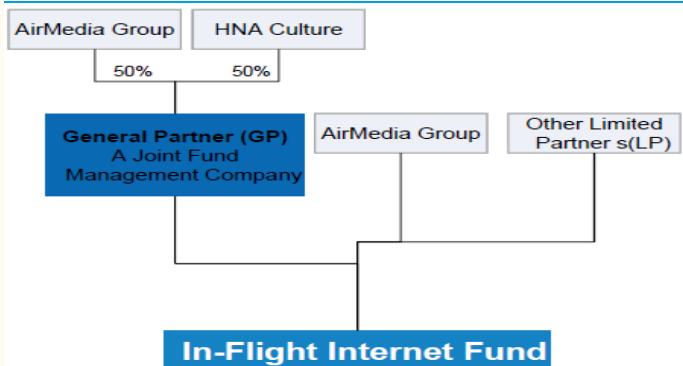
高铁 WiFi 即将试验，航空 WiFi 已开始布局

- 航空和高铁 WiFi 项目是公司转型重点，也是公司未来迎来大变革的最重要看点。其中航空 WiFi 未来空间更大，但是难度和成本相对较高，因为空中的网络在之前是被禁止，是全新的市场。而高铁的 WiFi 项目，会明显提高高铁中的上网稳定性速度等，但高铁因为原有 3G、4G 网络，这部分可以理解为一个增量、服务提升的市场。

机上 WiFi 开始布局，与海航战略合作将测试，盈利模式逐渐清晰

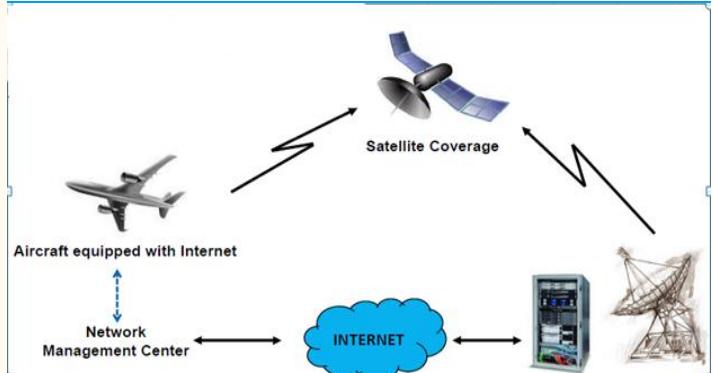
- 2013 年底，航美传媒和海航文化共同设立的基金管理公司，由双方各自持 50% 的股份。航空 WiFi 除了接入机上互联网服务的收费外，合作双方期望的收入来源还包括空中多媒体平台里的广告、空中多媒体平台里的电子商务交易收入、从电子商务公司收取的佣金，或广告主或其他互联网公司为空中多媒体平台提供他们的内容和服务而支付的赞助费。
- 航空 WiFi 从技术上看，目前已经相对成熟，由于飞机经常会飞越海洋、湖泊等情况，控制 WiFi 采用卫星通讯技术，而随着 4G 等网络的普及，卫星通讯的资费等也会随之降低，对于公司降低成本也是较大的利好。而航美会在飞机安装相应的终端设备，来接受卫星信号，向机内提供 WiFi 服务。在 2014 年底，航美也与中国电信集团卫星通信有限公司签约，联合开展提供航空客舱内 WiFi。标志着航美在航空 WiFi 领域的准备工作基本结束，准备开展进行测试和商业模式的深度运营。
- 从营收角度分析，空中 WiFi 的营收应该包括两部分，第一部分是旅客的增值使用费，即旅客想要享受 WiFi 服务，是需要付费进行。另一部分主要是公司打造移动互联入口，通过与其他大型互联网公司合作等，收取特约使用费，或者其他广告费，参与交易、下载安装分成等。其中第一部分我们可以粗略计算，第二部分，因为商业模式没有确定，暂时不做详细分析。

图表17：公司与海航战略合作模式



来源：国金证券研究所

图表18：空中 WiFi 原理



- 目前公司已经拿下海航的全部飞机运营权，海航集团目前共计有 400 余架客机，根据飞行航线和飞行时间测试，目前大约有 200 余架飞机适合安装接受卫星信号的设备，时间上考虑主要是至少需要 1 个小时的航班。公司预计在今年在 2015 年会测试 5-10 架飞机，在今年上半年，预计会有两架开始测试。每台飞机需要安装设备才能接受相应的卫星信号，该部分成本大约是 30 万\$/台，一次性投入即可。空中卫星信号的带宽费用大约是 5 万\$/M/年。从 2015 年飞机测试角度分析，公司的支出不会很多，不会对利润造成很大的影响。
- 东航、南航以及国航三大航空公司的空中 WiFi 运营目前还没有确定，仅考虑海航的市场空间，我们可以计算，200 架飞机均安装接收设备，大约需要 6000 万美金的一次性资本支出。航美户外设备一般按照 5 年折旧，最差情况，每年以 20% 折旧，到第五年我们认为设备完全没有价值。200 架飞机每年大约需要花费 1200 万美金。根据航美的调研统计，每名旅客愿意为使用 WiFi 服务花费的价格大约在 18-27 人民币。初步将价格定在约 30 人民币使用费。整个海航集团 2014 年大约运输人数 5500 万，后续几年增长率大约保持在 10%。大约一半的飞机会安装 WiFi 接收器，大约受影响的旅客规模为 3000 万/年
- 根据海航集团旗下最大的航空公司海航的公开报表数据，我们可以看到飞机的每天利用率大约 10 小时，我们大致可以推断，海航集团 200 架飞机，每天同时在天上约有 83 架飞机飞行，需要为同时飞行的 83 架购买总带宽即可。根据每架飞机大约运营 150 人，按照 20% 的购买付费率（国外机构

调研一些大城市付费意愿超过 25%，付费 5-13\$），需要的带宽假定没人 50Kb，那每年即需要带宽费大约 600 万美金。每年总体需要花费大约 1800 万美金。而按照目前调研的价格和付费率，可以大概推算，一年营收大约 2000 万美金。这还是在没有计算，作为互联网入口可以带来的其他佣金以及其他模式营收。

图表19：航空 WiFi 旅客付费营收预测



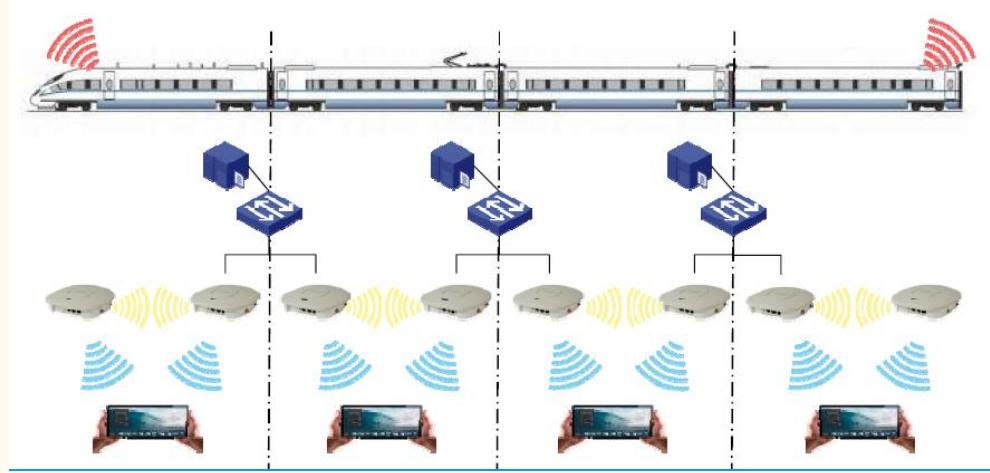
来源：国金证券研究所

- 上述部分只是最基本的模式，未来的重点还是在于与各大电商合作，类似如果通过空中 WiFi 网络购物、理财、消费等商业行为的时候，享受一个“空中优惠价”，从中抽取相应电商公司的佣金等。或者通过一些网站的优先访问，来收取优先特约服务费，以及相应的展示广告等。均有巨大的升值空间，但是目前该部分模式还没有最终确定，不做盈利预测。

普通铁路 WiFi 2015Q1 即将测试，高铁份额将近 70%

- 高铁的 WiFi 接入模式与航空 WiFi 很大不同，航空用卫星信号，而目前随着网络的普及，高铁的信号使用现有的地面基站即可。同样在列车安装一个更强大功率的接收器，来为列车提供 WiFi 信号。并且高铁的 WiFi 是对旅客免费开放。主要通过后续的增值服务来进行收费。并且我们认为，高铁的后续增值模式与飞机相差不大，通过与互联网公司合作来进行后续的营销和服务提供。

图表20：高铁 WiFi 原理



来源：国金证券研究所

- 目前公司已经拿了高铁 50% 的运营权，主要是上海铁路局、269 余辆高铁动车以及广州铁路局 150 余辆高速列车，北京铁路的运营权还在讨论之中。目前来看航美在高铁运营中，已经占据了绝对的优势。但是高铁的测试还是需要等待一段时间，公司很快将在普通列车上进行测试 WiFi。普通

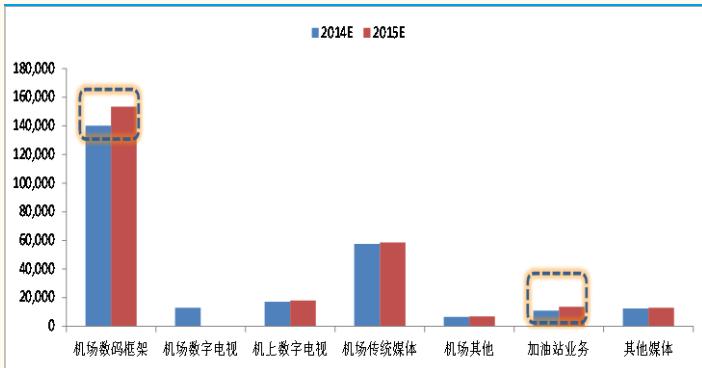
列车的影响人数将更多，但是目前还在谈判中，我们不考虑航美是否可以拿下普通列车的 WiFi 运营。

- 根据统计数据，截止到 2012 年，我国高铁建设计划完成一半，每天发送 133 万人。到 2015 年预计全年高铁可以发送旅客人数大约 7-8 亿。每天大约运输 200 万人。乘坐高铁的人群无论是素质，还是对于互联网的普及等肯定远超平均水平，初步认为可以达到欧美发达水平，互联网渗透率约为 80% 左右。即每天大约有 160 万人通过航美在铁路上网。用户数将近 200 万，已经可以用互联网模式去估值，但是这 200 万是及其活跃的，航美可以通过与不同的互联网巨头合作，进行商业变现。即使目前商业模式还在规划中，如果以目前 VC 市场情况预估，活跃用户量达到百万级别的 APP 平台，估值可以在数亿人民币。我们可以静待高铁进一步测试和变现。

盈利预测及估值

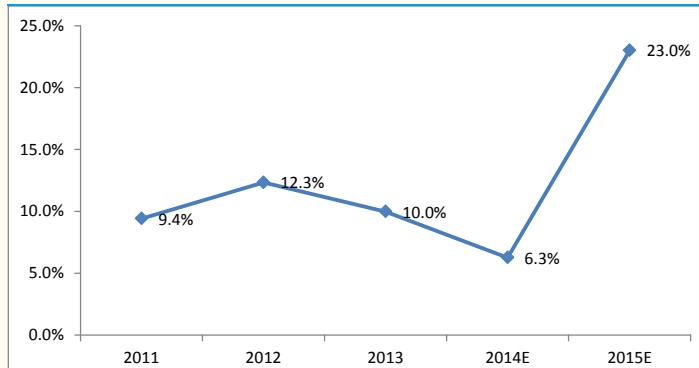
- 公司的两个重大转型项目，航空和高铁 WiFi 目前都还在起步阶段，我们不考虑估值，但是可以想象的空间，是非常巨大的，航空和高铁的 WiFi 要时刻跟踪，特别是商业模式的确定，更为重要。
- 公司在持续的亏损之后，管理层也下定决心扭亏为盈，高毛利的巨屏仍将快速发展，亏损的业务线在 2015 年将进行剥离，加油站也彻底的解决了 LED 显示屏的问题，将迎来增长，结合以上几个方面，我们对 2015 年的业务线预测和毛利率预测如下。其他的市场和销售等费用基本保持 2014 年水平。

图表21：分业务线收入情况



来源：国金证券研究所

图表22：公司毛利率预测



- 估值和投资建议：预计公司在 2015 年开始盈利，2015 年和 2016 年 Non-GAAP 下 EPS 为 0.31\$ 和 0.34\$。如果以目前 2.5\$ 的股价，对应市盈率在 8 倍与 7 倍。不考虑公司高铁和航空 WiFi 所带来的移动互联网入口的高福利，以目前传媒行业整体均值 20 倍 PE，中值 10 倍 PE，给予公司在 2015 年目标价 3.3\$-6\$，增长空间在 25%-140%。

风险提示

- 宏观经济向下，导致大型客户广告投入减少。
- 公司的现有亏损线剥离过于缓慢，影响利润率。
- 航空和高铁 WiFi 审批时间过长，导致项目延期等。

附录：三张报表预测摘要

Income Statement (US\$ thousand)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net Revenue	292,965.0	276,516.0	257,833.1	263,773.2	284,637.6
Cost of revenue	(250,606.0)	(244,673.0)	(240,041.1)	(203,105.3)	(219,170.9)
Gross profit	36,136.0	27,593.0	16,145.0	60,667.8	65,466.6
Gross margin	12.3%	10.0%	6.3%	23.0%	23.0%
Sales & marketing expenses	(17995.0)	(20069.0)	(24856.9)	(21101.9)	(22771.0)
General & administrative expenses	(21842.0)	(25723.0)	(25789.9)	(23739.6)	(25617.4)
Operating income	(33895.0)	(18199.0)	(34501.9)	15826.4	17078.3
Interest income	1355.0	1213.0	1647.8	1318.9	1423.2
Profit before tax	(29770.0)	(13164.0)	(30444.0)	19519.2	21063.2
Income tax expense	(2493.0)	1713.0	4024.1	(2342.3)	(2317.0)
Net profit	(32728.0)	(10626.0)	(20581.0)	17176.9	18746.2
Non-GAAP net profit	(29226.0)	(8538.0)	(18637.5)	18495.8	20169.4
Fully diluted EPS (US\$)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	0.3	0.35
Non-GAAP fully diluted EPS (US\$)	(0.5)	(0.1)	(0.3)	0.3	0.35
Balance Sheet (US\$ thousand)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Cash and cash equivalents	73,634	59,652	38,754	43,027	66,478
Accounts receivable	101,222	107,529	97,323	99,566	107,441
Prepaid expenses and others	86,569	107,923	96,938	92,369	90,542
Current assets	261,425	275,104	233,015	234,961	264,461
Property and equipment	45,930	85,499	110,100	111,950	111,068
Intangible assets	1,521	1,446	1,447	1,448	1,449
Other noncurrent assets	22,307	21,158	21,158	21,158	21,158
Deferred tax assets	8,347	11,755	11,755	11,755	11,755
Long-term investments	4,337	7,829	7,829	7,829	7,829
Non-current assets	82,442	127,687	152,289	154,140	153,260
Total assets	343,867	402,791	385,304	389,101	417,721
Accounts payable	72,895	81,157	75,568	63,940	68,998
Accrued expenses and others	12,555	12,550	12,096	10,234	11,044
Deferred revenue	18,602	17,380	17,650	14,934	16,116
Current liabilities	104,052	111,087	105,314	89,109	96,157
Total liabilities	104,432	111,448	105,675	89,470	96,518
Total shareholders' equity	239,435	291,343	273,587	293,589	315,160
Total liabilities and equity	343,867	402,791	385,304	389,101	417,721
Cash Flow Statement (US\$ thousand)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net income	(32,241)	(11,520)	(26,623)	17,177	18,746
Depreciation & amortization	24,033	21,862	31,227	37,721	43,583
Changes in working capital	10,582	(20,635)	18,160	(18,965)	(4,087)
Other Non-Cash Adjustments	17,856	10,830	10,830	10,830	10,830
Cash from operations	20,230	537	33,594	46,763	69,072
Capex	(9,160)	(70,062)	(51,567)	(39,566)	(42,696)
Cash from investing activities	(57,006)	(70,466)	(51,667)	(39,666)	(42,796)
Cash from financing activities	(3,260)	54,311	(2,825)	(2,825)	(2,825)

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室