

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格（人民币）：24.02元  
目标价格（人民币）：44.64-44.64元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	139.14
总市值(百万元)	3,342.23
年内股价最高最低(元)	24.81/10.32
沪深 300 指数	3705.67
上证指数	3449.31



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.161	0.231	-0.038	0.601	0.667
每股净资产(元)	1.79	1.57	1.40	3.21	5.23
每股经营性现金流(元)	0.42	0.58	1.15	-0.02	2.05
市盈率(倍)	70.39	43.43	-389.80	12.11	10.91
行业优化市盈率(倍)	N/A	54.68	52.44	73.85	73.85
净利润增长率(%)	-16.23%	87.08%	N/A	N/A	11.06%
净资产收益率(%)	8.97%	14.73%	-2.70%	60.33%	41.12%
总股本(百万股)	107.03	139.14	139.14	448.32	448.32

来源：公司年报、国金证券研究所

## A股同达创业是电视互联网被忽略的核心标的

- 同达创业 (600647.SH)：公司当前业务除 CAS 外及屏屏通 WIFI 系统外，还拥有广电运营商 B2B 模式 OTT 业务以及国内仅有的两家云游戏平台（游戏运营、分发）之一，是电视游戏的核心标的，我们建议可长期看好同达创业。

## 永新视博美股具有长期投资价值且短期安全边际明显

- 永新视博 (STV)：与同达创业达成资产出售并有借壳预期。我们维持永新视博 (STV) “买入”评级，重申 6.3 美元/ADS 的目标价。当前公司股价仅 3.41 美元，市值 2.04 亿美元，相当于其资产出售完成后账面现金的 40% 左右，继续推荐。

## A股首创美股上市公司借壳 A股回归 同达创业成永新视博影子股

- 对比可比标的数码视讯，我们认为同达创业目前收购视博科技后，可给予 114 市值对应 25.44 元。但考虑到永新视博进一步将新业务如云游戏业务（可给予 85 亿左右市值）未来进一步注入上市公司，应给予公司合计 200 亿市值，对应 44.64 元。
- 我们认为同达创业已经进入一个基本面转折点：首先，资产重组已基本完成，并与信达资产达成紧密的合作关系。同时永新视博尚未出售新业务如基于云游戏的电视游戏运营和分发业务也已进入商用。我们认为伴随歌华有线完成增发走向外地进行业务输出，同达创业现有视博数字业务以及为装入上市公司的云游戏业务均有望获得突破性增长，并逐步扩展中移动等运营商市场，应该反映在同达创业的估值里。
- 追随歌华有线走出北京，新老业务有望全面受益：我们认为歌华本次增发标志着其将走出北京与其他地方有线网络公司展开业务、资本的全方位合作，从而带动相关地方加大有线网络改造力度和终端更换速度，从而给同达购买的视博数字带来机遇。另一方面，云游戏等待注入资产也有望伴随歌华有线步伐，从而实现新老业务的全面收益。
- 因此我们给予公司“买入”评级。

## 风险提示

- 作为首例 A 股回归美股的案例，公司本次资产重组交易是否能够顺利完成仍存在一定不确定性。

邢开允

联系人  
(8621)60230250  
xingky@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 内容目录

A股同达创业是电视互联网被忽略的核心标的.....	1
永新视博美股具有长期投资价值且短期安全边际明显 .....	1
A股首创 美股上市公司借壳 A股回归 同达创业成永新视博影子股 .....	1
风险提示.....	1
王者归来 视频行业当大有为 A股首创 满血复活再启程 .....	4
A股同达创业是电视互联网被忽略的核心标的.....	4
永新视博美股具有长期投资价值且短期安全边际明显 .....	4
A股首创 美股上市公司借壳 A股回归 同达创业成永新视博影子股 .....	4
风险提示.....	4
CAS 事关播出安全 永新视博国产替代掘得第一桶金 .....	5
CAS 未来将长期稳定 国家安全要求下卫星终端 CAS 有望拓展新空间 .....	5
海外 CAS 市场将成为国内企业的巨大推动力 .....	6
云游戏切入电视游戏运营分发，高价值稀缺性标的将成为风口上的飞鸟 .....	8
云游戏产业链：用户成本低、覆盖广、产业链上 SP 平台最具投资价值.....	9
云游戏 SP 的盈利空间以及对永新视博的业绩和估值弹性.....	10
视频流量+移动互联网变现能力 WIFI 打造新入口 .....	13
屏屏通打造移动互联网入口 流量分成、O2O 获取收入 .....	14
对比 YY 屏屏通充分发展后有望实现 80 亿估值.....	15
布局 DVB+OTT 的关键是与有线运营商的合作和博弈能力 .....	16
有线配合虚拟 OTT 运营商发展 DVB+OTT 用户是无风险、稳定收益的。 ..	16
DVB+OTT 延长 CAS 产品生命周期 切入运营领域 .....	17
DVB+OTT：硬件有望实现.....	17
盈利预测和投资建议.....	18
投资建议及风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：中国各种电视制式数量统计（2012年1季度） .....	5
图表 2：中国各种电视制式数量统计（2012年1季度） .....	5
图表 3：各国直播星占（直播星+有线电视）比例.....	6
图表 4：我国各种制式电视用户规模发展情况预测 .....	6
图表 6：直播星潜在市场规模测算 .....	6
图表 5：亚非拉和独联体国家数字整转率仍然很低，CAS 空间很大 .....	7
图表 7：电视游戏现状：Windows 内容成熟度远高于 Android，产品价格也远高于 Android 游戏机 .....	8
图表 8：超过 4000 元的手机在国内市场占比大约 15%左右 .....	8
图表 9：iOS 收入最高前 20 款手机游戏类型分布 .....	8
图表 10：美国收入最高前 20 款电视游戏类型分布 .....	8

图表 11: 运营商体系可支撑云游戏终端的数量增长预测 .....	9
图表 12: 不同类型游戏玩家对延时的忍受度并不相同（纵轴表示对延时的敏感性） .....	10
图表 13: 不同云游戏平台的效果差距很大，主要取决于其技术和运营能力 ...	10
图表 14: 云游戏成本敏感性分析（单付费用户每月成本，单位：元/用户/月） .....	10
图表 15: 不同模式下云游戏 SP 的单付费用户成本（元/用户/月） .....	11
图表 16: 不同收入、成本下的每用户毛利（按运营商、SP、CP 1:1:1 分成），如运营商全部承担机房带宽成本将实，付费用户平均 20 元 ARPU 将实现超过机房带宽的收益 .....	11
图表 17: 云游戏用户及市场规模测算 .....	11
图表 19: A 股可比云计算公司的估值情况 .....	12
图表 20: WIFI 占用了用户 46% 的上网时间，是移动互联网的第一入口 .....	13
图表 21: 屏屏系统侧架构图 .....	13
图表 22: 屏屏通客户端 .....	14
图表 23: 屏屏通业务估值对比 .....	15
图表 24: 小米电视搭配了有线电视机顶盒 .....	16
图表 25: 小米与江西有线合作征集用户内测 .....	16
图表 26: 有线运营商面对 OTT 挑战的技术和运营分析 .....	16
图表 27: 广电运营商新业务的性质、投入和风险偏好 .....	17
图表 28: 虚拟 OTT 运营商与广电网络运营商的合作空间 .....	17
图表 29: 公司 DVB+OTT 终端业务估值 .....	17
图表 30: 永新视博损益表预测（单位：千美元） .....	18
图表 30: 同达创业财务摘要 .....	20

## 王者归来 视频行业当大有为 A股首创 满血复活再启程

### A股同达创业是电视互联网被忽略的核心标的

- 同达创业 (600647.SH): 公司当前业务除 CAS 外及屏屏通 WIFI 系统外，还拥有广电运营商 B2B 模式 OTT 业务以及国内仅有的两家云游戏平台（游戏运营、分发）之一，是电视游戏的核心标的，我们建议可长期看好同达创业。

### 永新视博美股具有长期投资价值且短期安全边际明显

- 永新视博 (STV): 与同达创业达成资产出售并有借壳预期。我们维持永新视博 (STV) “买入”评级，重申 6.3 美元/ADS 的目标价。当前公司股价仅 3.41 美元，市值 2.04 亿美元，相当于其资产出售完成后账面现金的 40% 左右，继续推荐。

### A股首创 美股上市公司借壳 A股回归 同达创业成永新视博影子股

- 对比可比标的数码视讯，我们认为同达创业目前收购视博科技后，可给予 114 市值对应 25.44 元。但考虑到永新视博进一步将新业务如云游戏业务（可给予 85 亿市左右市值）未来进一步注入上市公司，应给予公司合计 200 亿市值，对应 44.64 元。
- 我们认为同达创业已经进入一个基本面转折点：首先，资产重组已基本完成，并与信达资产达成紧密的合作关系。同时永新视博尚未出售新业务如基于云游戏的电视游戏运营和分发业务也已进入商用。我们认为伴随歌华有线完成增发走向外地进行业务输出，同达创业现有视博数字业务以及为装入上市公司的云游戏业务均有望获得突破性增长，并逐步扩展中移动等运营商市场，应该反映在同达创业的估值里。
- 追随歌华有线走出北京，新老业务有望全面受益：我们认为歌华本次增发标志着其将走出北京与其他地方有线网络公司展开业务、资本的全方位合作，从而带动相关地方加大有线网络改造力度和终端更换速度，从而给同达购买的视博数字带来机遇。另一方面，云游戏等待注入资产也有望伴随歌华有出去步伐，从而实现新老业务的全面收益。
- 因此我们给予公司“买入”评级。

### 风险提示

- 作为首例 A 股回归美股的案例，公司本次资产重组交易是否能够顺利完成仍存在一定不确定性。

## 同达的背后、永新的过去：CAS 系统“去 IOE”第一人

### CAS 事关播出安全 永新视博国产替代掘得第一桶金

- 北京永新视博数字电视技术有限公司成立于 1998 年，是中国最大的数字媒体技术和服务提供商，为运营商提供基于有线、卫星、地面、IPTV、移动网络平台的专业、全面的解决方案。
- 永新视博是国内有线电视条件接受系统(CAS，类似机顶盒的 SIM 卡)最早实现国产化突破的企业，在目前国内的 CAS 市场上和数码视讯一起形成双寡头垄断局面。目前 CAS 在公司主营业务收入中占比仍然有 88%，是公司最主要的业务和利润来源；

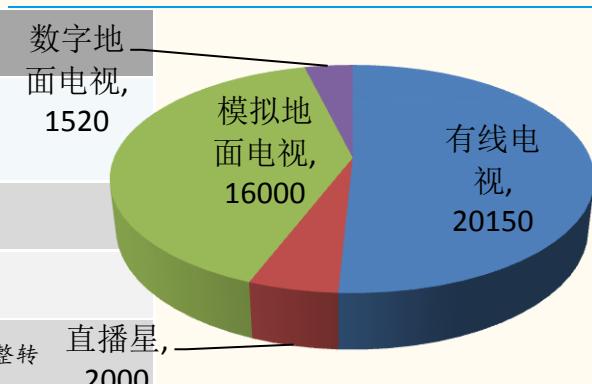
### CAS 未来将长期稳定 国家安全要求下卫星终端 CAS 有望拓展新空间

- 直播卫星基本概念：利用卫星直接向用户传送电视信号，直播星的发射功率大，用户利用一个小型锅盖天线就可以收到节目内容（300 套节目），缺点是无法进行双向业务，但对于人口稀疏的中西部来说，是一个非常好的解决方案。中国之前由于技术和意识形态的原因，一直限制直播星的发展，随着“村村通”工程的开展，直播星迅速发展。
- 有线电视的局限性：中国目前有 5 亿的电视机保有量和 39825 万家庭户数（国际统计局 2010 年数据），相当大一部分偏远山区家庭用户无法使用有线电视（建网成本过高，有线电视用户数量将在 2015 年达到 2.5 户的天花板）。该部分用户主要使用地面模拟电视，大约在 1.6 亿 ~2 亿用户。
- 目前中国估计仍然有 1.6~2 亿的模拟地面电视用户，该部分用户只能收到 5 套模拟信号，质量非常差，2015 年之后将面临无电视可看的局面。未来主要由数字地面电视（不需要加密卡）和直播星（需要加密卡）来解决，尤其是成本较低的直播卫星，即广电总局推广的“村村通”和升级版“户户通”（同时能够接受数字地面电视+GPS 定位系统）。

图表 1：中国各种电视制式数量统计（2012 年 1 季度）

电视制式	收看质量	发展情况
地面模拟电视	只能看 5 套左右节目，单向	1.6~2 亿户
地面数字电视	好	1520 万户
有线数字电视	非常好	1.1 亿户
有线模拟电视	一般	尚有 1 亿户没有整转
直播卫星电视	中星九号目前 25 套节目，可扩展 300 套	2000 万户

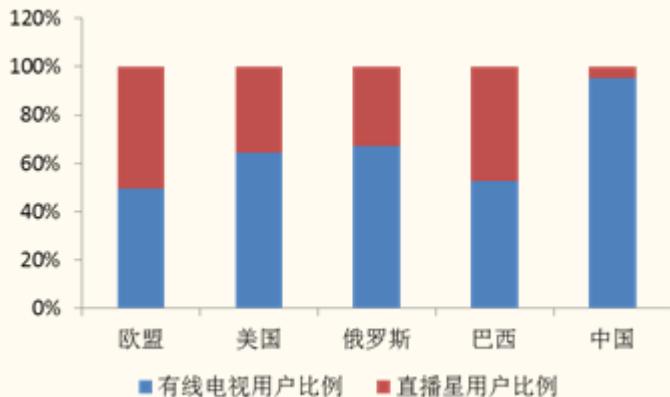
图表 2：中国各种电视制式数量统计（2012 年 1 季度）



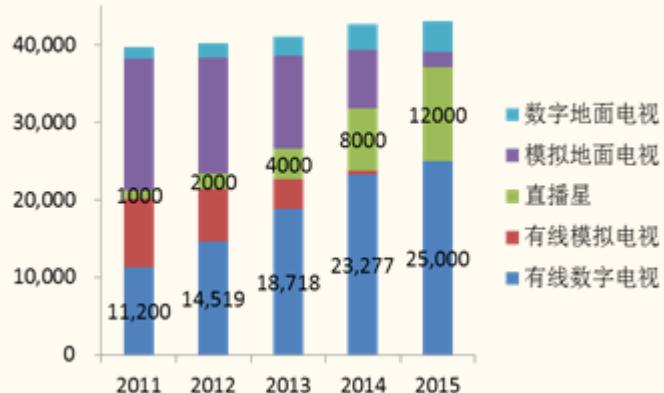
来源：国金证券研究所 广电总局

- 模拟地面电视的替代方式主要有两种：一种是数字地面电视，一种是直播卫星电视。目前广电总局的战略基本上已经确定：地面数字电视用来传输本地节目（如果本地有频道投递的需求），以公益为主（免费收看，严禁加密卡），直播卫星电视用来收看非本地节目（“村村通”，“户户通”工程），为农村广播电视服务主力，带 CA 加密卡。

图表3：各国直播星占（直播星+有线电视）比例



图表4：我国各种制式电视用户规模发展情况预测



来源：国金证券研究所 NCTA、Cable Europe

- 广电总局广播电视卫星直播管理中心于2011年10月成立，2011年11月将29个省（区、市）的总计120035个乡镇行政村被划分为直播卫星服务区域，根据广电科技司口径，到2015年至少将有2亿用户转为直播星，我们将该数字打一个折扣，估计能够覆盖1.2亿。

图表5：直播星潜在市场规模测算

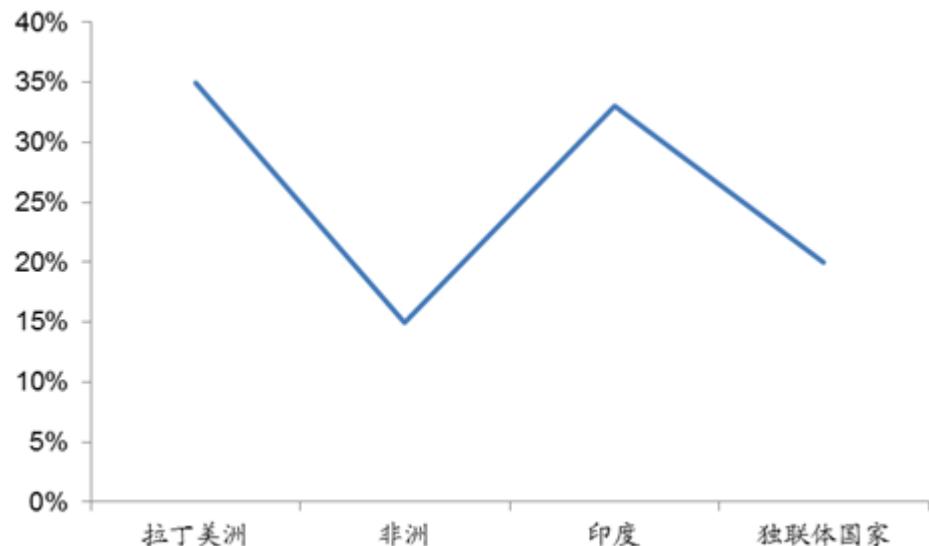
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
新增用户数量 (万)	0	1000	1000	2000	4000	4000
产品价格						
卫星天线	50	50	50	50	50	50
机顶盒		400	380	361	343	326
CA卡		20	20	19	18	17
市场规模						
卫星天线	0	5	10	20	40	60
机顶盒	0	40	38	72.2	137.18	130.321
CA卡	0	2	2	3.8	7.2	6.8

来源：国金证券研究所

### 海外 CAS 市场将成为国内企业的巨大推动力

- 目前全球除中、美、日、欧等地外，其余国家在有线电视数字化方面仍然处于很低的水平。随着国家大力推行走出去战略，尤其是依托国家战略通过卖方信贷的方式进入独联体和亚非拉市场，推动上述地区数字化整转方面，永新视博有望依托国家战略形成突破。目前海外收入在公司整体收入中占比不高，但增长迅速，将进一步保证公司 CAS 业务收入稳定。

图表 6：亚非拉和独联体国家数字整转率仍然很低，CAS 空间很大



来源：国金证券研究所 DVBCN

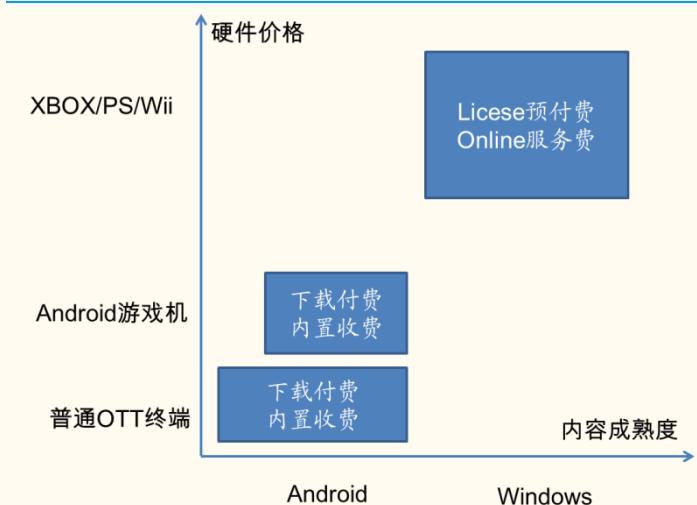
## 同达/永新的未来一：云游戏再造一个永新视博

云游戏切入电视游戏运营分发，高价值稀缺性标的将成为风口上的飞鸟

■ 电视游戏禁令解除，云游戏是硬件门槛最低、内容最丰富的模式。

- 专业家庭主机：硬件成本是传统家用游戏主机在国内市场的拦路虎。Play station、Xbox、Wii 等国外进口主机成本价大约在 2500 元左右（Wii 大约 2000 元左右），考虑到正版游戏光盘商业模式在中国的可行性，我们认为其国内市场定价很难低于其硬件成本价。由于游戏主机专用性太强（基本只能用于游戏、视频）、正版软件成本过高（相比手机 App），因此我们可以认为其市场接受度可比照低于价位略高（3000 元）的手机（市场占有率 25%），必将留下大量市场空白。

**图表 7：电视游戏现状：Windows 内容成熟度远高于 Android，产品价格也远高于 Android 游戏机**

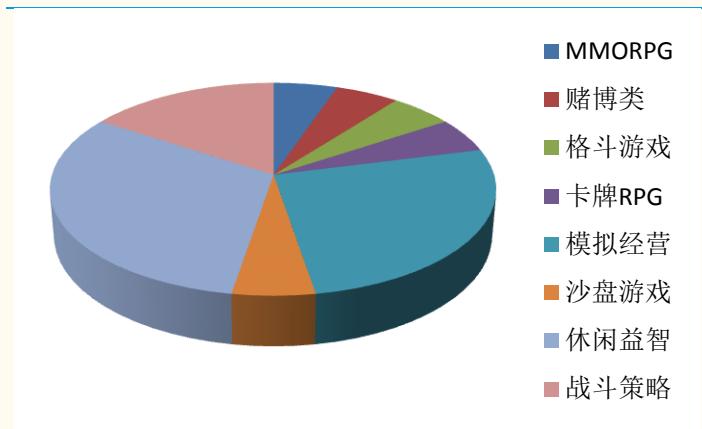


来源：国金证券研究所 91.com

**图表 8：超过 4000 元的手机在国内市场占比大约 15% 左右**

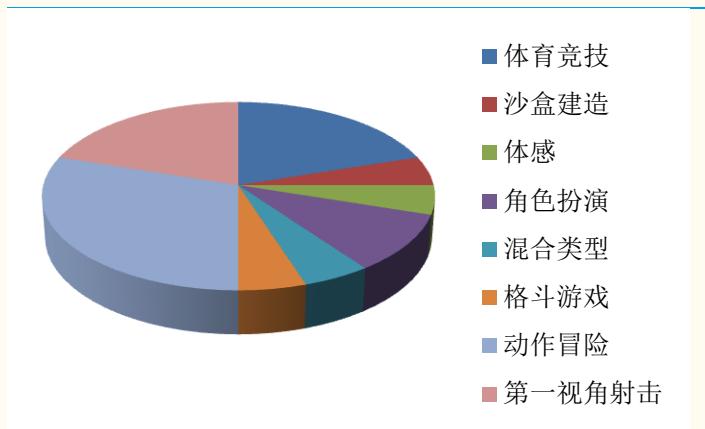


**图表 9：iOS 收入最高前 20 款手机游戏类型分布**



来源：国金证券研究所 ESA AppAnnie

**图表 10：美国收入最高前 20 款电视游戏类型分布**



- 普通 OTT 终端：最有希望从可选消费品变成普及型的必须消费品，性能有限但通过硬件升级+云游戏方式弥补性能不足缺陷并无缝引入 Windows 产业链的丰富内容；

### 云游戏产业链：用户成本低、覆盖广、产业链上 SP 平台最具投资价值

- 云游戏依托运营商的网络资源，由于游戏本身运营在服务器上，终端仅需要满足最基本的解码功能即可，因此普通 OTT 终端、交互电视机顶盒以及 IPTV 机顶盒即可满足，已有 4000 万用户可供接入，硬件成本很低，亲和力强。同时由于云游戏内容运行在服务器上终端只需要解码显示即可，因此可以在 IPTV/交互电视/OTT Android 终端上引入 Windows 产业链丰富、成熟的内容。云计算主要针对核心用户之外的普通用户和休闲类用户，可以提供的内容包括动作、射击、体育等原来运行在主机上的游戏，也包括大量 PC 端的游戏，需求不存在问题。
- 电信/有线运营商 IPTV/OTT/交互电视总用户 2018 年有望达到 1.65 亿户，按 15%~20% 的用户转化率假设，用户规模有望达到 2400~3300 万户。
- 电信运营商-IPTV/OTT 市场合计 2018 年可超过 1.3 亿户：中电信预计到 2018 年可望超过 6000 万（含 IPTV、OTT）；中移动按其规划，我们保守估计到 2018 年可达到 3500 万户 OTT 用户；中联通保守有望达到 2300 万户；
- 广电运营商-交互电视市场估计 2018 年可达近 4500 万户：2013 年全国有线网络双向覆盖用户超过 4550 万，开通用户超过 1000 万，预计未来三年有望保持年均 30% 的复合增长率；

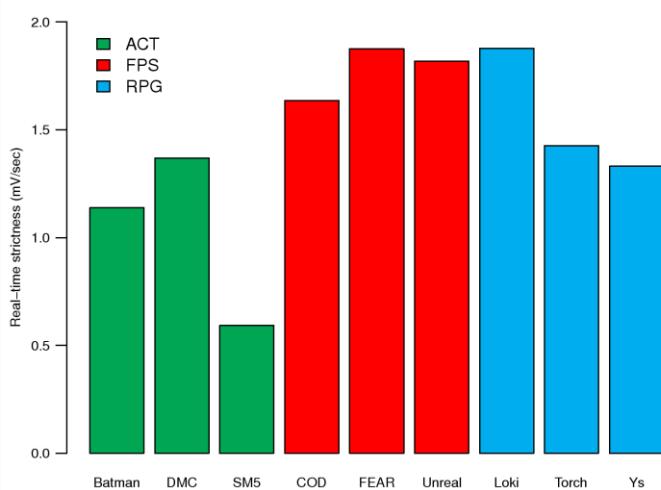
图表 11：运营商体系可支撑云游戏终端的数量增长预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国电信IPTV/OTT	2560	3060	3560	4260	5260	6260
中国移动OTT		300	800	1500	2500	3500
中国联通IPTV/OTT	300	500	800	1300	1800	2300
有线双向交互/DVB+OTT	1200	1560	2028	2636	3427	4456
<b>总计</b>	<b>4060</b>	<b>5420</b>	<b>7188</b>	<b>9696</b>	<b>12987</b>	<b>16516</b>

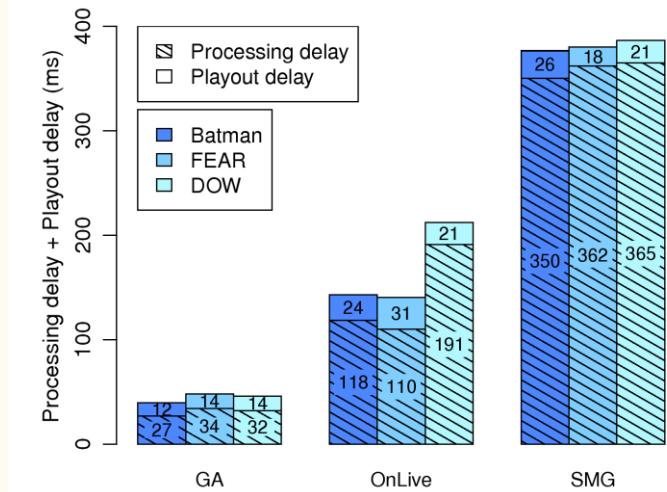
来源：国金证券研究所

- 市场规模预测：我们假设到 2018 年全国可支撑云游戏的超过 1 亿台终端中 10% 转化为云游戏用户（目前的商业模式为按时长或包月或点播收费，未来可配以虚拟投币以及后向收费模式，因此假设全部为付费用户），用户规模可到 1000 万。按照 ARPPU20 元预测，市场规模可达 24 亿。
- 云游戏 SP 的壁垒：
  - 专用技术平台要求独立：云游戏服务器采用 Windows 平台，与现有以 Linux 为主的服务器不兼容，虚拟化后效率反而下降 25%。此外，云游戏平台资产专用性强，目前没有行业标准，缺乏通用的运营能力和灵活的多业务接入能力。运营商不会专门配置运营一个异构、专用的技术平台，寻求外部云游戏运营商的帮助是更经济、优化的选择；
  - 版权重资产要求分摊：云游戏 SP 作为需要运营大量 Windows 游戏的平台，需面对海外电视游戏、PC 游戏开发商习惯采用的版权买断的商业模式。此外，云游戏目前的单并发用户服务器成本较高，达 1500-2000 元，用户发展起来后面临大量的服务器购置成本。因此，云游戏运营商本质上作为重资产行业，需要更多的用户进行成本分摊，单个运营商独立经营的成本压力较大，并非经济的选择；
  - 技术和运营壁垒：云游戏的技术壁垒相对较高，尤其是游戏的实时互动型对延时的要求非常高，运营商的技术能力难以满足。另一方面，由于不同类型游戏对计算和网络资源的需求不同，因此如何通过价格、套餐等政策调节优化整个系统的运行效率，降低成本对于其盈利性和用户体验非常重要，这点也不适合习惯于粗放运营的运营商。

**图表 12：不同类型游戏玩家对延时的忍受度并不相同  
(纵轴表示对延时的敏感性)**



**图表 13：不同云游戏平台的效果差距很大，主要取决于其技术和运营能力**



来源：国金证券研究所 Gaming Anywhere

### 云游戏 SP 的盈利空间以及对永新视博的业绩和估值弹性

#### ■ 成本分析：

- 通过敏感性分析可以看到机房/带宽成本是云游戏最显著的成本构成，因此如何与运营商合作分摊成本降低用户付费门槛就成为云游戏 SP 的商业模式核心之一。

**图表 14：云游戏成本敏感性分析（单付费用户每月成本，单位：元/用户/月）**

		机房+带宽成本 万元/柜/年							
		0	30	60	90	120	150	180	210
设备成本 万元/台	3.0	0.31	1.88	3.44	5.00	6.56	8.13	9.69	11.25
	3.5	0.36	1.93	3.49	5.05	6.61	8.18	9.74	11.30
	4.0	0.42	1.98	3.54	5.10	6.67	8.23	9.79	11.35
	4.5	0.47	2.03	3.59	5.16	6.72	8.28	9.84	11.41
	5.0	0.52	2.08	3.65	5.21	6.77	8.33	9.90	11.46

来源：国金证券研究所

- 考虑到机房成本是整个云游戏成本构成中最主要的部分，因此我们假设了三种与运营商的合作模式分析其成本：
- 模式一：运营商投入机房资源、带宽资源，云游戏 SP 投入服务器资源，假设与 CP 为后向分成模式，不考虑版权成本。运营商、SP、CP 采用分成模式：
- 模式二：运营商投入机房资源、带宽资源，云游戏 SP 投入服务器资源，假设与 CP 为后向分成模式，不考虑版权成本。运营商获得相当于其“机房资源机会成本+10%的财务成本”的固定收益，其余收益 SP 与 CP 进行分成：
- 模式三：云游戏 SP 独立租赁机房资源、带宽成本、自己购买服务器，与 CP 为后向分成模式，不考虑版权成本。

**图表 15：不同模式下云游戏 SP 的单付费用户成本（元/用户/月）**

模式一		
SP服务器成本	元/用户/月	0.42
模式三		
SP服务器成本	元/用户/月	0.42
运营商机房带宽购买	元/用户/月	5.36
总成本	元/用户/月	5.78

来源：国金证券研究所

**■ 收入和利润分析：**

- 根据我们的测算，当云游戏实现 5% 用户并发率、20 元 ARPU 的时候，运营商即使不向云游戏 SP 收费也可以实现更高的收益，还不考虑云游戏对用户粘性、用户整体 ARPU 的拉动作用，运营商有充分动力进行合作。

**图表 16：不同收入、成本下的每用户毛利（按运营商、SP、CP 1:1:1 分成），如运营商全部承担机房带宽成本将实，付费用户平均 20 元 ARPU 将实现超过机房带宽的收益**

		ARPPU 元/用户/月				
		10	20	30	40	50
机房带宽成本 元/用户/月	10	3.19	6.53	9.86	13.19	16.53
	12	2.67	6.01	9.34	12.67	16.01
	14	2.15	5.49	8.82	12.15	15.49
	16	1.63	4.97	8.30	11.63	14.97
	18	1.11	4.44	7.78	11.11	14.44
	20	0.59	3.92	7.26	10.59	13.92

来源：国金证券研究所

**图表 17：云游戏用户及市场规模测算**

	单位	2015	2016	2017	2018	2019
潜在用户规模	万	5300	6888	9134	10047	11052
渗透率	—	0.1%	1%	5%	10%	20%
付费用户数	万	5	69	457	1005	2210
ARPPU	元/月	2.00	5.00	10.00	20.00	40.00
市场规模	亿/年	0.01	0.41	5.48	24.11	106.10
运营商分成占比	—	50%	50%	45%	40%	38%
SP分成收入	亿/年	0.01	0.20	2.86	13.74	62.49
SP成本	亿/年	0.00	0.06	1.13	6.03	28.58
SP利润总额	亿/年	0.01	0.14	1.73	7.72	33.91

**■ 云游戏 SP 的弹性分析**

- 我们假设云游戏 SP 的净利润率为 25%，目前国内两家主流云游戏 SP 即永新视博（视博云科技）、朗玛信息（动视云科技）各占 50% 市场份额，则云游戏可望分别为各自贡献 1.7 亿左右净利润。参考云计算/手游 50 倍市盈率，则有望对应 85 亿市值。
- 目前国内云游戏 SP 的两家公司是永新视博永新视博（视博云科技）、朗玛信息（动视云科技），两家分别在广电运营商市场和电信运营商占有优势，我们按照两家各占 50% 的市场份额进行测算：
- 参考 A 股云计算公司可比估值：云游戏 SP 的经营模式类似于 CDN 运营商，提供面向运营商的 B2B2C 的云计算和流量优化服务，但考虑到随着接入和传输带宽越来越宽裕，云游戏平台长期趋势将从面向运营商的 B2B 模式迈向直接面向 B2C 的模式，因此我们认为相对于 CDN 行业影响有一定的溢价。因此我们认为给予其 40 倍估值是合理的。

图表 18: A股可比云计算公司的估值情况

标的	代码	20150317	EPS			PE			净利润率 2014A
		收盘价	14A	15E	16E	13A	14E	15E	
鹏博士	600804.SH	26.23	0.43	0.63	0.92	61.00	41.63	28.51	7.99%
网宿科技	300017.SZ	84.98	1.54	2.34	3.58	55.18	36.32	23.74	25.27%
掌趣科技	300383.SZ	29.5	0.27	0.49	0.66	109.26	60.20	44.70	42.45%
游族网络		49.37	1.68	1.98	2.23	29.39	24.93	22.14	49.29%
		平均				63.71	40.77	29.77	31.25%

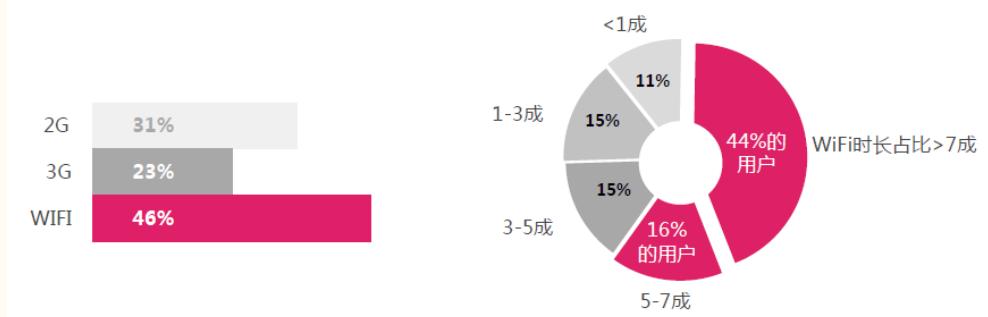
来源：国金证券研究所

## 同达/永新的未来二：WIFI 打造移动互联网新入口

### 视频流量+移动互联网变现能力 WIFI 打造新入口

- 手机是目前的第一媒体，而且移动广告对用户消费产生了越来越显著的影响，价值凸现。
  - 据统计中国移动互联网用户每天 5.8 小时接触媒体的时间里有 146 分钟即 46% 的时间为使用手机或平板上网。其中手机凭借 104 分钟上网时间成为最受欢迎的移动媒体。
  - 在广告方面，用户对手机广告的接受程度比较高。在影响用户购买行为方面，移动端已经赶上互联网。研究表明，移动广告能够驱动智能手机用户进行访问网站、下载 APP 或做出购买决策等行为。并可影响从认识到形成购买行为的全过程。
- WIFI 成为移动互联网的第一入口。在目前国内移动运营商套餐流量设置有限、无法满足移动互联网用户重度应用尤其是视频等重度应用的流量需求，因此谁能掌握 WIFI 入口，谁就有望成为移动互联网的重要一级。

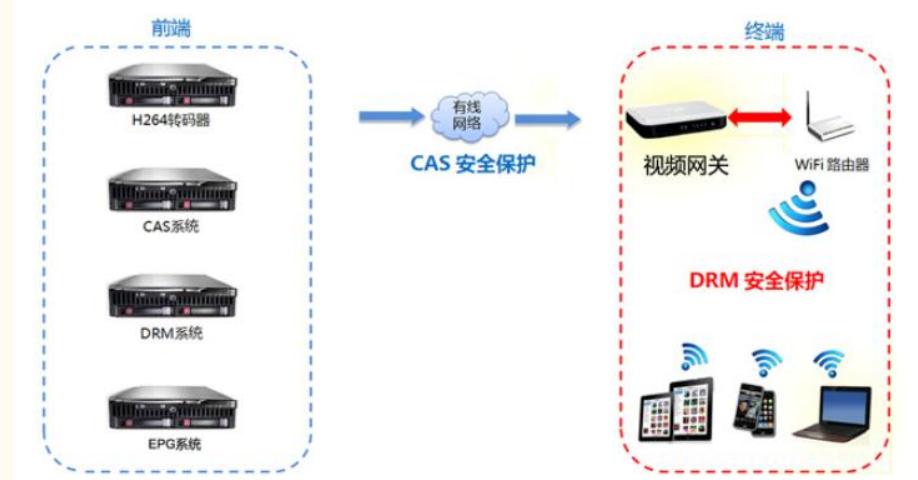
图表 19：WIFI 占用了用户 46% 的上网时间，是移动互联网的第一入口



来源：国金证券研究所 百度移动互联网报告 2013Q3

- 用户有 46% 的时间通过 WIFI 联网，其中 46% 的用户对 WIFI 有严重依赖，其 7 成以上的时间通过 WIFI 上网
- 对于视频等重度应用，WIFI 更是占据了其 80% 的使用时间
- “屏屏通”通过假设 WIFI AP 接入点，为下载公司 APP 客户端的用户提供免费的 DVB/DTMB 无线电视信号内容，同时还是一个没有频道限制、可以自由点播自由分享的视频点播平台和共享平台。

图表 20：屏屏系统侧架构图



来源：国金证券研究所

- 直播内容来源：包括有线电视、地面电视传输的信号；
- 点播和互联网 PGC 内容来源：包括其他电视频道或节目制作公司、互联网视频网站的 PGC 或自制内容等；
- UGC 分享平台：可以由安装屏屏通 APP 客户端的用户通过手机/PAD 等终端自行拍摄编辑制作上传；
- 屏屏通系统优点：
  - 通过无线 WIFI 帮助有线运营商覆盖室外和公共场所，将其服务从家庭-TV 端扩展到室外-移动端；
  - 对有线电视、地面电视传输的信号采用 CAS 机制加密，对终端采用 DRM 加密，保护有线运营商和 CP 权益；
  - 以视频为流量入口，通过用户换内容，打造室外情境下移动互联网平台，通过广告、购物返点、游戏/应用分发等多种形式变现；

图表 21：屏屏通客户端



来源：国金证券研究所

### 屏屏通打造移动互联网入口 流量分成、O2O 获取收入

- 关于屏屏通的价值，我们可以比照 YY 和 9158 进行分析。YY 和 9158 都是网络秀场，是目前网络视频最好的盈利模式。而屏屏通作为一个网络并不直接与 YY 和 9158 进行竞争，而是成为一个互联网的入口，为用户带来免流量费的内容，同时为各类互联网视频及其他应用带来用户流量，并从中获取分成。
- 成本侧：所有网络视频的主要成本都是带宽，视频网站和部分游戏直播网站还有一项重要的成本是版权。这一块是显著高于其他网络内容运营的在线视频行业的通病。其中网络秀场由于类似 UGC 的形式不存在版权问题，因此工会管理者和秀场主播的收入成为主要成本来源。事实证明这一块的投入产出比相对于专业影视内容来说要高得多，这也是 YY 和 9158 盈利情况远远好于视频网站的原因；

- 收入侧：网络视频的主要兑现方式包括广告、订阅收入、道具收费以及流量导出产生的收入如游戏联运等。其中版权内容付费收看在当前中国版权环境下仍难以成立；广告由于视频网站覆盖效率和品牌积累的原因有上升空间但仍需要行业进一步整合。因此在当前情况下，通过秀场模式挖掘部分大 R 用户的炫耀心理，抓住 3-5% 付费用户的高 ARPPU 值称为 YY 和 9158 成功的关键；
- 屏屏通成本侧分析：带宽、版权、流量成本有限，盈利门槛更低。
  - 带宽成本相对有限：屏屏通技术架构下，直播内容经由广播方式传输到 WIFI AP，无需带宽，这部分的成本将主要是支付给有线运营商的分成，赢利性可以保证；
  - 版权成本相对有限：屏屏通的主要内容来自外部供应者，屏屏通仅仅作为一个平台，本身无需大量购买版权内容；
  - 流量成本有限：中国互联网的用户流量是竞争强弱分化的核心，其中 360、BAT、小米等巨头拥有大量自由流量，转化变现成本低，也是各类 CP 理想的兑现平台，话语权强，而集中的优质内容进一步提升了平台的流量，形成良好的正向循环。具体到网络秀场，YY 的利润增长更快也主要得益于平台自有流量占比高，营销费用低。从屏屏通的模式来看，抓住了视频这一互联网用户的刚性需求，通过免费 WIFI 上网换取用户注册流量转化，可以有效降低自身的流量成本，提高盈利能力；
- 屏屏通收入分析：从入口到平台，广告、流量导出将成为主要收入来源。其中考虑到移动互联网展示空间有限的特点，我们认为流量到处分成将成为主要的收入来源。
  - 流量导出移动互联网应用分成：通过流量导出到游戏、视频、秀场等各类互联网应用，换取收入分成；
  - 流量导出 O2O 分成：通过与布设在购物消费场所的 WIFI AP，将流量导向购物消费，并从中获取分成。

### 对比 YY 屏屏通充分发展后有望实现 80 亿估值

- 总体上，我们认为屏屏通能有效控制成本，同时凭借视频内容和用户 WIFI 上网的刚性需求获取庞大流量，并通过流量分成、O2O 进行收入变现。考虑到中国拥有 7 亿移动互联网用户，假设公司覆盖 1 亿用户，我们假设其中 10% 为注册用户，月度活跃用户 200 万左右，则参考欢聚时代（YY）当前估值，可以给予屏屏通业务 80 亿人民的估值。

**图表 22：屏屏通业务估值对比**

	月度活跃用户数	付费用户数	ARPPU	用户总支出	分成收入	市值
单位	万人/月	万人/月	元/月	亿元	亿元	亿元
YY	923	15	486	8.5	3.0	258
9158	1080	27	466	15.1	5.3	NA
屏屏通	600	18	450	9.7	2.9	

来源：国金证券研究所

### 同达/永新的未来三：DVB+OTT 介入硬件、介入运营 布局 DVB+OTT 的关键是与有线运营商的合作和博弈能力

图表 23：小米电视搭配了有线电视机顶盒



来源：国金证券研究所

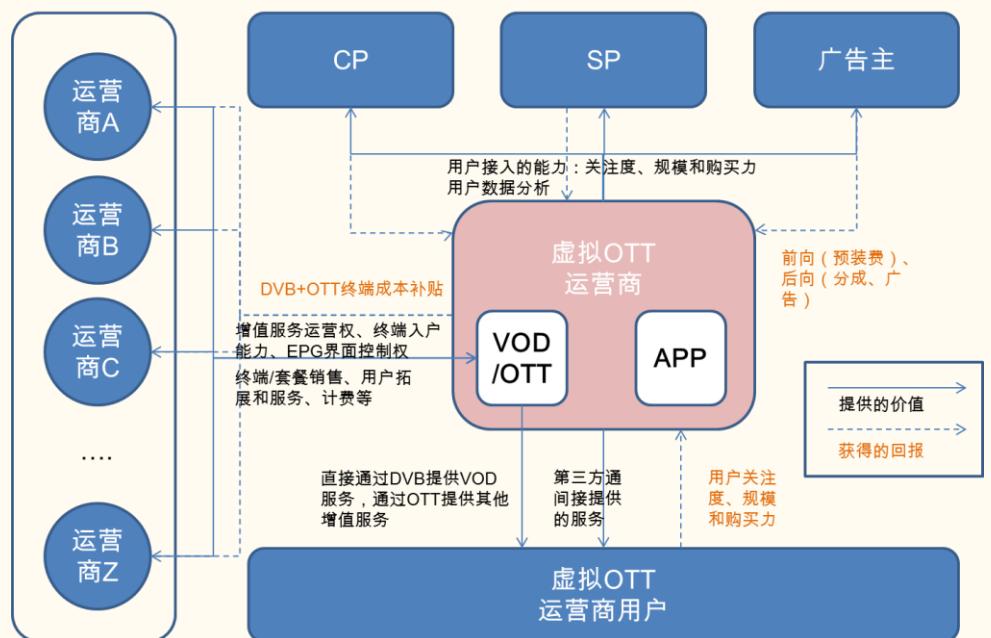
图表 24：小米与江西有线合作征集用户内测



- 永新视博是国内两大 CA 厂家之一，和各地有线运营商有良好的合作关系，可以通过与第三方资金平台的合作帮助有线运营商加快向 DVB+OTT 转型的速度。

图表 25：有线运营商面对 OTT 挑战的技术和运营分析

2.14亿用户



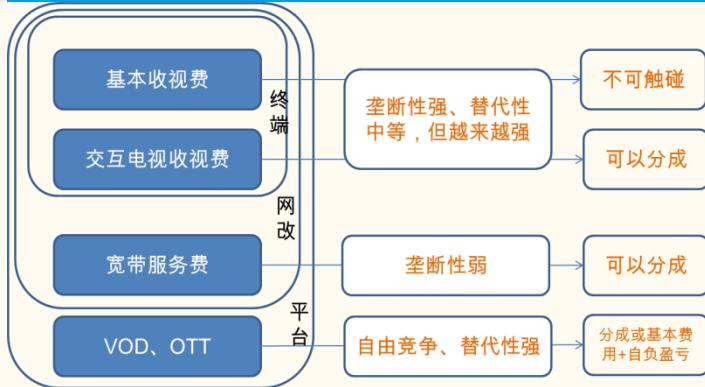
来源：国金证券研究所

**有线配合虚拟 OTT 运营商发展 DVB+OTT 用户是无风险、稳定收益的。**

- 有线运营商面临 IPTV、OTT 的竞争压力，自主发展宽带业务，引入第三方发展增值业务是最佳选择。
- 通过和虚拟 OTT 运营商合作，把 OTT 业务和直播业务绑定，进一步提高服务用户的能力，并进一步和宽带业务绑定，能够牢固有线原有客户，给有线进行双向化改造创造时间；

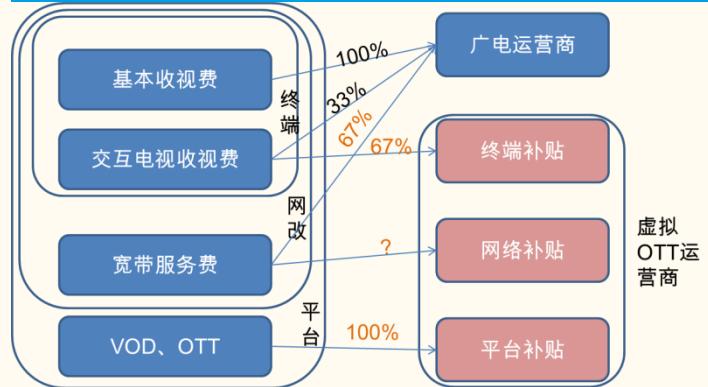
- 进行 DVB+OTT 合作可以减轻有线运营商进行终端、CDN、BOSS 系统以及增值服务投资的压力，集中精力进行网络双向改造；
- 通过引入第三方运营 OTT 业务同时保留播控权、审查权，可以从运营环节获得分成；

图表 26：广电运营商新业务的性质、投入和风险偏好



来源：国金证券研究所

图表 27：虚拟 OTT 运营商与广电网络运营商的合作空间



### DVB+OTT 延长 CAS 产品生命周期 切入运营领域

- DVB+OTT 将有助于延续公司既有业务的持续性，延长 CAS 的生命周期。早期进行数字化整转的部分省目前终端寿命已届完成，存在着通过 DVB+OTT 模式终端更缓和模式再造，保留用户的同时开发新业务；
- 对 CAS 业务的影响：永新视博在国内 CAS 市场拥有接近 60% 的市场占有率，随着有线运营商转向 DVB+OTT，CAS 的替换升级需求将给公司原有业务带来持续的市场需求；
- 来自终端的收益：公司原来并不介入终端业务，但随着 OTT 引入其他玩家以及有线运营商转向 DVB+OTT 业务，公司开始介入终端业务，并以子公司佳视互动运营终端市场，已经和小米合作为小米电视 DVB+OTT 方式提供 CA MODULE，还推出了自己的 DVB+OTT 机顶盒产品，参与有线电视运营商的 DVB+OTT 转型；
- 业务分成收益：公司和有线网络公司、小米达成三方协议，规定公司拥有部分 OTT 的资源运营权，可以引入自产或第三方内容参与 OTT 合作运营；

### DVB+OTT：硬件有望实现

- 我们假设未来 5 年全国有线电视中 30% 实现 DVB+OTT 的替换升级，对应每年 DVB+OTT 终端需求量 3000 万台。假设公司占有 10% 的市场份额，并给予公司该业务 20 倍左右的估值，则不考虑该业务可能产生的运营收入，充分发展后公司 DVB+OTT 终端业务有望实现近 5 亿元的估值。

图表 28：公司 DVB+OTT 终端业务估值

年需求量	万台	1800
单价	元/台	250
市场空间	亿元	45
市场份额	%	10%
净利润率	%	5%
净利润	亿元	0.23
PE	倍	20
对应估值	亿元	4.5

来源：国金证券研究所

## 盈利预测和投资建议

### ■ 业绩预测：

- 我们预计原永新视博 2014~2016 年总收入分别为 0.89 亿元、1.10 亿和 1.28 亿，同比增速分别为 0.5%、23.7% 和 16.6%。
- 永新视博被收购业务承诺业绩：2014~2016 年 1.90 亿元、2.84 亿元和 3.41 亿元。根据我们下表的预测，我们认为同达创业此次出售剥离原来处于亏损状态的业务后，目前盈利的 CAS 和屏屏通业务有望实现上述业绩承诺。

图表 29：永新视博损益表预测（单位：千美元）

Profit and loss	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>Total revenues</b>	<b>55064</b>	<b>87743</b>	<b>100540</b>	<b>90244</b>	<b>88447</b>	<b>88860</b>	<b>109888</b>	<b>128102</b>
<i>    yoy</i>	<i>-22.1%</i>	<i>59.3%</i>	<i>14.6%</i>	<i>-10.2%</i>	<i>-2.0%</i>	<i>0.5%</i>	<i>23.7%</i>	<i>16.6%</i>
<b>Products</b>	<b>49146</b>	<b>82518</b>	<b>95162</b>	<b>85319</b>	<b>82926</b>	<b>82787</b>	<b>102601</b>	<b>119357</b>
<i>    yoy</i>	<i>-23.7%</i>	<i>67.9%</i>	<i>15.3%</i>	<i>-10.3%</i>	<i>-2.8%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>23.9%</i>	<i>16.3%</i>
Smart Cards	49005	82154	91960	75185	78256	77787	87601	96857
<i>Shipment(in MIL)</i>	<i>8.83</i>	<i>16.23</i>	<i>18.31</i>	<i>15.35</i>	<i>17.00</i>	<i>17.79</i>	<i>21.09</i>	<i>24.54</i>
<i>    yoy</i>	<i>-10.4%</i>	<i>83.8%</i>	<i>12.8%</i>	<i>-16.2%</i>	<i>10.7%</i>	<i>4.6%</i>	<i>18.5%</i>	<i>16.4%</i>
<i>China DVB-C</i>						14.45	13.73	14.41
<i>China DVB-S</i>							1.00	3.00
<i>Absorbed</i>							3.06	5.00
<i>ASP(USD)</i>	<i>5.55</i>	<i>5.06</i>	<i>5.02</i>	<i>4.90</i>	<i>4.60</i>	<i>4.37</i>	<i>4.15</i>	<i>3.95</i>
<i>    yoy</i>	<i>-14.8%</i>	<i>-8.8%</i>	<i>-0.8%</i>	<i>-2.5%</i>	<i>-6.0%</i>	<i>-5.0%</i>	<i>-5.0%</i>	<i>-5.0%</i>
Set-top boxes and others	141	364	3202	10134	4670	5000	15000	22500
<i>    yoy</i>	<i>-28.1%</i>	<i>158.2%</i>	<i>779.7%</i>	<i>216.5%</i>	<i>-53.9%</i>	<i>7.1%</i>	<i>200.0%</i>	<i>50.0%</i>
<b>Services</b>	<b>5918</b>	<b>5225</b>	<b>5378</b>	<b>4925</b>	<b>5521</b>	<b>6073</b>	<b>7288</b>	<b>8745</b>
<i>    yoy</i>	<i>-5.8%</i>	<i>-11.7%</i>	<i>2.9%</i>	<i>-8.4%</i>	<i>12.1%</i>	<i>10.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
<b>Business Taxes</b>	<b>-360</b>	<b>-620</b>	<b>-1445</b>	<b>-1501</b>	<b>-1283</b>	<b>-1333</b>	<b>-1648</b>	<b>-1922</b>
<i>% of total revenue</i>	<i>0.7%</i>	<i>0.7%</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.5%</i>	<i>1.5%</i>	<i>1.5%</i>	<i>1.5%</i>
<b>Net Revenue</b>	<b>54704</b>	<b>87123</b>	<b>99095</b>	<b>88743</b>	<b>87164</b>	<b>87527</b>	<b>108240</b>	<b>126181</b>
<i>    yoy</i>	<i>-22.2%</i>	<i>59.3%</i>	<i>13.7%</i>	<i>-10.4%</i>	<i>-1.8%</i>	<i>0.4%</i>	<i>23.7%</i>	<i>16.6%</i>
<b>Cost of revenues</b>	<b>-13402</b>	<b>-18188</b>	<b>-19127</b>	<b>-20832</b>	<b>-21661</b>	<b>-21720</b>	<b>-26715</b>	<b>-31305</b>
Products	-9716	-15148	-16100	-16880	-17009	-16557	-20520	-23871
<i>Gross margin</i>	80.23%	81.64%	83.08%	80.22%	79.49%	80.00%	80.00%	80.00%
Services	-3686	-3040	-3027	-3952	-4652	-5162	-6195	-7433
<i>Gross margin</i>	37.72%	41.82%	43.72%	19.76%	15.74%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>Gross profit</b>	<b>41302</b>	<b>68935</b>	<b>79968</b>	<b>67911</b>	<b>65503</b>	<b>67141</b>	<b>83174</b>	<b>96797</b>
<i>    yoy</i>	<i>-27.1%</i>	<i>66.9%</i>	<i>16.0%</i>	<i>-15.1%</i>	<i>-3.5%</i>	<i>2.5%</i>	<i>23.9%</i>	<i>16.4%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>75.01%</i>	<i>78.56%</i>	<i>79.54%</i>	<i>75.25%</i>	<i>74.06%</i>	<i>76.71%</i>	<i>76.84%</i>	<i>76.71%</i>
<b>Sales and marketing expenses</b>	<b>-7203</b>	<b>-8504</b>	<b>-12377</b>	<b>-13606</b>	<b>-14957</b>	<b>-13461</b>	<b>-13461</b>	<b>-14807</b>
<i>    yoy</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.1%</i>	<i>45.5%</i>	<i>9.9%</i>	<i>9.9%</i>	<i>-10.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>10.0%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>13.08%</i>	<i>9.69%</i>	<i>12.31%</i>	<i>15.08%</i>	<i>16.91%</i>	<i>15.38%</i>	<i>12.44%</i>	<i>11.74%</i>
<b>General and administrative expenses</b>	<b>-4793</b>	<b>-6389</b>	<b>-9723</b>	<b>-9444</b>	<b>-9959</b>	<b>-8963</b>	<b>-8963</b>	<b>-9501</b>
<i>    yoy</i>	<i>-21.2%</i>	<i>33.3%</i>	<i>52.2%</i>	<i>-2.9%</i>	<i>5.5%</i>	<i>-10.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>6.0%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>8.70%</i>	<i>7.28%</i>	<i>9.67%</i>	<i>10.46%</i>	<i>11.26%</i>	<i>10.24%</i>	<i>8.28%</i>	<i>7.53%</i>
<b>Research and development expenses</b>	<b>-8779</b>	<b>-10432</b>	<b>-13140</b>	<b>-17402</b>	<b>-19251</b>	<b>-17326</b>	<b>-17326</b>	<b>-19058</b>
<i>    yoy</i>	<i>26.8%</i>	<i>18.8%</i>	<i>26.0%</i>	<i>32.4%</i>	<i>10.6%</i>	<i>-10.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>10.0%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>15.94%</i>	<i>11.89%</i>	<i>13.07%</i>	<i>19.28%</i>	<i>21.77%</i>	<i>19.79%</i>	<i>16.01%</i>	<i>15.10%</i>
<b>Operating profit</b>	<b>20527</b>	<b>43610</b>	<b>44728</b>	<b>27459</b>	<b>21336</b>	<b>27390</b>	<b>43423</b>	<b>53431</b>
<i>    yoy</i>	<i>-45.4%</i>	<i>112.5%</i>	<i>2.6%</i>	<i>-38.6%</i>	<i>-22.3%</i>	<i>28.4%</i>	<i>58.5%</i>	<i>23.0%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>37.28%</i>	<i>49.70%</i>	<i>44.49%</i>	<i>30.43%</i>	<i>24.12%</i>	<i>31.29%</i>	<i>40.12%</i>	<i>42.34%</i>
Interest income	6070	5294	6810	6318	1901	2982	4266	5539
Interest expense	0	0	-1452	-739	0	0	0	0
Gain/loss from forward contract	0	0	404	-690	0	0	0	0
Impairment loss on long-term investments	0	-5000	0	-4487	0	0	0	0
Other income / (expense)	-65	-92	594	549	534	534	534	534
<b>Income before income tax expense</b>	<b>26532</b>	<b>43812</b>	<b>51084</b>	<b>28410</b>	<b>23771</b>	<b>30906</b>	<b>48223</b>	<b>59503</b>
<i>    yoy</i>	<i>-42.7%</i>	<i>65.1%</i>	<i>16.6%</i>	<i>-44.4%</i>	<i>-16.3%</i>	<i>30.0%</i>	<i>56.0%</i>	<i>23.4%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>48.18%</i>	<i>49.93%</i>	<i>50.81%</i>	<i>31.48%</i>	<i>26.88%</i>	<i>35.31%</i>	<i>44.55%</i>	<i>47.16%</i>
Income tax-current	-1661	-10714	-10344	-18035	1587	-3155	-5399	-6450
Income tax-deferred	400	464	582	-4197	-2314	913	1338	-247
<b>Net income from continuing operations</b>	<b>25271</b>	<b>33562</b>	<b>41322</b>	<b>6178</b>	<b>23044</b>	<b>28664</b>	<b>44162</b>	<b>52807</b>
<i>    yoy</i>	<i>-41.3%</i>	<i>32.8%</i>	<i>23.1%</i>	<i>-85.0%</i>	<i>273.0%</i>	<i>24.4%</i>	<i>54.1%</i>	<i>19.6%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>45.89%</i>	<i>38.25%</i>	<i>41.10%</i>	<i>6.85%</i>	<i>26.05%</i>	<i>32.75%</i>	<i>40.80%</i>	<i>41.85%</i>
Income from discontinued operations	20	-151	-1052	-640	-468			
Net loss from equity method investments, net of income taxes								
<b>Net income</b>	<b>25291</b>	<b>33411</b>	<b>40270</b>	<b>5538</b>	<b>22576</b>	<b>28664</b>	<b>44162</b>	<b>52807</b>
<i>    yoy</i>	<i>-41.2%</i>	<i>32.1%</i>	<i>20.5%</i>	<i>-86.2%</i>	<i>307.7%</i>	<i>27.0%</i>	<i>54.1%</i>	<i>19.6%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>45.93%</i>	<i>38.08%</i>	<i>40.05%</i>	<i>6.14%</i>	<i>25.52%</i>	<i>32.75%</i>	<i>40.80%</i>	<i>41.85%</i>
Net loss attributable to noncontrolling interest	-13	10	730	1389	1832	0	-500	-700
<b>Net income attributable to holders of ordinary shares</b>	<b>25278</b>	<b>33421</b>	<b>41000</b>	<b>6927</b>	<b>24408</b>	<b>28664</b>	<b>43662</b>	<b>52107</b>
<i>    yoy</i>	<i>-41.3%</i>	<i>32.2%</i>	<i>22.7%</i>	<i>-83.1%</i>	<i>252.4%</i>	<i>17.4%</i>	<i>52.3%</i>	<i>19.3%</i>
<i>% of total revenue</i>	<i>45.91%</i>	<i>38.09%</i>	<i>40.78%</i>	<i>7.68%</i>	<i>27.60%</i>	<i>32.75%</i>	<i>40.34%</i>	<i>41.30%</i>
<b>归属上市公司股东净利润（千元）</b>						<b>151330</b>	<b>177716</b>	<b>270704</b>
								<b>323061</b>

来源：国金证券研究所

**■ 估值分析：**

- 我们参考可比标的数码视讯（2014 年 60 倍），给予公司（含视博数字）2014 年 50 倍估值，对应 114 亿市值，目标价 25.44 元；
- 此外，我们认为永新视博其他新业务中，云游戏在歌华有线、中移动已经开始商用，有望于 2018 年获得 1.7 亿元净利润，对应 40 倍估值，给予 85 亿市值，此外，屏屏通、OTT 等业务暂不给予估值，仍有较大的估值安全边际。
- 尽管上述新业务尚未注入同达创业，但我们认为考虑到永新视博未来进一步实际控制同达创业的可能性不应被忽视，考虑这一点，共计给予公司 200 亿市值，对应目标价 44.64 元。

**投资建议及风险提示**

- 我们认为同达创业已经进入一个中期买点：首先，资产重组已基本完成，并与信达资产即中国四大资产管理公司之一达成紧密的合作关系。同时永新视博新业务尤其是基于云游戏的电视游戏运营和分发业务也已进入商用，表现良好、壁垒高，确定性分享电视游戏红利，我们认为伴随歌华有线完成增发走向外地进行业务输出，视博云科技有望获得突破性增长，并逐步扩展中移动等运营商市场。
- 移动互联网发展的历史表明，应用分发和游戏平台缺乏有效壁垒，较早切入和快速迭代开发是主要胜出点。而云游戏平台对运营商专网市场有极大的比较优势，且技术壁垒较高，尤其是在未来重度游戏逐步成为电视游戏主流之后，云游戏有望成为运营商专网市场开展重度游戏业务的主要模式。公司已经卡好位置，正在等风来。
- 因此我们给予公司“买入”评级。

图表 30：同达创业财务摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
主营业务收入	203	251	253	202	627	671		货币资金	98	38	131	253	264	482
增长率			23.6%	0.9%	-20.0%	210.0%		应收账款	22	24	34	28	137	146
主营业务成本	-95	-126	-135	-142	-157	-161		存货	217	169	100	155	21	22
%销售收入	46.6%	50.3%	53.6%	70.0%	25.0%	24.0%		其他流动资产	32	34	28	47	28	28
毛利	108	125	117	61	470	510		流动资产	368	265	293	483	450	679
%销售收入	53.4%	49.7%	46.4%	30.0%	75.0%	76.0%		%总资产	75.8%	64.5%	66.5%	75.6%	73.7%	80.4%
营业税金及附加	-25	-31	-23	-38	-43	-43		长期投资	64	111	119	120	119	119
%销售收入	12.2%	12.4%	9.2%	19.0%	6.8%	6.4%		固定资产	23	0	0	24	23	21
营业费用	-9	-12	-14	-16	-24	-26		%总资产	4.8%	0.0%	0.0%	3.8%	3.7%	2.5%
%销售收入	4.6%	4.9%	5.5%	8.0%	3.9%	3.9%		无形资产	3	2	2	10	18	24
管理费用	-20	-20	-21	-22	-56	-60		非流动资产	117	146	148	156	161	166
%销售收入	10.1%	7.8%	8.3%	11.0%	9.0%	9.0%		%总资产	24.2%	35.5%	33.5%	24.4%	26.3%	19.6%
息税前利润(EBIT)	54	61	59	-16	347	380		<b>资产总计</b>	<b>486</b>	<b>411</b>	<b>441</b>	<b>639</b>	<b>611</b>	<b>844</b>
%销售收入	26.4%	24.5%	23.5%	n.a	55.3%	56.7%		短期借款	10	8	27	0	69	0
财务费用	-3	-1	-1	3	-1	3		应付款项	223	142	123	288	31	58
%销售收入	1.6%	0.2%	0.5%	-1.5%	0.2%	-0.4%		其他流动负债	40	51	48	112	25	26
资产减值损失	-2	-5	0	0	-1	0		流动负债	274	202	198	400	126	83
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0		长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0		其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		<b>负债</b>	<b>274</b>	<b>202</b>	<b>198</b>	<b>400</b>	<b>126</b>	<b>83</b>
营业利润	49	56	58	-13	345	383		<b>普通股股东权益</b>	<b>170</b>	<b>192</b>	<b>219</b>	<b>195</b>	<b>446</b>	<b>727</b>
营业利润率	24.0%	22.4%	23.0%	n.a	55.0%	57.1%		少数股东权益	42	43	50	45	39	33
营业外收支	6	1	1	3	7	8		<b>负债股东权益合计</b>	<b>486</b>	<b>437</b>	<b>466</b>	<b>639</b>	<b>611</b>	<b>844</b>
税前利润	55	57	59	-10	352	391								
利润率	27.0%	22.9%	23.4%	n.a	56.1%	58.2%								
所得税	-14	-17	-13	0	-88	-98								
所得税率	26.0%	29.3%	22.3%	n.a	25.0%	25.0%								
净利润	41	41	46	-10	264	293								
少数股东损益	20	23	14	-5	-6	-6								
归属于母公司的净利润	21	17	32	-5	269	299								
净利率	10.1%	6.9%	12.7%	n.a	42.9%	44.6%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	41	45	47	-10	264	293		<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		每股收益	0.192	0.161	0.231	-0.038	0.601	0.667
非现金支出	5	8	3	2	5	5		每股净资产	1.587	1.792	1.571	1.403	3.208	5.228
非经营收益	0	-9	-18	24	-4	-6		每股经营现金流	0.919	0.420	0.583	1.147	-0.019	2.054
营运资金变动	52	0	48	144	-268	-7		每股股利	0.000	0.065	0.073	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	98	45	81	160	-3	286								
资本开支	-12	-1	33	-8	-2	-2		<b>回报率</b>						
投资	105	297	246	-1	0	0		净资产收益率	12.10%	8.97%	14.73%	-2.70%	60.33%	41.12%
其他	0	0	4	0	0	0		总资产收益率	4.23%	3.94%	6.91%	-0.82%	41.88%	35.03%
投资活动现金净流	93	296	283	-9	-2	-2		投入资本收益率	17.87%	17.84%	15.63%	-6.75%	56.25%	44.95%
股权募资	0	0	0	0	0	0		<b>增长率</b>						
债权募资	6	-2	19	-27	37	-46		主营业务收入增长率	-37.92%	23.61%	0.86%	-20.00%	210.00%	7.00%
其他	-75	-42	-14	-1	-21	-20		EBIT增长率	-40.92%	14.52%	-3.42%	#####	#####	9.67%
筹资活动现金净流	-69	-44	5	-28	16	-66		净利润增长率	-8.97%	-16.23%	87.08%	N/A	N/A	11.06%
现金净流量	122	298	368	122	11	218		总资产增长率	-0.75%	-10.02%	6.63%	45.03%	-4.43%	38.13%

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 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。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 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方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：021-61620767  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD