



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001  
(8610) 6622 9343  
shi.kuang@bocichina.com

\*冯秀娟为本报告重要贡献者

# 宝通科技：收购 efun70% 股权，移动游戏龙头布局带 来市值空间

## 一、投资概要

### 1. 公司简介

宝通科技(300031.CH/人民币 33.41, 未有评级)成立于2000年12月27日, 成立名称为宝通带业。2009年12月在创业板挂牌上市。公司传统主业为各种高强度橡胶输送带的研发、生产和销售, 用于钢铁、水泥、港口、电力、矿业等行业的物料输送。近几年来, 公司下游客户中煤矿、钢铁行业复苏乏力, 市场需求不旺, 公司收入增速放缓。受行业景气度影响, 公司加快转型升级。一方面, 公司于2015年6月收购宝通工程57%的股权, 向以客户为中心的供应服务商型企业转型升级; 另一方面, 公司积极布局新行业、新领域, 2014年9月公司投资设立全资子公司无锡宝通医疗投资有限公司, 进军医疗健康产业; 2015年11月6日, 公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买易幻网络(Efun) 66.6578%的股权, 交易价格为125,650万元。加上公司增资持有的3.3422%的股权, 交易完成后将累计持有易幻网络70%的股权, 正式进军移动游戏领域。交易完成后, 公司将形成“现代工业服务+医疗大健康+移动互联网”的三大板块业务布局。2015年8月, 公司将名称从“无锡宝通带业股份有限公司”变更为“无锡宝通科技股份有限公司”, 以更好地体现公司未来发展战略。

### 2. 投资亮点:

- 1) 转型方向一: 收购宝通工程, 转型现代工业服务提供商。2015年6月23日, 公司拟以人民币3,950.1万元认缴宝通工程新增注册资本人民币636.28万元, 占宝通工程的股权比例为57%, 实现从单一输送带产品供应商向为客户提供输送系统总包服务的现代工业服务提供商转型, 进入工业散货物料输送系统总包服务千亿蓝海市场。
- 2) 转型方向二: 设立宝通医疗投资有限公司, 布局医疗健康产业。2014年9月, 公司以自有资金人民币5,000万元设立全资子公司“无锡宝通医疗投资有限公司”。子公司专注于医疗健康产业的发展, 搭建公司医疗健康产业平台, 通过投资具有较强经营实力、技术实力、优秀管理团队、高成长性的优质医疗健康服务企业, 积极把握医疗产业化、市场化的机遇, 培育公司未来新的业务增长点, 增强抵抗单一行业周期风险的能力。
- 3) 转型方向三: 收购易幻网络(Efun), 进军移动游戏领域。2015年11月6日, 公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买牛曼投资持有的易幻网络66.6578%的股权, 交易价格为125,650万元。加上公司增资持有的3.3422%的股权, 交易完成后将累计持有公司70%的股权。

a. Efun 位居中国本土原创移动网络游戏海外市场份额第二，先发优势明显。Efun 成立于 2012 年 9 月，定位于中国移动网络游戏海外发行和运营。Efun 自成立起，便以“重装武士”（英雄战魂）抢占港台市场，迅速占领 2012 年港台市场各项排行榜首，取得巨大成功。目前 Efun 垄断港澳台 30% 的市场资源。而作为另一个主推市场，在东南亚拥有超过一千万的游戏用户，多款产品在东南亚各国排名前列。公司至今共发行超过 50 款游戏、十几种语言并拥有全球超过 20 个国家的发行经验。2014 年在中国本土原创移动网络游戏海外收入中，易幻网络约占 9.85%，市场份额位列第二，先发优势明显。

b. Efun 核心团队稳定，核心成员拥有多年游戏领域的丰富经验。公司核心团队中，公司总裁曾晓斌曾任戴尔中国项目主管，并曾担任云起游戏总监、V-Flame Entertainment Sdn.Bhd 副总裁、网龙网络海外高级经理等，6 年以上游戏领域工作经验，同时具备丰富的项目管理经验和游戏研发及境内外发行的经验。公司执行董事蓝水生拥有 5 年以上游戏领域工作经验，曾任广州易申游商务咨询有限公司（易游网络）总经理，易游网络是港澳地区最早运营网络游戏的公司之一，为易幻网络进军港澳市场提供了强大资源优势。公司监事及商务负责人杜潇潇曾任盛易网络、昊动网络及盛大网络等多家知名游戏公司的负责人，拥有 8 年以上游戏运营管理经验。专业的团队确保了公司在游戏研发领域的优势地位。

c. 具备强大全球发行实力和新兴市场开拓能力，兼具国际化与本地化优势。易幻网络以港台、东南亚、韩国三大主力市场为业务核心，并逐步拓展俄罗斯、中东、巴西等新兴市场和欧美成熟市场，具备较强的全球发行实力。在全球化发行的实现过程中，易幻网络与 Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系。同时易幻网络在目标市场建立办公室或分公司，目前已在香港、台湾、首尔、泰国、新加坡等地组建当地团队。

### 3. 建议投资者关注。

公司传统业务为橡胶带输送带生产，在行业景气度持续低迷的趋势下，公司加快转型。此次交易公司将增加移动网络游戏海外发行+运营业务，强势接入移动互联网行业。2014 年，在中国本土原创移动网络游戏海外收入（不包括海外工作室收入）中，前十名企业占中国海外游戏总收入的比例仅为 37.71%。其中昆仑万维的份额约达到 10.07%，位居第一；易幻 efun 约达到 9.85%，位列第二；智明星通份额约达到 4.46%，位列第三。易幻 efun 行业地位基本与昆仑万维持平，后续市场份额有望享受行业高速增长以及市场集中度持续提升双重红利。根据万得一致预测，宝通科技原有业务 2016-2017 归母净利润分别为 8,700 万元、10,300 万元。易幻网络承诺 2016-2018 年度经审计的归母净利润分别不低于 15,500 万元、20,150 万元、26,195 万元。我们考虑 70% 权益利润增厚，公司 2016-2017 年备考净利润为 1.955 亿元，2.44 亿元。公司原有股本为 3 亿股，不考虑募集配套资金（配套资金额融资 6 亿元，体量不大），此次交易预计发行新股 6,737.1 万股，增发后公司总股本为 3.67 亿股。按照 11 月 18 日收盘价 27.61 元计算，公司当前市值为 82.83 亿元，对应增发后总市值为 101.43 亿元，对应 2016-2017 年备考市盈率为 52、42 倍。参照 A 股传媒互联网以及游戏行业的平均市盈率和后续持续转型预期，我们保守预计公司短期市值至少有望达到 150-200 亿元，建议投资者关注。

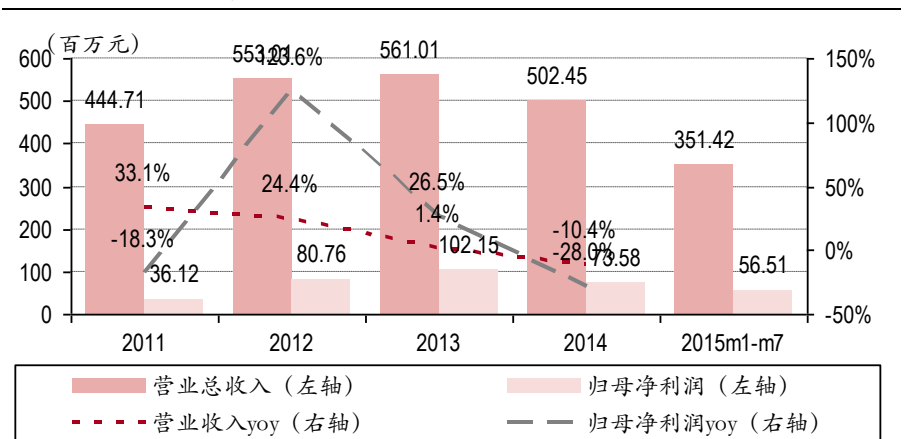
## 二、报告正文:

### 1、传统输送带供应商转型“现代工业服务+医疗健康+移动互联网”三大领域

#### 1) 公司传统主业：橡胶输送带生产业务

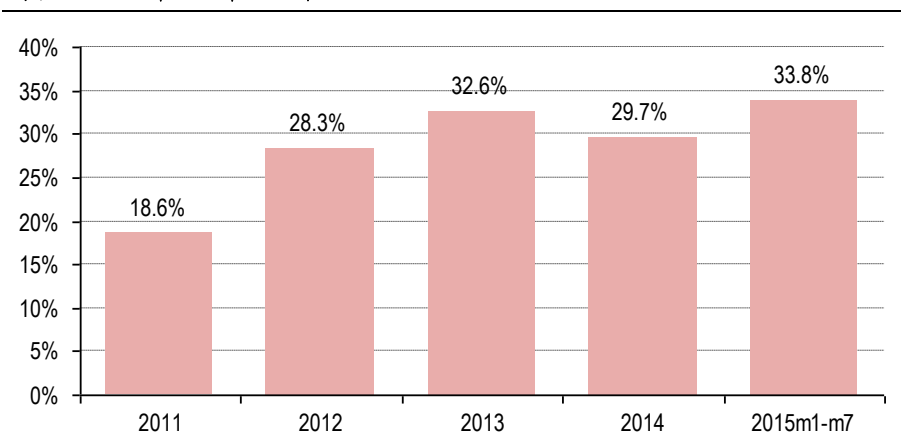
宝通科技成立于 2000 年 12 月 27 日，成立名称为宝通带业，法定代表人为包志方。2009 年 12 月在创业板挂牌上市。公司自成立以来，主营业务为输送带业务，专业从事各种高强度橡胶输送带的研发、生产和销售，产品广泛用于钢铁、水泥、港口、电力、矿业等行业的物料输送，90%以上内销，其余出口欧洲、南非、印度、中东和韩国等。公司的主要客户基本为行业的龙头或大型企业，包括宝钢股份、马钢股份、海螺水泥、秦皇岛港务局、国电电力、防城港等。近几年来，公司下游客户中煤矿、钢铁行业复苏乏力，市场需求不旺，公司收入增速放缓。2014 年公司实现销售收入 50,245.06 万元，同比下降 10.44%；归属于上市公司普通股东的净利润为 7,358.12 万元，同比下降 27.96%。毛利率方面，2013 年、2014 年至 2015 年前 7 个月，上市公司销售毛利率分别为 32.58%、29.68%和 33.77%。2014 年，受产品单位售价下跌和宏观经济不景气等因素的影响，销售毛利率较 2013 年有所下降。2015 年 1-7 月随着上市公司产品结构的调整而有所回升。

图表 1. 宝通科技历年收入及净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 宝通科技历年毛利率



资料来源：公司公告，中银国际证券

## 2) 受行业景气度影响，公司加快转型升级

一方面，公司围绕主业制定了以生产经营为中心的生产制造型企业向以客户为中心的供应服务商型企业转型升级的发展战略。另一方面，公司积极布局新行业、新领域，先后投资设立了全资子公司无锡宝通医疗投资有限公司，进军医疗健康产业；并于2015年3月参股设立了“宝通辰韬”产业并购基金，重点投向大健康、教育互联网、智能化等及公司原主业的相关产业链等领域。此外，公司自2015年9月以来先后收购国际化移动游戏发行和运营企业易幻网络70%的股权，逐步实现“现代工业服务+医疗大健康+移动互联网”的三大板块业务发展规划。2015年8月，公司将名称从“无锡宝通带业股份有限公司”变更为“无锡宝通科技股份有限公司”，以更好地体现公司未来发展战略。

### 2、转型方向一：收购宝通工程，转型现代工业服务提供商

2015年6月23日，公司发布对外公告，拟以人民币3,950.1万元认缴宝通工程新增注册资本人民币636.28万元，占宝通工程的股权比例为57%。增资完成后，宝通工程的注册资本变更为人民币1,116.28万元。正式向输送带总包乃至整个输送系统服务总包迈进。至此，公司由单一的从事各类输送带研制的产品供应商向为客户提供输送系统总包服务的现代工业服务提供商转型，进入工业散货物料输送系统总包服务千亿蓝海市场，实现公司对现有主业的升级迭代规划。

图表 3. 宝通工程交易后的股权结构

序号	股东名称	出资金额(万元)	出资比例 (%)
1	宝通带业	636.28	57
2	谭柏民	288	25.8
3	谭逸峰	192	17.2
合计		1,116.28	100

资料来源：公司公告，中银国际证券

### 3、转型方向二：设立宝通医疗投资有限公司，布局医疗健康产业

2014年9月，公司以自有资金人民币5,000万元设立全资子公司“无锡宝通医疗投资有限公司”。子公司专注于医疗健康产业的发展，搭建公司医疗健康产业平台，通过投资具有较强经营实力、技术实力、优秀管理团队、高成长性的优质医疗健康服务企业，积极把握医疗产业化、市场化的机遇，迅速培育公司未来新的业务增长点，快速拓展公司业务领域、提升公司盈利能力，实现公司多元化发展，增强抵抗单一行业周期风险的能力。

### 4、转型方向三：收购易幻网络，进军移动游戏领域

#### 1) 交易情况介绍

2015年9月14日，公司出资人民币6,300万元认缴易幻网络新增注册资本，并于2015年11月6日确认占易幻网络的股权比例为3.3422%，同时，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买牛曼投资持有的易幻网络66.6578%的股权（增资后），加上公司增资持有的3.3422%的股权，交易完成后将累计持有公司70%的股权。此次交易包括两部分：发行股份及支付现金购买资产和发行股份募集配套资金。易幻网络整体估值为188,500万元（增资后），本次交易价格为125,650万元。其中，交易对价的73.5097%，即92,365万元以发行股份的方式支付；交易对价的26.4903%，即33,285万元以现金方式支付。



#### a) 发行股份及支付现金购买资产

公司拟以发行股份的方式支付交易对价的 73.5097%，即 92,365 万元；发行价格为 13.71 元/股，最终发行价格尚需公司股东大会批准。发行股份数量为 67,370,532 股。

#### b) 发行股份募集配套资金

上市公司拟通过询价方式向不超过五名投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额预计不超过 60,000 万元。发行对象以现金方式认购公司非公开发行的股份，发行价格将在公司取得证监会关于本次交易的核准批文后协商确定。募集配套资金将用于为支付本次交易的现金对价、补充上市公司流动资金及支付中介费用。

图表 4. 发行股份募集配套资金用途

序号	名称	金额(万元)
1	支付宝次交易的现金对价	33,285.00
2	补充上市公司流动资金及支付中介费用	26,715.00
	<b>合计</b>	<b>60,000.00</b>

资料来源：公司公告，中银国际证券

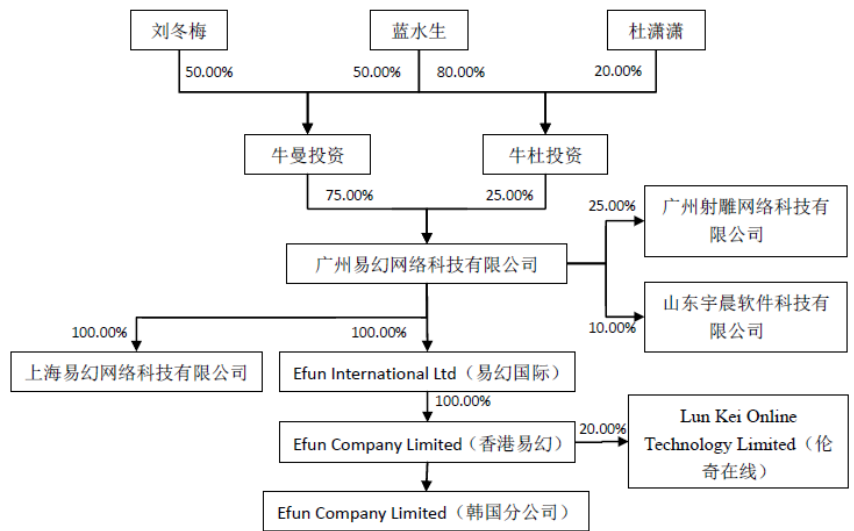
#### 对公司控制权无影响

本次交易前，牛曼投资持有易幻网络 75% 股权（增资前），本次交易，宝通科技向牛曼投资发行股份购买其持有的易幻网络 66.6578% 股权（增资后）。本次交易后，暂不考虑募集配套资金数量，牛曼投资持有公司 18.34% 股份。交易前，包志方持有公司 30.07% 的股份，为公司的控股股东、实际控制人。按照易幻网络交易作价的评估值、上市公司股份发行价格进行测算，暂不考虑募集配套资金数量，本次交易完成后，包志方持股比例为 24.56%，仍为上市公司实际控制人。因此，本次交易不会导致上市公司控制权发生变化。

图表 5. 交易完成前后上市公司股本结构变化

股东名称	交易前持股数 (股)	比例 (%)	交易后持股数 (股)	比例 (%)
包志方	90,220,952	30.07	90,220,952	24.56
其他股东	209,779,048	69.93	209,779,048	57.1
小计	300,000,000	100	300,000,000	81.66
易幻网络交易方				
牛曼投资			67,370,532	18.34
小计			67,370,532	18.34
<b>合计</b>	<b>300,000,000</b>	<b>100</b>	<b>367,370,532</b>	<b>100</b>

资料来源：公司公告，中银国际证券

**图表 6. 增资前易幻网络股权结构图**


资料来源：公司公告，中银国际证券

**业绩承诺** 易幻网络承诺 2016-2018 年度经审计的归母净利润分别不低于 15,500 万元、20,150 万元、26,195 万元。承诺净利润不包括目标公司使用配套募集资金所产生的收益。

## 2) 易幻网络 (Efun)：国际化的移动网络游戏发行和运营企业

**a. 易幻网络基本情况介绍：**易幻网络成立于 2012 年，公司自创立之初即专注于中国移动网络游戏的海外发行和运营。Efun 自成立起，便以“重装武士”（英雄战魂）抢占港台市场，迅速占领 2012 年港台市场各项排行榜首，取得巨大成功。后续更以“我叫 MT”、“神雕侠侣”、“天龙八部”等名作在港台市场保持领先地位。目前垄断港澳台 30% 的市场资源。而作为另一个主推市场，在东南亚拥有超过一千万的游戏用户，多款产品在东南亚各国排名前列。易幻网络以港台、东南亚、韩国三大主力市场为业务核心，逐步拓展俄罗斯、中东、巴西等新兴市场和欧美成熟市场，市场份额处于领先地位。其海外发行和运营游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、模拟经营、MMO 等多种类型，多个产品在 App Store 和 Google Play 榜单中位列前茅。其中《三国志 PK（一统天下）》于 2014 年 1 月在韩国上线至今，总流水接近 2 亿元人民币，连续数月在 Google 畅销榜维持在 Top50 以内，IOS 平台也多次进入 TOP10；《神雕侠侣》于 2013 年 12 月在港澳台地区上线至今，总流水亦接近 2 亿元人民币，累计注册玩家超过 130 万人，在台湾地区稳居 IOS 畅销榜 TOP10 和 Google 畅销榜 Top20 长达六个月。

**图表 7. 2015 年 1-7 月易幻网络主要游戏运营情况**

游戏名称	上线时间	类型	区域分布	流水合计 (万美元)	期末累计注册 用户数 (万人)	当期月均付费 用户数 (人)	当期月均活跃 用户数 (万人)	付费玩家月均消费 之 ARPPU (美元)
三国志 PK (一统天下)	2014 年 1 月	SLG	韩国	1,114.0	50.4	3,596.0	3.6	386.0
神雕侠侣	2013 年 12 月	2DMMORPG 手游	港澳台	498.0	132.3	3,922.0	6.6	187.0
重装武士 (英雄战魂)	2012 年 11 月	MMOARPG	港台	5.4	62.1	429.0	2.1	56.0
天龙八部 3D	2015 年 1 月	MMORPG	台湾、新加坡、马来西亚	1,453.0	86.8	18,920.0	18.3	116.0
巨炮连队 (坦克风云)	2014 年 4 月	SLG	港台	561.0	80.1	4,074.0	6.4	199.0
妖姬三国	2013 年 11 月	策略卡牌	东南亚、美、澳、加	385.0	231.4	4,131.0	8.0	133.0
笑傲三国	2013 年 1 月	SLG	新、马、港台、韩	197.0	64.2	1,109.0	1.0	248.0
名将争霸 (君临天下)	2014 年 8 月	COC	台、韩	663.0	59.5	10,519.0	8.0	128.0
大富豪 2	2015 年 6 月	商战沙盘手游	港、台、马	166.0	67.7	18,839.0	46.3	38.0

资料来源：公司公告，中银国际证券

**b. 易幻网络核心团队稳定、经验丰富。** i) 公司员工团队目前超过 430 人，其中具备双外语能力的员工超过百人，为公司海外业务的扩张提供丰富的外语人才储备；ii) 公司团队稳定，核心人员的流失率较低，为公司实现持续快速发展提供强大的后盾。iii) 公司有非常成熟的研发团队和成功运营经验的资深团队，核心团队成员大多拥有多家知名游戏公司的工作经历，专业的团队确保了公司在游戏研发领域的优势地位。

公司核心团队中，公司总裁曾晓斌曾任戴尔中国项目主管，并曾担任云起游戏总监、V-Flame Entertainment Sdn.Bhd 副总裁、网龙网络海外高级经理等，6 年以上游戏领域工作经验，兼有丰富的项目管理经验和游戏研发及境内外发行的经验。公司执行董事蓝水生拥有 5 年以上游戏领域工作经验，曾任广州易申游商务咨询有限公司总经理，易申游旗下的易游网络是港澳地区最早运营网络游戏的公司之一，从而为易幻网络进军港澳市场提供了强大优势。公司监事及商务负责人杜潇潇曾任盛易网络、灵动网络及盛大网络等多加知名游戏公司的负责人，具备 8 年以上的游戏运营管理经验。

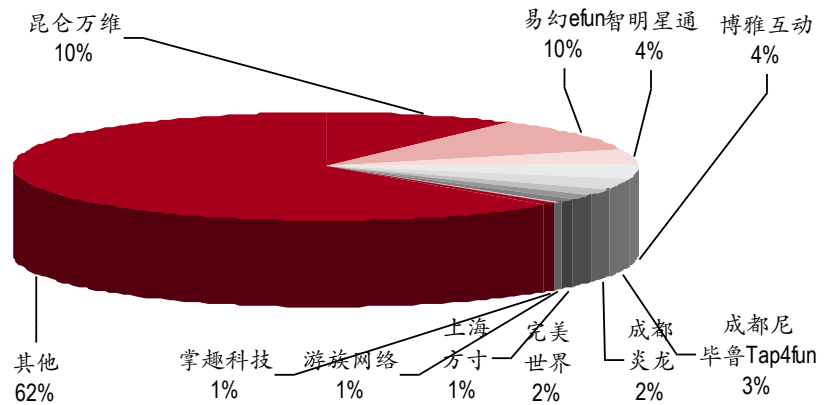
**图表 8. 易幻网络核心团队**

姓名	目前职务	工作经历
蓝水生	执行董事	2012 年至今任广州易幻网络执行董事。曾任广州易申游商务咨询有限公司总经理。5 年以上游戏领域工作经验。
曾晓斌	总裁	2013 年至今任广州易幻网络 CEO。曾任戴尔中国项目主管、云起游戏总监、V-Flame Entertainment Sdn.Bhd 副总裁、网龙网络海外高级经理等。6 年以上游戏领域工作经验。
杜潇潇	监事、商务负责人	2012 年至今任广州易幻网络监事、商务负责人。曾任广州南软科技总监、广州盛易网络总监、广州灵动网络总监、上海盛大网络主管。8 年以上游戏领域工作经验。
张利乾	财务负责人	2013 年至今任广州易幻网络财务负责人。曾任安永会计师事务所审计师。

资料来源：公司公告，中银国际证券

中国本土原创移动网络游戏海外市场份额排名第二。根据《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》，2014 年我国自主研发移动网络游戏海外出口实际销售收入为 12.73 亿美元，同比增长 366.39%，易幻网络牢牢占据市场第二，份额为 9.85%，在创立的短短几年即成功跻身国内移动网络游戏海外发行的第一梯队，主要竞争对手包括昆仑万维（10.07%）、智明星通（4.46%）、博雅互动（4.32%）等。

图表 9. 2014 年中国本土原创移动网络游戏海外收入份额



资料来源：《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》，中银国际证券

### c. 易幻网络的盈利模式

易幻网络的游戏运营模式主要分为代理运营模式和联合运营（授权运营）模式，相应的其盈利模式分为代理运营收入和授权运营收入。

#### i) 代理游戏运营收入

在代理运营模式下，易幻网络通过与游戏开发商合作，取得某款游戏产品在特定区域的独家代理授权，由易幻网络负责该款游戏在特定区域的各项运营工作，承担运营成本并取得运营收入，同时按协议向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。

在代理运营模式下，易幻网络的盈利来源主要为游戏的运营收入，扣除推广费、渠道费等运营费用以及支付给游戏开发商游戏的代理授权金和分成款。

#### ii) 授权游戏运营收入

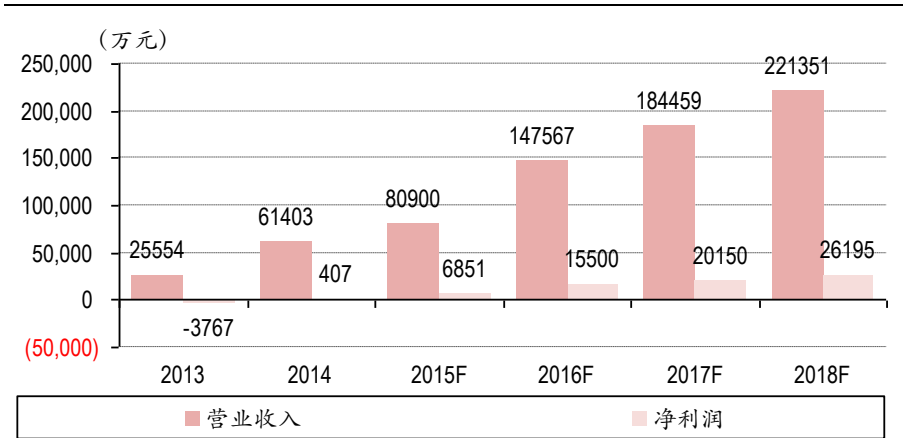
在联合运营模式下，易幻网络在取得游戏开发商某款游戏产品在特定区域的独家代理授权后，与该区域的本土游戏运营商合作，由联运商负责各项运营工作，承担运营成本并取得运营收入，易幻网络按照协议向联运商收取一定比例的分成款，同时向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。因当地法律法规限制，目前联合运营模式主要在台湾地区采用。在联合运营模式下，易幻网络的利润来源主要为从联运商取得的分成款，扣除支付给游戏开发商游戏的代理授权金和分成款。



#### d. 易幻网络的经营情况

营业收入实现高速增长。2013年、2014年、2015年1-7月，公司实现营业收入2.56亿元、6.14亿元和4.31亿元，实现归母净利润分别为-3,766.93万元、406.54万元和4,994.51万元。公司2013-2014年经营业绩呈翻倍增长，主要是因为易幻网络于2012年进入海外市场，凭借其对市场需求的敏锐把握，已将上百款国内成功的游戏作品发行到港澳台地区、韩国、东南亚、欧美等多个海外主要游戏市场并取得较高的市场份额，累积了全球化发行的网络体系、资源掌控和技术支持。随着国内游戏研发技术的不断完善，精品游戏产品数量逐年增加，使得易幻网络营业收入水平得以大幅提升。

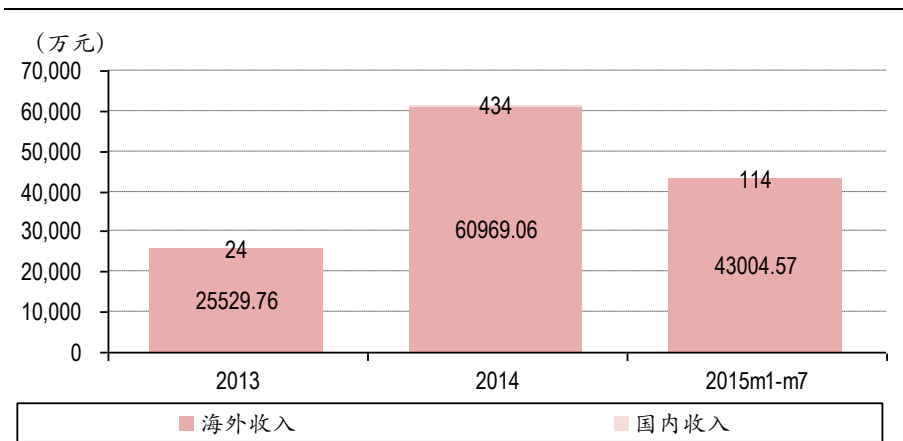
图表 10. 易幻网络历年收入和净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

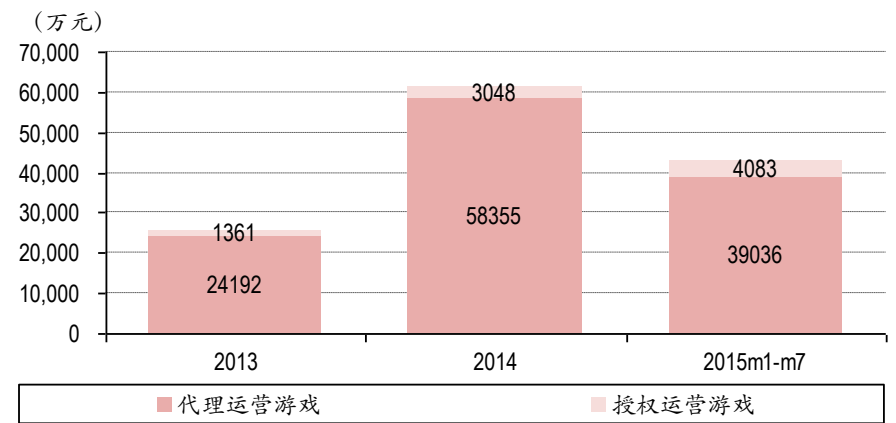
游戏收入主要来自于境外。2013年、2014年、2015年1-7月，公司来自境外的游戏收入分别达到2.55亿元、6.10亿元、4.30亿元，占公司报告期内游戏收入总额的比例分别为99.91%、99.29%、99.73%。

图表 11. 易幻网络按境内外划分的收入结构



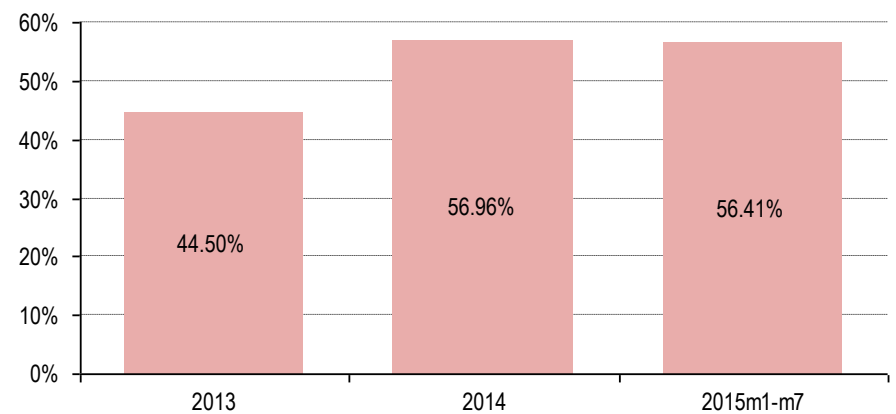
资料来源：公司公告，中银国际证券

以代理运营模式为主，并构成公司主要收入来源。2013年、2014年、2015年1-7月，公司来自代理运营的游戏收入分别达到2.42亿元、5.84亿元、3.90亿元，占公司报告期内游戏收入总额的比例分别为94.67%、95.04%、90.53%。

**图表 12. 易幻网络按业务类型划分的收入结构**


资料来源：公司公告，中银国际证券

公司毛利率逐年上升。2013年、2014年、2015年1-7月，易幻网络毛利率分别为44.50%、56.96%和56.41%。2013年毛利率较低的原因，企业于2012年进入海外市场后，前期外包服务由第三方承担，相应成本支出较大。随着2014年以后外包服务业务逐步由母公司广州易幻提供，经合并抵消后，成本降低，另外随着易幻网络业务规模快速增长，在收入大幅增长的同时，对游戏研发商支付的授权金、流水分成以及运营投入成本相对占比不断下降。

**图表 13. 易幻网络历年毛利率**


资料来源：公司公告，中银国际证券

### e. 易幻网络的竞争优势

#### i) 在移动网络游戏海外发行市场份额较高，先发优势明显

易幻网络自成立之初便战略布局聚焦中国移动网络游戏海外市场，逐步通过代理运营国内优质的游戏产品打开海外版图，至今共发行数十款游戏、十几种语言并拥有全球超过20个国家的发行经验，成为中国移动网络游戏出海最为成功的发行商代表。较早的海外战略布局和准确的市场判断，使易幻网络在竞争激烈的港台、东南亚、韩国等移动网络游戏市场已建立了竞争优势，处于市场第一梯队。2014年在中国本土原创移动网络游戏海外收入中，易幻网络约占9.85%，市场份额位列第二，先发优势明显。

## ii) 拥有成熟的数据分析系统以及精细化的市场营销和运营体系

易幻网络通过优秀的数据分析能力，实现精准的市场投放，建立了以数据为基础、以用户行为为导向的精细化运营体系。易幻网络自主开发了游戏数据分析平台 GM Tool，对所运营的游戏进行实时数据监控，及时收集相关运营数据并进行精准分析和比对，及时且客观评估游戏运营状况并制定最佳运营策略。成熟的数据收集和分析能力，为运营及营销决策提供科学强大的数据支持，并用实际数据指导市场推广工作，更精准定位目标用户，优化广告投放渠道、广告创意、投放时段、投放地区，实现精准的市场投放，确保市场投入的高投入产出比，提高产品的利润率。

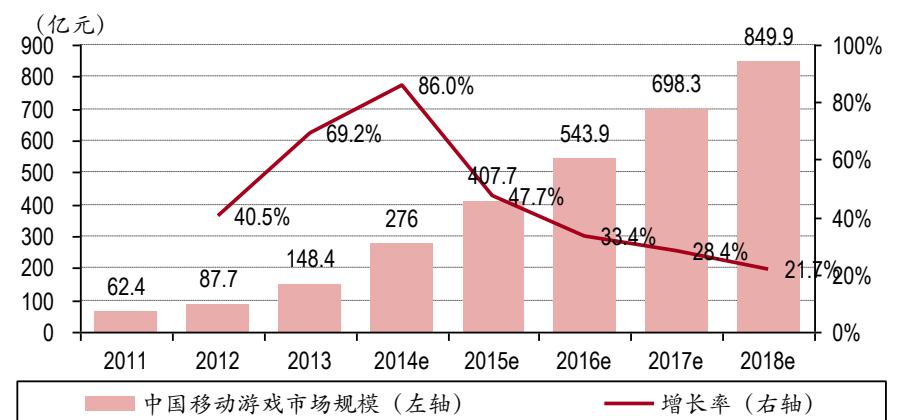
## iii) 具备强大全球发行实力和新兴市场开拓能力，兼具国际化与本地化优势

易幻网络以港台、东南亚、韩国三大主力市场为业务核心，支撑对全球其他新兴市场的开拓和探索，先后将产品推向中东、日本、南美、俄罗斯、德国等多个海外市场，具备较强的全球发行实力。在全球化发行的实现过程中，易幻网络与 Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系。同时易幻网络在目标市场建立办公室或者分公司，目前已在香港、台湾、首尔、泰国、新加坡等地组建当地团队，深耕细分市场，通过与当地支付渠道、广告渠道等本地化资源的合作，针对不同市场制定营销和运营策略，做到深度本地化。

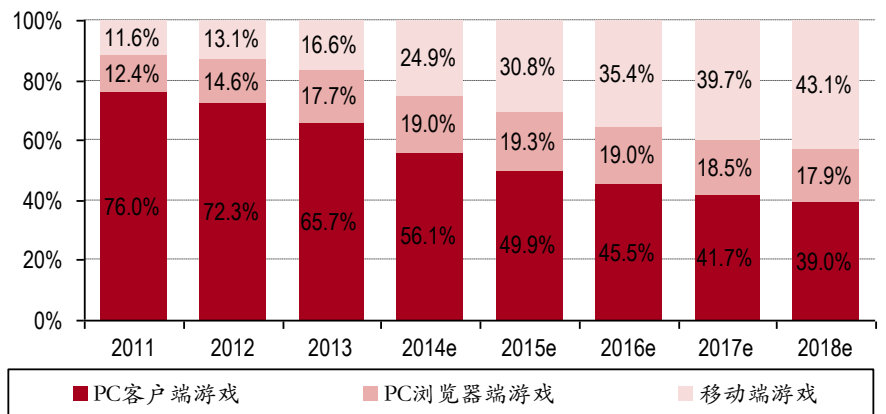
## 5. 移动网络游戏产业市场空间广阔

1) 中国移动游戏市场规模逐年增长。2014 年中国移动游戏市场规模达到 276 亿，同比增长率达 86%，市场份额为 24.9%，首超页游的 19%，艾瑞咨询分析认为，未来两年内，中国将超过日本，成为全球第一大手游市场。同时，移动游戏将保持 30% 左右的年复合增长率，远高于页游和端游的增速。而整个市场将在 2018 年出现拐点，移动游戏的市场份额将首次超过端游，成为最大的细分市场。

图表 14. 中国移动游戏市场规模

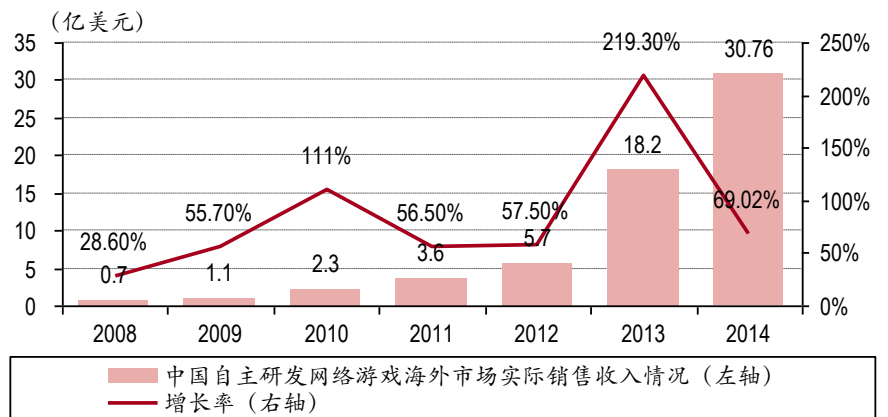


资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

**图表 15. 2011-2018 年中国网络游戏市场规模结构**


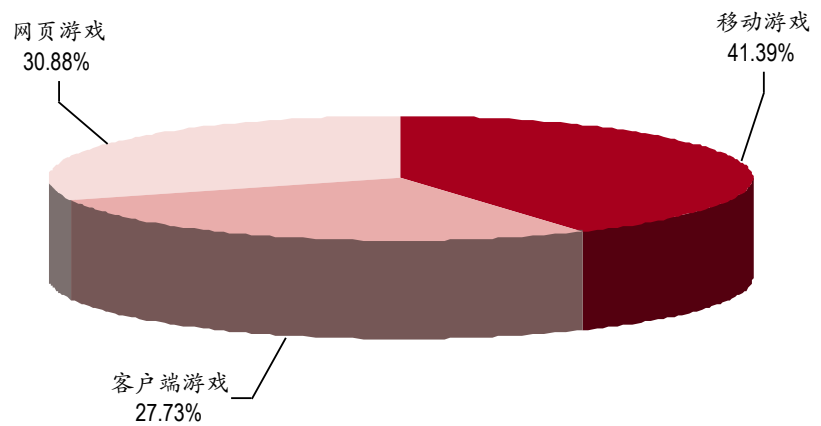
资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

2) 中国自主研发网络游戏海外市场份额不断提升。近年来中国移动网络游戏产品出海的数量和质量均快速上升。2014 年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 30.76 亿美元，比 2013 年增长了 69.02%。其中，移动类游戏数量占总出口网络游戏数量的 41.39%，海外市场实际销售收入达到 12.73 亿美元，同比增长 366.39%。在 2014 年中国出口海外的网络游戏产品中，客户端类游戏数量占总出口网络游戏数量的 27.73%；网页类游戏数量占总出口网络游戏数量的 30.88%；移动类游戏数量占总出口网络游戏数量的 41.39%。

**图表 16. 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入情况**


资料来源：CNG 中新游戏研究 (伽马数据) 《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》

图表 17. 中国自主研发网络游戏出口产品类型构成比例



资料来源: CNG 中新游戏研究 (伽马数据) 《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》

3) 中国本土原创移动游戏海外市场格局分散, efun 先发优势明显。目前, 中国本土原创移动游戏海外市场份额较为分散, 尚未形成绝对的龙头。2014 年, 在中国本土原创移动网络游戏海外收入 (不包括海外工作室收入) 中, 前十名企业占中国海外游戏总收入的比例仅为 37.71%。其中昆仑万维的份额约达到 10.07%, 位居第一; 易幻 efun 约达到 9.85%, 位列第二; 智明星通份额约达到 4.46%, 位列第三。

## 6. 投资建议

公司传统业务为橡胶带输送带生产, 在行业景气度持续低迷的趋势下, 公司加快进行产业升级和转型, 此次交易公司将增加移动网络游戏海外发行、运营业务, 强势接入移动互联网行业。2014 年, 在中国本土原创移动网络游戏海外收入 (不包括海外工作室收入) 中, 前十名企业占中国海外游戏总收入的比例仅为 37.71%。其中昆仑万维的份额约达到 10.07%, 位居第一; 易幻 efun 约达到 9.85%, 位列第二; 智明星通份额约达到 4.46%, 位列第三。易幻 efun 行业地位基本与昆仑万维持平, 后续市场份额有望享受行业高速增长以及市场集中度持续提升双重红利。根据万得一致预测, 宝通科技原有业务 2016-2017 归母净利润分别为 8,700 万元、10,300 万元。易幻网络承诺 2016-2018 年度经审计的归母净利润分别不低于 15,500 万元、20,150 万元、26,195 万元。我们考虑 70% 权益利润增厚, 公司 2016-2017 年备考净利润为 1.955 亿元, 2.44 亿元。公司原有股本为 3 亿股, 不考虑募集配套资金 (配套资金额融资 6 亿元, 体量不大), 此次交易预计发行新股 6,737.1 万股, 增发后公司总股本为 3.67 亿股。按照 11 月 18 日收盘价 27.61 元计算, 公司当前市值为 82.83 亿元, 对应增发后总市值为 101.43 亿元, 对应 2016-2017 年备考市盈率为 52、42 倍。参照 A 股传媒互联网以及游戏行业的平均市盈率和后续持续转型预期, 我们保守预计公司短期市值至少有望达到 150-200 亿元, 建议投资者关注。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371