

宝通科技 (300031.SZ)

互联网传媒

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

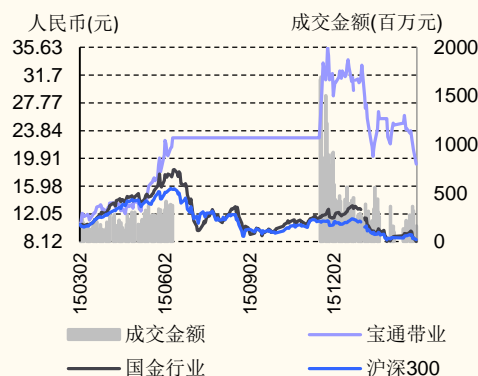
市场价格(人民币): 19.09元

目标价格(人民币): 30.00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)	222.85
总市值(百万元)	5,727.00
年内股价最高最低(元)	35.64/10.54
沪深300指数	2877.47



宝通科技—并购易幻网络，海外游戏航母启航

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.681	0.245	0.234	0.644	1.014
每股净资产(元)	5.30	2.75	2.88	3.42	4.34
每股经营性现金流(元)	1.02	0.30	0.36	0.37	0.55
市盈率(倍)	17.12	31.92	103.07	37.44	23.77
行业优化市盈率(倍)	67.32	88.48	101.26	101.26	101.26
净利润增长率(%)	26.49%	-27.96%	-4.63%	175.29%	57.49%
净资产收益率(%)	12.85%	8.93%	8.12%	18.81%	23.38%
总股本(百万股)	150.00	300.00	300.00	300.00	300.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **并购广州易幻网络，进军游戏海外发行市场。**宝通科技通过现金加股权的方式获得广州易幻网络70%的股权(1月28日公告，获证监会条件通过)，业绩承诺2016年、2017年、2018年净利润分别不低于1.55亿元、2.02亿元、2.62亿元。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%，同时东南亚、印度、俄罗斯等海外游戏市场快速发展。宝通进军游戏海外发行市场是传统业务转型的重要布局。
- **易幻网络在游戏海外发行公司中市占率排名第二，并表后将大幅度提升宝通业绩。**易幻发行的游戏《六龙御天》预计2016年将贡献约7亿流水。《天龙八部》2016年实现约1亿元流水。按照公司S级和A级产品规划，我们预测2016年、2017年公司S级和A级产品流水之和分别为12.8亿、18.1亿，我们假设S级和A级游戏产品占公司总流水的70%，则2016年、2017年公司总流水为18.25亿、25.86亿，按照11%的净利润率计算，预计2016年、2017年实现净利润约为2亿、2.8亿，归母净利润分别为1.05亿、1.96亿。
- **公司传统业务向总包服务转型，降低下游行业景气度下降对公司的影响。**输送带综合信息服务市场，将成为公司传统业务未来业绩的增长点，目前国内输送机总长度为30万公里，检修以及备件更换的费用大约为80-90万/公里，国内输送带存量维护市场潜在空间为3000亿左右。我们预测2015年~2017年，输送带产品销售利润维持在7000万左右，总包业务利润约为500万，2400万，4800万，考虑到公司对宝通工程持股比例为57%，公司输送带业务归母净利润2015年~2017年约为7000万，7800万，1.1亿。

投资建议与估值

- 公司输送带业务贡献的EPS 2015年~2017年分别为0.23元、0.27元、0.36元；易幻网络贡献EPS 2016年、2017年分别为0.37元、0.65元，2016年不考虑并表时间备考EPS为0.49元。我们给予公司输送带业务2016年20倍PE；游戏海外发行业务方面，参考昆仑万维及同行业公司2016E PE，wind一致预期中位数为51倍，给予公司海外游戏发行业务50倍PE，目标价为30元。给予公司“买入”评级。

风险

- 海外游戏市场竞争加剧；海外游戏市场政策性风险。

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

石晨曦 联系人
(8621)61038200
shichenxi@gjzq.com.cn

内容目录

国内输送带领军企业之一,转型寻求新发展.....	4
公司战略—主业向总包服务转型,进军海外游戏发行市场.....	4
开拓输送带综合系统服务,降低下游行业景气度下降影响.....	4
并购广州易幻网络,海外手游航母启航.....	9
易幻网络—海外游戏发行巨头.....	9
多年运作积累,海外运营模式成熟.....	11
开拓新市场,重点市场具备先发优势.....	13
公司精品大作频出,成为高流水的有力保障.....	15
未来将围绕核心资源,打造游戏海外发行平台.....	18
分产品盈利预测及估值.....	19

图表目录

图表 1: 公司战略布局.....	4
图表 2: 输送带分类.....	5
图表 3: 公司分产品收入(万).....	5
图表 4: 2014 年公司产品收入分布.....	5
图表 5: 公司营业收入(万).....	6
图表 6: 公司净利润(万).....	6
图表 7: 公司销售毛利率(%).....	6
图表 8: 公司销售净利率(%).....	6
图表 9: 公司存货周转率、应收账款周转率(%).....	6
图表 10: 公司各行业销售收入(万).....	6
图表 11: 粗钢产量同比变化.....	7
图表 12: 粗钢产能利用率.....	7
图表 13: 炼钢淘汰落后产能情况.....	7
图表 14: 水泥产量.....	7
图表 15: 煤炭产量.....	7
图表 16: 公司新增客户情况.....	8
图表 17: 增资后宝通工程股权结构(人民币万元).....	8
图表 18: 公司海外业务发展逐渐成熟,营收快速增长.....	10
图表 19: 中国移动游戏海外销售收入 2014 年达 78.9 亿人民币.....	11
图表 20: 海外移动游戏发行市场占比.....	11
图表 21: 海外游戏发行产业链.....	12
图表 22: 代理运营模式.....	12
图表 23: 联合运营模式.....	12
图表 24: 公司 2014 年渠道毛利维持在 60%左右.....	13
图表 25: 2014 年来自 App Store 和 Google Play 流水占比为 62.03%.....	13

图表 26: 公司在港澳台市场营收达到 52.67%.....	13
图表 27: 公司在运 59 款游戏地区分布.....	13
图表 28: 台湾端游付费用户达 74.9%.....	14
图表 29: 台湾手游付费用户达 46.9%.....	14
图表 30: 东南亚市场游戏收入.....	15
图表 31: 金砖四国 2014 年移动游戏收入总和达到 51 亿美元.....	15
图表 32: 公司超过 1000 万美元流水游戏.....	16
图表 33: 《六龙御天》台外营收榜第一位.....	16
图表 34: 《六龙御天》台湾免费榜第一位.....	16
图表 35: 公司 2016 年~2018 年 S 级、A 级产品运营规划.....	17
图表 36: 公司游戏《重装武士》完整生命周期 (27 个月), 流水变化示意图	18
图表 37: 公司布局 and 规划.....	18
图表 38: 公司分项营收预测.....	19

国内输送带领军企业之一,转型寻求新发展

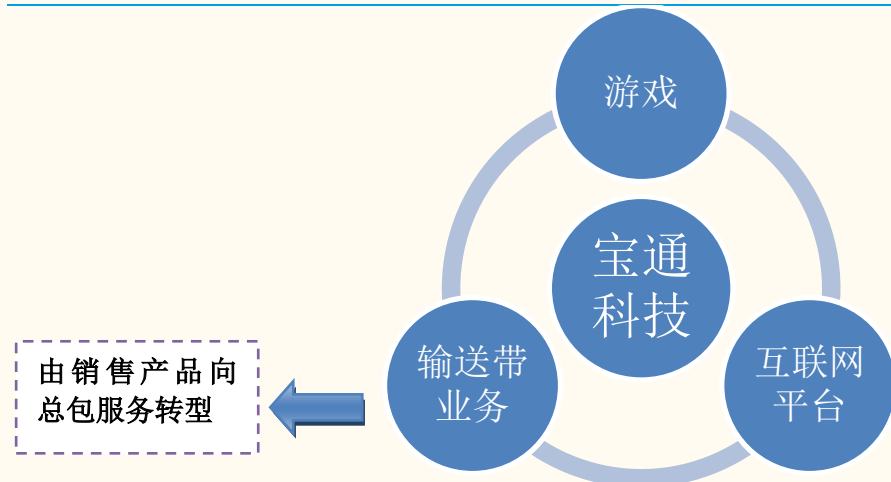
公司战略—主业向总包服务转型,进军海外游戏发行市场

- 宝通科技的原始主营业务为各类高强度橡胶输送带的研发、生产、销售与服务,公司核心产品主要包括钢丝绳芯输送带、耐高温输送带、阻燃输送带等,产品被广泛应用于钢铁、水泥、电力、煤矿等多个行业。公司被中国橡胶工业协会评选为全国输送带十强企业。
- 2014 年开始,宝通传统输送带业务营收下滑,公司积极布局战略转型,首先公司传统输送带业务由产品销售向总包型服务转型;2015 年下半年公司收购易幻网络 70% 股份,进入互联网游戏行业,未来公司将整合上游 CP 资源和下游渠道、营销资源,打造游戏海外发行平台。

公司传统业务向总包工程转型,使公司由单一提供产品向服务转型,有利于公司对于输送带存量市场的拓展,增加客户粘性,降低传统业务风险。

公司收购的易幻网络是中国领先的网络游戏海外发行和运营商。易幻网络在海外游戏发行市场份额为 9.85%,排名第二。收购优质游戏标的,是宝通科技向互联网领域布局的重要一步,易幻网络承诺业绩 2016 年、2017 年、2018 年不低于 1.55 亿、2.02 亿、2.62 亿,将大幅度提升公司业绩。

图表 1: 公司战略布局



来源: 国金证券研究所

- 公司大股东增持,彰显对公司长期发展的信心。2016 年 1 月 6 日,公司公告,其控股股东、实际控制人、董事长兼总经理包志方先生在公司 2015 年 11 月 17 日复牌后,以定向资产管理方式购买公司股份累计达到 1.1768%,共计 358 万股,成交均价为 28.1945 元,同时大股东承诺在增持完成后的六个月内不转让所持公司股份。2016 年 1 月 13 日,公司公告包志方先生将在三个月内继续增持公司股份,结合已实施完毕的股份增持计划,两次计划 12 个月内累计增持股份数不超过公司总股份的 2%。大股东持续增持彰显了其对于公司长期发展的信心。

开拓输送带综合系统服务,降低下游行业景气度下降影响

■ 公司高端产品的技术储备完善

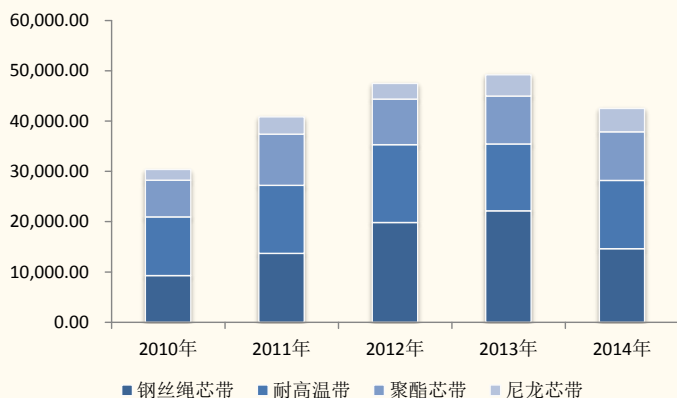
公司在传统业务输送带领域技术优势明显,截至 2014 年,公司共有各类授权专利 43 项,其中发明专利 35 项,实用新型专利 8 项。公司的产品主要分为,钢丝绳芯带、耐高温带、聚酯芯带和尼龙芯带,其中占比最高的为钢丝绳芯带和耐高温带,占比分别为 34%、32%。

图表 2：输送带分类

分类方法	类别
强度	除普通棉帆布芯输送带之外的输送带均可统称为高强力输送带，占到整个输送带的 80% 以上。
输送带骨架材料	织物芯输送带和钢丝绳芯输送带，织物芯输送带又可以细分为棉帆布芯输送带、尼龙芯输送带、聚酯芯输送带等。
覆盖胶的特性	普通输送带（指普通棉帆布芯输送带）、耐热耐高温输送带、阻燃输送带、耐酸、耐碱、耐寒输送带、其他高强力输送带。

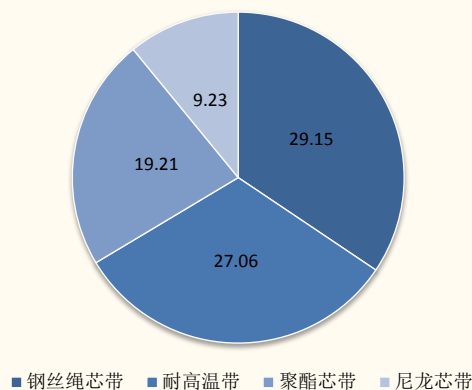
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 3：公司分产品收入（万）



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 4：2014 年公司产品收入分布



来源：公司公告 国金证券研究所

- 在耐高温输送带领域，公司拥有明显的产品优势、技术优势和新产品储备优势，是耐高温输送带产品市场的领导者，**在耐高温输送带产品的国内市场占有率稳居第一**，代表产品为 TNG 型 EP 耐高温输送带和长距离耐高温钢丝绳芯输送带。
- 在高强力输送带领域，公司已逐渐形成了国内领先的技术优势和核心竞争力，代表产品为超耐磨防撕裂钢丝绳芯输送带。
- 在阻燃输送带领域，公司自主研发的“煤矿用高性能节能叠层阻燃输送带”填补了国内技术空白，达到国际先进水平。
- 在新产品开发方面，节能输送带、耐寒抗结冰输送带、芳纶耐高温输送带、互穿网络钢丝网输送带等新产品也已取得重大突破。

公司曾获得多项国家级和省级相关荣誉。其中，“耐高温防热撕裂织物芯输送带”被认定为江苏省省高新技术产品，“煤矿用高性能节能叠层阻燃输送带”获得 2010 年度中国石油和化学工业联合会科学技术奖二等奖；公司“高性能长寿命橡胶输送带技术及产业化应用”项目被中国石化联合会评定为科技进步一等奖。

同时，上市以来公司相继完成了“年产 600 万平方米煤矿用高性能节能叠层阻燃输送带项目”和“年产 600 万平方米高强力高性能钢丝绳芯运送项目”，提高了相关产品产能，保证产品供应。

■ **公司下游客户以大型企业为主，受下游产能下降影响较小**

- 2014 年，公司收入占比最高的三个下游行业分别来自钢铁（34.25%）、水泥（20.21%）、煤炭（10.90%），下游行业受宏观经济和自身产能过剩影响，景气度下降。公司受下游客户周期性调整的影响，输送带业务收入增长缓慢，2014 年度公司营业收入 5.02 亿元，同比下降 10.44%，主要有两点原因，首先，产品主要原材料橡胶价格跌幅较大，因成本下降引起的产品单位售价下跌了 11.01%，橡胶成本占到产品总成本的 30% 以上；其次，公司下游行业客户因经济不景气造成项目进度延期，给公司的销售业绩的增长带来影响，公司的应收账款周转率和存货周转率同比下降了 0.42 个百分点和 1.47 个百分点。

图表 5：公司营业收入（万）



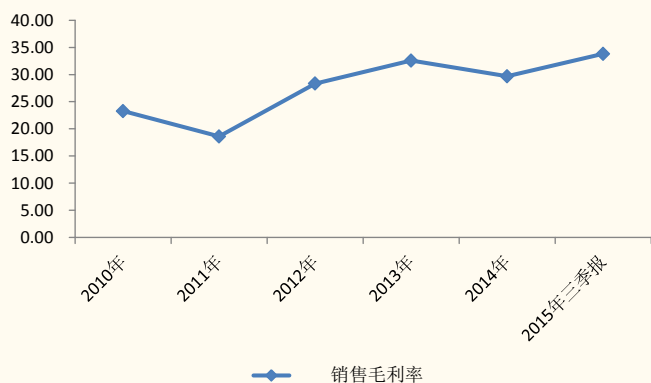
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 6：公司净利润（万）



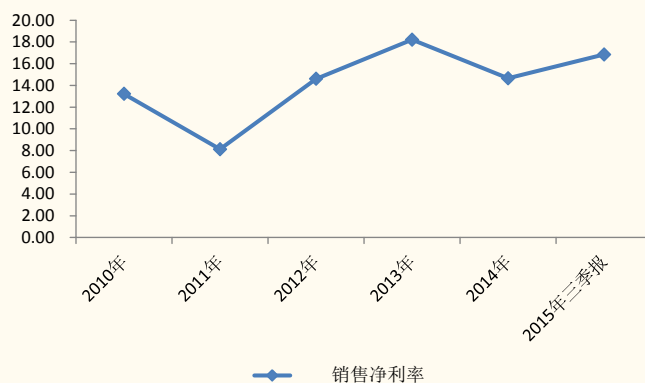
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 7：公司销售毛利率（%）



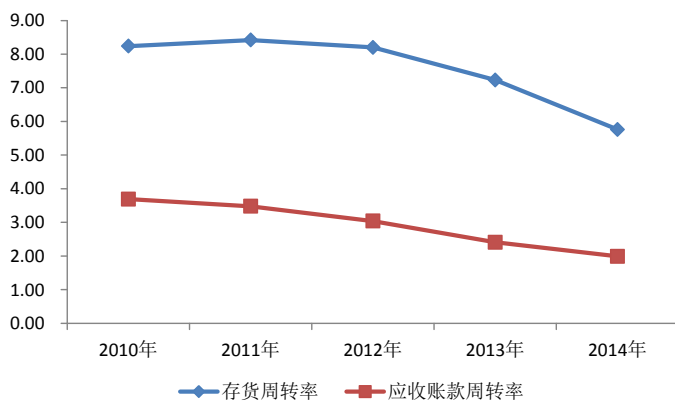
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 8：公司销售净利率（%）



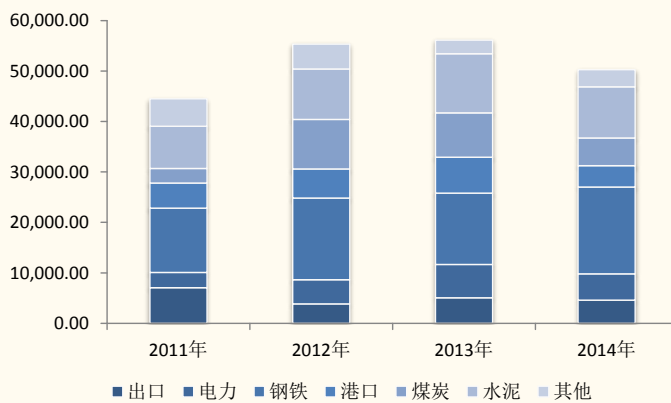
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 9：公司存货周转率、应收账款周转率（%）



来源：公司公告 国金证券研究所

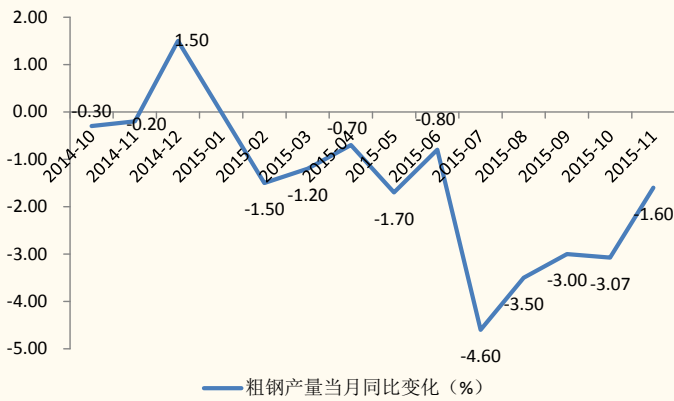
图表 10：公司各行业销售收入（万）



来源：公司公告 国金证券研究所

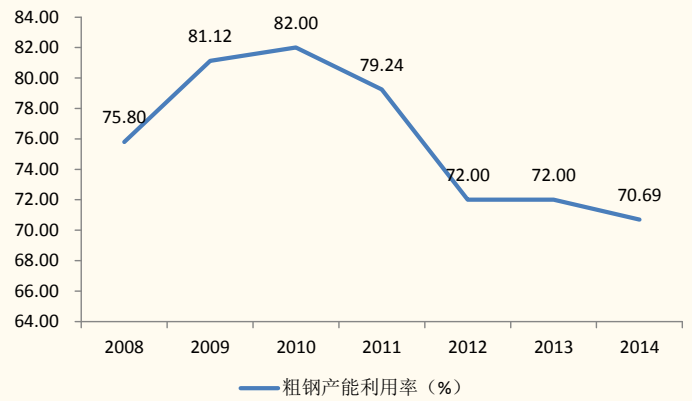
- 公司下游最主要的钢铁行业库存加重，行业去产能加速。2014 年我国粗钢年产能达到 11.6 亿吨，但是粗钢产量和产能利用率都在持续下降，在目前钢铁市场仍然供大于求的情况下，钢铁去产能将持续加速，中小型钢厂将面临减产停产危机。

图表 11: 粗钢产量同比变化



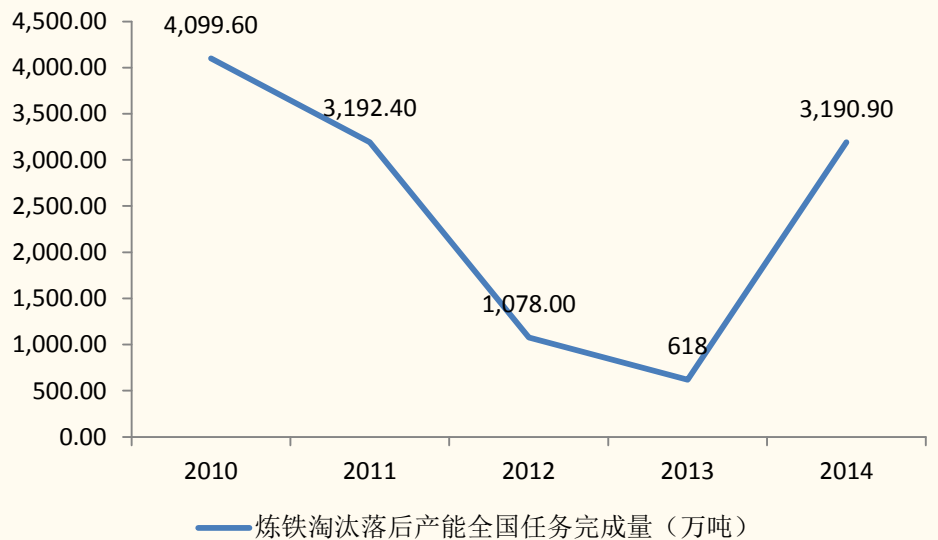
来源: wind 国金证券研究所

图表 12: 粗钢产能利用率



来源: wind 国金证券研究所

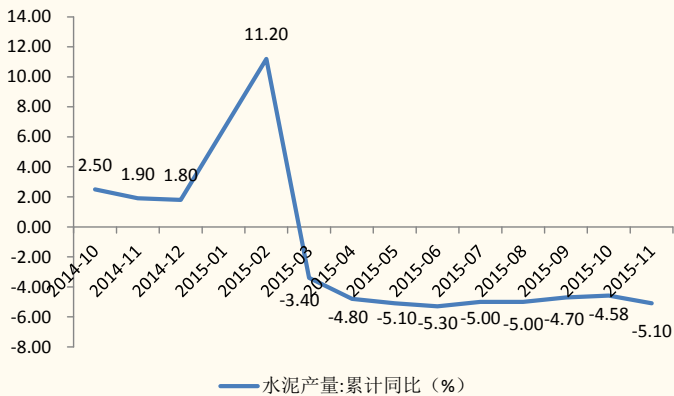
图表 13: 炼钢淘汰落后产能情况



来源: wind 国金证券研究所

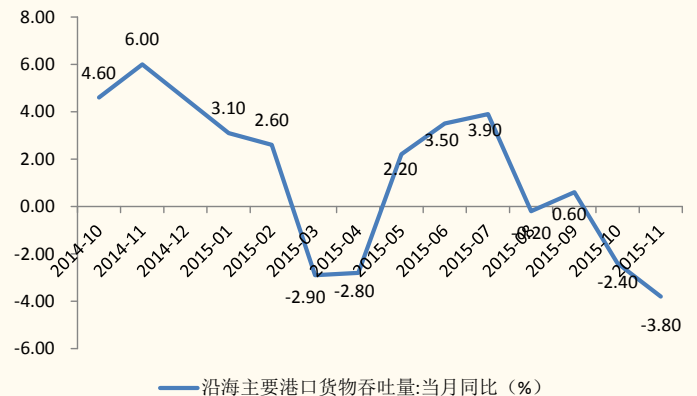
- 同时, 水泥、煤炭行业产量也在同比下降; 港口发展增速缓慢, 个别月份港口吞吐量出现下降趋势。

图表 14: 水泥产量



来源: wind 国金证券研究所

图表 15: 煤炭产量



来源: 国金证券研究所

- 我们认为下游产能调整将在一定程度影响公司输送带业务的发展, 但是不会出现大幅度的波动。主要原因有三点, 首先输送带属于消耗品,

国内存量市场为 30 万公里，存量更换输送带的需求量很大；其次输送带每年市场空间在百亿左右，目前市场还较分散，宝通市占率 4% 左右，公司也在积极拓展下游客户，市场空间增速下降或将促进行业集中度提升；最后，宝通的下游客户均为行业内大型企业，受产能调整影响较小，公司客户如神华、宝钢、中国建材、五大电力集团、青岛港、宁波港、曹妃甸港、海螺水泥等大型企业集团。公司产品定位于“新、热、特、精”等高端市场，坚持以新产品研发、以核心客户开拓为主线，采用定制化的生产方式，有利于公司不断开拓细分领域的优质客户，保证市场份额的稳定。

图表 16: 公司新增客户情况

时间	新增客户与项目
2011 年	神华集团各个子公司、中煤能源股份、山西焦煤集团有限责任公司、内蒙古伊泰集团有限公司、淮南矿业(集团)有限责任公司、中平能化集团；大连港、葫芦岛港、锦州港、天津港、珠海港、九江港；巴西淡水河谷、美卓矿机、英美资源、委内瑞拉 FMO 矿业公司等
2012 年	中国神华集团神东煤炭分公司、沈阳煤业集团有限责任公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、防城港、徐州港、大连港、唐山曹妃甸动力煤储备码头、烟台港西港区一期工程皮带机系统
2013 年	新疆阿勒泰金昊铁业有限公司、国投哈密发电有限公司、国投曹妃甸港口有限公司、国投中煤同煤京唐港口有限公司、华能太仓港务有限责任公司和中国电力投资集团公司物资装备分公司等
2014 年	宝钢湛江钢铁有限公司设备采购项目、中国航空技术北京有限公司委内瑞拉 INVECEM 项目设备采购项目、南方水泥有限公司年度设备采购项目、海外市场 Vattenfall Europe Mining AG、Metso Minerals (Deutschland) GmbH、Dunlop Industrial Products (Pty) Ltd

来源：国金证券研究所

■ 增资宝通工程，进入输送带总包服务蓝海市场

- 完成增资，控股宝通工程。公司于 2015 年 6 月对宝通工程进行增资，完成增资后，宝通科技将持有宝通工程 57% 的股份，宝通工程主业为输送带综合信息服务业务。宝通工程成立之初拟代理销售宝通科技系列输送带产品。宝通科技于 2015 年 4 月与博帆实际控制人谭柏民先生签署“授权代理销售协议书”，为便于拓展系统总包服务客户资源，从而进一步提高宝通输送带产品市场占有率，公司授权谭柏民先生使用字号“宝通”成立“无锡宝通工程技术有限公司”，在公司开展输送系统总包服务的同时，向其开发的客户代理销售宝通输送带产品。

图表 17: 增资后宝通工程股权结构 (人民币万元)

序号	股东姓名或名称	出资金额	出资比例
1	宝通科技	636.28	57%
2	谭柏民	288	25.8%
3	谭逸峰	192	17.2%
合计		1116.28	100%

来源：公司公告 国金证券研究所

- 输送带综合信息服务蓝海市场，将成为公司未来业绩的增长点。目前国内输送机总长度为 30 万公里，检修以及备件更换的费用大约为 80-90 万/公里，国内输送带存量维护市场潜在空间为 3000 亿左右。

目前我国的输送带维护大多采用使用单位自行维护的方式，存在专业度不够，效率低等问题，国内企业输送系统的维护模式严重制约着企业的经济效益，其根本原因就是缺乏对输送系统专业性维护。输送系统总包服务作为一种新型的工业智能生产服务业，尚处于发展初期，未来发展潜力巨大。

- 输送带总包业务涉及到多个技术领域，存在技术壁垒，宝通核心竞争力在于高端输送带产品积累和丰富的总包服务经验。

博帆从事总包服务 12 年，是国内领先也是唯一可以提供工业物料输送系统总包服务的企业。输送系统是高分子化工材料、机械、电气等多专业于一体的系统，专业跨度大，缺乏专业的输送系统技术人员，会存在专业性不够、智能化程度低、耗人多、运行效率低、物料损耗高等情况，并可能导致输送系统的能源消耗，备件更换，设备维护以及处理故障等方面的成本较高。国内输送带总包业务处在起步阶段，博帆总包业务具有先发优势，输送机总长近 60km，负责实施维护的输送带装机长度接近 120km，每年累计输送物料近 2,200 万吨。在输送系统的维护、点检、安装等系统运维方面具有丰富的管理经验和技術实力，同时在配套功能部件的开发、设计、生产、改造等方面具备了很好的实力与经验。

输送带总包服务是与客户签订长期合同，客户支付的费用包括输送带产品和后续维修及更换备品备件的费用，宝通高端输送带产品，将降低输送带更换频次，提高经济效益。在输送系统的备品备件费用中，输送带所占成本超过 60%，其他备件不到 40%。合理选择输送带，降低输送带的更换频次将极大的降低输送带总包服务的成本。宝通具有领先的耐高温、抗腐蚀等高端传送带产品。高端产品运用在总包业务中，一方面将提高公司的销量；另一方面也会降低输送带更换成本，提高总包业务收益。

公司积累的大量的优质客户，将促进总包业务在国内的复制。公司在输送带领域多年的客户积累，将为总包业务的开展提供良好的发展机会。对于大型企业来说，内部进行输送带管理，输送带维修费用和人力费用耗费高，同时输送带的使用寿命也较短，将增加企业的运作成本。公司输送带良好的客户基础，将促进其总包业务较快速发展。

- 通过增资，宝通科技将延伸输送带产业链，为客户开发物料输送智能综合管理操作系统、开拓合同能源管理等业务。未来公司将在智能输送信息化、输送线路实时在线监测、物料堆垛料场立体管控、输送现场自动化改造、供应链管理现代化等方面加大投入，打造基于互联网、工业智能化、信息化为核心基础的智能输送与供应链管理平台，以达到自动化、智能化、节能化的目的。进军工业物料短程输送总包服务蓝海市场，打造全新的宝通智慧工厂服务业态。
- 截止 2015 年三季度，宝通工程及控股孙公司无锡宝强工业织造有限公司实现了 579.40 万元的净利润。宝通工程未来将在澳大利亚及周边地区加大先进输送总包服务模式的投入，其中，澳洲宝通输送系统服务有限公司已经为中信泰富有限公司在澳洲的铁矿工厂开展多条物料输送线的系统总包服务，随着宝通工程业务稳步推进，将降低公司单纯依靠出售产品所带来的业绩波动。
- 考虑到下游行业不景气，我们对于公司传统业务业绩给予保守预估，预测 2015 年~2017 年，输送带产品销售利润维持在 7000 万左右，总包业务利润约为 500 万，2400 万，4800 万，考虑到公司对宝通工程持股比例为 57%，我们预测公司输送带业务归母净利润 2015 年~2017 年约为 7000 万，7800 万，1.1 亿。

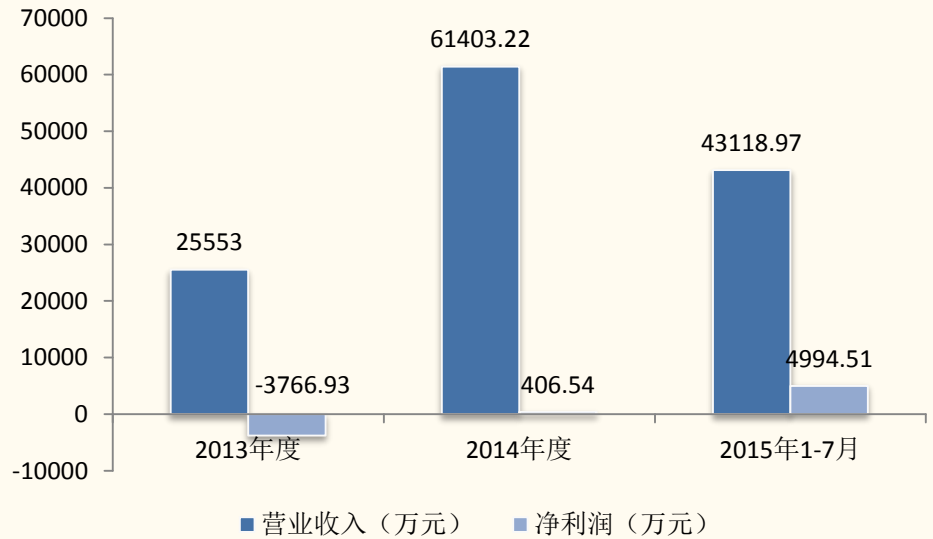
并购广州易幻网络，海外手游航母启航

易幻网络—海外游戏发行巨头

- 宝通科技收购易幻网络 70% 股份，进军互联网游戏行业。宝通科技出资 6300 万元认购易幻网络新增注册资本，占易幻网络增资后注册资本的 3.34%，同时通过发行股份和支付现金收购牛曼投资持有的易幻网络 66.6578% 的股权，对价为 12.57 亿（73.5% 通过发行 6737 万股支付增发价格为 13.71 元/股，26.5% 支付现金，2016 年 1 月 28 日公告，获证监会条件通过）。

广州易幻网络在业绩承诺期内，于 2016 年度、2017 年度、2018 年度归属于母公司股东的净利润分别不低于 15,500 万元、20,150 万元、26,195 万元。

图表 18：公司海外业务发展逐渐成熟，营收快速增长



来源：国金证券研究所

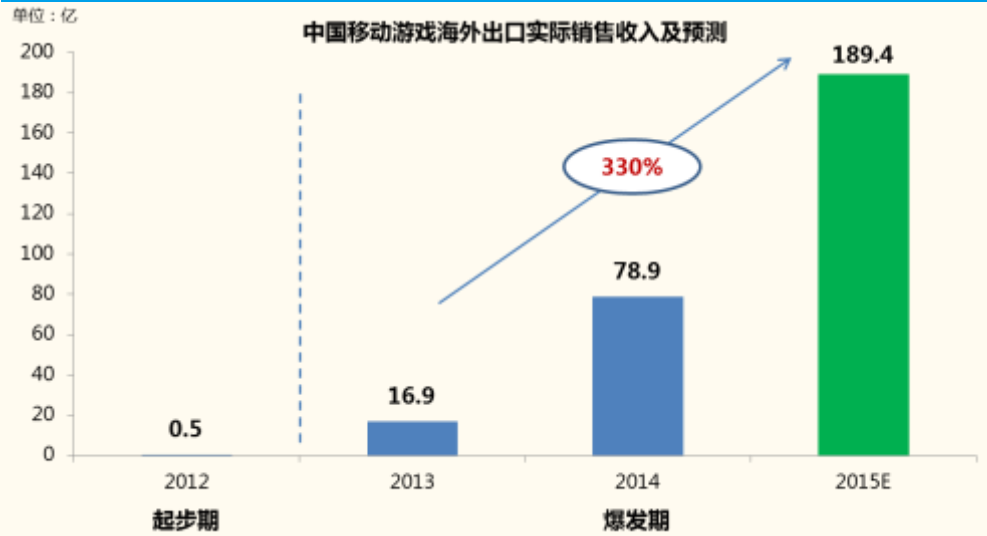
- **易幻网络是中国领先的移动网络游戏海外发行和运营商。**易幻网络自创立之初即专注于中国移动网络游戏的海外发行和运营，并在港澳台、东南亚、韩国等细分市场建立了成熟的发行推广团队并取得优秀的经营业绩，市场份额处于领先地位。近年来，易幻网络在上述细分市场成功发行数十款国内知名移动网络游戏作品，通过多年积累的海外发行网络、用户资源和技术能力已经成熟，在中国游戏海外发行市场占据重要地位。

公司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，主要的产品包括：《六龙争霸》、《三国志 PK(一统天下)》、《神雕侠侣》、《重装武士(英雄战魂)》、《天龙八部 3D》、《巨炮连队(坦克风云)》、《妖姬三国》、《名将争霸(君临天下)》、《大富豪 2》等业界知名游戏。

公司团队配置业内领先，不断承接优秀游戏出海重任。易幻网络核心团队由 500 多人的组成，是海外手游运营的核心竞争力，人员配备为业内第一，核心团队人员稳定。公司业务在海外多个地区占据前两位，有效屏蔽新进竞争对手，长期来看，将获得更多的市场占有率，不断承接国内的经典优秀产品出海的重任，为手游海外运营的稀缺标的。

- **海外游戏发行市场快速增长，易幻网络市占率排名第二。**根据中国音数协游戏工委(GPC)、国际数据公司(IDC)和 CNG 中新游戏研究(伽马数据)发布的《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%，处于爆发期的高速增长阶段。

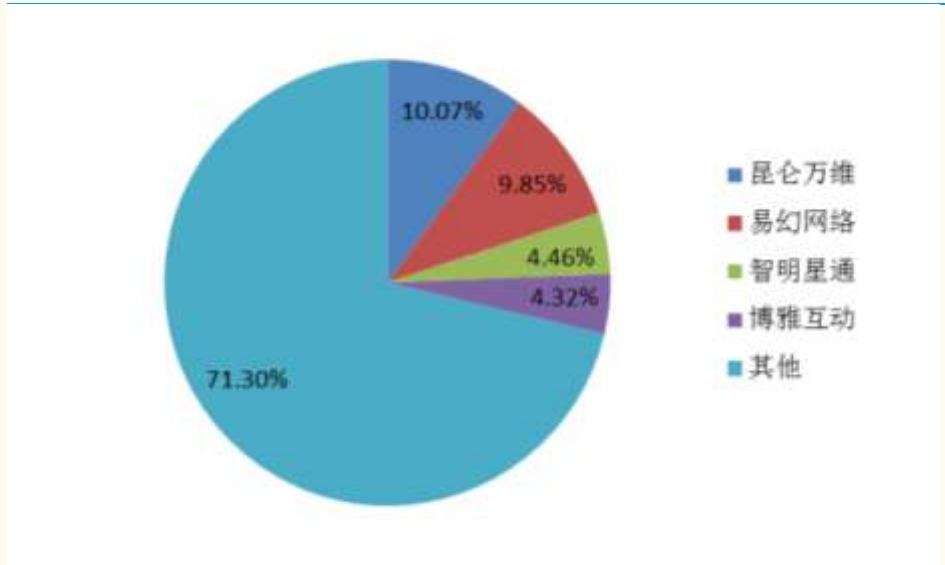
图表 19: 中国移动游戏海外销售收入 2014 年达 78.9 亿人民币



来源:《2014 年度中国游戏产业海外发行市场报告》国金证券研究所

易幻网络牢牢占据海外游戏发行市场第二, 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 20: 海外移动游戏发行市场占比

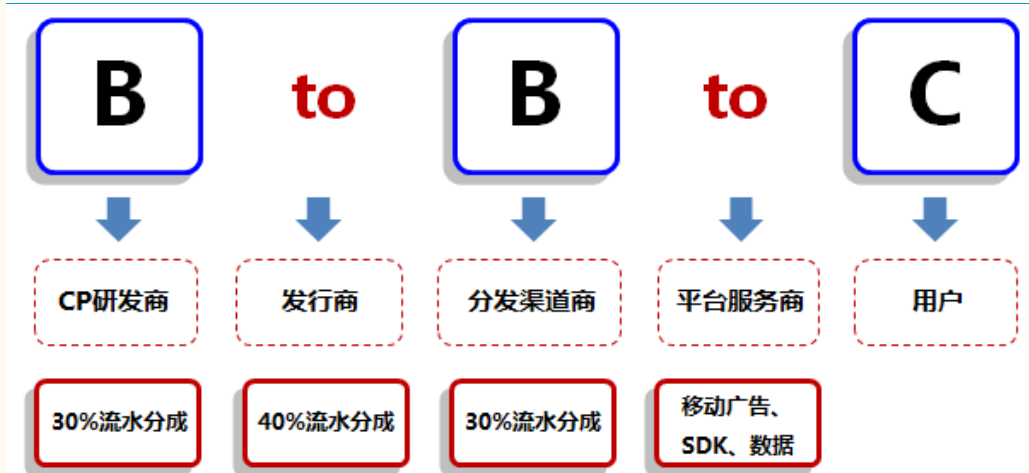


来源:《2014 年度中国游戏产业海外发行市场报告》国金证券研究所

多年运作积累, 海外运营模式成熟

- 游戏海外发行产业链包括 CP 内容方、发行商、渠道商、平台服务商, 发行商分成比例在 40%左右。海外手游的发行渠道主要为 IOS、Google Play、Facebook、Line 等。整体来看海外渠道分成比例在 30%以内, 低于国内的分成比例, CP 与发行商可以获得更多的收入比例。

图表 21：海外游戏发行产业链



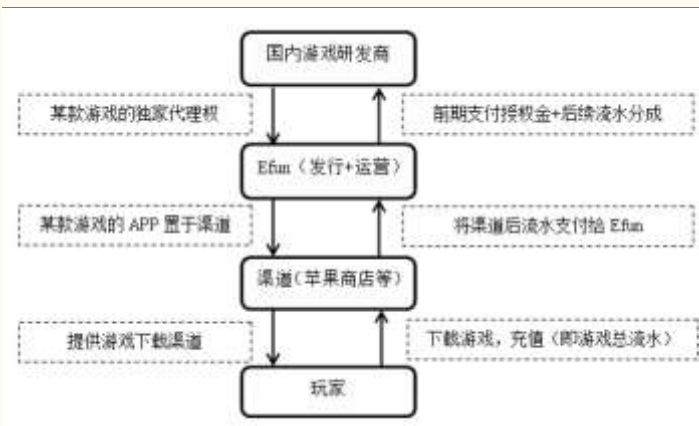
来源：国金证券研究所

- 海外游戏发行分为代理运营和联合运营，公司 95% 左右的收入来自代理运营。

代理运营模式为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，包括市场推广、信息反馈、运营控制、服务器支持和支付渠道支持等多项工作，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。

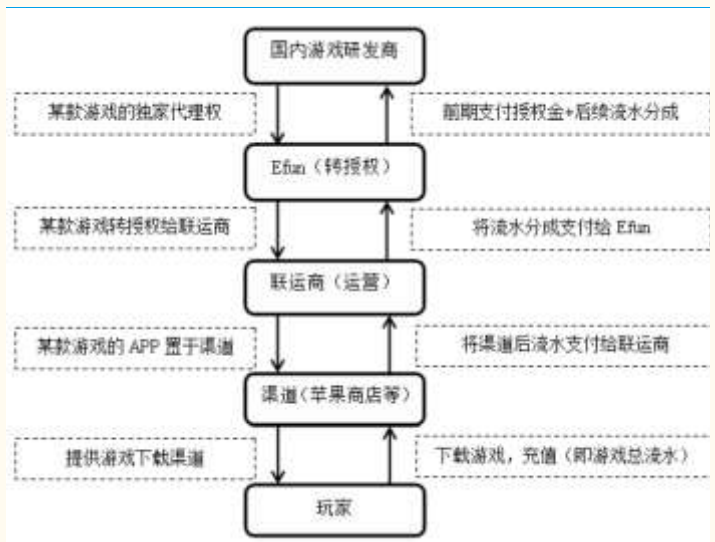
联合运营是指易幻网络在取得游戏开发商某款游戏产品在特定区域的独家代理授权后，与该区域的本土游戏运营商（即“联运商”）合作，由联运商负责各项运营工作，承担运营成本并取得运营收入，易幻网络按照协议向联运商收取一定比例的分成款，同时向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。因当地法律法规限制，目前联合运营模式主要在台湾地区采用。

图表 22：代理运营模式



来源：公司资料 国金证券研究所

图表 23：联合运营模式

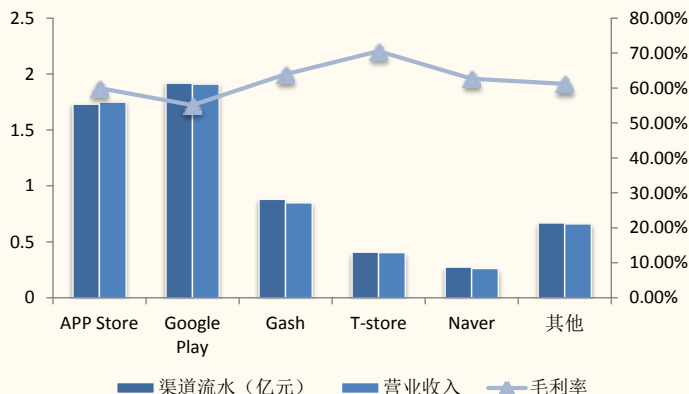


来源：公司资料 国金证券研究所

- 公司与多个国际知名游戏公司和渠道平台建立了稳定的合作关系。公司的在海外市场主要合作渠道为 App Store 和 Google Play，2014 年两个渠道流水占比为 62.03%，稳定的合作关系保证公司后续产品发行的顺利进行；公司同国内知名游戏公司腾讯、网易、完美世界、畅游等有良好的合作关系，为海外市场不断提供优质游戏内容。同时在全球化的发行过程中和

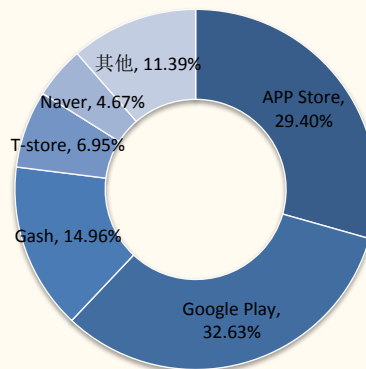
Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等建立了稳定合作关系，将进一步拓展公司游戏发行的全球化战略。

图表 24：公司 2014 年渠道毛利维持在 60% 左右



来源：国金证券研究所

图表 25：2014 年来自 App Store 和 Google Play 流水占比为 62.03%



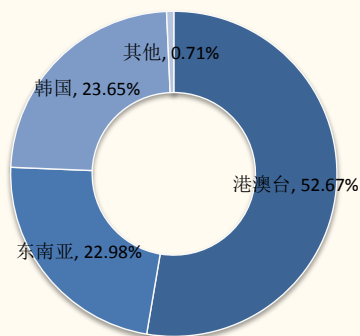
来源：国金证券研究所

开拓新市场，重点市场具备先发优势

- 港澳台、韩国、东南亚是易幻网络的重点市场，在重点市场易幻已经占据前两位的市场份额，具备明显的先发优势，未来将向新的市场领域拓展。新兴市场包括：中东、俄罗斯、德国等。东南亚、俄罗斯、印度、巴西等国家的游戏市场处在快速增长期。

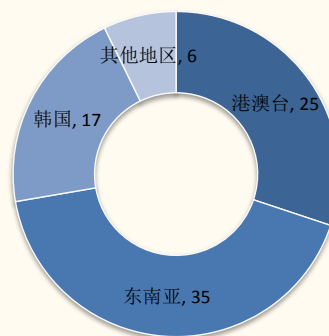
公司 2015 年在运营的 59 款游戏中 35 款在东南亚市场，25 款在港澳台市场，17 款在韩国市场；从营收上看，2014 年公司营收 52.67% 来自港澳台，韩国市场占 23.65%，东南亚市场占 22.98%。

图表 26：公司在港澳台市场营收达到 52.67%



来源：国金证券研究所

图表 27：公司在运 59 款游戏地区分布



来源：国金证券研究所

公司 2012 年进入港澳台市场，市占率排名第二。易幻从 2012 年开始进入港澳台市场，平均每年发行 10 款产品，收入排名市场第二位，持续发行好的游戏作品是公司的核心竞争力。公司《天龙八部》在台湾市场月流水超过 2000 万人民币；公司最新在台湾地区发行的《六龙御天》（台湾版《六龙争霸》），国内为腾讯微信平台代理，产品开发为完美世界第一大工作室，在台湾市场表现优异。

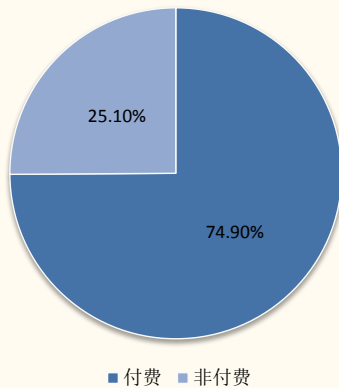
公司 2013 年进入韩国市场，市占率排名第二。易幻网络在 2013 年 6 月份进入韩国市场，收入排名在韩国市场排名第二位，重点产品《三国志 PK》、《名将争霸》、《大富豪 2》等，后续将在韩国市场持续发力。

公司在东南亚市场排名第一，主要市场是新加坡、马来西亚、泰国、印尼。公司现有 180-200 人的团队服务东南亚市场，为业内最大，主要产品《天

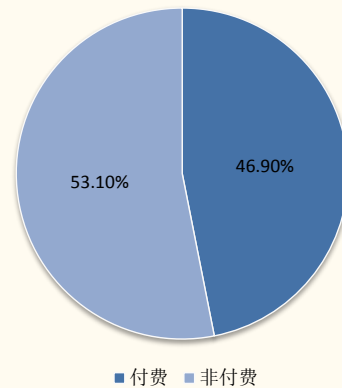
龙八部》、《名将争霸》、《妖姬三国》等，储备重点有《风云》、《三剑豪》、《神魔大陆》等优质产品。

台湾手游市场潜力仍然比较大，玩家付费意愿较强。根据 App Annie 的数据显示，台湾市场在 Google Play 收入全球排名第五，亚洲排名第三，仅次于日、韩（未包括大陆市场），在 IOS 排名上台湾收入排名全球第十，亚洲第三，位于日本和大陆之后，超过韩国。据台湾地区游戏业资深观察博客“游戏玩窝”的判断，2014 年台湾地区手游市场规模应在 250 亿台币(约 50 亿人民币)左右，台湾手游玩家约 800 万人，总人口 2300 万，还有较大的增长空间。根据台湾资策会产业情报研究所（MIC）的调查，台湾端游付费用户达到 74.9%，手游付费用户达到 46.9%，平均花费为每月 762 新台幣，付费意愿较强。

图表 28：台湾端游付费用户达 74.9%



图表 29：台湾手游付费用户达 46.9%



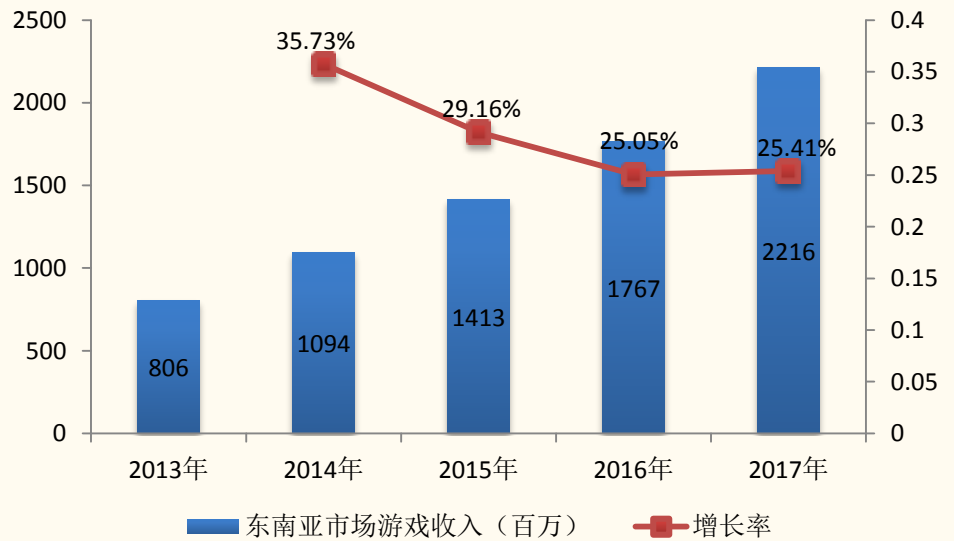
来源：台湾 MIC 国金证券研究所

来源：台湾 MIC 国金证券研究所

韩国整体游戏市场增速放缓，手游仍保持快速增长。2014 年韩国游戏市场同比增长 2.6%，逆转了 2013 年的下降态势（2013 年韩国游戏市场降幅为 0.3%）。其中，手游在 2014 年仍然保持增长，增长率为 25.2%，在整个游戏行业的比重由 2013 年的 23.9% 提升到了 2014 年的 29.2%。2015 年韩国游戏产业规模将达到 10 兆 5788 亿韩元，同比增长 6.1%，2016 年及 2017 年整个游戏产业将维持每年 4.3% 左右的增长率，产业规模将可能会保持在 11 兆韩元左右（约 100 亿美元）。

东南亚游戏市场处在高速增长阶段。根据 Newzoo 的报告，2014 年东南亚总人口 6.26 亿，网民数量为 1.793 亿，其中玩家 1.262 亿，付费玩家数 5970 万，游戏总收入约为 11 亿美元，2013-2017 年之间复合年增长率为 28.8%，到 2017 年将增长至 22 亿美元。

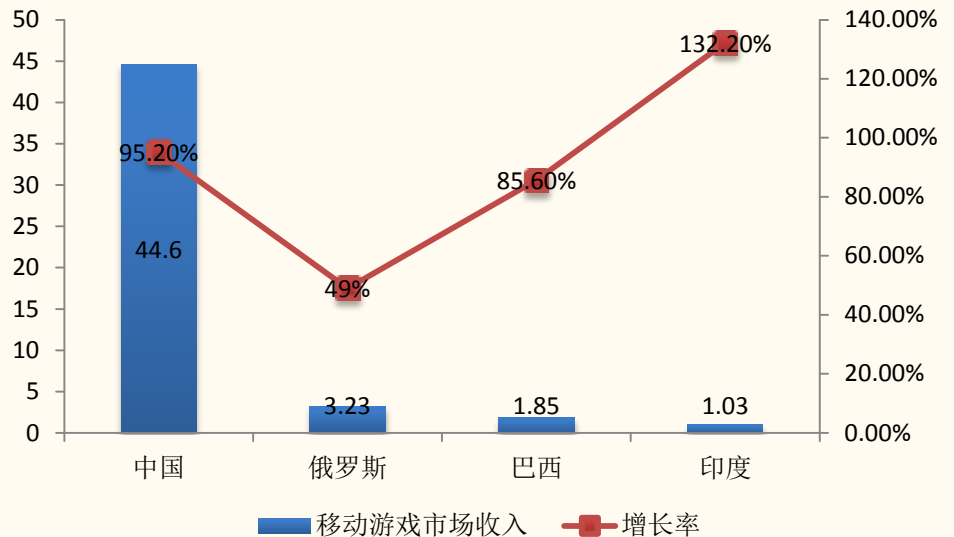
图表 30: 东南亚市场游戏收入



来源: Newzoo 国金证券研究所

根据 Newzoo 与 OneSky 共同发布的《金砖四国移动游戏市场报告》，2014 年，金砖四国（中国、印度、巴西、俄罗斯）的移动游戏市场收入总和达到了 51 亿美元，同比去年增长 91.7%，远超过全球 38.9% 的平均增长率。其中：中国为 44.6 亿美元，增长 95.2%；俄罗斯为 3.23 亿美元，增长 49.0%；巴西为 1.85 亿美元，增长 85.6%；印度为 1.03 亿美元，增长 132.2%。报告显示，金砖四国移动游戏市场预计在 2016 年或将达到 94 亿美元的总规模。

图表 31: 金砖四国 2014 年移动游戏收入总和达到 51 亿美元



来源: Newzoo 国金证券研究所

公司精品大作频出，成为高流水的有力保障

- 易幻在重点海外市场的拓展，使得其运营的游戏数量大幅增长。2013 年公司新上线运营游戏产品 14 款（按不同语言版本统计为 25 款），2014 年易幻新上线运营游戏产品 24 款（按不同语言版本统计为 54 款），2015 年 1-7 月易幻新上线运营游戏产品 20 款（按不同语言版本统计为 36 款），同比上线游戏数量均大幅增加，2015 年在运营游戏达到 59 款。

- 随着公司游戏运营模式的成熟，公司产品流水上升，千万级产品数量增加。2013年易幻网络运营的游戏产品中，全年流水超过1,000万美元的游戏仅有《重装武士（英雄战魂）》一款；而2013年底上线运营的《妖姬三国》、《神雕侠侣》以及2014年开始上线运营的《三国志PK（一统天下）》三款游戏流水超过1,000万美元，2015年1-7月已有《三国志PK（一统天下）》、《天龙八部3D》两款流水超过1,000万美元，2015年10月上市的《六龙御天》上市仅三月流水就超过1000万美元，主要游戏产品流水收入的提升带动公司营业收入大幅增长。

图表 32：公司超过 1000 万美元流水游戏

2013 年	2014 年	2015 年
《重装武士（英雄战魂）》	《妖姬三国》	《三国志 PK（一统天下）》
	《神雕侠侣》	《天龙八部 3D》
	《三国志 PK（一统天下）》	《六龙御天》

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 33：《六龙御天》台外营收榜第一位



来源：国金证券研究所

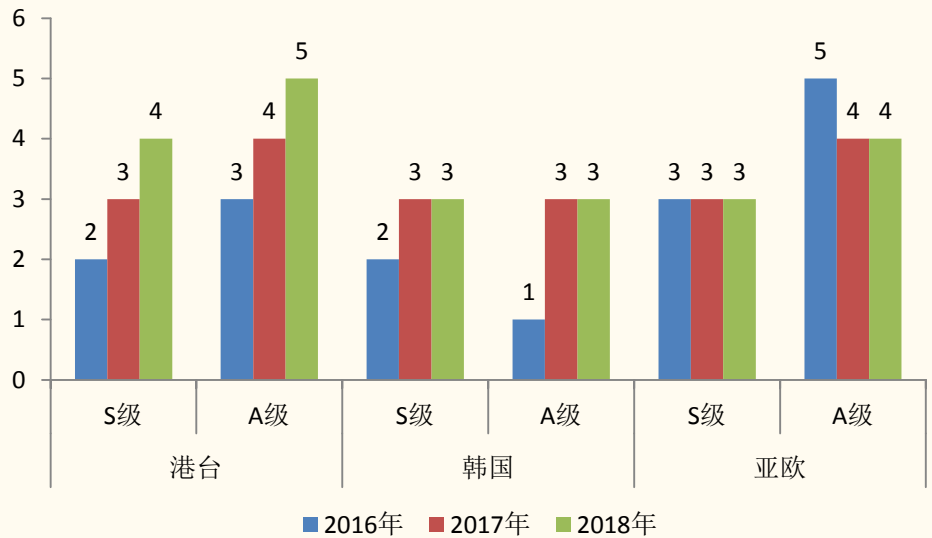
图表 34：《六龙御天》台湾免费榜第一位



来源：国金证券研究所

- 公司运营游戏产品周期在 1~3 年，2016 年已上线游戏中《六龙御天》、《天龙八部》等将成为为公司贡献大量流水的游戏产品。《六龙御天》2015 年 12 月月流水超过千万美元，全年预计实现约 4 亿人民币流水；公司后续已获得该游戏在东南亚与韩国地区的发行权，今年四月份将在韩国上线，预计韩国每月流水为 500 万美元，全年约 3 亿人民币流水，该款产品 2016 年总计将贡献约 7 亿流水。《天龙八部》在港台地区实现 400 万月流水，预计加上东南亚等区域将达到 800 万月流水以上，2016 年实现 1 亿元流水。按照公司 S 级和 A 级产品规划，我们预测 2016 年、2017 年公司 S 级和 A 级产品流水之和分别为 12.8 亿、18.1 亿，我们假设 S 级和 A 级游戏产品占公司总流水的 70%，则 2016 年、2017 年公司总流水为 18.25 亿、25.86 亿，按照 11% 的净利润率计算，预计 2016 年、2017 年实现净利润约为 2 亿、2.8 亿。

图表 35：公司 2016 年~2018 年 S 级、A 级产品运营规划

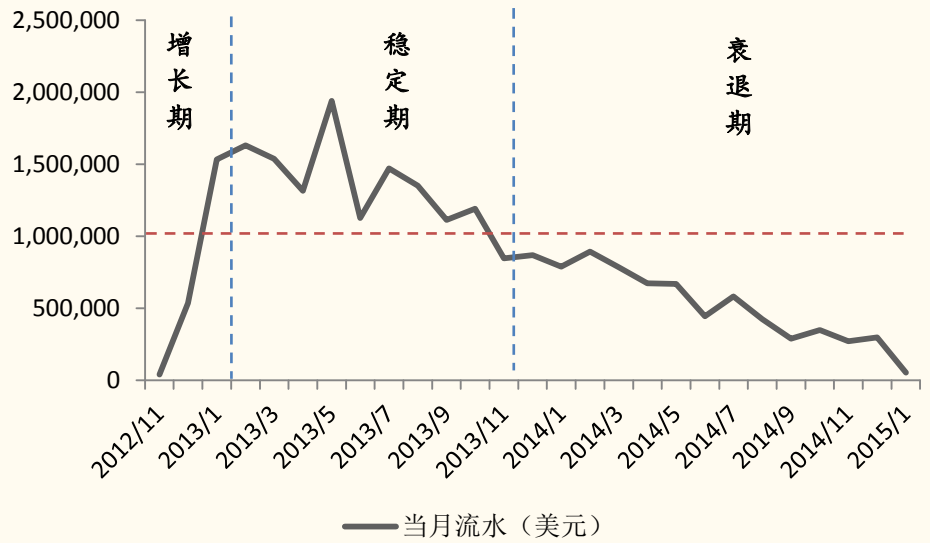


来源：国金证券研究所

注：S 级：1.连续三个月的月均流水达到：150 万美金（香港和台湾地区合计，简称“港台”），50 万美金（亚欧各地区合计，简称“亚欧”），150 万美金（韩国地区），若游戏上线时间未三个月，按已上线月份的月均流水计算；或 2.游戏月流水在港台、亚欧或韩国单个区域超过 100 万美金，且自当月起 6 个月内，月流水较超过 100 万美金当月流水的下降幅度均不超过 20%。

A 级：连续三个月的月均流水达到：港台 80 万美金，亚欧 30 万美金，韩国 80 万美金。

图表 36: 公司游戏《重装武士》完整生命周期 (27 个月), 流水变化示意图



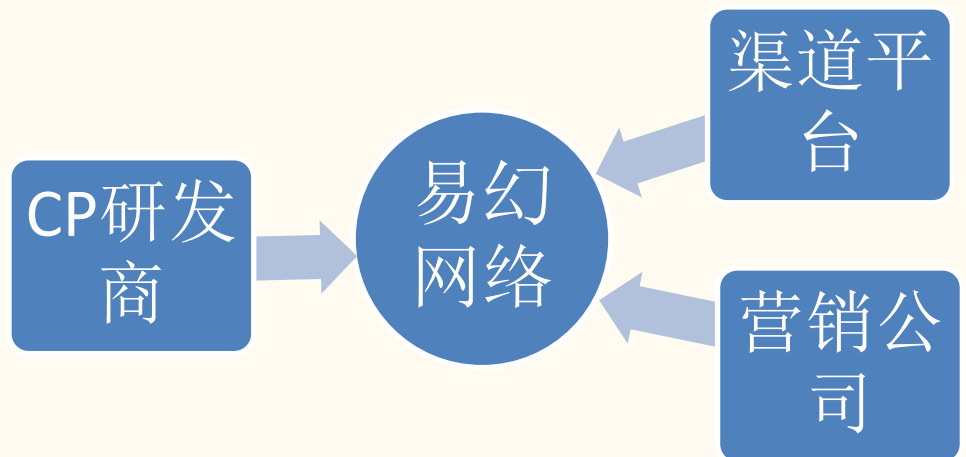
来源: 国金证券研究所

未来将围绕核心资源, 打造游戏海外发行平台

- 未来公司将借助资本市场的力量, 在产业链上下游持续布局, 包括: 海外媒体、IP 合作、影视明星、CP 研发商、发行渠道等。公司的 IP 合作模式包括: 与国际公司合作、与影视公司、明星合作、海外 IP 授权等。公司将加强同日本、韩国等国家的 CP 方合作, 将日韩游戏向港台、东南亚等国家发行, 增加公司代理游戏的品质和在海外市场的发行话语权。

公司将整合上游 CP 研发商与下游渠道平台、移动营销公司等, 打通海外游戏发行的各个环节, 打造游戏海外发行平台, 进一步提高公司游戏发行的效率和影响力, 拓展海外市场。

图表 37: 公司布局 and 规划



来源: 国金证券研究所

分产品盈利预测及估值

- 考虑到下游行业不景气，我们对于公司传统业务业绩给予保守预估，预测 2015 年~2017 年，输送带产品销售利润维持在 7000 万左右，总包业务利润约为 500 万，2400 万，4800 万，考虑到公司对宝通工程持股比例为 57%，我们预测公司输送带业务归母净利润 2015 年~2017 年约为 7000 万，7800 万，1.1 亿。
- 按照公司 S 级和 A 级产品规划，我们预测 2016 年、2017 年公司 S 级和 A 级产品流水之和分别为 12.8 亿、18.1 亿，我们假设 S 级和 A 级游戏产品占公司总流水的 70%，则 2016 年、2017 年公司总流水为 18.25 亿、25.86 亿，按照 11% 的净利润率计算，预计 2016 年、2017 年实现净利润约为 2 亿、2.8 亿，归母净利润分别为 1.05 亿、1.96 亿。
- 公司输送带业务贡献的 EPS 2015 年~2017 年分别为 0.234 元、0.27 元、0.36 元；易幻网络贡献 EPS 2016 年、2017 年分别为 0.37 元、0.65 元，2016 年不考虑并表时间备考 EPS 为 0.49 元。我们给予公司输送带业务 2016 年 20 倍 PE；游戏海外发行业务方面，参考昆仑万维及同行业公司 2016E PE，wind 一致预期中位数为 51 倍，给予公司海外游戏发行业务 50 倍 PE，目标价为 30 元。给予公司“买入”评级。

图表 38：公司分项营收预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
输送带产品				
销售面积(万平方米)	1354.48	1190.00	1300.00	1300.00
单位面积售价(元)	31.40	31.40	31.40	31.40
销售收入(百万元)	425.33	373.66	408.20	408.20
增长率(YOY)	NA	-12.15%	0.00%	0.00%
毛利率	29.68%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	299.09	261.56	285.74	285.74
增长率(YOY)	NA	-12.55%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	126.24	112.10	122.46	122.46
增长率(YOY)	NA	-11.20%	0.00%	0.00%
传输带总包服务				
单位长度维护费用(百万/公里)		0.80	0.80	0.80
维护长度		20.00	100.00	200.00
销售收入(百万元)		16.00	80.00	160.00
增长率(YOY)		NA	400.00%	100.00%
毛利率		50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)		8.00	40.00	80.00
增长率(YOY)		NA	400.00%	100.00%
毛利(百万元)		8.00	40.00	80.00
增长率(YOY)		NA	400.00%	100.00%
易幻网络				
销售收入(百万元)			1,363.64	2,545.45
增长率(YOY)			NA	86.67%
毛利率			50.00%	50.00%
销售成本(百万元)			681.82	1,272.73
增长率(YOY)			NA	86.67%
毛利(百万元)			681.82	1,272.73
增长率(YOY)			NA	86.67%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	553	561	502	467	1,929	3,191	货币资金	245	223	206	299	368	495
增长率		1.4%	-10.4%	-7.1%	313.2%	65.4%	应收账款	326	354	358	335	686	1,103
主营业务成本	-396	-378	-353	-323	-1,061	-1,692	存货	45	60	63	62	81	111
%销售收入	71.7%	67.4%	70.3%	69.1%	55.0%	53.0%	其他流动资产	18	9	10	8	15	21
毛利	157	183	149	144	868	1,499	流动资产	634	646	637	704	1,151	1,731
%销售收入	28.3%	32.6%	29.7%	30.9%	45.0%	47.0%	%总资产	70.9%	64.7%	64.5%	67.7%	78.2%	85.0%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-13	-21	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	232	325	321	297	273	249
营业费用	-22	-25	-26	-27	-386	-670	%总资产	26.0%	32.5%	32.6%	28.6%	18.6%	12.2%
%销售收入	4.1%	4.5%	5.1%	5.7%	20.0%	21.0%	无形资产	26	25	26	35	45	54
管理费用	-39	-38	-41	-38	-193	-351	非流动资产	261	353	351	336	321	307
%销售收入	7.0%	6.9%	8.2%	8.2%	10.0%	11.0%	%总资产	29.1%	35.3%	35.5%	32.3%	21.8%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	93	116	79	76	277	457	资产总计	894	999	988	1,040	1,472	2,037
%销售收入	16.8%	20.7%	15.7%	16.3%	14.4%	14.3%	短期借款	0	0	2	0	0	0
财务费用	6	4	5	5	6	8	应付款项	141	158	146	129	318	490
%销售收入	-1.1%	-0.7%	-1.1%	-1.1%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	10	38	7	37	66	89
资产减值损失	-5	-4	-2	0	0	0	流动负债	151	195	155	166	383	579
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6	8	6	6	6	6
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	157	204	162	172	390	586
营业利润	94	117	83	81	283	465	普通股股东权益	738	795	824	864	1,027	1,301
营业利润率	16.9%	20.8%	16.5%	17.4%	14.7%	14.6%	少数股东权益	0	0	2	5	56	150
营业外收支	2	31	4	4	4	4	负债股东权益合计	894	999	988	1,040	1,472	2,037
税前利润	96	147	87	85	287	469	比率分析						
利润率	17.3%	26.3%	17.3%	18.3%	14.9%	14.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-15	-45	-13	-13	-43	-70	每股指标						
所得税率	15.7%	30.7%	15.2%	15.2%	15.0%	15.0%	每股收益	0.538	0.681	0.245	0.234	0.644	1.014
净利润	81	102	74	72	244	399	每股净资产	4.919	5.300	2.745	2.879	3.423	4.337
少数股东损益	0	0	0	2	51	94	每股经营现金净流	0.215	1.022	0.302	0.355	0.367	0.554
归属于母公司的净利润	81	102	74	70	193	304	每股股利	0.300	0.000	0.200	0.100	0.100	0.100
净利率	14.6%	18.2%	14.6%	15.0%	10.0%	9.5%	回报率						
							净资产收益率	10.95%	12.85%	8.93%	8.12%	18.81%	23.38%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.03%	10.23%	7.45%	6.75%	13.12%	14.94%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	10.64%	10.15%	8.10%	7.43%	21.75%	26.77%
净利润	81	102	74	72	244	399	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	24.35%	1.45%	-10.44%	-7.10%	313.25%	65.41%
非现金支出	24	22	32	29	30	30	EBIT增长率	127.67%	25.06%	-32.05%	-3.78%	264.00%	65.12%
非经营收益	-3	-1	-1	-3	-4	-4	净利润增长率	123.58%	26.49%	-27.96%	-4.63%	175.29%	57.49%
营运资金变动	-70	30	-14	8	-160	-258	总资产增长率	13.60%	11.66%	-1.11%	5.33%	41.53%	38.37%
经营活动现金净流	32	153	90	107	110	166	资产管理能力						
资本开支	-61	-114	-40	-11	-11	-11	应收账款周转天数	120.0	151.6	183.3	190.0	100.0	100.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	44.5	50.5	63.3	70.0	28.0	24.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	72.3	79.9	89.8	85.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-61	-114	-40	-11	-11	-11	固定资产周转天数	114.0	210.6	227.1	221.7	48.2	25.8
股权募资	0	0	2	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-2	0	1	净负债/股东权益	-33.17%	-28.06%	-24.68%	-34.48%	-34.04%	-34.01%
其他	-18	-45	-45	0	-30	-30	EBIT利息保障倍数	-15.4	-29.1	-14.7	-14.5	-43.7	-60.3
筹资活动现金净流	-18	-45	-43	-2	-30	-29	资产负债率	17.51%	20.40%	16.36%	16.52%	26.47%	28.76%
现金净流量	-46	-6	8	94	69	126							

来源：公司年报、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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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：021-60753903

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