

加码游戏与内容营销, 完善传媒版图

投资要点

- **事件:**公司2016年6月发布预案收购幻想悦游93.54%股权和合润传媒96.36%股权。本次发行股份及支付现金购买资产的交易总对价为44.18亿元,发行股份购买资产发行股份数量为3140.8万股。同时向不超过10名特定投资者发行不超过3140.3万股,募集22.18亿元用于支付交易的现金对价和交易费用。
- **点评:**本次并购完成后,幻想悦游能够进一步完善天神娱乐的海外游戏发行和海外互联网精准营销业务版图,使上市公司旗下丰富的游戏产品更好地实现“走出去”的战略;影视广告植入公司合润传媒则能为公司提供丰富的广告客户资源和影视合作伙伴。各业务板块之间将产生充分的协同和支撑作用,最终将上市公司打造为游戏、广告、影视三位一体的平台型娱乐集团。
- **三家游戏CP攻占手游市场,海外发行锦上添花。**1)毋庸置疑,公司在游戏研发方面有很深积淀。从天神互动、妙趣横生、雷尚互动到最近的新游网络以及公司在2014-2016年投资的多家游戏CP看,无论是MMORPG、SLG还是棋牌游戏公司都能在内容上做到轻车熟路。2)在此基础上,公司收购国内领先的游戏海外发行和运营平台幻想悦游,补足了产业链的海外发行环节,不仅能促进公司及外部优质游戏走向世界,提升公司海外营收、分散风险,还能将公司单款游戏的更多利润锁定在内部,协同效应十分显著。
- **互联网营销布局环环相扣,iOSApp分发、精准广告投放(北京初聚+Avazu)、内容营销(合润传媒)兼备。**除客户资源共享和业绩有力支撑外的协同:1)助力游戏推广、优化。爱思助手、Avazu、北京初聚主要客户都是移动游戏相关,能为公司游戏提供精准数据以及推广服务;2)打通各界资源。例如合润传媒对接许多影视制作方,为天神影业以及天神未来的影游联动打开了想象空间。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑本次收购资产对2016年业绩与股本带来的影响(2017年均计入),我们预计公司2016-2018年EPS分别为2.23元、3.91元、4.67元,对应PE分别为37倍、21倍、18倍;由于公司业绩在两家标的并入得到大幅增厚,我们给予公司2016年40倍估值,“买入”评级。
- **风险提示:**游戏行业发展环境和国家政策缩紧的风险;并购公司业绩承诺未能兑现的风险;公司并购失败的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	940.85	1541.31	3413.05	4221.46
增长率	97.85%	63.82%	121.44%	23.69%
归属母公司净利润(百万元)	362.10	652.66	1142.24	1362.95
增长率	56.25%	80.24%	75.01%	19.32%
每股收益EPS(元)	1.24	2.23	3.91	4.67
净资产收益率ROE	7.17%	12.62%	10.62%	11.36%
PE	63	37	21	18
PB	4.60	4.70	2.26	2.03

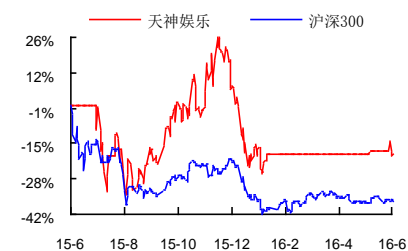
数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:刘言
执业证号:S1250515070002
电话:023-67791663
邮箱:liuyan@swsc.com.cn

联系人:罗亚珉
电话:0755-23824664
邮箱:lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.92
流通A股(亿股)	2.92
52周内股价区间(元)	63.62-122.05
总市值(亿元)	227.77
总资产(亿元)	69.97
每股净资产(元)	16.66

相关研究

目录

1. 公司概况：游戏业务稳步增长，并购助力腾飞.....	1
1.1 借壳科冕木业上市.....	1
1.2 并购迭起，泛娱乐完整产业链初现.....	1
2. 完善游戏版图，打造成成熟平台入口.....	3
2.1 游戏版图：并购转型手游制作，打造优质游戏内容.....	3
2.2 移动平台业务板块：协同效应显著，业绩大幅提升.....	6
2.3 移动广告平台业务：助力中国企业出海，营收稳步提升.....	7
2.4 设立产业基金：未雨绸缪，撒网泛娱.....	9
3. 并购再起：加码海外游戏发行，完善广告业务版图.....	10
3.1 幻想悦游：海外发行和精准广告并重.....	10
3.2 合润传媒：优质影视供应和海量客户资源.....	13
3.3 并购为公司添翼：助力公司游戏出海，广告业务有望爆发.....	15
4. 盈利预测与估值.....	16
4.1 核心假设.....	16
4.2 业绩预测与估值.....	16
5. 风险提示.....	16

图 目 录

图 1: 公司借壳上市以来主要并购和投资	1
图 2: 公司目前股权结构情况	2
图 3: 公司 2015 年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2015 年主营业务毛利率情况	2
图 5: 公司 2014 年借壳上市以来营业收入及增速	3
图 6: 公司 2014 年借壳上市以来净利润及增速	3
图 7: 妙趣横生旗下手游十万个冷笑话	5
图 8: 雷尚互动旗下手游《坦克风云》	6
图 9: 公司旗下 iOS 分发平台爱思助手	7
图 10: Avazu Inc. 互联网广告网络平台业务简要流程	8
图 11: Avazu Inc. 互联网广告网络平台业务流程	8
图 12: 幻想悦游旗舰产品《神曲》	11
图 13: 京东《小时代 3》整合营销案例	14
图 14: 合润传媒内容供应商	14

表 目 录

表 1: 旗下三家游戏制作子公司概况	3
表 2: 妙趣横生旗下优秀游戏产品	4
表 3: 雷尚科技旗下游戏产品	5
表 4: 公司旗下投资的产业基金	9
表 5: 幻想悦游、合润传媒交易价格及相关对价	10
表 6: 幻想悦游、合润传媒公司概况	10
表 7: 幻想悦游当前代理的游戏产品	11
表 8: 幻想悦游运营渠道及其业务占比	11
表 9: 幻想悦游已签约并拟于 2016 年上线运营的重点游戏项目	12
表 10: 合润传媒近两年部分营销案例	13
附表: 财务预测与估值	17

1. 公司概况：游戏业务稳步增长，并购助力腾飞

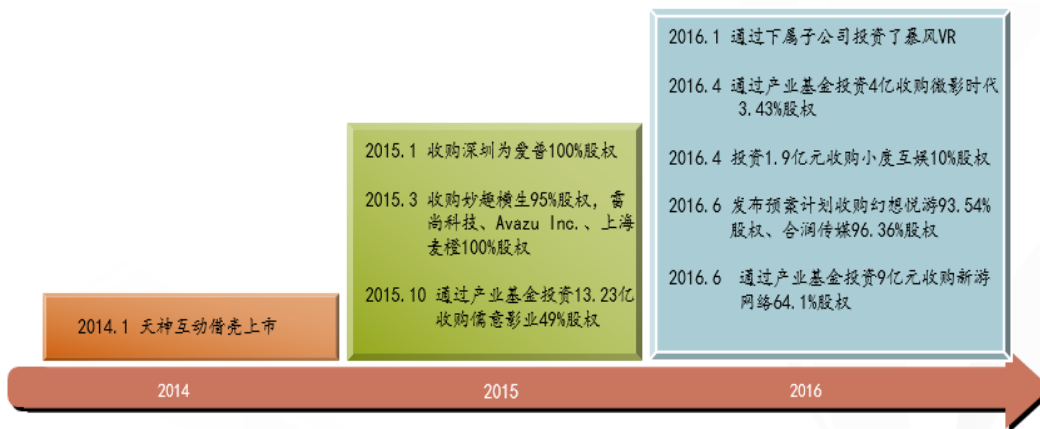
1.1 借壳科冕木业上市

北京天神互动科技有限公司是一家网页网游、移动网游的研发与发行公司，成立于 2010 年 3 月。2014 年 8 月借壳科冕木业过户完成，公司成功登陆 A 股上市。

1.2 并购迭起，泛娱乐完整产业链初现

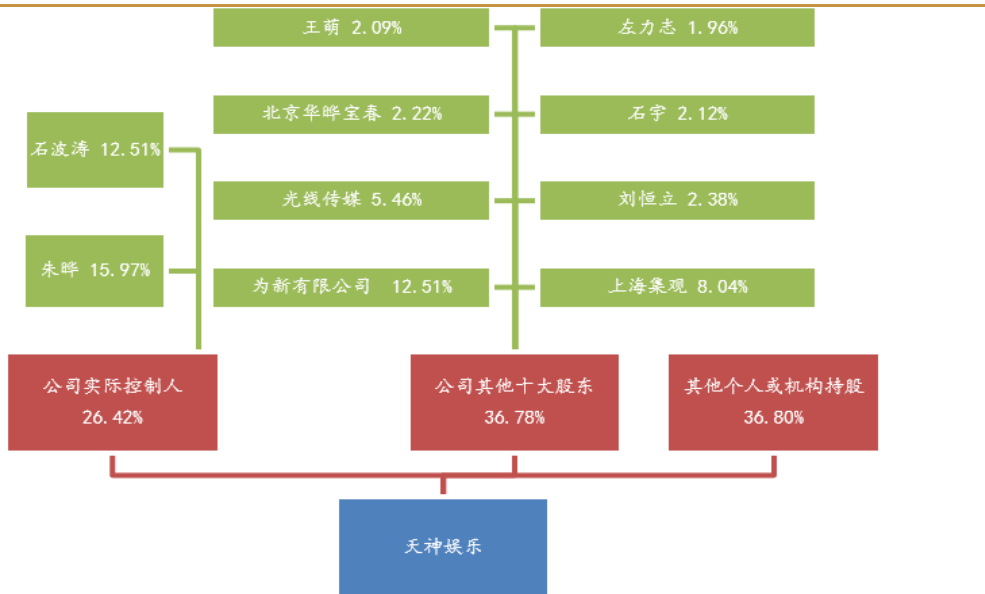
上市以来，天神娱乐非常重视通过资本市场的外延式并购进行扩张，以进一步加强自身的竞争力。2015 年，天神娱乐通过发行股份及支付现金的方式先后并购了深圳为爱普、雷尚科技、妙趣横生、Avazu Inc.、上海麦橙等五家公司，并通过并购基金投资了影视、教育、互联网票务等方向的优质标的；2016 年公司继续发力，6 月发布预案拟收购游戏海外发行公司幻想悦游和内容整合营销公司合润传媒。天神娱乐在坚持将网络游戏研发作为其核心业务的同时，其业务版图已经逐步延伸进入游戏发行、互联网广告、影视娱乐内容制作等多个领域，其“影游一体”的泛娱乐行业聚合平台的业务架构已经初步具备雏形。

图 1：公司借壳上市以来主要并购和投资



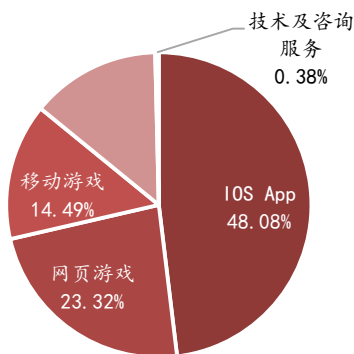
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前股权结构：朱晔和石波涛先生作为原天神互动的主要股东，于 2013 年 10 月签订了《一致行动协议》。目前二人直接持有 26.42% 的公司股份，为公司实际控制人；幻想悦游和合润传媒收购完成后，朱晔和石波涛持有上市公司 23.26% 的股份，公司实际控制人不会发生变化。

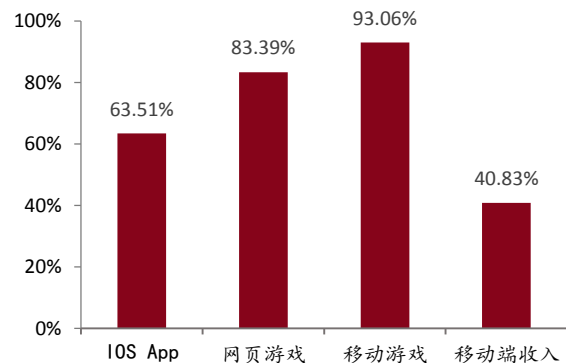
图 2: 公司目前股权结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主营业务结构: 2015 年, 公司营收主要来源于四项业务: 其中 iOS App 营收 4.52 亿元, 占比 48.08%, 毛利率 63.51%; 网页游戏营收 2.19 亿元, 占比 22.95%, 毛利率 83.39%; 移动手机游戏营收 1.36 亿元, 占比 14.49%, 毛利率 93.06%; 移动端营收 1.29 亿元, 占比 13.73%, 毛利率 40.83%。对比 2014 年所有营收主要来自网页游戏 (占比 91.68%) 和移动游戏 (8.32%), **公司主营业务结构更加多元化: iOS App 收入异军突起, 成为支撑上年业绩的最大功臣; 页游板块占营收比重大幅降低, 手游板块所占比重和规模在稳步上升; 移动端收入成为支撑公司营收的又一亮点。**

图 3: 公司 2015 年主营业务结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2015 年主营业务毛利率情况


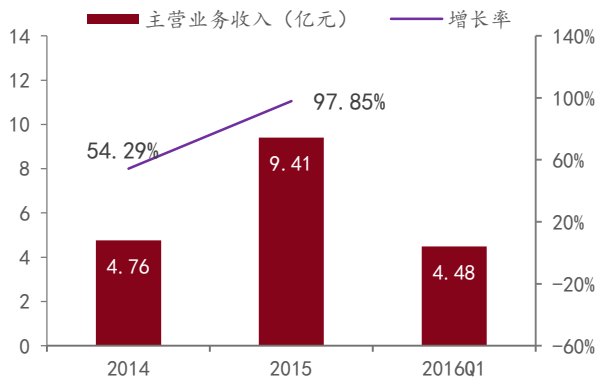
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业绩状况: **2015 年, 公司实现营业收入 9.41 亿元, 同比增长 97.85%; 扣非归母净利润 3.64 亿元, 同比增长 90.80%。**主要原因是上海麦橙、Avazu、雷尚科技和妙趣横生的合并报表, 以及子公司天神互动旗下为爱普的业绩大幅提升。各子公司的情况看, 天神互动实现营业收入 7.36 亿元较去年同期增长 88.71%, 净利润为 2.86 亿元较去年同期增长 39.25%, 驱动收入大幅提升的主要因素是为爱普的并入。Avazu, 雷尚科技和妙趣横生的营

业收入分别为 12946 万、5083 万和 2251 万，实现净利分别为 4205 万、3040 万和 1960 万。

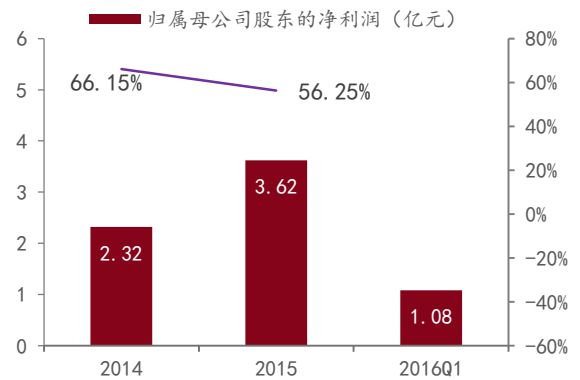
2016 年第一季度，公司实现营业收入 4.48 亿元，同比上升 191.91%；实现归母扣非净利润 1.08 亿元，同比增长 48.88%。营收大幅提升的主要原因是 2016 年一季度报表中纳入了四家新收购子公司。公司预计 2016 年上半年实现归属母公司净利润 2.2-2.75 亿元，较上年同期的 1.43 亿元增长 54%-93%。

图 5：公司 2014 年借壳上市以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2014 年借壳上市以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2. 完善游戏版图，打造成成熟平台入口

2.1 游戏版图：并购转型手游制作，打造优质游戏内容

借壳上市以来公司的营业收入主要来自于子公司天神互动的网页游戏业务，公司为适应市场变化，收购了妙趣横生和雷尚科技两家移动手游开发公司来转型手游开发。目前收购已经完成，公司已经在对三家游戏公司的研发资源和技术进行整合，未来公司的游戏研发有望得到一个较大的提升。

表 1：旗下三家游戏制作子公司概况

公司名称	产品类型	代表产品	业绩承诺				兑现情况	
			2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2014 年	2015 年
天神互动	页游+手游	《苍穹变》页游和手游、《全民破坏神》手游	1.86 亿	2.43 亿	3.03 亿	-	1.91 亿	2.91 亿
妙趣横生	卡牌手游	《十万个冷笑话》手游	4150 万	5475 万	6769 万	-	4151 万	5787 万
雷尚科技	军事手游	《火力全开》、《坦克风云》手游	-	6300 万	7875 万	9844 万	-	7978 万

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.1 天神互动：页游巨头华丽转身

北京天神互动科技有限公司成立于 2009 年，主营业务为网页网游和移动网游的研发和发行。公司是中国最具实力的网络游戏研发商之一，根据相关报告，天神互动在网页网游开发商中排名第 6（按照 2013 年第三季度分成后营收规模计算），占据 6.2% 的市场份额。

优秀的页游开发和运营能力：天神互动已经研发及发行的网页游戏有 11 款，截止 2013 年底，游戏总注册用户逾 1.6 亿人，游戏产品的累计流水达 26 亿元以上；《傲剑》和《飞升》推出后月流水迅速达到千万级别，在国内运营获得巨大成功的基础上迅速走向海外市场。发行方面，天神互动与腾讯、百度、趣游、360 游戏、37wan 等网络游戏运营平台保持紧密合作关系。

转型手游依旧强劲：2013 年下半年公司开始移动网游的研发，2015 年上线的游戏有《苍穹变》和《全民破坏神》两款。其中《苍穹变》手游自上线以来一直保持各项数据均为 S 级产品的优异成绩：全平台上线 3 天流水突破 4000 万，一个月便突破 1 亿元。《苍穹变》手游在 App Store 畅销榜最高排名第 4，游戏免费榜排行第 1。在东南亚地区、韩国、台湾、俄罗斯以及欧美地区也取得了优秀的的成绩，2016 年将推出多个海外版本，或为公司未来贡献新的利润增长点。

虽然近两年以来页游无论是玩家人数和市场规模都被手游所超越。但是页游曾经有过庞大的用户数量，在 2014 年中国游戏市场玩家人数达 5.17 亿，其中有 3.07 亿接近六成都是页游玩家。其中优秀的作品玩家数量和游戏热度不输经典端游，那么在接下来的端游 IP 耗尽的情况下，下一个风口很有可能就是页游 IP。公司旗下《苍穹变》手游的大获成功便说明了这一点，公司还有《傲剑》、《天神传奇》等多个优质页游 IP 能够充分地地为手游业务提供创作素材。

2.1.2 妙趣横生：优秀的卡牌手游开发商

妙趣横生的主营业务为网络游戏的研发，2013 年以来专注于移动网络游戏的研发，尤其擅长重度手游的开发。代表游戏有页游《黎明之光》和手游《神之刃》、《十万个冷笑话》。其游戏业务概况如下：

表 2：妙趣横生旗下优秀游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	上线时间	发行及运营方	游戏表现
1	《黎明之光》	3D 动作类客户端 + 网页网游	2012 年 8 月	自主研发并授权蓝港互动独家发行及运营，在蓝港互动、360、金山等平台运营	累计流水超过 9,500 万元，累计注册用户数接近 600 万人
2	《神之刃》	3D 动作卡牌移动网游	2013 年 12 月	自主研发并授权蓝港互动独家发行，在腾讯 91 等平台运营	累计流水约 2.5 亿元，累计注册用户数超过 1,683 万人
3	《十万个冷笑话》	3D 动作卡牌移动网游	2015 年 3 月	自主研发并授权蓝港互动独家发行，在腾讯等平台运营	App Store 双榜前十，实现国内营收 2.4 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7: 妙趣横生旗下手游十万个冷笑话



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.1.3 雷尚科技: 专业的 SLG 策略游戏制造商

雷尚科技是一家专注于军事类 SLG 策略游戏且具备海外市场发行优势的移动游戏研发商, 拥有《火力全开》、《坦克风云》等十余款享誉海内外的游戏作品, 成功登陆中国、北美地区、南美、东南亚等全球大部分国家和地区, 拥有超过 5000 万的用户。其标志性产品《坦克风云》截止 2015 年末, 运营时间超过 25 个月, 在多个国家与区域取得畅销榜前 10 好成绩, 2015 年 12 月单月收入维持 4000 万人民币, 是国内优秀的军事领域移动游戏产品; 雷尚科技新产品《超级舰队》, 自 2015 年 6 月上线后收入也保持持续增长, 并迅速在 App Store 取得畅销榜 16 名好成绩, 在 App Store 单渠道月收入超 1700 万元。

表 3: 雷尚科技旗下游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	上线时间	研发、发行及运营方
1	《玩具战争》	SLG 策略网页网游	2012 年 1 月	自主研发并授权腾讯运营
2	《战争指挥官》	SLG 策略网页网游	2012 年 7 月	自主研发并授权腾讯运营
3	《火力全开 HD》	SLG 策略移动网络游戏	2013 年 4 月	自主研发并授权飞流九天、世界星辉等平台运营
4	《二战传奇》	SLG 策略网页网游	2013 年 5 月	代理发行并授权腾讯运营
5	《大航海世界》	SLG 策略网页网游	2013 年 8 月	代理发行并授权腾讯运营
6	《坦克风云》	SLG 策略移动网络游戏	2014 年 1 月	自主研发并授权腾讯等平台运营
7	《战争风云》	SLG 策略移动网络游戏	2014 年 9 月	自主研发并授权中手游平台运营

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 雷尚互动旗下手游《坦克风云》


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.4 未来展望：依托优质 IP，展望海外市场

天神互动针对海外市场的两款游戏项目均已立项开始研发工作，实现引擎在卡牌回合制及 SLG 游戏的开发；细分领域二战军事类题材手游也已着手孵化。

2016 年，妙趣横生将在卡牌细分领域推出新 IP 游戏产品，以期保持在这个细分市场的持续发展。同时在 2016 年进入重度动作细分领域，发布首款重度动作 RPG 手游。

雷尚科技成功开发的《坦克风云》是中国军事游戏累计营收最高单品，运营时间超过 25 个月，在多个国家与区域取得畅销榜前十的好成绩，2015 年 12 月单月收入仍然维持在 4000 万人民币。2016 年计划在老产品维稳的同时，推出 2-3 款新产品。

此外，公司将不断挖掘和储备文学、影视、动漫等方面的优质 IP，在网页网游和移动网游领域极大发挥优秀 IP 与游戏之间的联动效应。2015 年公司还取得了著名影视作品《琅琊榜》、文学作品《遮天》、动漫作品《妖神记》等游戏 IP 改编权，未来将通过合作进一步深度开发作品内容。

2.2 移动平台业务板块：协同效应显著，业绩大幅提升

公司旗下子公司天神互动在 2015 年 1 月宣布收购深圳为爱普，深圳为爱普创立于 2009 年，专注移动互联网的信息技术和应用开发，其旗下主营产品是一款 iOS 移动分发服务平台——爱思助手。

爱思助手是一款针对果粉用户的习惯和喜好所开发的 iOS 软件市场，致力于提供移动应用程序下载安装管理、新闻咨询等服务。2015 年，爱思助手扩大市场推出海外版本。目前，其平台的月活跃用户量已超过了 1600 万，日分发量达到 400 万以上，并保持稳定增长，爱思助手在国内第三方 iOS 分发平台中稳居前列。

图 9：公司旗下 iOS 分发平台爱思助手


数据来源：公司公告，西南证券整理

通过爱思助手提供的移动应用分发平台，上市公司取得移动互联网的接入口，获取大量优质移动互联网用户，深化了公司在移动互联网行业的布局：一是通过对用户相关消费数据的收集和分析，上市公司能深入了解用户消费习惯和市场最新需求，为公司其他移动互联网业务的发展提供极大的便利；二是为公司游戏产品提供了新的宣传和分发渠道，进一步优化了上市公司现有的移动网游研发和发行业务；最后，上市公司将可与深圳为爱普共享研发经验和市场资源，形成双方共赢。

为爱普 2014-16 年业绩承诺共计为 1.53 亿元，从 2015 年 2 月到年底，贡献净利润 2.64 亿元，不到一年时间已经超额完成三年承诺。

2.3 移动广告平台业务：助力中国企业出海，营收稳步提升

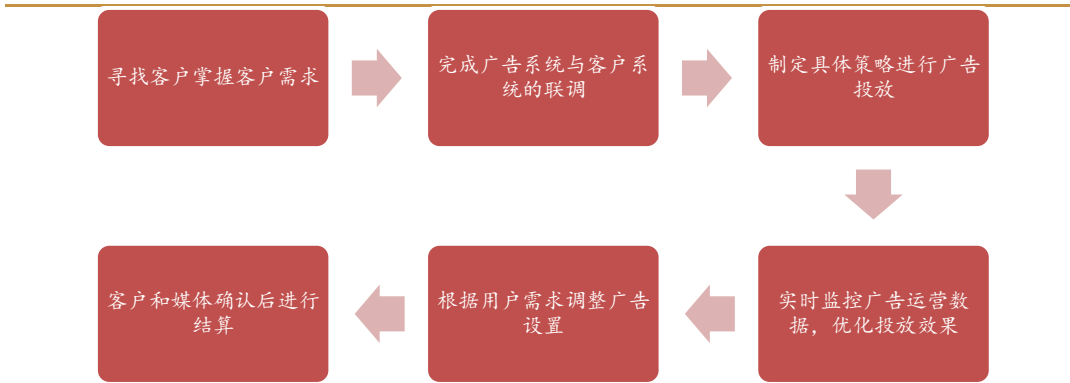
公司在 2015 年通过发行股份和支付现金的方式收购媒体精准投放平台 Avazu Inc. 和其配套服务商上海麦橙 100% 股权，初步实现了在互联网广告领域的布局。Avazu Inc. 和上海麦橙最终控制人均均为石一，且上海麦橙为 Avazu Inc. 提供技术服务，两家公司可看做是经营共同体，因此这里主要介绍 Avazu Inc.

优秀技术平台驱动，基于投放效果收费吸引更多客户：Avazu Inc. 创立之初专注于互联网广告的精准投放，然后迅速向移动互联网广告领域拓展，并相应建立了适合移动互联网广告精准投放的程序化广告平台。目前 Avazu 营业收入主要来源于移动互联网广告业务。在最近出炉的全球移动广告媒体资源实力排行榜中，Avazu Inc. 凭借其在 Android 平台巨大的规模，获得了综合排名第二的名次，仅次于 Facebook，这也是亚太公司第一次进入全球前三的排名。目前 Avazu 的服务客户有 BAT、雅虎、谷歌等国内外互联网巨头。

Avazu 的互联网广告投放业务主要基于互联网广告网络平台和 DSP 平台开展。

- **广告网络平台：**在广告主提出广告投放需求后，一方面整合和对接互联网媒体资源，另一方面将相关投放效果数据反馈给广告主，并进行优化，帮助广告主实现更高效、精准、便捷的规模化广告投放。

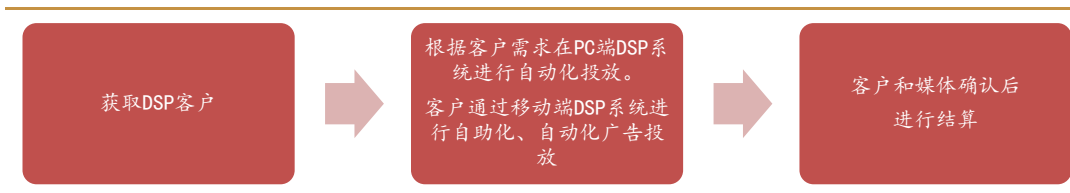
图 10: Avazu Inc.互联网广告网络平台业务简要流程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **DSP 平台:** 服务于广告主,是集媒体资源购买、投放策略制定、投放实施优化到出具分析报告等功能为一体的一站式、自助化广告需求方平台, 在接入的 AdExchange (广告交易平台) 中运用 RTB (Real Time Bidding, 实时竞价) 技术, 在极短的时间内通过对目标受众竞价的方式获得该次广告展示, 实现对目标类型受众的广告精准投放。具体业务流程如下所示:

图 11: Avazu Inc.互联网广告网络平台业务流程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2010 年, Avazu 投放了亚洲第一个在线 DSP, 致力于程序化购买和精准投放。借助其精准定位广告和个人兴趣再定向技术, 帮助客户实现有效的实时竞价。Avazu 按照广告投放的效果或展示曝光次数向广告主收取广告费, 并向媒体资源方支付广告投放费用或流量费, Avazu 主要通过提供数据分析和效果优化服务提高投放效果及服务水平并获得客户的认可。

布局国际市场, 助力中国游戏出海: Avazu 长期专注开拓海外市场, 在欧美国家建立了良好的市场口碑。Avazu 在海外地区拥有大量客户及覆盖海外 130 多个国家和地区的媒体资源。目前其在日本、欧洲等地设立了数家子公司和孙公司。2015 年新开设了美国洛杉矶办公室和加拿大温哥华办公室, 以及印度班加罗尔办公室。随着近年来国内互联网和移动互联网企业向海外推广的内在需求不断增长, Avazu 发展了以百度 (香港)、畅游为代表的国内优质互联网客户。

在 2016 年, Avazu Inc.依然面向全球市场做海外市场的移动广告投放和推广。在保持毛利率的同时, 扩大销售。主要思路有在移动广告领域做大有爆发潜力的广告形式; 在维护现有客户的同时, 扩展新的客户来源; 进一步的落实本地化, 即在重要市场建立自己当地的销售甚至运营团队。

Avazu Inc.和上海麦橙在 2015-2017 年的业绩承诺为 1.3 亿元、1.77 亿元和 2.34 亿元, 2015 年度 Avazu Inc.和上海麦橙实际业绩合计为 1.3 亿元, 达到业绩承诺。

2.4 设立产业基金：未雨绸缪，撒网泛娱

公司在保持主营业务稳定增长的同时，将布局延展至其他泛娱乐细分行业，目前已经投资设立多个产业基金，投资领域涵盖了影视、教育以及新兴的 VR 产业。公司公告中已经公布的基金如下：

表 4：公司旗下投资的产业基金

时间	产业基金	领域	规模	公司投资	投资事件
2015.8	天神娱乐文创基金	影视为主	不超 14.2 亿元	2 亿 (GP)	2015.10 投资 13.23 亿元购买儒意影业 49% 股份
2015.11	华通壹号	互联网文娱游戏产业	50 亿元	0.5 亿 (GP)	2016.03 投资砾华、砾海、砾天三家公司的普通合伙人股份，三家公司间接持有盛大游戏 43% 的股权
2015.12	光大富达投资管理 中心	文化教育、互联网教育	6 亿	0.6 亿 (LP)	投资了儿童教育领域的凯叔讲故事 2016.1 投资 5 亿收购精锐教育 27.37% 股权
2016.3	天神中慧投资中心	互联网票务	不超过 5.4 亿	0.5 亿 (LP)	投资 4 亿元收购微影时代 3.43% 的股权。 与微影时代签订了《增资协议》。
2016.4	上海凯裔投资中心	游戏	不超过 10.5 亿	1.5 亿 (LP)	2016.6 投资 9 亿元收购新游网络 64.10% 的股权

数据来源：公司公告，西南证券整理

游戏：2015 年，公司深化在游戏产业链核心环节的布局，继续强化在网游行业的投资布局，包括天神互动投资 1200 万人民币持有北京繁星互动科技有限公司 20% 股份，投资 500 万人民币持有任趣游戏工场（深圳）有限公司 40% 股份。

2016 年 6 月投资 9 亿元收购在线棋牌类游戏开发商及平台运营商新游网络 64.10% 的股权。新游网络目前拥有自主游戏平台汉游天下和与百度联运平台悠扬棋牌，共提供 20 多款网络游戏，截止目前运营的游戏主要有《疯狂斗地主》、《疯狂跑得快》、《疯狂斗牛》、《德州扑克》、《三张牌》、《大众麻将》等等。2015 年公司实现营业总收入 1.13 亿元，净利润 7074 万元。棋牌游戏通常具有稳定现金流，此次基金获得控股有望进一步拓展了上市公司的业务范围，提升公司在游戏领域的竞争力和盈利能力。

影视、VR：2016 年 3 月，公司投资 4 亿元收购微影时代 3.43% 股权，加强了公司对产业上游内容和 IP 产出的控制和渗透。同时公司下属子公司投资了暴风魔镜，目前其在国内 2C 用户端 VR 商业化进程上处于前列，看好其未来在 VR 影视娱乐及 VR 游戏领域起到的平台作用。公司 2016 年 4 月计划投资不超过 2.5 亿收购小度互娱 10% 的股权。小度互娱是百度原有视频业务分拆出的子公司。此次投资进一步强化公司互联网渠道资源布局，将极大增强公司多元文化内容的互联网分发能力和整体影响力。

教育：公司还在 2015 年 12 月成立并购基金进行教育产业的投资，进一步拓展公司盈利能力和可持续发展能力。投资了儿童教育领域的凯叔讲故事；2016 年 1 月投资获取精锐教育 37.37% 股权，2016 年 6 月，松发股份（603268）发布公告称公司拟收购上海精锐教育。

3. 并购再起：加码海外游戏发行，完善广告业务版图

2016年6月公司发布收购预案，拟通过发行股份及支付现金方式收购幻想悦游93.5417%的股权、合润传媒96.36%的股权，总收购金额为44.18亿元。上述两个交易标的的交易价格、现金对价和股份对价如下表所示：

表 5：幻想悦游、合润传媒交易价格及相关对价

项目	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量
幻想悦游 93.5417%股权	36.76 亿	18.41 亿	18.35 亿	2598 万股
合润传媒 96.36%股权	7.42 亿	3.59 亿	3.83 亿	542 万股
合计	44.18 亿	22 亿	22.18 亿	3141 万股

数据来源：公司公告，西南证券整理

上市公司拟通过询价方式向符合条件的不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额 22.18 亿元，发行价格不低于 70.63 元/股，非公开发行的股份合计不超过 3140 万股。

表 6：幻想悦游、合润传媒公司概况

公司名称	主营业务	合并前净利润		承诺扣非净利润		
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
幻想悦游	网游海外发行、移动精准广告	0.57 亿	0.78 亿	2.69 亿	3.50 亿	4.37 亿
妙趣横生	内容整合营销、影视植入	2915 万	3057 万	5500 万	6875 万	8594 万

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 幻想悦游：海外发行和精准广告并重

幻想悦游是一家以网络游戏海外发行及移动精准广告为主业的公司。公司在 2014 年、2015 年实现的营业收入分别为 3.3 亿和 3.62 亿元。

国内游戏市场增速放缓，海外市场空间广阔：2013-2015 年中国游戏市场的增速分别为 38.0%、37.7%和 22.9%，增速下滑显著。2015 年中国游戏市场规模为 222 亿美元，全球游戏市场规模为 915 亿美元，是中国的 4 倍多。国外广阔的市场前景将会促使更多的国内游戏厂商选择出口海外。

游戏海外发行业务成绩斐然：在游戏发行和运营领域，幻想悦游与多家国内知名游戏开发商建立了合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日已代理了总计 35 款网页游戏及移动网络游戏，将其本地化为多种语言版本并面向全球 40 多个国家和地区提供运营服务。公司国产游戏海外发行成绩斐然，截至 2015 年 12 月 31 日，幻想悦游代理并且上线运营的游戏产品游戏总注册用户超过 7800 万人，报告期内月均活跃用户数超过 390 万人，月均付费用户数超过 9 万人，游戏产品的累计流水超过 1.23 亿美元。其中，游戏《神曲》是近三年主要收入来源，截至 2015 年底幻想悦游自主运营的各语言版本《神曲》累计注册用户超过 6900 万人，月均活跃用户数超过 300 万人，月均付费用户数超过 7.8 万人，累计流水超过 1.12 亿美元。

表 7: 幻想悦游当前代理的游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	授权方	运营方式	授权语言版本
1	《神曲》	页游	第七大道	独家代理	葡萄牙语、土耳其语、荷兰语、瑞典语、希腊语、捷克语、阿拉伯语、西班牙语、波兰语版
2	《女神联盟》	页游	上海游娱	独家代理	土耳其语、波兰语、西班牙语
3	《傲剑》	页游	天神互动	独家代理	土耳其语、葡萄牙语
4	《怒火燎原》	页游	上海锐战	独家代理	西班牙语、波兰语、阿拉伯语
5	《生死狙击》	页游	Clifree Technology	独家代理	土耳其语
6	《亚瑟王》	页游	上海江游	独家代理	土耳其语
7	《神曲经典版》	手游	HoolaiGame	独家代理	土耳其语、葡萄牙语
8	《战舰帝国》	手游	华清飞扬	独家代理	德语、俄语、法语

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 幻想悦游旗舰产品《神曲》


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

发行技术领先, 合作渠道顺畅: 幻想悦游通过自主研发的 OAS 游戏发行平台, 在全球范围内搭建了强大的发行渠道。公司的运营平台接入了 Paypal 等合计 30 余家面向全球或深植本地的支付渠道, 为公司代理的游戏提供了坚实的运营基础以及顺畅的支付体验。公司与 Facebook、App Store、GooglePlay 等海外重要游戏发行平台及广告投放渠道建立了紧密的合作关系。公司于 2014 年成为 Facebook 亚太地区前十名合作伙伴。

表 8: 幻想悦游运营渠道及其业务占比

运营模式	二级渠道	运营流水 (万美元)		收入 (万美元)		收入占比	
		2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
自主运营模式	官网	4272	3824	4250	3817	78.81%	70.56%
联合运营模式	Facebook	1283	2074	778	1428	14.43%	26.41%
	Android 平台	382	51	268	35	4.96%	0.66%
	iOS 平台	91	76	60	54	1.11%	1.00%

运营模式	二级渠道	运营流水 (万美元)		收入 (万美元)		收入占比	
		2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
	其他渠道	112	164	37	75	0.69%	1.38%
	总计	6140	6188	5393	5409	100.00%	100.00%

数据来源：公司公告，西南证券整理

精准广告掌握技术优势，面向海外提供服务：2015 年 11 月，幻想悦游通过收购北京初聚进入移动精准广告领域。标的成立于 2015 年 5 月，但其全资子公司于 2014 年便已经成立并积累了一定客户资源与技术。主营业务为互联网广告中的展示广告，服务面向海外市场，主要包括美国、香港、台湾、新加坡等国家和地区的众多知名广告公司、游戏客户和应用开发客户，例如 Lyft、Twitter、Yelp 等知名 APP。值得一提的是，游戏开发者和发行商是北京初聚的重要客户来源，游戏相关收入占北京初聚总收入的比例超过 35%。

截至 2015 年 12 月 31 日，北京初聚的互联网广告平台实现单月最高广告展示 18.25 亿次，月均广告展示 11.66 亿次；单月最高点击数近 2.5 亿次，月均点击数 1600 万次；单月最高广告转化数超过 83.48 万个，月均广告转化数 54.81 万个。

产品量质兼备，业绩高预期：2016 年 1-4 月，根据未经审计的管理层报表，幻想悦游实现营业收入合计为 1.82 亿元，实现净利润 7040.55 万元；2016 年 1-3 月，北京初聚实现营业收入 5072.06 万元，实现净利润 2810.05 万元。按照幻想悦游管理层的预计，2016 年的整体业绩承诺可以拆分为游戏业务及互联网广告业务两部分。游戏业务 2016 年预计实现利润为 1.59 亿元，互联网广告业务 2016 年预计实现利润为 1.1 亿元。按照 2016 年一季度情况看，增长将主要体现在游戏业务，支撑增长的原因是公司在手游领域的持续发力以及新款重量级页游产品的上线：2016 年幻想悦游将陆续上线腾讯旗下魔方工作室出品的《火影忍者》页游、广州御和信息出品的《众神之神》、雷尚科技出品的《超级舰队》、《开炮吧坦克》等多款精品页游和手游。事实上，公司于 2016 年获得《火影忍者 OL》海外代理权，4 月底刚上线，运营数据已经超过《神曲》。如果这些产品能够如期取得版号上线并取得预期表现，公司业绩出现大幅增长便是水到渠成之事。

表 9：幻想悦游已签约并拟于 2016 年上线运营的重点游戏项目

序号	类型	游戏名称	授权范围	研发公司名称
1	页游	《众神之神》	在除亚洲以外的全球范围内以独家代理的方式运营	广州御和信息科技有限公司
2	页游	《火影忍者》	德国、法国、葡萄牙	腾讯计算机软件信息技术有限公司
3	页游	《剑刃风暴》	在全球除中国大陆地区以外的国家和地区独家代理	广州高大尚网络科技有限公司
4	页游	《诸神黄昏》	土耳其、阿塞拜疆、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、鞑靼斯坦、北塞浦路斯土耳其共和国	上海灵耀网络科技有限公司
5	手游	《战舰帝国》	土耳其语、葡萄牙语、意大利语版本 iOS 和安卓平台	北京华清飞扬通信技术有限公司
6	手游	《开炮吧坦克》	英语、土耳其语、葡萄牙语、西班牙语、法语、意大利语、俄语 iOS 和安卓平台	RayJoy Holdings Limited
7	手游	《超级舰队》	北美地区，包括美国和加拿大	RayJoy Holdings Limited

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 合润传媒：优质影视供应和海量客户资源

合润传媒是中国品牌内容整合营销行业的先驱和领跑者。公司的主营业务为品牌内容整合营销，始于植入广告模式，并逐步发展到提供通过多元化的内容整合手段进行品牌营销及宣传的服务。自成立以来，合润传媒依托于好莱坞和国内影视剧、互联网视听内容等影视文化作品，构建了国内品牌内容创制服务大平台，是国内品牌内容整合营销行业综合实力最强的公司之一。公司在 2014 年、2015 年实现的营业收入分别为 2.53 亿和 3.22 亿元。

整合营销行业领头羊，技术成熟、经验丰富。合润传媒具备国内植入广告业及品牌整合营销领域最高的专业程度。公司是国内第一家专门的影视剧植入执行公司，专业为品牌提供跟组执行服务，确保品牌主的权益及意愿能得到有效执行；公司还是国内第一家品牌内容营销行业的独立制作公司，为行业及客户提供技术、创意、设计及制作支持的全流程覆盖服务。公司下设多家分、子公司，内部有 6 大事业部，拥有 200 名左右的专业员工及国内知名大学教授与好莱坞资深专家组成的顾问团队，团队规模与细分度、专业度均位居行业领先地位。

合润传媒在品牌植入市场内容资源覆盖方面居于行业领先地位，服务超过 200 个客户，并保证每年 20 余部电影、200 余部电视剧、80 集微电影/BC 剧、2 部自制剧中为品牌定制或融入品牌内容娱乐营销元素。公司近两年部分案例列示如下：

表 10：合润传媒近两年部分营销案例

类别	案例名称	合作品牌	合作方式	植入次数或时长
电视剧	天猫《何以笙箫默》T2O 案例	天猫	植入及线上推广	500 秒
电影	RIO 鸡尾酒《何以笙箫默》案例	RIO	植入	6 个情节展现以及不低于 15 场道具或场景植入
	汉酱酒、仁酒《湄公河大案》案例	汉酱酒、任酒	植入	1172 秒
	东阿阿胶《红高粱》案例	东阿阿胶	植入	409 秒
	红牛《杉杉来了》案例	红牛	植入	500 秒
	蒙牛谷粒早餐《里约大冒险 2》整合营销	蒙牛谷粒早餐	联合推广	海报、剧照形象等授权
	京东《小时代 3》整合营销	京东商城	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	OPPO《窃听风云 3》整合营销	OPPO	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	苏宁易购《致青春》整合营销	苏宁易购	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
蓝月亮《蓝精灵》整合营销	蓝月亮	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权	
网络剧	东风日产奇骏《心理罪》案例	东风日产	植入	400 秒
韩剧	京东韩剧《对我而言可爱的她》案例	京东	植入	500 秒
电视栏目	红牛《两天一夜》案例	红牛	冠名及植入	总冠军

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13: 京东《小时代3》整合营销案例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

客户资源丰富, 为公司提供庞大增长潜力。合润传媒十分重视对客户关系的维护, 通过长期服务, 合润传媒已积累了大量的优质客户资源, 涉及经济领域的各个行业, 且不乏行业龙头企业及知名品牌。

上游文化资源储备充足, 竞争优势显著。合润传媒十分注重与文化内容产品供应商的合作。在影视剧制作公司及强势媒体方面, 公司拥有业内丰富的资源储备。公司为华谊兄弟、华策影视、克顿传媒、中视影视、爱奇艺、湖南卫视等六大国内顶尖内容供应方担任重要代理, 同时与国内多数片方建立了战略合作关系, 覆盖了业内大量优质影视资源, 在资源获取方面居于行业领先地位。

图 14: 合润传媒内容供应商



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

除传统传媒公司外，公司也与多家视频网站、电商平台及 IT 巨头，如天猫商城、爱奇艺、京东商城、小米公司等长期合作，将互联网的渠道优势与互动基因与传统传媒的内容优势与制作实力相组合，不断开拓品牌内容植入业务的新模式。此外，合润传媒还与好莱坞 7 大影业及品牌内容合作商全面合作，使得公司在好莱坞影视企业这一海外电影产业最强资源群落中，具备了业内其他竞争者极少具有的独特优势。

3.3 并购为公司添翼：助力公司游戏出海，广告业务有望爆发

本次收购对于公司的积极影响有以下几点：

3.3.1 获取优质资产，打造“影游一体”的泛娱乐行业聚合平台

本次交易，天神娱乐将收购幻想悦游及合润传媒控股股权。幻想悦游能够为上市公司补足游戏产业链上的海外发行环节、与三家游戏 CP 标的形成强烈协同；合润传媒可以帮助天神娱乐在影视领域独辟蹊径，通过内容整合营销，不仅能为游戏产品提供新的营销手段，还有助于上市公司未来切入更多的优质影视内容。本次并购完成后，天神娱乐的业务版图将更加完整，各业务板块之间将产生充分的协同和支撑作用。最终将上市公司打造为具备完整产业生态的平台型娱乐集团。

3.3.2 打通海外发行渠道，进军优质市场

近年来，中国网络游戏行业的人口红利已趋于饱和，导致国内游戏市场的竞争日趋激烈。全球其他主要市场的发展也相当迅速，且相比较国内用户而言，海外用户的生命周期相对更长。上市公司本次并购，将获取幻想悦游这一优质海外发行平台，打开核心研发商的自研游戏进入重点海外市场的大门，获取优质用户和市场，并进一步促进上市公司的长远发展。

3.3.3 实现广告板块的业务延伸，整合客户资源，发挥协同效应

上市公司目前已经通过收购 Avazu Inc.初步实现了在互联网广告领域的布局，本次收购将进一步增强公司在广告业务领域的实力。合润传媒拥有国内广告行业首个在线内容资源整合平台，积累了丰富的客户资源。北京初聚、Avazu Inc.强大的数字化营销能力结合合润传媒优质的内容整合能力和行业客户资源，将为公司其他业务板块提供强有力的支持，天神娱乐的游戏产品与文化娱乐内容产品实现深度融合，公司业务“泛娱乐”协同有望进一步加强。

4. 盈利预测与估值

4.1 核心假设

假设 1: 游戏行业政策不大幅收紧; 游戏行业未来三年保持稳定增速, 其中页游不出现下滑, 手游增速不低于 30% (根据中国音数协游戏工委、伽马数据 (CNG 中新游戏研究)、国际数据公司 (IDC) 共同发布的《2015 年中国游戏产业报告》, 2015 年页游增速 8%、手游增速 87%);

假设 2: 公司管理层不会发生大的变动, 未来股权结构不发生大的改变;

假设 3: 公司收购的相关标的业绩承诺能够顺利兑现;

假设 4: 本次收购顺利通过。

4.2 业绩预测与估值

业绩预测与估值: 按年报业务模块划分, 我们预计 2016-2018 年:

1) iOS APP 由于前期业绩释放完全, 增速保持 5%-8%, 毛利率维持 63%左右;

2) 按照公司布局规划页游未来将逐渐淡化, 三年增速-20%、0%、0%, 毛利率维持 83%;

3) 手游将成为重点发力对象, 加上之前雷尚科技、妙趣横生均是去年 10 月才并表, 预计 16 年增幅较大而之后趋于行业增速, 三年增速 250%、25%、20%, 毛利率维持 90%左右;

4) 移动端收入也因为并表晚, 三年增速 200%、25%、20%, 毛利率维持 40%;

5) 至于两家拟收购标的, 今年 6 月发布预案尚有很多不确定性, 即便过户也很难在今年并入大量业绩, 所以我们自 2017 年计入业绩。

综合以上几点, 暂不考虑本次收购资产对 2016 年业绩与股本带来的影响 (2017 年均计入), 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.23 元、3.91 元、4.67 元, 对应 PE 分别为 37 倍、21 倍、18 倍; 由于公司业绩在两家标的并入后将得到大幅增厚, 我们给予公司 2016 年 40 倍估值, “买入”评级。

5. 风险提示

游戏行业发展环境和国家政策收紧的风险; 并购公司业绩承诺未能兑现的风险; 公司并购失败的风险 (值得注意的是, 本次收购将产生 41.22 亿元商誉, 而业绩承诺较过往实际业绩有大幅提升, 是否过会以及过会之后能否如期实现还有不确定性)。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	940.85	1541.31	3413.05	4221.46	净利润	356.42	642.42	1124.32	1341.57
营业成本	294.53	512.12	1420.11	1773.61	折旧与摊销	6.78	4.62	4.62	4.62
营业税金及附加	3.97	6.65	14.62	18.12	财务费用	51.22	2.01	1.70	2.58
销售费用	14.81	61.14	137.64	170.16	资产减值损失	25.40	25.00	25.00	25.00
管理费用	226.26	284.34	675.94	873.95	经营营运资本变动	31.59	-191.74	53.80	60.20
财务费用	51.22	2.01	1.70	2.58	其他	-151.60	-25.00	-25.00	-25.00
资产减值损失	25.40	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	319.82	457.31	1184.43	1408.96
投资收益	42.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3568.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1101.03	4.05	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2467.21	4.05	0.00	0.00
营业利润	366.93	650.05	1138.04	1358.04	短期借款	317.80	-317.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.99	0.51	0.51	0.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	360.94	650.56	1138.55	1358.55	股权融资	3915.10	0.00	4436.34	0.00
所得税	4.51	8.13	14.23	16.99	支付股利	-23.18	-36.23	-65.30	-114.27
净利润	356.42	642.42	1124.32	1341.57	其他	-1571.42	-485.83	-1.70	-2.58
少数股东损益	-5.68	-10.24	-17.92	-21.38	筹资活动现金流净额	2638.30	-839.86	4369.34	-116.85
归属母公司股东净利润	362.10	652.66	1142.24	1362.95	现金流量净额	495.18	-378.50	5553.78	1292.11
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	723.55	345.05	5898.83	7190.94	成长能力				
应收和预付款项	519.20	653.87	1532.74	1929.05	销售收入增长率	97.85%	63.82%	121.44%	23.69%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	43.60%	77.16%	75.07%	19.33%
其他流动资产	158.59	90.78	224.48	301.48	净利润增长率	52.29%	80.24%	75.01%	19.32%
长期股权投资	1395.23	1395.23	1395.23	1395.23	EBITDA 增长率	64.14%	54.54%	74.27%	19.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11.49	8.94	6.39	3.84	毛利率	68.69%	66.77%	58.39%	57.99%
无形资产和开发支出	3679.69	3678.04	3676.38	3674.73	三费率	31.07%	22.55%	23.89%	24.79%
其他非流动资产	818.09	817.68	817.27	816.86	净利率	37.88%	41.68%	32.94%	31.78%
资产总计	7305.84	6989.59	13551.31	15312.12	ROE	7.17%	12.62%	10.62%	11.36%
短期借款	317.80	0.00	0.00	0.00	ROA	4.88%	9.19%	8.30%	8.76%
应付和预收款项	172.34	232.50	654.82	844.25	ROIC	32.63%	25.08%	40.83%	47.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.16%	42.60%	33.53%	32.34%
其他负债	1846.67	1665.67	2309.71	2653.80	营运能力				
负债合计	2336.80	1898.16	2964.53	3498.05	总资产周转率	0.23	0.22	0.33	0.29
股本	292.09	292.09	354.90	354.90	固定资产周转率	92.51	150.86	445.16	824.92
资本公积	3631.98	3631.98	8005.51	8005.51	应收账款周转率	3.74	3.44	4.40	3.49
留存收益	834.34	1450.77	2527.71	3776.38	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	4973.55	5106.16	10619.44	11868.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.72%	—	—	—
少数股东权益	-4.50	-14.74	-32.66	-54.04	资本结构				
股东权益合计	4969.04	5091.42	10586.78	11814.08	资产负债率	31.99%	27.16%	21.88%	22.84%
负债和股东权益合计	7305.84	6989.59	13551.31	15312.12	带息债务/总负债	13.60%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.44	2.03	4.78	4.41
					速动比率	1.44	2.03	4.78	4.41
					股利支付率	6.40%	5.55%	5.72%	8.38%
					每股指标				
					每股收益	1.24	2.23	3.91	4.67
					每股净资产	17.01	17.43	36.25	40.45
					每股经营现金	1.09	1.57	4.06	4.82
					每股股利	0.08	0.12	0.22	0.39

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn