证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

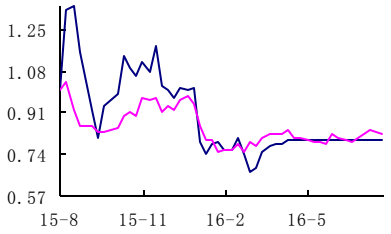
旅游综合Ⅱ

号百控股 (600640) 增持

合理估值: -- 元 昨收盘: 16.76 元 （首次评级）

2016年08月03日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	535/535
总市值/流通(百万元)	8,973/8,973
上证综指/深圳成指	2,979/10,329
12个月最高/最低(元)	31.56/13.68

相关研究报告:

证券分析师: 曾光
电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇
电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
联系人: 张峻豪
电话: 0755-22940141
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司分析

大股东创新业务注入，打造互联网娱乐生态圈

- **国企改革突破，注入大股东优势资源，引入多元化战略投资者**

1、大股东电信集团拟将其优质资产**天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫**作价38.96亿元注入上市公司，助力其华丽转身，国企改革有望取得突破。2、本次交易发股支付约37.26亿元，发行价14.45元/股，大股东锁三年，彰显信心。且交易后，大股东直接+间接持股从64.59%增至69.35%，高比例下进一步增持，为后续资本运作预留了空间。3、本次交易还变相引入顺网科技、中文在线、文化基金、凤凰传媒、新华网等战略投资者，有望加速公司业务转型。

- **交易方案看点：业绩增厚显著，收购PE相对不高**

收购标的16-18年业绩承诺为2.14/2.61/3.08亿元（扣非），年均增20%，且对公司原有主业（15年盈利4625万，扣非后亏损）业绩改善显著。同时，本次收购对应16年动态PE仅18倍，显著低于可比公司平均水平，也低于2015年以来可比收购案例的动态收购PE水平，收购PE相对不高。

- **立足电信集团创新业务整合平台，打造互联网娱乐休闲生态圈**

公司原有业务以商旅预订、酒店管理和积分运营，近几年均相对承压。本次重组完成后，公司有望成为电信集团创新业务整合平台，依托电信2亿级用户基础，以标的公司的应用端为入口汇聚客流，通过打通用户数据和会员信息，创新线上线下、跨媒介、多场景的文娱商旅消费模式。更进一步地，公司还有望打通IP在视频、游戏、阅读和动漫领域之间的跨平台合作的壁垒，构建泛娱乐休闲生态圈，推动业务模式全面升级，成长前景值得期待。

- **风险提示**

监管审批仍有不确定性；收购整合效果可能低于预期。

- **投资建议：集电信集团资源打造互联网娱乐生态圈，建议关注**

若按停牌前收盘价16.76元计算，本次增发对应增发后潜在市值133亿元。假设收购标的16年全年并表，参考业绩承诺，预计公司16-18年按增发后股本全面摊薄后EPS0.34/0.42/0.49元，对应16-18年PE49/40/34倍，估值相对合理。考虑目前国企改革热点以及上市公司未来依托电信亿级客户基础打造泛娱乐休闲生态圈的长期前景，给予增持评级，建议风险偏好型投资者适度关注。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,381	3,381	6,840	7,841	8,871
(+/-%)	*27.6%*	*42.0%*	*102.3%*	*14.6%*	*13.1%*
净利润(百万元)	88	46	268	330	392
(+/-%)	*7.9%*	*-47.3%*	*479.5%*	*23.0%*	*19.0%*
摊薄每股收益(元)	0.16	0.09	0.34	0.42	0.49
EBIT Margin	4.5%	1.7%	4.8%	6.4%	6.8%
净资产收益率(ROE)	3.5	1.8%	9.8%	11.2%	12.4%
市盈率(PE)			49.6	40.3	33.9
EV/EBITDA			31.8	21.0	17.0
市净率(PB)			4.9	4.5	4.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

国改突破：大股东优质资产入主，引入多元化投资者

7 月 29 日晚，公司发布公告，拟以发行股份及支付现金方式，收购公司控股股东电信集团及其他多方所持有的天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫 4 家公司各 100%股权，标的资产预估值合计为 38.96 亿元（见表 1）。

公司拟以发行股份及支付现金方式购买上述资产。其中，根据暂定的标的资产交易价格测算，本次交易向电信集团、同方投资、天正投资、招商湘江投资、东方证券投资、顺网科技、文化基金、中文在线、凤凰传媒、新华网等 10 名交易对方共发行股份约 257,869,909 股，占发行后上市公司总股本的比例为 32.51%。**本次发行价格暂定为 14.45 元/股**，发行股份支付价格合计约 37.26 亿元，发行对象包括电信集团、顺网科技、文化基金、中文在线，凤凰传媒、新华网，同方投资、天正投资、招商湘江投资、东方证券投资等，同时现金支付价格合计约 1.69 亿元。

表 1：号百控股本次收购标的的情况

标的资产	预估值（万元）	增值率（%）	发行股份（股）	发股对象	支付现金（万元）	现金对象
天翼视讯	193,319.43	143.72%	133,785,069	电信集团、同方投资、天正投资、招商湘江投资、东方证券投资	0	
炫彩互动	115,353.59	96.91%	69,111,570	电信集团、顺网科技、文化基金、	15,487.37	顺网科技、文化基金、炫彩合伙、光合合伙
天翼阅读	69,590.31	230.31%	47,148,516	电信集团、中文在线、凤凰传媒、新华网	1,460.70	万卷合伙、思本合伙
爱动漫	11,306.77	316.20%	7,824,754	电信集团	0	
合计	389,570.10	140.94%	257,869,909		16,948.07	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理
注：上述资产估值以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日。

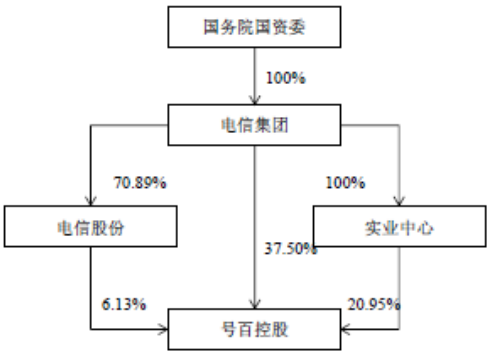
交易看点一：国企改革突破，大股东进一步增持，引入多元化投资者

结合我们此前国企改革专题《旅游国企改革：梦想正在照进现实》中的分析，号百控股作为电信集团旗下唯一的 A 股平台，存有资产整合预期。

在全国范围内国企改革积极推进的情况下，我们认为本次重组方案出台标志着公司国企改革取得重大突破（大股东优势资产注入带来国资证券化比例提升），有助于推动上市公司业务华丽转身。

同时，本次交易完成后，公司总股本预计将由 5.35 亿股增至 7.93 亿股。其中，电信集团持股数量将由 2.01 亿股增至 4.05 亿股，持股比例由 37.50%增至 51.07%，大比例增持，仍为公司控股股东，公司实际控制人仍为国资委。

图 1：交易前公司股权结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

如果考虑间接持股，本次交易后，电信集团直接+间接持有公司股份从 64.59%增加至 69.35%，**高比例持股背景下进一步增持**。我们认为，**公司大股东高比例持股，也为公司后续持续进行资本运作和外延整合扩张留出了空间**。此外，本次交易电信集团所获股份锁定三年，也充分彰显了大股东对公司未来发展的信心。

表 2：发股前后公司股权结构变化

股东名称	本次交易前持股数及比例		本次交易后持股数及比例	
	股数（股）	比例	股数（股）	比例
电信集团	200,764,934	37.50%	405,142,724	51.07%
实业中心	112,178,462	20.95%	112,178,462	14.14%
电信股份	32,823,936	6.13%	32,823,936	4.14%
同方投资	-	-	13,940,404	1.76%
顺网科技	-	-	12,293,739	1.55%
天正投资	-	-	7,184,258	0.91%
中文在线	-	-	5,069,256	0.64%
文化基金	-	-	4,470,450	0.56%
招商湘江投资	-	-	3,518,547	0.44%
凤凰传媒	-	-	2,873,670	0.36%
东方证券投资	-	-	2,113,804	0.27%
新华网	-	-	2,027,991	0.26%
其他股东	189,597,212	35.41%	189,597,212	23.90%
合 计	535,364,544	100.00%	793,234,453	100.00%

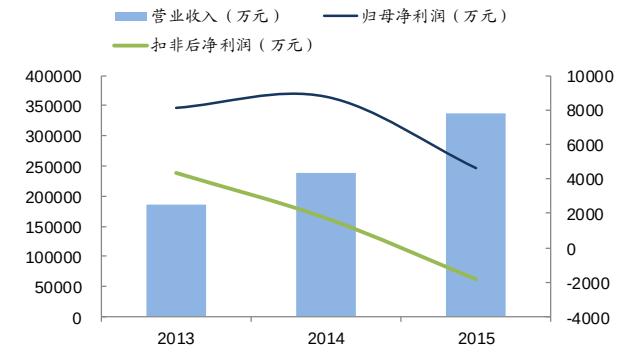
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

与此同时，本次交易后，公司股权结构也在一定程度上趋于多元化，变相**引入了**同方投资、顺网科技、天正投资、中文在线、文化基金、招商湘江投资、凤凰传媒、东方证券投资、新华网**等战略投资者（多为传媒或互联网领域）**，从而也在一定程度上有利于公司业务的转型升级。以顺网科技为例，顺网科技作为民企，目前主要致力于互联网娱乐平台业务发展（包括互动游戏、数字化营销、VR 布局等），与公司收购标的业务炫彩互动等业务协同较显著。

交易看点二：业绩增厚较显著，收购动态 PE 相对不高

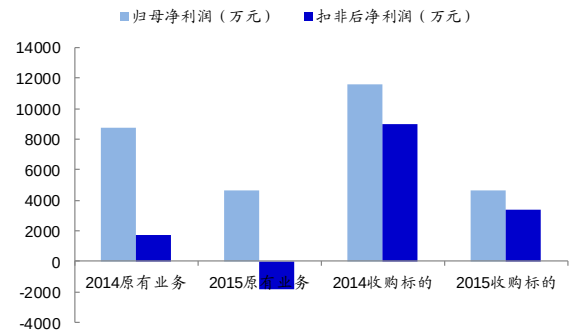
上市公司原有主业相对承压。本次交易前，号百控股的主营业务包括商旅预订业务、酒店运营及管理业务和积分运营业务。由于 OTA 垄断格局的加速以及航企推行“提直降代”政策导致中小代理商生存困难，加之酒店行业整体景气度欠佳，公司近三年业绩持续下滑。尤其 2015 年，受机票代理行业竞争加剧，航空公司佣金率的下降对毛利的影响，导致其机票代理业务仅实现归属于母公司的净利润 840 万元；同比减少 89.13%，加之酒店业务虽然有所恢复但总体也欠景气，进而导致上市公司整体归属母公司股东的净利润和扣非后净利润均不甚理想（见图 2）。2015 年上市公司盈利 4625 万，但扣非后表现为亏损（亏损 1830 万）。

图 2：号百控股近三年收入和业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：原有主业及拟收购标的 14、15 年业绩对比



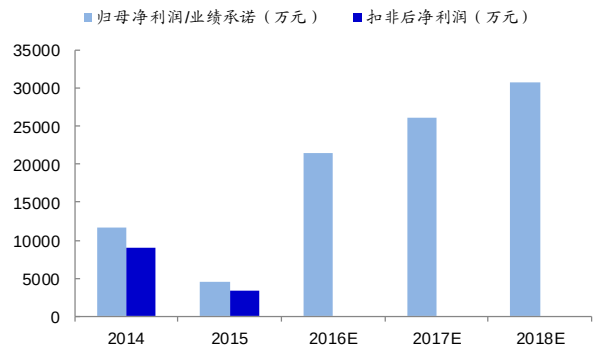
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本次交易中的标的公司的主营业务是以视频、游戏、阅读和动漫为主要形式的互联网文娱内容的创作、发行和运营，具有产品更新换代快、用户偏好转换频率较高等特点。从盈利前景来看，由于上述新兴业务目前行业正处于快速成长期（参考后文分析），依托电信集团庞大的客户群基础支撑，其盈利情况明显好于现有业务。因此对比交易标的和原有主业的盈利情况，参考图 3，收购标的对原有主业盈利情况可以带来明显改善。

如果考虑业绩承诺，大股东电信集团承诺标的公司 2016 年、2017 年及 2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计分别为 21,406.03 万元、26,138.78 万元及 30,777.72 万元，对原有主业盈利将带来本质改善。虽然本次收购带来的股本摊薄较大，总股本从此前的 5.35 亿股增至 7.93 亿股，摊薄达 48%，但由于拟收购标的业绩增厚较显著，即使考虑本次增发带来的股本摊薄，本次交易对应 EPS 增厚仍极为显著。具体来看，交易前，在总股本不变的情况下，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.11/0.13/0.15 元；交易后，如果假设收购标的 2016 年全年并表（同一控制下合并可以追溯年初以内的盈利），考虑增发带来的股本摊薄和收购标的业绩承诺，预计公司 16-18 年 EPS 可以达到 0.34/0.42/0.49 元，其中 16 年在考虑增发股本摊薄后业绩仍增厚 217%，增厚较显著。

此外，大股东承诺，若标的公司在本次交易完成后的三个会计年度内，无法达到预定的业绩目标，则电信集团需要以其持有的上市公司的股份对上市公司进行补偿，股份补偿不足的部分将以现金补偿，对业绩承诺的实现也有所约束。

图 4：拟收购标的 14、15 年业绩及后续业绩承诺情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

从收购 PE 来看，收购资产估值 38.96 亿元，对应收购标的 2015 年归母净利润合计 4,596.38 万元，PE 达到 84.76 倍，相对不低，我们认为这与收购标的中天翼阅读和爱动漫 2015 年亏损，天翼视讯 15 年大幅加大促销力度等因素有关（表 3）。但即使如此，收购 PE 仍低于可比公司 2015 年 PE 的平均水平。

表 3：收购标的 2015 年业绩说明

标的名称	说明
天翼视讯	据未经审计数据，天翼视讯 2015 年的净利润较 2014 年下降 64.93%，主要原因是天翼视讯加大促销力度，致使渠道费用、产品运营费用等成本大幅增加。
炫彩互动	根据未经审计数据，炫彩互动 2015 年的净利润较 2014 年增长 36.29%，主要原因是递延所得税费用影响所致。
天翼阅读	天翼阅读 2014 年能力开放业务收入 5,506 万元，2015 年能力开放业务收入为 17,051 万元，同比增长 209.68%。
爱动漫	爱动漫成立于 2014 年 6 月，2014 年度收入为 5 个月收入（8 月至 12 月），2015 年为全年收入，收入期间不同造成差异较大；净利润下降主要原因为 2015 年爱动漫发展能力开放业务，以较高分成比例吸引优质内容合作方。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

如果考虑 16 年业绩承诺，本次交易标的对应 16 年动态 PE 仅 18 倍，显著低于可

比公司平均水平（表 4）。

表 4: 可比公司市值及估值情况

股票代码	股票简称	市值（亿元）	2015PE	2016PE
300104	乐视网	884.08	208.70	89.88
300043	互动娱乐	162.37	55.27	33.04
300144	宋城演艺	332.36	70.39	34.97
300113	顺网科技	232.24	121.65	47.20
300315	掌趣科技	287.10	93.21	32.65
300418	昆仑万维	302.87	136.96	58.80
300494	盛天网络	102.67	41.18	105.20
002354	天神娱乐	209.75	82.53	34.21
市值加权平均值			133.25	60.70
收购标的			84.76	18.20

资料来源：公司资料，Wind，国信证券经济研究所整理
注：可比公司 2016PE 按万德一致预期计算。

同时，从 2015 年以来类似可比标的收购增值溢价率和收购 PE 来看（表 5），公司收购对应的评估增值率仅 141%，明显低于平均水平，且收购对应 2016 年动态 PE18 倍也低于约 23 倍的平均水平。综合来看，本次收购 PE 估值相对不高。

表 5: 2015 年可比案例收购 PE 及评估增值率情况

上市公司	标的资产	评估基准日	交易市盈率	评估增值率（%）
浙报传媒	爱阅读 70%股权	2014 年 12 月 31 日	25.85	773.20
捷成股份	华视网聚 80%股权	2015 年 6 月 30 日	16.00	1,342.76
电广传媒	北京掌阅 52.6315%股权	2015 年 12 月 31 日	19.76	-
乐视网	乐视影业 100%股权	2015 年 12 月 31 日	18.85	366.94
万达院线	万达影视 100%股权	2016 年 2 月 29 日	28.62	171.46
互动娱乐	趣九网络 67.13%股权	2016 年 6 月 30 日	144.42	2,098.90
平均值			42.25	950.65
中值			22.80	773.20
本次交易标的资产			18.20	140.94

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

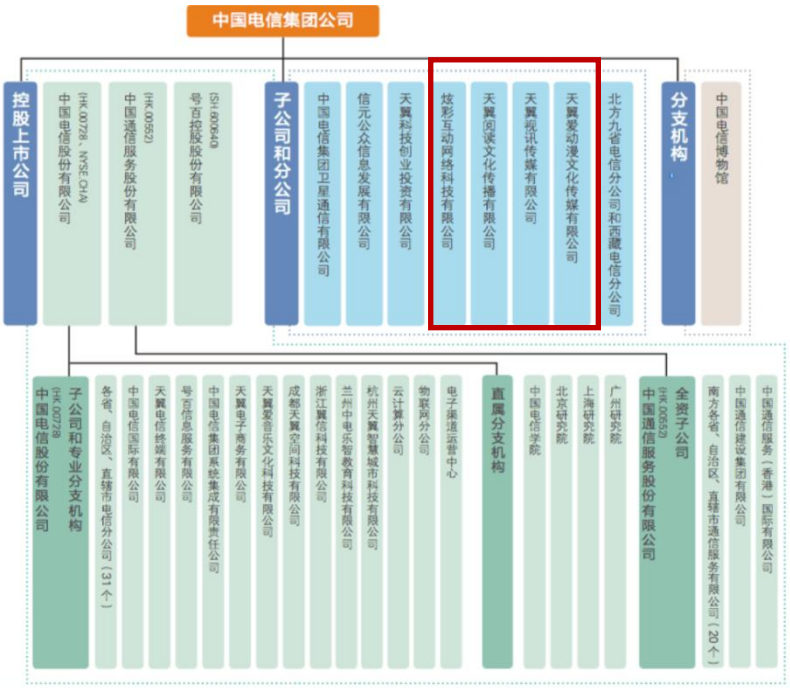
电信集团创新业务平台，打造互联网娱乐生态圈

收购看点一：电信集团互联网创新业务平台，背靠电信庞大客户基础

号百控股是电信集团旗下三大运营上市公司平台之一，也是其 A 股唯一的上市公司平台。如下图所示，电信集团在港股的两大上市平台各有所专，但 A 股上市平台号百控股此前业务主要以商旅预订、酒店运营及管理业务和积分运营业务为主，近两年均有所承压，盈利也相对平平。并且，考虑 A 股和港股对待互联网创新业务的估值差异，我们认为号百控股作为公司互联网创新业务平台某种意义而言也是大势所趋。本次电信集团将**天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动、爱动漫**等新兴业务注入上市公司也在一定程度上说明了这一点。

在这种情况下，本次交易完成后，号百控股有望打造为电信集团创新业务板块的统一会员平台，以天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动、爱动漫的应用端为入口汇聚客流，打通用户数据和会员信息，创新线上线下、跨媒介、多场景的文娱商旅消费模式。

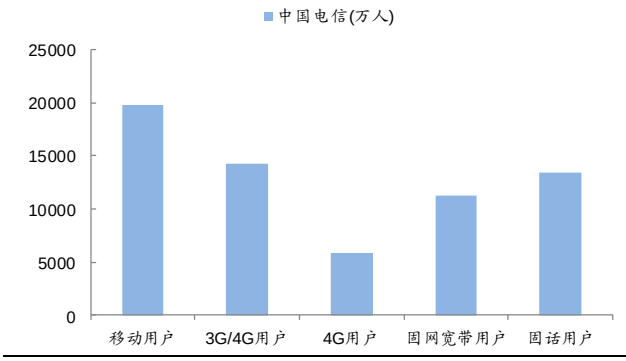
图 5: 电信集团旗下分支机构



资料来源：电信集团官网，国信证券经济研究所整理

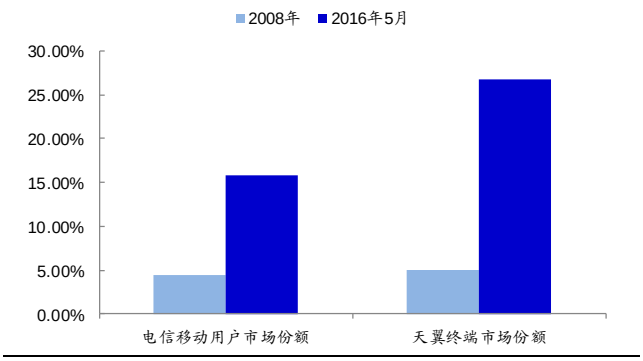
并且，作为电信集团的互联网创新业务平台，其天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫等客户端拥有电信集团的亿级客户支撑。如下图所示，2015 年，中国电信的移动用户已经达到近 2 亿人（截至 2016 年 3 月底，电信集团移动用户数已超过 2 亿），固网宽带用户也达到一亿人以上，极为可观。

图 6: 2015 年中国电信的客户基础情况



资料来源：IT之家 www.ithome.com、虎嗅网 www.huxiu.com，国信证券经济研究所整理

图 7: 电信移动市场份额和天翼终端市场份额快速增长



资料来源：全景财经，国信证券经济研究所整理

并且，电信集团近年来一直积极推广电信移动客户群，并通过补贴或套餐形式（固话+宽带+手机捆绑，并赠送天翼终端手机）推广天翼手机终端，因此电信移动和天翼终端的市场份额近年来也保持较快增长。如上图所示，截止 2016 年 5 月，电信移动业务用户份额从 2008 年的 4.4%增加至 2016 年 5 月的 15.8%；天翼终端市场份额从 2008 年的 5%，提升到了 2016 年 1-5 月的 26.7%。考虑到电信天翼终端往往预装天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫等客户端，从而为上述应用的用户推广奠定了有利条件。

同时，为了支持相关创新业务的发展，电信集团对上述软件在资费、流量等方面也采取各种支持，加速电信用户向天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动和爱动漫等用户的

转换，持续支持天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动和爱动漫等业务发展。这也是上述客户端区别于其他客户端的核心竞争力所在。

表 6: 相关产品在电信端的收费及支持情况

产品	与电信相关情况
天翼视讯	由通信费和信息费两部分构成，信息费 10 元/月，用户注册开通中国电信天翼帐号（通行证）即可使用观看。
天翼阅读	推出天翼阅读精选畅阅包，5 元/月，方式简单，编辑短信即可订阅。
炫彩互动	即电信“爱游戏”，有爱游戏特惠包和爱游戏大众包，电信渠道均可办理。
爱动漫	可使用天翼帐号登录。爱动漫包月仅支持使用电信话费进行会员支付，话费扣费，异网用户仅可观看免费内容。设有爱动漫-纷享包、开心一笑、专题包等套餐。

资料来源：电信官网，国信证券经济研究所整理

收购看点二：视频/游戏/阅读/动漫业务协同，打造互联网娱乐生态圈

本次交易完成后，天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动、爱动漫等将注入上市公司平台。在这种情况下，公司一方面有望继续依托电信客户基础，依托资本市场平台，持续优化提升**天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动、爱动漫**等平台的用户基础和客单价水平，提升其影响力和市场份额，另一方面通过打通 IP 在视频、游戏、阅读和动漫领域之间的跨平台合作的壁垒，可以构建泛娱乐休闲生态圈，推动公司业务模式全面升级，催生创新动能，加速业绩增长。

具体来看，公司本次注入的四个平台业务盈利模式、用户情况及财务情况如表 6 和表 7 所示。

表 7: 收购标的业务、盈利模式和产品数量及用户情况

标的	成立时间	业务概况	产品及业务说明	盈利模式	用户及产品数量
天翼视讯	2011 年 3 月	负责中国电信集团范围内所有移动和在线视频业务的运营	“天翼视讯”和“爱看 4G”客户端及 Wap 门户向用户提供免费和付费的直播、点播和其他长片和短片视频内容。除客户端外，天翼视讯还运营付费视频网站 www.tv189.com。	天翼视讯通过视频内容类客户端提供互联网视频服务取得收入，并与内容提供方进行分成，主要产品为视频业务套餐和品牌包产品，供用户订购使用。此外，天翼视讯也提供整合营销服务及终端定制来拓展业务经营模式。	截至 2016 年 5 月 31 日，与近 200 家内容提供方建立合作关系，拥有 592 万条库存节目数，165 路电视直播以及 7,500 条的内容更新量。 截至 2016 年 3 月底，天翼视讯的注册用户数已超过 1.94 亿，2016 年 1 季度平均日活跃用户数超过 23 万人，**月活跃用户数达到 426 万户**，用户使用时长超过 2,205 万小时。
炫彩互动	2012 年 8 月	建立以"爱游戏"为核心的平台型产品群，持续开发汇聚游戏用户的平台型新产品	“爱游戏”（开放式游戏平台）、“中国游戏中心”（集游戏、竞技、商务为一体的社区）、“好盟”（手机游戏精品推广，汇集中小渠道商流量）、“WeFun”（**移动电竞平台**）等主要产品。	作为内容提供方，通过游戏自研、代理等方式通过外部渠道向用户提供游戏及形式多样的游戏道具来获得收入。作为平台运营方，整合大量内容开发商，通过终端分发至用户，通过用户付费获取收入，此外还拓展广告、周边增值产品等业务。	2015 年炫彩互动手机游戏的月均活跃用户约 3,500 万户，**2016 年 1 季度月均活跃用户约 5,000 万户。**
天翼阅读	2012 年 8 月	以数字阅读平台业务作为基础，提供以泛娱乐为主的数字阅读服务	天翼阅读目前提供的主要产品及服务包括：1）“天翼阅读”平台；2）“氧气听书”客户端；3）定制化政企阅读解决方案及 4）版权业务。	天翼阅读通过提供付费阅读或听书服务取得收入，并与内容提供方进行分成，主要方式为用户订购包月阅读产品或付费点播。此外，天翼阅读还通过提供广告服务和政企阅读产品取得收入。	截至 2016 年 3 月 31 日，“天翼阅读”包括超过 36 万册的正版数字资源；截至 2015 年底，平台的注册用户数约 2.7 亿。 截至 2016 年 3 月 31 日，氧气听书客户端汇聚了 21.6 万小时、8 万部音频节目。2015 年 12 月，“氧气听书”客户端的**月均日活跃用户数达到 67.5 万**，较 2015 年 1 月增长 3.7 倍。
爱动漫	2014 年 6 月	爱动漫通过整合互联网动画、漫画资源，向用户提供动漫画及相关内容的浏览、订购等服务。	爱动漫的主要产品及服务包括：1）动漫画数字阅读；2）IP 运营；3）数字衍生品运营等。	立足动漫内容分发，通过自有平台、外部合作平台等渠道引导用户付费订购或者点播产生收入，并与内容提供方进行分成。此外还通过提供视频广告代理服务、动漫实物衍生品电商服务取得收入。	截至 2016 年 3 月底，“爱动漫”客户端的注册用户数超过 4,000 万，2016 年 1 季度**月均活跃用户数达到 149 万**，月均观看量超过 3,900 万次。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

表 8: 收购标的的财务指标

标的资产	2014 年收入（万元）	2015 年收入（万元）	2014 年净利润（万元）	2015 年净利润（万元）	2014 年扣非净利润（万元）	2015 年扣非净利润（万元）
天翼视讯	112,090	131,741	11,076	3,885	9,039	3,149
炫彩互动	60,920	66,535	2,491	3,395	1,839	3,101
天翼阅读	23,361	31,544	-2,371	-2,543	-2,377	-2,740
爱动漫	9,402	20,676	420	-140	442	-163
合计	205,773	250,495	11,616	4,596	8,944	3,346

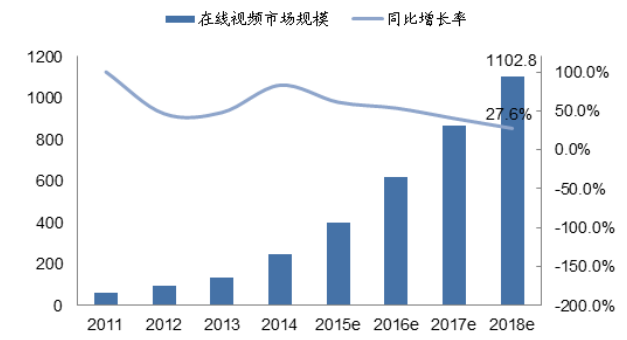
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

1、天翼视讯：独家运营中国电信集团范围内所有移动和在线视频业务。目前主推“天翼视讯”和“爱看 4G”两个客户端。天翼视讯通过技术服务及终端定制等综合解决方案，拓展视频云集成、视频整合营销及“M+TV（即手机屏+电视屏）”跨屏互动等线下业务，通过会员订购、内容合作及整合营销等经营模式，搭建上游内容生态体系及对外合作生态圈，实现在互联网视频领域内的综合产业布局。按照中国电信与合作伙伴基本固定的分成比例，合作伙伴拿走 50%的份额，电信公司为 15%，天翼视讯分得剩余 35%的份额。

截至 2016 年 5 月 31 日，天翼视讯已与近 200 家内容提供方建立合作关系，拥有 592 万条库存节目数，165 路电视直播以及 7,500 条的内容更新量。根据电信集团《手机 app 排名及内容覆盖率定期监测报告》，天翼视讯电影和电视剧内容覆盖率在同类互联网视频内容提供商中均排名第一，并具备一定的内容发布速度优势。

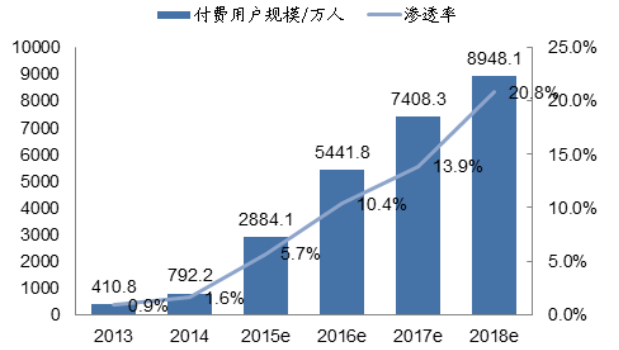
核心看点：1）分享在线视频行业高成长。参考艾瑞咨询的分析，未来几年在线视频行业仍有望呈现 30-50%的较快增长，且付费用户规模也持续提升，其渗透率有望从 2015 年的 5.7%提升至 2018 年的 20.8%，付费看在线视频的消费习惯逐步形成有助于在线视频平台盈利的逐步实现。

图 8: 在线视频市场规模保持高速增长



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 9: 在线视频行业付费用户和渗透率持续提升

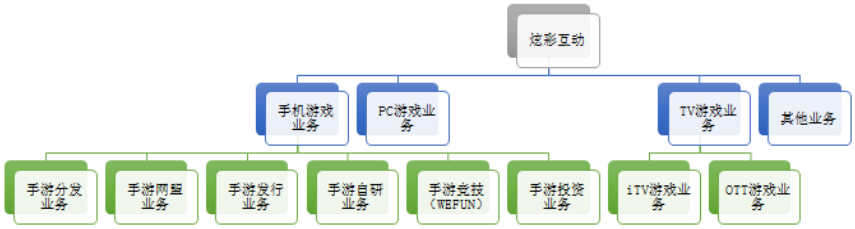


资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

2）**独享电信资源支持，依托电信用户的持续成长获得稳健增长的客户基础和视频资源支持。**区别于其他视频网站，天翼视讯的最大优势在于独家垄断电信旗下视频资源，可以有效分享电信旗下的用户基础（包括移动用户、固定宽带用户等），通过拓展“M+TV（即手机屏+电视屏）”跨屏互动，从而有望获得良好的增长。

2、炫彩互动。炫彩互动通过建立以"爱游戏"为核心的平台型产品群，持续开发汇聚游戏用户的平台型新产品，整合产业链上下游资源，提供自有和合作内容，满足用户基于手机、电脑等不同终端的文化娱乐需求；通过建立"炫彩互动"自有品牌的内容型产品群，以自研、发行、投资等多种方式，持续产生自有的优质游戏内容资源，为用户创造娱乐价值。目前，其业务体系如下图所示。

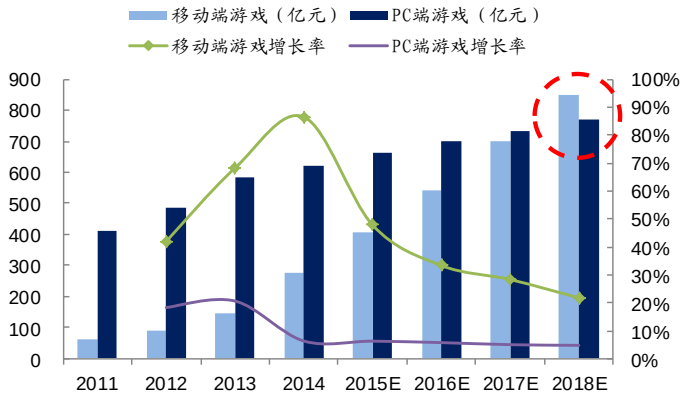
图 10：炫彩互动的业务体系



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

我们认为，炫彩互动的核心看点在于：1）**分享网页游戏和移动游戏行业持续的高成长。**参考艾瑞网的数据，国内游戏领域尤其是手游领域目前仍保持快速增长（见图 10）。2）依托电信 2 亿移动用户基础，炫彩互动**行业内竞争优势相对突出。**尤其在目前移动游戏领域，由于游戏种类繁多以及数量的显著增加，掌握庞大用户基础，能够获得众多用户关注并转化为游戏用户的推广入口正成为整个移动游戏产业链中最重要的资源。鉴于此，电信的客户基础为炫彩互动的游戏平台提供了良好的支撑。手游方面，参考易观国际数据统计，截至 2015 年末，**炫彩互动在玩家覆盖率方面位列前十**；棋牌类游戏方面，2016 年 1 季度，中国游戏中心棋牌每日最高同时在线超过 8 万用户，处于行业第二梯队；电视游戏方面，参考海信电器《电视游戏年度报告》，炫彩互动是**国内最大的第三方智能电视游戏平台**。

图 11：2011-2018 年游戏市场规模增长情况



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

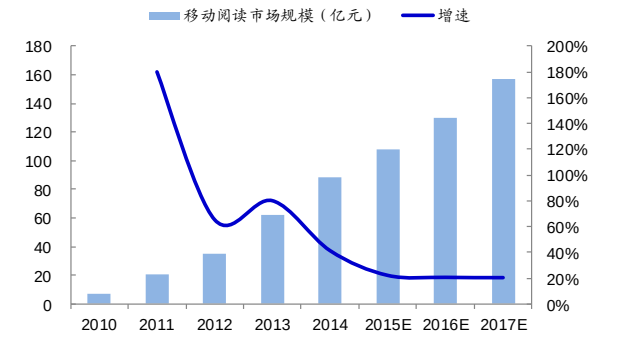
此外，炫彩互动还积极布局电竞领域，分享这一新兴市场的成长。参考荷兰的著名研究公司发布的分析报告，全球有将近超过两亿的电竞观众，经常收看电竞内容的用户达到了 1.8 亿人。2014 年，中国市场则拥有 8000 万的用户，预计收入也将达到 15 亿人民币的水平。2014 年以来，炫彩互动积极布局电竞领域。2014 年，在其“爱游戏”平台举办的 EFLN 手游电子竞技赛事，吸引了超过两亿人次的用户关注，参与比赛的人数超过了 16.5 万，比赛进行了多平台的网络直播，最高同时在线观看的人数超过了 20 万，整体的观看人数超过了 200 万。2015 年，炫彩互动邀请了 LOL 知名选手若风作为代言人，并拍摄视频广告，视频的点击率达到了 650 万人次。2016 年，炫彩互动 CEO 张鹏公布了爱游戏 2016 全新电竞体系，该体系将包括赛事体系、经纪体系及内容体系。2016 年 EFUN 将升级为“WEFUN”，WEFUN 赛事以“全民微竞技”为核心概念，分为春季赛和秋季赛，实行线上赛选拔—城市赛复选—季度总决赛—年度总决赛的模式，进而强化炫彩互动在电竞领域

的布局。

3、天翼阅读。天翼阅读则以数字阅读平台业务作为基础，提供以泛娱乐为主的数字阅读服务，其中天翼阅读平台为用户提供数字化阅读服务，目前已经实现移动端、电脑端和电视端的多屏衔接。天翼阅读通过移动端向用户提供互联网音频节目收听服务，同时推出面向政企机构用户的一站式阅读解决方案，为政府和企业提供服务。用户主要有两种付费方式，以话费或充值阅点（天翼阅读自有虚拟货币）订购的包月方式，以及按章或按本订购的点播方式。同时，天翼阅读构建用户积分体系，建立积分商城，提供多样化的兑换商品，激励用户通过签到及阅读等途径来获取积分，提高用户的活跃度和留存率，扩大付费用户规模。此外，阅读业务也通过为企业提供广告营销服务来获得收入。

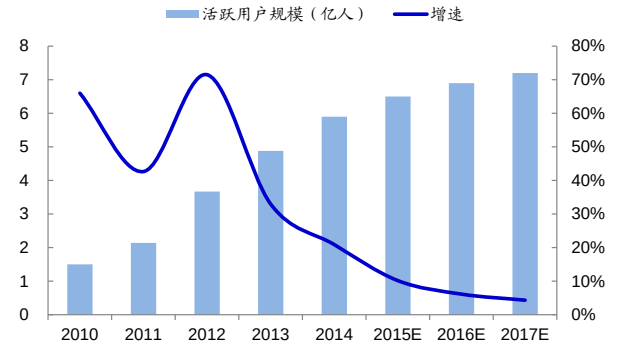
核心看点：1）分享行业稳健成长。参考图 11-12，移动阅读行业近两年仍有望保持 20%左右的增速，活跃用户也在持续稳步提升。据统计，2015 年中国移动阅读市场规模达到 108 亿元，同比增长 22.2%，市场规模放大。2）依托电信用户庞大的客户基础支持，**天翼阅读在同类应用中有较高的市场份额和领先的行业地位。**根据速途研究院数据统计，截至 2016 年 3 月底，天翼阅读客户端用户数以 6.38%的市场份额，占移动阅读行业第三位。根据易观国际数据统计，截至 2016 年 1 月底，氧气听书客户端以 5.2%的用户渗透率，占移动听书行业第三位。

图 12：2011-2018 网页阅读市场规模



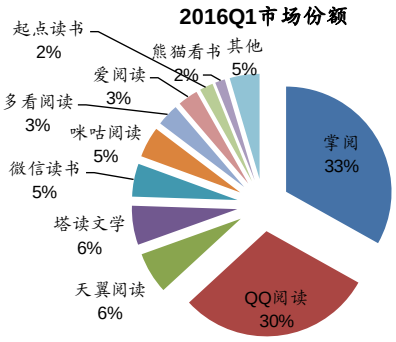
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 13：2011-2018 中国移动阅读的市场规模



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 14：2016 年一季度移动阅读领域市场份额情况

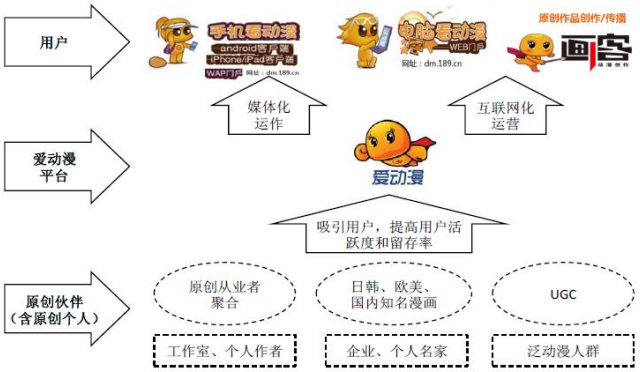


资料来源：速途研究院，国信证券经济研究所整理

4、爱动漫。爱动漫基于移动互联网技术应用，提供丰富多彩、高清互动、多终端多媒体产品，满足用户看动漫、玩动漫等一站式动漫消费需求，为原创作者提供展

示、交流、作品孵化的平台。

图 15: 爱动漫的经营模式



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 16: 爱动漫产品线

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

核心看点：1）**国内动漫行业目前仍保持良好成长。**参考沙利文的最新研究《中国动漫市场概览》，2015年我国动漫市场的市场规模约为1,200亿元人民币，预计到2020年将超过2,000亿元人民币，2015年至2020年复合年均增长率将保持在14%，市场发展潜力巨大。2）依托电信集团渠道和用户优势、便捷的第三方支付平台、丰富的网络和营销资源优势等，爱动漫在动漫平台中仍具有其相对优势。

图 17: 爱动漫的运营优势

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

投资建议：国改风口下集电信资源于一身的互联网娱乐平台，建议关注

整体而言，大股东电信集团拟将其优质资产天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫作价 38.96 亿元注入上市公司，助力其华丽转身，标志着公司国企改革有望取得突破。。并且，本次重组完成后，公司有望成为电信集团创新业务平台，依托电信 2 亿级用户基础，有望以标的公司的应用端为入口汇聚客流，通过打造统一的会员平台，打通用户数据和会员信息，创新线上线下、跨媒介、多场景的文娱商旅消费模式。更进一步地，伴随天翼视讯、天翼阅读、炫彩互动和爱动漫的整合提升，公司未来还有望打通 IP 在视频、游戏、阅读和动漫领域之间的跨平台合作的壁垒，构建泛娱乐休闲生态圈，催生创新动能，加速业绩增长，长期成长前景仍值得期待。

投资建议：若按停牌前收盘价 16.76 元计算，本次增发对应增发后潜在市值 133 亿元。假设收购标的 16 年全年并表，参考业绩承诺，预计公司 16-18 年全面摊薄后 EPS0.34/0.42/0.49 元，对应 16-18 年动态 PE49/40/34 倍，估值相对合理。考虑目前国企改革热点以及上市公司未来依托电信庞大客户基础打造泛娱乐休闲生态圈的长期前景，给予增持评级，建议风险偏好型投资者适度关注。

风险提示

1、监管审批仍有一定不确定性；2、收购后整合效果可能低于预期。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	2066	2340	2189	2341
应收款项	341	690	752	851
存货净额	20	0	0	0
其他流动资产	145	294	392	444
流动资产合计	**2573**	**3324**	**3333**	**3635**
固定资产	720	893	1274	1608
无形资产及其他	133	127	122	117
投资性房地产	261	261	261	261
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	**3689**	**4607**	**4993**	**5623**
短期借款及交易性金融负债	0	200	50	50
应付款项	295	534	507	562
其他流动负债	320	605	721	809
流动负债合计	**615**	**1339**	**1278**	**1422**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3
长期负债合计	**3**	**3**	**3**	**3**
负债合计	**618**	**1342**	**1281**	**1424**
少数股东权益	524	530	580	632
股东权益	2547	2734	2932	3167
负债和股东权益总计	**3689**	**4607**	**4793**	**5223**

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.06	0.34	0.42	0.49
每股红利	0.03	0.10	0.17	0.20
每股净资产	3.21	3.45	3.70	3.99
ROIC	0%	12%	24%	23%
ROE	2%	10%	11%	12%
毛利率	11%	20%	22%	23%
EBIT Margin	0%	5%	6%	7%
EBITDA Margin	0%	6%	8%	9%
收入增长	42%	102%	15%	13%
净利润增长率	-47%	480%	23%	19%
资产负债率	31%	41%	39%	39%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	287.4	49.6	40.3	33.9
P/B	5.2	4.9	4.5	4.2
EV/EBITDA	-879.4	31.8	21.0	17.0

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**3381**	**6840**	**7841**	**8871**
营业成本	3014	5493	6131	6831
营业税金及附加	48	137	157	177
销售费用	21	260	298	364
管理费用	313	621	750	892
财务费用	(10)	(27)	(26)	(31)
投资收益	58	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	46	356	532	638
营业外净收支	24	1	0	0
利润总额	**69**	**357**	**532**	**638**
所得税费用	15	79	120	159
少数股东损益	8	11	82	86
归属于母公司净利润	**46**	**268**	**330**	**392**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	**46**	**268**	**330**	**392**
资产减值准备	3	(8)	0	0
折旧摊销	0	90	124	171
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	(10)	(27)	(26)	(31)
营运资本变动	1002	39	(71)	(7)
其它	1	14	49	52
经营活动现金流	**1060**	**404**	**432**	**608**
资本开支	94	(250)	(500)	(500)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**92**	**(250)**	**(500)**	**(500)**
权益性融资	6	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(24)	(80)	(132)	(157)
其它融资现金流	(7)	200	(150)	0
融资活动现金流	**(49)**	**119**	**(282)**	**(157)**
现金净变动	**1103**	**273**	**(350)**	**(49)**
货币资金的期初余额	963	2066	2340	2189
货币资金的期末余额	2066	2340	1989	2141
企业自由现金流	1084	136	(56)	119
权益自由现金流	1078	357	(185)	143

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
陶　川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕　翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		**医药生物**		**互联网**	
董德志	021-60933158	江维娜	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	0755-22940745	邓周宇	0755-82133263	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161	万明亮		何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152	梁东旭	0755-82130646		
		徐衍鹏	021-60875165		
		谢长雁	0755-82133263		
纺织/日化/零售		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
郭陈杰	021-60875168	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
朱　元	021-60933162	钟　潇	0755-82132098		
		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
王齐昊	0755-22940673	蓝逸翔	021-60933164	邵　潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资		**非金属及建材**		**房地产**	
李君海	010-88005315	黄道立	0755-82130685	区瑞明	0755-82130678
王　东	010-88005309	刘　宏	0755-22940109	朱宏磊	0755-82130513
徐培沛	0755-22940793				
电力设备新能源		**化工**		**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160	苏　淼	021-60933150	刘　萍	0755-22940678
轻工造纸		**汽车及零部件**		**非银行金融**	
邵　达	0755-82130706	梁　超	0755-22940097	陈　福	
				赵秋实	
				王继林	
金融工程					
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹　璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏　坤 13726685252	吴　国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王　玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	倪　婧 18616741177	黄明燕 18507558226	刘　研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	林　若 13726685252	刘紫微 13828854899	夏　雪 18682071096
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简　洁 13726685252	吴翰文 13726685252
	周　鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		