

打造多屏互联 流量入口制胜

■公司已华丽转型为移动端为主的内容分发入口型公司：新世纪拟将全部资产与负债同数字天域100%股权进行等值置换，9月25日公司公告交易事项获得无条件审核通过，10月31日获证监会核准。数字天域主营业务是操作系统、中间件平台及相关应用的研发与运营，通过预装、网盟、信息推广以及线下渠道，数字天域分发、运营其操作系统为代表的自有产品和第三方合作产品，为移动终端用户提供综合性的移动互联网应用服务。包括何志涛、李一南等公司管理层拥有丰富的产业资源背景，股东PE背景深厚，有助于整体战略的持续推进。

■公司业绩保持快速增长，海外业务加速推进：13年若不考虑股份支付影响净利润为9,023万元，同比增长93.28%。海外业务12年和13年公司分别实现营收5389万元和8437万元，同比增长39%和57%。海外客户以本地运营商为主，其本地经营与数字天域的流量入口有较强协同，我们判断14年有加速扩张之势。

■看好公司在多屏互联网领域的持续布局。截止14年H1，公司产品累计用户3.287亿人，操作系统使用用户累计数千万人。从手机到Pad、互联网电视，通过丰富的智能终端产品线获取海量用户，同时精耕细作提高单用户ARPU，未来的开拓空间非常值得期待。

■投资建议：在重组书承诺业绩上，我们极为保守预计公司2014年-2016年的收入增速分别为78%、32%、29%，净利润增速分别为71%（对比数字天域13年不考虑股权处理的净利润）、29%、33%，成长性突出，我们判断15年公司业务会有重大突破。首次给予买入-A的投资评级，12个月目标市值150亿元，对应股价53.4元。对应市盈率较高，但看好移动智能终端的分发价值和公司执行力，公司业绩有超预期空间，不排除未来上调盈利预测。同时我们认为公司是优质流量入口，看好长期的战略和产业布局。

■风险提示：海外业务拓展不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	254.8	215.8	358.3	461.7	562.7
净利润	4.4	-41.4	153.6	197.4	250.7
每股收益(元)	0.04	-0.39	0.55	0.70	0.89
每股净资产(元)	4.48	3.98	2.68	3.37	4.25
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	887.3	-91.0	64.5	50.7	39.9
市净率(倍)	7.9	8.9	13.2	10.5	8.4
净利润率	1.7%	-19.2%	23.2%	22.6%	23.3%
净资产收益率	0.9%	-9.7%	15.2%	15.9%	17.5%
股息收益率	0.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.5%	-16.8%	45.4%	14.6%	19.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级

买入-A

首次评级

12个月目标价 53.40元

股价(2014-11-10) 37.15元

交易数据

总市值(百万元)	3,975.05
流通市值(百万元)	2,149.36
总股本(百万股)	107.00
流通股本(百万股)	57.86
12个月价格区间	12.17/39.40元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.87	21.21	164.02
绝对收益	4.88	31.27	175.19

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060001
wenhao@essence.com.cn
010-66581627

许彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070001
xubin3@essence.com.cn

报告联系人

杨文硕

010-66581842

yangws@essence.com.cn

相关报告

1 数字天域：借壳新世纪登陆资本市场 管理层有丰富产业经验.....	3
1.1 交易方案：借壳新世纪登陆资本市场.....	3
1.2 公司简介：曾计划境外上市 近两年业绩保持快速增长.....	4
2 行业分析：移动大潮势不可挡 操作系统亦是分发入口.....	7
2.1 移动互联网：2017 年规模将达到 5849 亿元 年增速 30%以上.....	7
2.2 操作系统：Android 树立领先优势 多类厂商参与深度二次开发.....	8
2.3 操作系统成为流量入口的一环.....	12
3 数字天域：与 400 家合作伙伴广泛合作 打造移动分发入口.....	14
3.1 业务模式：建立完备的系统与应用体系 预装是主要分发途径.....	14
3.2 收入结构：产品分发收入占比日渐提升 海外市场得到快速拓展.....	17
3.3 未来展望：大力发展第三方应用分发市场 影响力在海外迅速扩张.....	18

表 1：重组前、发行股份购买资产后、发行股份募集配套资金后上市公司股本结构 ..	3
表 2：公司董事会和高管团队背景.....	5
表 3：主要智能终端操作系统.....	9
表 4：增强工具应用代表性产品一览.....	10
表 5：国内主流 OS 产品一览.....	11
表 6：两类公司代表比较.....	12
表 7：数字天域产品列表.....	15
表 8：主要自有产品用户与收入情况.....	16
表 9：数字天域推广渠道.....	17
表 10：公司的合作伙伴.....	17
表 11：公司累计用户数.....	17
表 12：数字天域分业务收入情况.....	18
表 13：2014 年上半年前五名客户.....	18
表 14：各类业务未来预计实现的收入（万元）.....	18
表 15：募集配套资金投入项目.....	19

1 数字天域：借壳新世纪登陆资本市场 管理层有丰富产业经验

1.1 交易方案：借壳新世纪登陆资本市场

新世纪 14 年 4 月 8 日发布公告，拟将全部资产与负债同数字天域 100% 股权进行等值置换，交易标的作价的差额由上市公司通过向交易对方非公开发行股份购买。同时，新世纪拟采用锁价发行方式向何志涛非公开发行股份募集配套资金，确保何志涛及其一致行动人对重组后的上市公司具有控制权。本次交易构成借壳上市。9 月 25 日，公司公告重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件审核通过。10 月 31 日公司公告该重大事项获得证监会核准。

交易具体方案如下：

1. 交易对方何志涛、陈理、郭静波、李一男、陈书智、王海燕 6 名自然人及携手世邦、东方富海二号、华慧创投、苏州方广和 E.T.XUN 所持有的数字天域 100% 股份作价注入资产，作价为 21.29 亿元；新世纪全部资产和负债为拟置出资产，作价为 3.897 亿元。标的差额 17.39 亿元，以 12.86 元/股的价格非公开发行 135,233,994 股向交易对方购买。
2. 为了增强数字天域借壳新世纪实现 A 股上市后，持续盈利和发展的能力，同时**确保数字天域原实际控制人何志涛及其一致行动人对重组完成后的上市公司具有控制权**，新世纪拟采用锁价发行方式向何志涛非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 49,852 万元，发行价格亦为 12.86 元/股。即，拟募集配套资金向何志涛发行股份数量不超过 38,765,163 股。
3. 本次交易完成后，何志涛及其一致行动人陈理、郭静波将持有本公司 95,060,370 股股份，占比 33.83%，成为本公司的控股股东和实际控制人。

表 1：重组前、发行股份购买资产后、发行股份募集配套资金后上市公司股本结构

股东名称	本次重组前		发行股份购买资产后		发行股份募集配套资金后	
	股份数量 (股)	占比 (%)	股份数量 (股)	占比 (%)	股份数量 (股)	占比 (%)
何志涛	-	-	39,282,771	16.22	78,047,934	27.78
陈理	-	-	8,506,218	3.51	8,506,218	3.03
郭静波	-	-	8,506,218	3.51	8,506,218	3.03
李一男	-	-	6,416,853	2.65	6,416,853	2.28
陈书智	-	-	2,965,681	1.22	2,965,681	1.06
王海燕	-	-	2,965,681	1.22	2,965,681	1.06
携手世邦	-	-	7,359,434	3.04	7,359,434	2.62
东方富海二号	-	-	5,758,264	2.38	5,758,264	2.05
华慧创投	-	-	1,152,194	0.48	1,152,194	0.41
苏州方广	-	-	1,645,798	0.68	1,645,798	0.59
E.T.XUN	-	-	50,674,882	20.92	50,674,882	18.03
徐智勇	18,097,992	16.91%	18,097,992	7.47	18,097,992	6.44
高雁峰	15,469,936	14.46%	15,469,936	6.39	15,469,936	5.51
滕学军	15,469,936	14.46%	15,469,936	6.39	15,469,936	5.51
乔文东	11,602,452	10.84%	11,602,452	4.79	11,602,452	4.13
陆燕	3,700,000	3.46%	3,700,000	1.53	3,700,000	1.32
重组前的其他社会公众股东	42,659,684	39.87%	42,659,684	17.61	42,659,684	15.18
合计	107,000,000	100.00%	242,233,994.00	100	280,999,157	100

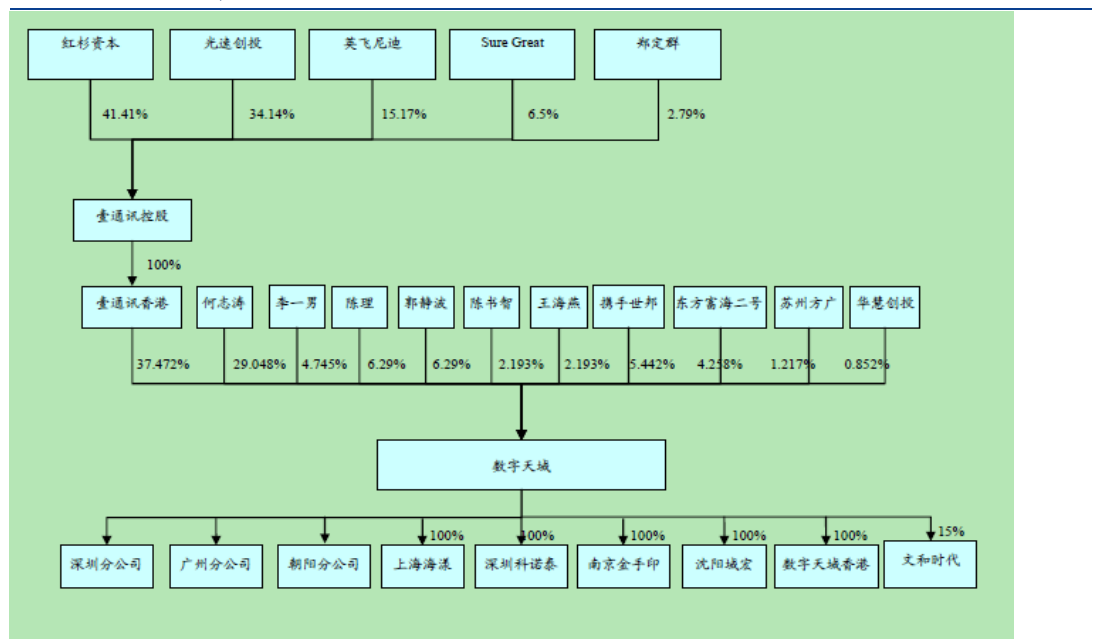
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

重组的业绩承诺方何志涛、陈理、郭静波及携手世邦承诺数字天域 2014 年、2015 年和 2016 年实现扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 14,246.20 万元、18,461.15 万元和 23,497.98 万元，对应 PE 分别为 14.9 倍、11.5 倍和 9 倍。**并且，携手世邦（数字天域高管持股平台企业）将股份锁定期与承诺业绩的完成相绑定。**在 2014 年承诺利润实现后携手世邦可解禁本次重大资产重组所取得股份的 35%，2015 年承诺利润实现后可再解禁本次重大资产重组所取得股份的 35%，2016 年承诺利润实现后可再解禁本次重大资产重组所取得股份的 30%。（何志涛及一致行动人陈理、郭静波锁定期为 36 个月。其他通过本次交易获得非公开发行股份的股东的锁定期为 12 个月。）

1.2 公司简介：曾计划境外上市 近两年业绩保持快速增长

数字天域前身北京数字天域有限责任公司成立于 2002 年 5 月。2009 年，天域有限拟于境外申请上市，并计划于上市前进行境外私募，并且建立了相关境外上市、返程投资的架构。**2013 年数字天域拟于境内上市，遂废止了该境外架构。**数字天域的主营业务是移动终端操作系统、中间件平台及相关应用的研发与运营，产品覆盖操作系统、中间件、手机基础应用、社交应用、手机管理工具、资讯等。通过预装、网盟、信息推广以及线下渠道，数字天域分发、运营其自有产品和第三方合作产品，为移动终端用户提供综合性的移动互联网应用服务。截止本次交易之前，数字天域的股权控制关系图如下：

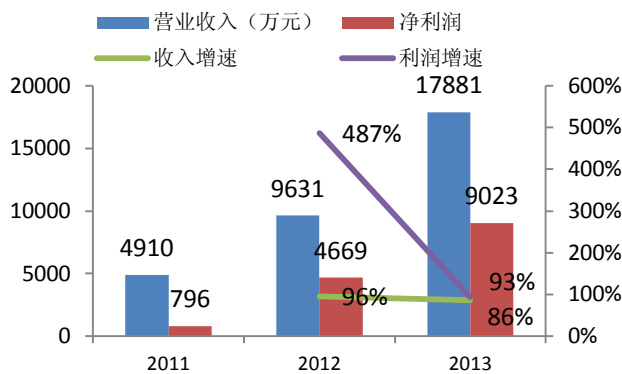
图 1：交易前数字天域股权控制关系图



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

数字天域 2013 年营业收入 17881 万元，同比增长 86%，归属母公司股东净利润 2271 万元，同比减少 51%。净利润减少主要为向高管持股公司携手世邦、李一男转让部分股权，股权转让在会计处理时作为股份支付计入管理费用所致，**若不考虑股份支付的影响，2013 年净利润为 9,023.18 万元，较 2012 年度增加 93.28%**。公司当前主要业务为自有软件应用的分发业务，2013 年以来多项业务齐头并进，其中爱号、游戏渠道推广、网卡销售三项业务合计实现 9,657.27 万元，2013 年营业收入增长的绝大部分都是由这三项业务贡献。

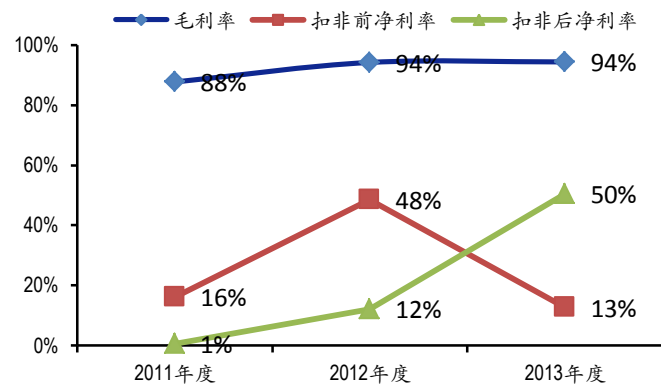
图 2：营业收入与净利润



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

注：图中净利润同比是指不考虑股份支付后的净利润同比

图 3：毛利率、扣非前净利率与扣非后净利率比较

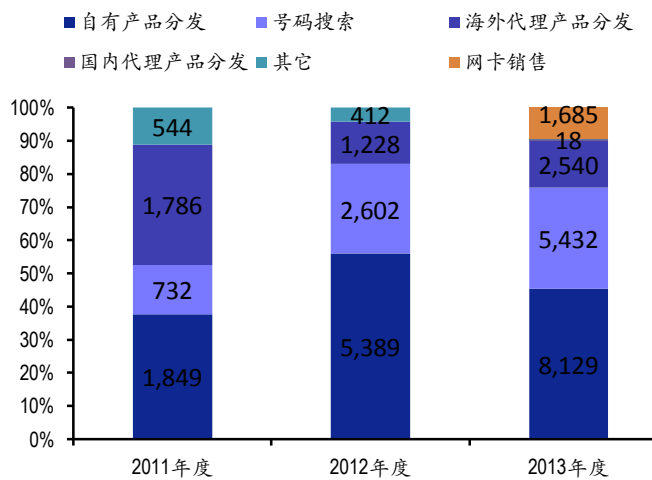


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2011 年、2012 年公司净利润分别为 796 万元和 4669 万元，2013 年，何志涛、林云峙向高管持股公司携手世邦、李一男转让部分股权，上述股权转让在会计处理时作为股份支付计入管理费用，共计 6,752.47 万元，因而造成 2013 年扣除非经常性损益前的净利润有所降低。若不考虑股份支付的影响，2013 年净利润为 9,023.18 万元，较 2012 年度增加 93.28%。

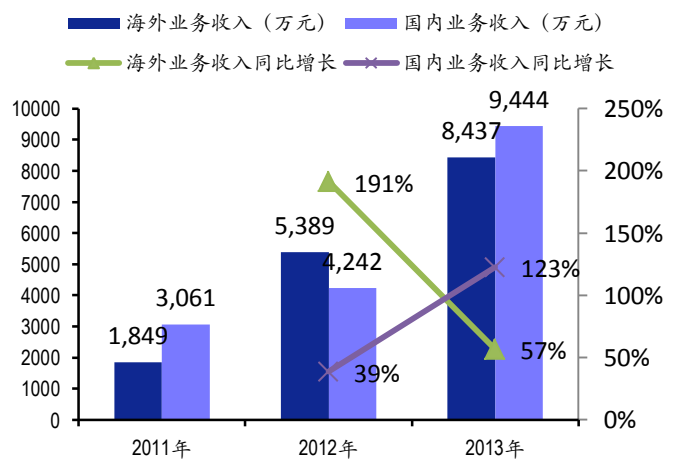
海外业务收入也保持快速增长，12 年和 13 年公司分别海外实现营收 5389 万元和 8437 万元，分别同比增长 39% 和 57%。2014 年 H1 公司海外实现营业收入 7416.66 万元，展望全年仍有加速上涨趋势。

图 4：主营业务结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：国内与海外营业收入及增速比较



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

从董事会成员和高管团队的背景可以看出，公司的核心管理层有丰富的产业经验，有助于公司战略的持续推进。

表 2：公司董事会和高管团队背景

	姓名	担任职务	工作经历
董事会	何志涛	董事长兼总经理	曾担任 LinkWell 副总裁兼首席运营官，北京酷宝网络科技有限公司首席执行官
	陈理	董事兼副总经理	曾担任北京酷宝网络科技有限公司技术总监，北京 3721 网络科技有限公司研发经理，北京圣方科技股份有限公司技术工程师。陈理先生在互联网及网络应用客户端方面有 10 多年的工

		作经验，曾主导或参与研究开发的产品有中国第一代有线电视网VOD 数字点播有线电视系统、增强型好联络手机通讯录客户端、IM及软件电话的客户端及网络云端设计。
郭静波	数字天域董事， 副总经理	曾担任壹通讯香港和壹通讯控股的董事
李一男	董事	曾任华为技术有限公司工程师、项目经理、副总裁，港湾网络有限公司总经理，北京百度网讯科技有限公司首席技术官，北京无限讯奇信息技术有限公司董事兼总经理
宓群	董事	历任Google Inc亚太区产品总监、大中华区投资并购总监，英特尔公司技术和市场拓展经理、光速安振美国创业投资基金董事总经理
周逵	董事	曾任联想控股有限公司业务发展部主任、联想投资有限公司高级副总裁；现任红杉资本股权投资管理（天津）有限公司董事长等职务
李宏	独立董事	曾任深圳经济特区审计师事务所、香港华利信会计师事务所项目经理，深圳广信会计师事务所合伙人；现任北京永拓会计师事务所深圳分所负责人
张庆龙	独立董事	曾是天津财经大学、北京工商大学副教授；现是北京国家会计学院教授
刘洋	副总经理	历任北京雅虎网信息技术有限公司 OA 经理、谷歌信息技术（中国）有限公司产品经理；
肖静	副总经理	曾任雅虎控股（香港）有限公司制作人、上海浩方在线信息技术有限公司对战平台运营总监、诺基亚（中国）投资有限公司创新投资部产品经理、北京网乐天下互联网信息服务有限公司 A8 音乐集团互联网产品总监及战略发展总监，负责雅虎邮箱、雅虎通、浩方游戏对战平台、维信的运营、研发
居大功	副总经理	历任上海航空测控技术研究所研究员、上海贝尔股份有限公司客户总监、林可威尔国际有限公司北京分公司大客户总监
吕万洲	副总经理	曾任UT斯达康（杭州）通讯有限公司高级产品经理，龙旗科技（上海）股份有限公司产品总监，北京凤灵创景科技有限公司副总经理。 吕万洲先生曾负责PHS和CDMA手机开发、3G智能终端的产品管理和市场推广工作。在创新工场（点心OS）期间，负责点心OS产品规划、迭代开发，是国内最早为手机品牌商提供OS整体解决方案的技术团队负责人
苑辉	副总经理	曾就职于上海浩方科技信息有限公司，北京网乐天下互联网信息服务有限公司 A8 电媒音乐，卓望信息技术有限公司
胡波	副总经理	曾就职于华为技术有限公司移动系统部，任国际商业机器中国有限公司高级客户代表，北京无限讯奇信息技术有限公司业务发展部总经理
杨颖梅	董事会秘书、 财务总监	曾任上海龙宇燃油股份有限公司董事会秘书

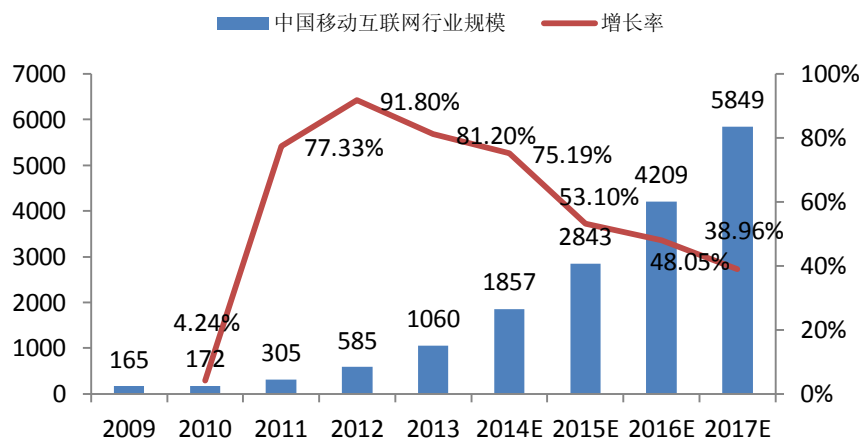
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2 行业分析：移动大潮势不可挡 操作系统亦是分发入口

2.1 移动互联网：2017 年规模将达到 5849 亿元 年增速 30% 以上

移动互联网在过去一段时间保持快速增长。根据艾瑞咨询统计显示，2013 年，中国移动互联网市场规模将达到 1,060 亿元，预计到 2017 年，移动互联网市场规模将达到 5,849 亿元，年增速均在 30% 以上。

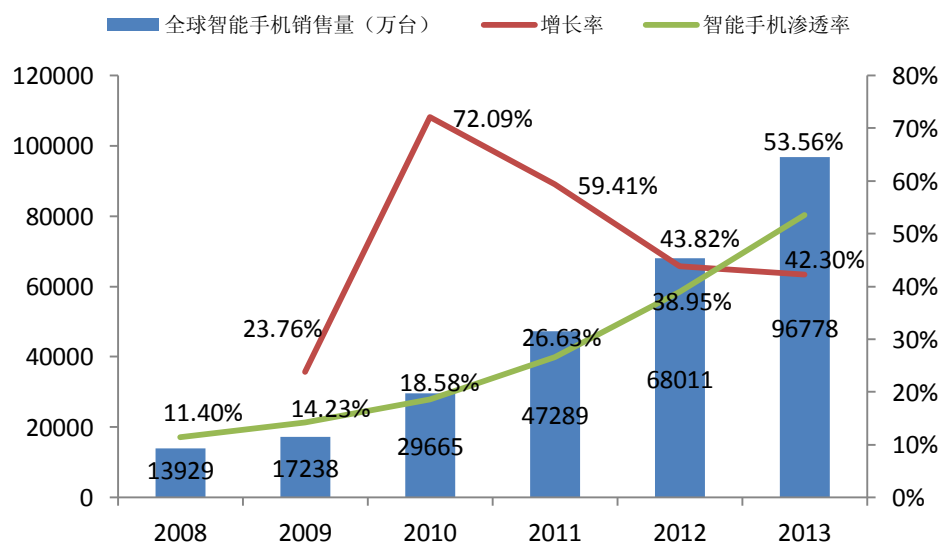
图 6：2009-2017 年中国移动互联网行业规模



数据来源：艾瑞咨询、安信证券研究中心

智能手机过去几年保持快速增长。自苹果发布 iPhone 和 Google 推出 Android 以来全球智能手机及关联产业进入快速发展期。2008 年，全球智能手机销售量为 1.39 亿部，仅占全球手机销量的 11.40%，到 2013 年，全球智能手机销售量已经达到了 9.68 亿部，占全球手机销量的 53.56%，相比 2008 年增长近六倍，年均复合增长率为 47.36%，智能机对功能机的替代率快速上升。

图 7：全球智能手机销量及渗透率



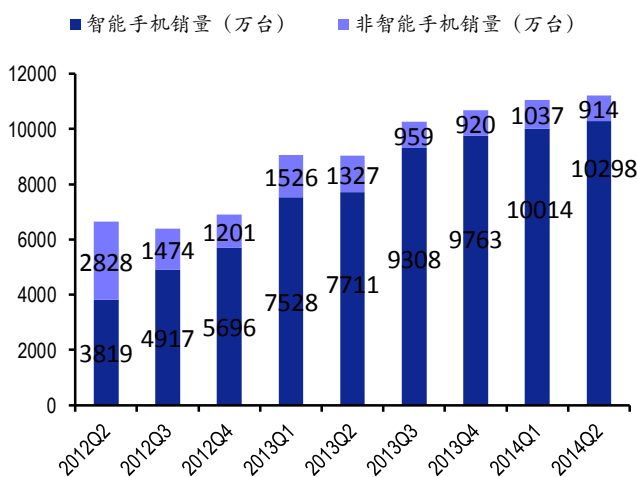
数据来源：Gartner、安信证券研究中心

过去两年里，中国智能手机出货量增长近四倍，成为世界最大的智能手机市场。根据 IDC

的数据，中国有近 10 亿手机用户，其中大约 40% 使用智能手机。IDC 预测，2014 年中国智能机出货量将达到 4.5 亿，比 2013 年增加 25%。

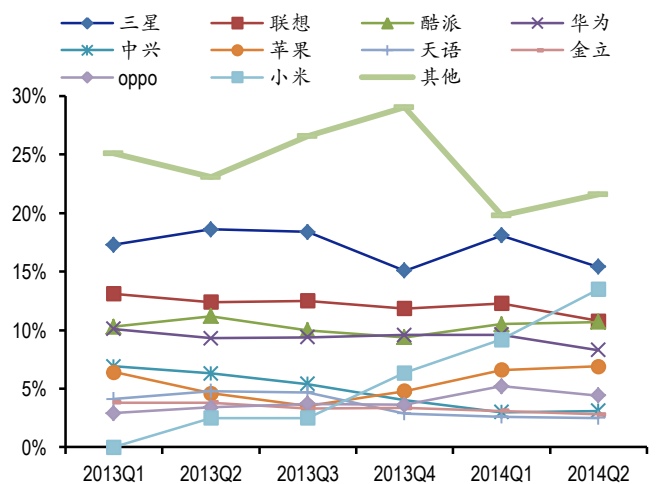
随着中国成为世界最大智能手机市场，国内本土智能手机品牌迅速成长，近年来在国内外销量均呈现跨越式增长。根据互联网公开材料，2014 年上半年，国内智能手机出货量达 1.93 亿部，占同期国内手机出货量的 87.7%，较上年同期提高了 13.9 个百分点。其中国内本土品牌智能手机出货量达 1.47 亿部，占同期国内本土品牌手机出货量的 87.3%。目前，中国的十大智能手机品牌有八家是本土公司。另一方面，国内本土品牌智能手机，也在进军海外市场，中国以外市场销量远超过以往。

图 8：国产手机出货量（不含水货和山寨机）



数据来源：易观国际、安信证券研究中心

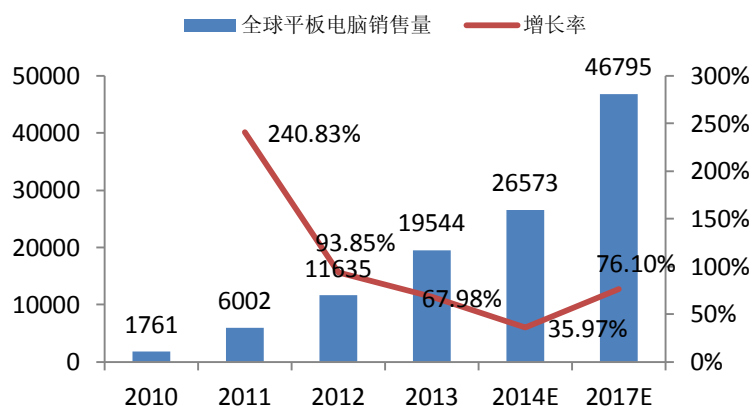
图 9：中国智能手机市场前十厂家份额走势



数据来源：易观国际、安信证券研究中心

平板电脑也在快速成长，13-17 年销售量 CAGR 达到 24.39%。根据 Gartner 的统计数据，2013 年全球平板电脑销售量为 1.95 亿台，相比 2012 年增长 67.97%；2017 年全球平板电脑销售量将增至 4.68 亿台，2013 年至 2017 年的年均复合增长率将达到 24.39%。

图 10：全球平板电脑销售量



数据来源：Gartner、安信证券研究中心

2.2 操作系统：Android 树立领先优势 多类厂商参与深度二次开发

移动智能终端操作系统管理移动智能终端硬件与软件资源的程序，向下适配硬件系统、

发挥终端硬件性能，向上支撑应用软件功能、影响用户的最终体验。目前主要的智能终端操作系统包括：Android、Windows Phone、iOS 等

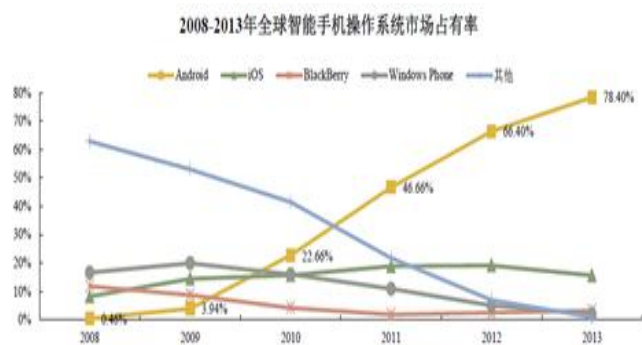
表 3：主要智能终端操作系统

智能终端操作系统	研发商	内核	合作终端品牌	备注
Android	谷歌	Linux	三星	独立、开放、免费、开源，市占率第一
windows Phone	微软	Windows	诺基亚、三星、HTC 和华为等	
iOS	苹果		Iphone	仅供苹果自身使用，其他移动智能终端厂商无法使用；
Firefox OS	Mozilla	Linux	中兴、TCL	基于 HTML5 标准
BlackBerry OS	BlackBerry		黑莓	强大的电子邮件处理能力；搭载该系统的手机目前较多地应用于商务领域

资料来源：《中科创达招股说明书》、安信证券研究中心

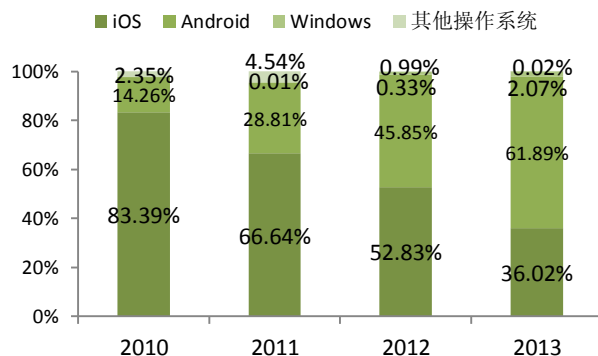
Android 系统以其开源开放的生态环境，获得了市场的广泛认可，在智能手机市场的占有率从 2008 年的 0.46% 迅速攀升到 2013 年的 78.40%；在平板电脑领域也在 2013 年超越 iOS 系统，市场占有率达 61.89%

图 11：2008-2013 年全球手机智能操作系统占有率



数据来源：Gartner、安信证券研究中心

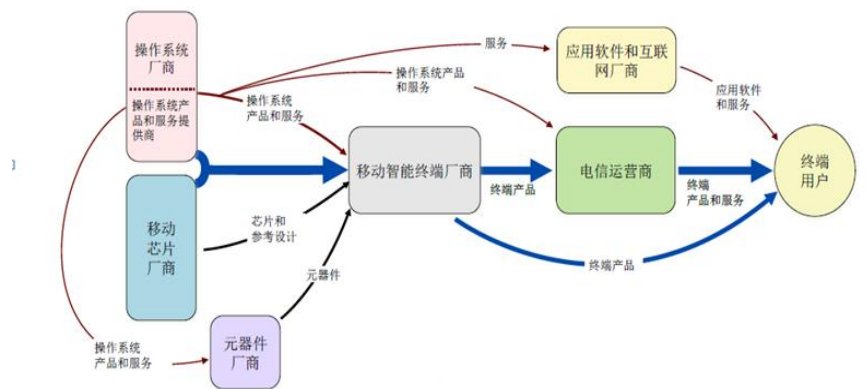
图 12：2010-2013 全球平板电脑操作系统占有率



数据来源：Gartner、安信证券研究中心

由于智能终端的操作系统往往只提供基础功能，不能满足本地市场和产品化需求。伴随着终端厂商对降低成本和更多产品化的定制需求，国内外出现一批第三方企业，专注于移动智能终端操作系统技术，向市场提供基于 Android、Windows Phone 等操作系统的增强解决方案、增值软件产品、二次开发服务和技术支持服务，由此衍生出移动智能终端操作系统解决方案与服务行业。

图 13: 移动终端产业链



数据来源:《中科创达招股说明书》、安信证券研究中心

移动智能终端操作系统包括**内核、框架和基础应用**。目前移动智能终端操作系统服务商主要提供两类产品。一类是针对操作系统的基础应用，开发相应增强的工具应用，如友录、爱贝、爱短信、蜡笔、数字天域开发的联络短信和好联络通讯录等；另一类是通过与移动芯片厂商、移动智能终端厂商合作，共同完成对整个操作系统（绝大部分针对 Android 系统）的二次深度定制性开发，开发满足更多个性需求的 OS(Operation System)。基础应用是面向用户的基本应用功能，例如拨号、短信、通讯录等，而第三方应用是应用程序和互联网厂商开发的可装卸的应用软件，如搜索、电商、地图、导航、微信、微博等。

图 14: 移动智能终端操作系统结构



数据来源:《中科创达招股说明书》、安信证券研究中心

增强工具应用主要集中在基础应用工具领域，包括通讯录、短信、拨号、铃声、联系人等。主要的研发厂商包括爱贝（云集费）、蜡笔（通讯录和短信）、数字天域（好联络系列产品）、觅我信息（爱短信）等。

表 4: 增强工具应用代表性产品一览

增强工具应用	基础应用工具	支持的操作系统	增强功能
友录	手机通讯录	Android、iOS、Symbian	智能联系人查找、友录信使、同步服务等
爱贝云计费	计费功能	Android、iOS	Android: 短代、话费充值卡、银行卡、游戏点卡、支付宝、财付通、爱贝虚拟币和银行卡一键支付这八个支付通道。IOS:话费充值卡、银行卡、游戏点卡、支付宝、财付通、爱贝虚拟币和银行卡一键支付。

爱短信	短信	Android、Symbian	iPhone 式对话与简洁的界面；短信、爱聊、飞信多通道融合，智能选择最优通道；爱聊功能快捷、免费，且能实时获得信息状态，具有已读提示功能。
蜡笔同步	通讯录、短信	Android、iOS、Symbian、Windows Phone、Windows Moblie、BlackBerry、webOS	通讯录自动更新，智能识别并更新缺少或错误的联系人信息；手机数据智能同步，包括自动同步联系人、短信、通话记录、日历、照片；无线遥控手机，用电脑发短信、写便签、换壁纸、推送文件
联络短信 /himessenger (数字天域)	短信	MTK、Android、Symbian	改善短信阅读体验；提供自选的 Flash 短信模板及字体，具有独立的 mobile flash 播放引擎
好联络通讯录、爱号(数字天域)	通讯录、拨号、来去电	Android、iOS、Symbian	好联络通讯录要包括号码搜索、智能拨号、联系人头像、个性化的名片、个性化的手机铃声、联系人智能分组等。爱号在好联络基础上开发，功能包括号码搜索引擎、号码管理、智能拨号、来去电显示

数据来源：安信证券研究中心搜集整理

而在操作系统领域，当前国内参与针对 Android 系统二次深度开发的厂商有三类，以阿里、百度为代表的大型互联网公司；以小米、OPPO 为代表的手机终端厂商；以数字天域、乐蛙为代表的第三方智能终端操作系统解决方案与服务商。阿里、百度依托其强大的品牌优势和知名度对其 OS 进行推广，同时搭载自身其他应用工具。手机终端厂商主要是绑定自有手机品牌。第三方企业则主要通过与终端商或者芯片商合作预装。

表 5：国内主流 OS 产品一览

OS 产品	开发商	合作手机品牌	备注
联络 OS	数字天域	朵唯、亿通、酷派、天宇等	前身是点心 OS；作为第三方智能终端操作系统解决方案提供商，联络 OS 专注于与硬件厂商、品牌商进行预装合作
阿里云 OS	阿里	魅族 4	阿里云 OS 采用 Cloud App 方式，使用户不需要在手机端下载应用，而只在网络环境下，登陆统一的云账号后，即可运行 OS 平台上的各种应用
百度云 ROM	百度		和很多中小硬件厂家进行了合作预装
MIUI	小米科技	小米	国内外 7000 万用户
EMUI	华为	华为	华为全系列智能机产品都配备了 EMUI 系统
ColorOS	OPPO 互动研发中心	OPPO	OPPO 手机深度定制的操作系统
VIBE ROM	联想	针对联想自己生产的机型	
SmartisanOS	锤子科技	锤子手机	锤子手机深度定制系统
乐蛙 OS	乐蛙	Alcatel/TCL、Intel、Nokia、三星、HTC、华为荣耀、中兴、联想、酷派、OPPO、金立、小米等	专注中国千元安卓手机市场

数据来源：互联网公开资料《智能机发烧友谈国内主流 OS 产品体验》、安信证券研究中心整理

从经营模式上，第三方操作系统产品和服务提供商也可以分为两类：一类以数字天域、乐蛙为代表(B2C 模式)，通过与硬件厂商合作预装自身开发的 OS，同时将其开发的操作系统作为自身和第三方应用产品的分发平台，获取应用产品收入分成；另一类以中科创达和南京诚迈科技为代表 (B2B 模式)，类似于软件外包公司的模式，通过为硬件厂商开发个性化定制产品和服务获取收入。

数字天域商业模式特点在于免费 B2B2C 模式，从最早向合作方收取操作系统 license 授权费用，到授权合作方免费使用（操作系统命名和终端合作方一致）甚至参与分成的模式换取市场份额。由于终端合作方 1) 不需要支付授权费用，2) 操作系统还可以贴牌，保证了品牌一致性；3) 还可以获取预装的分成，因此也乐于和数字天域等公司合作。

表 6：两类公司代表比较

公司	主要产品	服务形式	盈利模式
中科创达	SmartDroid (智能手机 Android 增强操作系统)、BigDroid(平板电脑 Android 增强操作系统)、TVDDroid (电视、机顶盒 Android 增强操作系统)、CAMU (拍照功能的增强工具应用)	对于终端厂商和芯片厂商，提供完整的软件产品 (如 SmartDroid、BigDroid)、产品中的独立软件包及技术支持服务；对于操作系统厂商、电信运营商、元器件厂商和应用软件厂商主要提供相应技术支持和服务，包括软件与操作系统的匹配、测试、优化和集成。	软件产品销售及技术服务收入
诚迈科技	星目手机 (Android 盲人智能系统软件)、爱多屏 (手机配件，实现手机操作电视播放视频)、北斗平板 (平板电脑)	智能终端操作系统定制服务；提供移动互联网软件解决方案；提供视频监控方案；提供企业移动信息化方案；智能电网监测服务	软硬件产品销售、定制产品开发收入和技术监测服务收入
数字天域	联络 OS、爱号等增强工具应用	对于终端厂商提供联络 OS 的预装；对于第三方应用商，提供分发渠道；对于运营商，提供增值服务软件开发	第三方应用分发分成，运营商增值服务分成
乐蛙	OS6(智能手机 Android 增强操作系统)	与终端制造商合作，提供软件产品与服务	通过预装乐蛙 OS 和渠道销售获得海量用户群，后续将成为开放型 ROM，提供服务与内容分发

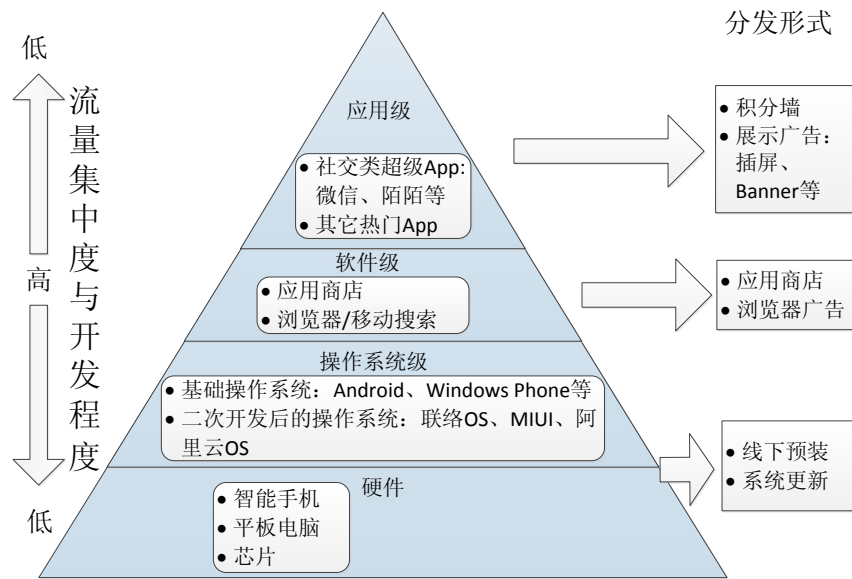
数据来源：公开材料、安信证券研究中心整理

2.3 操作系统成为流量入口的一环

移动互联网本质也是将互联网中海量的内容传播给用户。与流量多样化对应的是各种不同类型的流量分发形式。按照移动互联网领域层次区分，大致可以分成四个层级的流量入口：**硬件级（终端）、操作系统级、软件级和应用级**。这四个层级流量入口相互关联，底层入口往往影响或控制着上一层入口的接入。

应用商店是目前最主流的移动流量分发方式，应用商店掌握着最为优质的流量（用户进入应用商店，都是要下载应用的）。应用级别的流量入口，面对的是移动互联网中具有爆发潜力的长尾流量，尽管拥有大量用户的超级 APP 广告价格已经不低，但仍有大量 APP 没有接入广告，未来空间依然较大。操作系统与硬件级作为最底层的流量入口仍然属于相对小众的流量分发形式，主要采取的是线下预装操作系统搭载推广的应用软件，针对的机型绝大部分是国产安卓系统手机。国产智能机二线及以下品牌成为第三方操作系统预装的主要目标。**预装因为具有强制性和排他性，往往特别适合普罗大众类工具应用的推广。未来，线上操作系统的更新（多次）与线下预装渠道相结合，将使得操作系统与硬件成为非常重要的流量入口。**

图 15: 移动互联网流量的金字塔



数据来源: 安信证券研究中心

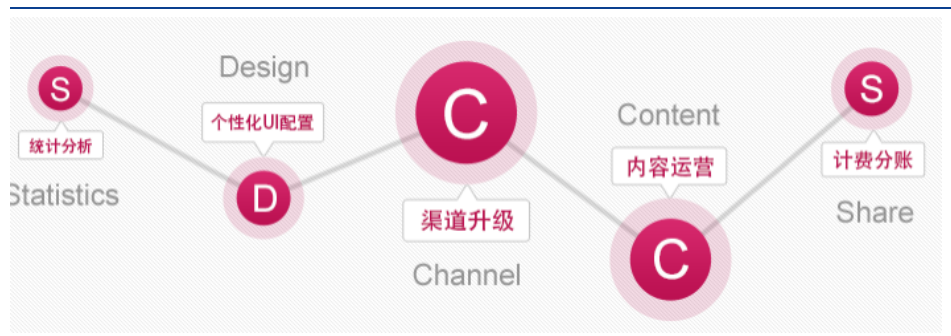
3 数字天域：与 400 家合作伙伴广泛合作 打造移动分发入口

数字天域从 2007 年开始进入移动互联网行业，从事基于 Wap 的资讯服务。2009 年开始，研发并推出了基于功能机和智能机 Symbian 平台的联络 OS、中间件，以及包括即时通讯、号簿管理等一系列移动互联网基础工具应用软件。随着 Android 系统快速占领智能手机操作系统市场，数字天域 2012 年推出了基于 Android 系统的联络 OS 智能手机操作系统（收购点心 OS 团队）。除与中国的三大移动运营商合作外，数字天域还与 Vodafone（沃达丰）、Google 等全球领先企业进行业务合作；并向超过 400 家手机制造商、手机设计公司、芯片制造商等终端公司提供手机软件整体解决方案或功能模块。

3.1 业务模式：建立完备的系统与应用体系 预装是主要分发途径

联络 OS 是基于谷歌 Android 开源代码，针对国内用户使用习惯，做本地化的深度优化、定制、用户体验开发的智能手机操作系统；它不仅提供酷炫的桌面、锁屏、在线主题、壁纸、智能通讯录、拨号、短信/彩信的核心功能，爱号、备份助手、联络短信、防骚扰及语言助手等贴心功能，还提供统计分析、渠道升级、个性化 UI 配置、内容运营、计费分账的后台服务。

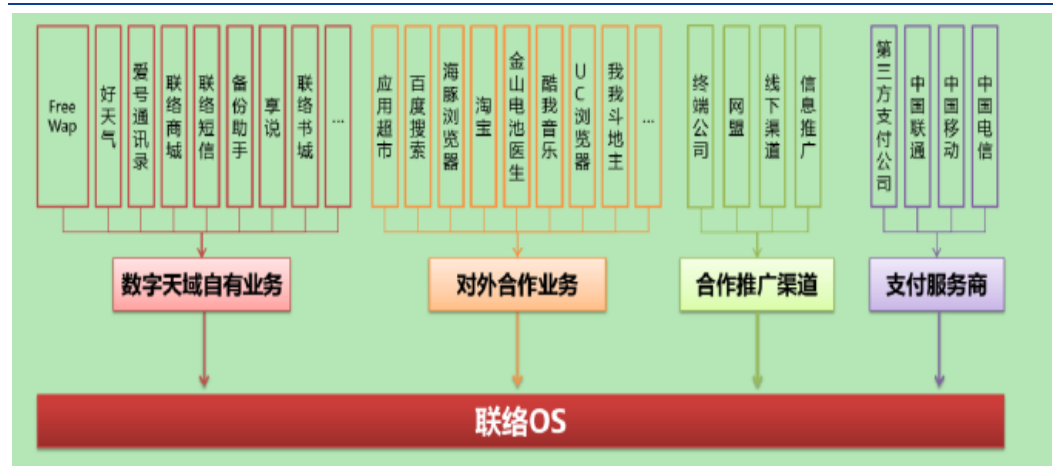
图 16：公司的合作模式



数据来源：安信证券研究中心

数字天域研发的联络 OS、中间件等系统平台类产品，作为其自有应用产品和第三方合作产品的承载平台，通过与终端公司合作将上述产品预装至手机等智能终端，随硬件产品的销售完成产品的分发。目前，预装是数字天域产品分发的主要途径。此外，数字天域还通过非自有 OS 平台，以及网盟、信息推送、线下渠道等途径分发产品。另一方面，公司通过与三大运营商（移动、联通、电信）及第三方支付公司合作，参与产品管理和计费管理。

图 17: 业务概要图



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 7: 数字天域产品列表

产品	简介	备注
联络 OS	为 Android 系统的智能手机操作系统。对原生 Android 系统模块重新设计, 使其成为最适合中国人使用习惯的智能操作系统。为广大的手机芯片制造商、方案商、集成商、品牌商提供 OS 级别的产品预装和移动互联网运营服务	联络 OS 及其桌面合作的终端厂商、设计公司近 200 家。市场推广包括预装和系统升级; 是低成本获取用户的工具
联络桌面	为 Symbian、Android 用户设计的手机桌面替换软件	既可作为操作系统的组成部分随联络 OS 一起推广, 也可以作为独立的终端产品推广使用
系统平台类产品		
运营平台	为合作的内容提供商提供统一的接入, 并将接入的内容通过 ROM、桌面、合作推广渠道等多种渠道对终端用户进行分发, 同时通过合作的第三方支付公司或运营商计费通道进行计费的综合业务平台	便于整合移动互联网产业链的各种资源
中间件平台	该平台可以实现现在多个硬件平台之上统一部署、统一分发、统一运行, 降低了在功能机上的应用开发难度	数字天域研发的联络短信等各类应用, 以及第三方合作游戏等, 均能够通过中间件平台分发至终端用户
联络短信 /himessenger	用以改善短信阅读体验的手机应用软件, 具备日常收发短信的功能; 支持触摸屏和多语言选择;	国内外同时运营, 为公司现阶段主要收入来源
应用类产品		
好联络通讯录和爱号	好联络是管理用户手机通讯录的客户端软件; 爱号为生活信息服务类的应用软件	好联络基本功能免费, 收入主要来自用户按需求下载的付费铃声或图片; 爱号主要与中国联通进行合作, 由联通向客户推广基于爱号基础数据的各类应用,
好天气	手机端天气软件	-
享拍	基于 API 的多个微博平台及 SNS 同步的手机软件;	-
流量管家	提供智能化流量管理服务的软	可以作为独立的应用向市场推广, 或者免费推荐给联络 OS 用户使用

	备份助手	可实现将手机中的通讯录信息备份到网络侧，并从网络侧恢复到手机中	
	联络圈	移动互联网社交应用软件	
	享说	移动互联网好友分享社交软件	
	Free wap	提供站点导航服务的业务平台	
其他	拇指购	基于 html5 的电子商务导购平台	计划与联通支付工具、电商、团购合作，实现电子商务价值链整合
	魔塔星球	集塔防战斗和好友机制为一体的社交塔防网络游戏	

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

● 联络 OS

联络 OS 是基于谷歌 Android 开源代码, 针对国内用户使用习惯而开发的智能手机操作系统。以联络 OS 为核心的系统和平台类产品是数字天域平台化运营的支撑, 数字天域通过技术门槛低成本地获取客户, 从而为数字天域进行应用分发、联合运营创造条件。

● 自有应用工具产品业务

公司以联络 OS 为平台, 搭载自有应用类产品及其他产品, 到达手机终端用户, 为用户服务以实现收益。目前该业务主要包括自有产品分发以及好联络通讯录爱号业务。自有产品分发业务中以联络短信/himessenger 最为主要。

表 8: 主要自有产品用户与收入情况

产品	月均活跃用户数 (万人)			收入 (万元)			付费标准	分成比例
	2013 年	2012 年	2011 年	2013 年	2012 年	2011 年		
联络短信/himessenger	1,864.85	1,075.45	515.8	4,844.28	4,752.42	731.63	国内: 2 元/次或 10 元/月; 印尼: 4,000、8,000 印尼卢比/次或 20,000 印尼卢比/月; 拉美: 0.5 美元/次或 2 美元/月; 中东: 1、2 美元/次或 5 美元/月; 越南: 1,500、3,000、5,000 越南盾/次或 20,000 越南盾/月; 非洲: 0.5、1 美元/次或 3 美元/月	根据不同合作伙伴, 分成比例: 10%--50%
好联络通讯录爱号	933.04	645.55	298.05	5,795.77	1,227.71	1,786.19	爱号: 5 元/月; 好联络: 1 元/次或 10 元/月	爱号: 30%; 好联络: 30%--80%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

● 第三方应用产品推广业务

数字天域与第三方应用开发商合作, 在联络 OS 智能机系统上预装第三方应用, 利用搭载联络 OS 智能机的百万级出货量, 用户活跃程度高的优势, 完成对第三方应用的分发。目前公司在国内第三方应用的合作伙伴有 UC 浏览器、百度搜索、支付宝等。

图 18: 联络 OS 合作伙伴



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

● 合作推广渠道

数字天域实现产品推广的渠道主要为终端公司合作渠道、网盟合作、线下渠道合作和信息推广。其中与终端公司合作是公司目前实现产品分发的主要渠道。

表 9: 数字天域推广渠道

推广渠道	简介
终端公司合作渠道	数字天域为终端公司提供整体解决方案、功能模块或定制服务，将数字天域 ROM、联络桌面、中间件产品、自有应用、第三方应用通过内置或预装的方式安装于手机，并随手机的销售到达终端用户。
网盟合作	数字天域与各种网盟渠道合作，通过网盟渠道推广自有应用及其他各类合作第三方应用。
线下渠道合作	数字天域与各类线下渠道，如通信运营商、手机销售商进行合作，通过营业厅、销售网点等渠道，或以系统升级的方式推广联络 OS，联络桌面等产品。同时，数字天域也会将一部分第三方产品，如游戏等，以代理的方式通过线下渠道推送至合作的其他营运平台。
信息推广	数字天域与短信推广及电子市场等公司合作，推广各类自有应用及第三方应用。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

随着业务的发展和市场地位的提升，数字天域与包括众多行业领先企业在内的企业建立了密切的合作关系。

表 10: 公司的合作伙伴

合作伙伴	
运营商	在运营商方面，除与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商合作外，数字天域还与与 Vodafone (沃达丰)、Wireless & Mobile Inc、Tanla Ltd 等 20 多家国际或所在国实力雄厚的运营商合作，合作开展产品运营或渠道推广。
终端公司	在终端公司方面，公司与高通、MTK、展讯等国际主流芯片商，华为、长城、波岛、奥克斯，THL 等手机制造商，胜诺达、阿龙、凡卓、自由通等设计公司近 400 家企业开展合作，构建了强大的以终端预置为主要方式的分发渠道。
第三方运营平台	在第三方运营平台方面，公司与 App Store、Google Play、百度等平台合作，代理、推广自有产品和第三方游戏等产品，形成了线下渠道主流平台推广能力。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2 收入结构：产品分发收入占比日渐提升 海外市场得到快速拓展

表 11: 公司累计用户数

	2014年1-6月	2013年	2012年	2011年
累计用户数(亿人)	3.287	2.978	2.361	1.570

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

截止 2014 年 6 月，数字天域运营产品的累计用户数达 3.287 亿，巨大的用户群是公司营收增长的宝贵资源。从 2011 年度到 2013 年度上分业务收入看，自有产品以及第三方产品分发为公司营业收入的最主要来源。

表 12：数字天域分业务收入情况

业务类别	2013 年度	占比	2012 年度	占比	2011 年度	占比
自有产品分发	8,128.99	45.46%	5,388.97	55.96%	1,849.01	37.66%
号码搜索	5,432.39	30.38%	2,602.23	27.02%	731.63	14.90%
海外代理产品分发	2,540.37	14.21%	1,227.71	12.75%	1,786.19	36.38%
国内代理产品分发	76.96	0.43%	-	-	-	-
其它	18.21	0.10%	411.77	4.28%	543.55	11.07%
网卡销售	1,684.51	9.42%	-	-	-	-
合计	17,881.43	100.00%	9,630.68	100.00%	4,910.37	100.00%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

从公司客户上看，数字天域目前主要客户为国内外电信运营商。各运营商主要为数字天域提供计费通道支撑，公司的终端客户依然为手机用户。

表 13：2014 年上半年前五名客户

客户名称	2014 年 1-6 月营收	占公司全部营收的比例(%)	简介
中国联合网络通信有限公司	38,963,523.09	32.27	中国三大移动通信运营商之一
Advanced Info Service Plc	24,678,522.49	20.44	泰国的移动通信运营商
Google Inc	20,184,953.36	16.72	全球最大的搜索引擎
Tanla Ltd	8,968,169.25	7.43	印度移动运营商
Beepsend AB	4,323,023.11	3.58	优化移动通讯及支付业务的解决方案供应商
合计	97,118,191.30	80.44	

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.3 未来展望：持续扩张操作系统用户，大力发展第三方应用分发市场，影响力在海外迅速扩张

随着智能机市场需求的不断增长以及数字天域运营模式的可持续性，未来几年内，公司依然以产品分发和好联络通讯录爱号为主营业务。自有产品方面，联络短信/himessenger 和好联络爱号主要搭载于功能机和智能机上，随着功能机市场的萎缩，收入可能会有所下降。在第三方应用分发上，目前数字天域现已于多家国内及国外公司签订推广协议，预计会有所增长。

表 14：各类业务未来预计实现的收入（万元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
自有产品分发	4,927.14	3,537.02	2,220.70	1,313.14	743.94
好联络通讯录爱号	6,792.95	12,533.73	19,022.83	24,023.22	27,812.92
第三方应用产	22,506.68	28,398.20	33,629.23	40,522.50	44,748.58

品分发

网卡销售	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00
-------------	----------	----------	----------	----------	----------

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2014 年初至今，数字天域已开展的新的分发业务如下：

- 2013 年独家代理的面向欧洲及澳洲推广的纸牌游戏，今年在海外其它地区进行推广；
- 通过自有渠道及其它运营平台推广一款卡牌类游戏；
- 在腾讯平台推广一款休闲类游戏；
- 公司已签署《关于商户搜索云服务项目的委托系统集成技术服务合同》，约定此项目作为中国联通云数据基地服务，实施完毕，公司在四川、河北两省上线试运营，该项目相关的业务合同由中国联合网络通信集团有限公司与公司另行签署。13 年起，公司就首先和广东联通开展该项合作，当年广东联通该项业务月订购用户达 300 万。

表 15：募集配套资金投入项目

序号	项目名称	总额（万元）
一	海外运营平台扩建	3000
二	联络运营分发管理平台	15688
三	手机游戏研发	12943
四	新型设备 OS-智能电视	8523
五	商户搜索云服务	6000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

海外运营平台扩建：该项目主要是在东南亚地区推广数字天域自主研发的 SEA OS 系统。该系统系与东南亚最大的渠道商 Spicci2i 合作，项目内容包括电量智能管理、上网管理大师、系统安全保障、本土 MUSIC、文件管理器、定制应用管理等适合当地用户的模块，功能多样，操作便捷，在当地市场的同类产品中具有明显的竞争优势。

为更好地覆盖海外包括东南亚（印尼等）、非洲、南美洲、中东（沙特等）、俄罗斯等地区的终端户群，通过该项目的顺利实施，数字天域计划未来将海外运营平台整合至自主研发的产品联络 OS 系统中，并通过硬件厂商将移动设备销售到不同国家及地区，以把潜在客户群体发展为最终的终端使用客户。由此帮助内容商（CP）在海外开展本地化服务；实现内容商（CP）拓展海外市场的需求；为内容商（CP）提供现有代计费平台

联络运营分发管理平台：在中低端智能手机应用迅速发展的趋势下，数字天域正全力打造联络运营分发管理平台，通过将包括游戏、手机应用等丰富的内容引导、推荐给用户，以使用户与第三方获取附加价值，实现数字天域、移动用户、硬件厂商以及第三方软件共赢的局面。未来数字天域会在继续增强平台功能的同时，重点拓展移动互联网内容的分发，使联络运营分发管理平台为越来越多的用户选择和信任，获取更高的市场份额。

手机游戏研发项目：数字天域计划每年发行 4-5 款新游戏滚动推向市场，此项目需 24 个月左右，项目总的实施周期约 36 个月。研发手机休闲游戏及社交型网络游戏，既包括棋牌类游戏、体育竞技、冒险类、益智类、动作射击等传统游戏项目，也有迎合当下热点开发的新型游戏项目。

新型设备的 OS ——智能电视：智能电视 OS 项目的实施进度主要包括硬件平台建设、系统平台建设、客服中心建设、智能电视设备研发、智能电视设备生产、系统联调、运营等主要阶段，总的实施周期需 24 个月。

商户搜索云服务项目：通过委托相关公司在运营商数据云基地部署搭建实施商户搜索云

服务，项目建成后，可以为运营商数据基地服务。

4 投资建议

根据我们的盈利预测,公司 2014-2016 年营业收入分别为 3.58 亿、4.62 亿和 5.63 亿元,14-16 年净利润分别为 1.54 亿、1.97 亿和 2.51 亿元,对应 14-16 年 PE 64X/53X/41X。

表 16: 可比上市公司市值

上市公司	总市值 (亿元)
掌趣科技	205.41
游族网络	144.75
中文传媒	168.84
平均	173.00
新世纪	103.72

数据来源: 安信证券研究中心

我们选取游戏行业龙头掌趣科技、游族网络和移动互联网分发平台型公司中文传媒（拟收购智明星通）作为可比公司，三家公司的平均市值为 173 亿元（假设中文传媒收购完成，考虑股权摊薄市值将超过 200 亿），我们认为公司仍有很大的成长空间。

我们预计公司 2014 年-2016 年的收入增速分别为 78%、32%、29%，净利润增速分别为 71%（对比数字天域 13 年不考虑股权处理的净利润）、29%、33%，成长性突出。首次给予买入-A 的投资评级，12 个月目标市值 150 亿，对应目标价 53.4 元。对应动态市盈率较高，但看好移动智能终端的分发价值和公司执行力，公司业绩有超预期空间，不排除未来上调盈利预测。同时我们认为公司是优质的大移动互联流量入口，看好长期的战略和产业布局。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月06日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	254.8	215.8	358.3	461.7	562.7	成长性					
减:营业成本	168.6	174.7	116.1	142.8	151.2	营业收入增长率	-31.0%	-15.3%	77.8%	31.8%	29.1%
营业税费	3.5	1.1	2.2	2.9	3.5	营业利润增长率	-83.0%	-469.1%	-430.4%	31.5%	33.1%
销售费用	5.2	5.5	23.8	27.9	33.0	净利润增长率	-89.7%	-1,040.9%	-314.7%	28.8%	33.1%
管理费用	51.7	61.9	48.6	70.9	98.4	EBITDA 增长率	-69.6%	-207.8%	-846.4%	29.6%	26.5%
财务费用	-5.6	-4.9	-3.1	-3.0	-4.4	EBIT 增长率	-94.3%	-1,492.0%	-378.2%	34.0%	33.0%
资产减值损失	23.3	6.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	-97.5%	-3,966.7%	-365.2%	33.9%	33.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.4%	-1.9%	317.6%	0.2%	-2.6%
投资和汇兑收益	-	-1.2	10.0	12.0	14.0	净资产增长率	-3.7%	-11.3%	39.0%	24.3%	22.4%
营业利润	8.1	-29.9	180.7	232.2	295.0	利润率					
加:营业外净收支	3.8	-11.5	-	-	-	毛利率	33.8%	19.0%	57.8%	58.3%	58.7%
利润总额	12.0	-41.4	180.7	232.2	295.0	营业利润率	3.2%	-13.9%	25.7%	25.7%	26.5%
减:所得税	7.5	-	27.1	34.8	44.3	净利润率	1.7%	-19.2%	23.2%	22.6%	23.3%
净利润	4.4	-41.4	153.6	197.4	250.7	EBITDA/营业收入	6.5%	-8.3%	34.8%	34.2%	33.6%
						EBIT/营业收入	1.0%	-16.1%	25.2%	25.6%	26.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	103	114	202	281	238
货币资金	269.0	215.2	137.0	209.2	271.7	流动营业资本周转天数	48	64	47	63	68
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	545	581	231	153	155
应收帐款	71.3	61.7	111.6	134.9	171.6	应收帐款周转天数	90	111	87	96	98
应收票据	4.3	2.3	7.4	7.0	9.7	存货周转天数	31	49	19	21	21
预付帐款	4.2	4.8	1.2	6.2	1.6	总资产周转天数	800	878	720	766	610
存货	27.9	30.4	28.6	11.4	31.9	投资资本周转天数	279	343	493	600	462
其他流动资产	4.6	1.3	1.3	1.3	1.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.9%	-9.7%	15.2%	15.9%	17.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	-8.3%	9.2%	11.3%	14.9%
长期股权投资	27.3	51.6	51.6	51.6	51.6	ROIC	0.5%	-16.8%	45.4%	14.6%	19.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	70.5	66.4	61.6	56.8	52.0	销售费用率	2.0%	2.5%	19.6%	19.5%	19.2%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	20.3%	28.7%	12.3%	12.2%	12.1%
无形资产	58.0	38.3	28.6	18.9	9.2	财务费用率	-2.2%	-2.3%	-0.5%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	22.6	26.2	25.9	25.6	25.3	三费/营业收入	20.1%	29.0%	31.4%	31.6%	31.3%
资产总额	559.7	498.2				偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	14.3%	14.6%	43.3%	32.8%	18.4%
应付帐款	46.1	33.4	20.1	44.4	24.0	负债权益比	16.7%	17.1%	76.2%	48.8%	22.6%
应付票据	-	-	0.2	-	0.1	流动比率	5.43	4.78	0.78	1.12	1.57
其他流动负债	24.1	32.7	37.5	42.6	47.1	速动比率	5.03	4.32	0.74	0.90	1.43
长期借款	-	-	201.1	-	-	利息保障倍数	-0.45	7.10	-48.40	-648.50	-431.25
其他非流动负债	9.8	6.7	6.7	6.7	6.7	分红指标					
负债总额	80.1	72.8	265.6	93.7	77.9	DPS(元)	0.12	0.40	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	290.9%	-103.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	107.0	107.0	281.0	281.0	281.0	股息收益率	0.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	372.6	318.4	471.1	666.1	913.4						
股东权益	479.6	425.4	752.1	947.1	1,194.4						
						现金流量表					
							2012	2013	2014E	2015E	2016E
						净利润	4.4	-41.4	152.7	195.0	247.3
						加:折旧和摊销	14.3	17.1	14.5	14.5	14.5
						资产减值准备	23.3	6.2	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-4.9	-4.2	-2.0	-0.2	-0.4
						投资损失	-	1.2	-10.0	-12.0	-14.0
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-23.7	-12.2	-31.9	-45.0	-24.3
						经营活动产生现金流量	15.9	-14.8	123.3	152.3	223.1
						投资活动产生现金流量	-20.4	78.0	-60.0	-8.0	14.0
						融资活动产生现金流量	-13.3	-12.8	654.7	-92.3	-224.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.04	-0.39	0.55	0.70	0.89
						BVPS(元)	4.48	3.98	2.68	3.37	4.25
						PE(X)	887.3	-91.0	64.5	50.7	39.9
						PB(X)	7.9	8.9	13.2	10.5	8.4
						P/FCF	-253.5	-101.4	-77.2	122.4	107.6
						P/S	14.9	17.6	27.7	21.6	17.8
						EV/EBITDA	43.9	-64.5			
						CAGR(%)	255.3%	-282.3%	53.0%	255.3%	-282.3%
						PEG	3.5	0.3	1.2	0.2	-0.1
						ROIC/WACC	0.1	-1.8	7.8		
						REP	70.2	-3.3			

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

文浩、许彬分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034