

构建“大娱乐”版图

公司动态

◆未来2-3年主业保持快速增长

富春通信是一家全国领先的通信网络建设技术服务企业，同时也是全国最大的民营通信设计企业。随着2015年初工信部有望正式发放FDD牌照，通信设计行业将又迎来发展机遇；另一方面铁塔公司的成立为民营企业创造了更加公平参与市场竞争的机会，公司作为通信技术服务细分领域唯一的一家民营上市企业将获更大发展。

公司从2014年第二季度才开始确认LTE相关设计收入，业绩释放刚刚开始。考虑到2015年运营商4G基站建设量达70万个，同比增长40%，且收入确认至少滞后1年，因此近2-3年公司主业将保持快速增长。

◆坚持“知名IP，精品游戏”战略

公司以9亿收购上海骏梦100%股权进军手游行业，上海骏梦始终高度重视知名IP的商业价值，坚持“知名IP，精品游戏”战略，先后取得了知名单机游戏《仙剑奇侠传》、知名动漫《秦时明月》、经典卡通形象《阿狸》、《HELLO KITTY》、网络文学作品《武动乾坤》、经典武侠作品集《古龙群侠传》等知名IP资源，知名IP资源将为公司后续打造明星产品打下良好基础。

公司近期上线《武媚娘传奇》手游产品人气颇高，并承诺2014-2017年净利润分别不低于6400万元、8370万元、11300万元和12430万元。依靠强大的IP资源以及陆续重磅游戏上线，业绩超预期可能性很大。

◆构建“大娱乐”版图

富春通信在进一步扩大B2B业务的同时，着手培育和发展B2C业务，围绕着IP的商业价值潜力，全力打造游戏、电影、电视甚至品牌授权和实景娱乐的大娱乐版图，未来形成平台级企业。

◆给予“买入”评级，目标价20元

我们看好公司未来持续构建“大娱乐”版图，预计2014-2016年EPS分别0.08元、0.50元和0.71元，给予“买入”评级，目标价20元，相当于2015年40倍PE。

◆风险提示：业绩低于预期；并购进展低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	126	183	234	543	689
营业收入增长率	-2.67%	45.41%	28.26%	131.86%	26.92%
净利润(百万元)	19	11	14	126	178
净利润增长率	-44.40%	-41.22%	19.86%	816.16%	41.80%
EPS(元)	0.11	0.06	0.08	0.50	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.04%	2.91%	3.40%	23.93%	26.78%
P/E	131	222	176	28	20
P/B	7	6	6	7	5

买入(维持)

当前价/目标价：14.07/20.00元

目标期限：6个月

分析师

顾建国 (执业证书编号：S0930513070002)
021-22169168
guig@ebsec.com

田明华 (执业证书编号：S0930514050001)
021-22169327
tianmh@ebsec.com

联系人

市场数据

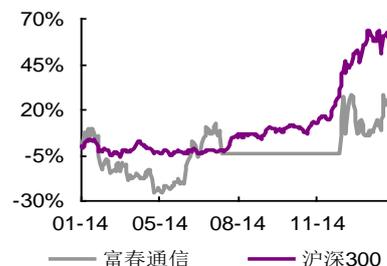
总股本(亿股)：1.81

总市值(亿元)：25.45

一年最低/最高(元)：8.98/19.50

近3月换手率：104.43%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.89	-15.39	-35.33
绝对	13.65	26.64	20.96

相关研报

并购上海骏梦，坚定向TMT产业延伸
..... 2014-12-03

目 录

1、 富春通信——全国领先通信技术服务提供商.....	4
1.1、 全国领先通信技术服务提供商	4
1.2、 4G 网络建设如火如荼 ，通信设计市场规模稳中有升.....	5
1.3、 民营设计院将获更大发展.....	5
1.4、 开启并购加快向综合技术服务提供商转型	8
1.5、 未来 2-3 年主业高速增长.....	8
2、 并购上海骏梦，业务外延移动互联领域	9
2.1、 并购上海骏梦，涉足游戏行业	9
2.2、 骏梦网页游戏与移动游戏并举	10
2.3、 坚持“知名 IP，精品游戏”战略.....	13
3、 内外兼修，向平台化服务运营转型.....	19
3.1、 “大娱乐”已成行业趋势.....	19
3.2、 借力上海骏梦，构建大娱乐战略.....	21
4、 盈利预测.....	21
4.1、 关键假设及盈利预测	21
5、 风险提示.....	22

图表目录

图 1: 公司专注规划咨询、勘察设计等业务.....	4
图 2: 公司前三季度收入增长 24%.....	4
图 3: 公司盈利拐点显现.....	4
图 4: 明年有望发放 FDD 牌照.....	5
图 5: 铁塔公司成立有利于民营企业.....	7
图 6: 规划设计行业是早周期受益子行业.....	9
图 7: 业绩滞后资本开支 12 个月.....	9
图 8: 并购上海骏梦前股权结构.....	10
图 9: 并购上海骏梦后仍获控制权地位.....	10
图 10: 2014 年游戏市场规模破千亿.....	10
图 11: 2014 年游戏市场用户数达 5 亿.....	10
图 12: 14 年客户端游戏市场增速放缓.....	11
图 13: 客户端游戏市场份额有所下降.....	11
图 14: 14 年网页游戏市场仍然呈现高增长.....	11
图 15: 网页游戏市场份额略有上升.....	11
图 16: 14 年移动游戏市场呈现爆发式增长.....	12
图 17: 14 年移动游戏市场份额大幅提升.....	12
图 18: 有游戏 IP 优势明显.....	14
图 19: 《秦时明月》于 14 年 2 月正式上线.....	17
图 20: 《秦时明月 Mobile》月流水保持 3000 万.....	17
图 21: 《新仙剑奇侠传 Online》流水超 1.7 亿元.....	17
图 22: 《武媚娘传奇》于 14 年 12 月正式上线.....	18
图 23: 《古龙群侠传》于 15 年 1 月正式上线.....	18
图 24: 上海骏梦业绩超预期可能性很大.....	19
图 25: 迪士尼动漫、电影、主题公园大融合.....	20
图 26: 外延大娱乐, 向平台化服务运营转型.....	21
表 1: 明年三大运营商将建设 70 万 4G 基站.....	5
表 2: 通信网络建设技术服务市场有三大市场主体.....	6
表 3: 政策扶持民营设计院发展.....	7
表 4: 并购加快向综合技术服务提供商转型.....	8
表 5: 上海骏梦页游手游并重发展.....	12
表 6: 好莱坞电影 IP 的成功卖座.....	13
表 7: Android 网络游戏排行.....	14
表 8: 当前游戏 IP 主要类型.....	15
表 9: 各大厂商抢夺 IP 资源.....	15
表 10: 《新仙剑奇侠传 Online》、《秦时明月 Mobile》营收表现抢眼.....	16
表 11: 上海骏梦知名 IP 游戏今明两年陆续上线.....	18
表 12: 华谊兄弟大娱乐格局.....	20

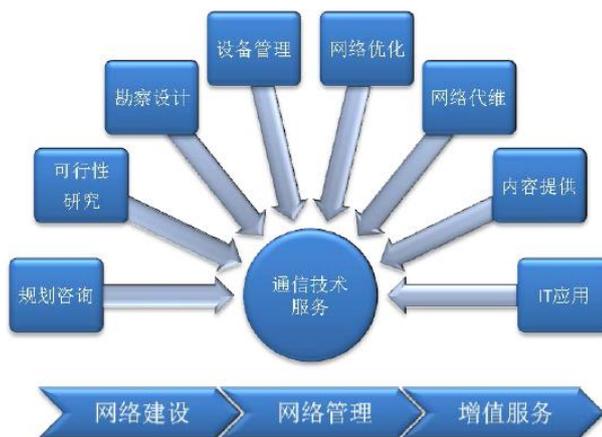
1、富春通信——全国领先通信技术服务提供商

1.1、全国领先通信技术服务提供商

富春通信是一家全国领先的通信网络建设技术服务的高科技企业，主要客户为三大运营商——中国移动、中国联通和中国电信，其主营业务为通信网络规划设计服务。技术服务范围主要包括通信网络建设前期的规划咨询、可行性研究、勘察设计等，内容涉及无线通信、有线通信、交换通信、数据通信、通信电源、通信建筑等多个技术专业。

图 1：公司专注规划咨询、勘察设计等业务

通信网络技术服务划分



资料来源：招股说明书

富春通信始终专注于通信网络建设技术服务主业，经过近十年的不懈努力，公司已发展成为国内民营通信网络建设技术服务提供商中的领导者。2014年前三季度实现营业收入 1.36 亿元，同比增长 24%；归属于母公司净利润 1296 万元，同比增长 13%，业绩拐点显现。

图 2：公司前三季度收入增长 24%

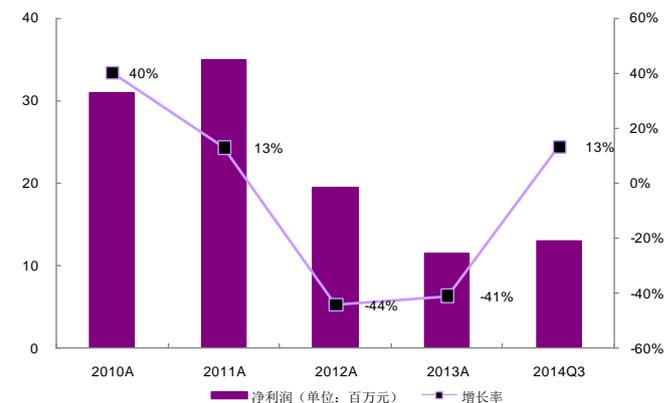
公司 2010-2014Q3 营业收入（单位：百万）和增长率



资料来源：公司公告

图 3：公司盈利拐点显现

公司 2010-2014Q3 净利润（单位：百万）和增长率



资料来源：公司公告

1.2、4G 网络建设如火如荼，通信设计市场规模稳中有升

富春通信从事的通信网络设计服务主要集中在通信网络建设的前期阶段，在整个通信网络建设中处于上游。一般情况下，通信设计服务占通信固定资产投资的比重约为 2.5%，意味着通信设计服务市场规模达百亿元。

继 2013 年 12 月 TD-LTE 制式的 4G 牌照正式发放之后，2014 年工信部陆续批准同意进行 FDD 制式的 LTE 试验网建设，到目前为止，LTE 混合组网试验范围达到 56 个城市。我们预计，2015 年初工信部有望正式发放 FDD 牌照，中国联通和中国电信将接力中国移动大规模投资 4G 网络，通信设计行业将又迎来发展机遇。

图 4：2015 年有望发放 FDD 牌照

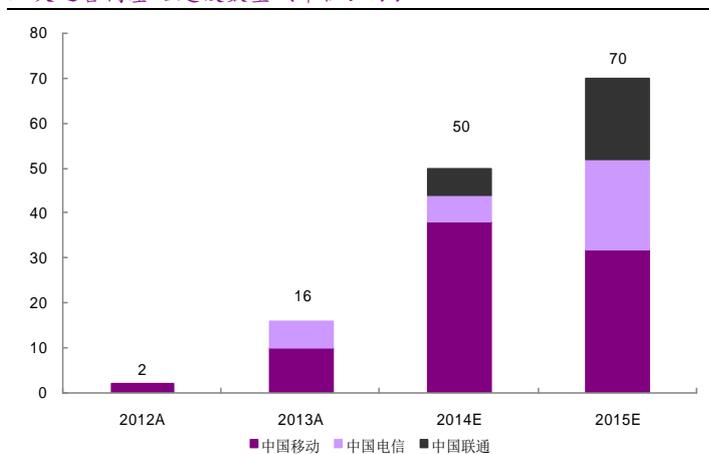
FDD 牌照发放进程

时间	FDD 牌照进程
6 月 27 日	工信部向中国联通和中国电信发放 16 个城市 FDD 试验牌照
8 月 28 日	工信部已批准扩大 LTE 混合组网试验范围到 40 个城市
12 月 17 日	工信部已批准扩大 LTE 混合组网试验范围到 56 个城市
2015 年	工信部有望正式发放 FDD 牌照

资料来源：互联网整理

表 1：2015 年三大运营商将建设 70 万 4G 基站

三大运营商基站建设数量（单位：万）



资料来源：光大证券研究所整理

1.3、民营设计院将获更大发展

在 1998 年邮政、电信分营前，通信网络建设技术服务市场主要参与者是各省邮电管理局下属的省邮电设计院以及邮电部下属的邮电部设计院。邮电分营后，除了原有运营商旗下的通信设计院以外，专业化的民营通信网络建设技术服务企业借此蓬勃发展起来。

目前，我国通信网络建设技术服务市场的主要参与者包括：一是三大运营商所属的通信设计院，如中国电信旗下中通服、中国移动旗下中移院、中国联通旗下中讯院；二是国有背景的第三方通信网络建设技术服务提供商，如杰赛科技、中华通信、长春电信工程设计院等；三是民营第三方通信网络建设技术服务提供商，如富春通信、国脉科技、浙江友华等。

表 2：通信网络建设技术服务市场有三大市场主体

通信网络建设技术服务市场的竞争情况

	公司	收入规模	备注
第一阵营	中通服	51 亿（其中来自运营商收入 32 亿）	中国电信控股子公司
	中移院	20 亿	中国移动全资子公司
	中讯院	10 亿	中国联通全资子公司
	杰赛科技	4.8 亿	全国最大的第三方设计咨询公司
第二阵营	中华通信	NA	主要客户中国联通湖南、江西、山西、吉林等四省市公司
	中国普天北京设计院	NA	主要客户中国电信、中国联通、中国移动
	长春电信工程设计院	NA	主要合作单位是中移院及其分院
	江苏南邮电信工程勘察设计院	NA	主要客户中国电信、中国联通、中国移动
	富春通信	1.8 亿	主要合作单位是中移院及其分院
第三阵营	国脉科技	2 亿	主要客户是中国联通、华信邮电咨询设计研究院
	浙江友华	NA	主要合作单位是中移院及其分院

资料来源：光大证券研究所整理

2012 年 6 月，工业和信息化部印发《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》，鼓励民间资本参与电信建设，拓宽民间资本的投资渠道和参与范围。

关于通信设计服务市场，该实施意见第 5 条明确鼓励符合条件的民营企业申请通信工程设计、施工、监理、信息网络系统集成、用户管线建设以及通信建设项目招标代理机构等企业资质。凡具有相应资质的民营企业，平等参与通信建设项目招标，不得设立其他附加条件。我们认为，这是从政策上明确了民营设计院享有平等地位，进一步扶持民营设计院的发展。

表 3: 政策扶持民营设计院发展

关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见

序号	实施意见细则
1	鼓励民间资本开展移动通信转售业务试点, 通过竞争促进服务提升和资费水平下降, 为用户提供更便捷、优惠和多样化的移动通信服务。
2	鼓励民间资本开展接入网业务试点和用户驻地网业务, 促进宽带发展。完善相关监管制度和手段, 保障企业实现平等接入, 用户实现自由选择, 推动提高宽带接入性价比。
3	鼓励民间资本开展网络托管业务。将引导电信企业将自有或租用的国内的网络、网络元素或设备, 委托民营企业第三方进行管理和维护服务, 促进专业化分工, 提升服务水平。
4	鼓励民间资本开展增值电信业务, 支持民间资本在互联网领域投资, 进一步明确对民间资本开放因特网数据中心(IDC)和因特网接入服务(ISP)业务的相关政策, 引导民间资本参与 IDC 和 ISP 业务的经营活动。
5	鼓励符合条件的民营企业申请通信工程设计、施工、监理、信息网络系统集成、用户管线建设以及通信建设项目招标代理机构等企业资质。
6	鼓励民间资本参与基站机房、通信塔等基础设施的投资、建设和运营维护。引导基础电信企业积极顺应专业化分工经营的趋势, 将基站机房、通信塔等基础设施外包给第三方民营企业, 加强基础设施的共建共享。
7	鼓励民间资本以参股方式进入基础电信运营市场。鼓励基础电信企业在境内上市, 通过降低上市公司的国有股权比例或增资扩股的方式引入民间资本。支持基础电信企业引入民间战略投资者。
8	鼓励民营电信企业“走出去”, 积极参与国际竞争。支持民营电信企业开展国际化经营, 开拓国际市场。

资料来源: 工信与信息化部

另一方面, 2014 年 7 月 18 日, 由中国移动通信集团公司、中国联合网络通信有限公司和中国电信股份有限公司共同出资设立中国通信设施服务股份有限公司(即“铁塔公司”)正式挂牌成立。

铁塔公司的成立为民营企业创造了更加公平参与市场竞争的机会, 公司作为通信技术服务细分领域唯一的一家民营上市企业, 在专业配备、客户响应、网点布局方面都具备较好的优势, 公司将抓住本次变革带来的机遇, 进一步扩大市场规模。

图 5: 铁塔公司成立有利于民营企业

铁塔公司于 2014 年 7 月成立



资料来源: 互联网

1.4、开启并购加快向综合技术服务提供商转型

公司从上市伊始就发挥上市公司的资金和品牌优势，积极开展行业内并购活动，到目前为止，公司先后收购了安徽同创、广西华南、武汉鑫四方和北京通畅等四家公司，为公司将贡献约 1500 万净利润。

通过行业内并购一方面使客户结构更加合理，之前公司 80% 收入来自于中国移动，而武汉鑫四方主要客户是中国电信，北京通畅主要客户是中国联通，这样公司客户结构更加合理，能充分享受 4G 带来业务增长；另一方面通过并购使公司设计专业更加全面，之前公司以无线设计专业为主，通过并购补充了传输设计专业、管道设计专业，使公司综合服务能力得以提升。

因此外延式并购将进一步加快公司向综合技术服务提供商进行转型，市场份额进一步提升。

表 4：并购加快向综合技术服务提供商转型

历年来公司并购情况

时间	收购公司	收购股份	收购金额	业务情况	经营业绩或业绩承诺
2010 年 5 月	安徽同创	90%	936 万	主要从事有线传输、通信管道等专业的设计，客户主要为中国电信	2011 年安徽同创收入 2166 万，净利润 324 万
2012 年 8 月	广西华南	51%	1011 万	主要从事有线传输、移动通信、通信管道等专业的设计，客户主要是中国电信、中国移动	华南通信 2012 年收入不低于 1800 万，净利润不少于 200 万；华南通信 2013 年收入不低于 2200 万，净利润不少于 350 万
2013 年 9 月	武汉鑫四方	65%	2500 万	主要从事有线传输、通信管道、无线室分、EPON、FTTH 等专业的设计，客户主要为中国电信	武汉鑫四方 2013-2016 年的净利润分别达到 400 万元、600 万元、800 万元、1000 万元。
2014 年 1 月	北京通畅	100%	4400 万	主要从事移动通信、微波通信、卫星通信及其他通信工程的勘察设计，客户主要为中国联通和中国移动	北京通畅 2014-2016 年的净利润总额应达到人民币 1500 万元
2014 年 4 月	成都海科	30%	214 万	智慧城市研究和智慧城市总体规划/顶层设计方案编制	——

资料来源：光大证券研究所整理

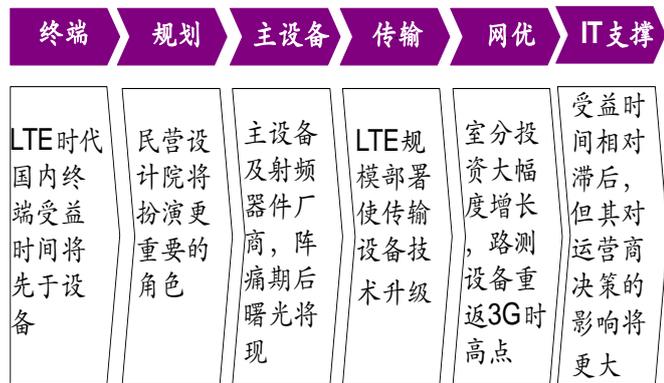
1.5、未来 2-3 年主业高速增长

根据 4G 通信产业链受益顺序，通信规划设计行业属于 4G 早周期受益行业，但由于运营商关于通信设计收入存在一定滞后性，因此公司业绩释放才刚刚开始。

从 3G 投资周期来看，运营商资本开支高峰发生在 2009 年，而我们看到公司业绩却在 2010 年出现爆发式增长，业绩滞后期一般为 12 个月左右。

图 6：规划设计行业是早周期受益子行业

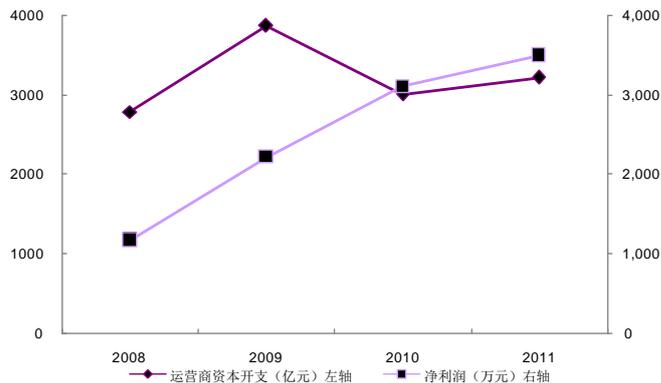
4G 通信产业链受益顺序



资料来源：光大证券研究所整理

图 7：业绩滞后资本开支 12 个月

2008-2011 年资本开支与业绩关系



资料来源：公司公告

尽管中国移动从去年开始大规模建设 4G 网络，但公司从 2014 年第二季度才开始确认 LTE 相关设计收入，业绩释放刚刚开始。考虑到 2015 年运营商 4G 基站建设量达 70 万个，同比增长 40%，且收入确认至少滞后 1 年，因此近 2-3 年公司主业将保持快速增长。

2、并购上海骏梦，业务外延移动互联领域

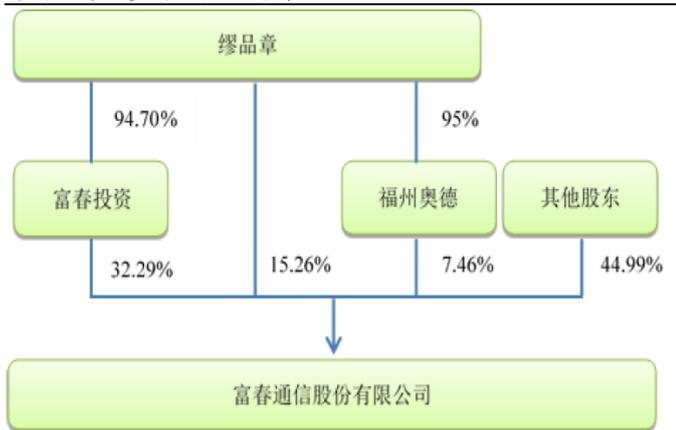
2.1、并购上海骏梦，涉足游戏行业

富春通信与上海骏梦于 2014 年 12 月 1 日签署了《骏梦股权认购协议》。根据该协议，富春通信向上海骏梦交易对方发行股份及支付现金购买上海骏梦 100% 股权。整个交易价格为 9 亿元，其中支付股份对价 6.93 亿元，支付现金对价 2.07 亿元。

本次交易包括发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金两部分内容，发行方式均系非公开发行。发行股份及支付现金的发行对象为上海力珩、上海力麦、上海睿临、苏州北极光、文化基金、宿迁华元、磐霖盛泰、磐霖东方、上海七皓、马雪峰、江伟强和詹颖珏。募集配套资金的发行对象为缪知邑、德清复励、平潭和富和闵清华，其中，德清复励、平潭和富实际控制人均为缪品章，缪知邑为缪品章女儿。支付的股份对价 6.93 亿元，公司拟以 12.23 元/股的股价向上海骏梦交易对方发行股份 5666 万股；现金对价中 4000 万元将由上市公司以首次公开发行股票时的超募资金支付，剩余资金由本次发行股份募集的配套资金支付，募集配套资金 1.86 亿元，向配套融资认购者发行的股份数不超过 1521 万股。总股本由原来的 1.81 亿股增加到 2.53 亿股。

图 8：并购上海骏梦前股权结构

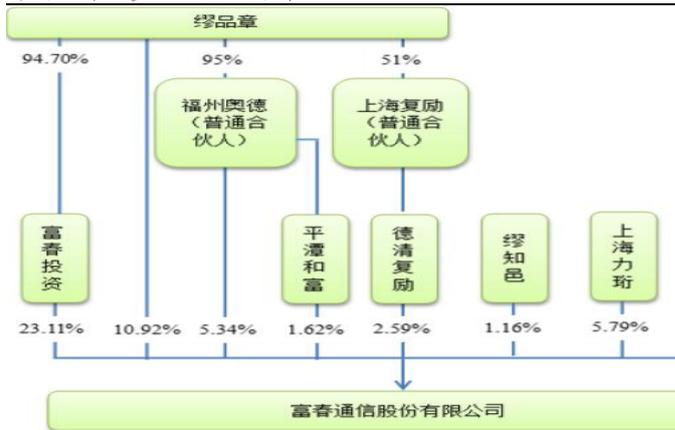
并购上海骏梦前股权结构图



资料来源：公司公告

图 9：并购上海骏梦后仍获控制权地位

并购上海骏梦后股权结构图



资料来源：公司公告

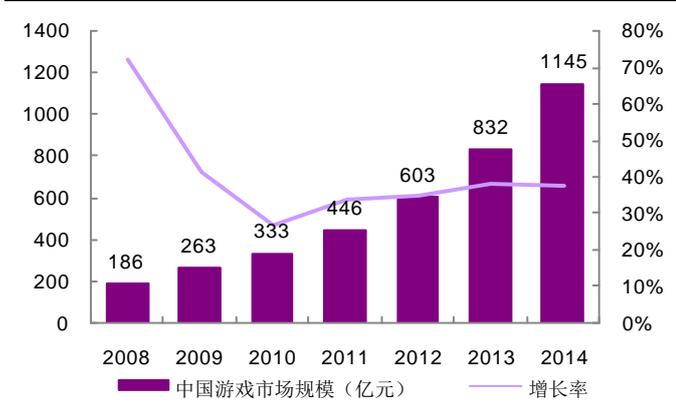
本次并购前缪品章先生通过富春投资和福州奥德分别持有富春通信 32.29% 和 7.46% 的股权，并直接持有富春通信 15.26% 的股权，合计持有 55.01% 股权，为富春通信实际控制人。并购上海骏梦后，缪品章先生直接或间接持有公司 44.74% 股份，仍为富春通信的实际控制人。

2.2、骏梦网页游戏与移动游戏并举

根据中国音数协游戏工委（GPC）、CNG 中新游戏研究（伽马数据）和国际数据公司（IDC）共同推出的《2014 年中国游戏产业报告》数据显示，2014 年中国游戏（涵盖网络游戏、移动游戏和单机游戏等细分市场）市场规模达到了 1144.8 亿元人民币，晋升为千亿产业中新一员，比 2013 年增长了 37.6%。同时，中国游戏市场用户数量约达到 5.17 亿人，比 2013 年增长了 4.6%。根据易观智库预测，2015 年、2016 年广义网络游戏市场（端游、页游、手游）将分别达到 1300 亿元、1500 亿元左右，可见未来的游戏市场空间非常大。

图 10：2014 年游戏市场规模破千亿

2008-2014 年游戏市场规模（单位：亿元）及增长率



资料来源：GPC, CNG, IDC

图 11：2014 年游戏市场用户数达 5 亿

2008-2014 年游戏市场用户数（单位：亿）



资料来源：GPC, CNG, IDC

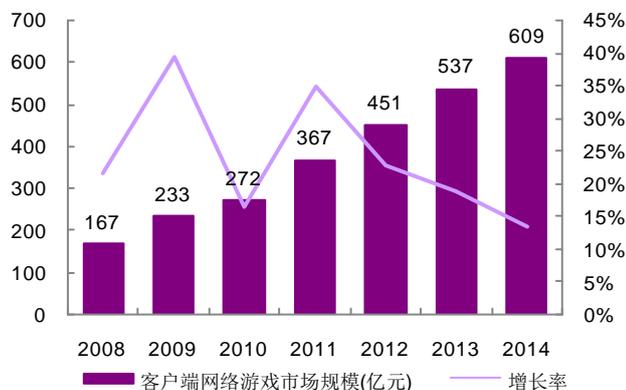
● 移动游戏正式爆发，页游仍保持高速增长，端游增速放缓

客户端游戏市场保持稳定的增长状态，2014 年市场规模达到 609 亿元，同比增长 13.5%，市场份额为 53.2%，同比减少 11.3 个百分点。客户端游戏

市场发展至今已步入成熟期，主要市场参与者格局稳定，较高的准入门槛和较长的资金回报周期，使得基本不再有新的厂商进入。客户端网络游戏市场用户群体稳定，用户的刚性需求是行业收入的稳定因素，研发商需不断提升产品质量、运营、服务质量才能持续创收。

图 12: 14 年客户端游戏市场增速放缓

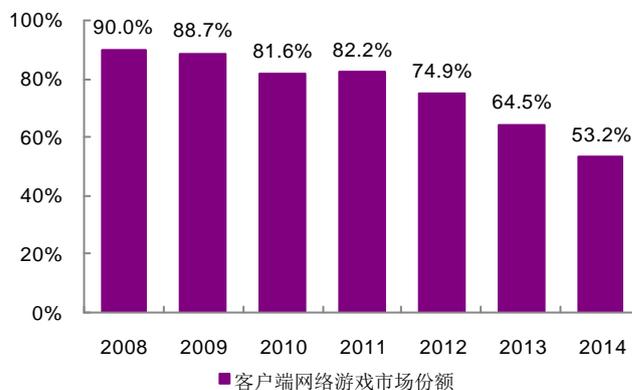
2008-2014 年客户端游戏市场规模 (单位: 亿元) 及增长率



资料来源: GPC, CNG, IDC

图 13: 客户端游戏市场份额有所下降

2008-2014 年客户端游戏市场份额 (%)

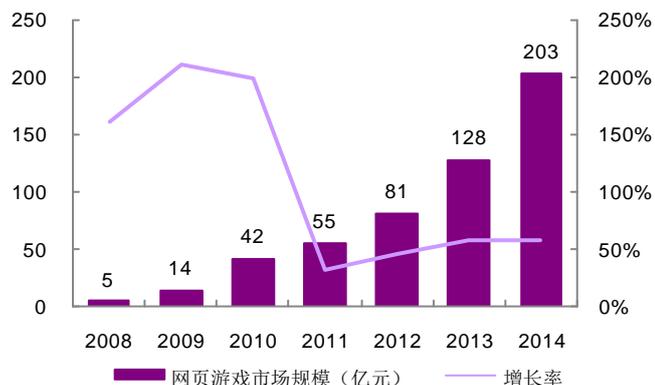


资料来源: GPC, CNG, IDC

网页游戏市场 14 年仍然呈现高速增长, 2014 年市场规模达到 207 亿元, 同比增长 58.7%, 市场份额为 17.7%, 比去年同期增加 2.3 个百分点。网页游戏从快速发展的阶段进入了平稳扩张的阶段。由于竞争激烈, 粗制滥造、山寨抄袭或者靠打“擦边球”手段获取用户的网页游戏产品逐渐被淘汰。对网页游戏企业来说, 提高自身品牌的影响力, 增加用户粘着度、降低推广成本、提高研发质量才能获得更大的市场成长空间。

图 14: 14 年网页游戏市场仍然呈现高增长

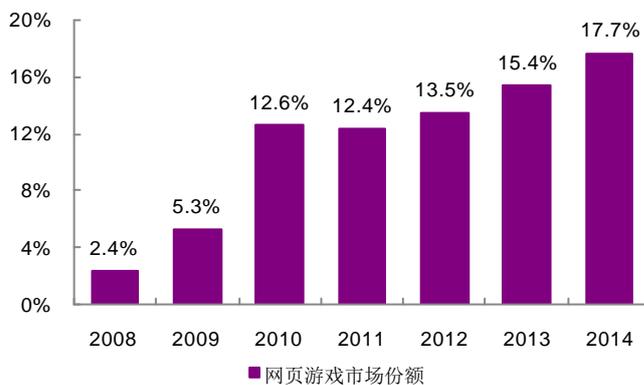
2008-2014 年网页游戏市场规模 (单位: 亿元) 及增长率



资料来源: GPC, CNG, IDC

图 15: 网页游戏市场份额略有上升

2008-2014 年网页游戏市场份额 (%)



资料来源: GPC, CNG, IDC

移动游戏依然保持迅猛增长的态势, 14 年市场增速高达 145%, 市场占有率也大幅提高至 24.0%, 同比提升 10.5 个百分点。毫无疑问, 移动游戏行业成为游戏产业增长最强动力, 主要得益于以下几点:

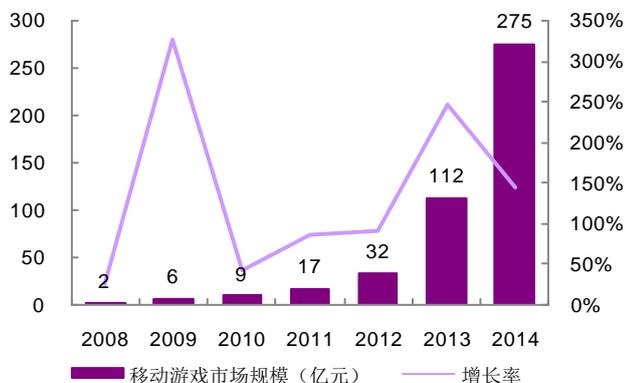
第一、移动游戏市场刚刚起步, 在人口红利和换机红利刺激下, 短期表现为爆发式增长, 后续增长空间仍然较大。

第二、移动游戏市场的准入门槛低、游戏开发成本低、潜在用户基数大、增长速度快的特点, 使得创业公司和中小公司迅速成长, 市场相当活跃。

第三、移动互联网信息基础设施建设的快速发展和电信运营商的大力补贴推广 4G 网络，用户使用移动互联网的成本不断降低，提升了移动游戏市场规模快速扩大的机会。

图 16: 14 年移动游戏市场呈现爆发式增长

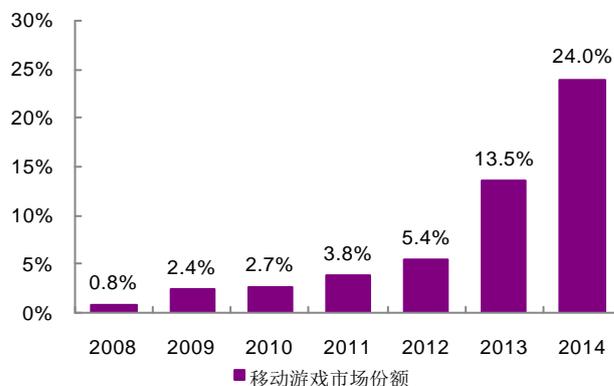
2008-2014 年移动游戏市场规模 (单位: 亿元) 及增长率



资料来源: GPC, CNG, IDC

图 17: 14 年移动游戏市场份额大幅提升

2008-2014 年移动游戏市场份额 (%)



资料来源: GPC, CNG, IDC

● 上海骏梦网页游戏与移动游戏并重发展

上海骏梦主要从事网页网络游戏和移动网络游戏的研发和运营，凭借强大的研发和创新能力，通过自主运营、联运运营和代理运营相结合的方式，逐渐发展成为国内优秀的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。2011 年上海骏梦就已取得知名游戏《仙剑奇侠传》的网页网络游戏改编权，并逐步积累了包括国内知名动漫《秦时明月》、经典卡通形象《阿狸》、《HELLO 表 1KITTY》、网络文学作品《武动乾坤》、经典武侠作品集《古龙群侠传》以及自创 IP《萌三国》等在内的众多 IP 资源。截至 2014 年 7 月 31 日，上海骏梦游戏总注册用户约一亿人次，日均活跃游戏用户数超过 70 万人。

表 5: 上海骏梦页游手游并重发展

上海骏梦研发游戏产品

项目	游戏名称	游戏类型	游戏运营期间	取得方式	盈利模式	运营模式
1	小小忍者	网页网络游戏	2010 年 10 月至 2014 年 5 月	自主研发	FTP	自主运营 联合运营 代理运营
2	萌三国	网页网络游戏	2012 年 1 月至今	自主研发	FTP	联合运营 代理运营
3	小小阿狸	网页网络游戏	2012 年 3 月至今	自主研发	FTP	联合运营 代理运营
4	火影无双	网页网络游戏	2012 年 3 月至 2014 年 4 月	自主研发	FTP	联合运营 代理运营
5	秦时明月 SNS	网页网络游戏	2013 年 6 月至今	自主研发	FTP	联合运营
6	新仙剑奇侠传 Online	网页网络游戏	2013 年 7 月至今	自主研发	FTP	自主运营 联合运营 代理运营
7	指上谈兵	移动网络游戏	2013 年 11 月至今	自主研发	FTP	代理运营
8	秦时明月 Mobile	移动网络游戏	2014 年 2 月至今	自主研发	FTP	代理运营

资料来源: 公司公告

近两年来，智能终端设备的爆炸式增长，移动端业务在 TMT 行业中都在赶超甚至超越 PC 端业务。在网络游戏领域，移动终端的用户规模和收入规模都已经超越了网页游戏。在这样的大背景下，2013 年上海骏梦开始向移动网络游戏领域发展，并陆续推出了移动网络游戏产品《指上谈兵》和《秦时明月 Mobile》。《秦时明月 Mobile》一经推出就取得巨大成功，正式上线运营 6 个月的总流水即突破 1.6 亿元。

2.3、坚持“知名 IP，精品游戏”战略

自创立以来上海骏梦始终高度重视知名 IP 的商业价值，坚持“知名 IP，精品游戏”战略，先后取得了知名单机游戏《仙剑奇侠传》、知名动漫《秦时明月》、经典卡通形象《阿狸》、《HELLO KITTY》、网络文学作品《武动乾坤》、经典武侠作品集《古龙群侠传》等知名 IP 资源。

2.3.1、游戏 IP 将复制电影 IP 的成功

IP（知识产权），一般来说通过将小说、动漫、电影和游戏等周边产品的整合提升知名度和品牌价值。这一点在好莱坞电影中得到了切实的验证。在好莱坞卖座的电影中不乏有改编自小说、动漫的电影。《哈利波特系列》小说在全球范围内的风靡，在世界各地赢得了广泛的读者和粉丝基础，好莱坞电影在改编小说中已经不是第一次尝到了甜头，哈利波特系列电影一经推出就获得了广泛的好评，也赢得了漂亮的票房成绩。而改编自漫画的《钢铁侠系列》、《蜘蛛侠系列》都已经成为了好莱坞、甚至美国的符号。

表 6：好莱坞电影 IP 的成功卖座

好莱坞电影获得 IP 授权

电影	票房 (亿美金)	IP 授权
哈利波特与死亡圣器下部	13.41	小说
复仇者联盟	12.18	小说
钢铁侠 3	12.15	动漫
魔戒：王者归来	11.19	小说
蜘蛛侠 3	8.90	动漫

资料来源：光大证券研究所整理

艾瑞咨询发布的 2013 年 12 月中国 Android 游戏分发渠道产品榜单中，总体来看，游戏产品的 IP 占有率为 17.8%，从不同联网类型游戏对于 IP 的占有率来看，网络游戏的 IP 占有率为 35.9%，远远高于单机游戏的 10.1%，网络游戏的研发耗时长、投入大，研发商选择投资网络游戏时更谨慎，因此对研发商来说，选择 IP 产品降低了投资失败的风险，对玩家来说，网络游戏的质量比单机游戏更高。因此游戏 IP 将成为手游时代的关键词。

拥有 IP 资源的网络游戏可以给玩家提供更多的代入感，快速聚拢用户，相比较无 IP 产品，有 IP 产品获得良好市场表现的几率也更大。根据艾瑞统计，2014 年仅手机网络游戏数量就高达 2703 款，这就使得手游 IP 竞争更加激烈。

表 7: Android 网络游戏排行

2013 年 12 月 Android 游戏分发产品榜单网络游戏 TOP20

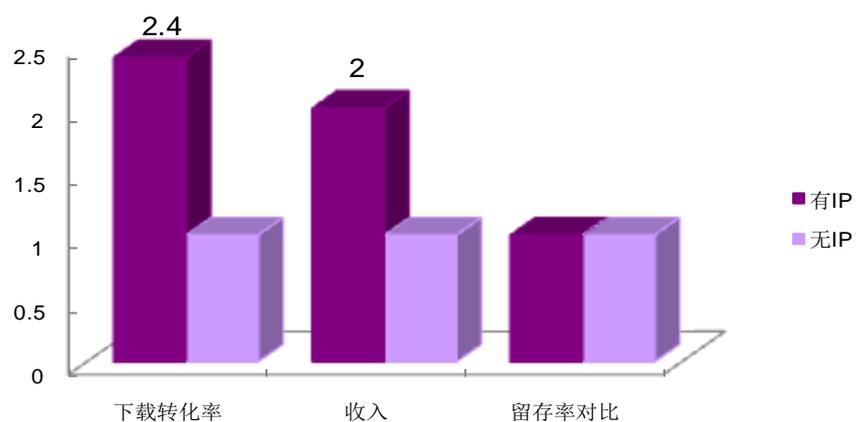
排名	游戏名称	曝光频次 (次)	IP 类型
1	节奏大师	腾讯	/
2	时空猎人	银汉科技	/
3	天天酷跑	腾讯	/
4	天天爱消除	腾讯	/
5	天天连萌	腾讯	/
6	神魔	银汉科技	西游
7	三国杀 Online	边锋网络	三国
8	我叫 MT Online	触控科技、乐动卓越	魔兽世界
9	苍穹之剑	蓝港在线	/
10	NBA 梦之队	蛙扑网络	NBA
11	极品钢琴 OL	tlypp	/
12	撸啊撸	萌我爱科技	英雄联盟
13	王者之剑	蓝港在线	/
14	部落战争	Supercell	/
15	三国杀 Online (国庆版)	边锋网络	三国
16	冒险小镇	Supersolid	/
17	格斗之皇	新游网络	/
18	英雄杀	腾讯	/
19	梦想海贼王	有爱互动	/
20	全民英雄	腾讯	DOTA

资料来源: 艾瑞咨询

根据 360 手机助手发布的手机游戏报告抽取游戏排行榜有 IP 和无 IP 的游戏统计发现, 有 IP 的游戏下载转化率是无 IP 的游戏的 2.4 倍, 吸量有明显优势; 且有 IP 的游戏整体收入水平高于无 IP 游戏 (留存率略高, 但差距较小)。

图 18: 有游戏 IP 优势明显

有无游戏 IP 在转化率、收入、留存率方面对比



资料来源: 360 手机助手

2.3.2、骏梦成 IP 资源争夺战黑马

从 2014 年初开始, 以《神偷奶爸: 小黄人快跑》、《冰雪奇缘》为代表的 IP 产品大获成功, 随后 IP 热度不断高涨, 不仅引发游戏厂商购买 IP 热潮,

就连影视媒体也开始借 IP 涉足手游行业，如近期湖南卫视将启动综艺节目 IP 合作，计划将《天天向上》、《快乐大本营》、《百变大咖秀》等 IP 进行授权，正式进军手游行业。IP 类型多样化，游戏行业高度重视 IP 的获取和开发以及成为行业“新常态”。

表 8：当前游戏 IP 主要类型

游戏 IP 类型

IP 类型	IP 特点	IP 实例
街机经典 IP	玩家美好回忆，多出现在单机游戏中	超级玛丽、拳皇、祖玛、魂斗罗
客户端游戏 IP	从端游到手游更便捷，保持付费习惯	WOW、英雄联盟
动漫、小说等文学题材 IP	天然用户基础，降低推广成本	海贼王、火影、金庸系列

资料来源：光大证券研究所整理

360 手机助手发布的 2014 手游报告指出，随着市场的激烈竞争，2014 年安卓用户获取成本逐渐提高，由 2013 年的 6 元上涨至 2014 年的 8 元，促使游戏整体推广成本上升。但如果游戏使用 IP 后，利用玩家对 IP 的熟知度，能够提升玩家的代入感，有利于产品前期的用户导入，不仅能减少前期的推广成本，还能提高游戏付费转化率，增加游戏整体收入，这也是众多厂商重视 IP 的关键原因。

表 9：各大厂商抢夺 IP 资源

各大厂商 IP 资源储备情况

厂商	日韩动漫	日本街机	欧美动漫	大陆影视	网络小说	武侠小说	大陆动漫	国产端游
腾讯	火影忍者	IGS、拳皇	复仇者联盟、迪士尼	中国好声音	悟空传	天涯明月刀		仙剑奇侠传
完美世界	圣斗士			武林外传	诛仙	笑傲江湖、一天屠龙记、射雕英雄传		
盛大游戏					星辰变、凡人修真传、吞噬星空、斗罗大陆		血族、封神 MM、混沌之理	传奇
畅游					斗破苍穹	天龙八部、鹿鼎记		天龙八部、轩辕剑
中手游				步步惊心、步步惊心、大闹天宫	封神英雄传、步步惊心			
骏梦游戏	仙境传说	三国战纪			武动乾坤	古龙群侠传、小李飞刀、楚留香新传、萧十一郎、陆小凤传奇、绝代双骄、武林外传	秦时明月、阿狸	
蓝港在线				甄嬛传			十万个冷笑话	

资料来源：游戏葡萄

在国内各大厂商争夺优质 IP 资源中，上海骏梦游戏无疑是最大的黑马。公司很早就认识到了，IP 资源对手游发展的重要性甚至决定性作用。在业界还未达成共识的情况下，上海骏梦就布局了收购 IP 资源，其中最值得称道的是《秦时明月》游戏 IP 的获取，基于庞大的粉丝基础，游戏《秦时明月 Mobile》一上线就取得了巨大的成功。

2015 年 1 月，骏梦又获一重量级 IP 《仙境传说》手游改编权，《仙境传说》是韩国超人气作家李命进的幻想漫画，有代表科幻的中世纪的村庄、精灵居住的森林、烈日曝晒的沙漠、东洋科幻风格的村庄等。

2.3.3、知名 IP 资源打造成明星产品

2014 年截至 7 月份，移动网络游戏《秦时明月 Mobile》和网页网络游戏《新仙剑奇侠传 Online》营收占比分别为 38%和 40%，合计 78%，已经成为了上海骏梦的主要盈利点。两个明星产品背后是优质的 IP 资源。仙剑系列在游戏用户早已经耳熟能详，具有良好的口碑和影响力。而《秦时明月》动画、电影都取得了很大的成功，电影上映一周就取得了 4000 万票房的傲人成绩。有了前期的观众基础，上海骏梦在市场营销方面基本不需要很大投入。依托强大的网络游戏研发实力，在研发过程中注重游戏内容与 IP 文化内涵的结合，推出的精品游戏获得成功也在情理之中。

表 10:《新仙剑奇侠传 Online》、《秦时明月 Mobile》营收表现抢眼

上海骏梦产品营收构成

产品名称	2014 年 1-7 月		2013 年度		2012 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
新仙剑奇侠传 Online	3979	40.0	6251	52.3	-	-
秦时明月 Mobile	3812	38.3	6	0.1	-	-
指上谈兵	678	6.8	230	1.9	-	-
萌三国	457	4.6	2365	19.7	3515	36.8
秦时明月 SNS	449	4.5	547	4.5	-	-
小小阿狸	336	3.3	1117	9.3	712	7.4
小小忍者	94	0.9	970	8.1	3890	40.7
火影无双	7	0.1	254	2.1	580	6.1
其他游戏收入	122	1.2	212	1.7	839	8.8
合计	9939	100	11953	100	9536	100

资料来源：公司公告

● 《秦时明月 Mobile》

《秦时明月 Mobile》改编自杭州玄机科技信息技术有限公司制作的大型武侠历史 CG 动画《秦时明月》，是一款 Q 版回合制移动网络游戏。《秦时明月 Mobile》自 2014 年 2 月正式上线运营至今，采用按道具收费模式，由北京触控科技有限公司独家代理中国大陆地区运营权。《秦时明月 Mobile》自推出以来受到玩家欢迎和市场热捧，上线次月中国大陆地区月流水即接近 3000 万，此后一直到 2014 年 10 月，《秦时明月 Mobile》月流水保持在 3000 万左右。

图 19:《秦时明月》于 14 年 2 月正式上线

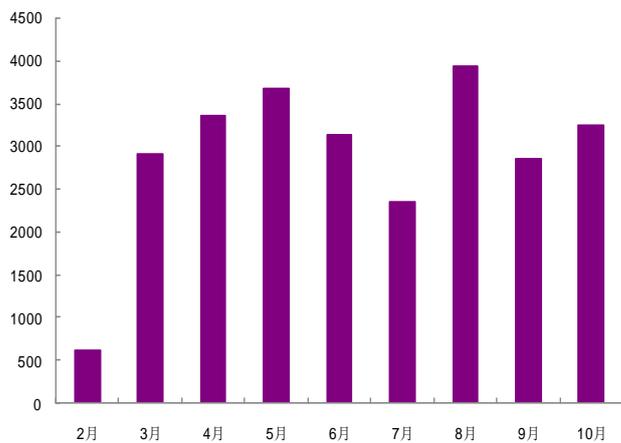
《秦时明月 Mobile》宣传图



资料来源: 公司网站

图 20:《秦时明月 Mobile》月流水保持 3000 万

2014 年 2 月-10 月《秦时明月 Mobile》月流水 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告

● 《新仙剑奇侠传 Online》

《新仙剑奇侠传 Online》是一款以仙剑奇侠传系列故事剧情为主线, 以中国古代的仙妖神鬼传说为背景, 以武侠和仙侠为题材, 并重现仙剑故事的感动剧情的 RPG 网页网络游戏。游戏继承了中国传统仙剑文化世界观, 力图还原给玩家一个原汁原味的仙剑世界, 再现仙剑奇侠传系列一到五单机版中的经典角色、场景、剧情、道具等元素。《新仙剑奇侠传 Online》自 2013 年 7 月正式上线运营, 采用道具收费模式, 在好好玩游戏平台自主运营, 同时在 360 游戏中心、37wan 游戏等平台联合运营并通过海外代理商代理运营。截至 2014 年 7 月, 《新仙剑奇侠传 Online》累计用户超过五百万人, 累计充值流水超过 1.7 亿元。

图 21:《新仙剑奇侠传 Online》流水超 1.7 亿元

《新仙剑奇侠传 Online》宣传图



资料来源: 公司公告

2.3.4、利用资本力量加强 IP 商业化能力, 继续开拓优质 IP 资源

在国家新闻出版广电总局指导举办的“金翎奖”和“游戏十强”评选中, 上海骏梦分别获得“2014 年十大玩家最喜欢的移动网络游戏”和“2014 年度十大最受欢迎原创移动网络游戏”奖, 同时公司在 IP 游戏领域一直位居行业金字塔的顶层。

近期公司接连上线《武媚娘传奇》、《古龙群侠传》两款重磅手游产品。其中《武媚娘传奇》同名手游由 360 手机助手携手发行商爱特米科技、开发商骏梦游戏联合打造，强 IP 带来的超高人气，再加上国内第一手游渠道与影视巨头、传媒界先锋的深度合作，该手游价值前景大好。

《古龙群侠传》是中国首款古龙小说正版授权手游，游戏包括《陆小凤传奇》、《楚留香传奇》、《绝代双骄》、《小李飞刀》、《萧十一郎》、《天涯明月刀》在内的 56 部著作版权，真正做到了为玩家呈现经典的古龙武侠世界。根据官方最新数据显示，游戏次日留存 76%，7 日留存达 40%，市场反响远超预期。

图 22:《武媚娘传奇》于 14 年 12 月正式上线

《武媚娘传奇》宣传图



资料来源:公司网站

图 23:《古龙群侠传》于 15 年 1 月正式上线

《古龙群侠传》宣传图



资料来源:公司网站

引入富春通信的资本的力量，公司必将会对新的优质 IP 资源的获取和已持有的 IP 资源的产品研发、运营能力提升有很大帮助。随着 IP 商业化能力的提升和用户资源的积累，未来会更多自主研发 IP 资源。后续包括《萌三国》、《武动乾坤》、《三国战纪》、《天子传奇》等知名 IP 游戏将于今明两年陆续上线。

表 11: 上海骏梦知名 IP 游戏今明两年陆续上线

上海骏梦在研游戏项目情况

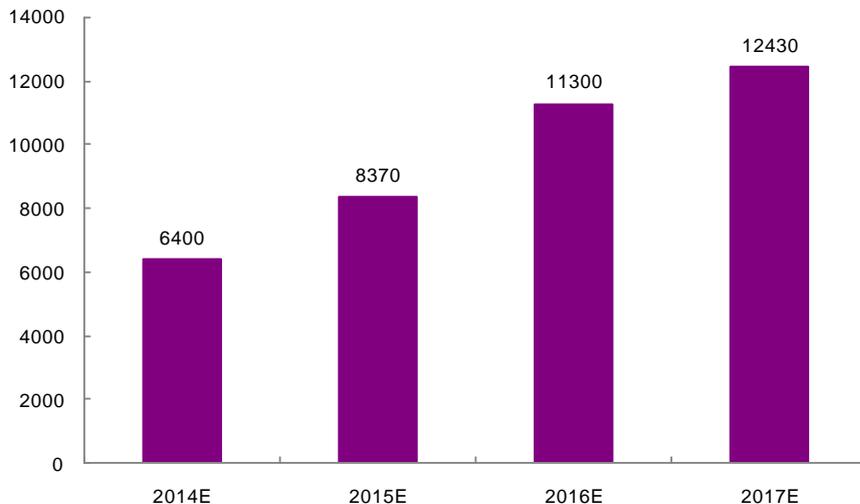
项目名称/代号	项目阶段	已完成阶段性成果	预计上线时间/正式上线运营时间
武侠群侠传	Beta 版本阶段	已完成主线任务、主要系统的开发	2015 年 1 月
萌三国	Beta 版本阶段	已在 PP 助手上线进行不删档测试	2015 年 2 月
武动乾坤	项目计划阶段	项目组已经组建，游戏设计的大体方向已确定	2015 年 3 月
指上谈兵 2.0	Beta 版本阶段	主要系统玩法已完成	2015 年 3 月
秦时明月无双	Demo 版本阶段	游戏画面风格、战斗模式已确定	2015 年 5 月
三国战纪	Demo 版本阶段	底层战斗模式功能完成，美术风格基本确立	2015 年 5 月
天子传奇	项目计划阶段	项目组在组建中，游戏设计的大体方向已确定	2016 年 1 月

资料来源:公司公告

上海骏梦承诺 2014-2017 年净利润分别不低于 6400 万元、8370 万元、11300 万元和 12430 万元。依靠强大的 IP 资源以及陆续重磅游戏上线，我们预计业绩超预期可能性很大。

图 24：上海骏梦业绩超预期可能性很大

2014-2017 年上海骏梦业绩承诺（单位：万元）



资料来源：公司公告

3、内外兼修，向平台化服务运营转型

在富春通信 2012 年、2013 年年报中都提到了公司未来发展的战略,即纵向做强建设咨询设计主业,横向转型综合型技术服务提供商,向 TMT 行业外延业务范围,打造平台级企业。

富春通信利用上市带来的资金和品牌效应,在 4G 大规模建设的背景下,将加快并购,提升主营业务规模。同时,富春通信一方面,着手建设内部创新孵化平台,另一方面,通过并购等形式,逐步进入移动互联网、云服务领域,期待在发展传统业务的同时,储备公司的未来业务。再进一步扩大 B2B 业务的同时,着手培育和发展 B2C 业务。并购上海骏梦,这样一家高速成长的游戏公司,富春通信进军传媒娱乐的意图初露端倪,不断整合的“大娱乐”行业趋势,相信富春通信在“大娱乐”时代也会大有作为。

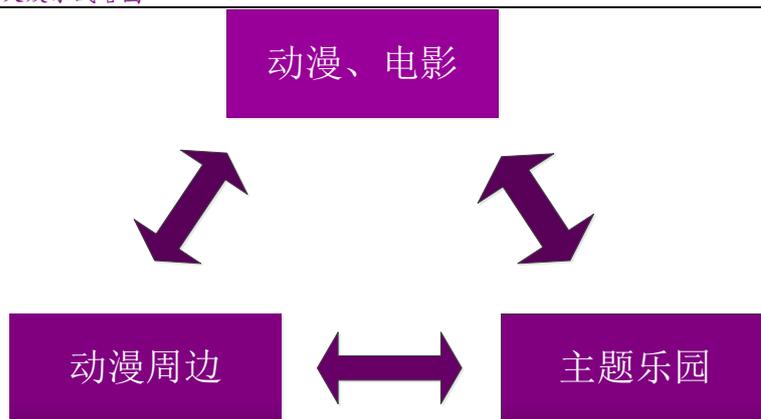
3.1、“大娱乐”已成行业趋势

在国外,娱乐产业已经成熟的运作,最为大家耳熟能详的当属迪士尼了。迪士尼经营的业务主要分为四个业务主块:娱乐制作(电影发行、家庭娱乐、演出和音乐)、主题乐园度假区、消费品(迪斯尼授权、出版、游戏、零售、直销)以及传媒网络(无线网络、有线媒体、互联网络)。在迪斯尼所经营的全部业务中,始终是围绕着米老鼠文化,而正是这种“大娱乐”模式为迪士尼带来了巨大的收益。

迪士尼动漫的对儿童和青少年的吸引力,将他们推向能够身临其境的主题乐园,使他们成为消费主体。游客入园游玩,对纪念品、玩具和食物的消费自然是必需事项,迪士尼不会将这个市场拱手让出。主题乐园和周边消费品,必然会加深迪士尼在消费者心中的地位,从而使消费者更加关注迪士尼推出的新产品。

图 25：迪士尼动漫、电影、主题公园大融合

迪士尼大娱乐战略图



资料来源：互联网，光大证券研究所

在国内虽然还没有如此成熟的娱乐产业链条，但是伴随着文化娱乐产业的快速发展，产业互动、产业整合已成为趋势。完美时空是国内较早地提出大娱乐战略的网游公司，网游行业的娱乐化特性受到了电影业界的瞩目，而电影产业纵向化发展趋势也让网游行业找到了有利契合点。2009年，一部以章子怡担当制作人的电影《非常完美》，46天卖出9400万元票房，整体票房收入过亿，《非常完美》创下了国产中等投资爱情喜剧类型片的票房新高。而这背后的推手就是完美时空。完美时空在电影《赤壁》热映时，就同期推出同名热门网络游戏，热播的电视剧《武林外传》也被成功改编成为了同名网络游戏。网游+影视的这种联合方式令完美时空尝到了大娱乐的甜头。

2014年11月18日，阿里腾讯平安入股影视龙头华谊兄弟，华谊兄弟的大娱乐战略拉开帷幕。2014年，华谊兄弟将旗下九大子业务重新梳理，整合为三大板块：以电影、电视剧、艺人经纪等业务为代表的影视娱乐板块，以手机游戏、粉丝经济、在线发行、新媒体等业务为代表的互联网娱乐板块，和以品牌授权、主题乐园、文化城、电影公社、实景演出等业务为代表的品牌授权与实景娱乐板块。

华谊兄弟总裁王中磊描绘了华谊兄弟正在构建的“大娱乐”生活图景：“不久以后，用户可以看完华谊兄弟的电影，再身临其境地穿梭在华谊兄弟的主题乐园、电影公社和文化城中，然后玩着华谊兄弟的手机游戏，亲手演绎更多种电影故事的结局。”让IP在华谊兄弟内部平台与阿里巴巴、腾讯等合作伙伴的各项业务平台上流转、衍生、增值、再造形成全媒体、宽业务、多出口的超大型娱乐平台。这就是华谊兄弟的‘大娱乐’格局。

表 12：华谊兄弟大娱乐格局

华谊兄弟网络游戏、电影、电视娱乐成功互动案例

项目	网络游戏	电影	电视娱乐
1	刀剑2	血滴子	
2	斗战神	西游·降魔篇	
3	四大萌捕	四大名捕	
4	QQ仙灵·龙门镖局		龙门镖局
5	爸爸去哪儿		爸爸去哪儿
6		匆匆那年	匆匆那年

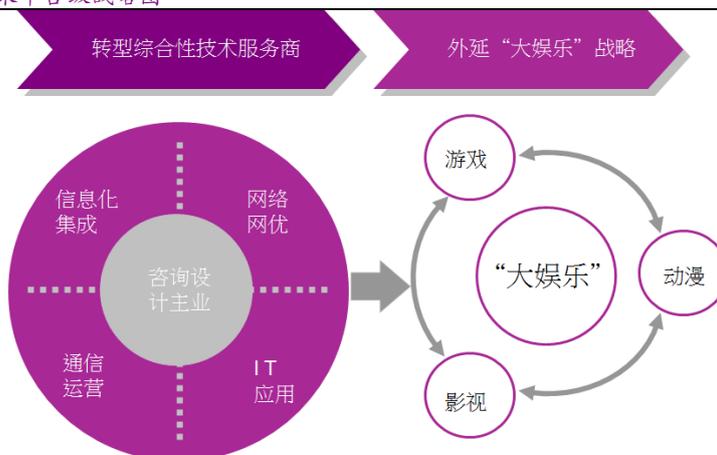
资料来源：光大证券研究所

3.2、借力上海骏梦，构建大娱乐战略

影视娱乐、网络游戏甚至实景娱乐之间的互动越来越频繁，创造出来的经济价值也十分可观，大娱乐势不可挡。我们可以看到贯穿大娱乐的轴线就是 IP，IP 内容驱动和牵引了娱乐产业链。富春通信并购上海骏梦也正是看中了骏梦拥有的优质 IP 资源和未来资源整合的巨大潜力。上海骏梦在资本运作的基础上，研发、渠道、运营上都有了质的提升，IP 的商业价值潜力不断释放。我们不排除未来富春通信会围绕游戏 IP 在资本市场有更大的动作，打造游戏、电影、电视甚至品牌授权和实景娱乐的大娱乐版图，未来形成平台级企业。

图 26：外延大娱乐，向平台化服务运营转型

公司未来平台级战略图



资料来源：光大证券研究所

4、盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

目前公司业务主要包括通信设计和游戏业务两部分。

通信设计方面，随着运营商大规模建设 4G 网络以及 LTE 相关设计收入逐渐确认，我们预计未来 2-3 年公司主业将保持快速增长；同时毛利率提升到 3G 时代水平；

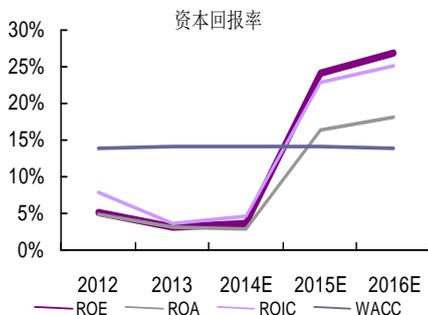
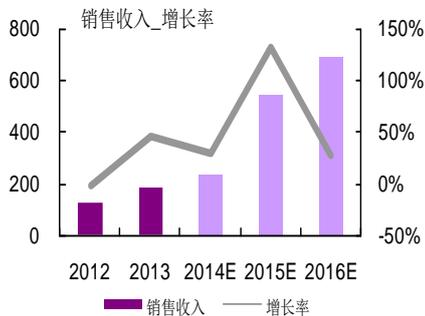
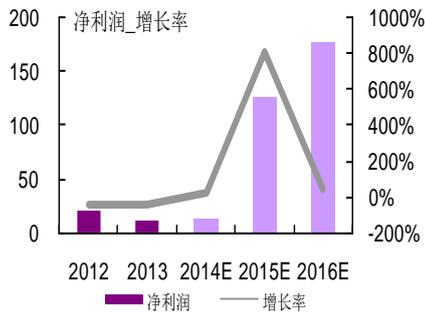
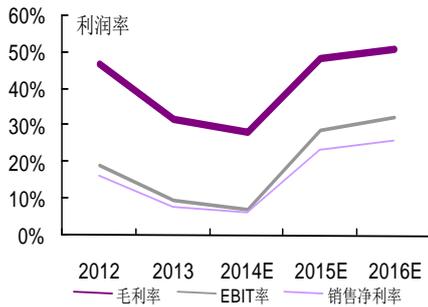
游戏业务方面，随着《萌三国》、《舞动乾坤》、《三国战纪》等重磅手游产品，IP 商业化能力将持续提升，游戏业务将保持 30% 左右增速。

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别 0.08 元、0.50 元和 0.71 元，给予“买入”评级，目标价 20 元，相当于 2015 年 40 倍 PE。

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	183	234	550	697
通信设计	165	215	279	349
手机游戏			250	325
其他	17	19	21	23
营业收入增速	63%	269%	32%	20%
通信设计		30%	30%	25%
手机游戏				30%
其他		10%	10%	10%
综合毛利率	32.6%	28.4%	48.2%	50.8%
通信设计	34.2%	30.0%	35.0%	40.0%
手机游戏			60.0%	60.0%
其他	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
期间费用率	14.0%	17.6%	17.0%	17.2%
归属于母公司净利润	11	14	126	178
净利润增速	17%	20%	817%	42%
净利润率	6.3%	5.9%	23.2%	25.9%
EPS	0.09	0.08	0.50	0.71

5、风险提示

- 1、业绩不达预期；
- 2、并购进程不达预期。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	126	183	234	543	689
营业成本	67	124	168	281	339
折旧和摊销	3	3	0	1	4
营业税费	5	2	2	5	7
销售费用	4	2	4	8	10
管理费用	23	27	37	81	103
财务费用	-2	-3	0	3	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	24	18	17	152	216
利润总额	25	19	18	153	217
少数股东损益	1	3	1	1	2
归属母公司净利润	19.47	11.45	13.72	125.70	178.24

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	446	462	539	780	995
流动资产	417	390	466	668	836
货币资金	239	168	225	271	345
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	167	210	158	262	332
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款	4	6	5	11	14
存货	0	0	75	119	139
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	13	17	48	86
无形资产	4	4	4	3	3
总负债	51	56	121	239	312
无息负债	32	52	121	217	265
有息负债	19	4	0	22	47
股东权益	395	407	419	541	683
股本	67	121	181	253	253
公积金	256	206	147	87	105
未分配利润	63	67	76	185	307
少数股东权益	9	14	15	16	18

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-28	-29	67	68	140
净利润	19	11	14	126	178
折旧摊销	3	3	0	1	4
净营运资金增加	55	53	-23	217	121
其他	-105	-97	77	-276	-164
投资活动产生现金流	-52	26	-4	-40	-50
净资本支出	13	6	5	40	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-65	20	-9	-80	-100
融资活动现金流	219	-27	-6	18	-17
股本变化	17	54	60	72	0
债务净变化	-11	-15	-4	22	25
无息负债变化	-3	19	69	96	48
净现金流	140	-30	57	46	73

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-2.67%	45.41%	28.26%	131.86%	26.92%
净利润增长率	-44.40%	-41.22%	19.86%	816.16%	41.80%
EBITDA/EBITDA 增长率	-37.23%	-19.48%	-7.70%	799.23%	43.58%
EBIT/EBIT 增长率	-40.74%	-24.98%	10.67%	807.20%	42.55%
估值指标					
PE	131	222	176	28	20
PB	7	6	6	7	5
EV/EBITDA	33	88	142	23	16
EV/EBIT	36	107	145	23	16
EV/NOPLAT	44	142	174	28	20
EV/Sales	6	9	11	7	5
EV/IC	3	5	8	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	47.01%	31.99%	28.45%	48.16%	50.75%
EBITDA 率	21.41%	11.86%	7.42%	28.76%	32.54%
EBIT 率	19.38%	10.00%	7.29%	28.51%	32.02%
税前净利润率	19.80%	10.17%	7.51%	28.18%	31.48%
税后净利润率 (归属母公司)	15.51%	6.27%	5.86%	23.16%	25.87%
ROA	4.63%	3.02%	2.71%	16.27%	18.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.04%	2.91%	3.40%	23.93%	26.78%
经营性 ROIC	7.73%	3.49%	4.56%	22.81%	25.09%
偿债能力					
流动比率	8.13	7.02	3.88	2.84	2.73
速动比率	8.13	7.02	3.25	2.33	2.27
归属母公司权益/有息债务	20.32	98.20	-	23.80	14.22
有形资产/有息债务	22.76	106.83	-	33.90	20.56
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.11	0.06	0.08	0.50	0.71
每股红利	0.14	0.01	0.02	0.15	0.21
每股经营现金流	-0.15	-0.16	0.37	0.27	0.55
每股自由现金流(FCFF)	-0.24	-0.17	0.22	-0.46	0.09
每股净资产	2.13	2.17	2.23	2.08	2.63
每股销售收入	0.69	1.01	1.29	2.15	2.73

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

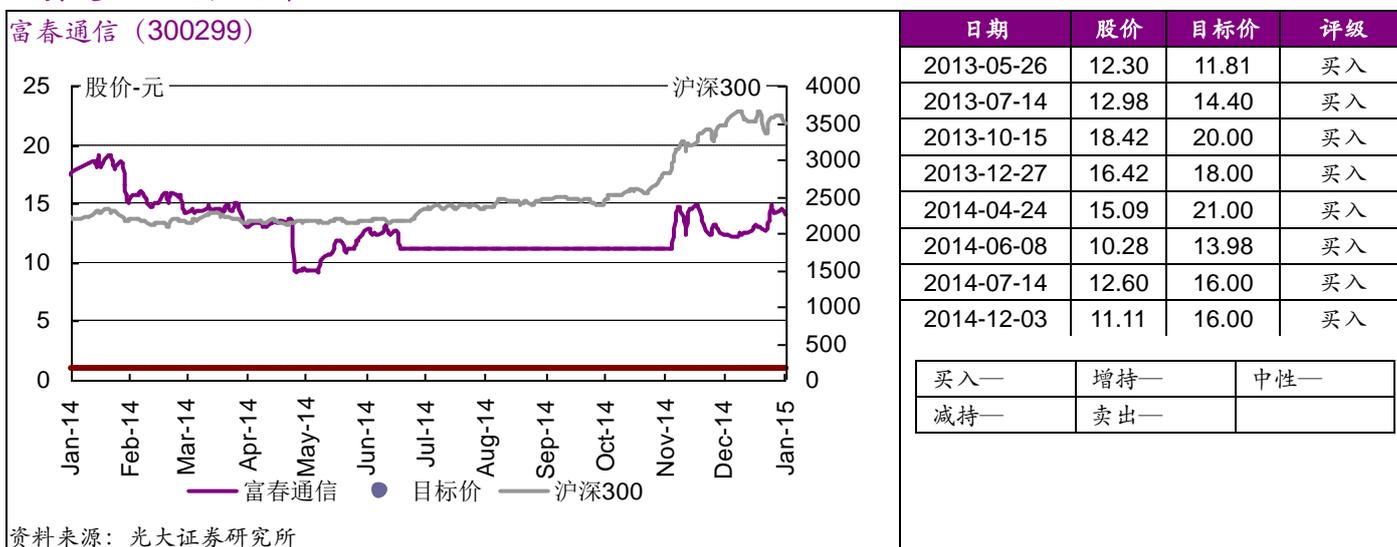
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

顾建国，上海交通大学工商管理硕士，理学学士；曾在中国移动上海公司工作 6 年，主要负责运营商固定资产投资计划，而后在华泰柏瑞基金研究部工作 1 年，于 2012 年加入光大证券研究所，从事通信行业研究。2012 年新财富最佳分析师通信行业第四名团队核心成员，2013 年水晶球通信行业第三名团队核心成员。

田明华，厦门大学电磁场与微波技术专业硕士，西安电子科技大学通信工程专业学士。曾在华为技术有限公司无线网络部工作 1 年，2011 年开始在买方从事 TMT 行业研究工作，主要覆盖通信、传媒及移动互联网行业，2014 年初加入光大证券研究所，专注从事通信行业研究。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com