

中小市值主题精选系列之联创互 联调研简报

——联创互联（300343）：被低估的互联网营销领军企业

2016年06月14日

推荐/首次

联创互联

报告摘要：

传统企业进军互联网营销行业。公司以传统聚氨酯硬泡聚醚材料起家，在近年宏观经济增速放缓，节能行业政策变化等多因素影响下，公司业绩低位徘徊。管理层锐意进取，积极跨行业转型，于15年7月和16年4月完成对互联网营销企业上海新合，上海激创和上海麟动的增发收购，增发价分别为26.4元/股和58.4元/股，配套募资增发价69.2元/股。增发完成后，公司实际控制人股权比例28%，保持控股权。

互联网营销行业增速迅猛，汽车行业投入最多。目前我国广告行业总产值6000亿左右，年均增速15%，而互联网广告市场已经达到2000亿的水平，占总比重在30%左右，同时增速达到30%以上。而在近450亿市场规模的互联网展示类广告中，汽车行业的投入占比最高，达22%，同比增速达30%以上。

公司互联网营销版图初见端倪。上海新合的团队有十几年互联网营销经验，成立四年实现净利润1.2亿，15年业绩大幅超过承诺业绩。上海激创是国内领先的汽车行业广告营销公司，主要客户包括上海通用和广汽，其拥有强大设计创意能力。与上海新合整合之后，新公司有望成为国内汽车行业广告营销中可以比肩华扬联众的最大的公司之一，拥有集全案创意服务到网络渠道分发一整套业务方案。上海麟动主营业务以公关为主，它的加入，将给新公司为广告主进行线下广告营销提供支持。

盈利预测。我们预计公司16-18年EPS 0.48, 0.68和0.78元，对应PE 42倍，30倍和26倍，首次给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	832.62	964.58	2,769.66	3,578.19	4,267.09
增长率(%)	67.10%	15.85%	187.14%	29.19%	19.25%
净利润(百万元)	11.72	27.43	327.66	400.46	462.58
增长率(%)	-80.32%	134.00%	1094.41%	22.22%	15.51%
净资产收益率(%)	1.36%	1.84%	9.03%	12.17%	13.31%
每股收益(元)	0.08	0.30	0.48	0.68	0.78
PE	253.50	67.60	42.36	29.90	25.88

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

虞瑞捷

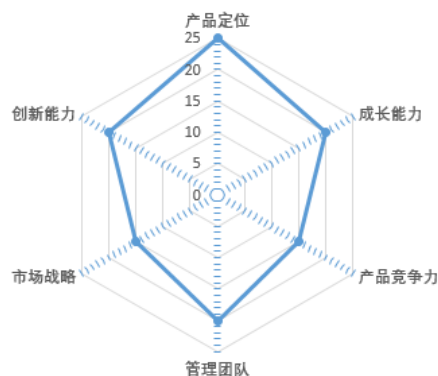
010-66555181

yurj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

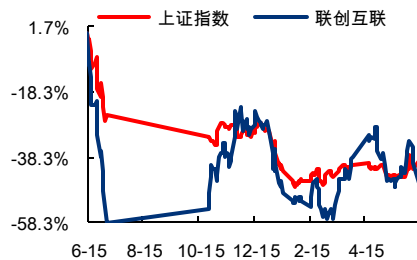
s148051604000

六位评价体系之服务业、制造业图



核心护城河、商业模式概括

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 主业疲软,进军互联网营销.....	3
2. 互联网营销行业飞速发展.....	5
互联网广告成为广告行业主要增长点.....	5
牢牢把握汽车行业,积极拓展新客户.....	6
收购上海麟动,公司业务互补性强.....	9
3. 盈利预测.....	10
4. 风险.....	10

表格目录

表 1: 上海新合主营业务及介绍.....	8
表 2: 同类公司估值对比.....	10

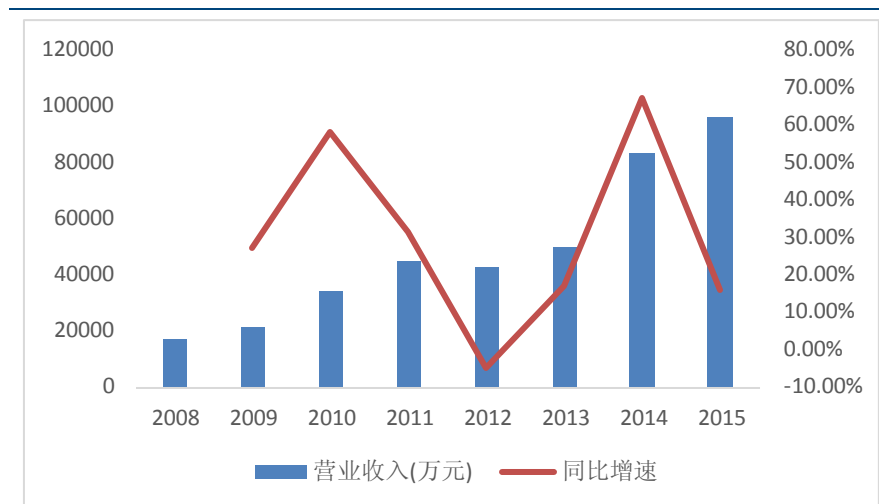
插图目录

图 1: 公司营业收入.....	3
图 2: 公司营业利润及毛利率.....	3
图 4: 增发完成后备考股权结构.....	4
图 5: 被收购标的业绩承诺.....	4
图 6: 广告行业产业链结构.....	5
图 7: 互联网营销行业产业链.....	5
图 8: 2014 年国内广告行业收入达 6000 亿元.....	5
图 9: 网络广告增速迅猛(亿元).....	6
图 10: 汽车行业互联网营销投入占比最大.....	6
图 11: 2009-2014 年中国汽车行业展示类广告投放规模(亿元).....	7
图 12: 2014 年中国主要汽车广告主投放(亿元).....	7
图 13: 上海新合前三大客户(万元).....	7
图 14: 上海激创前三大客户(万元).....	7
图 16: 上海激创全案服务案例.....	9
图 17: 2015 年上半年上海麟动业务收入分布(万元).....	9

1. 主业疲软,进军互联网营销

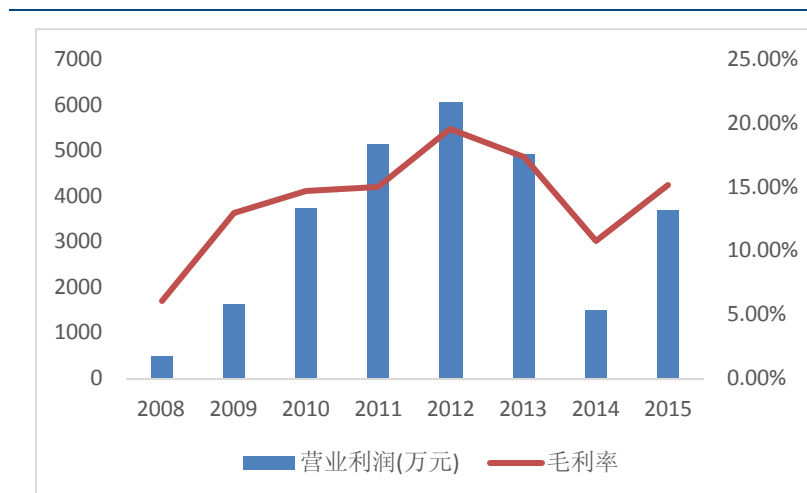
公司主营业务为聚氨酯硬泡组合聚醚、减水剂聚醚、乙二醇二醋酸酯、催化剂的技术研发、生产与销售。近年来受制于宏观经济下滑的影响,公司业绩维持在较低的水平。利用上市公司平台,公司自14年开始积极谋求跨行业外延发展,并于15年7月和今年4月完成对互联网广告公司上海新合,上海激创和上海麟动的增发收购。在外延的同时,公司也积极减负瘦身,剥离传统化工非盈利项目。

图 1: 公司营业收入



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2: 公司营业利润及毛利率

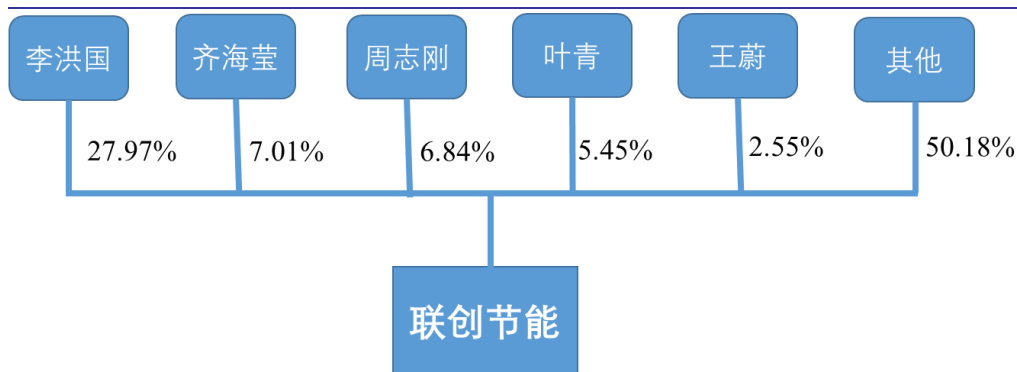


资料来源：wind、东兴证券研究所

2015年7月29日，公司完成增发收购上海新合。公司向齐海莹、周志刚、王璟、李洪国、宁波鑫歆等5名股东发行股份数为3200余万股，发行价格为26.41元/股，购买上海新合64.75%股权，股份对价8.56亿元。同时，公司配套募集资金3.36亿元，用于现金收购上海新合剩余股份。

2016年4月，公司完成新一轮增发，收购上海激创和上海麟动全部资产。其中，以58.4元/股，增发9.73亿元换股收购，同时配套融资12.24亿元，发行价69.2元/股。增发完成后，公司董事长李国洪依然是实际控制人，股权28%。

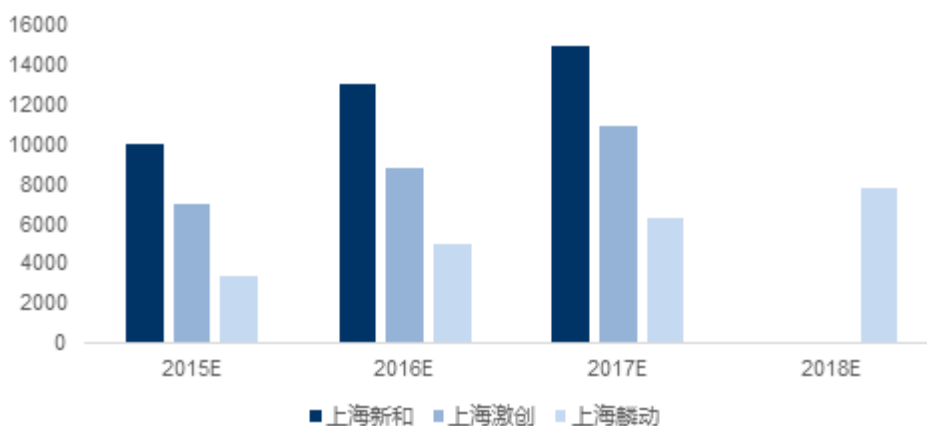
图3：增发完成后备考股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司收购上海新合，15-17年承诺净利润1亿，1.3亿和1.5亿元，上海激创15-17年承诺业绩7000万，8750万和1.09亿元，上海麟动15-18年承诺业绩3400万，5000万，6250万和7820万元。增发完成后公司业绩有望大幅提升。

图4：被收购标的业绩承诺



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 互联网营销行业飞速发展

互联网广告成为广告行业主要增长点

图 5：广告行业产业链结构

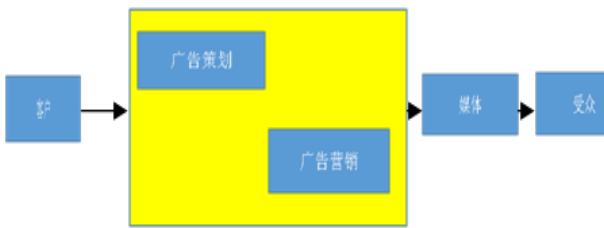
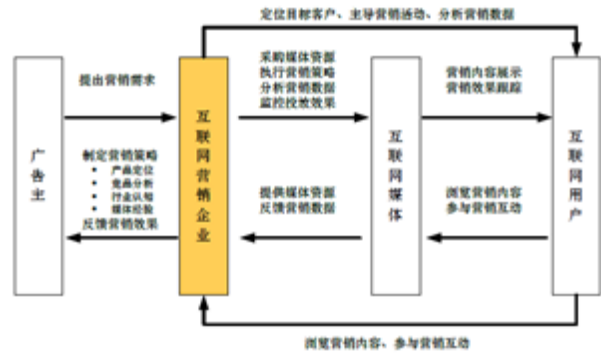


图 6：互联网营销行业产业链



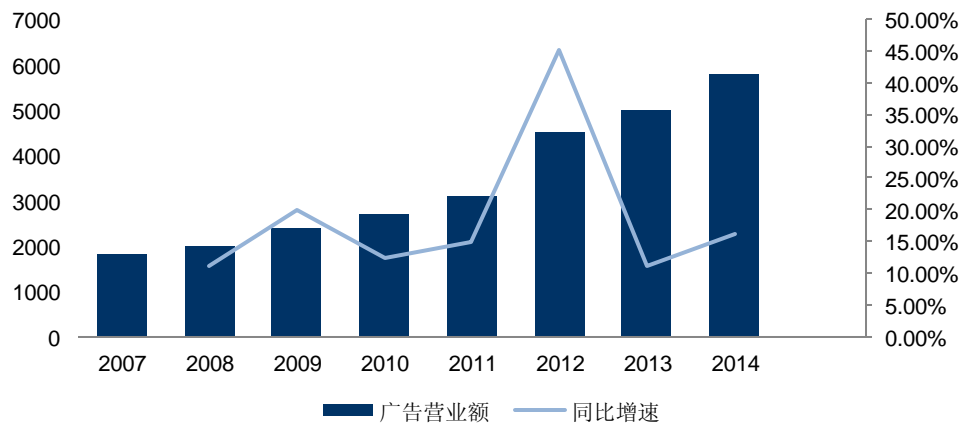
资料来源：东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从广告行业产业链而言，其上游是广告主，下游是发布广告的媒体以及最终的消费者。而行业内部，又根据服务对象不同而分为广告策划和广告营销。前者主要为广告主策划广告方案，后者主要根据广告的特性，在广告主的预算内，合理有效的将广告发布到媒体，从而达到最优的推广效果。

随着互联网的普及，人们每天接触最多的媒体已经从传统的报纸，电视等，转向互联网。这也催生出了新的广告业态，互联网营销，其广告内容和推广方式迥异于传统媒体，也涌现出如华扬联众，奥美世纪这样国际化和本土的互联网广告公司。

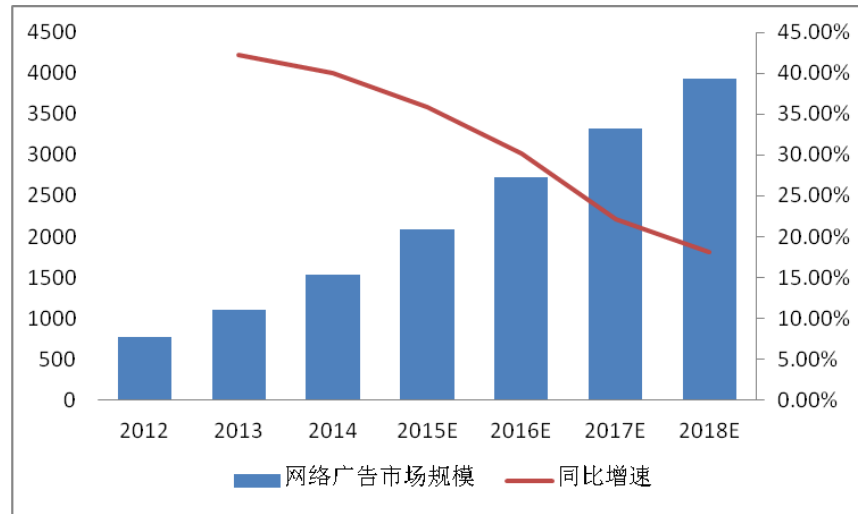
图 7：2014 年国内广告行业收入达 6000 亿元



资料来源：iResearch《中国网络广告行业年度监测报告 2015 年》，东兴证券研究所

我国的广告产业总体体量在 2014 年达到近 6000 亿人民币，占 GDP 比重达到 0.8%，行业年平均增速 15%左右，相比美国万亿人民币的广告市场，还有很大的增长空间。

图 8：网络广告增速迅猛（亿元）

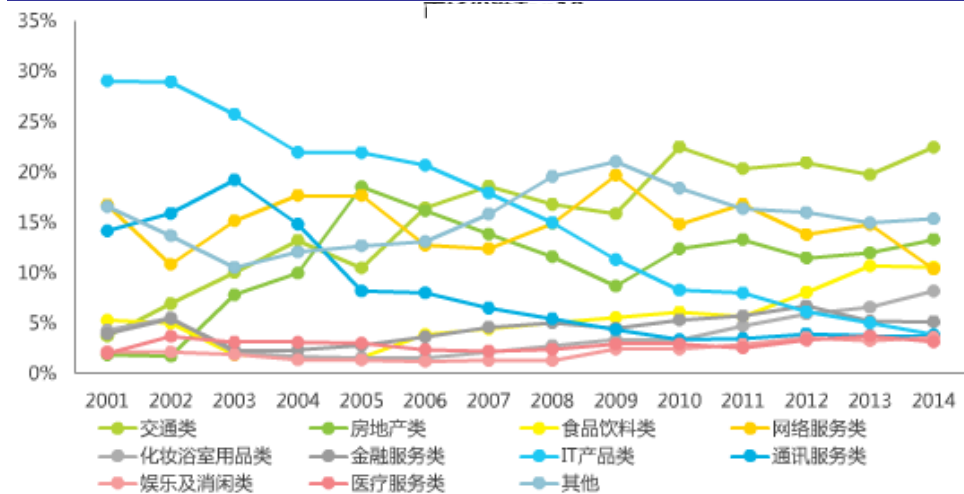


资料来源：iResearch《中国网络广告行业年度监测报告2015年》，东兴证券研究所

与此同时，互联网广告的增速大幅高于广告行业本身，近年来持续维持在 30%以上，预计 15 年能达到 2000 亿元，占据国内整个广告行业的 1/3 的份额。我们认为，媒体形式的迅速变化，促使广告主将广告投放的重点转移到互联网。

牢牢把握汽车行业，积极拓展新客户

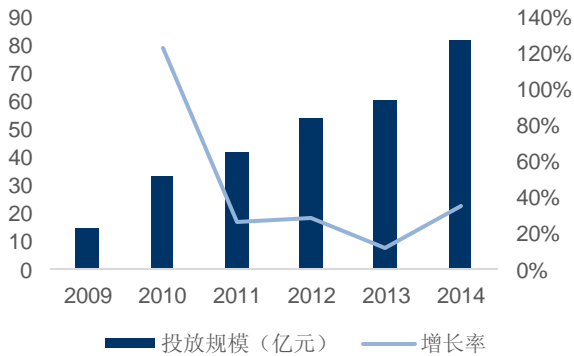
图 9：汽车行业互联网营销投入占比最大



资料来源：iResearch《中国网络广告行业年度监测报告2015年》，东兴证券研究所

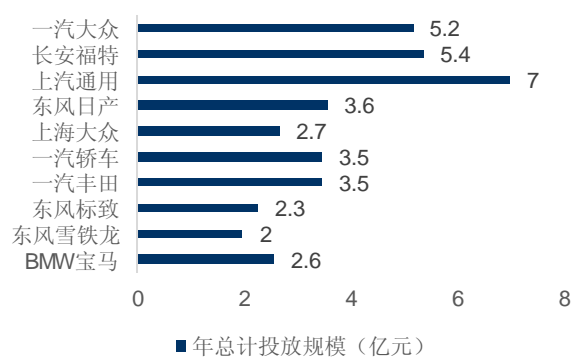
在展示类广告中，交通领域的投放占比最高，并持续多年，表明汽车厂商对于互联网营销的认可度最高。

图 10：2009-2014 年中国汽车行业展示类广告投放规模（亿元）



资料来源：iResearch《中国网络广告行业年度监测报告 2015 年》，东兴证券研究所

图 11：2014 年中国主要汽车广告主投放（亿元）

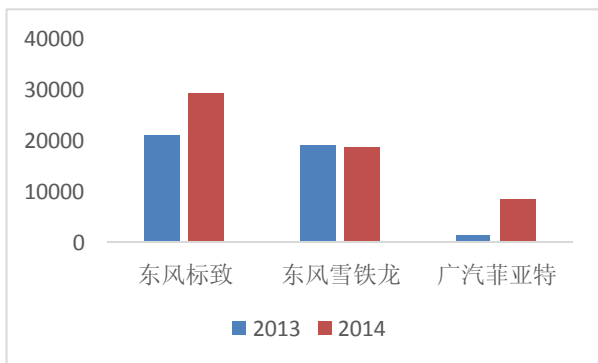


资料来源：iResearch《中国网络广告行业年度监测报告 2015 年》，东兴证券研究所

从汽车行业展示类广告投放力度而言，2014 年市场规模达到 85 亿，年均复合增速 30% 以上。一汽，上汽，东风等厂商都投入大量财力进行互联网营销。

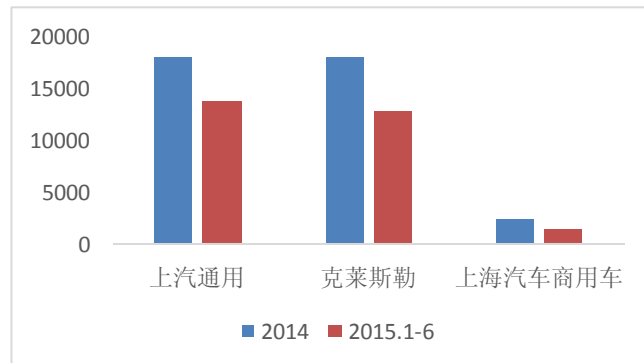
前次收购并增发完成的标的上海新合和此次收购的标的上海激创，其近年来主要客户均是汽车厂商，伴随着汽车厂商投入不断加大，获得快速发展，成为互联网营销领域举足轻重的参与者。

图 12：上海新合前三大客户（万元）



资料来源：东兴证券研究所

图 13：上海激创前三大客户（万元）



资料来源：东兴证券研究所

上海新合和上海激创的主营业务按照营销投放方式可细分为展示类营销、搜索引擎营销、移动互联网营销、内容与社会化媒体营销，其中展示类营销在互联网营销市场所占份额最高，内容及社会化媒体营销毛利率最高，而精准营销和创意营销等尚处于发展初期。

表 1：上海新合主营业务及介绍

业务	营销形式	投放媒体
展示类营销	通过文字、图形、视频等形式进行直接展示的广告类型，包括品牌图形广告、富媒体广告和视频贴片广告、文字链广告等形式	综合门户网站、行业垂直网站等
搜索引擎营销	通过向互联网搜索引擎网站或行业垂直网站购买关键词，从而优先向用户展示其所搜索关键词相关的特定内容。可以分为向百度、360 搜索等专业搜索引擎网站投放的通用搜索营销和投向于淘宝、京东等垂直营销网站的垂直搜索营销	专业搜索引擎网站、淘宝、京东等垂直营销网站
移动互联网营销	通过移动互联网网站、浏览器、APP 客户端等的插屏广告、全屏广告、积分墙等	移动媒体、移动广告平台
内容与社会化媒体营销	通过文章、话题、视频、歌曲、活动等多种形式，将品牌或产品信息潜移默化地传递给用户，以影响潜在消费者的营销形	社交网络、在线社区、博客、微博、视频网站等
精准营销	通过大数据技术对互联网用户数据进行多维度分析，以刻画出消费者特点，从而进行针对性投放的营销方式	精准营销广告平台如传漾、易传媒等

资料来源：东兴证券研究所

上海激创是国内较早进入互联网营销行业的数字整合营销服务商之一，也是业内为数不多的能够向细分行业提供全案互联网整合营销服务的公司。

近年来，上海激创的主要销售对象为汽车行业客户，包括上汽通用、广汽菲克、上汽商用车、奇瑞汽车、上海大众等著名车企，服务的知名汽车品牌有 Jeep、凯迪拉克、上汽大通、大众帕萨特、开瑞汽车等。

图 14：上海激创全案服务案例



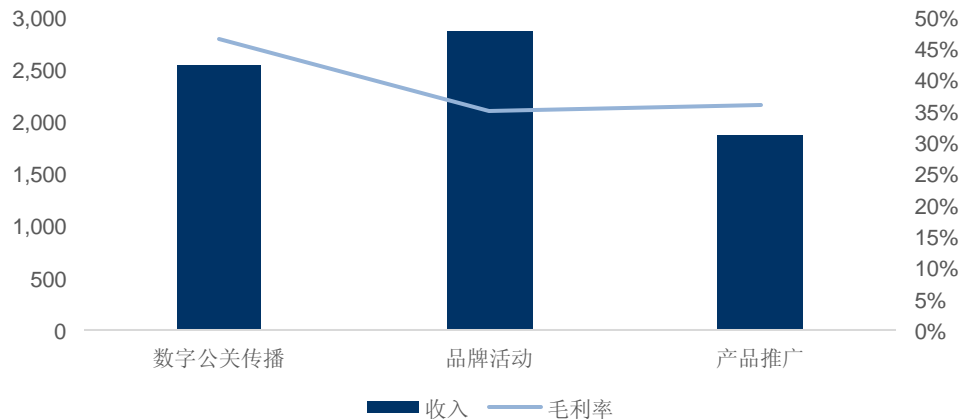
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

收购上海麟动，公司业务互补性强

上海麟动及其子公司作为创新型整合营销传播服务机构，致力于帮助客户企业在组织内部搭建并完善整合高效的营销传播体系，最终帮助企业形成独特的核心竞争力，并支持企业可持续发展。目前，上海麟动提供的服务主要包括消费者公关、财经传播、企业声誉、危机处理和体验式营销活动等公共关系服务。

公共关系传播是组织通过报纸、广播、电视等大众传播媒介，辅之以人际传播的手段，向其内部及外部公众传递有关组织各方面信息的过程。按照客户需求和实施方式的不同，上海麟动的业务主要分为数字公关传播、品牌活动、产品推广三大板块。

图 15：2015 年上半年上海麟动业务收入分布（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，上海新合，上海激创和上海麟动三者有很强的互补性。

首先，上海新合提供了优质客户，市场开拓不断深入。其法人代表齐海莹先生是腾信股份联合创始人之一，在广告营销行业浸淫多年，自2010年从腾信股份离职，12年受让上海新合之后，利用多年在产业界积累的资源以及执行力，将上海新合在4年之内净利润达到1.2亿元。

同时，根据公告，我们可以看到公司在其他行业的拓展，自去年以来开发了包括中国移动在内的新的大型客户。

其次，上海激创的并入，大大加大了新公司在汽车营销领域的话语权。上海激创作为国内最大的汽车领域营销公司之一，拥有强大的设计创意能力，具备给广告主提供全案设计，服务的能力。整合后，新公司的汽车大客户将包括东风PSG，上汽通用，广汽等一批汽车厂商，成为国内最大的汽车互联网营销企业之一，不仅对未来开拓新的汽车客户大有裨益，同时对下游网站供应商如汽车之家等的议价能力大幅提升。

第三，上海麟动作为公关公司，能给新公司提供更多的整体解决方案。上海新合原有业务多局限于互联网营销渠道，上海激创虽有全案营销的业务，但更多以展示类为主。上海麟动的加入，能给新公司带来更为专业的线下内容营销的方案，从而给客户提供更全面的营销解决方案，产生更高的客户粘性。

3. 盈利预测

我们预计公司16-18年EPS 0.48, 0.68 和 0.78 元，对应PE 42 倍, 30 倍和 26 倍，首次给予“推荐”评级。

表 2：同类公司估值对比

证券代码	证券简称	市场预测 2016 年市盈率
300392.SZ	腾信股份	50
300242.SZ	明家科技	51
300063.SZ	天龙集团	33
002131.SZ	利欧股份	31

资料来源：wind 东兴证券研究所

4. 风险

业绩低于预期的风险

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	373	766	3079	4292	4759	营业收入	833	965	2770	3578	4267
货币资金	66	85	1824	2644	2769	营业成本	743	818	2179	2838	3394
应收账款	118	510	68	88	105	营业税金及附加	3	6	39	50	60
其他应收款	8	65	186	240	286	营业费用	28	39	72	93	116
预付款项	15	15	37	65	99	管理费用	27	55	89	115	137
存货	75	59	895	1166	1395	财务费用	9	12	-13	-13	-13
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	8.15	-0.94	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	540	1712	1610	1554	1497	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8	10	10	10	10	投资净收益	0.00	1.33	0.00	0.00	0.00
固定资产	270.06	386.83	340.89	294.95	249.02	营业利润	15	37	405	496	573
无形资产	110	109	98	88	77	营业外收入	3.95	7.43	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	22	34	0	0	0	营业外支出	1.99	0.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	913	2477	4689	5846	6256	利润总额	17	44	410	501	578
流动负债合计	308	726	637	833	1058	所得税	5	17	82	100	116
短期借款	143	140	0	0	0	净利润	12	27	328	400	463
应付账款	59	260	107	140	167	少数股东损益	5	-3	45	0	0
预收款项	8	15	126	269	440	归属母公司净利润	6	31	283	400	463
一年内到期的非	14	8	8	8	8	EBITDA	143	182	448	539	617
非流动负债合计	63	52	822	1622	1622	BPS (元)	0.08	0.30	0.48	0.68	0.78
长期借款	26	22	822	1622	1622	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	371	778	1459	2455	2680	成长能力					
少数股东权益	75	26	71	71	71	营业收入增长	67.10%	15.85%	187.14%	29.19%	19.25%
实收资本(或股	80	125	590	590	590	营业利润增长	-70.11%	150.14%	994.99%	22.49%	15.67%
资本公积	224	1357	2235	2235	2235	归属于母公司净利	817.29%	41.67%	817.29%	41.67%	15.51%
未分配利润	145	172	214	274	344	获利能力					
归属母公司股东	467	1673	3129	3289	3475	毛利率(%)	10.77%	15.22%	21.34%	20.69%	20.46%
负债和所有者权	913	2477	4659	5815	6226	净利率(%)	1.41%	2.84%	11.83%	11.19%	10.84%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)	0.70%	1.24%	6.03%	6.85%	7.39%
						ROE(%)	1.36%	1.84%	9.03%	12.17%	13.31%
经营活动现金流	-186	50	-149	247	389	偿债能力					
净利润	12	27	328	400	463	资产负债率(%)	41%	31%	31%	42%	
折旧摊销	119.19	133.73	0.00	56.88	56.88	流动比率	1.21	1.05	4.84	5.15	4.50
财务费用	9	12	-13	-13	-13	速动比率	0.97	0.97	3.43	3.75	3.18
应收账款减少	0	0	442	-20	-17	营运能力					
预收帐款增加	0	0	111	143	171	总资产周转率	1.04	0.57	0.78	0.68	0.71
投资活动现金流	-66	-272	44	0	0	应收账款周转率	8	3	10	46	44
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.14	6.04	15.07	28.93	27.77
长期股权投资减	0	0	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊	0.08	0.30	0.48	0.68	0.78

筹资活动现金流	222	264	1844	573	-265	每股净现金流(最新)	-0.38	0.33	2.95	1.39	0.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.84	13.37	5.30	5.57	5.89
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	40	45	465	0	0	P/E	253.50	67.60	42.36	29.90	25.88
资本公积增加	-40	1134	878	0	0	P/B	3.47	1.52	3.83	3.64	3.45
现金净增加额	-30	42	1739	820	125	EV/EBITDA	12.21	14.39	24.48	20.32	17.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

虞瑞捷

多年化工行业和中小市值研究经验，2011，2012，2014，2015 年新财富团队成员。2016 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。