



# 浴火重生，华丽转型互联网彩票

## ——凯瑞德（002072）深度报告

2015年03月15日

强烈推荐/首次

凯瑞德

深度报告

### 报告摘要：

- 剥离原有纺织资产，积极转型布局互联网彩票。**凯瑞德全称凯瑞德控股有限公司，曾用名山东德棉股份有限公司，于2006年9月20日、2006年9月26日在深交所上市，目前总股本1.76亿。通过入股和收购百宝彩，和合永兴以及中悦科技三家公司，凯瑞德已经初步布局好互联网彩票业务的研发，线下销售，线上销售以及咨询业务环节，为未来新业务的成长打开市场空间。同时，通过资产协议转让，甩掉旧的业务包袱，为未来成长奠定基础。
- 互联网彩票整顿有利于行业规范发展。**凯瑞德将要涉及进入的彩票行业目前在我国受到了高度监管，这也要是由我国特殊的博彩制度决定的。不过正是因为行业的高监管，也带给了行业较高的利润率和高回报率。我们认为凯瑞德在获取牌照上，尤其是地方福利彩票互联网牌照的获取上，并不落后其他A股标的，因此我们有理由相信，凯瑞德将受益于整个互联网彩票的发展，并对公司的转型注入强大的活力。
- 公司盈利预测及投资评级。**我们认为凯瑞德的转型是完全颠覆原业务基本面的事件，应当以全新的眼光和行业的逻辑来思考其公司的价值。从目前的布局来看，公司的发展规划和逻辑清晰。考虑到未来三个月互联网售彩的事件推动，互联网彩票行业可能会迎来一波较大的行情。作为业务最纯，弹性最大的标的，我们预计凯瑞德将会有较大的市值弹性空间。预计公司2014年-2016年营业收入分别为7.23亿元、0.22亿元和0.59亿元，归属于上市公司股东净利润分别为0.05亿元、0.48亿元和0.61亿元；每股收益分别为0.03元、0.27元和0.34元，对应PE分别为658、70和56倍。首次覆盖给予公司6个月目标价30元，给予公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

| 指标        | 2012A    | 2013A    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|-----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1,094.17 | 870.08   | 723.11  | 22.50   | 59.80   |
| 增长率（%）    | 53.93%   | -20.48%  | -16.89% | -96.89% | 165.76% |
| 净利润（百万元）  | 5.08     | (60.43)  | 5.22    | 48.97   | 61.33   |
| 增长率（%）    | -105.24  | -1289.22 | -108.65 | 837.35% | 25.24%  |
| 净资产收益率（%） | 2.22%    | -33.05%  | 0.49%   | 4.52%   | 5.54%   |
| 每股收益(元)   | 0.03     | (0.34)   | 0.03    | 0.28    | 0.35    |
| PE        | 651.38   | (55.07)  | 636.38  | 67.89   | 54.21   |
| PB        | 14.50    | 18.19    | 3.13    | 3.07    | 3.00    |

### 谭可

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120013

### 汤杰

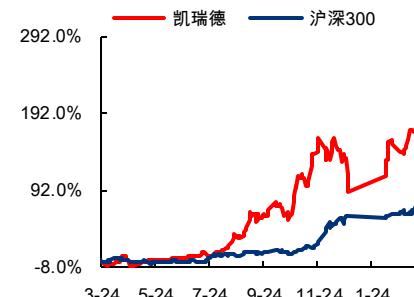
010-66555481

tang-jie@dxzq.net.cn

### 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元）   | 19.55-6.83  |
| 总市值（亿元）      | 34.41       |
| 流通市值（亿元）     | 34.4        |
| 总股本/流通A股(万股) | 17600/17597 |
| 流通B股/H股(万股)  | /           |
| 52周日均换手率     | 2.7         |

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 1. 凯瑞德公司概况                 | 4  |
| 1.1 凯瑞德简介                  | 4  |
| 1.2 剥离原有纺织资产, 积极转型布局互联网彩票  | 4  |
| 2. 互联网彩票整顿有利于行业规范发展        | 5  |
| 2.1 我国彩票行业的现状              | 5  |
| 2.2 我国彩票的资金分配              | 8  |
| 2.3 互联网彩票停售的前因后果           | 9  |
| 2.4 互联网彩票停售未来的走向           | 12 |
| 2.5 互联网彩票重启分析              | 14 |
| 3. 凯瑞德目前的业务布局和优势以及未来战略发展规划 | 14 |
| 3.1 凯瑞德现有业务布局              | 14 |
| 4. 财务模型和估值                 | 15 |
| 4.1 现有业务的收入测算              | 15 |
| 4.2 风险                     | 16 |
| 5. 结论                      | 16 |

## 表格目录

|              |    |
|--------------|----|
| 表 9: 公司盈利预测表 | 17 |
|--------------|----|

## 插图目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 凯瑞德目前结构                    | 4  |
| 图 2: 我国的彩票管理架构                  | 5  |
| 图 3: 我国彩票的市场                    | 6  |
| 图 4: 我国彩票销售与增长                  | 7  |
| 图 5: 我国互联网彩票的销售和渗透率             | 7  |
| 图 6: 彩票销售金额的使用——假设彩民购买了 100 元彩金 | 8  |
| 图 7: 地下非法彩票收入规模可能是阳光下的十倍        | 9  |
| 图 8: 正常的网络彩票购买流程                | 9  |
| 图 9: 非法彩票网站“吞票”流程               | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图 10:部分彩票网站随机推荐号码与历史中奖号码的重复率.....        | 11 |
| 图 11:唯彩会图解互联网彩票产生前后对各地区购彩中心的影响。.....     | 11 |
| 图 12:唯彩会根据线索估计的 2014 年线上彩票销量 (预测值) ..... | 13 |
| 图 13:未来牌照发放的可能方式.....                    | 14 |
| 图 14:凯瑞德现有业务结构 .....                     | 14 |

## 1. 凯瑞德公司概况

### 1.1 凯瑞德简介

凯瑞德全称凯瑞德控股有限公司，曾用名山东德棉股份有限公司，是由山东德棉集团有限公司、德州恒丰纺织有限公司、德州双威实业有限公司、山东德棉集团德州实业有限公司、山东华鲁恒升(集团)有限公司共同发起，于2000年6月12日注册成立的股份有限公司。公司于2006年9月20日、2006年9月26日在深交所上市，目前总股本1.76亿。

公司原来主要经营纺织，铁矿等业务。但由于业务受商业周期，行业景气度等因素影响，加上原材料，人工，能源等成本价格的上升，常年亏损且也一直不为投资人所看好。股价长期低迷，公司也一直力图寻求突破和转型。在2011年引入第五季实业作为大股东后，便积极寻找突破口。

在蛰伏了两年多后，凯瑞德开始把目光投向互联网板块，谋求从传统行业转型新型产业。

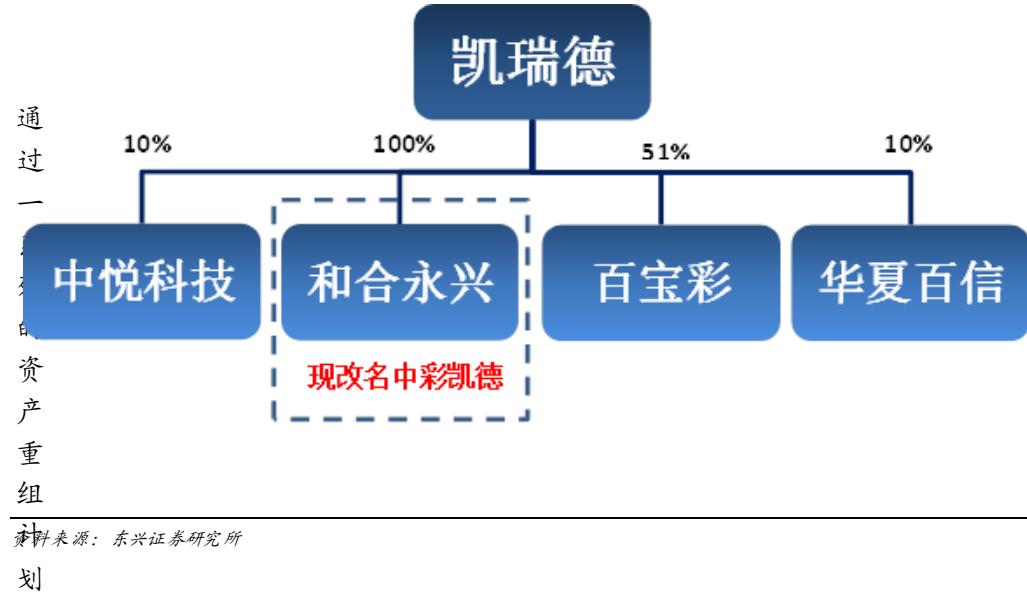
### 1.2 剥离原有纺织资产，积极转型布局互联网彩票

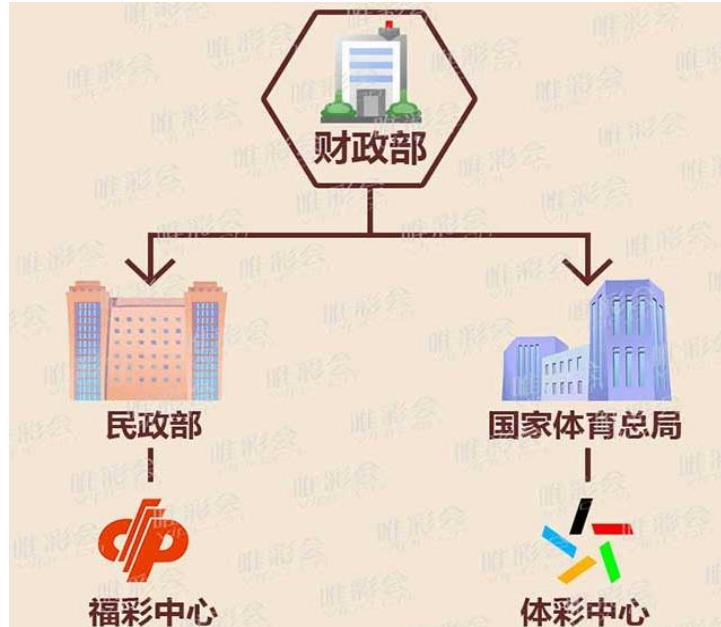
2015年2月10日，凯瑞德公布了酝酿已久的转型方案：一方面，凯瑞德通过自有资金1550万元收购百宝彩51%的股权，以此转型布局彩票业务；另一方面，公司拟将持有的绵绵纺织100%股权，纺织设备和部分债权债务组成的资产包协议转让给德棉集团，将纺织业务从上市公司剥离。交易完成后，公司将不再经营纺织业务而是集中资源进入互联网彩票，作为其今后发展的主营业务。

而在此之前，凯瑞德已经公告了另外两例互联网彩票业务的收购，即于2014年末以2700万100%收购的北京和合永兴科技有限公司和以3500万收购的中悦科技的10%的股权。

通过入股和收购百宝彩，和合永兴以及中悦科技三家公司，凯瑞德已经初步布局好互联网彩票业务的研发，线下销售，线上销售以及咨询业务环节，为未来新业务的成长打开市场空间。同时，通过资产协议转让，甩掉旧的业务包袱，为未来成长奠定基础。

图 1：凯瑞德目前结构

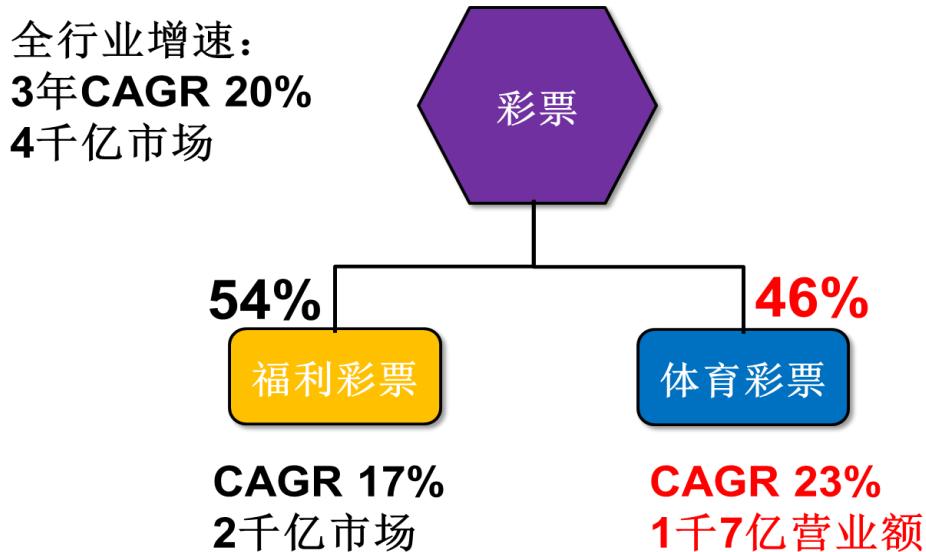




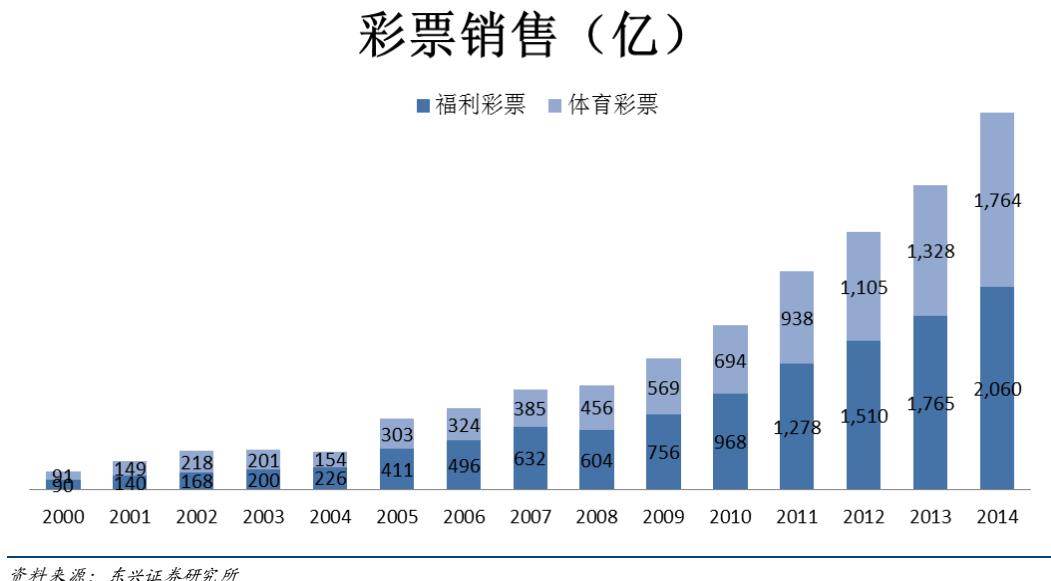
资料来源: 唯彩会、东兴证券研究所

从行业的总体发展来看,彩票行业在过去一直保持了很高的增长速度,过去多年的年化复合增长率保持了 20%以上。从福彩和体彩两者的销量和增长来看,而福利彩票和体育彩票几乎齐头并进,增长上并无区别。

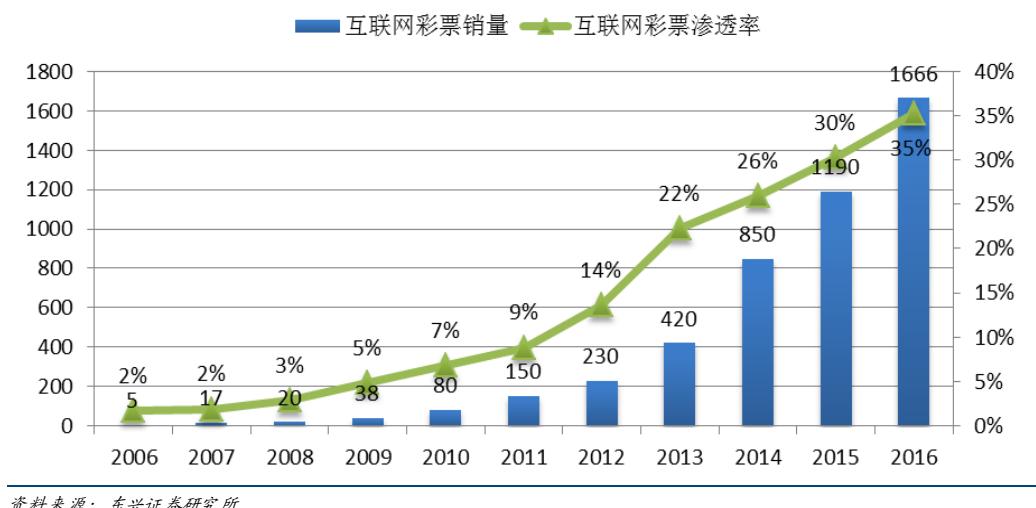
图 3:我国彩票的市场



资料来源: 东兴证券研究所

**图 4:我国彩票销售与增长**


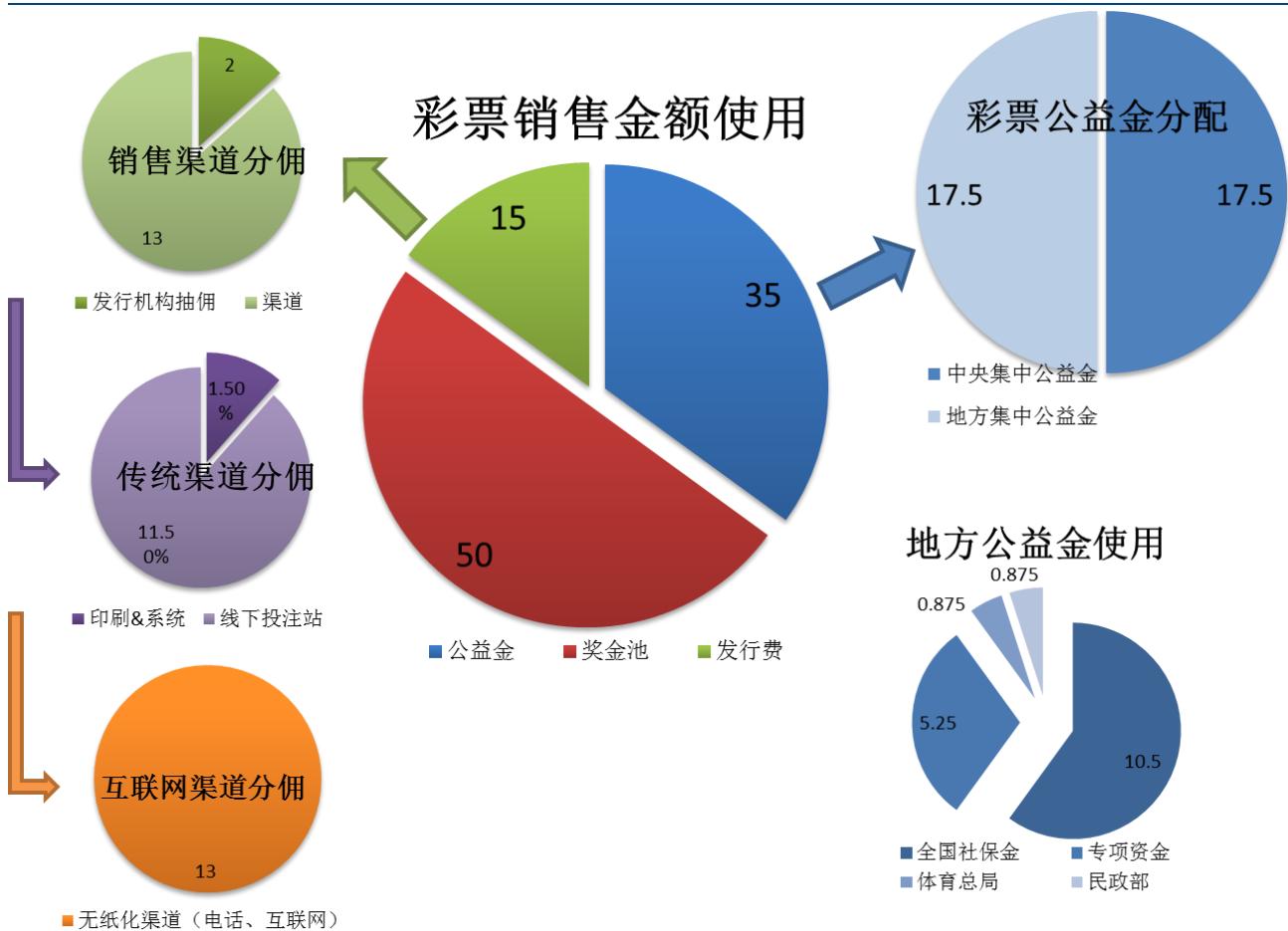
而近年来随着移动上网设备的普及以及移动支付方式的跟进，互联网购彩（尤其是移动端购彩）已经成为了彩票行业增速最高的垂直领域。

**图 5:我国互联网彩票的销售和渗透率**


## 2.2 我国彩票的资金分配

我国的彩票资金分配如下图所示:

图 6:彩票销售金额的使用——假设彩民购买了 100 元彩金



资料来源: 东兴证券研究所

可以看出, 假设一个彩民购买了 100 元的彩金, 除了 50 元作为返奖金额进入奖金池外, 公益金截取了 35 元, 剩下的 15 元则是渠道, 发行方等佣金。

对于民营企业而言, 能够切入的也是这 15 元中的几个环节, 主要是: 彩种研发(1%-2% 销售额) 渠道销售 (13% 左右) 和出票 (1%-2%) 这三种。

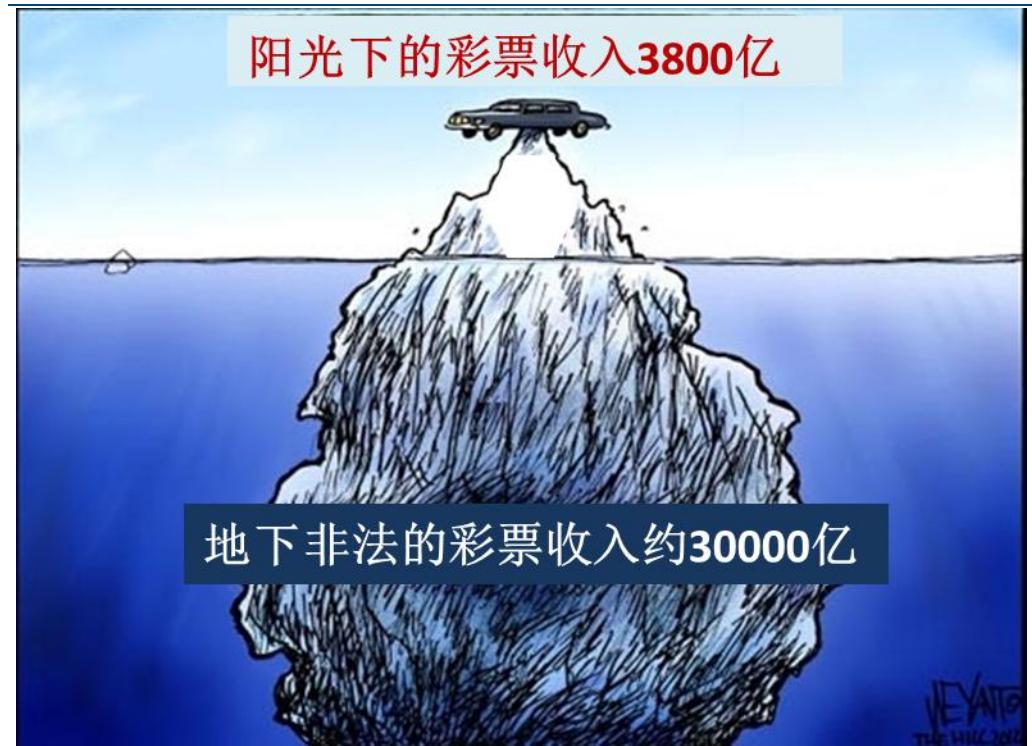
从市场空间以及成长速度来看, 渠道毫无疑问是比出票和彩种研发天花板更高的环节。占了 4000 亿市场中的 600 亿。而研发和出票等环节相比之下想象空间更低。

随着互联网等无纸化渠道的出现, 更低的投入成本以及后期维护费用使得渠道的净利率一直维持在相当高的水平, 因此也吸引了互联网流量巨头加入了互联网彩票销售的环节。

## 2.3 互联网彩票停售的前因后果

互联网流量巨头的加入，使得过去几年我国的彩票收入（尤其是线上购彩）部分的高速发展。不过尽管去年一年我国的彩票收入规模达到了 3800 亿元，但根据一些垂直网站的测算，地下赌场的彩金和非法彩票的收入规模可能是这个收入的十倍。

图 7:地下非法彩票收入规模可能是阳光下的十倍



资料来源：东兴证券研究所

而互联网彩票的高速发展，也带来了大量的技术和安全隐患。比如曾经在网上爆出的网站吞票、彩民资金监管和未成年购票等。

图 8:正常的网络彩票购买流程



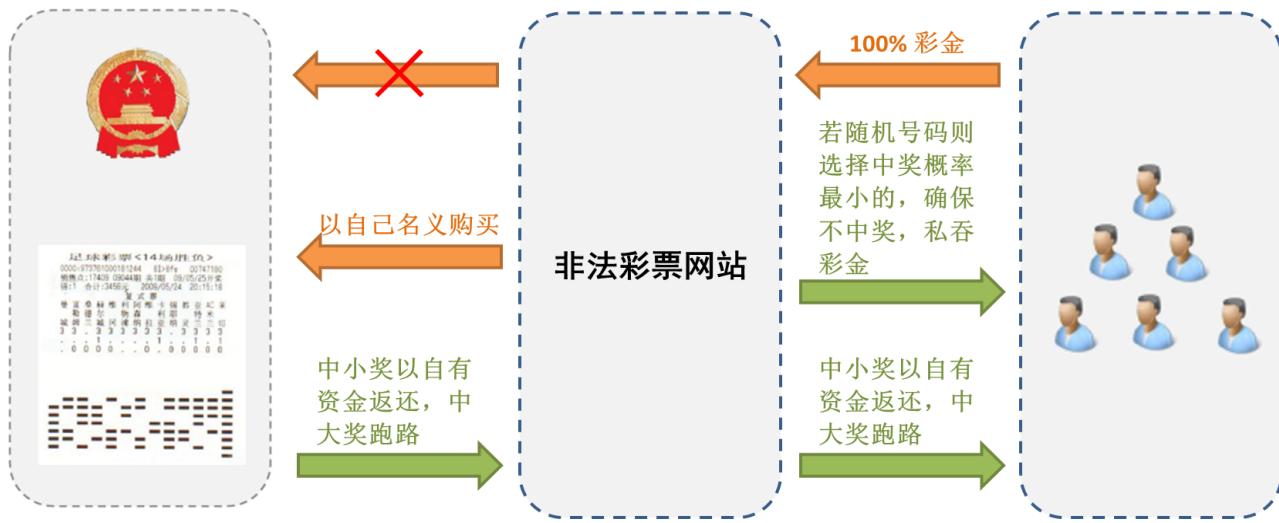
资料来源：东兴证券研究所、500.com

从图中可以看出，正常的购彩过程中，本质是一个“代购”。

彩票网站应该把所有得到的彩民的钱 100% 投入福彩或者体彩的系统中。根据中奖结果，100% 把奖金返还给彩民。自己的收入是根据销售额从出票方提供的 10% 左右销售渠道费用。

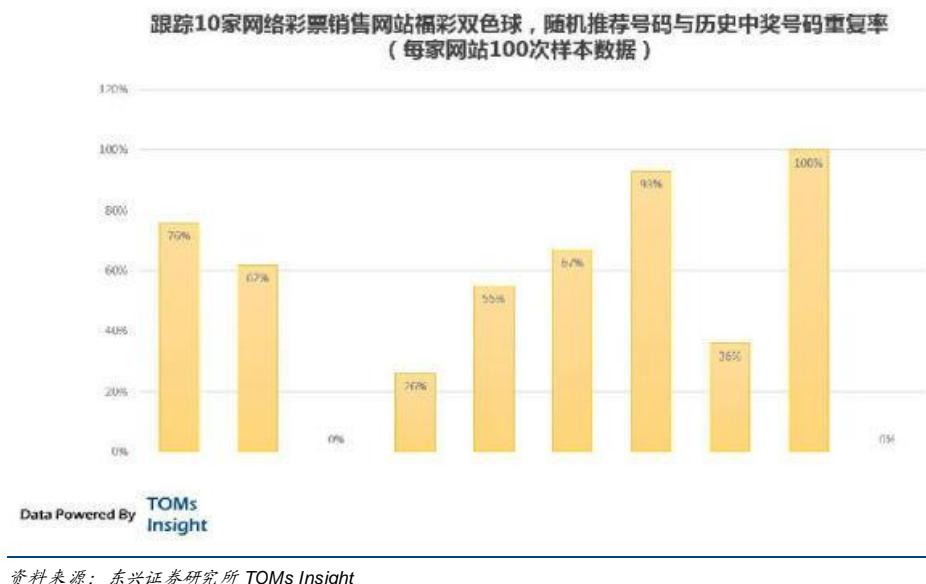
但由于有部分不法网站，并没有把彩民的钱投入出票方，截住了这部分的资金，自己做起了“私人彩票钱庄”。进而赚取了大量的彩金，并减少了国家的公益金收入。

图 9:非法彩票网站“吞票”流程



资料来源：东兴证券研究所

图 10:部分彩票网站随机推荐号码与历史中奖号码的重复率

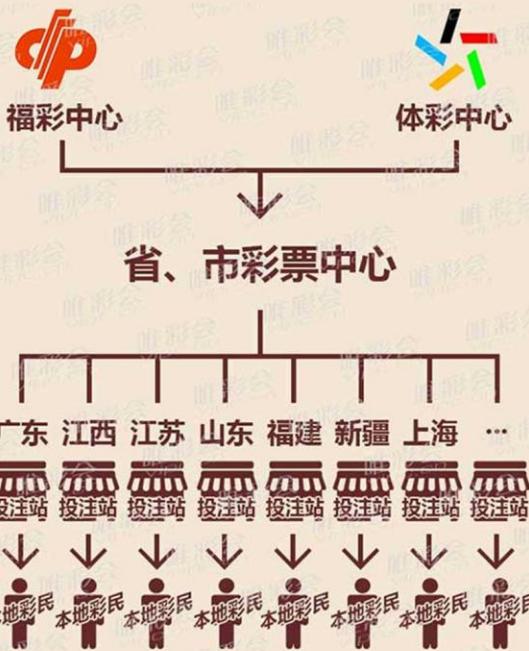


资料来源：东兴证券研究所 TOMs Insight

同时，由于互联网彩票的出现，打破了原有地方各省彩票销售的利益格局，因此这次国家队互联网彩票的停售，也是综合了各方面原因作出的有利于彩票行业长期发展的有力规范。根据唯彩会的分析：“新的彩票利益格局还没形成的情况下，正好被用作叫停互联网彩票的缘由。”

图 11:唯彩会图解互联网彩票产生前后对各地区购彩中心的影响。

## 旧格局 各家自扫门前雪

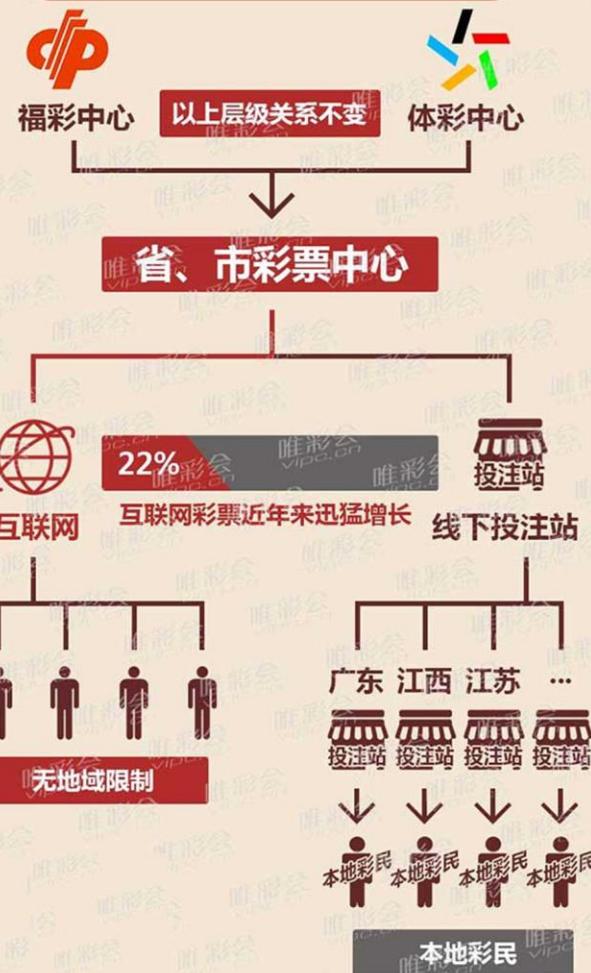


**图解** 1、原有受地域限制而比较固化的彩票业利益，被互联网的进入打破，且在整个“大蛋糕”中占比越来越重，未来还将是比重最大的；

2、在新格局下，能够更早主动拥抱互联网的省、市彩票中心，清除了跨地域销售的屏障，获得更高的销量，进而赢得更多的“彩票公益金”——这些“有能耐”的省市彩票中心负责人，也因此被重用或提拔；

3、没“拥抱”互联网彩票的省、市彩票中心，被互联网跨地域销售抢走了市场，导致他们的彩票公益金减少。于是，互联网彩票的种种弊端被放大，比如：吃票、彩民资金监管有漏洞、未成年人购彩……等等；

## 新格局 门前雪被人扫了



4、在新的彩票利益格局没有形成的情况下，这些问题正好被用作实施“叫停”的缘由。

资料来源：唯彩会、东兴证券研究所

## 2.4 互联网彩票停售未来的走向

虽然我们研判本次停售时间将有利于彩票行业未来的长远发展，但由于彩票每年对民政部和体育总局公益金贡献巨大，长时间的停售对引导博彩资金产生负面影响。因为我们认为，在短暂的停顿后，有关部门将尽快开展相关规则的建设和标准，为发放彩票互联网销售牌照扫清障碍。

我们认为,为合格且有相应资质的企业颁发互联网彩票的牌照应该是未来政府政策大势所趋。倘若牌照的发放按照一定标准和资质,只要符合条件的企业申请达标审核后均可发放,对行业则是大大利好。但我们认为牌照的发放更有可能是分批的且经过挑选审核的。

由于互联网彩票本质上是一个重销售且重技术的细分领域,因此我们有理由相信,互联网彩票运营牌照的发放将根据申请企业的流量和技术实力,以及在专业领域的专注度综合考量。

从目前的销售量来看,大的互联网公司和门户网站,以及专业的垂直网站,均符合我们心中对可能得到牌照的企业的描述。

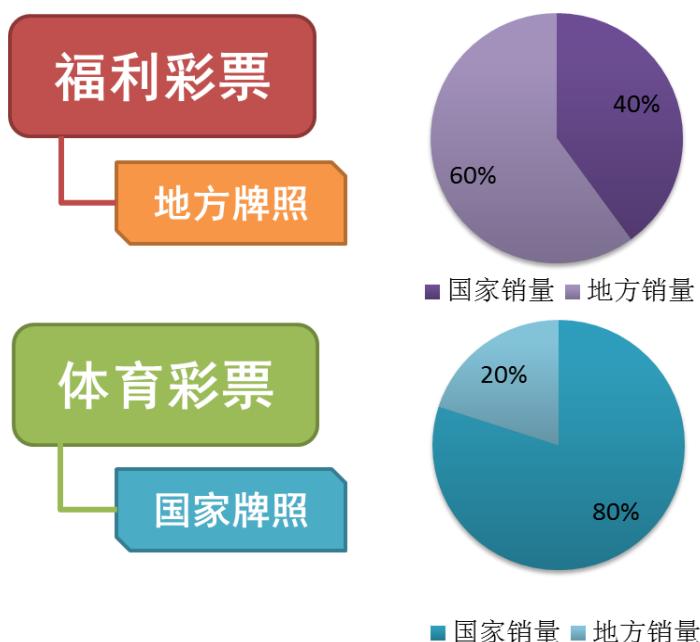
图 12:唯彩会根据线索估计的 2014 年线上彩票销量 (预测值)

| 全国前20家彩票网站的排名 |        |       |         |
|---------------|--------|-------|---------|
| 排名            | 名称     | 年销量/亿 | 类型      |
| 1             | 淘宝彩票   | 200   | 综合、偏数字彩 |
| 2             | QQ彩票   | 120   | 综合、偏数字彩 |
| 3             | 网易彩票   | 90    | 综合、偏竞技彩 |
| 4             | 新浪彩票   | 70    | 综合、偏竞技彩 |
| 5             | 500彩票  | 70    | 竞技彩     |
| 6             | 360彩票  | 50    | 综合、偏数字彩 |
| 7             | 百度乐彩   | 25    | 综合、偏数字彩 |
| 8             | 彩客彩票   | 25    | 综合、偏竞技彩 |
| 9             | 彩票365  | 20    | 综合、偏数字彩 |
| 10            | 澳客彩票   | 15    | 综合、偏竞技彩 |
| 11            | 彩票大赢家  | 10    | 综合、偏竞技彩 |
| 12            | 9188彩票 | 10    | 综合、偏竞技彩 |
| 13            | 爱乐透    | 8     | 综合、偏数字彩 |
| 14            | 彩票直通车  | 6     | 综合、偏数字彩 |
| 15            | 彩乐乐    | 4     | 综合、偏数字彩 |
| 16            | 彩票宝    | 4     | 综合、偏数字彩 |
| 17            | 彩88    | 2     | 综合、偏数字彩 |
| 18            | 京东彩票   | 2     | 综合、偏数字彩 |
| 19            | 中彩汇    | 1     | 综合、偏数字彩 |
| 20            | 如意彩    | 1     | 综合、偏数字彩 |

资料来源: 唯彩会、东兴证券研究所

倘若牌照的发放根据目前两套管理试行全国牌照与地方牌照的话,我们认为全国性体育彩票按照一定体量和节奏,分批次发放的可能性较大,(比如第一批3-5家)。大流量的互联网公司(如阿里巴巴和腾讯),以及专业性的垂直网站,获得的概率会相应较高,而其他申请牌照的公司获得第二批牌照的概率较大。但无论哪家获取第一批牌照,对行业而言都将是一个催化剂,加强人们对牌照获取的信心和预期,以及对互联网彩票发展的正面促进。

图 13:未来牌照发放的可能方式



资料来源: 唯彩会, 东兴证券研究所

## 2.5 互联网彩票重启分析

而从A股上市公司标的的角度考虑,我们认为凯瑞德在获取牌照上,尤其是地方福利彩票互联网牌照的获取上,并不落后其他A股标的,因此我们有理由相信,凯瑞德将受益于整个互联网彩票的发展,并对公司的转型注入强大的活力。

## 3. 凯瑞德目前的业务布局和优势以及未来战略发展规划

### 3.1 凯瑞德现有业务布局

凯瑞德目前的业务布局如下图:

图 14: 凯瑞德现有业务结构



资料来源：东兴证券研究所

其中百宝彩提供研发、系统、技术以及未来可能开放的彩票研发等上游业务；

中悦科技提供渠道端的线下购彩的自助投注机业务；

华夏百信负责线上购彩的渠道和牌照业务；

而中彩凯德则起到了整合业务，对接资源的作用。

从业务布局和未来发展来看，我们认为公司已经基本具备了申请牌照的实力，但未来可能还需要在流量入口、技术研发和彩票专业运营商积累更多谈判的筹码和资本。因此，根据互联网彩票牌照的规则的进程以及牌照发放的顺序，不排除公司未来进一步收购相关上下游企业的可能性。

目前市场上既具备一定自有流量，且技术实力，专业性运营能力使其支撑获取牌照的标的并不多，但受互联网彩票停售影响，估值并不高，对于凯瑞德而言，未尝不是一个潜在的收购标的。考虑到销售额靠前的互联网公司既不缺流量，也不缺乏相应的软实力，估计竞争或许更多的来自A股的其他公司。

## 4. 财务模型和估值

### 4.1 现有业务的收入测算

根据公司公布的2014年的业绩快报，以及之前并购时宣布的财务数据，我们预测公司14-16年的收入测算如下表：

| 收入 (百万)            | 2014E  | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (百万元) 调整并表后 | 723.11 | 23    | 60    | 119   | 203   |

|      |      |       |       |        |        |
|------|------|-------|-------|--------|--------|
| 中彩凯德 | 2.00 | 2.60  | 3.38  | 4.39   | 5.71   |
| 百宝彩  | 0.03 | 1.00  | 2.50  | 4.75   | 7.60   |
| 中悦科技 | 1.60 | 3.20  | 5.44  | 8.16   | 12.24  |
| 华夏百信 | 6.00 | 22.20 | 59.50 | 118.99 | 202.29 |

其中由于部分子公司的业务收入目前无法并表, 因此这里的收入测算是考虑到日后运用增发手段收购并购公司剩余股份的情况。

以 500 万和鸿博股份作为参考标的, 计算出来 14-18 年的利润水平和 eps 分别为:

|            | 2014E    | 2015E   | 2016E  |
|------------|----------|---------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 723.11   | 22.50   | 59.80  |
| 净利润 (百万元)  | 5.22     | 48.97   | 61.33  |
| 净利润增长率     | -108.65% | 837.35% | 25.24% |
| ROE        | 0.49%    | 4.52%   | 5.54%  |
| EPS (元)    | 0.030    | 0.278   | 0.348  |
| P/E        | 658.61   | 70.26   | 56.10  |

考虑到收入测算中有较多运用强假设的情况, 我们还是提醒各位投资者, 此处收入和估值仅作参考, 应当更多注重公司的行业逻辑以及密切关注牌照的获取情况。

## 4.2 风险

1. 转型不成功, 资金链断裂, 布局互联网彩票失败;
2. 获取牌照竞争加剧, 行业风险增加, 政策停售时间延长;
3. 行业整体估值水平较高, 股价下行风险

## 5. 结论

我们认为凯瑞德的转型是完全颠覆原业务基本面的事件, 应当以全新的眼光和行业的逻辑来思考其公司的价值。从目前的布局来看, 公司的发展规划和逻辑清晰。考虑到未来三个月互联网体彩的事件推动, 互联网彩票行业可能会迎来一波较大的行情。作为业务最纯, 弹性最大的标的, 我们预计凯瑞德将会有较大的市值弹性空间。预计公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 7.23 亿元、0.22 亿元和 0.59 元, 归属于上市公司股东净利润分别为 0.05 亿元、0.48 亿元和 0.61 亿元; 每股收益分别为 0.03 元、0.27 元和 0.34 元, 对应 PE 分别为 658、70 和 56 倍。首次覆盖给予公司 6 个月目标价 30 元, 给予公司“强烈推荐”评级。

**表 1: 公司盈利预测表**

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表           |                  |              |              |              | 单位:百万元           |               |              |              |      |  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|--------------|------|--|
| 2012A          | 2013A        | 2014E        | 2015E        | 2016E        | 营业收入          | 2012A            | 2013A        | 2014E        | 2015E        | 2016E            | 营业成本          | 营业税金及附加      | 管理费用         | 财务费用 |  |
| <b>流动资产合计</b>  | 497          | 478          | 1597         | 2442         | 2545          | <b>营业收入</b>      | 1094         | 870          | 723          | 23               | 60            |              |              |      |  |
| 货币资金           | 116          | 103          | 1252         | 2343         | 2443          | <b>营业成本</b>      | 1077         | 855          | 506          | 3                | 8             |              |              |      |  |
| 应收账款           | 87           | 80           | 18           | 1            | 1             | <b>营业税金及附加</b>   | 1            | 3            | 11           | 0                | 1             |              |              |      |  |
| 其他应收款          | 44           | 7            | 6            | 0            | 0             | <b>管理费用</b>      | 8            | 6            | 19           | 7                | 16            |              |              |      |  |
| 预付款项           | 68           | 91           | 96           | 96           | 96            | <b>财务费用</b>      | 27           | 25           | 2            | 7                | 13            |              |              |      |  |
| 存货             | 181          | 194          | 208          | 1            | 3             | <b>资产减值损失</b>    | 48           | 45           | 13           | 7                | 10            |              |              |      |  |
| 其他流动资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>公允价值变动收益</b>  | 6.66         | -2.25        | 0.00         | 0.00             | 0.00          |              |              |      |  |
| <b>非流动资产合计</b> | 629          | 584          | 508          | 432          | 355           | <b>营业利润</b>      | 2.33         | 3.57         | 0.00         | 0.00             | 0.00          |              |              |      |  |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>投资净收益</b>     | 0.00         | 0.00         | 60.00        | 60.00            | 60.00         |              |              |      |  |
| 固定资产           | 385.11       | 378.08       | 326.58       | 251.97       | 177.36        | <b>营业利润</b>      | -71          | -59          | 232          | 58               | 72            |              |              |      |  |
| 无形资产           | 17           | 17           | 15           | 14           | 12            | <b>营业外收入</b>     | 78.28        | 0.06         | 0.00         | 0.00             | 0.00          |              |              |      |  |
| 其他非流动资产        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>营业外支出</b>     | 0.79         | 0.06         | 226.00       | 0.00             | 0.00          |              |              |      |  |
| <b>资产总计</b>    | 1126         | 1062         | 2105         | 2873         | 2901          | <b>利润总额</b>      | 6            | -59          | 6            | 58               | 72            |              |              |      |  |
| <b>流动负债合计</b>  | 875          | 856          | 243          | 191          | 194           | <b>所得税</b>       | 1            | 1            | 1            | 9                | 11            |              |              |      |  |
| 短期借款           | 382          | 378          | 0            | 0            | 0             | <b>净利润</b>       | 5            | -60          | 5            | 49               | 61            |              |              |      |  |
| 应付账款           | 153          | 87           | 25           | 0            | 0             | <b>少数股东损益</b>    | 0            | 0            | 0            | 0                | 0             |              |              |      |  |
| 预收款项           | 38           | 27           | 56           | 57           | 60            | <b>归属母公司净利润</b>  | 5            | -60          | 5            | 49               | 61            |              |              |      |  |
| 一年内到期的非        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>EBITDA</b>    | 45           | 52           | 321          | 141              | 158           |              |              |      |  |
| <b>非流动负债合计</b> | 22           | 23           | 800          | 1600         | 1600          | <b>BPS (元)</b>   | 0.03         | -0.34        | 0.03         | 0.28             | 0.35          |              |              |      |  |
| 长期借款           | 0            | 0            | 800          | 1600         | 1600          | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>2012A</b>     | <b>2013A</b> | <b>2014E</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b>     |               |              |              |      |  |
| <b>负债合计</b>    | 897          | 879          | 1043         | 1791         | 1794          | <b>成长能力</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>营业收入增长</b>    | 53.93%       | -20.48%      | -16.89%      | -96.89%          | 165.76%       |              |              |      |  |
| 实收资本(或股)       | 176          | 176          | 176          | 176          | 176           | <b>营业利润增长</b>    | -49.92%      | -16.77%      | -490.38%     | -75.18%          | 25.24%        |              |              |      |  |
| 资本公积           | 178          | 192          | 1069         | 1069         | 1069          | <b>归属于母公司净利</b>  | -108.65%     | 837.35%      | -108.65%     | 837.35%          | 25.24%        |              |              |      |  |
| 未分配利润          | -163         | -223         | -222         | -215         | -206          | <b>获利能力</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 归属母公司股东        | 229          | 183          | 1063         | 1082         | 1107          | <b>毛利率(%)</b>    | 1.61%        | 1.68%        | 30.00%       | 85.00%           | 87.00%        |              |              |      |  |
| <b>负债和所有者权</b> | 1126         | 1062         | 2105         | 2873         | 2901          | <b>净利率(%)</b>    | 0.46%        | -6.94%       | 0.72%        | 217.64%          | 102.57%       |              |              |      |  |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | <b>单位:百万元</b> |                  |              |              |              | <b>总资产净利润(%)</b> |               |              |              |      |  |
| <b>2012A</b>   | <b>2013A</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |               |                  |              |              |              | <b>0.45%</b>     | <b>-5.69%</b> | <b>0.25%</b> | <b>1.70%</b> |      |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 115          | 45           | -195         | 268          | 86            | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 净利润            | 5            | -60          | 5            | 49           | 61            | <b>资产负债率(%)</b>  | 80%          | 83%          | 50%          | 62%              | 1             |              |              |      |  |
| 折旧摊销           | 68.14        | 66.56        | 0.00         | 76.32        | 76.32         | <b>流动比率</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 财务费用           | 48           | 45           | 13           | 7            | 10            | <b>速动比率</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 应付帐款的变化        | 0            | 0            | 62           | 17           | -1            | <b>营运能力</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 预收帐款的变化        | 0            | 0            | 29           | 1            | 2             | <b>总资产周转率</b>    | 0.99         | 0.80         | 0.46         | 0.01             | 0.02          |              |              |      |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -4           | 0            | 60           | 60           | 60            | <b>应收账款周转率</b>   | 16           | 10           | 15           | 2                | 59            |              |              |      |  |
| 公允价值变动收        | 2            | 4            | 0            | 0            | 0             | <b>应付账款周转率</b>   | 9.76         | 7.24         | 12.94        | 1.79             | 217.52        |              |              |      |  |
| 长期股权投资减        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>每股指标(元)</b>   |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 投资收益           | 0            | 0            | 60           | 60           | 60            | <b>每股收益(最新摊</b>  | 0.03         | -0.34        | 0.03         | 0.28             | 0.35          |              |              |      |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -160         | -52          | 1283         | 763          | -46           | <b>每股净现金流(最新</b> | -0.28        | -0.04        | 6.52         | 6.20             | 0.57          |              |              |      |  |
| 应付债券增加         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>每股净资产(最新摊</b> | 1.30         | 1.04         | 6.04         | 6.15             | 6.29          |              |              |      |  |
| 长期借款增加         | 0            | 0            | 800          | 800          | 0             | <b>估值比率</b>      |              |              |              |                  |               |              |              |      |  |
| 普通股增加          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>P/E</b>       | 651.38       | -55.07       | 636.38       | 67.89            | 54.21         |              |              |      |  |
| 资本公积增加         | 12           | 14           | 878          | 0            | 0             | <b>P/B</b>       | 14.50        | 18.19        | 3.13         | 3.07             | 3.00          |              |              |      |  |
| <b>现金净增加额</b>  | -49          | -8           | 1148         | 1091         | 100           | <b>EV/EBITDA</b> | 79.69        | 68.66        | 8.94         | 18.29            | 15.69         |              |              |      |  |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 谭可

海外研究组组长， 2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

## 联系人简介

### 汤杰

中山大学经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于互联网行业研究。

## 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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。