安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 09 月 18 日

省广股份（002400.SZ）

公司动态分析

证券研究报告

整合营销

# 省广股份：非公开发行 25 亿，自建大数据用户画像云平台，布局区域数字营销先锋及游戏广告龙头

■**省广股份拟非公开发行 24.9 亿元，发行价格 25.15 元/股。**募投资金投向包括建立大数据营销系统项目（7.81 亿），收购蓝门数字 51%股权（0.73 亿，承诺 15-17 年扣非净利润 1300 万元、1600 万元、2000 万元）、省广先锋 49%股权（1.65 亿，承诺 15 年-16 年扣非净利润 3200 万元、3520 万元）、晋拓文化 80%股权（6.24 亿，承诺 15-17 年净利润分别不低于 6000、7800、10000 万元），支付前期收购标的部分剩余股权转让款（4 亿）以及补充流动资金（4 亿）。

■**大数据营销系统项目计划投资三大产品方向。**包括：1）“全息用户画像系统”建立公有云用户数据画像，2）“企业智能市场管理平台”是实现企业官网、活动网站、社交媒体应用、 APP 等数据与企业的 CRM 等数据有效对接，从而搭建私有用户云数据画像；3）“全媒体智动交易平台”则是搭建程序化广告系统，包括 ADexchange+DSP/PMP/PDB。

■**新收购标的中：**1）蓝门数字能够提供全程互动行销解决方案，主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务。2）省广先锋以媒体代理为主，同时包含品牌管理和数字营销业务，形成辐射全国的市场服务网络。3）晋拓文化专注于游戏行业的互联网广告，拥有庞大的网络广告资源库，同时打造自有 DSP/DMP 平台，可比蓝标旗下的 SNK。

■**投资建议：**公司预计 2015 年 1-9 月实现净利润 2.78 亿-3.28 亿，同比增长 10%-30%。我们预计公司 15-16 年备考利润 6.5 亿-8.6 亿，以公司增发后 10.04 亿股本计算，对应 PE 分别为 28.7X 和 21.7x。考虑数字营销持续布局及大数据投入的长期受益，维持买入-A 评级。

■**风险提示：**收购整合不达预期，广告行业整体景气度影响。

| 摘要(百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5,590.9 | 6,337.6 | 8,607.7 | 10,008.2 | 11,634.5 |
| 净利润 | 287.6 | 425.2 | 649.5 | 862.0 | 1,069.4 |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.47 | 1.08 | 1.43 | 1.77 |
| 每股净资产(元) | 1.65 | 2.13 | 4.00 | 6.09 | 7.51 |

| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 58.6 | 39.6 | 17.3 | 13.0 | 10.5 |
| 市净率(倍) | 11.3 | 8.7 | 4.6 | 3.1 | 2.5 |
| 净利润率 | 5.1% | 6.7% | 7.5% | 8.6% | 9.2% |
| 净资产收益率 | 19.2% | 22.1% | 26.9% | 23.5% | 23.6% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.4% | 1.2% | 1.5% | 1.9% |
| ROIC | 48.9% | 52.1% | 41.4% | 119.8% | 49.7% |

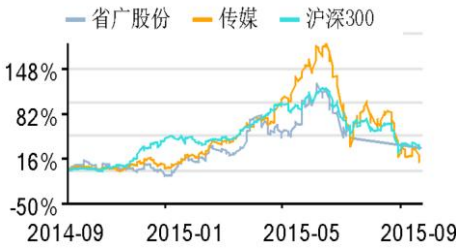
*数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测*

| 投资评级 | 买入-A |
|---|---|
| | 维持评级 |
| 6 个月目标价 | 25.80 元 |
| 股价（2015-09-17） | 18.61 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 16,836.82 |
| 流通市值（百万元） | 15,002.82 |
| 总股本（百万股） | 904.72 |
| 流通股本（百万股） | 806.17 |
| 12 个月价格区间 | 18.61/42.40 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| % | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 1.89 | -2.61 | -54.06 |
| 绝对收益 | -18.73 | -39.62 | -19.26 |


**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

**王晓岩** 010-66581748
wangxy2@essence.com.cn


**相关报告**

| | |
|---|---|
| 股权激励落地有声，国企改革迈出坚实一步 | 2015-06-03 |
| 内生与外延双轮驱动，打造整合营销传播集团 | 2015-04-03 |
| 组织再造重塑商业模式数字化推动平台型整合营销 | 2015-01-28 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 1. 核心观点

**1）省广股份拟非公开发行 24.9 亿元，发行价格 25.15 元/股，**募投资金投向包括建立大数据营销系统项目（7.81 亿），收购蓝门数字 51%股权（0.73 亿，承诺 15-17 年扣非净利润 1300 万元、1600 万元、2000 万元）、省广先锋 49%股权（1.65 亿，承诺 15 年-16 年扣非净利润 3200 万元、3520 万元）、晋拓文化 80%股权（6.24 亿，承诺 15-17 年净利润分别不低于 6000、7800、10000 万元），支付前期收购标的部分剩余股权转让款（4 亿）以及补充流动资金（4 亿）。

**2）大数据营销系统项目计划投资三大产品方向，包括：**（1）“全息用户画像系统”是基于旗下“DSP 平台 10 亿受众数据+BAT 大数据+其他第三方大数据”建立公有云用户数据画像，（2）“企业智能市场管理平台”是实现企业官网、活动网站、社交媒体应用、 APP 等数据与企业的 CRM 等数据有效对接，从而搭建私有用户云数据画像；（3）“全媒体智动交易平台”则是搭建程序化广告系统，包括 ADexchange+DSP/PMP/PDB。

**3）新收购标的中：**（1）蓝门数字是国内领先的数字商业整合服务商，能够提供从品牌建设到销售终端的全程互动行销解决方案，在行业内拥有极高口碑和行业影响力，主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务。（2）省广先锋以媒体代理为主，同时包含品牌管理和数字营销业务，专精区域资源整合，形成以山东、河北、河南、山西、天津、北京为核心，辐射全国的市场服务网络。（3）晋拓文化专注于游戏行业的互联网广告业务，拥有庞大的网络广告资源库，全面覆盖视频类、文学类、门户类和游戏类等优势广告资源，是腾讯、百度、优土、暴风等顶级媒体的战略合作伙伴，同时打造自有 DSP/DMP 平台，可比蓝标旗下的 SNK。

# 2. 非公开发行方案概况

## 2.1. 发行基本情况

发行基本情况：拟向不超过 10 名特定投资者以 25.15 元/股非公开发行不超过 9,900.59 万股股份，募集资金 24.9 亿元，自发行结束之日起 12 个月之内不得转让。

## 2.2. 发募集资金投向

**表 1：募集资金投向**

| 序号 | 项目名称 | 计划投入金额（亿元） | 拟利用募集资金金额（亿元） |
|---|---|---|---|
| 一、大数据营销系统项目 | | 7.81 | 7.81 |
| 二、收购股权项目 | | 8.62 | 8.62 |
| 1 | 通过增资及受让股权的方式取得蓝门数字 51%股权 | 0.73 | 0.73 |
| 2 | 收购省广先锋 49%的股权 | 1.65 | 1.65 |
| 3 | 收购晋拓文化 80%的股权 | 6.24 | 6.24 |
| 三、支付部分剩余股权转让款项目 | | 5.67 | 4.00 |
| 1 | 广州旗智企业管理咨询有限公司 | 0.48 | 0.48 |
| 2 | 省广合众（北京）国际传媒广告有限公司 | 1.22 | 1.22 |
| 3 | 广州中懋广告有限公司 | 0.60 | 0.56 |
| 4 | 上海恺达广告有限公司 | 1.01 | 0.90 |
| 5 | 上海韵翔广告有限公司 | 0.95 | 0.85 |
| 四、补充流动资金 | | - | 4.00 |
| 合计 | | - | 24.42 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 3. 募投项目基本概况

## 3.1. 大数据营销系统项目：7.807 亿元投资三个产品

### 3.1.1. 项目基本情况

表 2：项目基本情况

| | |
|---|---|
| 项目名称 | 大数据营销系统 |
| 实施主体 | 广东省广告集团股份有限公司 |
| 投资总额 | 7.807 亿元 |
| 建设期 | 36 个月 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

### 3.1.2. 项目具体内容：三大产品方向

表 3：大数据营销系统项目三大产品

| 序号 | 产品 | 定位 |
|---|---|---|
| 1 | 全息用户画像系统 | 用数据精准、有效地解构用户全息画像，并识别其在各种关系中的角色以及相应的心理和行为，与企业数据及服务体系紧密联系，通过智能化、个性化的自动市场活动实施体系保证市场活动的效果；并为公司智能市场管理平台提供目标受众的全维用户画像，提供市场决策支持。 |
| 2 | 企业智能市场管理平台 | 提供完整的企业市场运作服务，满足企业市场及自身运营的需求；通过智能化、个性化的自动市场活动实施体系保证市场活动的效果；实施简单，通过符合中国市场的应用场景、云服务（SaaS）等让企业高效实施。 |
| 3 | 全媒体智动交易平台 | 公司全媒体智能化的程序化购买管理平台，通过数字化的广告平台，打通线上线下媒体自动的执行购买和实时竞价的程序化交易平台；针对某些特定优质资源，或者针对某些开放的广告主，提供私有程序化交易服务。 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

#### a) 全息用户画像系统功能

表 4：全息用户画像系统功能

| 功能 | 具体介绍 |
|---|---|
| 功能 1：精准的用户洞察及轨迹跟踪 | A. 整合统一的省广受众数据库，提供跨屏受众数据解决方案：融合省广集团互联网受众数据+ 旗下 DSP 平台 10 亿受众数据+百度 DMP 大数据+腾讯大数据+阿里大数据+其他第三方大数据平台，整合多屏数据，通过借助百度、腾讯、阿里的大数据，打通跨屏受众，为跨屏营销提供数据解决方案，提高数据的广度和深度。<br><br>B. 可视化受众洞察及人群画像自助查询系统：为数字营销策划方案中指定营销策略提供消费者行为、受众分析、行为轨迹等数据支持；为每个受众建立身份档案，汇集其互联网上全程的行为及轨迹，并体现代表其兴趣及个性、人群的标签，为受众分析和精准验证提供数据支持，通过数据挖掘及机器学习，提供基于省广客户 TA 需求的自定义人群标签。<br><br>C.统一的省广受众监测及收集平台：作为省广集团的数据监测平台，为整合收集更多的有效数据提供技术接口；同时，作为省广的数据校验平台，为监测广告及流量数据提供实时数据监控解决方案。<br><br>D.内容定向的数据智库：为关键词定向或基于语义的内容定向，提供推荐智库及应用方案。<br><br>E.预估效果：基于受众数量及流量监控，为受众购买提供投放预估量及效果。<br><br>F. 联通集团内全媒体资源数据：联通及融合集团内互联网、户外、电视等 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

| | |
|---|---|
| | 媒介资源数据，结合受众数据，实现全资源链的全程追身锁定。<br><br>G. 线上线下数据打通：打通线上互联网和线下 CRM 受众真实数据，虚实结合，O2O 联合营销。 |
| **功能 2：海量企业数据银行** | A、根据客户的目标受众特征汇总来自于省广 DMP 中全量数据中的目标受众；且针对目标受众的特征扩展潜在受众的人群，为客户提供高质量的潜在受众候选人。<br><br>B、专属客户的目标受众精细画像：数字化目标受众 TA，校准客户目标受众在互联网上的人口特征及兴趣所属。<br><br>C、客户官网流量监控及优化：监测官网流量及官网人群数据，为优化官网用户体验及提升转化提供数据支持；同时，收集官网人群数据分析，为 TA 校验提供数据支持；并可将官网数据用于重定向精准营销。<br><br>D、客户各营销效果监控及优化：整合监测及评估各推广渠道的效果，评析每个渠道或媒介组成等广告推广带来的 ROI，为更好的评估指导投入产出提供决策数据。<br><br>E、客户独有电商分析及智能推荐：结合电商业务，提供电商站内外的数据监控，并基于人群受众数据，为电商为用户提供个性化的网页内容或商品推荐提供算法模型。 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

### b) 企业智能市场管理平台

对企业线上线下投放行为（Paid Media）自媒体运营（Owned Media），含官网、微信、微博、活动 Mini Site, APP，社区等、以及全网用户的相关性行为(EarnedMedia)，进行统一规划及管理，实时抓取各类数据，根据客户的应用要求智能配置分析工具，从而驱动运营的智能决策体系（BI），在平台内实现用户市场行为的全面实施及管理。

**表 5：企业智能市场管理平台**

| 功能 | 介绍 |
|---|---|
| **企业自媒体管理平台。** | 将企业官网、活动网站、社交媒体应用、APP 等数据与企业的 CRM 或其他生产运营系统数据实现有效的对接，实现各平台的打通，对用户实现统一且多维度的服务，并在数据安全方面提供有效的网络安全及数据安全的机制。 |
| **资源管理系统：** | 企业通过自媒体及有效的市场活动来推动品牌及产品知名度，并推动在公众平台及社交媒体端的曝光，社交媒体平台主是要监测全网网民对企业品牌、产品、活动或事件等的关注度及反应，通过对搜索、垂直网站、社交媒体的分析，展示企业的影响及不利因素，描述相关用户群组画像，<br>并和竞争对手或行业状态进行对比，为企业制定公关及市场活动或产品策略提供支持。 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

### c) 全媒体智动交易平台

**表 6：全媒体智动交易平台**

| 功能 | 介绍 |
|---|---|
| **省广程序化竞价交易 DSP 平台** | 包括：A.程序化交易系统 B. 资源管理系统 C. 实时监播系统 D. 财务结算系统 E. 管理层系统 |
| **省广私有交易 PMP 平台** | 包括：A.接入 DSP 需求方平台：接入省广或非省广内部的 DSP 平台，消耗及变现优选剩余资源<br>B.接入媒体或 SSP 供应方平台：将集团内采购的优选资源接入 PMP 平台，优先供给集团内程序化交易，剩余资源给到其他 DSP 竞价交易。<br>C.支持实时竞价：通过实时竞价，最大化媒介价值，提升利润率<br>D.成本及财务管理：DSP 通过竞价进行媒介付款，媒体或 SSP 与 PMP 平台通过分成营收共赢。 |

| | |
|---|---|
| 省广程序化直销PDB平台 | 包括：A.OTV-PDB 程序化直销：整合优土、爱奇艺、腾讯视频、乐视、搜狐视频、PPTV 等优质视频资源，实现基于程序化交易。<br>B.固定位-程序化直销：基于大数据的动态创意优化，打破传统 CPD 固化模式，因人而异，最大化广告位利用；针对不同的目标受众展示不同的广告说服。<br>C .统一跨屏、频次控制：针对 PDB 资源或结合 RTB 资源进行统一的跨屏，频次控制，实现传统购买方式和 RTB 竞价方式的统一控制，减少浪费。<br>D .广告预算归因分配：结合 PDB 及 RTB 资源，根据广告投放后续表现，自动归因分配预算，已达成投资回报最大化。<br>E.整合广告及受众报表：将传统购买的 PDB 资源及其他广告投放统一整个在一个报表中，方便客户便捷查看。<br>F.SmartBid 智能算法提升后续效果：省广独家研发技术 SmartBid，通过结合不同资源、页面内容、受众兴趣等维度，生成每个广告的自动化点击优化算法，为广告效果的提升提供机器智能应用。 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

### 3.1.3. 投资估算

**表 7：投资估算**

| 序号 | 项目 | 金额（亿元） |
|---|---|---|
| 1 | 基础设施投入 | 3.17 |
| 2 | 人力资源投入 | 2.51 |
| 3 | 配套投入 | 2.13 |
| 合计 | | 7.81 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

## 3.2. 收购股权项目

### 3.2.1. 通过增资及受让股权的方式以 7293 万元取得蓝门数字 51%股权

**1）投资概况：**公司拟用募集资金 858 万元对蓝门数字增资取得其 6%的股权，拟用募集资金 6,435 万元受让蓝门数字原股东 45%的股权，增资及受让股权后，公司持有蓝门数字 51%的股权。

**业绩承诺：**目标公司于 2015 年、2016 年、2017 年实现的扣除非经常性损益税后净利润应分别不低于 1,300 万元、1,600 万元、2,000 万元。

**表 8：蓝门数字业绩承诺情况**

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 承诺扣非净利润（万元） | 1,300 | 1,600 | 2,000 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

支付情况：增资完成后，收购股权款项分别以 50%、15%、15%、20%的比例分四次支付。

**2）标的公司蓝门数字：全国领先的数字商业整合服务商**

**· 主营业务概况**

广州蓝门数字营销顾问有限公司成立于2011年10月，前身是成立于 2004 年的蓝门广告。蓝门数字致力于精准深度数字商业服务，业务范围包括：数字营销咨询、策划及执行；客户关系管理咨询与实施；数字媒体策划及购买；社会化媒体营销；数字营销系统及软件开发，属于全国领先的数字商业整合服务商。

**· 蓝门数字股权结构**

**表 9：蓝门数字股权结构**

| 股东名称 | 收购前股权比例（%） | 收购后持股比例（%） |
|---|---|---|
| 广东省广告集团股份有限公司 | - | 51 |
| 刘浩宇 | 55 | 26.95 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

| | | |
|---|---|---|
| 史舒海 | 30 | 14.70 |
| 胡文恺 | 15 | 7.35 |
| 合计 | 10 | 100% |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**·子公司基本情况**

截至本预案公告日，蓝门数字持有广州蓝门精睿数字商业有限公司和广州蓝门信息科技有限公司 100%的股权。

**·财务情况**

**表 10：蓝门数字财务情况（万元）**

| 项目 | 2015 年 1-5 月 | 2014 年度 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 3,217.64 | 5,080.89 |
| 营业利润 | 286.31 | 459.83 |
| 利润总额 | 291.33 | 460.97 |
| 净利润 | 218.49 | 345.72 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

蓝门数字不是网站建设公司更不是广告代理公司，而是有自己独特营销工具并具备应用软件开发实力的整合型行销顾问公司。蓝门提供的不是一份策划案，而是与企业携手从品牌建设到销售终端的全程互动行销解决方案。蓝门利用创新的互联网应用技术，电子邮件，无线互联平台，宽带技术和蓝门行销工具（Blue Tools），根据用户整体的需求通过数字技术提供度身定做的互动行销方案，帮助客户挖掘更多的潜在商机。

**图 1：蓝门数字典型营销案例**

*数据来源：公司官网，安信证券研究中心*

**3）对外投资的目的**

蓝门数字作为华南地区最知名、历史最悠久、行业地位较高的数字营销企业之一，主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务。通过投资蓝门数字，可加强省广股份在数字营销领域的布局，并提升省广股份在新媒体领域的份额。实现相互之间的业务协同效应，共同为客户提供更全面的整合营销业务。

### 3.2.2. 拟 1.65 亿元收购省广先锋 49%股权

**1）投资概况：**公司拟用募集资金 1.65 亿元受让省广先锋原股东持有的 49%的股权，受让股权后，省广先锋将成为公司全资子公司。

**业绩承诺：**目标公司于 2015 年、2016 年实现的扣除非经常性损益税后净利润应分别不低于 3200 万元、3520 万元。

**表 11：省广先锋承诺利润**

| | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|



本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

| | | |
|---|---|---|
| 承诺扣非净利润（万元） | 3200 | 3520 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**支付情况：**收购股权款项分别以30%、30%、25%、15%的比例分四次支付。

**2）省广先锋：以媒介购买为主导，专而精的区域资源整合服务商**

**·主营业务概况**

省广先锋（青岛）广告股份有限公司成立于2002年1月，省广先锋是“以媒介购买为主导，专而精的区域资源整合服务商”。省广先锋的业务主要分为三大板块：媒体代理、品牌管理和数字营销。历经多年发展，目前形成以山东、河北、河南、山西、天津、北京为核心，辐射全国的市场服务网络。

**·省广先锋股权结构**

**表12：省广先锋股权结构**

| 股东名称 | 收购前股权比例（%） | 收购后持股比例（%） |
|---|---|---|
| 广东省广告集团股份有限公司 | 51 | 100 |
| 张文龙 | 39.0775 | - |
| 张笠 | 3.3075 | - |
| 王涛 | 3.43 | - |
| 陈晓亮 | 0.98 | - |
| 于海红 | 0.735 | - |
| 隋明 | 0.49 | - |
| 孙蕾 | 0.49 | - |
| 杨晓琳 | 0.49 | - |
| 合计 | 100 | 100 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**·子公司基本情况**

省广先锋拥有北京领先世广广告有限公司、青岛慧河广告有限公司、上海美瀛联媒文化传播有限公司、济南鲁泰营销策划有限公司4家子公司。

**·财务情况**

**表13：省广先锋财务情况（万元）**

| 项目 | 2015年1-5月 | 2014年度 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 24,889.88 | 39,488.65 |
| 营业利润 | 585.59 | 3,812.33 |
| 利润总额 | 621.10 | 3,839.41 |
| 净利润 | 460.93 | 2,873.33 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**3）对外投资的目的**

省广先锋成为公司的全资子公司后,将继续夯实省广股份以华南为根据地，辐射北京、上海、成都、重庆、武汉、青岛等地的全国整合营销传播格局。持续完善省广股份媒介全国布局。同时，省广先锋成为公司的全资子公司,对公司业绩增厚有正面作用。未来随着公司产业链的完善,业务结构的优化和双方资源的有效整合,公司的盈利能力还将会获得进一步提升。

### 3.2.3. 拟6.24亿元收购晋拓文化80%股权

**1）投资概况：**公司拟用募集资金6.24亿元受让晋拓文化原股东持有的80%的股权，其中，



本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司向李斌收购其持有的目标公司 48.0%的股权，向天津智投科技合伙企业（有限合伙）收购其持有的目标公司 32.0%的股权。受让股权后，晋拓文化将成为公司控股子公司。

**业绩承诺：**晋拓文化承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 6,000、7,800、10,000 万元。

**表 14：晋拓文化业绩承诺情况**

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 承诺扣非净利润（万元） | ≥6,000 | ≥7,800 | ≥10,000 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**支付安排：**收购股权款项分别以 50%、10%、25%、15%的比例分四次支付。

### 2）晋拓文化：游戏行业的互联网广告业务领军企业

**·主营业务概况**

上海晋拓文化传播有限公司成立于 2008 年 5 月，晋拓文化专注于游戏行业的互联网广告业务，为该领域的领军企业，其拥有庞大的网络广告资源库，全面覆盖视频类、文学类、门户类和游戏类等优势广告资源，是腾讯、百度、优土、暴风等顶级媒体的战略合作伙伴。凭借多年来对游戏行业的深刻理解，以及海量的用户投放数据的积累，晋拓文化引进了大数据分析和算法优化研发团队，打造了领先的精准 DSP/DMP 平台及投放策略系统，进一步强化了市场优势。

**·晋拓文化股权结构**

**表 15：晋拓文化收购前后股权结构**

| 股东名称 | 收购前股权比例（%） | 收购后持股比例（%） |
|---|---|---|
| 广东省广告集团股份有限公司 | - | 80% |
| 李斌 | 60% | 12% |
| 天津智投科技合伙企业（有限合伙） | 40% | 8% |
| 合计 | 100% | 100% |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**·子公司基本情况**

晋拓文化拥有安徽昊月广告有限公司、安徽沃达网络技术有限公司、上海御明信息技术有限公司、上海御泽信息技术有限公司 4 家子公司。

**·晋拓文化财务情况**

**表 16：晋拓文化财务情况（万元）**

| 项目 | 2015 年 1-5 月 | 2014 年度 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 9,059.40 | 20,174.91 |
| 营业利润 | 1,531.13 | 1,327.23 |
| 利润总额 | 1,545.23 | 1,368.13 |
| 净利润 | 1,415.25 | 1,016.66 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

### 3）对外投资的目的

晋拓文化是业内较为知名、历史较长、认可度较高的互联网广告企业之一，长期服务网页游戏客户。省广股份通过收购晋拓文化，可加强自身互联网广告能力，尤其是网页游戏细分领域的布局。

投资晋拓文化既能扩展省广股份的客户基础，也能为晋拓文化客户提供更全面的服务。晋拓文化的客户基本以网页游戏行业为主，而省广股份拥有除游戏行业之外的多个行业的大品牌客户，省广股份可对接其客户在策划、创意或其他数字营销方面的业务，为客户提供更全面的广告服务，同时晋拓文化也可利用其优势资源为省广股份现有客户服务，进而实现双方业务之间的协同。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

### 3.3. 支付部分剩余股权转让款项目：5 家公司

拟用募集资金 4 亿元支付以往年度尚未支付的部分剩余股权转让款。

**表 17：拟用募集资金 4 亿元支付以往年度尚未支付的部分剩余股权转让款情况（万元）**

| 公司名称 | 股权转让款 | 已支付价款 | 未支付价款 | 本次拟用募集资金金额 |
|---|---|---|---|---|
| 广州旗智企业管理咨询有限公司 | 17,296.83 | 12,495.22 | 4,801.61 | 4,800.00 |
| 省广合众（北京）国际传媒广告有限公司 | 24,300.00 | 12,150.00 | 12,150.00 | 12,150.00 |
| 广州中懋广告有限公司 | 17,100.00 | 11,115.00 | 5,985.00 | 5,550.00 |
| 上海恺达广告有限公司 | 27,795.00 | 17,697.00 | 10,098.00 | 9,000.00 |
| 上海韵翔广告有限公司 | 22,676.50 | 13,152.37 | 9,524.13 | 8,500.00 |
| 合计 | 167,543.08 | 110,858.65 | 56,684.43 | 40,000.00 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

#### 3.3.1. 旗智公司

**（1）交易概况**

2011 年 6 月，省广股份使用自有资金 954.7 万元人民币对旗智公司增资，取得该公司 50.98% 的股权，承诺未来三年净利润分别为 1500 万、2100 万和 2900 万元人民币。

**表 18：业绩承诺及实际完成净利润**

| 年份 | 2011 年度 | 2012 年度 | 2013 年度 |
|---|---|---|---|
| 旗智公司业绩承诺 | 1,500 | 2,100 | 2,900 |
| 实际净利润 | 1511.79 | 2137.59 | 2966.61 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**（2）公司简介**

公司总部位于广州，在北京、上海、长沙、合肥等地均设有分支机构，服务网络覆盖全国。从成立之初至今仅 4 年时间，公司业务实现了超常规的发展，员工人数由创始阶段的 2 人迅速扩张至 120 余人，企业规模和综合实力跃居华南地区同行之首，在中国公关行业的影响力与日俱增。

旗智服务内容涵盖品牌战略、营销策略、公关执行、区域推广、网络营销、专业培训等领域。旗智服务的汽车客户涵盖合资品牌以及自主品牌，涵盖高中低端级别车型。旗智对汽车业有深入洞察，形成了汽车业全服务链模式，也形成了符合中国汽车市场实践的营销方法论和公关传播体系。全客户群基础上的广泛媒体接触 1000 家汽车媒体，5000 位汽车记者的日常沟通。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：旗智合作客户

### 3.3.2. 省广合众

**（1）交易概况**

2014 年 10 月，省广股份使用自有资金人民币 2.43 亿元人民币受让省广合众 45%的股权，股权转让完成后，省广合众成为省广股份的全资子公司。

**（2）公司简介**

公司成立于 2003 年，业务涉及医药健康、家庭用品、服务、通讯、IT、个人消费品、能源等行业，为多家国内外知名企业常年提供整合传播服务，创作出众多耳熟能详的作品，帮助并陪伴它们成为行业领导品牌。

### 3.3.3. 上海恺达

**（1）交易概况**

2014 年 10 月，省广股份使用自有资金 2.52 亿元受让上海恺达 85%股权。

表 19：上海恺达业绩承诺及实际完成净利润

| 年份 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 |
|---|---|---|---|---|
| 上海恺达承诺净利润（万元） | 3,000 | 3,600 | 4,200 | 4,830 |
| 实际净利润（万元） | 4321.88 | / | / | / |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**（2）公司简介**

上海恺达成立于 2007 年 4 月，前身是数字广告知名品牌安瑞索思（Energy Source），是目前中国规模最大的独立互动整合营销公司之一，其核心服务包括互动整合营销及移动互联网营销。作为一家提供创新整合营销服务综合代理商，上海恺达拥有行业领先的的移动互联网广告平台——AdTOUCH，在此基础上为客户提供创新的整合营销解决方案。

**（3）对公司的影响**

公司投资入股上海恺达，双方可充分利用各自的专业优势及客户资源形成互补，进一步优化公司业务结构，提升公司的数字营销能力。同时借助其 AdTOUCH 广告平台，为客户提供一站式整合营销服务，有助于公司丰富构建全维大营销体系。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

### 3.3.4. 广州中懋

**（1）交易概况**

2014 年 7 月，省广股份使用自有资金人民币 1.88 亿元人民币以增资并受让广州中懋 55%股权。其中增资 1710 万元，取得 5%股权；增资完成后，收购股权分四次支付，具体如下：

**表 20：支付情况**

| 时间 | 支付比例 | 支付金额（万元） |
|---|---|---|
| 办理完毕相应增资手续后 30 个工作日 | 50% | 8,550 |
| 广州中懋 2014 年审计报告出具且收回 2014 年度全部应收账款 90%之后 | 15% | 2,565 |
| 广州中懋 2015 年审计报告出具且收回 2015 年度全部应收账款 90%之后 | 15% | 2,565 |
| 广州中懋 2016 年审计报告出具且收回 2016 年度全部应收账款 90%之后 | 20% | 3,420 |
| 合计 | 100% | 17,100 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**表 21：广州中懋业绩承诺及实际完成净利润**

| 年份 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 |
|---|---|---|---|
| 广州中懋承诺净利润（万元） | 3800 万元 | 4400 万元 | 5100 万元 |
| 实际净利润（万元） | 3976.1 | / | / |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**表 22：交易前后广州中懋股权情况**

| 股东名称 | 收购前股权比例（%） | 收购后持股比例（%） |
|---|---|---|
| 广东省广告股份有限公司 | - | 55% |
| 新余涛略投资咨询中心 | 90% | 35.50% |
| 周郁 | 5% | 4.75% |
| 周耀琦 | 5% | 4.75% |
| 合计 | 100% | 100% |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

**（2）公司简介**

中懋成立于 1997 年，专注于为客户提供电台广告代理及电台整合营销服务。自成立以来，与全国 300 多个电台频率保持长期密切的合作关系，为多家世界级 4A 广告公司、100 强国内大型品牌企业提供电台代理及整合运营解决方案，策划并执行多场的直播、互动等电台及地面活动。

**（3）对公司的影响**

公司投资入股中懋，双方可在区域、客户、各类服务内容等多方面形成互补，更加迅速整合电台资源及共享平台。有助于公司进一步完善媒介代理业务的布局，从而提高并发挥协同效应，为客户创造更高的服务溢价，深挖优质潜在客户，提升公司的盈利能力。

### 3.3.5. 上海韵翔

**（1）交易概况**

2015 年 3 月 31 日，省广股份以自筹资金 2.27 亿元人民币收购省广智义持有的上海韵翔 55%股权。


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 23：上海韵翔业绩承诺

| 年份 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 |
|---|---|---|---|
| 上海韵翔承诺净利润 | 4,340 万元 | 5,035 万元 | 5,790 万元 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

表 24：交易前后上海韵翔股权情况

| 股东名称 | 收购前股权比例（%） | 收购后持股比例（%） |
|---|---|---|
| 广东省广告股份有限公司 | - | 55 |
| 上海省广智义投资管理中心（有限合伙） | 55 | - |
| 上海蓬隅商务咨询中心（普通合伙） | 45 | 45 |
| 合计 | 100 | 100 |

*数据来源：公司公告，安信证券研究中心*

（2）公司简介

上海韵翔成立于 2006 年 12 月，专注于户外媒体的广告整合代理业务，亦是中国最优秀的户外广告代理公司之一。与国内各大媒体资源供应商都建立了良好的合作关系，拥有诸如麦当劳、乐事、FedEx 等众多国际知名客户资源，服务范围涵盖全国各大城市，在户外广告代理领域拥有较强的影响力及知名度，能为客户提供全方位的户外媒体投放解决方案。

（3）投资对公司的影响

·**延伸自有媒体服务网络：**有利于借助上海韵翔在全国的户外媒体布局，延伸公司的户外媒体网络，对公司现有自有媒体业务形成联动效应，并进一步提高协同效应。同时，进一步丰富公司的整合营销价值链条，实现资源、渠道和终端客户的纵向协同，提升公司自有媒体业务的综合竞争力，从而推动公司整合营销传播平台的打造。

·**提升公司的持续盈利能力：**有助于嫁接其户外媒体资源，提升省广股份对客户的服务能力，进一步强化公司的媒体谈判及采购能力，促进现有业务资源的全面整合，从而提升公司的持续盈利能力，为股东创造更大的价值。

### 3.4. 补充流动资金项目：4 亿元补充公司业务发展所需流动资金

## 4. 本次发行对公司经营管理和财务状况的影响

**公司战略：**公司始终坚持“**横向补充盈利模式，纵向拓展产业链**”**的外延式发展战略，并采取“内生增长与外延扩张双轮驱动”的经营模式，**以深化公司的产业链布局，实现公司可持续增长。

1、通过收购省广先锋、蓝门数字和晋拓文化的股权，公司可进一步完善产业链的布局，加强业务协同效应；通过建设大数据营销系统，有助于公司进一步加强广告营销的精准化，提高客户服务能力，有利于公司提高长期盈利能力及发展战略的实施。

2、本次发行完成后，公司的总资产和净资产规模同时增大，有助于增强公司资金实力，为公司后续发展提供有力的资金保障，从而提高公司未来持续盈利能力。本次募集资金项目实施后，将增强公司盈利能力，提升公司的综合竞争力和抗风险能力，同时也有利于降低资产负债率，提升公司的偿债能力。

## 5. 投资建议与风险提示

**投资建议：**公司 2015H1 实现营业收入 38.48 亿元，较上年同期增长 46.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.98 亿元，较上年同期增长 20.83%，子公司中恺达实现净利率 2547 万元，传漾实现净利润 1601 万元，上一轮布局的数字营销公司均表现优异。公司预计 2015 年 1-9 月实现净利润 2.78 亿-3.28 亿，同比增长 10%-30%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司以品牌管理为抓手，带动媒介代理业务发展，一直以来内生业绩稳健，同时外延整合初见成效，此次非公开发行中，通过通过自建方式搭建的大数据营销系统将成为未来数字化开放战略的核心平台，通过收购省广先锋、蓝门数字和晋拓文化的股权，也将进一步完善产业链布局,加强业务协同及整合服务能力。我们预计15年备考利润7亿左右，增发后公司市值230亿。考虑数字营销的持续布局及大数据投入的长期受益，维持买入-A评级。

**风险提示：**收购整合不达预期，广告行业整体景气度影响。



本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 09 月 18 日)

## 利润表

| （百万元） | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **5,590.9** | **6,337.6** | **8,607.7** | **10,008.2** | **11,634.5** |
| 减:营业成本 | 4,526.5 | 5,069.4 | 6,820.8 | 7,851.4 | 9,112.2 |
| 营业税费 | 56.6 | 35.4 | 51.6 | 60.0 | 69.8 |
| 销售费用 | 419.7 | 474.9 | 637.0 | 655.5 | 750.4 |
| 管理费用 | 127.9 | 126.6 | 172.2 | 205.2 | 232.7 |
| 财务费用 | -11.5 | -11.5 | -21.3 | -36.5 | -64.1 |
| 资产减值损失 | 47.5 | 27.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - |
| 投资和汇兑收益 | 10.5 | 13.8 | 70.0 | 80.0 | 150.0 |
| **营业利润** | **434.8** | **629.5** | **1,015.5** | **1,350.5** | **1,681.6** |
| 加:营业外净收支 | 24.7 | 1.6 | 21.0 | 25.0 | 25.0 |
| **利润总额** | **459.5** | **631.1** | **1,036.5** | **1,375.5** | **1,706.6** |
| 减:所得税 | 113.1 | 143.8 | 253.9 | 337.0 | 418.1 |
| **净利润** | **287.6** | **425.2** | **649.5** | **862.0** | **1,069.4** |

## 资产负债表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 807.0 | 485.3 | 1,862.4 | 1,935.4 | 4,189.4 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 910.8 | 1,939.1 | 451.9 | 2,216.9 | 821.0 |
| 应收票据 | 213.0 | 130.2 | 491.4 | 220.2 | 607.1 |
| 预付帐款 | 690.3 | 1,163.3 | 1,330.6 | 1,540.1 | 1,791.6 |
| 存货 | 1.6 | 1.0 | 2.8 | 1.8 | 3.2 |
| 其他流动资产 | 11.2 | 27.2 | 27.2 | 27.2 | 27.2 |
| 可供出售金融资产 | - | 39.2 | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 45.0 | 108.7 | 659.7 | 659.7 | 659.7 |
| 投资性房地产 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 固定资产 | 34.0 | 29.5 | 23.7 | 16.3 | 9.0 |
| 在建工程 | - | - | - | - | - |
| 无形资产 | 28.9 | 27.0 | 23.7 | 20.2 | 16.8 |
| 其他非流动资产 | 348.1 | 906.8 | 926.8 | 924.6 | 922.5 |
| **资产总额** | **3,090.5** | **4,857.9** | **5,800.8** | **7,563.1** | **9,048.0** |
| 短期债务 | 78.9 | 267.3 | - | - | - |
| 应付帐款 | 574.0 | 1,155.4 | 1,123.9 | 1,499.8 | 1,545.2 |
| 应付票据 | 27.0 | 28.0 | 17.5 | 32.7 | 25.5 |
| 其他流动负债 | 585.9 | 711.0 | 1,341.8 | 1,012.4 | 1,649.0 |
| 长期借款 | - | - | - | 264.4 | - |
| 其他非流动负债 | 133.4 | 577.4 | 577.4 | 577.4 | 577.4 |
| **负债总额** | **1,399.3** | **2,739.1** | **3,060.5** | **3,386.7** | **3,797.1** |
| **少数股东权益** | **195.4** | **191.3** | **324.3** | **500.8** | **719.9** |
| 股本 | 385.5 | 595.4 | 603.4 | 603.4 | 603.4 |
| 留存收益 | 1,110.3 | 1,332.1 | 1,812.6 | 3,072.1 | 3,927.7 |
| **股东权益** | **1,691.2** | **2,118.8** | **2,740.2** | **4,176.4** | **5,251.0** |

## 财务指标

| （百万元） | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 20.8% | 13.4% | 35.8% | 16.3% | 16.3% |
| 营业利润增长率 | 57.5% | 44.8% | 61.3% | 33.0% | 24.5% |
| 净利润增长率 | 58.9% | 47.8% | 52.8% | 32.7% | 24.1% |
| EBITDA 增长率 | 62.3% | 44.8% | 60.0% | 31.8% | 22.9% |
| EBIT 增长率 | 63.4% | 46.0% | 60.9% | 32.2% | 23.1% |
| NOPLAT 增长率 | 60.2% | 49.5% | 57.3% | 32.2% | 23.1% |
| 投资资本增长率 | 40.2% | 98.1% | -54.3% | 196.8% | -58.7% |
| 净资产增长率 | 20.9% | 25.3% | 29.3% | 52.4% | 25.7% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 19.0% | 20.0% | 20.8% | 21.6% | 21.7% |
| 营业利润率 | 7.8% | 9.9% | 11.8% | 13.5% | 14.5% |
| 净利润率 | 5.1% | 6.7% | 7.5% | 8.6% | 9.2% |
| EBITDA/营业收入 | 7.8% | 9.9% | 11.7% | 13.2% | 14.0% |
| EBIT/营业收入 | 7.6% | 9.8% | 11.5% | 13.1% | 13.9% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 2 | 2 | 1 | 1 | 0 |
| 流动营业资本周转天数 | 34 | 57 | 25 | 23 | 23 |
| 流动资产周转天数 | 159 | 181 | 165 | 182 | 207 |
| 应收帐款周转天数 | 49 | 81 | 50 | 48 | 47 |
| 存货周转天数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总资产周转天数 | 185 | 226 | 223 | 240 | 257 |
| 投资资本周转天数 | 50 | 77 | 55 | 59 | 54 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 19.2% | 22.1% | 26.9% | 23.5% | 23.6% |
| ROA | 11.2% | 10.0% | 13.5% | 13.7% | 14.2% |
| ROIC | 48.9% | 52.1% | 41.4% | 119.8% | 49.7% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 7.5% | 7.5% | 7.4% | 6.6% | 6.5% |
| 管理费用率 | 2.3% | 2.0% | 2.0% | 2.1% | 2.0% |
| 财务费用率 | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.4% | -0.6% |
| 三费/营业收入 | 9.6% | 9.3% | 9.2% | 8.2% | 7.9% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 45.3% | 56.4% | 52.8% | 44.8% | 42.0% |
| 负债权益比 | 82.7% | 129.3% | 111.7% | 81.1% | 72.3% |
| 流动比率 | 2.08 | 1.73 | 1.68 | 2.33 | 2.31 |
| 速动比率 | 2.08 | 1.73 | 1.68 | 2.33 | 2.31 |
| 利息保障倍数 | -36.84 | -53.75 | -46.67 | -35.97 | -25.22 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.06 | 0.07 | 0.22 | 0.29 | 0.35 |
| 分红比率 | 20.1% | 15.6% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.4% | 1.2% | 1.5% | 1.9% |

## 现金流量表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 346.4 | 487.3 | 649.5 | 862.0 | 1,069.4 |
| 加:折旧和摊销 | 11.5 | 11.3 | 10.8 | 10.8 | 10.8 |
| 资产减值准备 | 23.6 | 27.0 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 4.9 | 1.6 | -21.3 | -36.5 | -64.1 |
| 投资损失 | -10.5 | -13.8 | -70.0 | -80.0 | -150.0 |
| 少数股东损益 | 58.8 | 62.1 | 133.0 | 176.6 | 219.0 |
| 营运资金的变动 | -245.0 | 177.7 | 1,555.4 | -1,638.3 | 1,433.1 |
| **经营活动产生现金流量** | **121.1** | **132.3** | **2,257.4** | **-705.5** | **2,518.2** |
| **投资活动产生现金流量** | **-77.3** | **-458.6** | **-462.4** | **80.0** | **150.0** |
| **融资活动产生现金流量** | **-3.1** | **-11.9** | **-418.0** | **698.5** | **-414.2** |

## 业绩和估值指标

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.32 | 0.47 | 1.08 | 1.43 | 1.77 |
| BVPS(元) | 1.65 | 2.13 | 4.00 | 6.09 | 7.51 |
| PE(X) | 58.6 | 39.6 | 17.3 | 13.0 | 10.5 |
| PB(X) | 11.3 | 8.7 | 4.6 | 3.1 | 2.5 |
| P/FCF | 198.8 | -59.3 | 8.2 | -22.3 | 5.0 |
| P/S | 3.0 | 2.7 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 30.9 | 20.4 | 9.6 | 7.6 | 4.7 |
| CAGR(%) | 44.2% | 38.3% | 54.2% | 44.2% | 38.3% |
| PEG | 1.3 | 1.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| ROIC/WACC | | | | | |
| REP | | | | | |

**数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 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 | 孟硕丰 | 021-68766287 | mengsf@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-68762965 | xumin@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@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 | 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 |
| | 张青 | | zhangqing2@essence.com.cn |
| | 邓欣 | | dengxin@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


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。