



买入

30% ↑

目标价格:人民币 49.00

600136.CH

价格:人民币 37.75

目标价格基础:73倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

道博股份

加速“文化+体育”转型，小市值谋求大篇章

公司传统业务为学生公寓运营和磷矿石销售，2015年2月，公司收购了老牌影视剧制作公司强视传媒，转型文化产业。2015年5月，湖北省综合性产业投资集团——当代集团成为公司实际控股股东，2015年8月，公司将原有业务剥离，目前主业仅剩影视剧制作，且拟以8.2亿元收购体育营销与体育版权及赛事综合运营商——双刃剑（苏州）体育文化传播有限公司，完成“影视+体育”大文化产业布局。双刃剑传统业务为体育营销，目前已将其业务拓展至体育版权及赛事运营，主要服务国内B端大型商业客户，未来将大力发展直接面向C端客户的体育视频、体育旅游、赛事运营等业务，最终形成自有IP加平台运营的双轮互动发展模式，构建“体育营销生态圈”。我们对其给予买入的首次评级，目标价格49.00元。

支撑评级的要点

- **市场潜力+政策利好+资本追逐，引领体育产业振兴。**目前国内的体育产业正处于天时地利人和的有利局面，体育服务消费的市场潜力巨大，政府不断从政策上进行扶持，再加上社会资本的涌入，体育产业链特别其中的核心环节如赛事运营、场馆运营、体育营销将全面受益。
- **体育营销、版权、赛事三位一体，双刃剑欲打造体育服务生态圈。**双刃剑是一家体育营销整体解决方案提供商、体育版权贸易服务商及体育赛事与活动运营商，其传统核心业务为体育营销。在资源端，双刃剑与众多国家和地区的体育组织机构、职业联盟、大型赛事主办方形成了长期合作关系。在客户端，双刃剑发挥本土化优势，获得多家运动品牌认可。目前，下游运动鞋服业回暖，体育营销业务保持稳定，双刃剑还牵手欧洲顶级体育经纪公司，进军体育经纪、商业开发、俱乐部收购等领域。
- **收购老牌影视剧制作公司，迈向文化产业整合平台第一步。**强视传媒深耕影视剧制作，具有“品牌积累+资源整合”优势，公司管理团队从业经验丰富，未来主攻精品剧+知名剧《新金粉世家》翻拍，有望驱动利润增长。

评级面临的主要风险

- 被收购公司业绩不达预期；行业系统性风险。

估值

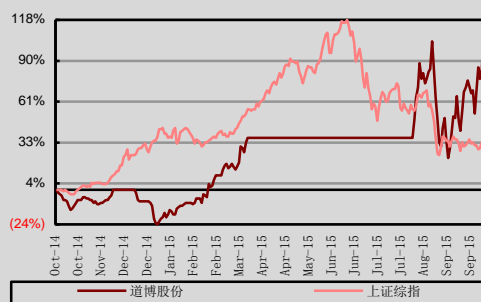
- 2015-2017年备考净利润为1.28、1.65、2.09亿元，给予公司增发后的目标市值120亿元，目标价49.00元，首次评级**买入**。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	88	71	476	807	917
变动(%)	0	(19)	570	70	14
净利润(人民币 百万)	12	1	128	165	209
全面摊薄每股收益(人民币)	0.111	0.009	0.524	0.678	0.855
变动(%)	103.2	(91.9)	5,718.3	29.4	26.1
全面摊薄市盈率(倍)	360.8	4,446.9	76.4	59.1	46.8
价格/每股现金流量(倍)	207.8	775.0	128.3	45.4	43.3
每股现金流量(人民币)	0.19	0.05	0.31	0.88	0.93
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1,291.5	1,177.5	74.3	58.6	46.8
每股股息(人民币)	0.000	0.002	0.001	0.079	0.102
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	159.6	34.6	49.6	109.7
相对上证指数	164.6	36.4	63.8	76.5

发行股数(百万)	164
流通股(%)	64
流通股市值(人民币 百万)	3,937
3个月日均交易额(人民币 百万)	176
主要股东(%)	
武汉新星汉宜化工有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年10月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

综合: 综合

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*梅林为本报告重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
当代集团控股道博股份，华丽转型“影视+体育”	5
市场潜力+政策利好+资本追逐，引领体育产业振兴.....	9
体育营销、版权、赛事三位一体，双刃剑欲打造体育服务生态圈	13
收购老牌影视剧制作公司，迈向文化产业整合平台第一步	25
盈利预测及投资建议	28
研究报告中所提及的有关上市公司	30

投资摘要

当代集团控股道博股份，华丽转型“影视+体育”

道博股份有限公司成立于1992年，1998年3月在上交所挂牌上市，主业多次变更。2015年8月底，公司已将持有子公司健坤物业（学生公寓运营）、恒裕矿业（磷矿石销售）的全部股权出售给控股股东当代集团，目前主业只剩下影视产品制作销售业务。2015年5月，当代集团通过增资成为公司实际控股股东，其资本运作能力较强，上市公司主业转型坚决，后续产业链延伸诉求强烈。2015年8月，公司拟收购体育营销与体育版权及赛事综合运营商——双刃剑（苏州）体育文化传播有限公司，完成“影视+体育”大文化产业布局，提升持续盈利能力。

市场潜力+政策利好+资本追逐，引领体育产业振兴

中国体育产业是具有活力和增长潜力的朝阳行业，国务院文件提出到2025年体育产业总规模超过5万亿元（2012年约为9,500亿元），年复合增长率将达到13.6%。随着国内中产阶级不断壮大，体育消费人群越来越大，市场空间广阔。与欧美相比，市场空间和产业结构具有较大提升和改善空间。近年来国家级政策密集出台，扶持体育产业发展，各路资本也加快涌入体育产业，抢占蓝海市场。我们认为，体育产业链特别其中的核心环节如赛事运营、场馆运营、体育营销将全面受益。

体育营销、版权、赛事三位一体，双刃剑欲打造体育服务生态圈

双刃剑是一家体育营销整体解决方案提供商、体育版权贸易服务商及体育赛事与活动运营商，其传统核心业务为体育营销。双刃剑凭借在体育营销上多年积累的业务优势，正在积极构建“体育营销生态圈”，逐步覆盖赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据等。

双刃剑根据品牌客户的企业文化、品牌及产品特色，依托优质的体育资源，为其量身定制的品牌推广整体方案。在体育资源端，双刃剑与国际顶级赛事资源（奥运会、世界杯、NBA、欧洲五大足球联赛、四大网球公开赛等）及知名体育明星建立合作关系。在客户端，双刃剑发挥本土化优势，凭借丰富的体育营销经验，获得多家运动品牌商的认可。此外，双刃剑还帮助国内体育媒体向资源方进行版权采购，提供一个对接、合作的平台并做好相关的服务。双刃剑还创办并运营新颖的全民健身体育赛事。

双刃剑的客户集中度较高，主要为鸿星尔克、361度、匹克等体育运动服饰品牌商。2014年以来，下游运动鞋服业回暖，双刃剑的体育营销业务保持稳定。今年7月，双刃剑与欧洲顶级体育经纪MBS达成独家战略合作协议，MBS目前旗下拥有瓜迪奥拉、伊涅斯塔、苏亚雷斯等享誉世界足坛的巨星，并与拜仁慕尼黑、巴塞罗那、皇家马德里、曼城等多家欧洲豪门俱乐部保持着合作关系，双刃剑将借助MBS进军体育经纪、商业开发、俱乐部收购等领域。

收购老牌影视剧制作公司，迈向文化产业整合平台第一步

2015年2月，公司成功收购老牌影视剧制作公司强视传媒，强视传媒多年来深耕影视剧制作，具有“品牌积累+资源整合”优势，受“一剧两星、一剧两集”政策影响，电视剧制作行业竞争日益激烈，公司转向制作精品剧，目前公司精品剧步入收获期，新剧和经典剧翻拍储备较充足。公司拥有优秀的管理团队，从业经验丰富，未来主攻精品剧+知名剧《新金粉世家》翻拍，有望驱动利润增长。

盈利预测及投资建议

道博股份已经完成原有主业的剥离，目前只剩下年初收购的强视传媒，根据强视传媒和双刃剑的业绩预测，2015-2017年备考净利润为1.28、1.65、2.09亿元，增发后股本为2.44亿股，对应市值92亿元，对应2015-2017年市盈率为72、56、44倍。我们看好公司借助外延式扩张打造“体育+影视”的大文化产业平台带来的市值成长空间，目标价49.00元，首次评级**买入**。

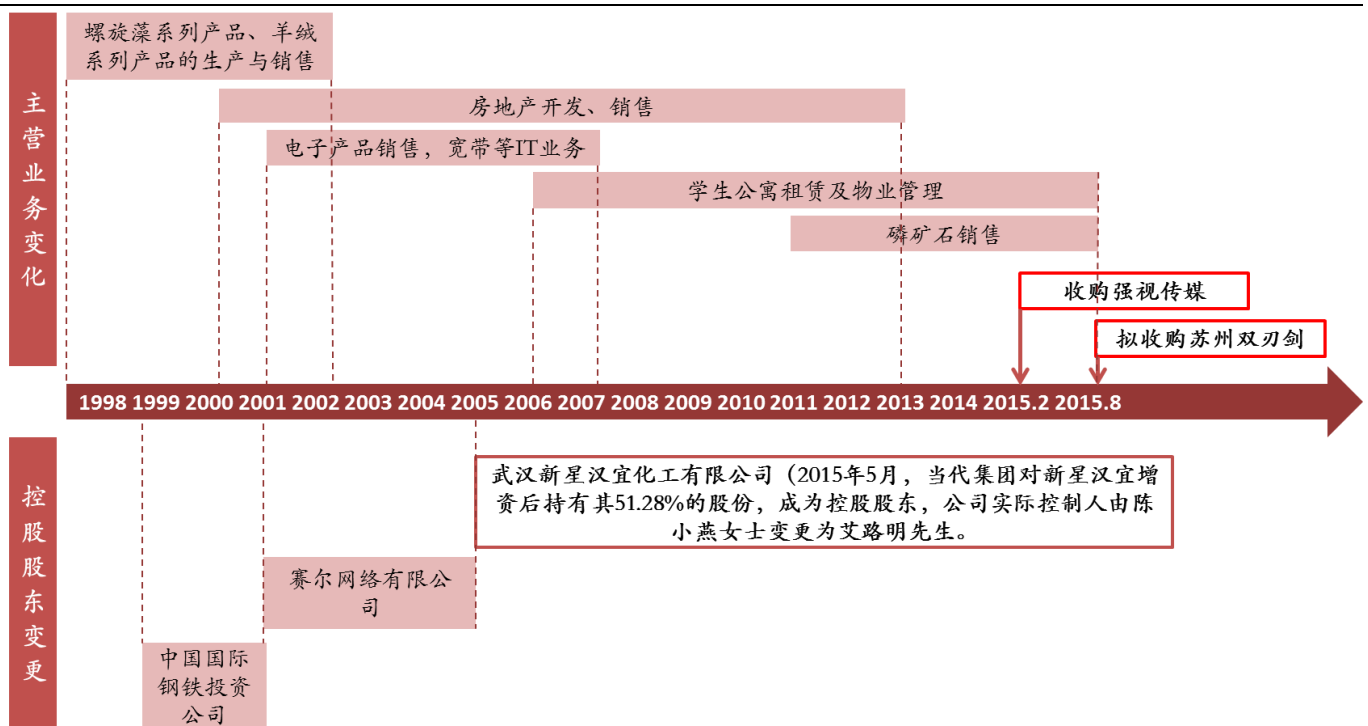
当代集团控股道博股份，华丽转型“影视+体育”

发展历程：主业多次变更，转型“影视+体育”

武汉道博股份有限公司成立于1992年，1998年3月在上交所挂牌上市，最早的主营业务为螺旋藻、羊绒产品的生产与销售，之后涉足房地产开发、电子产品、宽带、学生公寓运营和磷矿石销售等业务领域。

2015年8月底，公司已将持有子公司健坤物业（学生公寓运营）、恒裕矿业（磷矿石销售）的全部股权出售给控股股东当代集团，目前主业仅剩影视产品制作销售业务，由全资子公司浙江强视传媒有限公司（2015年2月完成收购）经营。2015年8月，公司拟收购体育营销与体育版权及赛事综合运营商——双刃剑（苏州）体育文化传播有限公司，完成“影视+体育”大文化产业布局，提升持续盈利能力。

图表 1. 道博股份上市以来主营业务变化和控股股东变更情况



资料来源：公司公告、中银国际证券

控股股东：当代集团介入，开启资本运作序幕

新星汉宜持有道博股份3,515万股，持股比例为21.43%，为上市公司的控股股东。2015年5月，当代集团通过增资获得新星汉宜51.28%的股权，成为新星汉宜的控股股东，且本次当代集团还参与了配套融资，第一大股东地位进一步稳固。本次交易完成后，实际控制人艾路明先生将直接和间接持有当代集团28.21%的股权。

图表 2. 本次交易前公司的股权控制关系结构图


资料来源：公司公告、中银国际证券

当代集团的资本运作能力较强，上市公司主业转型坚决，后续基于体育服务业的产业链延伸有望持续。当代集团是一家综合性产业投资集团，下属企业 100 多家，投资领域已涵盖医药、地产、旅游、金融、农业、纺织、学历教育等多板块，控股三家上市公司：人福医药（持股比例 24.49%）、三特索道（持股比例 15.07%）、道博股份（持股比例 21.43%），参股两家上市公司：华茂股份（持有其大股东华茂集团 36.77% 的股份）、光洋股份（7.53%）。目前其投资的道博股份、三特索道、华茂股份、光洋股份等上市公司均处于重大资产重组进程中。

图表 3. 本次发行完成前后公司的股本结构变化情况

股东名称	发行完成前		发行完成后	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
新星汉宜	35,146,071	21.43	40,131,115	16.47
当代集团			14,955,134	6.14
天风睿源			7,550,639	3.10
天风睿盈			3,806,017	1.56
蒋立章			28,729,284	11.79
彭章瑾			9,576,427	3.93
游建鸣	27,165,371	16.56	27,165,371	11.15
夏天科教	12,179,507	7.43	12,179,507	5.00
远洲生物	5,208,000	3.18	7,202,017	2.96
灵瑜投资			4,985,044	2.05
杨光华			2,243,270	0.92
吴珉			747,756	0.31
其他中小股东	84,319,512	51.41	84,319,512	34.62
合计	164,018,461	100.00	243,591,093	100.00

资料来源：公司公告、中银国际证券

主营业务：资产剥离，全面转型文化产业

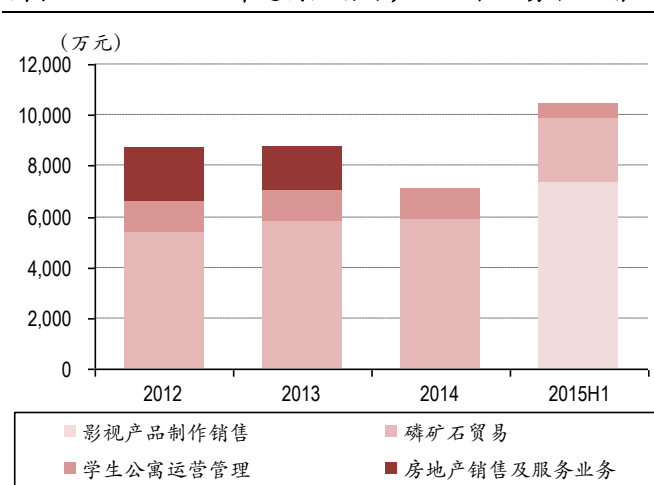
学生公寓运营：公司通过子公司健坤物业经营，健坤物业将自有的四栋学生公寓及食堂出租给武汉理工大学华夏学院，并于2006年和华夏学院签订10年的学生公寓及餐饮物业管理协议。近三年，健坤物业每年的营收均为1,207万元，净利润在400万元左右，未来增长空间较小。

磷矿石贸易：公司通过子公司恒裕矿业经营，受到宏观经济影响，下游磷化工行业需求萎缩，恒裕矿业营收稳定在6,000万元左右，2013年、2015年上半年均出现小幅亏损，盈利能力较弱。

2014年公司启动了产业方向调整的重大战略转型，将企业的未来发展方向锁定在成长性较好、发展前景广阔的文化产业。2015年3月，公司收购浙江强视传媒，还计划收购苏州双刃剑，并将持有的健坤物业和恒裕矿业的所有股权出售给当代集团，公司彻底转型文化产业。

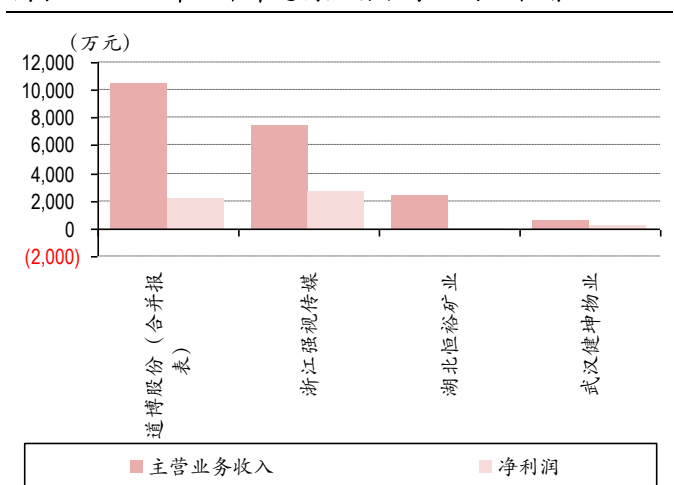
影视剧制作：强视传媒主营业务为投资、制作和发行电视剧、电视剧衍生业务、艺人经纪业务等，投资和发行的主要电视剧包括《金粉世家》、《小李飞刀》、《聊斋之狐仙》等。2015年上半年，强视传媒实现营收7,410万元，净利润2,615万元。道博收购强视传媒时，原股东对2015-2017年归属于母公司所有者的净利润承诺为不低于7,583万元、9,641万元、12,165万元。

图表 4. 2012-2015 年道博股份分产品主营业务收入情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2015 年上半年道博股份各子公司经营情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

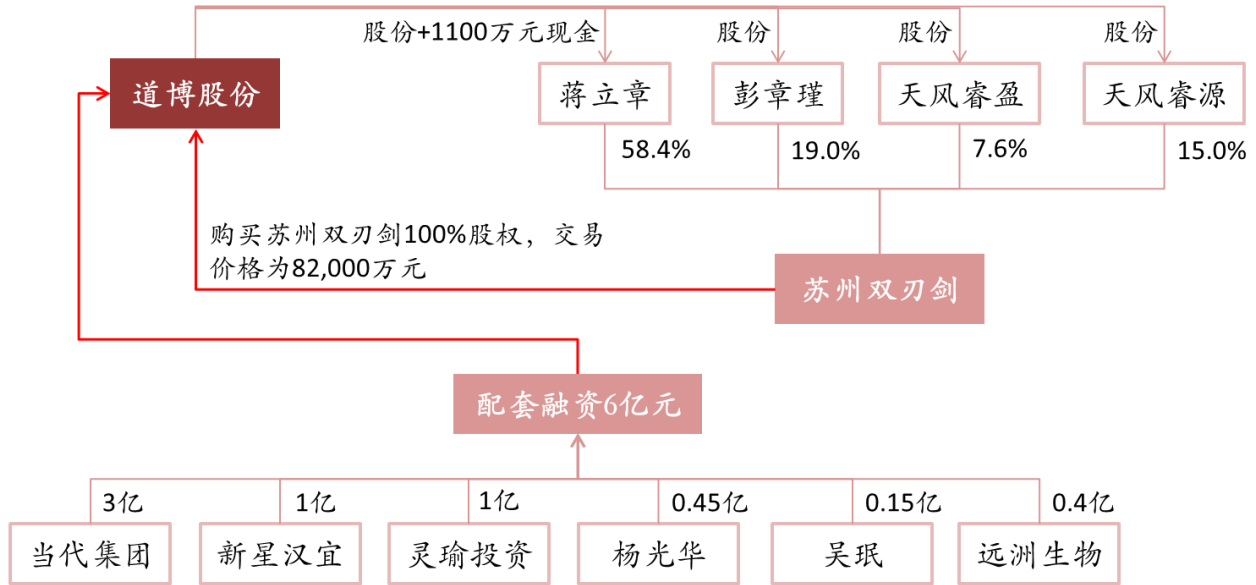
交易方案：8.2 亿收购双刃剑+6 亿元配套融资

道博拟以发行股份及支付现金的方式购买苏州双刃剑 100% 股权，交易价格为 82,000 万元，其中以发行股份方式支付 80,900 万元（发行股份 4,966 万股，发行价 16.29 元/股），现金方式支付 1,100 万元。

原股东对苏州双刃剑 2015-2018 年扣非后归属于母公司所有者的净利润承诺不低于 5,200 万元、6,900 万元、8,700 万元、10,400 万元，收购对价相对 2015 年净利润的估值为 16 倍。

同时，道博向当代集团、新星汉宜、灵瑜投资、远洲生物、吴珉、杨光华非公开发行股份募集配套资金 6 亿元（发行股份 2,991 万股，发行价 20.06 元/股），用于支付本次交易的现金对价、标的公司项目建设、强视传媒投拍影视作品以及补充上市公司流动资金。

图表 6. 本次交易方案详解

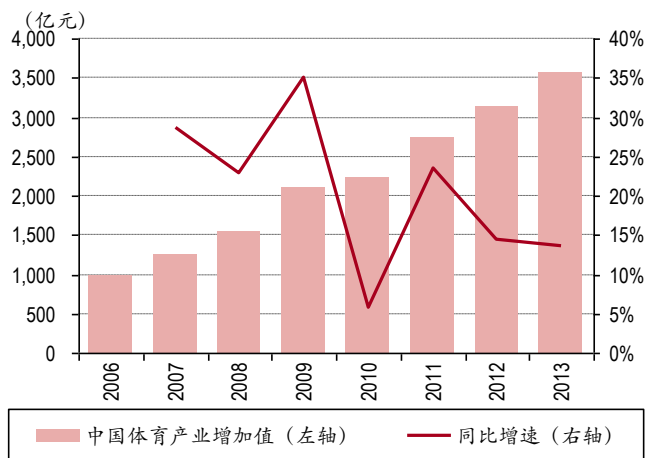


资料来源：公司公告、中银国际证券

市场潜力+政策利好+资本追逐，引领体育产业振兴

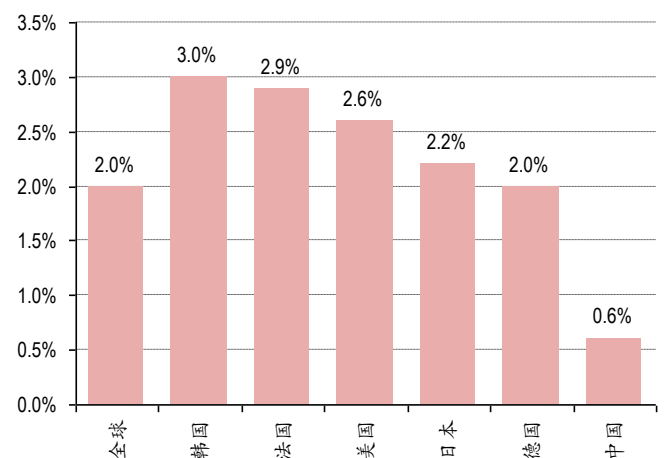
中国体育产业是具有活力和增长潜力的朝阳行业。中国体育产业 2006 年实现增加值 983 亿元，到 2013 年达到 3,563 亿元，年复合增长率高达 20.2%，远高于同期 GDP 增速。2014 年 10 月国务院公布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，意见提出到 2025 年中国体育产业总规模超过 5 万亿元(2012 年约为 9,500 亿元)，年复合增长率将达到 13.6%，随着国内中产阶级不断壮大，体育消费人群越来越大，市场空间广阔。

图表 7. 2007-2013 年中国体育产业增加值及同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

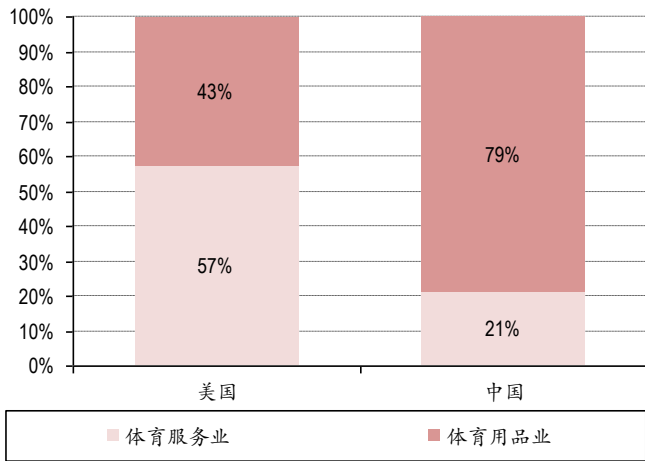
图表 8. 2012 年全球主要国家体育产业占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，中银国际证券

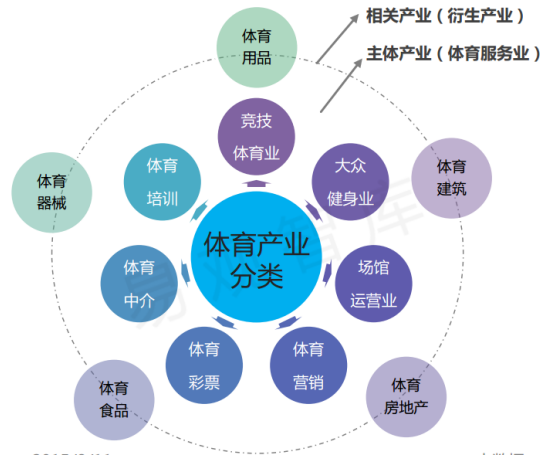
与欧美相比，市场空间和产业结构具有较大提升和改善空间。目前我国年人均体育消费仅为 27 美元，与全球平均的 217 美元存在巨大差距。中国体育产业增加值占 GDP 比重仅 0.6%，远低于美国的 2.6% 和世界平均的 2%，中国体育产业距离全球平均水平仍然有 3-4 倍的空间。从产业结构看，体育用品占比 79%，而本应作为主体产业的体育服务业仅占比 21%，主要原因在于前期体育产业市场化程度低、政策监管严，中国职业体育发展不成熟，产值较小。对比美国成熟的体育产业，体育服务业占到了 57%，其中健身娱乐和竞技体育业分别占到了 32% 和 25%。此外，体育服务业中的体育赞助与体育门票收入与国外相比也有较大提升空间。

图表 9. 中美体育产业结构比较



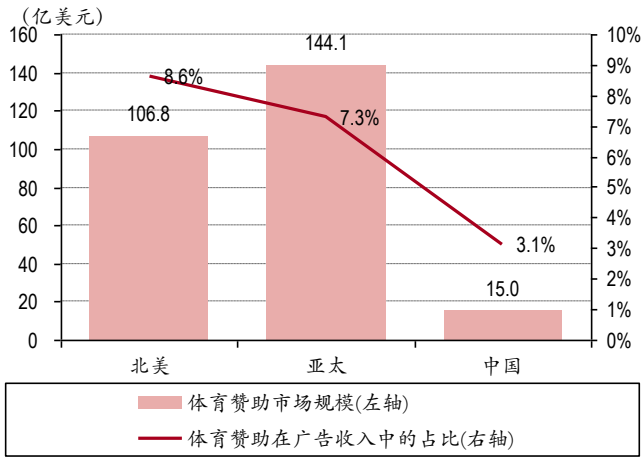
资料来源: 国家体育总局、中银国际证券

图表 10. 体育产业分类



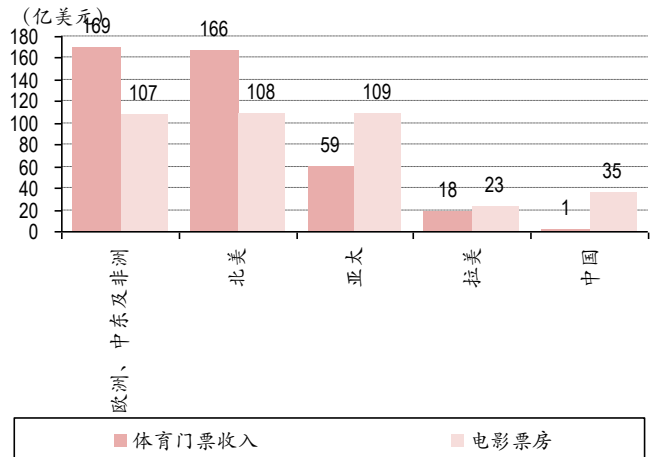
资料来源: 易观智库、中银国际证券

图表 11. 全球体育赞助市场规模及占比



资料来源: IEG 2013、中银国际证券

图表 12. 2013 年体育门票收入与电影票房收入对比



资料来源: IEG 2013、中银国际证券

国家级政策密集出台，扶持体育产业发展。2014 年以来，国务院出台多项重大的体育产业政策文件，其目的在于大力拓展体育产业空间，利用体育产业拉动内需、促进消费、增加就业，鼓励将体育产业与文化创意和设计服务业相结合，引导社会资本进入，让体育产业和体育消费成为新的经济增长点。

图表 13. “十二五”以来体育产业重要政策及其影响

时间	政策法规	机构	行业影响
2011年4月	体育产业“十二五”规划	体育总局	突出强调了体育产业在国民经济中所占比重仍过低的问题，加大了对体育产业投融资的力度，开始尝试转变政府职能，把政府工作重点放在管理上。规划中提出了创新体育场馆运营机制推进了体育场馆所有权和经营权相分离，体育场馆运营专业机构开始蓬勃发展。同时规划强调了对体育赛事品牌建设的重视和体育无形资产的保护，体育赛事品牌的概念开始深入人心。
2012年2月	中国足球职业联赛管理分离改革方案（试行）	足协	通过深化职业联赛管办分离的改革，充分地尊重了参与职业联赛各主体的地位，发挥了各主体的作用，为职业联赛健康发展的体制机制指明了方向。改革方案使行政决策权力得到了必要和有效的监督与制约，弱化了行政干预，使职业联赛的商务运作机制更加透明。
2012年12月	“十二五”公共体育设施建设规划	发改委	到2015年，公共体育设施建设有较大发展，人均体育场地面积达到1.5平方米以上。在条件适宜的地区，基本实现“县县都有公共体育场”；50%以上的县（市、区）建有“全民健身活动中心”；50%以上的街道、社区建有便捷、实用的体育健身设施
2014年3月	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	国务院	文化创意和设计服务活动与一、二、三产业都密切相关，体育产业被确定为其中的重点。体育产业开始与文化创意和设计服务这些高附加值的产业相融合。体育产业的发展空间进一步扩大，该意见进一步引导了体育竞赛表演事业、体育服务业的发展，同时促进了体育衍生品的设计与开发，进一步促进了相关行业的发展。
2014年9月	部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身	国务院会议	为有关体育产业规划的出台奠定了基础，体育产业开始被定位为拉动内需和经济转型升级的“特殊”产业。强调了我国体育产业化程度低和存在巨大开发空间的问题，鼓励体育核心产业的发展。
2014年10月	关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见	国务院	把体育产业作为推动经济社会持续发展的重要力量，开发体育产业巨大的潜在市场空间，利用体育产业扩大内需，促进消费，围绕体育消费的相关领域将迎来投资机会，并提出到2025年打造出5万亿规模的体育市场。
2014年11月	体育总局关于推进体育赛事审批制度改革若干意见	体育总局	全面推进体育赛事审批制度改革，打破社会力量组织、承办体育赛事的制度壁垒。规范全国性单项体育协会的服务收费，破除利益固化的藩篱。充分调动社会多方面的积极性，建立办赛主体多元化的体育赛事体系。发挥体育赛事的积极作用，宣传推广全民健身，发现和培养高水平竞技人才，繁荣体育竞赛市场，促进体育产业发展。
2015年2月	中国足球改革发展总体方案	中央全面深化改革领导小组	明确提出了短中三大目标。短期：要理顺足球管理体制；中期：职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流，国家队男足跻身亚洲前列，女足重返世界一流强队。长期：成功申办世界杯足球赛，男足打进世界杯、进入奥运会。

资料来源：国务院、发改委、体育总局官方网站，中商情报网、中银国际证券

各路资本加快涌入体育产业，抢占蓝海市场。万达目标是打造全球最大的体育公司，通过并购拥有稀缺赛事资源的海外成熟公司来实现快速布局，如今年以来先后投资西甲马德里竞技俱乐部、瑞士盈方、乐视体育、世界铁人三项公司。阿里则选择和全球知名的俱乐部和明星合作，深挖粉丝经济，先后与恒大、拜仁、皇马、科比等俱乐部和明星达成合作关系，近期更是成立体育集团正式进军体育产业。而乐视体育和腾讯基于原有的媒体基因都是从赛事版权切入，乐视体育抢下中超、意甲版权等各类赛事版权，构建“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”生态圈，腾讯则围绕 NBA 版权进行品牌、社群、游戏的运营。

图表 14. 阿里、万达、乐视、腾讯对体育产业的布局



<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2014年6月，阿里巴巴战略投资广州恒大足球俱乐部，以12亿元人民币获得50%的股权，球队改名为“恒大淘宝队”。 ✓ 2015年5月，马云旗下的云锋基金领投对乐视体育的A+轮融资，获得7.3%的股份。 ✓ 2015年5月，阿里巴巴签约赞助帕克十二联盟（Pac-12），并获得NCAA在华赛事的独家转播权。 ✓ 2015年9月，阿里巴巴联合新浪、云锋基金共同成立阿里体育集团。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2015年1月，万达以4500万欧元的价格收购西甲三大豪门之一的马德里竞技俱乐部20%的股份。 ✓ 2015年2月，万达联合三家机构以10.5亿欧元收购瑞士盈方体育传媒集团100%股份，其中万达集团控股68.2%。 ✓ 2015年5月，万达领投对乐视体育的A轮融资。 ✓ 2015年8月，万达以6.5亿美元并购美国世界铁人三项公司，该公司拥有铁人三项赛事版权，占全球长距离铁人三项运动份额的91%。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2014年12月，乐视体育剥离母公司乐视网开始独立运作，定为“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”。 ✓ 2015年5月，乐视体育完成首轮融资8亿人民币，估值28亿。 ✓ 内容方面，到2015年8月，乐视体育拥有欧洲五大联赛、CBA、欧冠篮球、亚冠、中超、WTA与ATP巡回赛等200项赛事版权。 ✓ 赛事运营方面，2015年2月，乐视体育与国际冠军杯(ICC)签订4年合约。 ✓ 智能硬件方面，2015年8月，乐视体育发布3款超级自行车。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2015年1月，腾讯以5亿美元(约31亿人民币)的价格拿下了NBA未来五个赛季的网络独家直播权，还拥有NBA30支球队所有比赛播放权以及其他网络平台播放NBA授权的“剩余权限”，NBA还授权腾讯开发篮球方面的互动游戏。
--	--	---	---

资料来源：根据网络资料整理、中银国际证券

我们认为，目前国内的体育产业正处于天时地利人和的有利局面，体育服务消费的市场潜力巨大，政府不断从政策上进行扶持，再加上社会资本的涌入，体育产业链特别其中的核心环节如赛事运营、场馆运营、体育营销将全面受益。

体育营销、版权、赛事三位一体，双刃剑欲打造体育服务生态圈

双刃剑是一家体育营销整体解决方案提供商、体育版权贸易服务商及体育赛事与活动运营商，其传统核心业务为体育营销。双刃剑凭借在体育营销上多年积累的业务优势，正在积极构建“体育营销生态圈”，逐步覆盖赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据等。

目前，双刃剑已将其业务拓展至体育版权及赛事运营，主要服务国内 B 端大型商业客户，未来将大力发展直接面向 C 端客户的体育视频、体育旅游、赛事运营等业务，最终形成自有 IP 加平台运营的双轮互动发展模式。

图表 15. 双刃剑体育运营及发展模式的战略规划



资料来源：公司公告、中银国际证券

发展历程：创业十年，从体育营销到大体育产业

2005-2008 年：创业阶段。双刃剑成立于 2005 年，先后成功运作了世界足球先生菲戈加盟柒牌男装形象代言、帮助鸿星尔克成为朝鲜奥委会合作伙伴、策划鸿星尔克赞助中国女子举重队勇夺北京奥运会第一金等知名案例。

2009-2013 年：快速发展阶段。双刃剑先后运作国际篮球联合会中国合作伙伴招募、成为篮球报独家代理商等，公司还与二十多个国际和地区奥委会达成合作关系代理十多个国家和地区奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴。此期间，公司为鸿星尔克量身定制了国际网球体育营销战略，成功将其打造成中国网球运动第一品牌，并将其客户群扩展至通信、服装、汽车、电子设备等行业。

2013 年至今：产业拓展阶段。经过十年积累，双刃剑已经成为国内领先的体育营销公司，公司开始积极寻求产业拓展及业务模式创新，已将业务拓展至体育版权及赛事运营，包括成功为乐视网引入中长期西甲联赛、ATP 版权及巴西世预赛版权，自创时尚跑步赛事 FLASH RUN（荧光夜跑），与欧洲顶级体育经纪公司 MBS 独家战略合作。

图表 16. 双刃剑发展历程

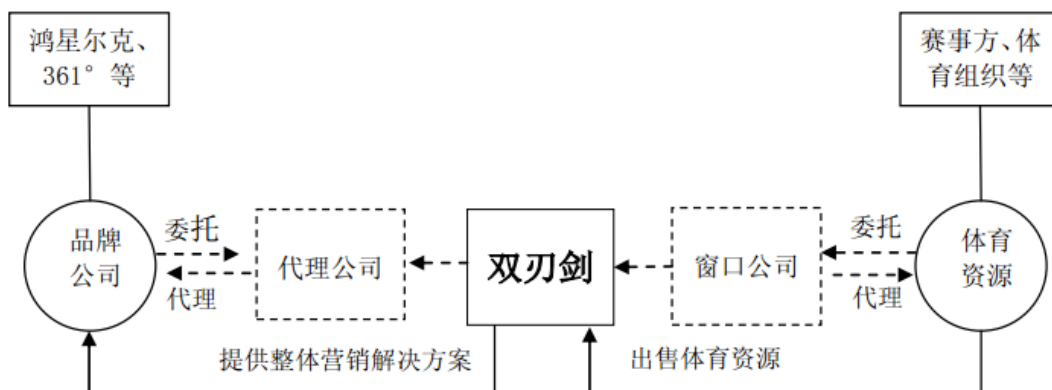
2005-2008年	2009-2013年	2013年至今
创业阶段	快速发展阶段	产业拓展阶段
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 运作了世界足球先生菲戈加盟柒牌男装形象代言； ✓ 协助“鸿星尔克”与朝鲜奥委会签署全球合作协议； ✓ 策划鸿星尔克赞助中国女子举重队勇夺北京奥运第一金； ✓ 首创NBA联赛单场广告投放模式，成功策划“鸿星尔克”进军NBA赛场 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 首创欧洲足球联赛单场投放模式，成功策划“鸿星尔克”进军西甲、英超赛场； ✓ 为鸿星尔克量身定制国际网球体育营销战略； ✓ 成为代理国家奥委会最多的中国体育营销机构，在2012年伦敦举行了“亮剑伦敦发布会”，为近二十个国家奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 运作361°成为2016里约奥运会官方合作伙伴； ✓ 成功为乐视网引入中长期西甲联赛、ATP版权及巴西世预赛版权； ✓ 自创时尚跑步赛事FLASH RUN（荧光夜跑）

资料来源：公司公告、中银国际证券

主业一：体育营销

体育营销是指以体育资源（包括体育赛事、体育协会、俱乐部、体育明星等）为载体而进行的产品推广和品牌传播。体育营销的核心是将体育活动中体现的体育文化融入到企业的品牌与产品中去，实现体育文化、品牌文化与产品内涵三者的融合，从而引起消费者与企业的共鸣。

双刃剑根据品牌客户的企业文化、品牌及产品特色，依托优质的体育资源，为其量身定制的品牌推广整体方案。双刃剑将品牌公司需求与资源方对接，向品牌客户销售体育赛事赞助及广告权益，并负责执行、监督确保品牌客户的赞助、广告权益得以实现。按照市场传播行业的惯例，部分品牌客户会委托专门的广告代理帮助其从事企业营销活动；同时，部分体育资源方也会成立或委托专门的机构进行资源权益的招商工作。

图表 17. 双刃剑体育营销业务模式


资料来源：公司公告、中银国际证券

双刃剑营销业务内容具体包括体育营销咨询、体育赞助及体育媒介广告投放。其中体育赞助是双刃剑营销业务围绕的核心，体育营销咨询是体育营销业务的基础及专业能力体现，体育媒介广告投放是体育营销多元化的有效补充。体育营销咨询、体育赞助及体育媒介广告投放三者并非完全割裂，双刃剑同一业务合同可能包含上述三项内容。

图表 18. 双刃剑体育营销业务具体分类

业务类型	业务内容	产品及服务具体内容
体育营销咨询	分析客户需求, 挖掘客户企业文化、品牌及产品特色, 在寻求客户品牌、产品与体育文化的高度契合的基础上为品牌公司提供体育营销咨询服务。	服务内容包括提供体育营销方案咨询、体育营销方案设计、体育营销效果评估等服务。
体育赞助	根据品牌公司的市场推广需求, 通过整合国内外体育赛事、体育团体及体育明星等赞助资源, 为客户制定有效的体育赞助营销方案, 确保品牌客户的赞助权益得以实现。	包括但不限于为客户提供体育营销整体解决方案、向客户销售赞助权益(包括赛事冠名、使用赞助资源方 LOGO、品牌展示机会、广告席位、免费门票等)、为客户提供合同签订、实施监督、媒体支持及效果评估等服务。
体育媒介广告投放	基于客户市场推广需求, 通过整合国内外体育媒介资源, 为客户提供体育媒介广告投放服务, 确保品牌公司广告投放效果的实现。	提供广告投放方案策划、向客户销售广告席位、广告投放实施监督、广告投放效果评估等服务。

资料来源: 公司公告、中银国际证券

在体育资源积累方面, 双刃剑注重国际顶级赛事资源及知名体育明星的开发。建立合作关系的知名体育营销资源包括奥运会、世界杯、国际顶级体育赛事(包括 NBA、欧洲五大足球联赛、四大网球公开赛等)及知名体育明星等。

图表 19. 双刃剑建立友好合作关系的知名体育营销资源

分类	具体合作方
国际体育赛事	澳大利亚网球公开赛、ATP 年终总决赛、WTA 年终总决赛、中国网球公开赛、NBA、英超、西甲、意大利超级杯、西班牙超级杯
奥委会	里约奥组委、南非奥委会、希腊奥委会、香港奥委会、中华台北奥委会、伊朗奥委会、朝鲜奥委会、乌兹别克斯坦奥委会、哈萨克斯坦奥委会、土库曼斯坦奥委会、克罗地亚奥委会、拉脱维亚奥委会
体育明星	麦克格雷迪、库兹涅佐娃、罗布雷多
其他	亚足联、篮球报

资料来源: 公司公告、中银国际证券

发挥本土化优势, 目标客户大多为国内知名品牌公司。相对于国际知名体育营销机构, 双刃剑更为了解国内客户的市场需求、资源偏好及行为趋势, 具有明显的本土化优势, 是多家知名运动品牌的合作商。在客户积累方面, 双刃剑强调为客户主动创造的思维, 注重发展多元化的客户基础。

图表 20. 双刃剑的知名品牌客户


资料来源: 公司公告、中银国际证券

双刃剑拥有丰富的体育营销经验。体育营销活动中，知名品牌客户在选择体育营销服务公司方面经验丰富，对体育营销服务公司要求较高，具有市场知名的经典案例是得到客户认可的关键要素之一。

图表 21. 双刃剑体育营销经典案例

业务类型	经典案例	服务内容	服务特色
体育营销咨询	鸿星尔克国际网球战略	为鸿星尔克制定国际网球战略。运作其赞助澳大利亚网球公开赛、ATP 年终总决赛、WTA 年终总决赛、中国网球公开赛、上海网球大师赛、武汉网球公开赛、深圳网球公开赛等国内外著名网球赛事，同时签约网球明星代言及举办网球相关营销活动。	深入挖掘鸿星尔克“TOBENO1”的企业发展理念，帮助客户选择国内尚处于兴起阶段的时尚网球运动作为突破口，进行一系列体育营销运作，成功将其打造成为中国网球运动第一品牌。
体育赞助	361° 成为 2016 年里约奥运会官方合作伙伴 双刃剑“亮剑伦敦”发布会 2008 北京奥运，鸿星尔克为“鸿星尔克”独家定制奥运营销方案，赞助中国女子举重运动员陈燮霞夺取第一金。	361° 成为 2016 年里约奥运会官方合作伙伴，为里约奥运会的志愿者、工作人员提供赞助。 双刃剑举行“亮剑伦敦发布会”，为近二十个国家奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴 双刃剑为“鸿星尔克”独家定制奥运营销方案，赞助中国女子举重运动员陈燮霞夺取第一金。	中国体育服装品牌最大的体育营销事件，中国服装品牌历史第一次成为奥运会官方合作伙伴。 促成共七个国家奥委会与中国品牌达成合作关系，一举奠定了双刃剑在奥运资源方面的市场领先地位。 精准策划鸿星尔克赞助运动员勇夺北京奥运第一金，与鸿星尔克“TO BENO1”完美契合。
体育媒介广告投放	鸿星尔克 NBA、英超、西甲 LED 广告投放	为鸿星尔克制定广告投放策略，参与广告投放的执行监督及后续评估服务	与资源方进行谈判磋商，首创 NBA 联赛、欧洲顶级足球联赛单场广告投放模式。

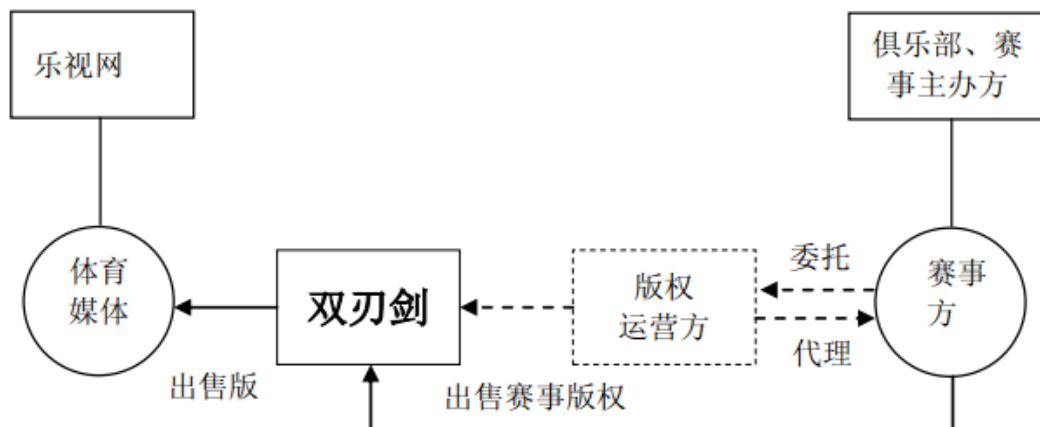
资料来源：公司公告、中银国际证券

主业二：体育版权贸易

双刃剑版权贸易业务是指双刃剑与版权资源方（赛事主办方或其版权运营方）进行接触商谈，与版权资源方初步达成体育版权购买意向。在与国内体育媒体确定购买意向后，双刃剑向资源方进行版权采购，获取体育赛事的独占或非独占播放权，并将其出售给国内领先的体育媒体，并为客户提供信号维护、版权维护等后续工作。

双刃剑的主要角色是为国内体育媒体及版权资源方（特别是国际版权资源方）提供一个对接、合作的平台并做好相关的服务，双刃剑本身并不涉及具体版权相对应的赛事的运营，也不向任何第三人提供具体赛事的网络传播服务等。

图表 22. 双刃剑体育版权贸易业务模式



资料来源：公司公告、中银国际证券

双刃剑与众多国际顶级赛事资源方、欧洲顶级足球俱乐部、国内外知名体育团体等建立了合作关系，借助在资源端的优势，双刃剑获取的新媒体版权以三年以上的中长期权利为主，能够保证体育版权业务的稳定性。

图表 23. 双刃剑版权贸易相关案例

案例	服务期限	服务内容
乐视西甲版权	2013-2015 赛季	西甲比赛新媒体网络转播权，以及该轮比赛的集锦节目；乐视获得“2012-2015 年西甲联赛互联网电视独家合作伙伴”称号
乐视 ATP 版权	2013-2015 赛季	ATP250, ATP500, ATP1000 中国大陆地区（不含港澳台地区）信息网络转播权，以及 ATP 网球杂志使用权
巴西世预赛版权	2012 年 12 月 1 日至 2014 年 5 月 30 日	中国大陆境内（不包括港澳台地区）2014 年巴西世界杯预选赛欧洲区和南美区 2013 年度预选赛（包括附加赛），以及 2014 年巴西世界杯前欧洲和南美国家队热身赛，共计 50 场的新媒体版权

资料来源：公司公告、中银国际证券

主业三：体育赛事及活动运营

双刃剑赛事运营是指以体育活动形式，创办并运营新颖的全民健身体育赛事。截至目前，双刃剑创办并运营的赛事为 2015 FLASH RUN 10 公里荧光跑——南京站，该赛事是由双刃剑倾力打造，拥有自主知识产权的大型系列户外跑步活动，其采取与地方体育局合作举办的模式进行，主办方为江苏省体育局社体中心，承办方为双刃剑（上海）体育文化传播有限公司。

图表 24. FLASH RUN “荧光跑” 基本信息

项目	具体内容
赛事名称	2015 FLASH RUN 10 公里荧光跑—南京站
活动日期	2015 年 5 月 9 日
活动地址	南京青年文化公园
官方网站	www.flashrun.com.cn
赛事组委会	主办方：江苏省体育局社体中心 承办方：双刃剑（上海）体育文化传播有限公司 协办方：南京滨江公园管理有限公司、南京三夫户外用品有限公司
活动目的	FLASH RUN 通过荧光跑，倡导所有夜跑者养成习惯，一定要在外出夜跑时佩戴明显的闪光或反光物品。在努力跑出健康的同时，务必注意夜跑安全。
参赛人数	850 人
招募渠道	官方网站、合作伙伴渠道、跑步平台
宣传方式	官方网站、合作媒体、赞助商宣传、跑步平台信息发布、微博、微信
媒体曝光	新浪网、网易、搜狐等
合作伙伴	
媒体支持	
赛事图片	

资料来源：公司公告、中银国际证券

经营策略：掌握上游顶级体育资源，拓展下游多元化品牌客户

双刃剑实现长远发展的核心一是要拥有上游顶级体育资源，二是要拥有为数众多的多元化客户，三是要不断提高自身服务水平、提高经营效率。

资源端：以奥运资源为核心，双刃剑与众多国家和地区的体育组织机构、职业联盟、大型赛事主办方形成了长期合作关系。双刃剑的采购主要采取“以销定产”的模式进行，即在与客户确定销售意向或合同后，向上游资源方购买所需的赞助权益、广告席位及体育版权。对于大型赛事，双刃剑则组建专门的项目团队参与资源方的公开招标，确保获得优质的体育资源。

图表 25. 双刃剑与上游体育营销资源合作情况

分类	体育资源	合作内容	合作期限	
			起始	终止
网球	澳大利亚网球公开赛	2011-2017 澳大利亚网球公开赛赞助	2011/4/1	2017/6/30
	ATP 系列赛	2008-2013 年 ATP 大师系列赛上海站官方合作伙伴	2008/11/6	2013/12/31
		2014-2015 ATP 年终总决赛赞助	2014	2015/12/31
	WTA 年终总决赛	2012-2013 WTA 年终总决赛赞助	2012/5/9	2013 年赛事结束日
	阿布扎比网球赛	2011-2015 阿布扎比网球赛赞助	2011/12/1	2016 年赛事结束日
	中国网球公开赛	2013-2014 赛季中国网球公开赛赞助	2013 年赛事	2014 年赛事
	上海劳力士大师赛	2013-2016 上海劳力士大师赛荣誉赞助商	2013/4/8	2016/12/31
	武汉网球公开赛	2014 武汉网球公开赛白银赞助商	2014	2014
篮球	NBA	NBA 赛场广告投放	2012/2013 赛季	2014/2015 赛季
		NBA 赛场广告投放	2014/2015 赛季	2014/2015 赛季
足球	英超	英超赛场广告投放	2013	2015
	西甲	西甲赛场广告投放	2012	2014
奥委会	里约奥组委	里约奥运会赞助	2014	2016/12/31
	南非奥委会	2011-2016 南非奥委会赞助	2011/9/1	2016/12/31
	希腊奥委会	2014-2016 希腊奥委会赞助	2013	2016/12/31
	土库曼斯坦奥委会	2013-2014 土库曼斯坦赞助	2013	2014/12/31
	伊朗奥委会	2014 年伊朗奥委会赞助	2014	2014
体育明星	麦迪	麦迪做客乐视演播厅	2013/3/28	2013/3/28
	库兹涅佐娃	WTA 网球选手库兹涅佐娃代言	2010/9/1	2015
	罗布雷多	TP 球员罗布雷多运动装备代言合作	2010/9/1	2013/8/31
平面媒体	篮球报	《篮球报》广告业务代理	2012/6/1	2013/12/31

资料来源：公司公告、中银国际证券

客户端：双刃剑的体育营销业务通常采取直销模式，积极实施客户多元化策略。双刃剑通过整合国际体育赛事资源，为客户制定专业的体育赞助营销整体解决方案，委派专门人员跟踪重点大客户，寻求长期合作机会，通过收取相应的体育赞助服务费、广告服务费或营销咨询费实现盈利。双刃剑凭借其全面专业的服务质量及发展多元化客户的经营策略，已成功将客户范围扩大至通信、汽车、服装、电子设备等行业。

图表 26. 双刃剑与下游目标客户合作情况

分类	客户名称	合作内容	合作期限		
			起始	终止	
体育用品	鸿星尔克	2008-2013 年 ATP 大师赛系列赛上海站官方合作伙伴	2008/11/6	2013/12/31	
		2011-2017 澳大利亚网球公开赛赞助	2011/8/1	2017/7/31	
		2011-2015 阿布扎比网球锦标赛	2011	2013	
		2012-2013WTA 年终总决赛赞助	2012	2013	
		2014 年至 2016 年上海劳力士大师赛荣誉赞助商	2013/4/8	2016/12/31	
		2014-2015ATP 年终总决赛赞助	2014/3/1	2015/12/31	
		2013-2014 赛季中国网球公开赛赛赞助	2013/3/27	2014/12/31	
		2014 武汉网球公开赛白银赞助商	2014/9/19	2014/9/27	
		2011-2017 年南非奥委会赞助	2011/4/1	2017/7/31	
		2013-2014 年土库曼斯坦奥委会赞助	2013/4/1	2014/12/31	
		2014 年伊朗奥委会赞助	2013/11/27	2014/12/31	
		2012/2013 赛季 NBA 赛场广告投放	2013/2/3	2013/2/13	
		2014 篮球报广告投放	2014/1/1	2014/12/31	
		ATP 球员罗布雷多运动装备代言	2010/9/1	2013/8/1	
		2014-2016 希腊奥委会赞助	2014/1/24	2016/12/31	
		361°	361° 泳帽咨询服务	2013/9/1	2014/12/31
2016 里约奥运会赞助	2014		2016/12/31		
WTA 网球选手库兹涅佐娃代言	2013/1/1		2015/12/31		
2012/2013 赛季至 2014/2015 赛季 NBA 赛场广告投放	2012/2013 赛季		2014/2015 赛季		
新媒体	阿迪达斯	《篮球报》广告投放	2013/1/1	2013/12/1	
	网易彩票	2014/2015 赛季 NBA 赛场广告投放	2014/2015 赛季	2014/2015 赛季	
	乐视网	麦迪做客乐视演播厅	2013/3/28	2013/3/28	
电子设备	步步高 VIVO	2014/2015 赛季 NBA 赛场广告投放	2014	2015	
		体育营销咨询服务	2015/1/1	2015/12/31	
		2014/2015 赛季 NBA 和英超赛场广告投放	2014	2015	
食品饮料	海康威视	萤石媒体传播服务	2015/4/14	2015/5/15	
		冰川时代	2013/2014 赛季 NBA 赛场广告投放	2013/12/1	2014/3/1
		上海市旅游局	英超赛场广告投放	2013	2013
其他	国家体育总局	游泳运动管理中心	2014/1/1	2016/12/31	
		游泳运动管理中心			
	晶科能源	2014/2015 赛季 NBA 赛场广告投放	2014	2015	

资料来源：公司公告、中银国际证券

业务展望：下游体育用品业复苏，联合欧洲顶级体育经纪公司

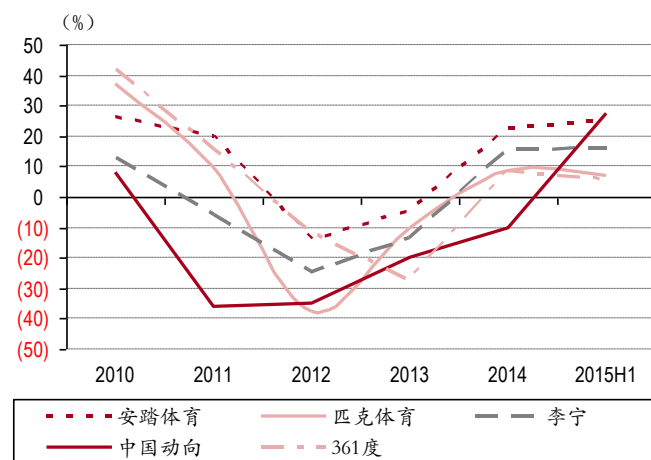
双刃剑的客户集中度较高，主要为体育运动服饰品牌商。2013-2015 年，双刃剑前五名客户的销售收入占比均超过 90%，主要是因为我国体育营销行业尚处于初创期，优质体育资源集中、产业集中度较低导致双刃剑对大客户较为依赖。

图表 27. 2013-2015 年双刃剑前五大客户情况

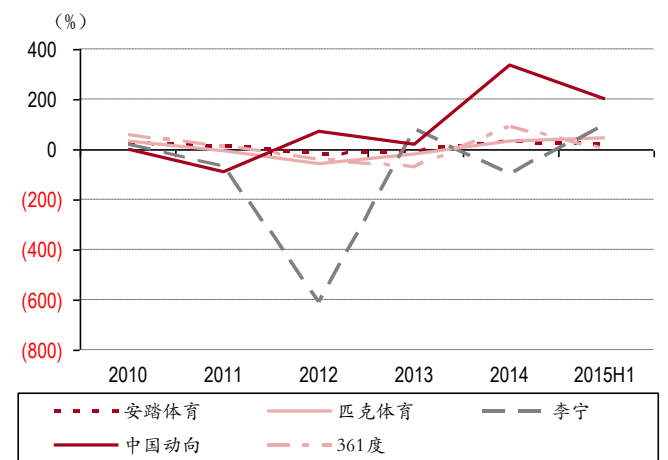
2015 年 1-5 月			
序号	客户	金额 (元)	占比(%)
1	三六一度 (福建) 体育用品有限公司	10,867,576	49.00
2	福建鸿星尔克体育用品有限公司	3,652,137	16.47
3	乐视网 (北京) 信息技术股份有限公司	3,040,880	13.71
4	睿度 (北京) 文化传媒有限公司	2,978,482	13.43
5	乔丹体育股份有限公司厦门销售分公司	524,727	2.37
	合计	21,063,805	94.97
2014 年			
序号	客户	金额 (元)	占比(%)
1	福建鸿星尔克体育用品有限公司	15,596,990	43.48
2	乐视网 (北京) 信息技术股份有限公司	7,306,971	20.37
3	三六一度 (福建) 体育用品有限公司	7,646,883	21.32
4	乔丹体育股份有限公司厦门销售分公司	1,538,836	4.29
5	北京视通神州国际广告有限公司	1,209,581	3.37
	合计	33,611,617	93.70
2013 年			
序号	客户	金额 (元)	占比(%)
1	福建鸿星尔克体育用品有限公司	15,820,719	53.26
2	乐视网 (北京) 信息技术股份有限公司	8,978,613	30.22
3	东风日产汽车销售有限公司	1,858,370	6.26
4	乔丹体育股份有限公司厦门销售分公司	1,685,734	5.67
5	广东博雅公共关系有限公司上海分公司	394,339	1.33
	合计	28,737,777	96.74

资料来源: 公司公告、中银国际证券

下游运动鞋服业回暖, 双刃剑的体育营销业务将保持稳定。2011 年以来, 行业陷入去库存周期, 消费者需求下降, 大量企业被淘汰, 龙头公司的业绩也受到行业不景气的影响, 2014 年运动鞋服市场出现了回暖迹象, 安踏、李宁、匹克等公司的营收和净利润均较 2013 年均有所改善。运动鞋服作为双刃剑的下游行业, 虽然前期的低迷并未对其体育营销业务造成负面影响, 但行业整体的回暖仍对体育营销行业形成利好, 且龙头企业之间的竞争加剧将激发对体育营销需求。

图表 28. 2010-2015 年体育用品公司营业收入同比增速


资料来源: 万得、中银国际证券

图表 29. 2010-2015 年体育用品公司净利润同比增速


资料来源: 万得、中银国际证券

双刃剑牵手欧洲顶级体育经纪公司，进军体育经纪、商业开发、俱乐部收购等领域。今年7月，双刃剑与欧洲顶级体育经纪 MBS 达成独家战略合作协议，MBS 目前旗下拥有瓜迪奥拉、伊涅斯塔、苏亚雷斯等享誉世界足坛的巨星，并与拜仁慕尼黑、巴塞罗那、皇家马德里、曼城等多家欧洲豪门俱乐部保持着合作关系。在今后的合作中，双刃剑和 MBS 将主要着眼于全球顶级职业足球领域，包括国内外球员（教练）经纪、国内外球员（教练）肖像权商业开发、中国品牌与欧洲顶级俱乐部的深度合作、欧洲顶级俱乐部收购运营等多个方面。

财务状况：业务规模、盈利能力、资本实力稳步提升

双刃剑的核心业务为提供体育营销整体解决方案，体育营销是公司收入和利润的主要来源。近年来，随着品牌客户对体育营销的需求和投入的增加，双刃剑在体育资源上的优势逐渐显现，公司体育营销业务快速发展，2014 年实现营收 2,847 万元，同比增长 52%，收入占比逐年提高。同时，公司成功将其业务拓展至体育版权贸易，近三年的体育版权业务收入较为稳定。公司的体育赛事运营方面尚处于初创期，收入规模较小。

体育营销业务盈利大幅提升，体育版权盈利较为稳定。近三年，双刃剑体育营销业务的毛利率提升明显，主要是因为公司获取体育资源所具备的商业价值越来越大，双刃剑与各类国际奥运资源方的合作关系更为紧密，其盈利能力不断增强。体育版权业务收入来源于巴西世界杯预选赛版权、ATP 系列赛版权和西甲版权，2013 年巴西世界杯预选赛的版权合同毛利率较高，ATP 系列赛版权相对较低，属于提升公司品牌效应的战略性投入，西甲版权毛利较为稳定，受欧元贬值影响毛利率逐年提升，因此整体版权收入的毛利率波动较大。由于“荧光跑”系列赛事目前尚处于培育阶段，经济效益初步体现但仍需进一步开发，因此毛利率较低，2015 年荧光跑南京站毛利率为 4.27%。

图表 30. 双刃剑分业务收入和毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2015 年 1-5 月			2014 年			2013 年		
	营业收入	占比(%)	毛利率(%)	营业收入(%)	占比(%)	毛利率(%)	营业收入	占比(%)	毛利率(%)
体育营销	1,855	83.66	63.05	2,847	79.38	39.88	1,877	63.17	26.22
体育版权	304	13.71	10.68	719	20.05	3.04	898	30.22	19.41
体育赛事	58	2.63	(0.62)	21	0.58	16.87	196	6.60	18.24
合计	2,218	100.00	54.20	3,587	100.00	32.36	2,971	100.00	23.63

资料来源：公司公告、中银国际证券

资产和收入规模大幅增加，充足的现金储备将对公司产业链拓展形成有力支持。近年来，双刃剑的营收和资产规模均有大幅提升，2015 年 1-5 年的净利润达到 808 万元，超过了 2014 年全年的净利润水平，总资产也有大幅增加，主要系 2015 年 5 月天风睿源对苏州双刃剑增资 4,000 万元。公司目前现金储备充足，拥有银行存款 8,000 多万元，未来将加速拓展体育服务生态圈，有望形成多维度的利润增长点。

图表 31. 双剑主要财务数据和财务指标 (单位: 万元)

项目	2015.5.31/2015 年 1-5 月	2014.12.31/2014 年度	2013.12.31/2013 年度
资产合计	9,742	3,994	1,975
负债合计	3,629	3,063	1,640
所有者权益合计	6,112	931	335
营业收入	2,218	3,587	2,971
营业利润	985	731	351
利润总额	987	750	354
净利润	808	594	275
归属于母公司所有者的净利润	808	594	275
资产负债率(%)	37.25	76.69	83.02
营业利润率(%)	44.39	20.36	11.80
销售净利率(%)	36.44	16.55	9.24

资料来源: 公司公告、中银国际证券

他山之石: 全球体育营销巨头 IMG

IMG (国际管理集团) 成立于 1960 年, 总部位于美国俄亥俄州克里夫市, 是全球最大的独立体育节目制作方之一, 在全球 30 多个国家拥有 60 多个办事处, 员工总数超过 3,000 名。IMG 旗下荟萃了众多超级模特和体坛大腕, 《福布斯》2013 年全球收入最高的十大模特中有七位来自 IMG, 同时它还经办大型时尚和体育活动, 如纽约时装周, 温布尔顿网球公开赛等。

图表 32. IMG 业务分类


资料来源: IMG 网站、中银国际证券

IMG 业务涵盖体育、娱乐和媒体三个板块:

体育方面: IMG 涵盖了体育产业的方方面面, 从顶级体育赛事, 到丰厚的赛事赞助, 到明星客户代理, 以及世界级体育训练学院, IMG 无所不包。IMG 不但拥有、制作和管理许多世界最富盛名的体育赛事, 而且还提供接待服务和赞助商机, 帮助企业客户树立全球品牌形象。

IMG 是第一家进入中国市场的外国体育营销公司, 在中国的第一个项目为 1979 年拳王阿里访华。在此后的二十多年里, IMG 在中国举办了包括网球、羽毛球、体操、排球、高尔夫球等各种不同运动的赛事, 引领可口可乐、万宝路等品牌进入中国市场, 并成功运营中国甲 A 足球联赛、足协杯等大型职业赛事。2008 年, IMG 与 CCTV 成立央视-IMG 合资公司。IMG 经纪业务旗下明星包括李娜、老虎伍兹、费德勒、纳达尔等人。

娱乐方面：IMG 通过电视广播节目、平面媒体杂志、以及各类娱乐表演为全球观众献上了精心编排、内容丰盛的娱乐大餐。作为全球时尚业界领袖，IMG 管理着众多世界超级模特，并制作诸多顶级时装盛事。IMG 将商务和时装的趣味完美结合，在全球进行时装发布，并现场直播各大顶级时装秀。从时装周，到各大生活风尚盛典，到各种喜剧节目，以至于镁光灯下的明星，都可以看到 IMG 的身影。

媒体方面：IMG 集制作、发行、销售和代理于一身，为全球范围内的各类媒体内容及其权益创造价值。IMG 及其下属公司共同构成了世界上最大的独立体育制作商，每年向全球 220 个国家制作和发行 11,000 多个小时的节目，内容涉及体育、纪录片、电视剧、娱乐节目、儿童节目，IMG 还参与颁奖晚会的电视直播。作为全球 10 多个组织和 100 多个主要体育赛事的代表，IMG 还负责进行相关电视权益的谈判。

收购老牌影视剧制作公司，迈向文化产业整合平台第一步

2015年2月，道博股份成功收购强视传媒，强视传媒是一家集影视节目制作、引进、发行、广告、演员经纪、动画制作及新媒体为一体的影视传媒机构，其主营业务为投资、制作和发行电视剧、电视剧衍生业务、艺人经纪业务等。

强视传媒为全国首批取得广电总局资质的民营影视制作机构之一，自公司及其前身成立以来，强视传媒及核心经营层累计投资拍摄1,000多集电视剧作品，并成功创作多部优秀作品，如《小李飞刀》、《飞刀问情》、《金粉世家》、《龙票》、《楚留香传奇》等。

深耕影视剧制作，具有“品牌积累+资源整合”优势

多年来成功运作影视剧的经验为公司树立了良好的品牌形象和较高市场影响力。强视传媒早在1999年就成功将古龙的经典小说《小李飞刀》搬上荧屏，获当年收视率最高的电视剧之一。2002年，强视传媒投资拍摄40集电视剧《金粉世家》，创下2003年收视率的新高。2007年之后，强视传媒围绕红色经典剧及神话故事等，联合投资制作及发行了《敌营十八年》、《喋血边城》、《聊斋之狐仙》等多部优秀的影视作品。

受“一剧两星、一剧两集”政策影响，电视剧制作行业竞争日益激烈，公司转向制作精品剧。公司的老剧以普通剧为主，自2011年增资扩股后，在资金、人才及渠道的支持下，电视剧投资及发行数量均出现快速增长。2013年公司放缓了普通剧投资及发行数量，集中资金做精品剧，因此2013年实际取得发行许可证的电视剧数量较2012年有所降低。

图表 33. 2012-2014 年强视传媒的电视剧发行数量

项目	2014年	2013年	2012年
取得发行许可证的电视剧数量(部)	4	3	6
取得发行许可证的电视剧数量(集)	166	88	224
其中：联合摄制-主投			
取得发行许可证的电视剧数量(部)	2	3	3
取得发行许可证的电视剧数量(集)	76	88	123
联合摄制-参投			
取得发行许可证的电视剧数量(部)	1	0	3
取得发行许可证的电视剧数量(集)	34	0	101

资料来源：公司公告、中银国际证券

精品剧步入收获期，新剧储备较充足，经典剧翻拍有望带来业绩空间。2014年投资制作并发行的新剧《花红花火》及《最后一战》均为精品剧。其中，《花红花火》在2014年12月在三家卫视频道黄金时间段播放，并在若干地面台进行播放，其中：一家卫视台已经签署1,755万元销售协议(含税价)，另外两家卫视台及若干地面台正在履行协议签署程序，预计签署及意向协议总金额9,000万元(含税价)。《最后一战》已签署了1.05亿元(含税价)的销售合同。《新龙门客栈》、《大清相国》、《新金粉世家》是公司原计划在2015年开机的剧目，均为精品剧，其中《新龙门客栈》、《新金粉世家》为重拍经典影视剧作品。

图表 34. 2012-2014 年强视传媒投资制作并取得发行许可证的电视剧

序号	作品名称	主创人员	集数	投资方式
1	最后一战	导演：林峰、王飞；主演：高云翔，秋瓷炫，章贺，彭婧，崔林，王鹏凯，黄颀骥，茅子俊，唐伯虎	46	主投
2	花红火花	导演：张汉杰、张中民；主演：张嘉译，聂远，刘涛，姬他，张粟，王鸥，林栋甫，胡桑	45	主投
3	绝命追踪	导演：谭俏、柯政铭；主演：张博，蒋梦婕，金珈	36	主投
4	爱了别再说痛	导演：高伟宁；主演：恬妞，李立群，程皓枫	31	主投
5	十二金钱镖	导演：游达志、李宏宇；主演：陈键锋、元彪、陶昕然、夏花、郑爽、王宁	34	参投
6	天网·行踪	导演：杜志国；主演：杜志国、杜淳、郑卫莉、付曼、鲍鲲、午马、戴娇倩	23	主投
7	向幸福奔跑	导演：叶昭仪；主演：秋瓷炫、于晓光、李威、何晴、吴迪、牛莉、宋轶	30	主投
8	嫁给爱情	导演：王小康；主演：贾青、全泰秀、李晨、韩雨芹、潘虹	35	主投
9	雅典娜女神	导演：谭俏、成志超；主演：叶璇，莫小棋，刘恩佑，巫迪文，李蓓蕾，左腾云	36	参投
10	情仇姐妹	导演：孙波，赵箭；主演：陶飞霏，靳东，王鹏凯，章贺，林伊婷	40	主投
11	第九个寡妇	导演：黄建勋；主演：叶璇；刘佩琦；李东学；方惠；迟蓬；	34	参投
12	聊斋之狐仙	导演：叶昭仪；主演：秋瓷炫；迟帅；徐锦江饰；樊少皇；郑凯；胡桑	45	主投
13	一门三司令	导演：孙波；主演：于晓光、杨烁、章贺、吴晓敏、彭婧	38	主投
14	香水佳人	导演：孙铁军；主演：傅淼、曹磊、修庆、梁林琳、佟凡	31	参投

资料来源：公司公告、中银国际证券

图表 35. 截至 2014 年底强视传媒其他已备案影视剧的实施进展情况

序号	电视剧名称	投资方式	进展情况
1	新龙门客栈	主投	筹备中
2	最后一战	主投	已取得发行许可证
3	大清相国	主投	已备案公示
4	新金粉世家	主投	已备案公示
5	上个世纪的爱情	主投	已备案公示
6	别有动机（电影）	主投	已备案公示

资料来源：公司公告、中银国际证券

优秀的管理团队，从业经验丰富

强视传媒董事长兼总经理游建鸣先生，曾任湘西电视台、湖南电视台文艺部编导，中山电视艺术中心制片人、发行人，具有二十多年的电视剧行业从业经历，制作及发行多部优秀的电视剧作品，例如《小李飞刀》、《金粉世家》、《大旗英雄传》、《龙票》等，并通过上述优秀电视剧作品捧红多名艺人，例如陈坤、黄晓明、焦恩俊、杜淳、沙宝亮、刘亦菲、董洁等。

强视传媒其他核心人物还包括：

王学伟：负责公司电视剧制作，曾历任湖北电视剧制作中心制片人，副导演；

徐强：负责公司电视剧发行，曾历任浙江有线电视台编辑、制片人，浙江电视台影视娱乐频道主任；

李可科：负责公司影视剧宣传，曾历任北京紫禁城影业有限责任公司副经理、北京宸铭传媒有限公司总经理。

收入规模持续提升，精品剧推动盈利增长

营收主要来自电视剧制作及衍生，15年2月并表后收入和利润规模均有明显提升。2014年上半年，由于收入主要来自老剧贡献，所以毛利率较前期大幅提升，随着新剧收入的增加，2015年上半年毛利率回归到前期水平。强视传媒于2015年2月完成并表，2015年上半年强视传媒实现营业收入7,410万元，净利润2,615万元，较2014年同期均有大幅提升。

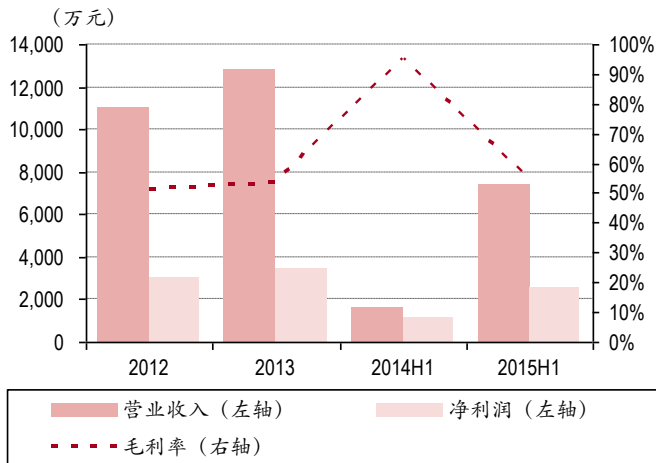
未来主攻精品剧+知名剧《新金粉世家》翻拍，有望驱动利润增长。公司未来将主要投资拍摄精品剧，预计每年投资 5-6 部，由于精品剧的单剧收入显著高于普通剧，因此公司未来的收入规模有望持续增加。此外，公司计划 2015 年投资制作并在 2016 年预计发行的《新金粉世家》共计 80 集，该剧为 2002 年《金粉世家》的翻拍版，在观众中享有一定知名度，发行后将大幅提升公司的收入规模和盈利水平。原大股东承诺强视传媒 2014-2017 年合并报表归属于母公司所有者的净利润分别不低于 5,599.92 万元、7,582.97 万元、9,641.07 万元、12,165.36 万元。

图表 36. 强视传媒分业务营收和毛利率情况 (单位: 万元)

产品名称	2014 年 1-6 月			2013 年			2012 年		
	营业收入	占比(%)	毛利率(%)	营业收入	占比(%)	毛利率(%)	营业收入	占比(%)	毛利率(%)
电视剧业务及衍生	1,519	91.44	97.83	12,070	93.83	52.48	8,810	79.85	56.84
艺人经纪业务	142	8.56	65.65	793	6.17	75.49	1,097	9.95	86.35
电影业务	0	0.00	0	0	0.00	-	1,125	10.20	(25.03)
合计	1,661	100	95.08	12,863	100	53.90	11,033	100	51.42

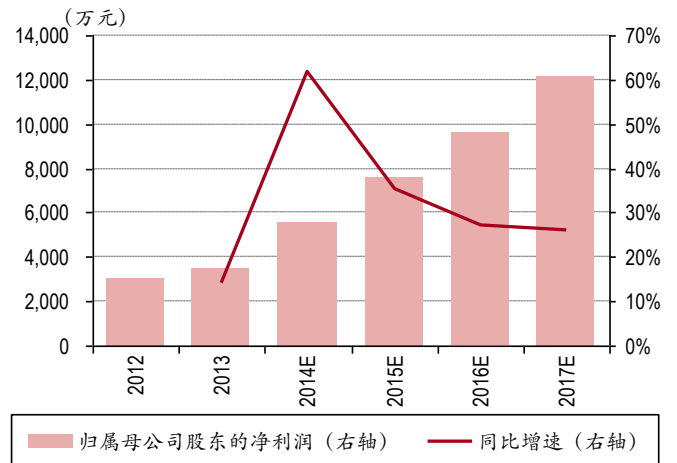
资料来源: 公司公告、中银国际证券

图表 37. 2012-2015 年强视传媒的盈利状况



资料来源: 公司公告、中银国际证券

图表 38. 2012-2017 年强视传媒的盈利预测



资料来源: 公司公告、中银国际证券

盈利预测及投资建议

道博股份已经完成原有主业的剥离，目前只剩下今年年初收购的强视传媒，根据强视传媒和双刃剑的业绩预测，2015-2017 年备考净利润为 1.28、1.65、2.09 亿元，增发后股本为 2.44 亿股，对应当前市值 92 亿元，对应 2015-2017 年市盈率为 72、56、44 倍。我们看好公司借助外延式扩张打造“体育+影视”大文化产业平台带来的市值成长空间，目标价 49.00 元，首次评级**买入**。

图表 39. 根据业绩承诺计算的归属于上市公司股东的净利润

(万元)	2015E	2016E	2017E	2018E
强视传媒	7,583	9,641	12,165	
双刃剑	5,200	6,900	8,700	10,400
合计	12,783	16,541	20,865	

注：双刃剑为扣非后的归属于上市公司股东的净利润。

资料来源：公司公告、中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	88	71	476	807	917
销售成本	(71)	(58)	(274)	(523)	(587)
经营费用	(12)	(7)	(9)	(40)	(24)
息税折旧前利润	5	6	192	244	306
折旧及摊销	(3)	(3)	(17)	(20)	(23)
经营利润(息税前利润)	2	3	175	225	283
净利息收入/(费用)	21	(1)	0	0	0
其他收益/(损失)	1	2	(5)	(4)	(5)
税前利润	13	4	170	221	278
所得税	(1)	(2)	(43)	(55)	(70)
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
净利润	12	1	128	165	209
核心净利润	12	1	128	165	209
每股收益(人民币)	0.111	0.009	0.524	0.678	0.855
核心每股收益(人民币)	0.111	0.009	0.524	0.678	0.855
每股股息(人民币)	0.000	0.002	0.001	0.079	0.102
收入增长(%)	0	(19)	570	70	14
息税前利润增长(%)	(78)	21	6,613	28	26
息税折旧前利润增长(%)	(60)	10	3,357	27	25
每股收益增长(%)	103	(92)	5,718	29	26
核心每股收益增长(%)	103	(92)	5,984	29	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	13	4	170	221	278
折旧与摊销	3	3	17	20	23
净利息费用	(10)	1	0	0	0
运营资本变动	17	3	(69)	30	(6)
税金	(1)	(2)	(43)	(55)	(70)
其他经营现金流	(1)	(3)	0	0	0
经营活动产生的现金流	20	5	76	215	226
购买固定资产净值	(0)	1	(579)	150	(38)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(17)	(9)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(17)	(8)	(579)	150	(38)
净增权益	0	0	140	0	0
净增债务	0	(5)	27	0	0
支付股息	0	0	(0)	(0)	(26)
其他融资现金流	(3)	577	621	(25)	0
融资活动产生的现金流	(3)	572	788	(26)	(26)
现金变动	0	570	285	340	162
期初现金	18	(568)	22	307	647
公司自由现金流	3	(2)	(503)	365	187
权益自由现金流	3	(7)	(476)	365	187

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	30	22	307	647	808
应收帐款	16	10	142	241	274
库存	3	1	17	18	21
其他流动资产	29	11	155	224	253
流动资产总计	77	45	621	1,129	1,356
固定资产	49	50	60	75	87
无形资产	0	0	340	344	345
其他长期资产	67	96	304	117	119
长期资产总计	116	146	708	539	554
总资产	194	192	1,330	1,668	1,910
应付帐款	1	5	30	33	37
短期债务	5	0	0	0	0
其他流动负债	42	40	238	433	488
流动负债总计	49	45	268	466	525
长期借款	0	0	27	27	27
其他长期负债	1	1	1	1	1
股本	104	104	244	244	244
储备	29	30	779	919	1,102
股东权益	134	135	1,023	1,163	1,346
少数股东权益	10	10	10	10	10
总负债及权益	194	192	1,330	1,668	1,910
每股帐面价值(人民币)	1.29	1.30	4.19	4.77	5.52
每股有形资产(人民币)	1.28	1.29	2.80	3.36	4.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.24)	(0.22)	(1.15)	(2.54)	(3.20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.8	7.8	40.4	30.3	33.3
息税前利润率(%)	2.5	3.7	36.8	27.8	30.8
税前利润率(%)	14.7	5.3	35.8	27.3	30.3
净利率(%)	13.2	1.3	26.9	20.5	22.8
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.0	2.3	2.4	2.6
利息覆盖率(倍)	1.4	2.0	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	1.5	1.0	2.3	2.4	2.5
估值					
市盈率(倍)	360.8	4,446.9	76.4	59.1	46.8
核心业务市盈率(倍)	361.4	4,649.7	76.4	59.1	46.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	442.3	5,690.2	93.5	72.3	57.3
市净率(倍)	31.0	30.8	9.6	8.4	7.3
价格/现金流(倍)	207.8	775.0	128.3	45.4	43.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1,291.5	1,177.5	74.3	58.6	46.8
周转率					
存货周转天数	15.7	13.0	12.0	12.3	12.2
应收帐款周转天数	53.0	67.0	58.4	86.6	102.4
应付帐款周转天数	25.2	16.6	13.6	14.4	14.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	25.2	0.1	15.5	15.9
净资产收益率(%)	8.7	0.7	22.1	15.1	16.6
资产收益率(%)	1.0	0.5	17.3	11.2	11.9
已运用资本收益率(%)	9.2	1.8	29.1	19.9	21.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的上市公司

道博股份(600136.CH/人民币 37.75, 买入)

人福医药(600079.CH/人民币 16.52, 未有评级)

三特索道(002159.CH/人民币 22.75, 未有评级)

华茂股份(000850.CH/人民币 10.93, 未有评级)

光洋股份(002708.CH/人民币 10.04, 未有评级)

以2015年10月9日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371