

并购博雅科技，互联网转型大幕开启

投资要点

- **事件:** 日前,公司公告以“发行股份+支付现金”方式收购博雅科技 100%股权,交易价格为 8.7 亿元,同时募集配套资金不超过 6 亿元,其中 5000 万元用于大数据营销软件服务网络扩建项目。博雅科技承诺 2016 年、2017 年、2018 年归母净利润分别不低于 6000 万元、8100 万元和 10500 万元。
- ***ST 中昌为 A 股最小市值公司之一,谋求盈利、转型迫在眉睫。**中昌船运原有主营为干散货运输和疏浚工程业务,是国内航运业唯一一家民营 A 股上市公司。近年来,受行业周期影响,一直处于亏损状态,复牌前仅 21 亿元市值,为目前 A 股最小市值公司之一,转型、实现多元化发展迫在眉睫。
- **博雅科技为百度五星级核心代理商,目前专注于教育培训行业。**1)按客户大小划分,博雅科技的主营业务可以分为两类,为百度 KA 客户提供 SEM 营销和数据分析服务,营收占比达 95%,另外也为广大中小企业提供基于 SaaS 的 SEM 智能优化软件;2)博雅科技超过 90%的收入均来自百度,已获得百度认证五星级代理商(全国共 19 家),同时,还是搜狗、360、神马搜索、腾讯广点通、淘宝直通车等数字媒体的重要合作伙伴;3)目前,博雅科技主要客户为教育培训行业,未来计划逐步开拓金融、房产、医疗等 O2O 行业,同时,服务范围增加微信和移动端,从搜索营销走向数字媒体的整合营销。
- **博雅科技 2014 年业绩为亏损状态,毛利率 14.8%,净利率-0.1%,主要是由于研发费用过高导致,2015-2016 年已经确定扭转。**1)我们对比目前 A 股已“上市”SEM 营销代理公司,毛利率均在 10-15%之间,净利率在 5-8%之间,SEM 行业特点就是低毛利、低净利,但不会亏损;2)同行较少有 SEM 公司大力投入研发,博雅科技 2014 年研发支出占营收的比重达到 4.3%,其中较大部分用于中小企业服务交易平台的研发,该平台目前尚未产生营收,并购前已经剥离,不属于上市公司体系,博雅完成 2016 年对赌业绩风险不大。
- **估值与评级:** 预计公司 2015-2017 年归母净利润分别-0.22 亿元、0.64 亿元和 0.88 亿元,对应 2016-2017 年的 PE 分别为 76 倍和 55 倍。考虑到公司的情况,实际控制人股权比例不降反增,后续继续向大数据、互联网领域并购转型的预期强烈,我们首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 交易失败风险,业绩承诺实现或不达预期,市场风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	297.91	300.89	1207.16	1524.35
增长率	-30.74%	1.00%	301.19%	26.28%
归属母公司净利润(百万元)	-329.90	-21.94	63.70	87.59
增长率	-506.03%	-106.65%	190.30%	37.51%
每股收益 EPS(元)	-1.21	-0.08	0.15	0.21
净资产收益率 ROE	1014.71%	45.63%	15.07%	16.81%
PE	-10	-144	76	55
PB	-87.79	-47.73	7.68	6.39

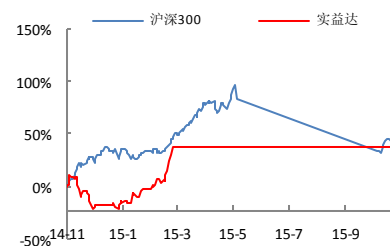
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
 执业证号: S1250515060001
 电话: 021-68415819
 邮箱: tmhwa@swsc.com.cn

联系人: 贾明乐
 电话: 021-68415526
 邮箱: jml@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.73
流通 A 股(亿股)	2.67
52 周内股价区间(元)	6.83-18.69
总市值(亿元)	24.74
总资产(亿元)	17.18
每股净资产(元)	0.07

相关研究

目 录

1 公司控股权并不发生转移.....	1
2 博雅科技为专注于教育行业的百度五星级核心代理商.....	2
3 *ST 中昌未来盈利预测与估值.....	3
4 风险提示	5

图 目 录

图 1: 博雅科技搜索引擎营销 SEM 服务.....	2
图 2: 博雅科技营业收入与净利润预测（万元）	3
图 3: 博雅科技历年分类营收情况（万元）	4
图 4: 2015Q1-Q3 博雅科技营收结构.....	4

表 目 录

表 1: 本次发行前后上市公司股权结构.....	1
表 2: 百度的星级评定指标体系	3
表 3: 企业星级认证评定层级.....	3
表 4: *ST 中昌未来盈利预测与估值（百万元）	4
附表: 财务预测与估值	6

1 公司控股权并不发生转移

中昌船运原有主营为干散货运输和疏浚工程业务，是国内航运业唯一一家民营 A 股上市公司。近年来，受行业周期影响，一直处于亏损状态，虽于 2011 年开拓了疏浚工程业务，并通过转让出售子公司股权的方式优化船队结构，但短期内主业扭亏仍然困难。公司复牌前仅 21 亿元市值，为目前 A 股最小市值公司之一，转型、实现多元化发展迫在眉睫。

本次交易的标的资产为博雅科技 100% 股权，交易对价 8.7 亿元，同时募集配套资金不超过 6 亿元，其中 5000 万元用于大数据营销软件服务网络扩建项目。博雅科技承诺 2016 年、2017 年、2018 年归母净利润分别不低于 6000 万元、8100 万元和 10500 万元。

本次交易完成前，公司股本总额共计 2.73 亿股，控股股东三盛宏业持股比例为 25.41%，上海兴铭持股比例为 12.62%，陈立军先生持股比例为 10.92%，构成一致行动人，合计持股占总股本的比例为 48.95%。

本次交易完成之后，公司股本总额将增加至 4.18 亿股。三盛宏业持股比例为 27.38%，仍为公司的控股股东；陈建铭先生通过三盛宏业、上海兴铭和上海申炜控制公司股份比例为 39.46%，陈立军先生持股比例为 7.14%，合计控制的股份占比为 46.60%。陈建铭仍为公司的实际控制人，控股股东、实际控制人地位未发生变化，且更加强，为后续继续向大数据、互联网领域转型奠定基础。

表 1：本次发行前后上市公司股权结构

序号	名称	本次交易前		本次交易新增股份		本次交易完成后	
		持股数量（股）	持股比例（%）	购买资产（股）	配套融资（股）	持股数量（股）	持股比例（%）
1	三盛宏业	69,464,217	25.41	-	45,000,000	114,464,217	27.38
2	上海兴铭	34,503,172	12.62	-	-	34,503,172	8.25
3	陈立军	29,841,311	10.92	-	-	29,841,311	7.14
4	科博德奥	-	-	50,676,715	-	50,676,715	12.12
5	上海立溢	-	-	15,104,166	-	15,104,166	3.61
6	金科高创	-	-	5,206,318	-	5,206,318	1.25
7	金科同利	-	-	4,244,281	-	4,244,281	1.02
8	上海申炜	-	-	-	15,972,222	15,972,222	3.82
9	上海立洵	-	-	-	5,000,000	5,000,000	1.20
10	上海晨灿	-	-	-	2,314,814	2,314,814	0.55
11	上海融辑	-	-	-	1,157,407	1,157,407	0.28
12	其他	139,526,653	51.05	-	-	139,526,653	33.38
合计		273,335,353	100.00	75,231,480	69,444,443	418,011,276	100.00

数据来源：公司公告，西南证券

2 博雅科技为专注于教育行业的百度五星级核心代理商

目前，博雅科技主要业务包括：营销托管、大数据营销软件和营销服务。博雅科技的数字媒介代理服务依托百度媒体渠道起家，是博雅科技最重要的数字媒体供应商，对百度的采购金额占采购总额的比例均超过 80%，博雅科技对百度存在严重的供应商依赖。毛利主要来自于对互联网媒体的返点及营销软件销售。

博雅科技的营销托管业务主要是面向年预算在 300 万以上的大中型客户为主，目前服务了上百家 KA 客户，多年来深耕于教育行业数字营销，在百度教育行业 KA 数字营销市场占据领先地位，其对教育行业的理解及专业度使得其具备一定的品牌价值。除了目前教育培训行业外，公司还计划逐步开拓金融、房产、医疗等 O2O 行业。

图 1：博雅科技搜索引擎营销 SEM 服务



数据来源：公司公告，西南证券

博雅科技的业内排名数据

根据《互联网周刊》评定的 2015 大数据综合服务提供商 TOP100 排行榜博雅科技排名第 84 位，其中阿里巴巴、拓尔思、高德等知名企业分别排名 22 位、61 位和 89 位。

根据《互联网周刊》评定的 2015 中国网络广告公司新资源整合发展力排行榜，博雅科技排名第 48 位，拥有较强的行业地位和知名度。

目前，博雅科技已获得百度认证五星级代理商（全国共十九家），同时博雅科技还是搜狗、360、神马搜索、腾讯广点通、淘宝直通车等数字媒体的重要合作伙伴。

表 2：百度的星级评定指标体系

评级因素	量化标准	权重	说明
认证人数	公司内部初中高级证书持有者数量	0.6	分销商认证人数每月更新一次。按百度研究院工作周期大审
案例大赛	由分销商提交营销案例，百度结合社会资源成立专家团队对案例进行评分	0.2	目前分为技术、移动互联网、效果、创意等类，年底前按照参赛规则提交，每年评审一次
服务能力	百度指派第三方公司，让广告主对分销商的服务能力和服务质量进行打分	0.2	第三方公司评测，每年 2 次

数据来源：公司公告，西南证券

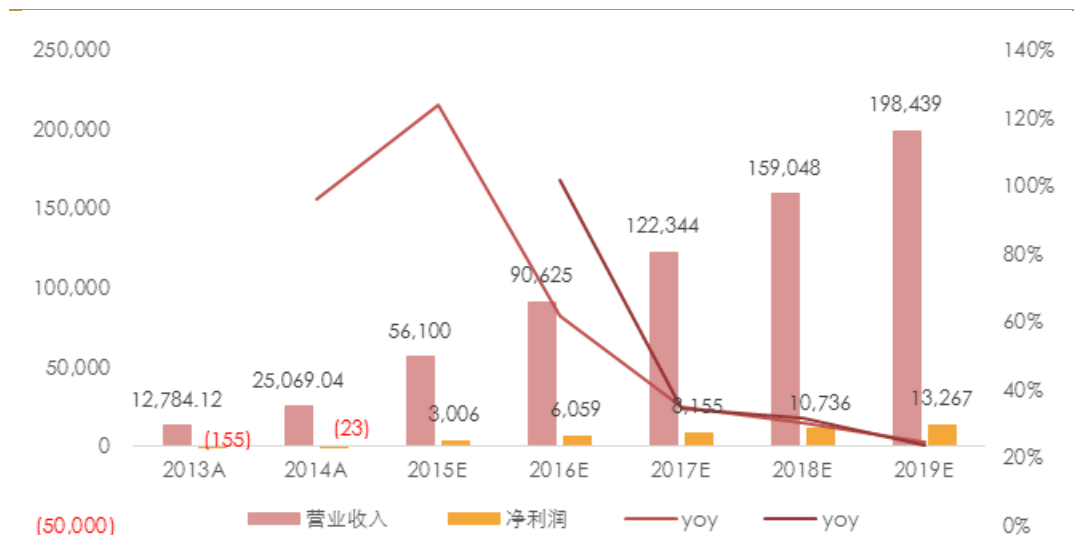
表 3：企业星级认证评定层级

企业星级	前置条件	总分
五星	最终星级评定分数 80 分及以上为五星级分销商，且认证人数中必须至少有 1 名高级，10 名中级，30 名初级；	≥80
四星	最终星级评定分数 60 分及以上为四星级分销商，且认证人数中必须至少有 5 名中级，20 名初级；	79-60 分
三星	最终星级评定分数 40 分及以上为三星级分销商，且认证人数中必须至少有 2 名中级，10 名初级；	59-40 分
两星	最终星级评定分数 20 分及以上为二星级分销商，且认证人数中必须至少有 10 名初级；	39-20 分
一星	最终星级评定分数 10 分及以上为一星级分销商，且认证人数中必须至少有 5 名初级；	19-20 分

数据来源：公司公告，西南证券

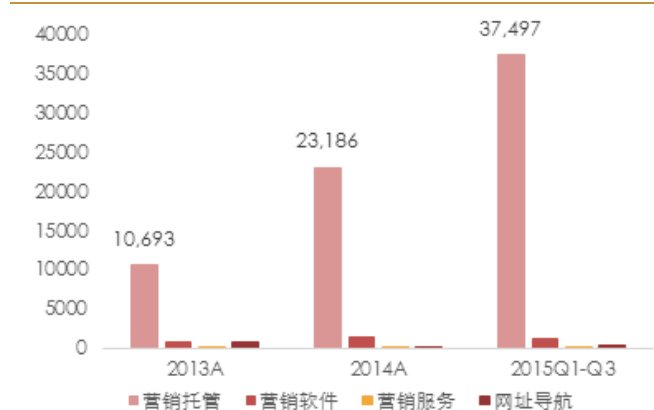
3 *ST 中昌未来盈利预测与估值

博雅科技 2014 年营业收入为 2.51 亿元，净利润为 -22.59 万元，2015 年 1-9 月实现营业收入 3.92 亿元，净利润 1619.76 万元，预计 2015 全年将实现营业收入 5.61 亿元，净利润达到 3006 万元。预计 2016-2017 年营业收入分别达到 9.06 亿元、12.23 亿元，增速分别为 61.54% 和 35%，净利润分别为 6059 万元和 8155 万元。

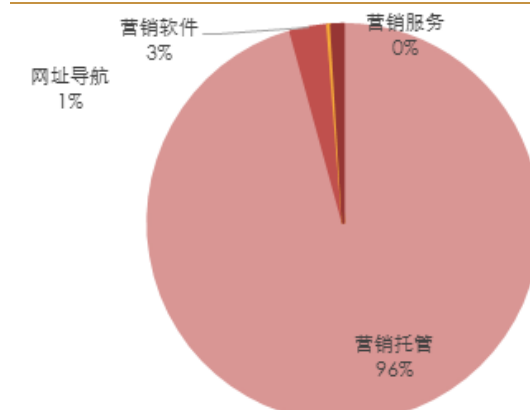
图 2：博雅科技营业收入与净利润预测（万元）


数据来源：公司公告，西南证券

在公司营收结构中，营销托管收入占比达 96%，其次为网址导航（该业务已停止），营销软件和营销服务，报告期内，营销托管收入从 2013 年的 1.07 亿元快速增长到 2015 年前三季度的 3.75 亿元。

图 3：博雅科技历年分类营收情况（万元）


数据来源：公司公告，西南证券

图 4：2015Q1-Q3 博雅科技营收结构


数据来源：公司公告，西南证券

2015 年第 4 季度，因百度北京、上海、深圳、广州四地分公司开始启动“银河计划”，将一些广告大客户跟百度 KASEM 服务商进行合作，由 SEM 服务商直接提供优化服务，百度分公司支付服务费，预计将为博雅科技带来营收增量。

自 2013 年以来，博雅大数据营销软件在北京、上海、广州和深圳四个地区销售，每年保持近 50% 的速度在增长，公司计划随着产品逐步成熟后，开始在北上广深以外地区筹建全国渠道代理，打开更大市场空间。

盈利预测与估值

假设：1）*ST 中昌传统船运业务在公司努力不断优化的作用下，从 2016 年起开始保持盈亏平衡，即为上市公司贡献净利润为 0；2）博雅科技从 2016 年起开始并表，谨慎假设其业绩预测与预案保持一致，即 2016 年营业收入为 9.06 亿，2017 年营业收入为 12.23 亿元，毛利率分别为 11.69%、11.3%。

博雅科技 2016-2018 年承诺净利润分别不低于 6000 万元、8100 万元和 10500 万元。

表 4：*ST 中昌未来盈利预测与估值（百万元）

万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计								
营业收入	312.45	390.36	529.73	430.16	297.91	300.89	1,207.14	1,524.33
yoy		24.94%	35.70%	-18.80%	-30.74%	1.00%	301.19%	26.28%
营业成本	203.32	277.25	467.09	389.85	368.98	240.71	1,056.09	1,340.93
毛利率	34.93%	28.98%	11.82%	9.37%	-23.86%	20.00%	12.51%	12.03%
船运业务								
收入	312.45	390.36	529.73	430.16	297.91	300.89	300.89	300.89
yoy			35.70%	-18.80%	-30.74%	1.00%	0.00%	0.00%
成本	203.32	277.25	467.09	389.85	368.98	240.71	255.76	255.76

万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率		28.98%	11.82%	9.37%	-23.86%	20.00%	15.00%	15.00%
博雅科技								
收入							906.25	1,223.44
yoy								35.00%
成本							800.33	1,085.17
毛利率							11.69%	11.30%

数据来源: 西南证券

我们预测公司 2015-2017 年归母净利润分别 -0.22 亿元、0.64 亿元和 0.88 亿元，对应 2016-2017 年的 PE 分别为 76 倍和 55 倍。

考虑到公司的情况，实际控制人股权比例不降反增，后续继续向大数据、互联网领域并购转型的预期强烈，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

4 风险提示

交易失败风险，业绩承诺实现或不达预期，市场风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	297.91	300.89	1207.16	1524.35	净利润	-364.92	-30.18	94.73	127.02
营业成本	368.98	240.71	1056.10	1340.95	折旧与摊销	95.82	101.36	101.36	101.36
营业税金及附加	4.08	3.61	14.49	18.29	财务费用	128.65	54.16	1.21	1.52
销售费用	0.00	0.00	6.04	7.62	资产减值损失	23.83	2.00	1.50	1.00
管理费用	35.58	33.10	30.18	22.87	经营营运资本变动	386.49	-318.54	1283.54	447.64
财务费用	128.65	54.16	1.21	1.52	其他	-210.19	-2.00	-1.50	-1.00
资产减值损失	23.83	2.00	1.50	1.00	经营活动现金流净额	59.67	-193.20	1480.83	677.55
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	162.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-227.70	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	-263.20	-32.69	97.65	132.10	短期借款	-46.77	281.45	-729.15	0.00
其他非经营损益	-97.21	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-360.41	-32.69	97.65	132.10	股权融资	0.00	0.00	600.00	0.00
所得税	4.51	-2.51	2.92	5.08	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-364.92	-30.18	94.73	127.02	其他	53.87	-179.66	-1.21	-1.52
少数股东损益	-35.02	-8.24	31.03	39.43	筹资活动现金流净额	7.10	101.79	-130.36	-1.52
归属母公司股东净利润	-329.90	-21.94	63.70	87.59	现金流量净额	1.85	-91.41	1350.47	676.02
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	121.50	30.09	1380.56	2056.58	成长能力				
应收和预付款项	380.72	324.61	1367.71	1736.78	销售收入增长率	-30.74%	1.00%	301.19%	26.28%
存货	19.32	17.92	74.81	92.47	营业利润增长率	-313.23%	-112.42%	198.70%	35.28%
其他流动资产	4.11	4.16	16.67	21.05	净利润增长率	-514.36%	-108.27%	213.87%	34.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-142.99%	217.14%	63.00%	17.37%
投资性房地产	25.53	25.53	25.53	25.53	获利能力				
固定资产和在建工程	1518.33	1417.03	1315.73	1214.43	毛利率	-23.85%	20.00%	12.51%	12.03%
无形资产和开发支出	0.18	0.12	0.06	0.00	三费率	55.13%	29.00%	3.10%	2.10%
其他非流动资产	73.83	73.83	73.83	73.83	净利率	-122.49%	-10.03%	7.85%	8.33%
资产总计	2143.51	1893.28	4254.90	5220.67	ROE	1014.71%	45.63%	15.07%	16.81%
短期借款	447.70	729.15	0.00	0.00	ROA	-17.02%	-1.59%	2.23%	2.43%
应付和预收款项	446.86	292.49	1279.63	1626.21	ROIC	-22.83%	4.10%	-176.21%	-13.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-13.00%	40.82%	16.59%	15.42%
其他负债	1284.91	937.78	2346.68	2838.86	营运能力				
负债合计	2179.47	1959.42	3626.32	4465.07	总资产周转率	0.13	0.15	0.39	0.32
股本	273.34	273.34	418.01	418.01	固定资产周转率	0.28	0.33	1.49	2.15
资本公积	396.10	396.10	851.43	851.43	应收账款周转率	1.38	1.61	2.69	1.85
留存收益	-731.40	-753.34	-689.64	-602.05	存货周转率	12.92	12.93	22.78	16.03
归属母公司股东权益	-61.96	-83.90	579.80	667.39	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	152.65%	—	—	—
少数股东权益	26.00	17.76	48.79	88.22	资本结构				
股东权益合计	-35.96	-66.14	628.58	755.61	资产负债率	101.68%	103.49%	85.23%	85.53%
负债和股东权益合计	2143.51	1893.28	4254.90	5220.67	带息债务/总负债	21.88%	38.70%	0.80%	0.65%
					流动比率	0.32	0.26	0.91	0.99
					速动比率	0.31	0.25	0.89	0.97
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	-38.73	122.83	200.21	234.99	每股收益	-1.21	-0.08	0.15	0.21
PE	-9.57	-143.88	75.79	55.12	每股净资产	-0.13	-0.24	1.50	1.81
PB	-87.79	-47.73	7.68	6.39	每股经营现金	0.22	-0.71	3.54	1.62
PS	10.60	10.49	4.00	3.17	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-90.04	30.41	16.61	11.28					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn