

当代明诚(600136.SH)

深入布局体育、影视，拥抱大文化产业

评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

28.8

分析师

联系人

康雅雯

朱骏楠

S0740515080001

021-20315097

021-20315157

kangyw@r.qlzq.com.cn

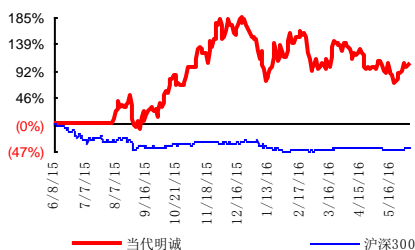
zhuqn@r.qlzq.com.cn

2016年06月07日

基本状况

总股本(百万股)	487
流通股本(百万股)	241
市价(元)	25.80
市值(百万元)	12,569
流通市值(百万元)	6,219

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	70.97	431.17	811.00	978.70	1,164.52
营业收入增速	-19.05%	507.55%	88.09%	20.68%	18.99%
净利润增长率	-19.19%	5504.09%	226.27%	33.85%	16.78%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.33	0.36	0.48	0.56
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	1,551.10	191.29	71.60	53.49	45.81
PEG	—	0.03	0.32	1.58	2.73
每股净资产(元)	1.29	5.30	5.50	5.98	6.54
每股现金流量	0.05	-0.48	1.02	0.29	0.50
净资产收益率	0.71%	6.15%	6.51%	8.01%	8.56%
市净率	10.98	11.77	4.66	4.29	3.92
总股本(百万股)	104.44	164.02	487.18	487.18	487.18

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 剥离传统产业，拥抱大文化，体育+影视布局。**2014年6月，公司以6.5亿元收购强视传媒，主营业务由磷矿石贸易变更为电视剧制作、发行及其衍生业务。2015年7月，公司8.2亿收购双刃剑体育，向体育产业迈进。通过外延并购及剥离原有传统主业，当代明诚成功进军大文化产业，业务涵盖影视剧、节目制作、体育营销、体育版权贸易服务及体育赛事与活动运营等，大文化生态圈布局，搭建泛娱乐产业平台。
- 影视正当时，强视更强势。**强视传媒经过多年发展，投资制作发行了多部经典电视剧作品，包括《小李飞刀》、《金粉世家》等，积累了丰富的创作资源及发行资源。今年影视剧全面向年轻化、网络化升级，已储备了大量优质剧本资源，题材多样。目前发行中的新剧包括《爱人同志》、《玄武》、《爱情也包邮》、《惹上你爱上你》、《我是你的眼》、《开封府传奇》等，2016年下半年计划拍摄的包括《大清相国》(2013年十大畅销书之一，导演之一郑晓龙)、《金粉世家之梦》、《金粉世家之飘》、《新龙门客栈》、《青春的陷阱》、《相遇在普朗克温度》、《星际驱魔人》(网剧)、《超神小子》(电竞主题)等。
- 双刃剑深耕体育营销领域多年，经验、资源丰富。**双刃剑目前拥有体育营销、体育版权贸易、体育赛事及活动运营三大核心业务板块。通过十多年的经营，与众多国际体育赛事及机构达成良好合作关系，客户群体扩展至通信、服装、汽车、电子设备等行业。在业内口碑度高，实施了许多成功营销案例，如运作鸿星尔克成为网球阿布扎比公开赛官方合作伙伴，帮助PPTV取得西甲全媒体独家版权，运作361°成为2016里约奥运会官方合作伙伴。
- 间接控股MBS，合作波佐家族，发展体育经纪。**MBS在西甲以及英超拥有丰富资源，旗下拥有佩普·瓜迪奥拉、安德雷斯·伊涅斯塔、路易斯·苏亚雷斯等世界足坛巨星，与多家欧洲顶级俱乐部保持良好关系。

波佐家族是全球第一家同时全资拥有五大联赛中三家俱乐部（英超的沃特福德、意甲的乌迪内斯、西甲的格兰纳达）的家族，掌控了来自意大利、西班牙、荷兰、保加利亚和智利共 10 家足球俱乐部，拥有丰富的俱乐部资源以及运营经验。公司通过间接控制 MBS 及与波佐家族的合作，获取优质体育资源，通过发展自主球员经纪业务，帮助体育明星提升市场商业价值的同时，分享体育明星的巨大商业权益价值，从而扩展公司收入来源。

- **盈利预测：**我们预计公司 2016-2018 年实现的收入分别为 8.11 亿元、9.79 亿元、11.65 亿元，分别同比增长 88.09%、20.68%、18.99%；实现归属母公司的净利润分别为 1.74 亿元、2.34 亿元、2.73 亿元，分别同比增长 226.27%、33.85%、16.78%。对应摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元和 0.56 元。
- 当代明诚影视业务实现年轻化、网络化转型，同时在体育领域，收购双刃剑，完善体育营销领域布局，重磅出手间接控股 MBS，完善体育经纪布局，与双刃剑营销业务实现充分协同，不仅在产业中占据了明显的先发优势，同时也把握住体育产业当前变现最为迅速、空间最为巨大的两大业务，值得期待。**目标价 28.8 元，首次覆盖，“增持”评级。**
- **风险提示：**1) 影视转型不达预期，制作进度、收视效果不佳；2) 体育人才储备不足；3) 体育产业发展速度不达预期，变现周期长；4) 市场整体风险偏好下移风险。

内容目录

强视+双刃剑，文体结合，转型“大文化”	- 4 -
收购强视和双刃剑，布局文化体育产业.....	- 4 -
传统业务剥离，轻装上阵	- 4 -
影视正当时，强视更强势	- 5 -
老牌传媒公司，低成本剧和精品剧并存.....	- 5 -
尝试电影、网络剧、电视节目，扩展产业链	- 7 -
体育东风起，构建生态圈	- 8 -
最好的体育营销时代到来	- 8 -
双刃剑深耕体育营销领域多年，经验、资源丰富	- 10 -
体育经纪千亿蓝海待开发	- 13 -
间接控股 MBS，合作波佐家族，发展体育经纪	- 14 -
培养中国球员青训体系，增加球员储备.....	- 17 -
盈利预测与估值.....	- 18 -
核心假设	- 18 -
盈利预测结果.....	- 18 -
首次覆盖，目标价 28.8 元，予以增持评级	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1：强视并表，2015 年毛利大幅增长（万元）	- 4 -
图表 2：2015 年各项业务营收占比（%）	- 4 -
图表 3：当代明诚股权结构.....	- 5 -
图表 4：公司“大文化”战略实施过程.....	- 5 -
图表 5：强势传媒在卫视黄金档播出的电视剧.....	- 6 -

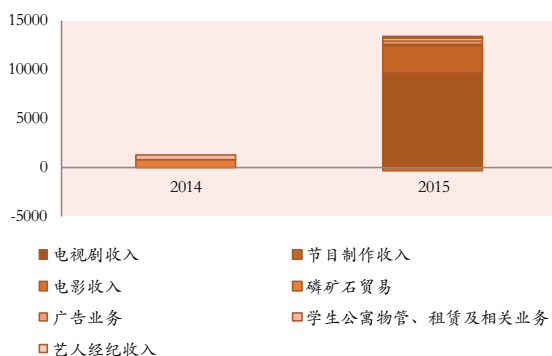
图表 6: 优质电视剧剧本储备.....	- 6 -
图表 7: 2016 年电视剧拍摄计划.....	- 6 -
图表 8: 2016 年电影拍摄计划.....	- 7 -
图表 9: 优质网剧、电影剧本储备.....	- 8 -
图表 10: 2015-2016 年国内企业赞助体育赛事的数量激增.....	- 8 -
图表 11: 2015 年 CCTV-5 收视前 10 赛事.....	- 9 -
图表 12: 2015 年全国综艺节目收视前十节目.....	- 9 -
图表 13: 双刃剑主营业务发展历程.....	- 10 -
图表 14: 双刃剑三大业务关系.....	- 11 -
图表 15: 双刃剑营销、版权业务流程.....	- 11 -
图表 16: 双刃剑体育营销为平台的生态圈.....	- 11 -
图表 17: 2013 年以来双刃剑三大业务营收 (万元).....	- 12 -
图表 18: 2013 年以来双刃剑三大业务毛利 (万元).....	- 12 -
图表 19: 双刃剑体育营销具体内容和经典案例.....	- 12 -
图表 20: 双刃剑合作的知名品牌客户.....	- 13 -
图表 21: 双刃剑对接的国际优质赛事资源.....	- 13 -
图表 22: 中国联赛足球冬季转会支出 (百万美元).....	- 13 -
图表 23: 体育经纪业重大事件.....	- 14 -
图表 24: 世界足球产业联盟启动“MORE”计划.....	- 15 -
图表 25: BORG B.V.分别持有 MBS (西班牙) 和 MBS (英国) 100% 股权..	- 16 -
图表 26: MBS 旗下拥有丰富球员及俱乐部资源.....	- 16 -
图表 27: 波佐家族拥有全资控股球队.....	- 17 -
图表 28: 中国优秀青年门将王梓翔.....	- 18 -
图表 29: 细化分拆营业收入情况.....	- 18 -
图表 30: 可比公司估值比较 (截止到 2016 年 6 月 6 日收盘价).....	- 19 -
图表 31: 当代明诚三张报表.....	- 20 -

强视+双刃剑，文体结合，转型“大文化”

收购强视和双刃剑，布局文化体育产业

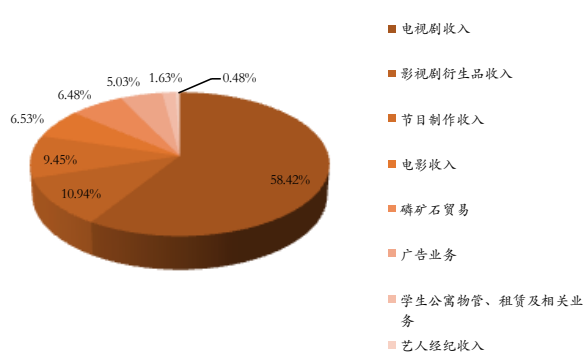
- 2014年6月12日，公司以6.5亿元收购强视传媒100%股份，主营业务由磷矿石贸易变更为电视剧制作、发行及其衍生业务。2015年财务并表，来自文化产业方面的收入（电视剧、电影、节目制作和相关衍生品）占比85%以上，毛利达到1.8亿元。总营收4.3亿元，其中强视传媒营收3.9亿元，贡献主营业务利润1.09亿元，净利润8890.36万元。强视传媒承诺2016-2017年归属于母公司所有者的净利润分别不低于9641.07万元、12165.36万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于8164.10万元、10123.15万元。
- 2015年7月18日，公司8.2亿收购双刃剑体育文化传播有限公司，向体育产业迈进。双刃剑在国内体育营销行业中处于领先地位，目前处于快速发展阶段，具有较好盈利能力。2015年双刃剑实现净利润5714万。双刃剑承诺2016-2018年净利润分别不低于6900万元、8700万元和10400万元，体育业务收入也将成为公司重要的收入来源。
- 通过收购强视和双刃剑，公司转型大文化产业，业务涵盖影视剧、节目制作、体育营销、体育版权贸易服务及体育赛事与活动运营等，营收来源更加丰富多样，享文化行业高速发展红利。
- “大文化”战略：围绕“国际化、平台化、规模化”的发展思路，加大对文化、体育与娱乐相关产业的投资步伐及力度，通过构建专业化团队、加强规范化管理提升公司自身的内在实力，实现“布局大文化生态圈，打造泛娱乐产业平台”长远发展。

图表 1：强视并表，2015 年毛利大幅增长（万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2015 年各项业务营收占比 (%)

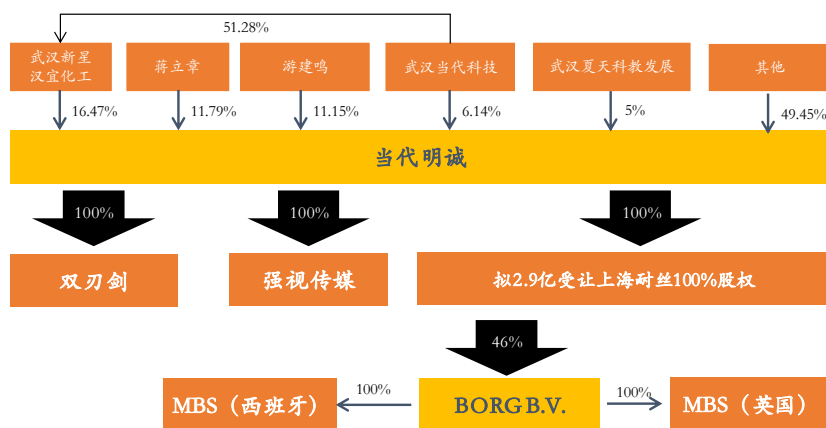


来源：公司公告，中泰证券研究所

传统业务剥离，轻装上阵

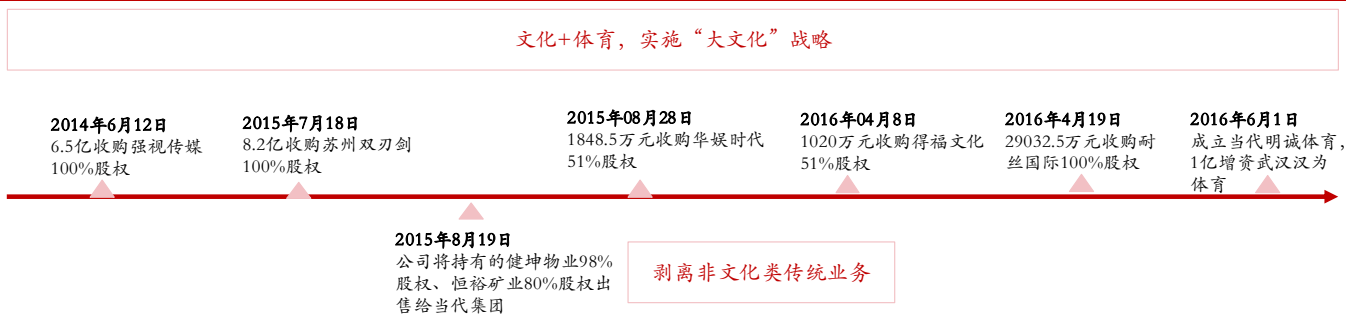
- 公司原有非文化类业务由于受宏观经济影响，盈利呈逐年下滑趋势，2015年8月公司对原有非文化类资产恒裕矿业、健坤物业进行了剥离，将持有的健坤物业98%股权及恒裕矿业80%股权出售给当代集团。实际控制人由艾路明转变为陈小燕，艾路明通过当代集团及新星汉宜控制公司。

图表 3：当代明诚股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：公司“大文化”战略实施过程



来源：中泰证券研究所

影视正当时，强视更强势

老牌传媒公司，低成本剧和精品剧并存

- **老牌传媒公司，低成本剧和精品剧并存。**强视传媒经过多年发展，投资制作发行了多部经典电视剧作品，包括《小李飞刀》、《金粉世家》、《聊斋之狐仙》等，积累了丰富的创作资源及发行资源。
 - **低成本剧：**近年来随着电视剧制作成本攀升以及市场竞争加剧，公司调整战略，选择投资成本低、风险可控的小制作电视剧作品，投资制作的电视剧仍有多部作品在一线卫视及卫视频道黄金档播出。
 - **精品剧：**公司也不断推出脍炙人口的精品大剧。2015年为纪念中国抗日战争胜利70周年出品的《最后一战》，央视八套黄金档首播以来，取得单集最高收视率超过2.5%，单集收视份额最高达到8%的优秀成绩；该剧也获得第六届澳门国际电视节金莲花优秀电视剧大奖。

图表 5: 强势传媒在卫视黄金档播出的电视剧

电视剧项目	播出时间	一线卫视及卫视频道黄金档
白狼	2011 年 2 月	河南卫视、黑龙江卫视、广西卫视、山东卫视
秘杀名单	2012 年 1 月	四川电视台
喋血边城	2012 年 12 月	四川电视台、广东电视台
一门三司令	2012 年 7 月	四川卫视
第九个寡妇	2013 年 6 月	浙江卫视
雅典娜女神	2014 年 6 月	江西电视台、贵州电视台、湖北电视台
嫁给爱情	2014 年 6 月	江西电视台
聊斋之狐仙	2014 年 12 月	福建东南台、广东卫视
最后一战	2015 年 10 月	央视八套

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司已储备了大量优质剧本资源, 新剧题材多样。**年代剧《我是你的眼》已杀青,《玄武》由何润东、张俪、何赛飞主演、主旋律题材剧《爱人同志》由《平凡的世界》原班人马打造, 并和山影合作, 制作精良, 寄予厚望。2016 年将要开拍的 IP 大剧《大清相国》和山东卫视合作, 小说位列 2013 年十大畅销书之一, 著名导演郑晓龙将会是主创团队的一员。

图表 6: 优质电视剧剧本储备

剧本名称	剧本名称
大清相国	相遇在普朗克温度
新龙门客栈	超神小子 (原英雄少年)
龙王令	世代枪王
金粉世家之梦	血溅津门
金粉世家之飘	上世纪的爱情
我的爱如此麻辣	火种
我的女儿是奇葩	王一花
青春的陷阱	黎明 1949
讼棍传奇	天婴传奇

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 2016 年电视剧拍摄计划

序号	项目名称	集数	开机时间	预计完成时间	合作方式	目前进度
1	我是你的眼	46	2015 年 10 月	2016 年 3 月	主投并发行	已拍摄完成, 后期制作中; 编剧聂欣, 主演黄觉、郝蕾
2	开封府传奇	58	2015 年 11 月	2016 年 9 月	参投 25%	合作方为广东南方领航影视和安徽五星东方影视; 已拍摄完成, 后期制作中, 导演郑桦主 黄维德、张檬、甘婷婷、姜潮等
3	爱情也包邮	40	2015 年 11 月	2016 年 6 月	参投并发行	合作方为华数传媒; 已拍摄完成, 后期制作中; 导演张博昱, 主演 元、乔振宇、邓家佳等
4	玄武	40	2015 年 12 月	2016 年 7 月	主投并发行	2015 年 12 月 18 日开机, 2016 年 3 月初杀青并开

						始进行后期制作；导演张峰，主演何润东、张俪、何赛飞等
5	爱人同志	45	2015年12月	2016年8月	主投并发行	合作方为山东影视集团；2015年12月28日开机，尚在拍摄中；导演毛卫宁，编剧唐栋、蒲勋，主演王雷、李小萌等
6	相遇在普朗克温度	35	2016年4月	2017年	主投并发行	剧本修改中，联合摄制合同已签订，主创、演员洽谈
7	新龙门客栈	50	2016年下半年	2017年	主投并发行	剧本已完成，制片人、导演已签约，演员洽谈中
8	大清相国	40	2016年10月	2017年	主投并发行	目前已与卫视签订联合摄制协议；剧本已完成，主创、演员正在确定中
9	新金粉世家	80	2016年10月	2017年	主投并发行	已签联合摄制协议，剧本第一部已完成，第二部修改中，主创、演员洽谈中
10	青春的陷阱	45	2016年	2017年	主投并发行	剧本修改中，主创、演员洽谈中；
11	超神小子（英雄少年）	40	2016年下半年	2017年	主投并发行	EDG 电竞项目，剧本修订中，拟与一线卫视合作
1	星际驱魔人（网剧）	20	2016年下半年	2017年	主投并发行	前期筹备中，导演、演员等主创已签约，主演邱泽、孙耀琦；

来源：公司公告，中泰证券研究所

尝试电影、网络剧、电视节目，扩展产业链

- 2015年强视传媒首次尝试拍摄了网络剧《疗伤客栈》已在优酷视频网站播出，总播放量达到6079多万次，取得了不错的反响。2016年《新龙门客栈》将会以网络剧连播的形式呈现。
- 2016年有三部电影正在筹备中，其中《我的爱如此麻辣》改编自著名言情小说家张小娴同名小说，小说拥有大量粉丝；《金粉世家》同名电视剧曾引发收视狂潮，在央视8套首播平均收视率高达7.68%，收视率最高，如今改编成电影也颇受关注，值得期待。

图表 8：2016 年电影拍摄计划

序号	项目名称	开机时间	预计完成时间	合作方式	目前进展
1	我的爱如此麻辣	2016年	2017年	主投并发行	张小娴小说改编，剧本修改中，主创洽谈中
2	金粉世家	2016年	2017年	主投并发行	剧本创作中；主创洽谈中
3	人鱼大叔	2016年	2017年	主投并发行	原创剧本修改中；主创、演员洽谈中

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 为了进一步加强在电影、电视节目等领域的布局，2015年8月强视传媒向华娱时代增资持有其51%股权。华娱时代出品的电影《推拿》获得多项殊荣：第64届柏林国际电影节最佳艺术贡献（摄影）银熊奖；第51届台湾电影金马奖最佳剧情片、最佳新演员等6个奖项；第十五届华语电影传媒大奖上获得最佳电影等6个奖项。

图表 9：优质网剧、电影剧本储备

剧本性质	剧本名称
电影剧本	金粉世家
	我的爱如此麻辣
	给十九岁的我自己
	爱的回旋梯
	天外小飞仙
网络剧/网络电影剧本	疗伤者 第二季
	凶灵归来
	江湖喧嚣只为你
	驱魔人
	超能特工

来源：公司公告，中泰证券研究所

体育东风起，构建生态圈

最好的体育营销时代到来

- 商业客户体育营销需求日益增加。**体育营销一直被视为企业塑造品牌、推广产品的一大捷径。随着体育产业在国内的火爆，品牌商逐渐认识到了体育营销对于品牌宣传和塑造的重要性。据国际权威公司调查显示，花费同样的投入，体育赞助对企业的回报通常是常规广告的 3 倍。万瑞数据网络广告行业监测系统表明：我国广告主层面对于体育赞助类广告的投放额度在 2009 年后逐渐开始增长，增长率呈现平稳上扬的趋势。“世界杯”期间，三大运营商、国内知名车企、快消品等商业客户就曾以世界杯为契机大力开展体育营销活动。当前国内商业客户对体育营销的需求巨大，随着体育赛事商业化程度的提升，商业客户的体育营销需求有望进一步激发。

图表 10：2015-2016 年国内企业赞助体育赛事的数量激增

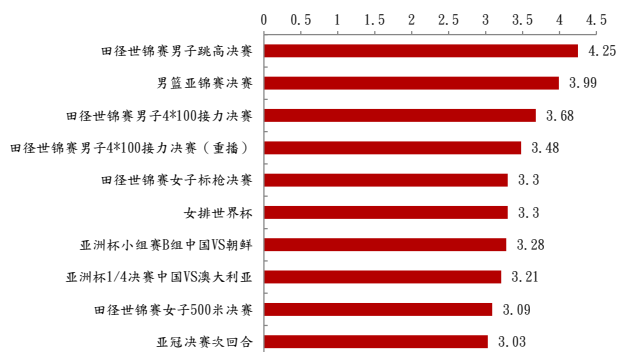
赛事或队伍	公司	内容
第十三届全国冬季运动会	中石油新疆销售有限公司、神华新疆能源有限责任公司、中国电信股份有限公司新疆分公司、金风科技股份有限公司新疆分部	与第十三届全国冬季运动会组委会签约，成为第十三届全国冬季运动会支持单位
上港足球队	上汽	球衣胸前和背后广告冠名商，至少在 1.5 亿元以上
天津泰达足球队	亿利资源集团	独家冠名“天津泰达亿利队”2016 年中超联 和足协杯
江苏国信舜天足球队	苏宁	5.23 亿入股
广州马拉松	华润怡宝	为广马提供了全程饮用水和饮料服务
国际足联俱乐部世界杯	阿里巴巴	从 2015 年到 2022 年的独家冠名赞助商
2015-2016 国际雪联自由式滑雪空中技巧世界杯	恒大农牧集团	全程冠名赞助
CBA	他能量	新赛季 CBA 的赞助商
2015 中国环渤海 船拉力	信和财富	冠名

中国田径队	北京康比特体育科技	携手征战里约奥运会，共同推动中国田径运动的普及和发展
中国足协中国之队	蓝色火焰代表“创维集团”及“金立手机”	确立“中国足协中国之队”官方赞助商赞助合作关系，合作期涵盖未来四年，合作范围囊括“中国足协中国之队”全部七支“国字号”足球队
2015年北京国际田联世界田径锦标赛	大运集团	金牌赞助商
中甲	58 同城	冠名
法甲联赛	HTC	HTC 将成为法甲联赛的官方技术服务合作伙伴直至 2019 年
2016 欧洲杯	海信	顶级赞助商，同时也将成为 2018 年世界杯欧洲区预选赛的全局赞助商
国际篮联	北控集团	全球顶级合作伙伴，将参与赞助国际篮联举办的所有官方赛事
2016 年里约奥运会	光明	1.37 亿元拍下 2016 年里约奥运会《奖牌榜》独家冠名
澳大利亚橄榄球联盟沃伦伽海鹰队	中兴	成为海鹰队的球衣袖口广告赞助商
印度超级联赛金奈足球俱乐部	海尔	赞助商
国际篮联	奥拓电子	双方在未来将围绕体育营销新业务、体育电子新产品、体育合作新关系，共同推广国际篮联系列赛事活动在全球和中国的营销推广。
WTA 精英赛	华金证券	冠名赞助商
巴萨	OPPO	2015-16 赛季开始正式成为巴萨官方合作伙伴。在接下来的 3 个赛季里，双方将在足球赛事、粉丝活动、电视广告、联合周边产品及其他领域进行全面而深化的合作
国际乒联	完美（中国）有限公司	成为 2016 年世界乒乓球团体锦标赛的冠名赞助商
国际米兰	酒仙网	成为国际米兰中国官方合作伙伴，酒仙网将会全力支持国米的中国站赛事
西甲	雪花啤酒	战略合作伙伴
澳式足球（AFL）球队黄金海岸太阳队	华为	签署为期五年的赞助，从 2015 年到 2019 年，华为将成为俱乐部的官方技术合作伙伴

来源：网络资料整理，中泰证券研究所

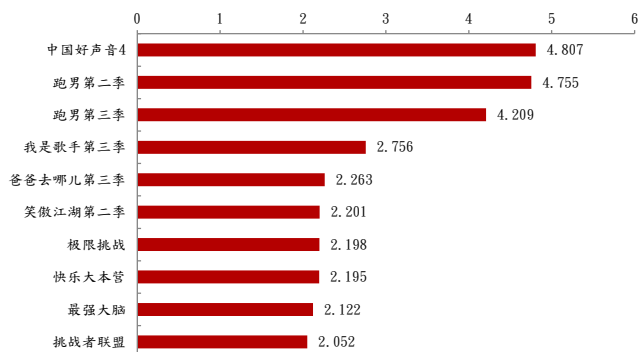
- 国民对于观赏性体育赛事的需求日益旺盛。根据 CSM 收视率数据显示 2015 年 CCTV-5 收视率排名前 10 体育赛事，且全部破 3。其中最高的为 2015 年田径世锦赛男子跳高决赛收视率破 4，达到 4.25。对比国内综艺节目 2015 年平均收视率情况，最高为《中国好声音 4》4.807，其次为《跑男第二季》4.755，第三名为《跑男第三季》4.209，观赏性体育赛事在国内的收视率已经逐步接近综艺节目。

图表 11：2015 年 CCTV-5 收视前 10 赛事



来源：CSM，中泰证券研究所

图表 12：2015 年全国综艺节目收视前十节目



来源：CSM，中泰证券研究所

双刃剑深耕体育营销领域多年，经验、资源丰富

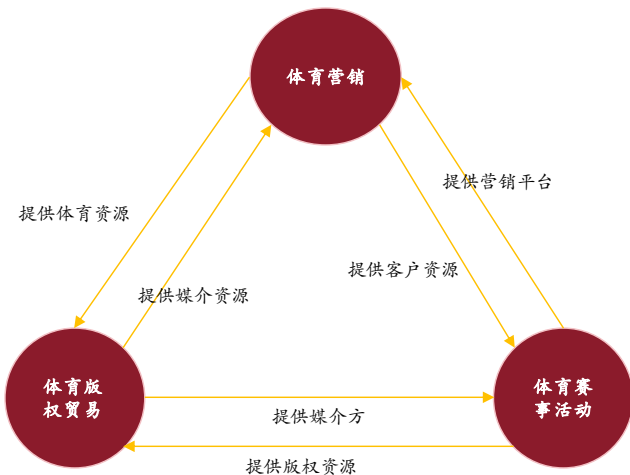
- 双刃剑成立于2004年，经过十多年的发展，从最初体育营销运作开始，不断探索并延伸体育产业相关业务链，形成目前**体育营销、体育版权贸易、体育赛事及活动运营**的三大业务格局，相互关联、互相促进。
 - **体育营销**：是双刃剑核心业务，也是开展体育版权贸易及体育赛事与活动运营的平台基础；通过向资源方购买所需的赞助权益及相关营销权益，将品牌公司需求与资源方对接，协调、组织品牌公司按照资源方的要求提供赞助款项及实物，并负责执行、监督确保品牌客户的赞助、广告权益得以实现。双刃剑通过为品牌客户提供体育咨询、负责赞助执行及后续服务获取体育营销收入。
 - **体育版权贸易服务**：通过与版权资源方（赛事主办方或其版权运营方）进行接触商谈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。双刃剑通过向新媒体客户销售所获取的赛事播放权获得该业务收入。
 - **体育赛事及活动运营**：双刃剑通过自建网站、合作媒体、微博、微信等多元化方式进行宣传，委托第三方机构进行现场搭建、文艺表演、医疗、安保、场地维护等工作。赛事过程中，双刃剑赛事通过吸引体育大众报名参与、获得了知名品牌赞助获取收入。

图表 13：双刃剑主营业务发展历程

2005 年至 2008 年，创业阶段	开创中国新型奥运营销模式，首次成功运作中国品牌牵手国外奥委会，协助“鸿星尔克”与朝鲜奥委会签署全球合作协议。
	为“鸿星尔克”独家定制 08 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，与鸿星尔克“TOBENO1”完美契合。
	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。
2009 年-2013 年，快速发展阶段	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，通过体育赞助、明星代言及网球活动等一系列营销组合，成功将其打造成为中国网球运动第一品牌。
	与南非奥委会达成合作协议，成为中国第一家在非洲拓展业务的体育营销机构。
2013 年至今，产业拓展阶段	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。
	制造中国体育用品公司最大的体育营销事件，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 FLASHRUN（荧光夜跑）。

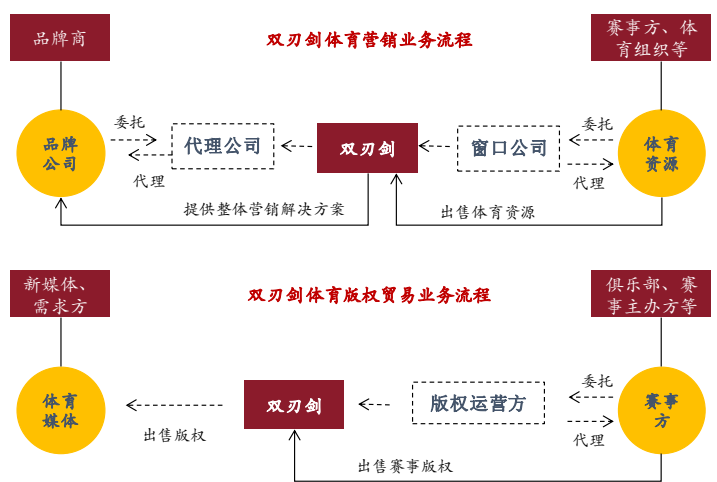
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：双刃剑三大业务关系



来源：公司公告，中泰证券研究所

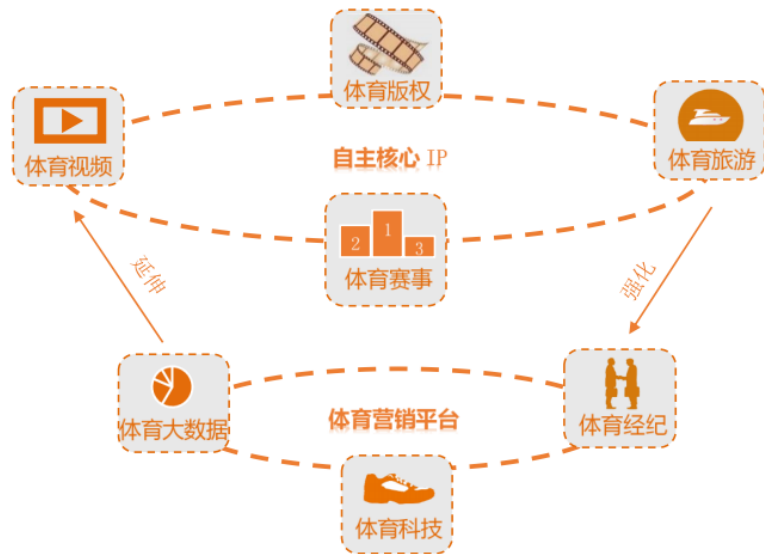
图表 15：双刃剑营销、版权业务流程



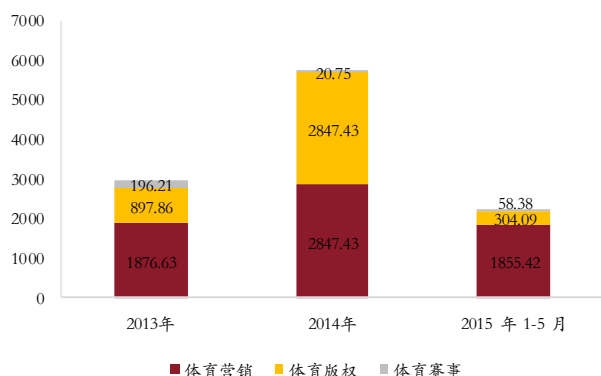
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **未来致力于构建营销生态圈。**双刃剑以体育营销为核心加快业务布局，构建了涵盖七大板块的“体育营销生态圈”，业务范围涵盖赛事版权、体育大数据、体育视频、球员经纪、赛事 IP 开发等多方面，有望实现跨越式发展，大幅提升业绩。

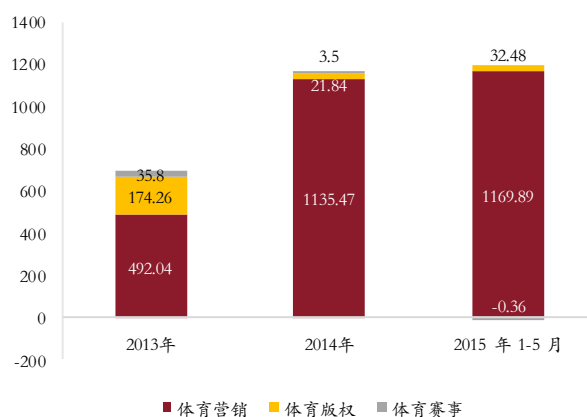
图表 16：双刃剑体育营销为平台的生态圈



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：2013 年以来双刃剑三大业务营收（万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：2013 年以来双刃剑三大业务毛利（万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 深耕体育产业多年，开发积累了大量体育营销资源，也拥有许多非常成功的案例。**双刃剑从成立开始，就注重挖掘优质资源，注重国际顶级赛事资源及知名体育明星的开发。在十多年的经营过程中与众多国际体育赛事及机构达成良好合作关系，先后与国际篮球联合会、亚足联、篮球报等结成合作伙伴关系，客户群体扩展至通信、服装、汽车、电子设备等行业。在业内口碑度高，实施了许多成功营销案例，如运作鸿星尔克成为网球阿布扎比公开赛官方合作伙伴，运作 361° 成为 2016 里约奥运会官方合作伙伴。
- 合作省广，夯实体育营销基础，加速发展。**2016 年 3 月 29 日，双刃剑与省广股份签订《战略合作框架协议》，主要合作体育营销类业务。把省广的下游客户资源和双刃剑在体育传媒领域的传播力有机结合，发挥协同效应。

图表 19：双刃剑体育营销具体内容和经典案例

业务类型	业务内容	经典案例	服务内容	服务特色
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。	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	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。	361° 成为 2016 里约奥运会官方合作伙伴	运作 361° 成为 2016 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。	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。
		双刃剑“亮剑伦敦发布会”	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。	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。

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。	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。
----------	---	-------------------------	-----------------------------------	--

来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 20: 双剑合作的知名品牌客户



来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 21: 双剑对接的国际优质赛事资源

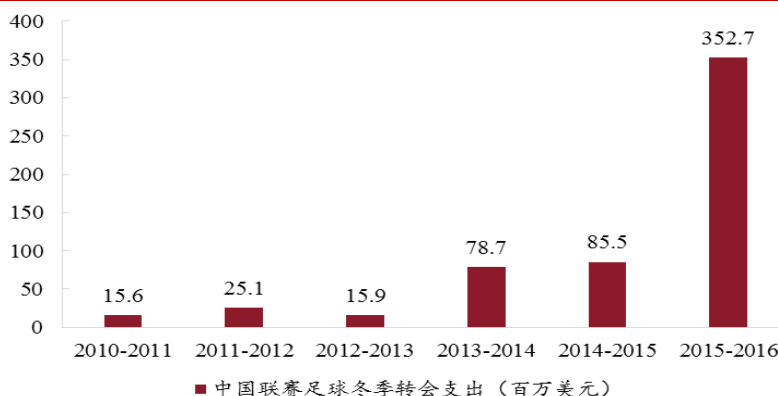
国际体育赛事		
澳大利亚网球公开赛	ATP 年终总决赛	WTA 年终总决赛
中国网球公开赛	NBA	英超
西甲	意大利超级杯	西班牙超级杯

来源:公司公告,中泰证券研究所

体育经纪千亿蓝海待开发

- **赛事水平不断攀升,运动员收入迎来井喷式增长。**在体育产业改革中首当其冲的足球行业,年内便迎来爆发式发展。2014-2015 年国际足联转会匹配系统(FIFA TMS)统计中国联赛冬季转会支出为 8550 万美元,到 2015-2016 年冬季转会期间,中超联赛转会投入 3.53 亿美元排名全球联赛之首,创造了世界纪录。

图表 22: 中国联赛足球冬季转会支出(百万美元)



来源: FIFA TMS, 中泰证券研究所

- **巨头纷纷动土经纪业务。**2015 年伊始,万达集团牵头三家投资机构宣布以 10.5 亿欧元并购瑞士盈方体育传媒集团 100% 股权,随即体育经纪市场大战全面展开,华人文化、复娱文化和乐视体育陆续动作跟进。巨头纷纷争夺体育经纪这块蛋糕,不仅仅是由于体育经纪业是一片广阔的蓝海,其在体育产业布局中也是不可或缺的一环,具有打通整个体育产业

命脉的作用。

图表 23：体育经纪业重大事件

时间	公司名称	标的公司概况	具体事件
2015 年 2 月	万达集团	瑞士盈方体育传媒集团, 主营体育市场营销和体育媒体制作及转播业务, 足球领域合作者遍布全球	牵头三家机构并购瑞士盈方体育传媒集团 100% 股权, 万达集团控股 68.2%, 交易额价值 10.5 亿欧元
2015 年 7 月	华人文化	体奥动力, 组织体育文化交流活动 (演出除外); 版权转让与代理服务; 设计、制作、代理、发布广告; 提供会议、承办展览展示会	出资控制华奥动力, 注册资本由 100 万改成 1 亿, 之后拿下未来 4 年中国之队系列赛事媒体版权以及未来 5 年的中超媒体版权
2015 年 8 月	万达集团	美国世界铁人公司, 既是铁人三项赛事品牌拥有者, 又是赛事经营者, 在全球范围内组织、推广和授权运营铁人三项运动赛事达 37 年, 占全球长距离铁人三项运动份额的 91%	以 6.5 亿美元并购美国世界铁人公司 100% 股权
2016 年 1 月	华人文化	盛力世家, 主营体育管理和营销业务, 旗下签约运动员超过 100 人, 包括申雪/赵宏博、职业拳手邹市明等并依托这些人打造了“冰上雅姿”、“世界拳王争霸战”等多项体育赛事	2013 年就投资了盛力世家, 具体时间和金额未公开披露, 此次追加 1 亿美金 C 轮融资
2016 年 1 月	复娱文化	葡萄牙 Gestifute 公司, 是欧洲最负盛名的体育经纪公司之一, 创始人门德斯是能够影响欧洲转会市场的人, 旗下拥有穆里尼奥、C 罗、J 罗、德赫亚等顶级教练和球星	与 Gestifute 公司战略合作, 通过在中国境内的公司, 共同开展球员经纪、赛事运行以及肖像权经纪代理等方面业务
2016 年 3 月	乐视体育	乐视体育经纪公司	成立全资子公司乐视体育经纪公司, 业务包括体育娱乐营销策划、运动员经纪、体育公关宣传等方面

来源：互联网资料，中泰证券研究所

- 体育经纪业属于体育产业中的体育服务业，在体育产业发展较为成熟的国家，体育产业增加值占 GDP 一般在 2% 以上，美国逼近 3%，体育服务业在整个体育产业中占比超过 50%，美国超过 70%。2014 年美国 GDP 为 17.42 万亿美元，体育产业规模达到 4410 亿美元，体育经纪业规模约为 450 亿美元，占整个体育产业的 10.20%，占 GDP 的 0.26%。**对比美国，我们认为国内到 2025 年体育经纪业务潜在空间为 1800 亿-2500 亿。**

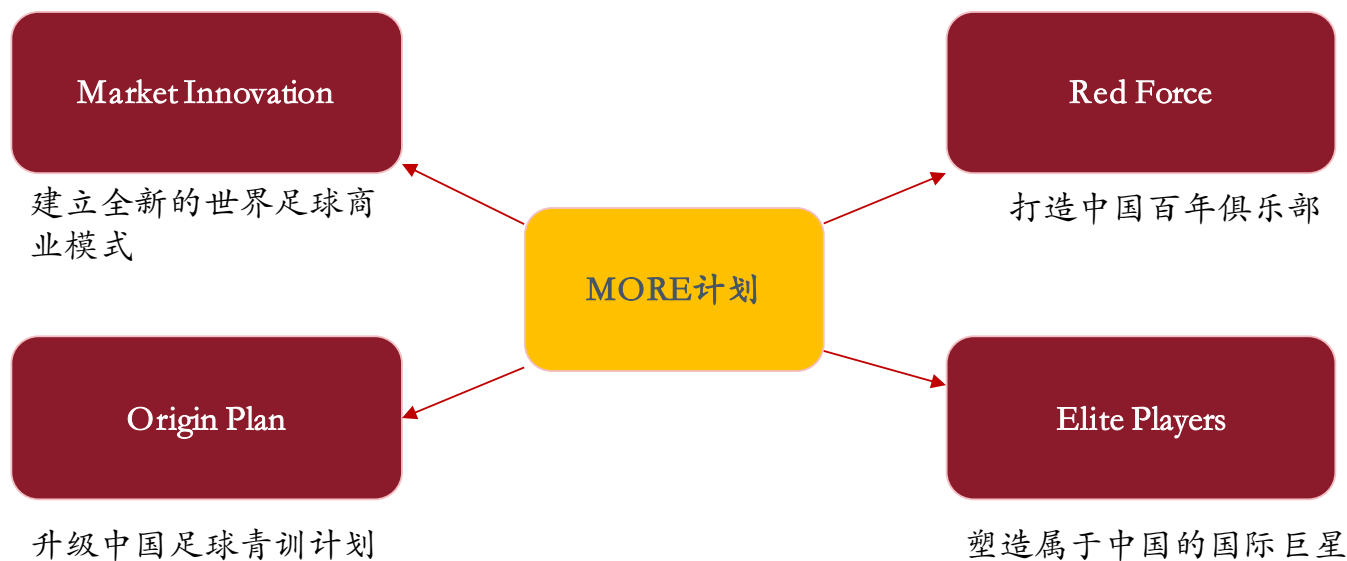
间接控股 MBS，合作波佐家族，发展体育经纪

- **携手 MBS 和波佐家族，成立足球产业联盟。**2015 年，双刃剑与 MBS 成为全球独家战略合作伙伴；2016 年 3 月，双刃剑与欧洲顶级体育经纪公司 MBS 及意大利足球巨头波佐家族达成战略合作，共同成立“desports 世界足球产业联盟”。
- **desports 世界足球产业联盟推出“MORE”计划。**MORE 分别表示 Market Innovation (市场革新)、Origin Plan (“源”计划)、Red Force (中国力量) 和 Elite Players (顶级球星)。Market Innovation (市场革新) 意在将更多中国资本和品牌带到欧洲五大联赛这个世界足球的核心，建立全新的世界足球商业模式。Origin plan (“源”计划) 意在全面升级中国足球的青训计划，从源头开始培养有天赋的青少年和足球教练。Red Force (中国力量) 期待引进国际先进的俱乐部运营体系，打造中国百年俱乐部，以及实现融入中国力量的世界级俱乐部的崛起。Elite players

(超级巨星)则是通过理性运作,将国际顶级巨星引入中国,将中国球员送入五大联赛顶级赛场,塑造属于中国的国际巨星。通过 MORE 计划,打通一条国际顶级球星引进中国以及塑造属于中国的超级国际球星的双向通道。

图表 24: 世界足球产业联盟启动“MORE”计划

市场+经纪+管理的足球大平台

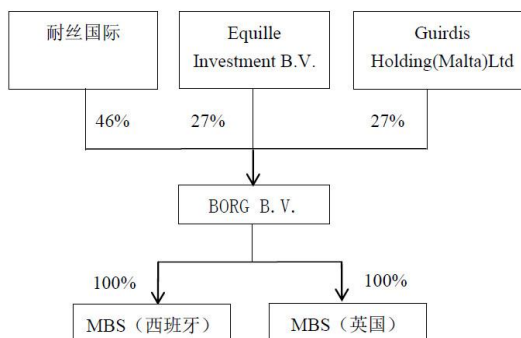


道博+MBS+波佐家族

来源: 中泰证券研究所

- 间接控股欧洲顶级体育经纪公司 MBS, 未来公司将通过“引进来”、“走出去”“转型扩张”等方式, 实现 MBS 盈利能力的持续和发展。当代明诚 2016 年 4 月 18 日发布公告, 拟出资 2.9 亿元, 受让上海耐丝所持 Nice International Sports Limited 100% 股权, 拓展体育经纪业务。耐丝国际持有 BORG B. V. 46% 股权, 同时其未来还将出资 1800 万欧元收购 BORG B. V. 部分股权, 从而对其持股比例增至 70%。交易全部完成后, 道博股份将实现对 BORG B. V 旗下两家公司 MBS (西班牙) 和 MBS (英国) 的间接控制。

图表 25: BORG B.V.分别持有 MBS (西班牙) 和 MBS (英国) 100% 股权

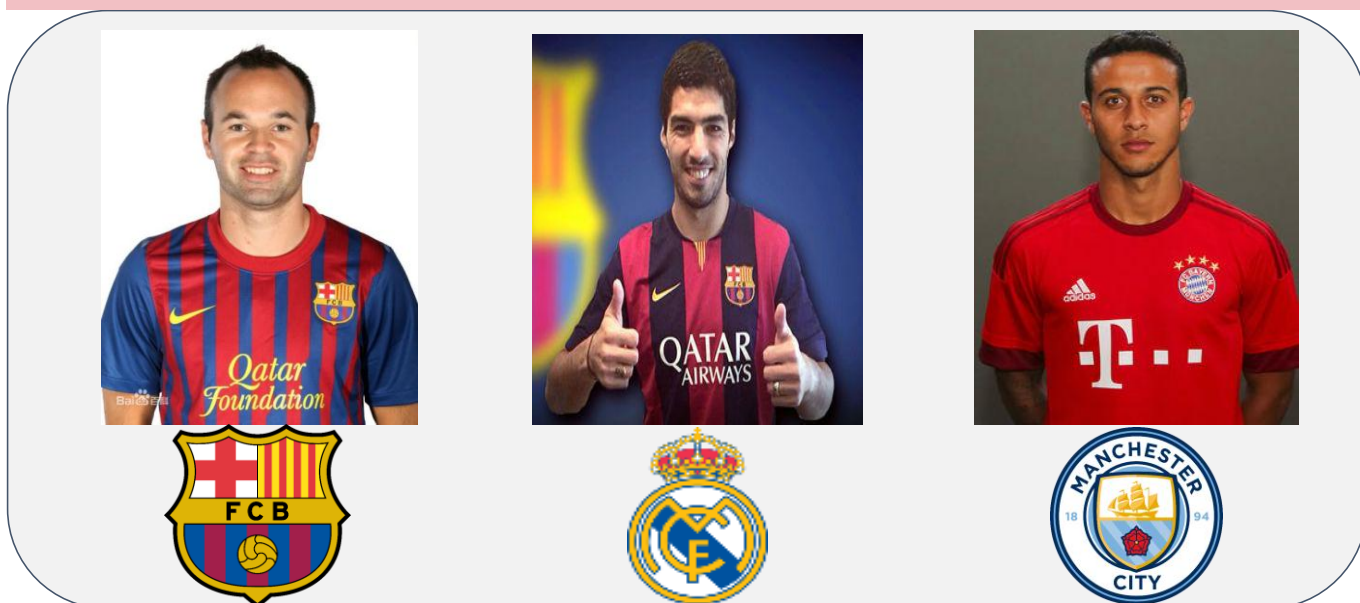


来源：公司公告，中泰证券研究所

- MBS 创始人佩雷·瓜迪奥拉(Pere Guardiola)是拜仁慕尼黑主教练佩普·瓜迪奥拉的弟弟，旗下拥有佩普·瓜迪奥拉、安德雷斯·伊涅斯塔、路易斯·苏亚雷斯、蒂亚戈等世界足坛巨星，也签约了 50 多位年轻球员，并与拜仁慕尼黑、巴塞罗那、皇家马德里、曼城、曼联、拜仁等多家欧洲顶级俱乐部保持良好关系，负责其包括转会、肖像权、赞助、球员及友谊赛等在内的多项业务。此外，MBS 还拥有西班牙足球甲级联赛数字转播权，负责该项赛事在数字平台转播权的运作，还收购了一家实力不俗的西班牙乙级球队。

图表 26: MBS 旗下拥有丰富球员及俱乐部资源

- 球星资源：安德雷斯·伊涅斯塔、路易斯·苏亚雷斯、蒂亚戈等
- 顶级俱乐部资源：拜仁慕尼黑、巴塞罗那、皇家马德里、曼城、曼联、拜仁等
- 50 多位年轻球员
- 西甲联赛数字转播权



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **波佐家族是全球第一家同时全资拥有五大联赛中三家俱乐部（英超的沃特福德、意甲的乌迪内斯、西甲的格拉纳达）的家族，掌控了来自意大利、西班牙、荷兰、保加利亚和智利共 10 家足球俱乐部。从意甲延伸至英超、西甲等欧洲劲旅。波佐家族在成功经营足球俱乐部方面有先进理念：**
 - **俱乐部层面：**尤其是管理中小球队有着丰富经验，抄底低级别球队，以强补弱，内部租借，拥有先进的俱乐部管理模式。
 - **球员层面：**波佐家族巨资构建的球探网络遍布全球，50 多名球探散布在世界各地，并各自拥有下线，他们最重要的能力是在全球不是特别出名的联赛中寻找到有培养潜力的优秀运动员，选中之后加入家族拥有的俱乐部进行培养并给出其足够的空间参加训练和上场比赛。据德国转会市场网站统计，近年波佐家族先后卖出 9 位新星，其中包括智利球星桑切斯。

图表 27：波佐家族拥有全资控股球队

球队	联赛	收购时间	级别
乌迪内斯（全资）	意甲	1986 年	1930 年以丙组联赛小组冠军得以首次升上乙组联赛，1950 年首次升上甲组联赛，2004/2005 年球季取得联赛第四名的佳绩，历史上首次参加欧洲冠军杯
格拉纳达（全资）	西甲	2011 年	西乙升入西甲，以卡梅内斯球场作为主场球场，现时在西班牙足球甲级联赛参赛
沃特福德（全资）	英超	2012 年	英冠联赛第 45 轮之后排名第一，提前升级英超联赛
索菲亚中央陆军（全资）	保加利亚	2012 年	迄今为止，他们已经赢得过多达 31 次联赛冠军。索菲亚中央陆军同索菲亚列夫斯基之间的德比战被称为“索菲亚德比”。因为财政危机，这家保加利亚最成功的俱乐部将在 2015-2016 赛季被降入丙级（业余联赛）
奥达克斯意大利人（全资）	智利	2007 年	球队现为智利足球甲级联赛球队

来源：网络公开资料整理，中泰证券研究所

- **体育明星是体育产业链的核心上游资源。**双刃剑通过与 MBS 和波佐家族的合作，获取优质体育资源，通过发展自主球员经纪业务，帮助体育明星提升市场商业价值的同时，分享体育明星的巨大商业权益价值，从而扩展公司收入来源。

培养中国球员青训体系，增加球员储备

- 双刃剑的优势是从海外带动海内，通过充分利用这种优势，将国外如何培养明星的一整套商业开发模式引进国内，培育国内球员，建立中国球员青训体系。MBS 在西甲、英超拥有丰富资源。波佐家族在足球产业全资控股或参与超过 10 家俱乐部，有完善的青训体系，遍布英意西三大联赛和东欧、南美，风格各异。能够为中国的青训球员制定最适合个人发展的留洋计划，并将他们安排到最适合其风格的球队训练。
- 目前 desports 世界足球产业联盟已经运作刚满 18 岁的小将王梓翔前往意甲劲旅乌迪内斯队接受欧洲顶级的门将技术训练，之后会根据王梓翔的成长进度和特点，安排他加入 DEFA 联盟内最适合的球队。

图表 28：中国优秀青年门将王梓翔

- 1998年出生，司职门将，身高1.88米，体重77公斤，摸高3.20米
- 效力于上海“幸运星”俱乐部，曾作为主力门将多次在全国U系列比赛中打入前三名。2013-2014年曾多次入选U16国少队，并进入2014年U16亚少赛决赛圈大名单。
- 特点：基本功扎实、稳健，属同龄组国内最优秀青少年门将之一。2015年底，王梓翔被前国门、北京国安门将教练组组长李松海收为“关门弟子”。
- 2015年底，王梓翔曾赴荷甲劲旅维迪斯试训。2016年，王梓翔正式成为DEFA的第1位中国签约球员。



来源：互联网公开资料，中泰证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

■ 盈利预测假设：

- **假设一：**影视方面，公司年轻化转型顺利，精品剧（《我是你的眼》、《玄武》、《爱人同志》等）、网剧、电视节目如期上线。
- **假设二：**体育方面，营销、经纪业务开展顺利，持续高速发展。在场馆运营、赛事 IP 开发领域不断开拓。

盈利预测结果

- 依据以上假设，我们预计影视业务 2016 年、2017 年、2018 年实现营业收入 4.21 亿元、5.2 亿元、6.17 亿元，同比增长 15.8%、23.71%、18.5%。体育业务 2016 年、2017 年、2018 年实现营业收入 3.9 亿元、4.58 亿元、5.47 亿元，同比增长 166.10%、17.41%、19.54%。
- 预计公司 2016-2018 年实现的收入分别为 8.11 亿元、9.79 亿元、11.65 亿元，分别同比增长 88.09%、20.68%、18.99%；实现归属母公司的净利润分别为 1.74 亿元、2.34 亿元、2.73 亿元，分别同比增长 226.27%、33.85%、16.78%。对应摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元和 0.56 元。

图表 29：细化分拆营业收入情况

分拆预测	营业收入（百万元）		
	2016E	2017E	2018E
影视业务	421.00	520.81	617.16
体育业务	390.00	457.89	547.37

来源：中泰证券研究所

首次覆盖，目标价 28.8 元，予以增持评级

- 根据公司当前股价，对应 2016-2017 年 PE 分别为 72 倍和 54 倍。我们选取涉足 A 股市场涉足体育产业的相关公司与当代明诚进行估值比较。根

据Wind一致预期，体育产业相关个股2016-2017年对应平均估值分别为92倍和67倍PE。

图表 30：可比公司估值比较（截止到2016年6月7日收盘价）

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600158.sh	中体产业	8.44	159.63	18.92	0.20	0.26	0.23	94.41	71.75	80.72
300162.sz	雷曼股份	3.50	84.51	24.16	0.21	0.29	0.32	115.49	83.57	75.41
002395.sz	双象股份	1.79	46.60	26.06	0.30	0.45	0.50	87.13	57.40	51.67
002587.sz	奥拓电子	3.78	54.68	14.45	0.13	0.17	0.27	107.68	86.06	52.58
000558.sz	莱茵体育	8.59	145.34	16.91	0.16	0.26	0.51	104.64	64.59	32.88
603555.sh	贵人鸟	6.14	157.31	25.62	0.61	0.70	0.80	42.28	36.46	32.02
平均 PE								91.94	66.64	54.21
600136.sh	当代明诚	4.87	125.69	25.80	0.36	0.48	0.56	71.67	53.75	46.07

来源：中泰证券研究所

- 当代明诚影视业务实现年轻化、网络化转型，同时在体育领域，收购双刃剑，完善体育营销领域布局，重磅出手间接控股 MBS，完善体育经纪布局，与双刃剑营销业务实现充分协同，不仅在产业中占据了明显的先发优势，同时也把握住体育产业当前变现最为迅速、空间最为巨大的两大业务，值得期待。目标价 28.8 元，首次覆盖，“增持”评级。

风险提示

- 1) 影视转型不达预期，制作进度、收视效果不佳。
- 2) 体育人才储备不足。体育产业高速发展，人才的储备若不能及时能跟上产业发展的脚步，将会直接影响公司的发展和业绩。若不能很好地控制人才流失的风险，则会对上市公司的经营和业务发展造成不利影响。
- 3) 体育产业发展速度不达预期，变现周期长。体育产业存在投入大，回报周期长的特点，前期投入弱不能及时变现，将会影响公司后期战略推进。
- 4) 市场整体风险偏好下移风险。现阶段，A 股市场震荡加剧，分歧较大，风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 31：当代明诚三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	88	71	431	811	979	1,165
增长率	0.22%	-19.0%	507.6%	88.1%	20.7%	19.0%
营业成本	-71	-58	-251	-479	-566	-671
% 销售收入	80.9%	82.1%	58.2%	59.1%	57.8%	57.6%
毛利	17	13	180	332	413	493
% 销售收入	19.1%	17.9%	41.8%	40.9%	42.2%	42.4%
营业税金及附加	-1	0	-2	-3	-4	-5
% 销售收入	1.4%	0.1%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%
营业费用	-3	-1	-17	-28	-35	-42
% 销售收入	2.9%	1.4%	3.9%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用	-11	-9	-50	-65	-78	-100
% 销售收入	12.3%	12.8%	11.5%	8.0%	8.0%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	2	3	111	235	295	346
% 销售收入	2.5%	3.7%	25.8%	29.0%	30.1%	29.7%
财务费用	-1	-1	-17	12	41	46
% 销售收入	0.6%	1.6%	4.0%	-1.5%	-4.2%	-4.0%
资产减值损失	-1	2	-13	-5	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	5	2	2	3
% 税前利润	92.6%	1.6%	4.9%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	3	4	86	244	336	393
营业利润率	3.0%	5.4%	20.0%	30.1%	34.4%	33.8%
营业外收支	0	0	15	18	17	17
税前利润	3	4	101	262	353	411
利润率	2.9%	5.3%	23.4%	32.3%	36.1%	35.3%
所得税	-1	-2	-32	-66	-88	-103
所得税率	58.7%	64.6%	32.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1	1	69	197	265	308
少数股东损益	0	0	15	22	31	35
归属于母公司的净利润	1	1	53	174	234	273
净利率	1.3%	1.3%	12.4%	21.5%	23.9%	23.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1	1	69	197	265	308
少数股东损益	0	0	0	22	31	35
非现金支出	4	1	15	6	3	3
非经营收益	-2	0	5	0	5	4
营运资金变动	17	3	-168	296	-132	-73
经营活动现金净流	20	5	-78	522	172	278
资本开支	0	-1	2	6	-18	18
投资	-17	-9	-39	0	0	0
其他	0	0	0	2	2	3
投资活动现金净流	-17	-8	-41	-4	20	-15
股权募资	0	0	161	1,637	0	0
债权募资	0	-5	33	-102	0	0
其他	-12	-9	-17	-22	-24	-24
筹资活动现金净流	-12	-14	177	1,513	-24	-24
现金净流量	-10	-16	58	2,030	168	238

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	30	22	60	2,068	2,205	2,408
应收款项	22	17	413	299	382	468
存货	3	1	299	202	273	309
其他流动资产	23	5	31	69	71	87
流动资产	77	45	803	2,638	2,931	3,272
% 总资产	40.0%	23.7%	65.9%	85.7%	87.0%	87.4%
长期投资	30	62	62	62	62	62
固定资产	85	83	5	29	27	61
% 总资产	44.1%	43.4%	0.4%	1.0%	0.8%	1.6%
无形资产	0	0	341	341	341	341
非流动资产	116	146	415	439	437	471
% 总资产	60.0%	76.3%	34.1%	14.3%	13.0%	12.6%
资产总计	194	192	1,218	3,077	3,369	3,743
短期借款	5	0	102	0	0	0
应付款项	30	33	80	153	160	201
其他流动负债	13	13	57	111	131	157
流动负债	49	45	240	264	291	357
长期贷款	0	0	66	66	66	66
其他长期负债	1	1	1	1	1	1
负债	50	47	307	331	358	424
普通股股东权益	134	135	869	2,681	2,915	3,187
少数股东权益	10	10	42	64	96	131
负债股东权益合计	194	192	1,218	3,077	3,369	3,743

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.011	0.009	0.326	0.358	0.479	0.560
每股净资产(元)	1.281	1.290	5.299	5.503	5.983	6.542
每股经营现金净流(元)	0.192	0.051	-0.477	1.025	0.288	0.497
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.88%	0.71%	6.15%	6.51%	8.01%	8.56%
总资产收益率	0.61%	0.50%	4.39%	5.67%	6.93%	7.29%
投入资本收益率	1.01%	1.54%	7.91%	25.94%	27.30%	28.40%
增长率						
营业总收入增长率	0.22%	-19.05%	507.55%	88.09%	20.68%	18.99%
EBIT增长率	-78.06%	20.97%	4164.08%	111.53%	25.13%	17.55%
净利润增长率	-76.95%	-19.19%	5504.09%	226.27%	33.85%	16.78%
总资产增长率	5.58%	-1.02%	536.03%	152.58%	9.48%	11.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.1	67.0	174.3	118.3	128.4	132.7
存货周转天数	15.8	13.0	218.0	149.6	172.4	164.8
应付账款周转天数	31.1	20.3	44.4	34.1	35.2	36.4
固定资产周转天数	361.3	433.5	37.3	7.7	10.5	13.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.40%	-15.53%	11.82%	-72.94%	-71.04%	-70.56%
EBIT利息保障倍数	4.2	2.0	6.5	-19.5	-7.2	-7.5
资产负债率	25.87%	24.41%	25.19%	10.77%	10.63%	11.34%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。