

# 业务结构不断优化，打造数字版权综合服务龙头

## 买入（首次）

2016年8月31日

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	435.68	428.97	1048.08	1466.51
(+/-)(%)	-3.10	-1.54	144.32	39.92
净利润(百万元)	10.88	51.18	145.30	253.49
(+/-)(%)	111.82	370.29	183.93	74.45
EPS(元)	0.04	0.10	0.29	0.50
P/E	782.19	207.43	73.06	41.88

### 投资要点

- 传统主业持续低迷，公司积极转型，业务结构不断优化。**公司作为中国最大的商务信息用纸综合供应商之一。由于传统造纸印刷行业从2010年以来持续低迷，公司积极转型，调整主营业务方向。同时逐步剥离亏损业务，优化业务结构。
- 顺应互联网+时代潮流，先后收购深圳微梦想股权共计81%股权布局移动互联网社交媒体内容营销业务，增资上海桎影数码获得10%股权布局VR/AR业务、收购畅元国讯100%股权开启数字版权服务业务。**
- 公司收购“微梦想”81%股权，完成了对移动社交媒体内容营销领域布局，持续受益于社交媒体内容营销市场显著增长。**通过收购“微梦想”，一方面有利于发挥其在自媒体领域的优势，提升互联网营销能力。另一方面微梦想业务有望与畅元国讯在IP变现方面形成协同效应。
- 收购畅元国讯，切入数字版权产业，受益于正版化趋势，未来业绩可期。**畅元国讯目前是中国权威的版权业务全产业链服务商，是全国首家开通线上版权服务的版权综合服务商。畅元国讯主营业务是基于DCI体系开展的版权技术业务、版权保护业务、版权交易业务和版权增值业务。2016年上半年四大业务实现同步高速增长，实现预期利润可期。公司IP及各类版权储备丰富，版权交易将显著增厚利润，依托IP的孵化也为公司业绩增长带来了新的想象空间。

### 投资建议

安妮股份业务结构不断优化，互联网+版权布局稳步推进，受益于网文正版化趋势，版权交易及内容分发业务稳定增长，IP孵化、版权增值业务带来新的业绩增长点。增发后对应股本4.18亿，摊薄后16-18年EPS分别为0.10, 0.29, 0.50元，对应PE为207, 73, 42，考虑到公司版权平台的稀缺性及先发龙头优势，业务有望实现可持续性高速增长，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示：

数字版权产业增长不及预期  
版权保护环境、盗版等影响公司业绩

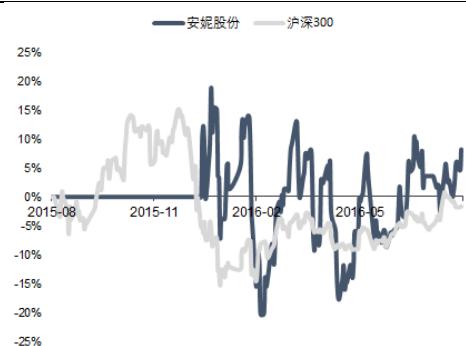
首席证券分析师 张良卫

 执业资格证书号码：S0600516070001  
 zhanglw@dwzq.com.cn  
 021-60199740

研究助理 唐思思

 执业资格证书号码：S0600116070033  
 tangss@dwzq.com.cn  
 021-60199792

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.2
一年最低价/最高价	14.67/23.48
市净率(倍)	16
流通A股市值(亿元)	58.1

### 基础数据

每股净资产(元)	1.26
资产负债率(%)	36.86
总股本(百万股)	292.5
流通A股(百万股)	227.25

### 相关研究

## 目录

1.	传统造纸主业相对低迷，推进转型优化业务结 构 .....	4
1.1.	传统造纸主业持续低迷，积极转型势头良好 .....	4
1.2.	业务结构不断优化，商务信息业务平稳发展 .....	4
2.	收购“微梦想”，布局内容营销领域 .....	5
2.1.	微梦想社交媒体流量资源丰富，提供移动内容营销解决 方案 .....	5
2.2.	移动广告市场高速增长，内容营销成未来趋势 .....	6
2.3.	社会化媒体营销市场高速增长 .....	7
3.	增资参股上海桎影，涉足 VR AR 产业 .....	7
4.	正版化来袭，数字版权产业空间不断释放，带 动未来版权登记及版权保护需求爆发 .....	8
5.	收购畅元国讯，切入数字版权产业，受益于网 文正版化趋势 .....	10
5.1.	并购畅元国讯无条件过会，布局版权行业全产业链 ..	10
5.2.	深耕数字版权行业，畅元国讯率先开通线上版权服务 .....	11
5.3.	畅元国讯四大主营业务同步高速增长，实现预期利润可 期 .....	12

## 图表目录

图表 1: 公司近年来营业收入及增速 .....	4
图表 2: 公司近年来净利润 .....	4
图表 3: 2015 占公司主营业务收入和主营业务利润 10%以上产品情况..	4
图表 4: 安妮股份持续剥离亏损子公司 .....	5
图表 5: 微梦想微博&微信资源举例 .....	6
图表 6: 2012-2018 年中国网络广告&移动广告市场规模及增速 .....	6
图表 7: 2012-2018 年中国网络广告&移动广告市场规模及增速 .....	7
图表 8: 上海桎影主要客户 .....	8
图表 9: 上海桎影 AR 早教产品 .....	8
图表 10: 2015 年以来重要版权保護政策 .....	9
图表 11: 数字出版产业收入及增速 (亿元/%) .....	10
图表 12: 2015 年数字出版产业分布 .....	10
图表 13: 畅元国讯提供全方位版权服务 .....	12
图表 14: 畅元国讯收入结构 (万元) .....	12

## 1. 传统造纸主业相对低迷，推进转型优化业务结构

### 1.1. 传统造纸主业持续低迷，积极转型势头良好

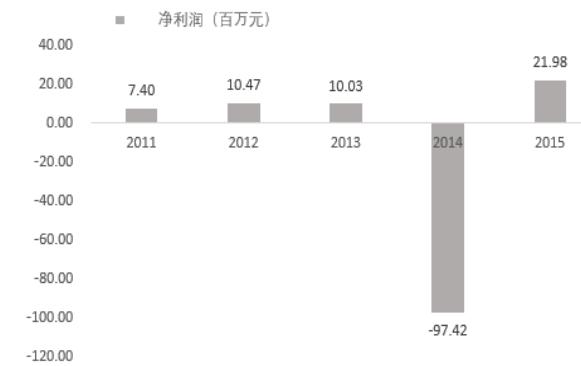
安妮股份是以商务信息用纸的研发、生产、销售以及综合应用服务为主的大型企业集团。公司生产产品不仅广泛应用于商务与办公活动的各个领域，而且拥有全国性营销网络，是中国最大的商务信息用纸综合供应商之一。由于传统造纸印刷行业从 2010 年以来持续低迷，公司主业面临巨大压力。从 2010 年以来，公司主业持续下滑，2014 年公司处于亏损状态。

图表 1：公司近年来营业收入及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：公司近年来净利润



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

在商务用纸行业需求放缓情况下，公司积极转型，调整主营业务方向。一方面公司对传统业务即商业用纸业务采取了剥离、清理和优化的策略，即剥离亏损业务，加大定制纸品等高毛利率产品的供应；另一方面，公司顺应互联网+时代潮流，先后收购深圳微梦想股权共计 81% 股权布局移动互联网社交媒体营销业务、增资上海桎影数码获得 10% 股权布局 VR/AR 业务、收购畅元国讯 100% 股权开启数字版权服务业务。通过双管齐下，公司 2015 年实现净利润为 2198 万元，实现扭亏为盈。

图表 3：2015 占公司主营业务收入和主营业务利润 10% 以上产品情况

产品名称	营业收入	营业利润	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业利润比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
商务信息用纸产品	371,234,401.60	70,582,985.71	19.01%	-8.53%	105.72%	10.56%
互联网服务	42,757,320.06	37,815,609.31	88.44%	100.00%	100.00%	88.44%
彩票服务	13,297,790.76	1,526,513.17	11.48%	-36.32%	-87.11%	-45.22%

资料来源：公司公报、东吴证券研究所

### 1.2. 业务结构不断优化，商务信息业务平稳发展

针对商务信息用纸业务，公司继续贯彻“清理、稳定、优化”的经营策略，剥离运营效率低、盈利能力差的业务，公司商务信息用纸业务保持平稳发展，有竞争力业务将获得更多发展空间。目前公司传统主业产品包括商务信息用纸订制品和标准品、IFID 产品和彩票产品。2015 年公司商务信息用纸业务营业利润比上年增加 105.72%，主要是因为（1）、公司 2014 年对部分产品及库存实施清理，造成亏损；（2）、2015 年公司对业务实施优化，提升产品盈利能力。

图表 4：安妮股份持续剥离亏损子公司

公司名称	剥离时间	公司业务	净利润		剥离收益（万元）	转让价格
			2013 年			
深圳市绿荫实业有限公司	2014 年四季度	商业印刷票据、现代信息纸品及办公用纸	-147	-54.69	54.8	1170
厦门安捷物联网网络科技有限公司	2014 年四季度	RFID 的技术研发、产品制造和应用推广	117	-129.62	127.7	340
杭州安妮纸业有限公司	2015 年一季度	纸制品贸易	-1.4	-49.3	0	123
湖南安妮特种涂布纸有限公司	2014 年三季度	涂布技术开发及成果转让；纸张及包装用品制造销售	-788	-4596	-	-
西安安妮商务信息用纸有限公司	2015 年一季度	纸制品贸易	-0.039	-0.08	-	-

资料来源：公司公报，东吴证券研究所

## 2. 收购“微梦想”，布局内容营销领域

### 2.1. 微梦想社交媒体流量资源丰富，提供移动内容营销解决方案

微梦想主营业务是基于移动互联网社交平台，通过在移动社交平台上运营以生活娱乐信息为主的自媒体账号（以新浪微博与腾讯微信为主），产生新鲜有趣的内容吸引粉丝关注从而聚拢流量，在汇聚起海量的用户流量后，依托于上述移动互联网社交平台作为营销推广信息发布平台，为客户提供一揽子以原生内容广告形式为主的移动互联网营销推广解决方案。

图表 5：微梦想微博&amp;微信资源举例



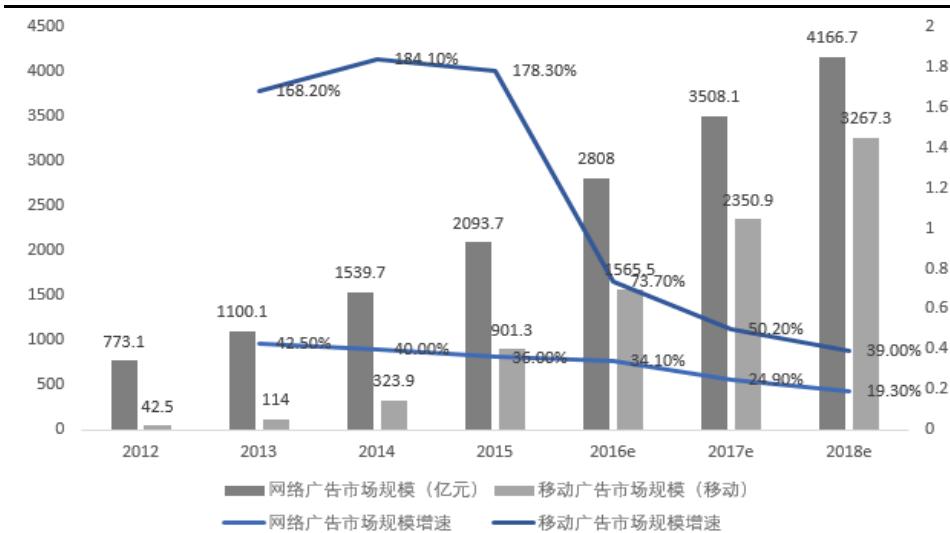
资料来源：公司网站，东吴证券研究所

公司两次合计收购“微梦想”81%股权，逐步完成了对移动社交媒体营销领域布局。其中2015年2月，公司以9639万元收购深圳微梦想51%股权；2016年6月，公司以7,040.81万元收购30%股权。

## 2.2. 移动广告市场高速增长，内容营销成未来趋势

根据艾瑞咨询报告显示，目前移动广告市场规模增速远远高于网络广告市场规模。2015年移动市场规模达901.3亿元，同比增速高达178.3%，发展势头十分强劲。2016年预期移动营销规模将超千亿元。借“微梦想”，公司进军移动内容营销，开辟新的增长点。

图表 6：2012-2018年中国网络广告&amp;移动广告市场规模及增速

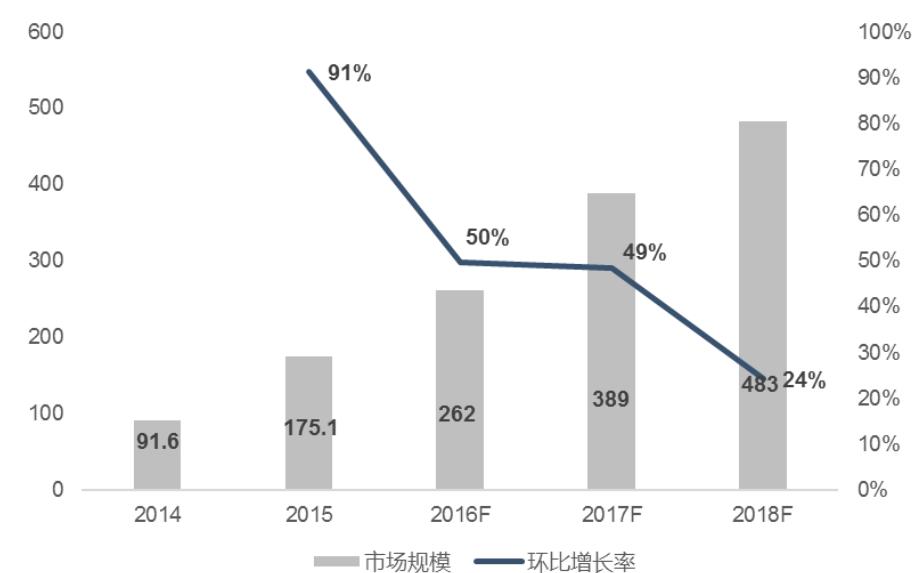


资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 2.3. 社会化媒体营销市场高速增长

参考易观智库的数据，2015 年社会化媒体营销规模为 175 亿元。预计 16-18 年社会化媒体营销将持续高速增长，18 年规模有望接近 500 亿。微博、微信聚集的大量流量，软性广告段子植入等形式效果良好，比较容易被接受。

图表 7：2012-2018 年中国网络广告&移动广告市场规模及增速



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

**微梦想业务有望与畅元国讯在 IP 变现方面形成协同效应。**15 年“微梦想”实现营业收入 4694.83 万元，净利润 2689.31 万元，互联网服务业务毛利率高达 88.44%。16 年业绩承诺为净利润不低于 2690 万元，收购完成后将进一步增厚公司利润。业务上可与“畅元国讯”形成协同效应。一方面，“微梦想”可以借助畅元国讯的数字版权服务优势，获得更多优质作品，提升所经营的自媒体内容质量，从而提升盈利能力 and 持续经营能力；另一方面，“畅元国讯”积累的优质小微内容也可通过“微梦想”进行价值变现。

### 3. 增资参股上海桎影，涉足 VR AR 产业

桎影数码于 2013 年 4 月成立，主要为游戏厂商、影视节目提供图象画面相关的技术服务；2015 年 4 月启动虚拟现实项目，以虚拟现实技术开发儿童教育产品，目前处于产品设计阶段；将以儿童教育产品作为切入点，通过用户规模搭建平台，数据积累强化用户粘性，未来将以虚拟现实技术为竞争壁垒，以平台数据运营作为主要收益来源。

图表 8：上海桎影主要客户



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 9：上海桎影 AR 早教产品



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

#### 4. 正版化来袭，数字版权产业空间不断释放，带动未来版权登记及版权保护需求爆发

**数字版权利好政策频出，法律体系不断完善。**数字版权法律制度的完善和相关政策的激励是数字版权行业重要的驱动因素，面对数字时代带来的版权保护新问题，我国从立法层面积极应对，如在 2001 年《著作权法》第一次修订中增设了信息网络传播权；2006 年专门颁布了《信息网络传播权保护条例》，对信息网络传播权做了细致的规定；正在进行中的《著作权法》第 3 次修订也是对新技术的发展和实践的需要做出的积极回应等。目前我国已经形成了以《著作权法》为主干、以若干著作权行政法规为补充、辅之以司法解释和部门规章的相对独立且完整的有关数字出版的版权法律体系。

2016 年 7 月 12 日上午，国家版权局联合国家网信办、工信部、公安部在京召开新闻发布会，宣布正式启动“剑网 2016”专项行动。网络视频正版化从 2010 年正式启动，国家出台强制政策助推正版运动，一方面

监督、激励行业主体购买正版正版影视作品，通过优质优质网络内容获得用户流量；另一方面政策出台有利于宣传版权意识，使用户思想观念转变，为优质内容付费意愿提升，从而反向刺激视频网站购买正版资源，视频网站加入版权资源价格战，推动影视内容版权市场秩序的重建。6月份，爱奇艺会员破2000万，是重要信号。网络文学也将逐渐走向正版化路径，形成良性循环。

**图表 10：2015年以来重要版权保护政策**

时间	政策	简介
2015.01	《深入实施国家知识产权战略行动计划(2014—2020年)》	要求加强对视听节目、文学、游戏网站和网络交易平台的版权监管，规范网络作品使用，严厉打击网络侵权盗版，优化网络监管技术
2015.04	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	明确了著作权法律法规中涉及网络版权转载的几个重要问题
2015.06	“剑网2015”专项行动	规范网络音乐版权是“剑网2015”专项行动的首要重点业务
2015.7	《关于积极推进“互联网+”行动的知识意见》	推动建立“互联网+”知识产权保护联盟
2015.11	《关于加强互联网领域侵权假冒行为治理的意见》	强化对重点领域的监测监管，及时发现和查处网络非法转载等各类侵权盗版行为
2016.07	“剑网2015”专项行动	2016年将重点打击网络文学版权侵权
2016.07	《国务院关于新形势下加快知识产权强国建设的若干意见》重点任务分工方案	从管理体制机制改革、知识产权对外合作等方面做了详细分工规定

资料来源：网络资料，东吴证券研究所

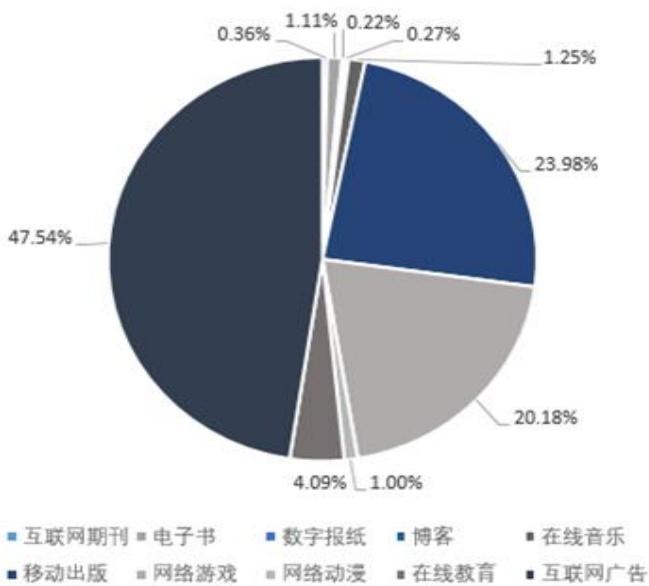
**数字出版规模持续增长，数字版权产业发展应运而生。**受益于互联网的全面渗透和文化产业蓬勃发展，中国数字版权产业蓬勃发展。目前数字出版行业收入实现了高速发展，增长速度稳居30%之上。15年行业收入高达4403.85亿元，相比于2014年同比增长30%；其中互联网广告、移动出版、网络游戏占据数字出版行业收入的前三位。随着数字出版产业规模不断增加，参与者对数字版权越发关注，版权登记及交易产业正快速形成及发展起来，未来版权登记及版权保护市场潜力巨大。

图表 11：数字出版产业收入及增速（亿元/%）



资料来源：2015-2016 数字出版产业报告，东吴证券研究所

图表 12：2015 年数字出版产业分布



资料来源：2015-2016 数字出版产业报告，东吴证券研究所

## 5. 收购畅元国讯，切入数字版权产业，受益于网文正版化趋势

### 5.1. 并购畅元国讯无条件过会，布局版权行业全产业链

收购畅元国讯，切入数字版权产业，受益于正版化未来业绩可期。15 年 12 月 27 日，安妮股份公告拟以发行股份及支付现金的方式购买畅元国讯 100% 的股权，并通过非公开发行的方式募集配套资金 10 亿元，主

要用于版权大数据平台建设；16年8月5日该事项已经获得证监会审核无条件通过。收购完成后，安妮股份将持有畅元国讯100%股权，畅元国讯成为安妮股份的全资子公司并纳入合并范围。这将进一步丰富公司经营范围及业务领域，增加主营业务收入来源，降低经营风险。同时，上市公司可充分利用目前已积累的丰富的管理经验及资本实力，加快互联网业务拓展进程，提升公司核心竞争力和盈利能力。

畅元国讯目前是中国权威的版权业务全产业链服务商，是全国首家开通线上版权服务的版权综合服务商，其主要业务可以分为以“版权家”平台承载的版权认证、维权和版税结算、版权价值评估等综合一体化版权服务，以及以即将上线的“艺百家”平台承载的版权交易（数据监控）、IP 孵化业务。**2016 年、2017 年、2018 年畅元国讯承诺扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 7,600 万元人民币、10,000 万元人民币、13,000 万元。**

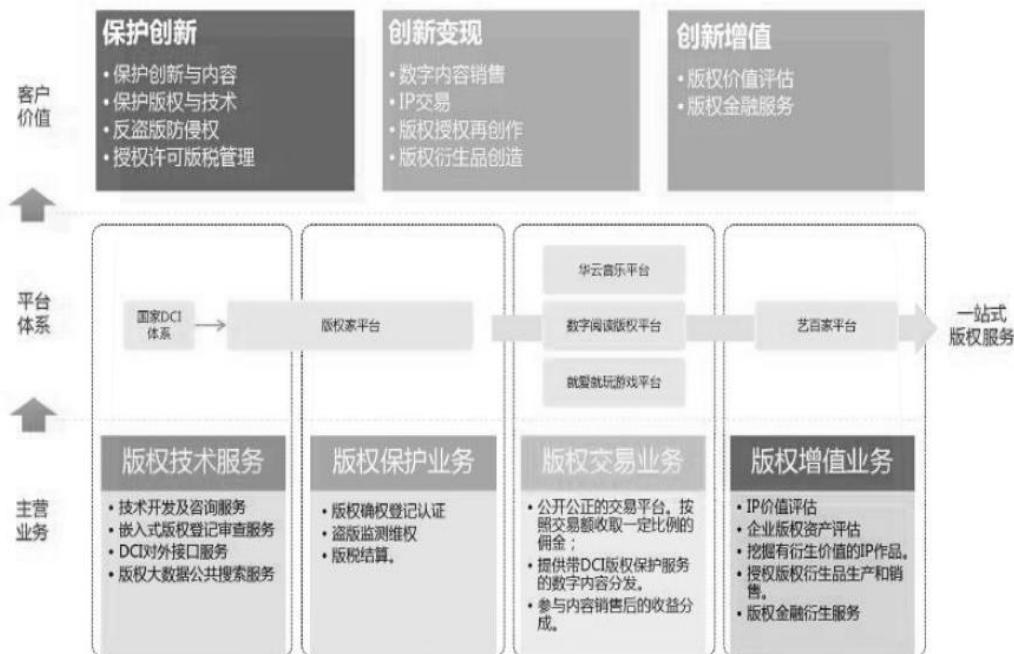
畅元国讯 16 年 1-6 月已实现营业收入 12,945.43 万元、净利润 3,483.96 万元，占全年预测营业收入 34,341.71 万元、预测净利润 7,569.01 万元的比例分别为 37.7%、46.03%。结合公司现有签约及版权交易业务增长情况，全年承诺收入及利润可实现性较强。

## 5.2. 深耕数字版权行业，畅元国讯率先开通线上版权服务

畅元国讯主营业务是基于 DCI 体系开展的版权技术业务、版权保护业务、版权交易业务和版权增值业务。公司在版权保护及交易方面经验丰富，自主研发一系列数字阅读标准和核心技术，参与了国家版权中心一些列标准的制定工作，在行业内首创“高效登记+版权交易+版权集成分发+透明结算”的版权生态模式。未来公司将依托母公司投融资能力和在互联网方面布局，积极推进各个平台的建设，购买相应版权涉足版权衍生品的投资与版权大数据的购买，完善版权数据库的建设，保持版权行业龙头地位。

目前畅元国讯已率先在全国开通线上版权服务，提供版权登记认证、版权估值、版权交易、版权内容分发、版税（版权费）结算等版权业务全产业链综合服务。目前，公司版权家平台(2015 年 12 月上线)、华云音乐平台（2015 年 5 月上线）、就爱就玩（2015 年 4 月上线）平台等已经上线运营，运营数据良好；此外，艺百家平台、数字版权阅读平台也将陆续上线。其中版权家平台提供版权保护服务和打造信息库入口；华云音乐、数字阅读版权平台、就爱就玩音乐平台为数字版权内容交易平台；艺百家是 IP 孵化和内容销售平台。

图表 13: 畅元国讯提供全方位版权服务



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 5.3. 畅元国讯四大主营业务同步高速增长，实现预期利润可期

受益于数字版权平台上线运营，2016年上半年公司已实现营业收入12953亿元，净利润3,483.96万元，占全年预测营业收入34,341.71万元、预测净利润7,569.01万元的比例分别为37.7%、46.03%。实现预期利润可期。同时四大主营业务均实现同步高速增长，其中，版权保护、版权技术、版权交易和版权增值业务分别实现营业收入69.04、439.99、11492.99和943.40万元，占比分别为0.53%、3.40%、88.78%和7.29%；版权交易和版权增值是公司主要收入来源。

图表 14: 畅元国讯收入结构 (万元)

单位：万元	2014年			2015年			2016H1	
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比
版权保护	232.24	41.99%	99.83%	163.65	2.74%	99.41%	69.04	0.53%
版权技术	127.58	23.07%	100%	923.37	15.45%	100%	439.99	3.4%
版权交易	148.4	26.83%	-9.7%	4561.15%	76.29%	16.41%	11492.99	88.78%
版权增值	44.81	8.1%	100%	330.19	5.52%	100%	943.4	7.29%
合计	553.03	100%	64.45%	5978.36	100%	35.92%	12945.42	100

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中版权交易受益于爱就玩、华云音乐等平台的上线，版权交易业务逐步增加，版权交易其收入模式主要为通过为版权人及渠道提供内容集成、排序，版权保护，支付结算和渠道管理服务，参与内容销售后的收益分成。 015 年该业务收入实现爆发式增长，同比增幅高达 2,973.54%。 2016 年上半年收入已经超过去年全年的 2 倍，目前已成为标的公司主营业务收入的重要来源。2016 年 5 月底，畅元作为游戏版权服务商参与《鬼吹灯 3D》手游的发行，并获得游戏的分发权利；《鬼吹灯 3D》手游于 2016 年 6 月在全平台上线，最高达到 ios 畅销榜第二、付费榜第一的成绩，目前，注册人数超过 300W，流水超过 8000W。

**打造数字版权 IP 航母，公司版权增值业务有望迎来业绩爆发。**版权增值业务是指畅元国讯为版权家、艺百家平台用户提供版权价值评估、版权衍生创作服务及版权金融服务，其收入模式为收取版权价值评估费、版权衍生内容销售分成以及版权金融服务费。7 月底，公司宣布与新动集团战略合作不断深化，共同合作开发包括《九州》系列在内的近百款 IP，未来版权交易及 IP 孵化潜力巨大，前期二者合作发行的手游《鬼吹灯》流水超过 8000 万。新动集团旗下还拥有数十款精品手游，与大 IP 联动想象空间巨大。

**资产负债表 (百万)**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	225.03	5184.5	5570.8	5990.3
现金	121.89	5025.3	5222.9	5519.0
应收账款	40.95	66.10	158.26	218.45
其它应收款	5.87	12.01	28.54	40.31
预付账款	3.69	11.75	23.67	29.98
存货	38.98	49.30	110.37	148.84
其他	13.64	20.00	27.07	33.79
<b>非流动资产</b>	<b>422.43</b>	<b>304.87</b>	<b>286.81</b>	<b>268.98</b>
长期投资	73.31	73.31	73.31	73.31
固定资产	213.68	184.83	164.76	144.93
无形资产	134.03	45.31	47.31	49.31
其他	1.42	1.42	1.42	1.42
<b>资产总计</b>	<b>647.47</b>	<b>5489.3</b>	<b>5857.6</b>	<b>6259.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>254.70</b>	<b>233.63</b>	<b>413.84</b>	<b>529.57</b>
短期借款	95.39	95.39	95.39	95.39
应付账款	42.60	47.85	110.65	150.12
其他	116.71	90.39	207.81	284.06
<b>非流动负债</b>	<b>0.72</b>	<b>0.72</b>	<b>0.72</b>	<b>0.72</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.72	0.72	0.72	0.72
<b>负债合计</b>	<b>255.42</b>	<b>234.35</b>	<b>414.56</b>	<b>530.29</b>
<b>少数股东权益</b>	28.14	43.19	85.92	118.42
股本	195.00	408.00	408.00	408.00
资本公积	169.91	4753.6	4753.6	4753.6
留存收益	-1.00	50.18	195.48	448.97
<b>归属母公司股东</b>	<b>363.91</b>	<b>5211.8</b>	<b>5357.1</b>	<b>5610.6</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>647.47</b>	<b>5489.3</b>	<b>5857.6</b>	<b>6259.3</b>

**现金流量表 (百万)**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>115.28</b>	<b>0.98</b>	<b>190.57</b>	<b>289.09</b>
净利润	21.98	66.23	188.04	285.99
折旧摊销	23.43	18.85	18.06	17.83
财务费用	8.69	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.68	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	61.80	-77.10	-8.54	-7.73
其它	-1.29	-4.00	-4.00	-4.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-77.49</b>	<b>105.72</b>	<b>7.00</b>	<b>7.00</b>
资本支出	-14.83	102.72	4.00	4.00
长期投资	-62.66	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	3.00	3.00	3.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1.73</b>	<b>4796.7</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	4796.7	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-2.00	-2.00	-2.00
其他	-1.73	2.00	2.00	2.00
<b>现金净增加额</b>	<b>36.06</b>	<b>4903.4</b>	<b>197.57</b>	<b>296.09</b>

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

**利润表 (百万)**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	435.68	428.97	1048.0	1466.5
营业成本	322.45	286.07	659.03	893.35
营业税金及附加	2.35	1.72	4.19	5.87
营业费用	30.86	30.03	73.37	102.66
管理费用	47.26	42.90	104.81	146.65
财务费用	7.59	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.68	3.00	3.00	3.00
<b>营业利润</b>	<b>25.86</b>	<b>71.26</b>	<b>209.68</b>	<b>320.99</b>
营业外收入	2.09	4.00	4.00	4.00
营业外支出	0.48	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>27.48</b>	<b>75.26</b>	<b>213.68</b>	<b>324.99</b>
所得税	5.49	9.03	25.64	39.00
<b>净利润</b>	<b>21.98</b>	<b>66.23</b>	<b>188.04</b>	<b>285.99</b>
少数股东损益	11.10	15.05	42.74	32.50
<b>归属母公司净利润</b>	<b>10.88</b>	<b>51.18</b>	<b>145.30</b>	<b>253.49</b>
EBITDA	56.19	87.11	224.75	335.82
EPS(元)	0.04	0.10	0.29	0.50

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-0.03	-0.02	1.44	0.40
营业收入	1.28	1.76	1.94	0.53
营业利润	1.12	3.70	1.84	0.74
<b>归属于母公司净利润</b>				
<b>获利能力</b>	0.26	0.33	0.37	0.39
毛利率	0.02	0.12	0.14	0.17
净利率	0.27	0.03	0.01	0.03
ROE(%)	0.09	0.23	0.73	1.17
ROIC(%)				
<b>偿债能力</b>	0.39	0.04	0.07	0.08
资产负债率(%)	0.28	0.02	0.02	0.02
净负债比率(%)	0.88	22.19	13.46	11.31
流动比率	0.73	21.98	13.19	11.03
速动比率				
<b>营运能力</b>	0.69	0.14	0.18	0.24
总资产周转率	7.54	1.08	2.37	0.00
应收账款周转率	7.95	1.54	2.80	0.00
应付账款周转率				
<b>每股指标 (元)</b>	0.04	0.10	0.29	0.50
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.00	0.38	0.57
每股经营现金流	1.24	10.31	10.60	11.10
每股净资产(最新)				
<b>估值比率</b>	782.19	207.43	73.06	41.88
P/E	23.39	2.04	1.98	1.89
P/B	100.63	41.85	15.34	9.38
EV/EBITDA	435.68	428.97	1048.0	1466.5

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 东吴证券投资评级标准：

##### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

##### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>