

收购顶级内容强化优势，多领域投资布局泛娱乐

■国内最大数据素材库，借壳上市后业绩增长迅速。视觉中国于2000年成立，中国首家互联网图片公司诞生；2005年与全球最大的数字影像公司Getty Images成立合资公司华盖创业，专注创意内容，进入商业市场；2014年重大资产重组成功，借壳上市，全面进入数字娱乐市场。视觉中国集团是中国领先的视觉影像产品和服务提供商，包含“视觉内容与服务”、“视觉社区”、“视觉数字娱乐”三大核心业务板块，拥有国内最大的视觉内容互联网版权交易平台，也为主题公园、城市综合体提供优质的数字娱乐解决方案。

■广纳海内外优质素材，提供全方位服务。公司主要收入来源为视觉素材与增值服务，其旗下有国内最大的视觉素材版权交易平台VCG.com，产品包括创意图片、编辑图片、视频素材、音乐素材以及增值服务，覆盖时事、娱乐、体育、生活等多个领域。

■并购各领域公司，向泛娱乐方向发展。公司于2015-2016年完成多次重要重大并购事件，标的主营业务覆盖互联网传媒、摄影师社区、教育、主题公园、营销、视觉内容版权、娱乐、旅游，标志着公司向泛娱乐方向发展的趋势。

■投资建议：由于公司具有大量独家视觉素材版权，并借由其PGC内容优势向各个领域扩展，我们预计公司2016年-2018年的净利润分别为2.61亿元、3.71亿元、4.70亿元，EPS0.37元、0.53元、0.67元。公司在国内视觉素材方面具有绝对优势，成长性突出，给予17年目标PE50倍，对应目标价26.5元，“买入-A”评级。

■风险提示：国内版权法规、版权意识仍不够完善。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	391.1	542.9	859.0	1,189.8	1,547.2
净利润	141.8	157.6	261.2	371.3	470.5
每股收益(元)	0.20	0.22	0.37	0.53	0.67
每股净资产(元)	1.94	2.97	4.16	4.71	5.39

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	88.5	79.6	48.0	33.8	26.7
市净率(倍)	9.2	6.0	4.3	3.8	3.3
净利润率	36.2%	29.0%	30.4%	31.2%	30.4%
净资产收益率	10.4%	7.6%	9.0%	11.3%	12.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	81.3%	15.7%	17.8%	23.5%	27.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

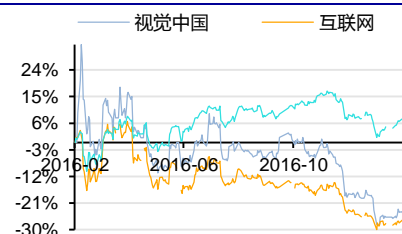
投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**26.5元**
股价(2017-02-15) **17.65元**

交易数据

总市值(百万元)	12,365.19
流通市值(百万元)	3,471.32
总股本(百万股)	700.58
流通股本(百万股)	196.68
12个月价格区间	16.88/31.28元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.59	-15.87	-35.09
绝对收益	3.95	-24.22	-23.83

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002

wangzx2@essence.com.cn

相关报告

视觉中国：收购新型文化企业，旅游板块业绩提升 2017-02-03

内容目录

1. 公司概况：国内最大数据素材库，借壳上市后业绩增长迅速	3
1.1. 公司沿革：借壳上市成功，国内数字影像互联网版权领先者.....	3
1.2. 股权结构：股权分散，高层持股少.....	3
1.3. 公司战略：互联网+文化创意+行业.....	3
1.4. 公司业绩：加速上升，素材服务为主体.....	3
2. 广纳海内外优质素材，提供全方位服务	4
2.1. 与全球顶尖公司合作，积累海量图片.....	5
2.2. 视频素材覆盖广，优质短视频资源丰富.....	6
2.3. 充足音乐素材以及多维增值服务.....	7
3. 并购各领域公司，向泛娱乐方向发展	7
3.1. 内容扩充：并购 Getty 香港，关联公司联景国际收购 Corbis Images.....	8
3.2. 涉足教育：并购湖北司马彦.....	9
3.3. 开启 C 端素材来源：投资摄影师社区 500px.....	9
3.4. 进军娱乐：投资 Mofac & Alfred.....	10
3.5. 泛娱乐方向发展：并购艾特凡斯、亿讯集团.....	10
4. 投资建议	10
5. 风险提示	11

图表目录

图 1：2014-2016Q3 公司营业收入（单位：亿元）及增幅.....	4
图 2：2014-2016Q3 公司归母净利润（单位：亿元）及增幅.....	4
图 3：2015 年公司营业收入构成.....	4
图 4：2015 年公司毛利润构成.....	4
图 5：VCG.com 业务架构.....	5
图 6：视觉中国创意图片.....	5
图 7：视觉中国创意图片.....	5
图 8：视觉中国编辑图片.....	6
图 9：视觉中国编辑图片.....	6
图 10：公司视频素材筛选条件.....	6
图 11：Corbis Images 拥有照片.....	8
图 12：司马彦字帖.....	9
图 13：500px 的 Logo.....	10
表 1：公司十大股东持股状况.....	3
表 2：2016 年 1-7 月图片维权案件.....	7
表 3：公司重大并购事件.....	8

1. 公司概况：国内最大数据素材库，借壳上市后业绩增长迅速

1.1. 公司沿革：借壳上市成功，国内数字影像互联网版权领先者

视觉中国于 2000 年成立，中国首家互联网图片公司诞生；2005 年与全球最大的数字影像公司 Getty Images 成立合资公司华盖创意，专注创意内容，进入商业市场；2012 年业务进一步扩展，成立视觉中国集团，整合内容及服务业务；2014 年重大资产重组成功，借壳上市，全面进入数字娱乐市场。

视觉中国集团是中国领先的视觉影像产品和服务提供商，包含“视觉内容与服务”、“视觉社区”、“视觉数字娱乐”三大核心业务板块，拥有国内最大的视觉内容互联网版权交易平台，并为主题公园、城市综合体提供优质的数字娱乐解决方案。

1.2. 股权结构：股权分散，高层持股少

公司自上市以来大部分股权由几位境内自然人持有，但单一股东持有股份较少，最大股东吴春红持股约 9791 万股，占公司总股本的 13.98%。在包含董事会、监事会、公司高管在内的 15 位高层中，仅公司董事、副总裁柴继军持股约 4976 万股以及董事周云东持股 500 股。

表 1：公司十大股东持股状况

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（万股）
吴春红	境内自然人	13.98%	9791
廖道训	境内自然人	12.73%	8916
吴玉瑞	境内自然人	12.73%	8916
黄厄文	境内自然人	8.58%	6014
柴继军	境内自然人	7.10%	4976
姜海林	境内自然人	4.37%	3061
常州服装集团有限公司	境内非国有法人	2.47%	1732
陈智华	境内自然人	2.12%	1483
常州产业投资集团有限公司	国有法人	1.84%	1287
谢志辉	境内自然人	1.06%	744

资料来源：公司季报，安信证券研究中心

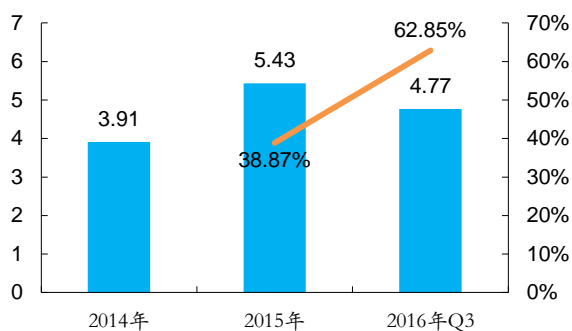
1.3. 公司战略：互联网+文化创意+行业

公司利用其在国内顶尖、全球领先的视觉素材以及互联网版权的积累，推出“互联网+文化创意+行业”的发展战略，结合新媒体以外的教育、体育、娱乐、旅游、主题公园等行业，拓展业务范围。公司以“PGC 视觉内容”为核心，配合互联网技术以及创新运营方式，全面构建与多个与之相协同的业务板块，构建 B2B 和 B2C 的完整生态链，进一步发展视觉传播以及视觉营销业务。

1.4. 公司业绩：加速上升，素材服务为主体

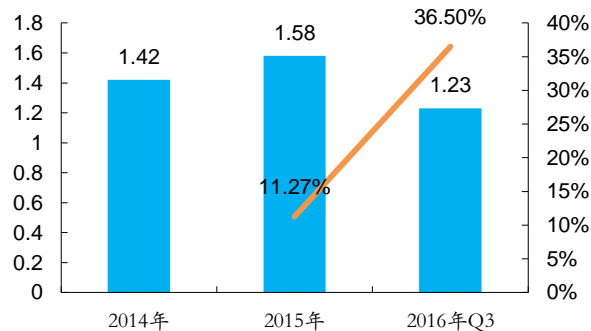
2016 年公司前三季度营业收入约为 4.77 亿，同比增长 62.85%；归母净利润约为 1.23 亿，同比增长 36.50%，两者增幅较 2015 年明显提高。公司收入来源分为视觉素材与增值服务以及视觉数字娱乐两个部分，2015 年视觉素材与增值服务位为公司主要收入，营业收入与毛利润占比都为 80%左右。

图 1: 2014-2016Q3 公司营业收入 (单位: 亿元) 及增幅



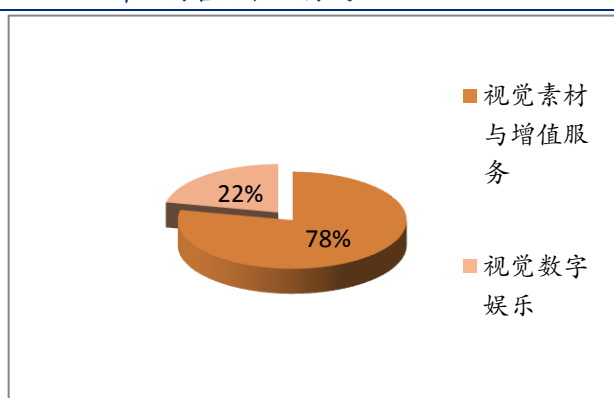
资料来源: 公司年报, 公司季报, 安信证券研究中心

图 2: 2014-2016Q3 公司归母净利润 (单位: 亿元) 及增幅



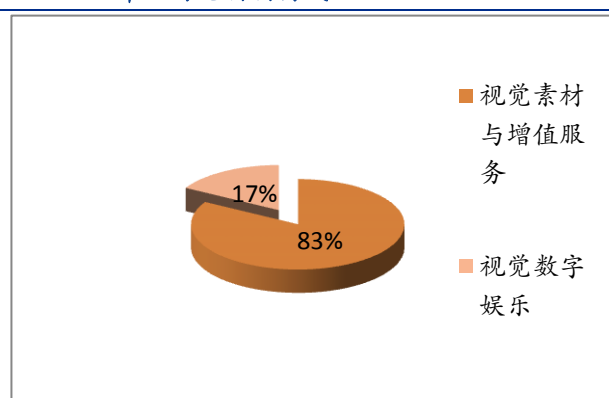
资料来源: 公司年报, 公司季报, 安信证券研究中心

图 3: 2015 年公司营业收入构成



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 4: 2015 年公司毛利润构成



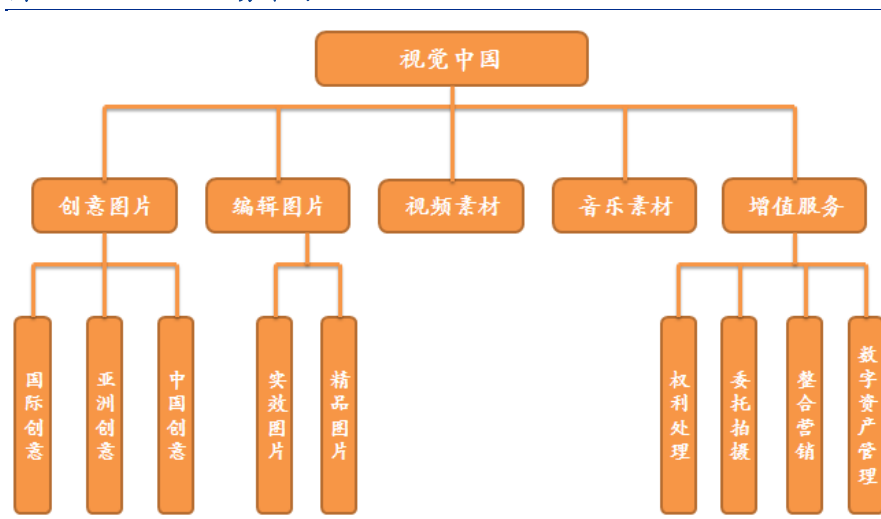
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

2. 广纳海内外优质素材, 提供全方位服务

公司主要收入来源为视觉素材与增值服务, 其旗下有国内最大的视觉素材版权交易平台 VCG.com, 产品包括创意图片、编辑图片、视频素材、音乐素材以及增值服务, 覆盖时事、娱乐、体育、生活等多个领域。

根据公司半年报, 2016 年上半年公司在互联网传媒与娱乐版块实现营业收入约 2.46 亿元, 同比增长 27.00%, 占公司整体营业收入的 87.76%。该板块收入主要来自于提供视觉素材版权以及依靠视觉素材资源进行的视觉营销和传播服务。随着公司素材库的不断扩充, 其版权销量以及服务质量将会随之上升, 从而显著提升公司的营业收入。

图 5: VCG.com 业务架构

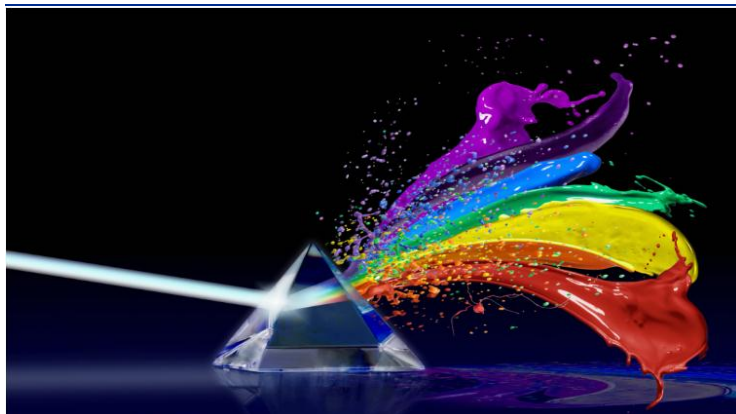


资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

2.1. 与全球顶尖公司合作, 积累海量图片

在创意图片方面, 公司拥有 80 家全球顶尖的内容合作伙伴, 260 个创意图片品牌, 超 800 位国内优秀签约摄影师, 图库已有超 1000 万张精品创意图片, 并持续以每月超 10 万张的速度更新。创意图片主要为描绘地域特色、风景、生活方式以及表现摄影师的个人特色与理念, 可帮助展现内容制作者的核心思想, 也可激发内容制造者的创作灵感。公司合作的海外知名品牌有 Getty Images, PhotoLibrary, Vetta, Discovery Channel Images 等; 国内知名品牌有蓝牛仔、美好景象、罄竹、拾全影源、红砖文化等。公司还将照片添加诸如春季健身、健康饮食、春游、214 爱情的标签, 并实时更新子版块首页置顶标签分类, 方便用户查找。

图 6: 视觉中国创意图片



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 7: 视觉中国创意图片



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

在编辑照片方面, 公司拥有超过 160 家全球顶尖内容合作伙伴的图片库独家代理权, 超过 280 个顶级编辑图片品牌, 超 1.3 万位国内签约摄影师, 图库已收录超 4000 万张精品编辑图片, 并以每月超 60 万的速度不断更新。编辑类照片主要以纪实、叙事为主题, 覆盖面极广, 包含新闻、体育、娱乐、时尚、漫画插画等实效图片以及图片故事、历史档案、名人肖像、旅游、生活等精品图片, 可帮助用户描述事件及概念, 使用户的叙述更加丰富、立体。海外知名合作品牌包括 Getty Images, AFP, Reuters, Tass, Yonhap, NI 等; 国内知名合作品牌包括联合知识图库、星岛、南方都市报、东方早报、京华时报、人民画报等。公司还将选出最佳图片以及最新独家图片展示在子版块首页, 方便用户搜索取用。

图 8：视觉中国编辑图片



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 9：视觉中国编辑图片



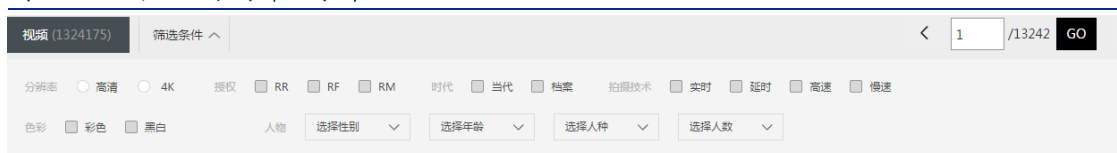
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司最初的合作伙伴，主体业务十分相似的全球最大视觉内容商 Getty Image 于 2012 年就有将近 10 亿美金的年收入，私募股权投资公司 Carlyle Group 为其开出了 33 亿美元的估值，而当时 Getty Image 所拥有的就是 8000 万张图片以及大量视频资源。视觉中国现在已有将近 6000 万张精品图片库存，并以每月近百万的数量在增加，已经十分接近 Getty Image 于 2012 年的素材数量。虽然视觉中国现主要辐射国内市场，但随着新媒体的快速发展，其对于图片素材的需求度也在不断上升，现通过旗下电商平台向超过 4500 家网络新媒体、广播电视、图书出版社、报纸杂志等媒体用户实时提供图片素材。参考 Getty Images 于 2012 年的收入及估值，视觉中国仍有很大的增长空间。

2.2. 视频素材覆盖广，优质短视频资源丰富

公司已与 30 多家国际品质编辑类视频品牌合作，拥有超过 30 万条涵盖新闻财经、科技、体育、娱乐、时尚、趣闻及历史档案的编辑类视频素材，超 5 万条自有娱乐视频版权以及涵盖好莱坞主流电影、全球权威电视节目的创意类视频。与公司合作的知名品牌有 Getty Images、Sky News、Bloomberg、NHK、FATV、EFE 等，公司通过这些合作伙伴获取优质、有特色的视频资源，扩展素材库的广度与深度。由于大量视频没有名称也难以界定主题，公司设立筛选条件来帮助用户寻找所需视频，包括分辨率、授权、时代、拍摄技术、色彩、人物（性别、年龄、人种、人数），大大提升了用户体验。

图 10：公司视频素材筛选条件



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在海量视频素材中，时长不超过两分钟的短视频占据了大部分，除短视频内容比较容易收集制作这一原因外，新媒体对于短视频的高度需求也是这一现象出现的重要原因。伴随着新媒体、视频平台开始向短视频方向发展，UGC 内容已不足以满足用户的需求及口味，其需要大量优质 PGC 内容。根据今日头条算法中心提供数据，从 2015 年 1 月至 2016 年 6 月，爱奇艺短视频平均播放量增长 125%，优酷增长 42%，腾讯增长 30%。优秀的 PGC 内容制作团队需要大量的视频素材来完成内容，其强烈需求将带动视觉中国视频素材销量的快速增长，从而提高公司的营业收入。

2.3. 充足音乐素材以及多维增值服务

视觉中国提供包括 Sony Music、Pump Audio、Ah2 Music 在内的 60 多家顶级创意影视音乐品牌的音乐素材，拥有超 20 万的音乐单曲及音效，并为客户提供版权咨询服务。随着国内音乐版权市场趋于成熟，无论是企业还是个人已逐渐熟悉为音乐付费，视觉中国拥有数量巨大的音乐素材版权，其商业价值将为公司的收入增长做出贡献。

同时视觉中国还提供多项增值服务，作为主营业务的补充：

1. 版权清除、维权代理。在商业推广中，企业很可能会涉及使用名人肖像权、艺术品、流行音乐等素材，视觉中国可以协助处理其中的版权使用问题，让客户安全的使用这些素材。同时对于这些素材版权的拥有者，视觉中国也可为其管理版权，处理相关事务。
2. 体育、娱乐营销。视觉中国可为体育赛事、娱乐活动提供创意设计、活动策划、代理拍摄、宣发推广的一体化营销解决方案。同时以数字化营销策略为核心，利用新技术拓展渠道，帮助客户与消费者更有效的沟通。
3. 特约拍摄。视觉中国提供人像、体育、汽车等领域的高端创意拍摄服务。

根据金社说法提供数据，2016 年仅 7 个月全国共受理了 205 起图片维权案件，其中北京地区就受理了 63 起，其中判赔最高的一张图片为 18000 元。随着政策的趋于成熟，人们版权意识的上升，用户的维权以及版权清除的需求也在日益上升，公司这一业务的收入也将随之上升。同时这也从侧面证明了图片版权的价值与需求，公司庞大的图片数据库蕴含着巨大的价值及收入潜力。

表 2：2016 年 1-7 月图片维权案件

地区	判决数	单张图片最高判赔金额 (元)	单张图片最高判赔金额 (元)
北京	63	1800	300
湖北	37	3000	1500
河南	35	1260	300
江苏	29	5000	500
广东	27	18000	1000
浙江	10	9000	800
重庆	1	6000	6000
四川	1	1000	1000
上海	1	2000	2000
山东	1	0	0

资料来源：金社说法，安信证券研究中心

3. 并购各领域公司，向泛娱乐方向发展

公司于 2015-2016 年完成多次重要重大并购事件，标的主营业务覆盖互联网传媒、摄影师社区、教育、主题公园、营销、视觉内容版权、娱乐、旅游，标志着公司向泛娱乐方向发展的趋势。公司通过收购与其主营业务紧密联系的公司，巩固了自身在国内视觉素材领域的巨头地位，提高业务能力，扩充用户群体，同时加大影响力，直接或间接的增加公司主营业务的收入能力；并且公司通过收购可与其主营业务相结合的其他领域优质企业，利用主营业务优势促进收购企业收入增长，扩充收入来源，从而提高整体营收。

表 3: 公司重大并购事件

并购时间	并购标的	交易股权	交易价	标的主营业务
6/29/2015	亿讯集团	73%	1.88 亿人民币	“全媒体交互”解决方案供应商，覆盖国内金融、证券、互联网电商等行业
7/17/2015	500px		800 万美金	摄影师图片社区
9/9/2015	湖北司马彦	49%	3 亿人民币	字帖图书的编写、策划、制作和发行
9/15/2015	艾特凡斯	33.50%	1100 万人民币	主题公园规划设计、高科技游乐设备研发制造以及一站式解决方案
10/29/2015	上海卓越	51%	7880 万人民币	整合营销全案
1/22/2016	Corbis Images	100%		第二大高端视觉内容版权服务供应商
6/21/2016	Mofac & Alfred	20%	4416 万人民币	VFX、动画创意、IP 研发策划等
6/21/2016	Getty 香港	50%	4800 万美金	在线提供数字媒体管理工具以及创意类图片、编辑类图片、影视素材和音乐产品
7/14/2016	联景国际	100%	5.25 亿人民币	互联网传媒、旅游、娱乐、教育

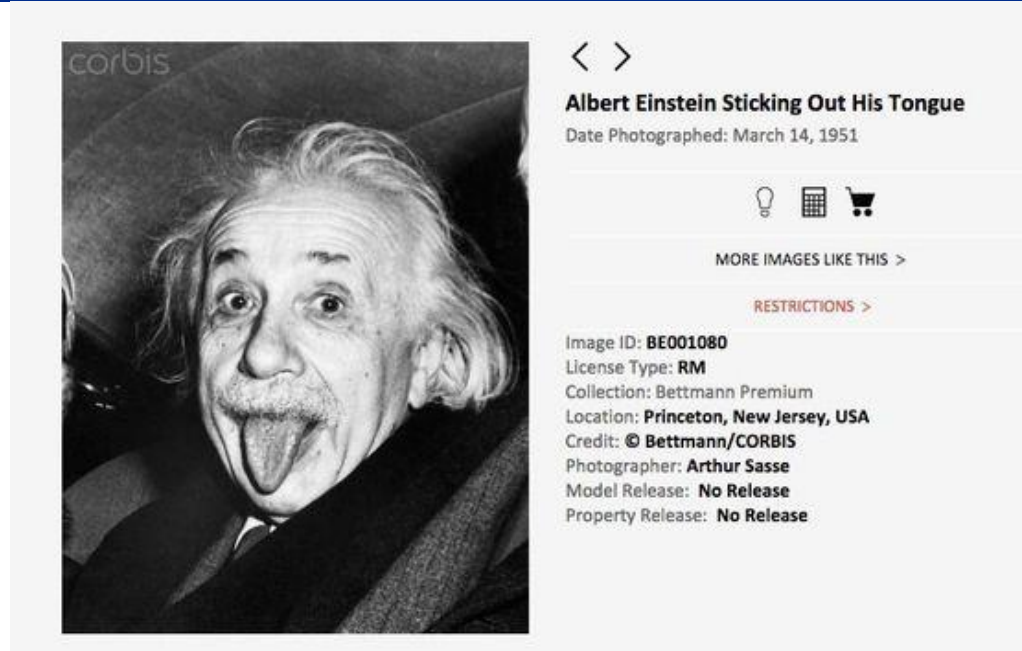
资料来源：公司公告，公司官网安信证券研究中心

3.1. 内容扩充：并购 Getty 香港，关联公司联景国际收购 Corbis Images

公司的主营业务为视觉素材与增值服务，其旗下拥有全国最大的视觉内容素材平台。为了巩固其在视觉素材上的优势，公司全资子公司于 2016 年 7 月收购关联公司联景国际，该公司则于 2016 年 1 月收购 Corbis Images；同时公司子公司收购 Getty 香港 50% 股权。

Corbis Images 由比尔盖茨于 1989 年创立，是全球第二大高端视觉内容版权服务供应商，拥有近 5000 万张图片、19 万条视频，记录了 19 世界至 20 世界全球重大历史事件，拥有超 15000 名签约供稿人，服务全球 50 多个国家。同时其还收购了著名的 Bettmann 历史图片档案馆、全球最大的新闻摄影机构之一 Sygma、明星图片公司 Outline、全球知名创意图片公司 Zefa、全球最大的明星八卦图片库 Splash。视觉中国通过对联景国际的收购将这些珍贵的视觉资料收入库中，极好的补充用户需要的优质内容，将视觉中国的素材库质量再次提升一个台阶。

图 11: Corbis Images 拥有照片



资料来源：百度图片，安信证券研究中心

Getty Image 为全球第一大视觉内容版权服务供应商，拥有两大版权交易平台，超过 1 亿张图片素材，20 多万世界顶尖摄像师，每年提供超过 13 万个编辑类图片素材，为全球 200 多个地区提供创意图片。视觉中国在建立之初即与 Getty Image 有着极好的合作关系，并与其成立合资公司。经过此次并购之后，两者战略合作关系进一步加深，有助于视觉中国“PGC 视觉内容”核心业务的发展，并可扩展其业务进入港台等新区市场。

3.2. 涉足教育：并购湖北司马彦

湖北司马彦一直致力于推广汉字文化的发展，从事字帖图书的编写、策划、制作和发行，由著名书法家和书法教育家司马彦及其家族创立。其字帖使用量超过 20 亿人次，在中小學生字帖行业具有绝对垄断的地位，是发行量最大、影响力最强的民营字帖。随着 2014 年 3 月《完善中华优秀传统文化教育指导纲要》的发布，写字课被明确纳入法定教学课程，字帖产品将成为 K12 学生的刚需。同时视觉形象可以让抽象的概念更具体、更易理解，从而更好的帮助提高学习者的语言素养。视觉中国通过对湖北司马彦的投资切入教育行业，并完成 2C 业务的快速延伸。

图 12：司马彦字帖



资料来源：京东，安信证券研究中心

3.3. 开启 C 端素材来源：投资摄影师社区 500px

500px 于 2009 年在加拿大成立，是全球顶尖的摄像师社区网站，拥有超过 600 万摄影师注册会员以及超过 5000 万的优质图片素材，汇聚了全球顶尖的摄影专业人才。在完成投资后，视觉中国将获得 500px 图片素材库的中国地区版权，很好的补充了公司的创意图片素材库。视觉中国的图片素材多来自于 B 端机构，此次投资之后将获得来自于 C 端社区的大量 PGC 素材，补充其素材来源渠道。

图 13: 500px 的 Logo



资料来源: 百度图片, 安信证券研究中心

3.4. 进军娱乐：投资 Mofac & Alfred

Mofac & Alfred 成立于 2005 年 3 月 19 日，于韩国注册，主要从事 VFX（视觉特效）和动画制作以及 IP 研发策划，参与过近 200 多部韩国、中国、海外影视作品的 VFX 和动画制作，作品包括《海云台》、《来自星星的你》、《智取威虎山》、《太平轮 2》等。视觉中国将协助 Mofac & Alfred 在中国的市场开拓，同时参与 IP 的研发策划，结合集团旗下的娱乐、旅游等业务。

3.5. 泛娱乐方向发展：并购艾特凡斯、亿讯集团

艾特凡斯是国内一流的高科技主题公园设计制造企业 and 一站式解决供应商，其打造的合肥万达室内电影乐园以 3D 互动剧场和飞行剧场为核心，以中国传统元素和本土风格为基线，结合高科技数字多媒体技术，融合多种娱乐业态。同时艾特凡斯打造的“12301 国家智慧旅游公共服务平台”已经上线，以智慧旅游业务为切入点，积极探索视觉社交方向的移动互联网应用类产品。

亿讯是国内领先的“全媒体交互”解决方案供应商，已覆盖了国内金融、证券、互联网电商等行业，其为“12301 国家智慧旅游公共服务平台”提供了核心技术和支撑，提供了语言、微信、微博、App 和网站、短信全渠道集成的服务。

视觉中国通过对以上两家公司的投资并购进入主题公园、旅游行业，并将其与自身视觉素材相结合。根据公司半年报，2016 年上半年该板块实现营业收入 3433 万元，同比增长 331.50%，占公司整体营业收入的 12.24%。“12301 国家智慧旅游公共服务平台”现已覆盖 31 省的重要城市，并向更多省市继续扩张；主题公园在初步成功之后，也会加速扩张，同时将其转化为自由知识产权并进行 IP 的运营和衍生开发。这一板块收入在 2017 年预计仍会有较大增幅，为公司收入增长做出贡献。

4. 投资建议

由于公司具有大量独家视觉素材版权，并借由其 PGC 内容优势向各个领域扩展，我们预计公司 2016 年-2018 年的净利润分别为 2.61 亿元、3.71 亿元、4.70 亿元，EPS0.37 元、0.53 元、0.67 元。公司在国内视觉素材方面具有绝对优势，成长性突出，给予 17 年目标 PE50

倍，对应目标价 26.5 元，“买入-A”评级。

5. 风险提示

国内版权法规、版权意识仍不够完善。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	391.1	542.9	859.0	1,189.8	1,547.2	成长性					
减:营业成本	174.5	229.4	344.5	474.5	601.8	营业收入增长率	270.8%	38.8%	58.2%	38.5%	30.0%
营业税费	2.7	3.1	5.1	7.3	9.2	营业利润增长率	861.6%	74.7%	65.9%	41.5%	27.8%
销售费用	30.7	52.3	82.0	109.6	146.3	净利润增长率	3079.6%	11.1%	65.8%	42.1%	26.7%
管理费用	63.2	72.8	108.2	143.4	196.3	EBITDA 增长率	825.5%	73.9%	62.4%	40.7%	26.9%
财务费用	-0.8	-1.4	-7.3	-11.4	-14.7	EBIT 增长率	871.5%	74.8%	63.5%	41.2%	27.8%
资产减值损失	3.9	4.7	4.6	4.4	4.6	NOPLAT 增长率	759.2%	59.1%	63.5%	41.4%	27.1%
加:公允价值变动收益	3.9	-	-	-	-	投资资本增长率	722.8%	44.4%	6.9%	10.0%	-2.7%
投资和汇兑收益	0.3	29.4	28.8	34.5	30.9	净资产增长率	717.2%	52.7%	40.7%	13.8%	15.4%
营业利润	121.0	211.4	350.8	496.5	634.5	利润率					
加:营业外净收支	40.4	0.6	1.1	2.1	1.3	毛利率	55.4%	57.7%	59.9%	60.1%	61.1%
利润总额	161.4	212.0	351.9	498.5	635.8	营业利润率	30.9%	38.9%	40.8%	41.7%	41.0%
减:所得税	18.4	41.0	68.1	95.9	125.1	净利润率	36.2%	29.0%	30.4%	31.2%	30.4%
净利润	141.8	157.6	261.2	371.3	470.5	EBITDA/营业收入	31.5%	39.5%	40.5%	41.2%	40.2%
						EBIT/营业收入	30.7%	38.7%	40.0%	40.8%	40.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	5	5	3	1	0
货币资金	283.6	629.4	1,296.2	1,537.1	2,110.3	流动营业资本周转天数	78	80	70	73	77
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	303	512	572	587	589
应收账款	162.9	306.3	218.5	568.1	533.6	应收账款周转天数	91	156	110	119	128
应收票据	0.2	0.6	0.3	0.8	0.8	存货周转天数	8	8	13	9	10
预付账款	22.0	16.9	35.9	40.8	56.4	总资产周转天数	797	1,424	1,273	1,085	973
存货	8.0	16.0	48.3	14.2	70.6	投资资本周转天数	557	874	675	529	420
其他流动资产	1.5	97.5	63.3	54.1	71.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	74.0	24.7	32.9	43.8	ROE	10.4%	7.6%	9.0%	11.3%	12.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	6.2%	8.6%	10.4%	11.3%
长期股权投资	-	328.8	328.8	328.8	328.8	ROIC	81.3%	15.7%	17.8%	23.5%	27.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	7.8	8.1	4.5	0.8	0.3	销售费用率	7.9%	9.6%	9.5%	9.2%	9.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	16.2%	13.4%	12.6%	12.1%	12.7%
无形资产	2.3	9.1	8.1	7.2	6.2	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.9%	-1.0%	-0.9%
其他非流动资产	1,035.5	1,283.5	1,276.6	1,280.3	1,279.4	三费/营业收入	23.8%	22.8%	21.3%	20.3%	21.2%
资产总额	1,523.7	2,770.1	3,305.0	3,865.0	4,501.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	9.3%	23.8%	10.1%	12.5%	13.3%
应付账款	63.3	86.2	67.8	175.2	147.9	负债权益比	10.2%	31.2%	11.3%	14.3%	15.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.40	3.22	6.65	5.90	6.25
其他流动负债	77.5	245.3	182.2	200.0	307.3	速动比率	3.34	3.17	6.46	5.87	6.09
长期借款	-	85.3	-	-	-	利息保障倍数	-148.45	-152.68	-46.75	-42.48	-42.17
其他非流动负债	0.4	241.4	84.4	108.7	144.8	分红指标					
负债总额	141.1	658.3	334.3	484.0	600.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	23.8	31.4	52.8	83.7	123.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	670.0	700.6	700.6	700.6	700.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,315.4	2,005.3	2,217.3	2,596.8	3,078.3						
股东权益	1,382.6	2,111.8	2,970.7	3,381.0	3,901.8						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	143.0	171.0	261.2	371.3	470.5	EPS(元)	0.20	0.22	0.37	0.53	0.67
加:折旧和摊销	4.0	6.2	4.6	4.6	1.5	BVPS(元)	1.94	2.97	4.16	4.71	5.39
资产减值准备	3.9	4.7	-	-	-	PE(X)	88.5	79.6	48.0	33.8	26.7
公允价值变动损失	-3.9	-	-	-	-	PB(X)	9.2	6.0	4.3	3.8	3.3
财务费用	-0.0	0.4	-7.3	-11.4	-14.7	P/FCF	-15.6	-81.7	971.5	58.7	23.5
投资损失	-0.3	-30.2	-28.8	-34.5	-30.9	P/S	32.1	23.1	14.6	10.5	8.1
少数股东损益	1.3	13.5	22.6	31.3	40.2	EV/EBITDA	111.8	121.8	32.4	22.6	17.0
营运资金的变动	32.9	162.7	-105.7	-175.0	49.7	CAGR(%)	41.2%	44.0%	178.7%	41.2%	44.0%
经营活动产生现金流量	67.0	120.1	146.6	186.4	516.3	PEG	2.1	1.8	0.3	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	102.2	-425.4	78.0	26.3	19.9	ROIC/WACC	7.8	1.5	1.7	2.2	2.6
融资活动产生现金流量	-30.1	676.8	442.1	28.3	37.0	REP	1.6	11.2	4.0	2.7	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034