



## 现金收购爱普新媒，二期员工持股计划推进

2017年6月14日

强烈推荐

(维持)

传媒行业

股价走势



股价表现

| 涨跌(%) | 1M    | 3M     | 6M     |
|-------|-------|--------|--------|
| 联建光电  | -1.42 | -12.33 | -6.70  |
| 传媒行业  | 2.38  | -10.15 | -13.25 |
| 沪深300 | 5.82  | 3.42   | 7.24   |

基本资料

|          |        |
|----------|--------|
| 总市值 (亿元) | 124    |
| 总股本 (亿股) | 6.14   |
| 流通股比例    | 45.6%  |
| 资产负债率    | 27.81% |
| 大股东      | 刘虎军    |
| 大股东持股比例  | 18.8%  |

\* 广证恒生传媒行业-联建光电 (300269) 简要报告：LED 稳健营销持续发力，减持新规消化解禁压力-20170604

|          |                   |
|----------|-------------------|
| 李亚军(分析师) | 肖明亮(研究助理)         |
| 电话：      | 020-88863187      |
| 邮箱：      | liyj@gzgzh.com.cn |
| 执业编号：    | A1310516060001    |

**事件：**公司公告子公司联动文化将以自有资金 6.27 亿元增资并收购爱普数据全部股权，其中对应标的方 95% 股权转让款对价 5.9565 亿元分四期支付，其中约定由转让方或指定主体于公开市场购买联建光电股票金额分批累计达到 3.87 亿元，占对价金额的 65%，所购股份均需质押给投资方，转让方在业绩承诺期各年审计报告及/或减值测试报告出具并扣减当年补偿（如有）后 10 个工作日内，按盈利承诺实现进度分批解除相应比例股票的质押，每次解除股票质押的后续保持质押的股票金额。业绩承诺期内，标的公司须按每年承诺净利润的 50% 向投资方分红。同时公司推出第二期员工持股计划，本期员工持股计划上限 1.95 亿元，股票来源为二级市场回购，回购股份的价格不低于 24.8 元/股，所持股票分两年平均解锁。

### 点评：

- 收购爱普新媒推进营销整合，强化移动营销业务矩阵：**本次收购标的爱普数据为新三板挂牌公司，立足于移动互联网行业并专注于移动广告业务，以综合自媒体矩阵为载体的推广和以移动营销大数据平台为基础的广告推广为主要业务，自主研发团队曾先后成功研发并发布超过 100 款 App 产品至苹果 App Store 平台，类别涵盖天气、游戏、购物、生活、新闻、工具、社交、导航等多个方面。标的公司承诺 2017-2020 年实现扣非归母净利润分别为：4500、5850、7020、7722 万元，按照 2017 年对赌业绩测算估值水平为 13.9 倍 PE，标的公司 2016 年净利润为 2492 万元，对应对赌业绩增速分别为：80.58%、30%、20%、10%。公司持续推进围绕

“显示设备、线下广告、营销策划、线上广告以及协同用户数据”的营销布局，当前线下广告方面组成了由分时传媒等 8 家线下广告公司组成的线下营销阵营，充分整合公司显示设备等受众媒体资源优势，线上广告方面先后收购深圳力玛与精准分众，营销策划层面凭借友拓公关、励唐营销等进行资源整合与方案策划，集团层面成立战略规划部门，针对集团营销战略与子公司未来战略进行整体规划，各子公司当前整合协同效应初显，中长期致力于打造集团数字营销平台，此次收购爱普新媒，有利于强化公司移动营销板块布局，增强移动端媒体资源优势。

- 营销整合中长期趋势不改，投后管理强化依然是行业重心：**随着二级市场回调，带动一级市场投资估值回归，部分优质标的的投资价值显现，我们认为中长期来看营销行业基于并购实现产业整合的逻辑并没有改变，但对于投后管理与整合提出了更高要求，短期来看再融资政策收紧对于进行产业并购的公司融资能力带来挑战，具备良好融资能力和内生造血功能强的公司进行整合的产业逻辑将继续被市场验证。公司当前内生利润规模 5 亿元以上，提供稳健的内生现金流增长，资产负债率约为 27%，处于同行业低水平，此前公司公告将发债不超过 5 年 20 亿元规模，内生现金流充裕+低杠杆率情况下发债融资有利于解决公司继续进行产业整合的资金需求。从全球广告龙头公司来看，奥姆尼康、阳狮集团、电通、埃普智、以及 WPP 集团等当前业绩增速普遍在个位数左右，平均估值水平约在 18 倍左右，当前 A 股营销板块经历回调之后估值调整已经处于低位，考虑板块增长持续维持较高水平，板块内公司增速普遍在 10% 以上，增

长持续验证有望带来估值溢价。联建光电自 2014 年强化营销布局以来，近几年陆续新增诸多营销标的并表，产业链布局不断完善，后续板块业绩释放可期。

- **第二期员工持股计划推进，股份回购+董监高减持规划稳定信心：**公司此前推出 2.4 亿元在 24.8 元/股价格之下的回购计划，前期 4500 万元回购已作为第一期员工持股计划，此次剩余 1.95 亿元的回购股份将作为第二期员工持股的股份，彰显管理层对后续股价走势的信心。同时 2016 年 12 月发布的主要董监高 12 个月内的减持计划（当股价高于 27 元，持股 52% 的股东承诺合计减持不超过 7020 万股，且主要是通过大宗交易减持），主要股东统一安排减持规划，能够避免无序减持对市场造成冲击，且约定减持价格区间在 27 元/股之上，结合最新减持新规，后续减持压力有效缓解。
- **盈利预测与估值：**预计随着小间距业务增长加快，传统板块业绩贡献增强，2016 年诸多标的全年新增并表带来营销板块的可观增长，考虑爱普新媒并表，我们预测 2017-2019 年公司实现归母净利润归母分别为：6.02、7.39、8.88 亿元，EPS 分别为 0.98、1.21、1.45 元/股，当前股价对应 PE 分别为：21、17、14 倍。考虑减持新政、董监高等减持的量价承诺等影响，限售股大幅解禁的担忧大幅削减，近期公司推出的股票回购彰显股价信心（回购价格为 24.8 元/股，减持承诺价不低于 27 元，当前股价具有一定安全边际），公司经营层面外延整合产业布局持续推进，强化标的的整合协同，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**市场继续下跌风险、对赌业绩不达预期风险、并购整合不达预期风险、LED 业务拓展不顺等。

| 主要财务指标    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2803.46 | 4051.09 | 4918.95 | 5932.41 |
| 同比(%)     | 84.12%  | 44.50%  | 21.42%  | 20.60%  |
| 归母净利(百万元) | 402.96  | 602.03  | 739.71  | 888.38  |
| 同比(%)     | 80.16%  | 49.40%  | 22.87%  | 20.10%  |
| 毛利率(%)    | 36.10%  | 36.60%  | 36.39%  | 36.24%  |
| ROE(%)    | 10.08%  | 10.75%  | 12.01%  | 12.97%  |
| 每股收益(元)   | 0.66    | 0.98    | 1.21    | 1.45    |
| P/E       | 30.69   | 20.54   | 16.72   | 13.92   |
| P/B       | 2.31    | 2.11    | 1.91    | 1.71    |
| EV/EBITDA | 3.07    | 15.22   | 12.22   | 9.64    |



盈利模型与财务预测：

| 资产负债表          |       |       |       | 利润表   |                 |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度           | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度            | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| <b>流动资产</b>    | 2094  | 2548  | 3578  | 4864  | <b>营业收入</b>     | 2803   | 4051   | 4919   | 5932   |
| 现金             | 649   | 631   | 1192  | 2030  | 营业成本            | 1791   | 2568   | 3129   | 3783   |
| 应收账款           | 853   | 1232  | 1496  | 1804  | 营业税金及附加         | 23     | 35     | 42     | 51     |
| 其它应收款          | 64    | 38    | 45    | 49    | 营业费用            | 277    | 400    | 486    | 586    |
| 预付账款           | 201   | 196   | 295   | 323   | 管理费用            | 222    | 321    | 389    | 469    |
| 存货             | 260   | 372   | 454   | 548   | 财务费用            | 18     | 20     | 4      | -1     |
| 其他             | 67    | 78    | 96    | 109   | 资产减值损失          | 29     | 21     | 23     | 23     |
| <b>非流动资产</b>   | 5336  | 5367  | 5417  | 5392  | 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 38    | 53    | 48    | 49    | 投资净收益           | 9      | 6      | 6      | 7      |
| 固定资产           | 310   | 316   | 324   | 327   | <b>营业利润</b>     | 452    | 692    | 853    | 1028   |
| 无形资产           | 49    | 56    | 65    | 67    | 营业外收入           | 22     | 18     | 20     | 20     |
| 其他             | 4940  | 4943  | 4980  | 4948  | 营业外支出           | 2      | 1      | 2      | 2      |
| <b>资产总计</b>    | 7430  | 7915  | 8995  | 10255 | <b>利润总额</b>     | 472    | 709    | 871    | 1046   |
| <b>流动负债</b>    | 2039  | 2041  | 2499  | 2995  | 所得税             | 72     | 107    | 132    | 158    |
| 短期借款           | 749   | 250   | 333   | 444   | <b>净利润</b>      | 401    | 601    | 739    | 887    |
| 应付账款           | 388   | 556   | 677   | 819   | 少数股东损益          | -2     | -1     | -1     | -1     |
| 其他             | 903   | 1235  | 1489  | 1733  | <b>归属母公司净利润</b> | 403    | 602    | 740    | 888    |
| <b>非流动负债</b>   | 34    | 26    | 31    | 30    | EBITDA          | 572    | 787    | 941    | 1117   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (摊薄)        | 0.66   | 0.98   | 1.21   | 1.45   |
| 其他             | 34    | 26    | 31    | 30    | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 2073  | 2066  | 2530  | 3026  | <b>会计年度</b>     | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 少数股东权益         | -2    | -3    | -3    | -4    | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 股本             | 614   | 614   | 614   | 614   | 营业收入增长率         | 84.1%  | 44.5%  | 21.4%  | 20.6%  |
| 资本公积           | 3971  | 3971  | 3971  | 3971  | 营业利润增长率         | 78.6%  | 52.9%  | 23.3%  | 20.6%  |
| 留存收益           | 788   | 1267  | 1884  | 2650  | 归属于母公司净利润增长率    | 80.2%  | 49.4%  | 22.9%  | 20.1%  |
| 归属母公司股东权益      | 5359  | 5851  | 6468  | 7234  | <b>盈利能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 7430  | 7915  | 8995  | 10255 | 毛利率             | 36.1%  | 36.6%  | 36.4%  | 36.2%  |
|                |       |       |       |       | 净利率             | 14.3%  | 14.8%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 现金流量表          |       |       |       |       |                 |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | ROE             | 10.1%  | 10.7%  | 12.0%  | 13.0%  |
| <b>经营活动现金流</b> | 452   | 716   | 721   | 898   | ROIC            | 7.1%   | 10.1%  | 10.9%  | 11.5%  |
| 净利润            | 401   | 602   | 740   | 888   | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 折旧摊销           | 64    | 58    | 67    | 72    | 资产负债率           | 27.9%  | 26.1%  | 28.1%  | 29.5%  |
| 财务费用           | 18    | 20    | 4     | -1    | 净负债比率           | 36.10% | 12.08% | 13.15% | 14.66% |
| 投资损失           | -9    | -6    | -6    | -7    | 流动比率            | 1.03   | 1.25   | 1.43   | 1.62   |
| 营运资金变动         | -51   | 48    | -87   | -54   | 速动比率            | 0.90   | 1.07   | 1.25   | 1.44   |
| 其它             | 29    | -6    | 4     | -1    | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b> | -1929 | -95   | -118  | -51   | 总资产周转率          | 0.52   | 0.53   | 0.58   | 0.62   |
| 资本支出           | -753  | -44   | -72   | -54   | 应收账款周转率         | 4.10   | 3.89   | 3.61   | 3.60   |
| 长期投资           | 23    | -29   | -21   | 20    | 应付账款周转率         | 5.72   | 5.44   | 5.07   | 5.06   |
| 其他             | -1199 | -21   | -25   | -18   | <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1720  | -640  | -42   | -8    | 每股收益(最新摊薄)      | 0.66   | 0.98   | 1.21   | 1.45   |
| 短期借款           | 749   | -499  | 83    | 111   | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.74   | 1.17   | 1.17   | 1.46   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)     | 8.73   | 9.53   | 10.54  | 11.79  |
| 普通股本增加         | 108   | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| 资本公积金增加        | 2323  | 0     | 0     | 0     | P/E             | 30.69  | 20.54  | 16.72  | 13.92  |
| 其他             | -1460 | -141  | -125  | -119  | P/B             | 2.31   | 2.11   | 1.91   | 1.71   |
| <b>现金净增加额</b>  | 244   | -18   | 561   | 838   | EV/EBITDA       | 3.07   | 15.22  | 12.22  | 9.64   |

## 机构销售团队

| 区域         | 姓名  | 移动电话            | 电子邮箱                  |
|------------|-----|-----------------|-----------------------|
| 华北机构<br>销售 | 张岚  | (86)18601241803 | zhanglan@gzgzs.com.cn |
|            | 褚颖  | (86)13552097069 | chuy@gzgzs.com.cn     |
|            | 李婉秋 | (86)18611153323 | liwq_a@gzgzs.com.cn   |
| 上海机构<br>销售 | 王静  | (86)18930391061 | wjing@gzgzs.com.cn    |
|            | 张妤  | (86)13814033622 | zhang_yu@gzgzs.com.cn |
| 广深机构<br>销售 | 步娜娜 | (86)18320711987 | bunn@gzgzs.com.cn     |
|            | 廖敏华 | (86)13632368942 | liaomh@gzgzs.com.cn   |
|            | 吴昊  | (86)15818106172 | wuhao@gzgzs.com.cn    |
| 战略与拓<br>展部 | 李文晖 | (86)13632319881 | liwh@gzgzs.com.cn     |
|            | 姚澍  | (86)15899972126 | yaoshu@gzgzs.com.cn   |

**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。