

金利科技 (002464)

证券研究报告
2017年07月25日

现金收购 IOS 平台游戏营销商彩量科技，游戏+营销协同发展

事件：公司近日公布现金收购方案，公司拟以自筹资金 4.75 亿元收购北京新彩量科技有限公司 100% 股权；同时，公司公告股东签署了《股份转让协议》，宁波瑞燊受让金利科技股东持有的总股本 13% 股份，转让股价 41.25 元。本次股份转让完成后，宁波瑞燊为公司第三大股东。

点评：

1、公司此次现金收购彩量科技不构成重大资产重组，不涉及发行股份购买资产，无需提交中国证监会和公司股东大会审议或核准，已经于 7 月 19 日获得董事会通过。并且彩量大股东谷红亮承诺后续通过大宗交易或二级市场购买方式在 50 元/股以内购买 2.2 亿元公司股票，增强市场对公司的股价信心。另外，宁波瑞燊受让公司股份，实则是公司引入游戏领域的战略投资者。宁波瑞燊控制人为上海炫踪网络，炫踪网络作为研发、发行、投资一体化的游戏出海平台，将增强公司在游戏领域的资本实力。

2、彩量科技作为专注 IOS 领域的移动游戏营销商，受益于 IOS 平台庞大且快速增长的移动广告市场，抓住了细分领域中变现能力最强的移动游戏，近几年业绩实现高速增长。彩量科技 2015-2016 年实现收入分别为 2425 万、1.4 亿，净利润分别为-15 万、2439 万。2017 年 Q1 彩量科技实现收入 2711 万，净利润 745 万。同时，彩量科技股东承诺：2017、2018 和 2019 年公司预测盈利数分别为 5000 万、6000 万和 7200 万元。

3、签署框架协议，联合成立股权投资基金投资微屏软件：领先的网络棋牌游戏商。海通并购资本拟联合冉盛基金、金利科技及冉盛基金战略合作方共同设立系列股权投资基金，用于收购微屏软件和其全资下属公司霍尔果斯微屏软件科技的部分股权。投资基金总规模 9 亿元，其中公司相关方出资 2 亿作为劣后资金。

4、公司 2015 年以现金 21.8 亿收购游戏虚拟商品网上交易平台摩伽科技，同时剥离原有资产，摩伽科技也是公司当前业务收入来源。摩伽科技是欧洲最大的 B2C 游戏虚拟商品交易平台之一，摩伽科技 2015、2016 和 2017 年的承诺净利润分别不低于 2800 万欧元、3950 万欧元和 5640 万欧元。

5、关于摩伽科技的成长性：从网页访问以及公司业务区域上看，摩伽科技当前主要是在比较成熟的德国，另外一部分比较大的市场在西班牙，我们认为未来增长一方面靠德国份额的提升，我们判断当前份额在 10% 左右；另外一方面来源于欧洲的一些非德语系国家如英国、法国以及周边次发达国家如土耳其等的扩张，当地游戏市场尚未出现竞争者。

6、盈利预测及估值：公司目前围绕游戏协同拓展电商、营销业务。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.87、2.39 和 2.92 元，当前股价对应估值为 23 倍，如果考虑后续股权投资基金投资微屏科技获得的投资收益，估值进一步下降。维持公司“增持”评级。

风险提示：海外市场不稳定；苹果 IOS 平台运营政策变动；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	560.65	370.56	663.39	1,107.69	1,347.56
增长率(%)	6.14	(33.91)	79.02	66.97	21.65
EBITDA(百万元)	(74.90)	233.73	433.05	558.00	683.26
净利润(百万元)	32.35	184.58	434.51	556.80	679.32
增长率(%)	(124.99)	470.58	135.41	28.14	22.00
EPS(元/股)	0.14	0.79	1.87	2.39	2.92
市盈率(P/E)	310.58	54.43	23.12	18.04	14.79
市净率(P/B)	10.32	8.60	6.04	4.52	3.46
市销率(P/S)	17.92	27.11	15.14	9.07	7.46
EV/EBITDA	(159.10)	49.56	23.03	15.16	12.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	43.13 元
目标价格	50 元
上次目标价	73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	232.94
流通 A 股股本(百万股)	232.94
A 股总市值(百万元)	16,073.13
流通 A 股市值(百万元)	16,073.13
每股净资产(元)	8.39
资产负债率(%)	41.52
一年内最高/最低(元)	90.90/60.00

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

1 《金利科技-年报点评报告:业绩高增长，继续收购微屏科技进行平台整合》
2017-04-03

内容目录

一、现金收购彩量科技，成立股权基金投资微屏科技.....	3
1.1:彩量科技：受益 IOS 平台超强商业能力的移动营销服务商	3
1.2：联合成立股权投资基金投资微屏软件：领先的网络棋牌游戏商	5
二、摩伽科技：盈利能力超强的游戏电子商务平台	6
2.1：经营业务：B2C 模式的游戏虚拟商品中介交易平台	6
2.2：游戏虚拟交易，低调但规模大的市场	7
2.3：付费习惯、游戏市场结构与虚拟交易高度相关，成长仍需要拓展新市场	8
2.4、竞争格局及 MMOGA 的成长性	8
三、盈利预测	9
风险提示	9

图表目录

图 1：彩量科技营收及净利润情况（万元）	3
图 2：彩量科技 2016 年 1-10 月各项业务占比情况	4
图 3：彩量科技分项业务毛利率情况	4
图 4：2015-2016 年 IOS 和安卓平台广告点击量趋势	4
图 5：2015-2016 年 IOS 和安卓平台广告激活量趋势	4
图 6：2015-2016 年移动广告点击量平台分布	4
图 7：2015-2016 年移动广告激活量平台分布	4
图 8：微平科技覆盖区域及产品	5
图 9：掌心游当月付费用户及人均充值及总付费额情况	6
图 10：MMOGA “零库存自营电商模式”	7
图 11：2013 年国内游戏虚拟市场份额	7
图 12：playauctions 网页访问量（2017.7.24）	8

一、现金收购彩量科技，成立股权基金投资微屏科技

1.1:彩量科技：受益 IOS 平台超强商业能力的移动营销服务商

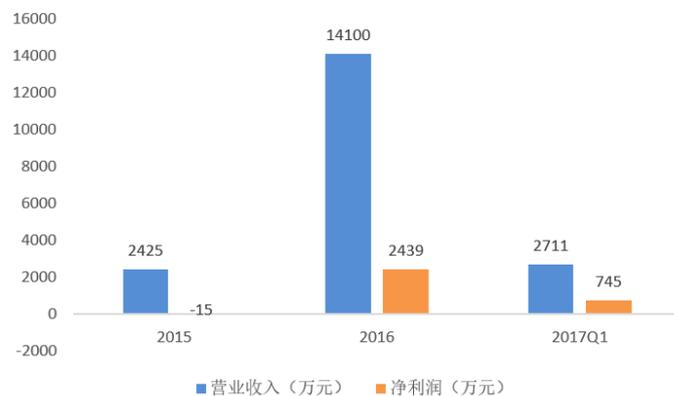
公司近日公布现金收购方案，公司拟以自筹资金 4.75 亿元收购谷红亮、沃时代有限合伙、孝昌明雅投资中心持有的北京新彩量科技有限公司 100% 股权。

收购方案中规定了此项增持协议：谷红亮自收到标的股权转让对价之日起计算的 60 个交易日内，必须通过大宗交易或二级市场购买等法律法规允许的方式在 50 元/股的价格之内购买 2.2 亿元公司股票。此项协议增强了市场对公司股价的信心。

同时，公司公告股东签署了《股份转让协议》，宁波瑞燊有限合伙受让金利科技股东持有的总股本 13% 股份，转让股价 41.25 元。本次股份转让完成后，宁波瑞燊为公司第三大股东，持有公司 13% 股份。此次股份转让实则为公司引入游戏领域的战略投资者，未来双方将在游戏整合领域实现协同合作。宁波瑞燊控制人为上海炫踪网络，炫踪网络作为研发、发行、投资一体化的游戏出海平台，在游戏全产业链及海外市场经验丰富，将显著增强公司在游戏领域纵横向扩张的资本实力。

彩量科技作为专注 IOS 领域的移动游戏营销商，受益于 IOS 平台庞大且快速增长的移动广告市场，抓住了细分领域中变现能力最强的移动游戏，近两年业绩实现高速增长。彩量科技 2015-2016 年实现收入分别为 2425 万、1.4 亿，净利润分别为 -15 万、2439 万。2017 年 Q1 彩量科技实现收入 2711 万，净利润 745 万。彩量科技股东承诺：2017、2018 和 2019 公司预测盈利数分别为 5000 万、6000 万和 7200 万元。

图 1：彩量科技营收及净利润情况（万元）

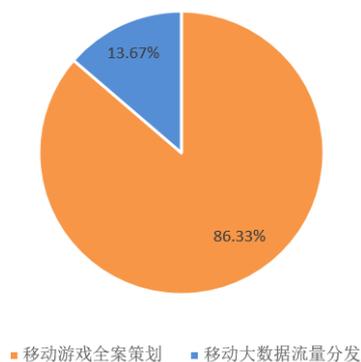


资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

彩量科技目前主要分为移动游戏全案策划和移动大数据流量分发两项业务。移动游戏全案策划主要是为各大游戏开发厂商制定全方位移动端推广方案，移动大数据流量分发主要为批量采购媒介资源进行广告投放。从 2016 年 1-10 月份的数据看，移动游戏全案策划是彩量的主要业务，营收占比达到 86.33%。

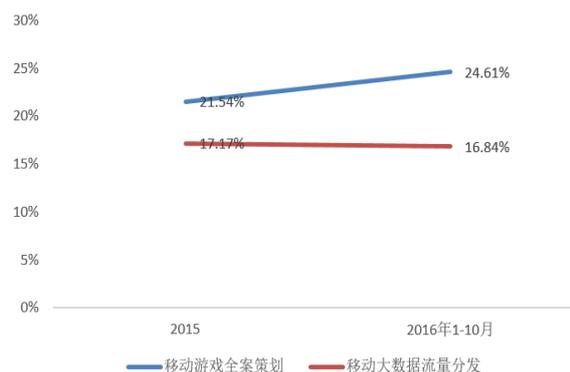
移动游戏全案策划为公司 2015 年底启动的全新商业模式，该类广告业务需要公司投入大量技术、专业人员进行营销策略分析和设计投放渠道，策划线上线下的推广活动。全案策划业务毛利率从 2015 年的 21.54% 提升到 2016 年的 24.61%，而数据流量分发业务毛利率约 17%。从业务增速和盈利能力来看，未来全案策划都将是彩量科技主要业绩来源。

图 2：彩量科技 2016 年 1-10 月各项业务占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：彩量科技分项业务毛利率情况



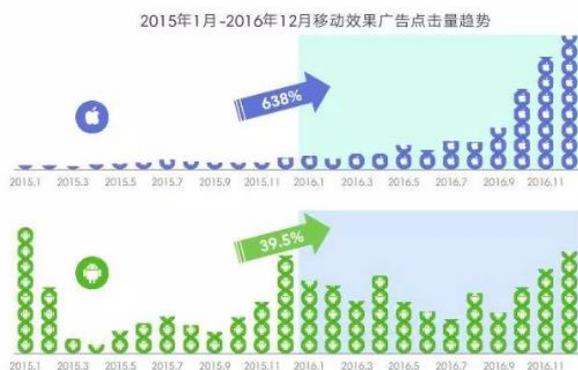
资料来源：wind，天风证券研究所

彩量科技自 2015 年底以来的业绩爆发增长从分项业务看是公司全案策划业务的全面推开，但根本上大的行业背景是 IOS 移动广告平台对安卓平台的商业变现市场的持续压缩。彩量是抓住了 IOS 平台持续高增长的市场扩张。

根据 talkingdata 的统计数据，2016 年 IOS 平台广告点击量同比增长了 638%，而安卓平台同比增长 39.5%；2016 年 IOS 平台广告激活量同比增长了 114%，而安卓平台同比增长 16.6%；IOS 平台的移动广告点击量占比从 78.9%提升到 97.9%，激活量占比从 60.8%提升到 74.1%。

也就是说，IOS 平台广告市场在占比已经非常高的情况下，仍然保持着爆发式的增速。这里面当然存在刷量的因素，但 IOS 平台的高用户 ARPU 值是吸引广告主的核心要素。彩量科技抓住了 IOS 平台商业趋势，同时选择了其中价值最高的游戏细分领域，获得高增长。

图 4：2015-2016 年 IOS 和安卓平台广告点击量趋势



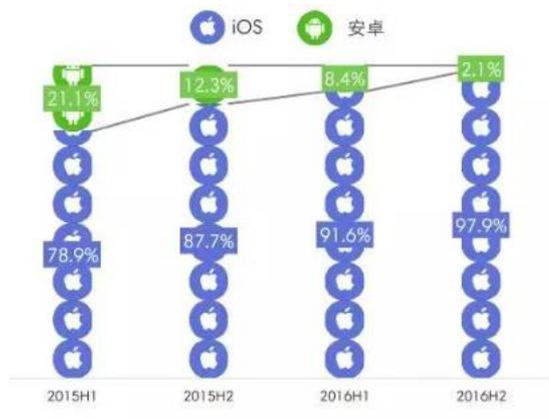
资料来源：talkingdata，天风证券研究所

图 5：2015-2016 年 IOS 和安卓平台广告激活量趋势



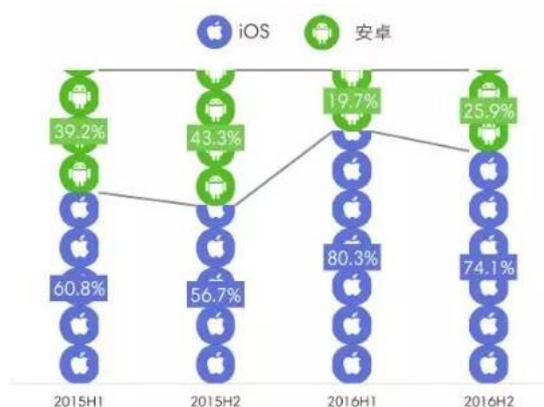
资料来源：talkingdata，天风证券研究所

图 6：2015-2016 年移动广告点击量平台分布



资料来源：talkingdata，天风证券研究所

图 7：2015-2016 年移动广告激活量平台分布



资料来源：talkingdata，天风证券研究所

1.2：联合成立股权投资基金投资微屏软件：领先的网络棋牌游戏商

另外，公司 7 月 24 日晚公告，海通并购资本拟联合冉盛基金、金利科技及冉盛基金战略合作方共同设立系列股权投资基金，用于收购微屏软件和微屏软件的全资下属公司霍尔果斯微屏软件科技有限公司（以下简称“霍尔果斯微屏”）的部分股权。投资基金总规模 9 亿元。方案如下：

- 1、投资基金按照人民币 9.2 亿元的估值，以人民币 5 亿元现金收购霍尔果斯微屏 54.348% 的股份；
- 2、投资基金按照人民币 14.5 亿的估值，以人民币 4.06 亿元收购上海能观投资管理合伙企业（有限合伙）持有之微屏软件 28% 的股份。

方案中规定了微屏软件的业绩承诺：其 2017 年扣非后归属母公司净利润不低于 1.1 亿元，此后每年除非归属母公司净利润增长率不低于 12%；2017 年霍尔果斯微屏的扣除非净利润低于人民币 8000 万元，此后每年扣非后归属母公司净利润增长率不低于 10%；并承诺于投资基金完成股权收购后 12 个月内将经各方确认的实现业绩承诺所需的业务、资产和人员转入霍尔果斯微屏。

微屏软件作为国内领先的互联网棋牌游戏公司，其游戏平台注册用户数已超过 1 亿人次，产品涵盖 PC 端、移动端和智能电视端。微屏科技 2015 年实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 43.47%，归属于母公司所有者净利润为 8600 万元，同比增长 46.91%，截止 2016 上半年微屏已经实现 6000 万净利润。

微屏科技集互联网游戏研发运营于一体，其研发和运营的游戏产品超过数百款，注册用户数破亿。其 PC 端业务以“人民棋牌”为主打品牌，移动端业务运营的核心产品——“掌心游”系列，也是国内优秀的移动棋牌游戏品牌。

图 8：微屏科技覆盖区域及产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

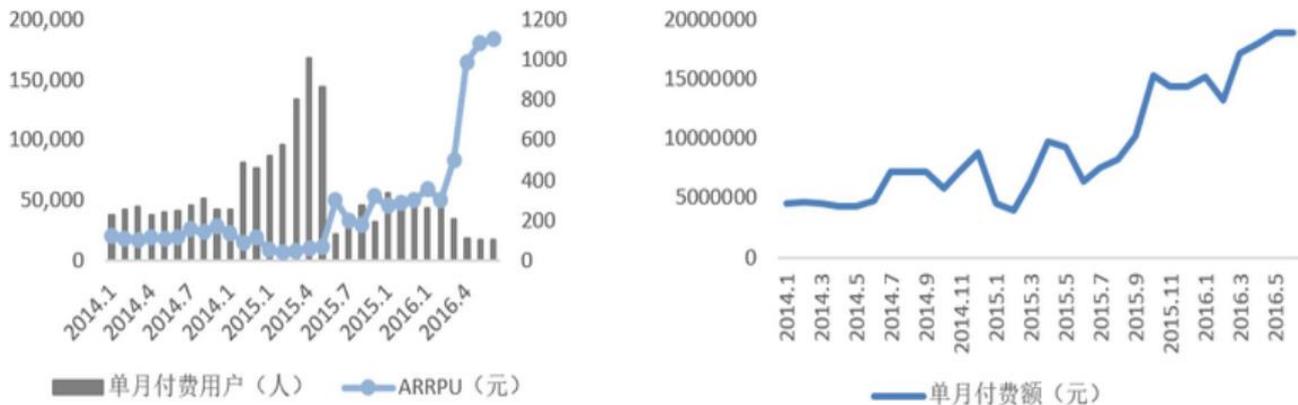
其中 PC 端人民棋牌游戏平台下辖 14 个地方游戏入口，通过各个入口进入后可以享受 PC 端全部 160 个玩法，例如八闽游、苏游、广西游等，每个端口提供大量符合当地特色的棋牌玩法；截止到 2016 年 6 月 30 日，人民棋牌共有 4535 万个注册账户，其中有充值记录的付费玩家有 15 万人。虽然当月付费用户在减少，从人均充值来看，呈现明显的上升趋势，从 14 年最早 400 元/月上升到目前的 1500 元/月，整体上人民棋牌的付费收入仍然保持稳定中有增加，维持在 500 万左右。

从行业看，2015 年国内棋牌类游戏预计市场规模 110 亿左右，其中移动端棋牌类游戏增速在 60% 左右，占比超过 50%。国内在线棋牌游戏竞争格局呈现集中度高，中小企业竞争激烈的特点。国内目前存在六大棋牌游戏供应商，分别为腾讯、联众、边锋游戏、博雅互动、波克城市及竞技世界。公司收入 1.45 亿元，市占率约 1.4%。

公司未来的成长性一方面在于移动端收入的持续提升，2015 年公司 PC 端、移动端的收入占比分别为 57.61%、41.91%，而到了 2016 年上半年，公司的移动端的收入占比已经达到

了 58.97%，预计随着移动端收入的高速增长，占比有望进一步提高；另外一方面在于市场份额的提升，除去腾讯市占率 50%，联众、边锋、博雅互动等份额较为接近达到 10%左右，其他份额较小，我们判断微屏上市后拥有资本市场优势有进一步份额上升空间。

图 9：掌心游当月付费用户及人均充值及总付费额情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

二、摩伽科技：盈利能力超强的游戏电子商务平台

公司 2015 年重大资产重组，一方面剥离原有表面材料业务，一方面以现金 21.8 亿收购游戏虚拟商品网上交易平台香港摩伽科技，完全转型轻资产游戏公司。摩伽科技是德国最大的 B2C 游戏虚拟商品交易平台，根据承诺的利润情况，摩伽科技 2015、2016 和 2017 年的承诺净利润分别不低于 2800 万欧元、3950 万欧元和 5640 万欧元。

2.1：经营业务：B2C 模式的游戏虚拟商品中介交易平台

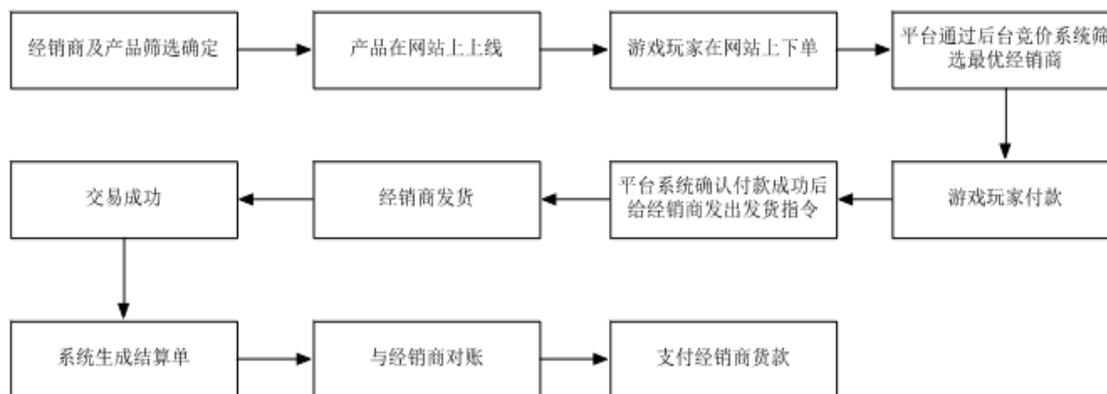
摩伽科技的 MMOGA 是专门为正版授权/注册码及游戏虚拟物品提供相关交易服务的互联网 B2C 电子商务中介平台，是欧洲地区最大的游戏垂直电商平台之一，截至 2016 年 12 月 31 日，注册用户达到 580 万，且每月的注册用户仍呈加速趋势。

从历史业绩看，公司营收和净利润均高速增长，2013 年收入 3.7 亿，净利润 7000 万；2014 年收入 6.7 亿，净利润 1.35 亿元，同比增长将近 100%。2015 年净利润达到 1.9 亿元，同比增长 40.7%。2015 年摩伽科技基本实现业绩承诺，2016 年较业绩承诺差 500 万欧元，主要来源于大型部分游戏 16 年的运营变动，属于短期冲击影响。

MMOGA 从 2015 年底开始实施“纯中介平台化”的战略，逐步剥离低附加值的授权码购销业务，专注于渠道平台建设，2016 年已成功转为纯中介费收取模式，与大部分国际批发商建立了返利奖励模式。

在“零库存中介电商平台”的运营模式下，MMOGA 作为中介交易平台提供给卖家产品展示、支付等服务。MMOGA 负责接收订单环节，卖家负责发货环节，在交易过程中，MMOGA 不承担商品的跌价损失等风险。MMOGA 拥有商品售价的定价权，其利润构成为商品售价与经销商结算价之间的差额。MMOGA 选择优质经销商及产品，然后将产品在网站上发布，买家在平台上下单后，MMOGA 通过后台竞价系统筛选最优的经销商并撮合双方达成交易。

图 10: MMOGA “零库存自营电商模式”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

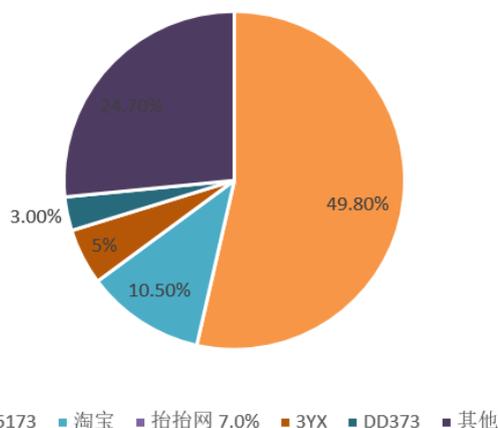
2.2: 游戏虚拟交易，低调但规模大的市场

因为属于游戏周边产业，行业规模上和网络游戏的规模具有比较强的相关性。我们可以从不同国家的网络游戏的市场规模来判断当地的游戏虚拟交易市场规模，本身的规模和不同国家游戏用户的不同心态、游戏市场端游、主机、手游的不同结构、国家的电商生态、对正版产权的保护等都有非常大的关系。

德国是欧洲最大的游戏市场，德国的付费玩家比例占全球第一，有将近 70% 的玩家愿意在游戏中付费，以电视和主机游戏为主。newzoo 预计德国 2015 年将产生 37 亿美元的游戏收入。整个西欧的游戏市场 2015 年将达到 156 亿美元，虽然较去年增长了 1.9% 看上去比较稳定，但在东南亚、拉美、中东以及非洲的一些增长较快的地区的冲击下，荷兰，比利时以及挪威所占有的市场份额都出现了一定程度的下降。在 2015 年预计的欧洲手游市场中，德国是三大游戏市场中（英国、法国和德国）唯一的还出现增长的国家，达到 6.4 亿美元，占整体游戏市场规模约 17%，同比增长 8%。

艾瑞的调查数据显示，2013 年国内虚拟物品交易市场（去除点卡交易后）规模达 113.3 亿元，在中国网络游戏整体市场规模占比约 13%。从市场份额占比来看，5173 以 49.8% 的市场份额，占据半壁江山。淘宝和拍拍网分别以 10.5% 和 7.0% 的市场份额分列第二、三位。除去保持市场领先的这些平台之外，一些专业交易平台在市场上也有着不错的表现，由中小型交易平台组成的尾部市场合计市场份额占比 24.7%。从近几年的数据来看，5173 的交易额下滑厉害，预计淘宝已成为国内最大的游戏虚拟物品交易平台。

图 11: 2013 年国内游戏虚拟市场份额



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

基于相对简单的假设：假设国内游戏虚拟交易占整体市场比例与海外一样，占比 13%。那么美国 2015 年的虚拟交易规模在 200 亿元左右，欧洲 2015 年整体也在 150 亿元左右，德国 2015 年有 30 亿的游戏虚拟交易市场规模。但考虑到国家环境等因素，德国的实际

市场规模可能还要更高。

2.3: 付费习惯、游戏市场结构与虚拟交易高度相关，成长仍需要拓展新市场

我们在上面提到，游戏虚拟交易市场 and 网络游戏市场高度相关，但同时也和游戏消费属性、结构等都有非常大额相关性。目前游戏虚拟交易的特征是主要集中在端游，一方面是端游是发展最早最成熟，另外一方面是很多大型的端游是重度游戏，其游戏的道具、点卡等消费值较轻度手游要高得多，还有一方面很多手游是可以非常方便的在应用内做交易的。欧美的重度游戏比例较高，所以其虚拟交易占整体游戏市场比例通常会高。

以美国为例，我们上面预计其 2015 年游戏虚拟交易规模 200 亿元，而根据美国市场调查机构 Inside Virtual Goods 公布的一份报告，2012 年全美虚拟物品的交易达到 29 亿美元的规模，接近 200 亿，按照虚拟交易增速来看，其 2015 年规模肯定是超过 250 亿元，比例超过国内的 13%。

再看德国的市场，从国内游戏虚拟交易占整体游戏规模 13%看，我们有理由判断在主机、PC 游戏为主的德国，其虚拟交易占整体市场至少在 20%以上。主要有以下判断：1、德国的手游只占 17%，绝大部分是交易属性比较高的重度游戏，而国内手游已经接近 50%；2、国外对正版游戏的保护，而这是很多游戏虚拟交易平台中注册码的业务来源；3、德国的玩家重体验，其付费玩家比例全球最高，达到 70%！这是和国内的游戏生态完全不一样的。这个角度测算，德国的游戏虚拟交易规模 2015 年有望达到 60 亿元以上。Mmoga 2014 年取得 6.74 亿营收，占据市场份额 10%左右，已经属于德国最大的游戏电商公司。

2.4、竞争格局及 MMOGA 的成长性

在国际上，最早的交易巨头 ebay 是有游戏交易，后来私人交易被禁止了。目前国际市场特征是没有非常大的游戏虚拟交易平台，没有出现国内的这种 BAT 垄断，呈现相对分散的特征。像上面提到的美国 playerauctions, sparter, 都有自己的一块市场。

以 playerauctions 为例，Playerauctions 的网页访问显示，其主要用户来源于美国，占据了 46%的份额；另外一部分来源于英国，占有 16.5%，而在 Mmoga 的主要业务所在地德国，其占有率只有 1%，西班牙也只有 1.4%，和 Mmoga 的两大业务地区基本不重合。所以国外的游戏交易平台有比较强的区域属性。

图 12: playerauctions 网页访问量 (2017.7.24)

国家/地区名称 [25 个]	国家/地区代码	国家/地区排名	网站访问比例	页面浏览比例
印度	IN	31,026	1.4%	1.6%
新加坡	SG	4,830	1.0%	1.1%
俄罗斯	RU	47,027	0.6%	0.7%
新西兰	NZ	3,206	0.7%	0.5%
美国	US	4,572	51.0%	46.0%
罗马尼亚	RO	8,498	0.8%	0.6%
比利时	BE	7,262	0.9%	1.0%
澳大利亚	AU	3,562	3.8%	4.0%
沙特阿拉伯	SA	7,925	0.9%	0.9%
芬兰	FI	4,980	0.4%	0.9%
挪威	NO	2,699	1.4%	1.7%
立陶宛	LT	3,378	0.3%	0.6%
波兰	PL	18,917	0.5%	0.8%
瑞典	SE	5,341	0.9%	1.2%
英国	GB	5,649	6.0%	6.5%
法国	FR	10,587	4.5%	2.9%
巴西	BR	10,613	2.2%	2.3%

资料来源: alex, 天风证券研究所

制约虚拟交易平台扩张的限制因素有几点：1、一些游戏 CP 厂商也开始做自己的交易平台，争夺市场份额；2、从国际市场来看，游戏发展相对成熟的国家都有自己的游戏虚拟交易平台在当地深耕多年，跨国延伸并不容易。我们判断跨区域发展的机会在于那些游戏正处于高速发展，而周边市场还未成熟的地区，像欧洲的东欧、东南亚、以及南美都是比

较有潜力的市场。

我们认为 Mmoga 成长性主要如下：

业务主要是在比较成熟的德国，另外一部分比较大的市场在西班牙。从网页访问以及公司业务上看，未来支撑起非常快的发展的一方面来源于德国份额的一个提升，我们上面判断其份额在 10%左右，仍然有上升空间；还有一个是德国的手游也是一块重要的市场，后续公司除了端游、其他包括手游和页游也有望成为新的增长点。

另外一方面来源于欧洲的非德语系国家如英国、法国以及一些次发达国家如奥地利、土耳其、罗马利亚的扩张，还有一个方面是公司在印度市场的不俗表现，而印度市场是一块潜力巨大的市场。根据 newzoo 的 2015 年调查统计，印度 2015 年全球游戏收入上排名第 18，收入 4.28 亿元，同比增长 62%。

三、盈利预测

公司目前围绕游戏协同拓展电商、营销业务。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.87、2.39 和 2.92 元，当前股价对应估值为 23 倍，如果考虑后续股权基金投资微屏科技获得的投资收益，估值进一步下降。维持公司“增持”评级。

风险提示

：海外市场不稳定；苹果 IOS 平台运营政策变动；

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	123.07	90.41	359.12	1,539.57	1,343.25
应收账款	156.01	173.51	379.31	543.76	579.20
预付账款	0.33	0.19	2.79	4.06	3.55
存货	0.00	0.00	23.06	23.52	53.04
其他	0.25	3.74	11.93	4.16	11.61
流动资产合计	279.66	267.85	776.22	2,115.07	1,990.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2.98	2.83	25.48	68.21	109.99
在建工程	0.40	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	76.84	78.92	80.21	81.50	82.79
其他	1,913.25	1,754.17	1,755.46	1,754.67	1,754.77
非流动资产合计	1,993.48	1,835.91	1,897.15	1,973.97	2,019.30
资产总计	2,273.14	2,103.76	2,673.37	4,089.05	4,009.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	26.82	299.56	362.77	1,551.11	795.27
其他	229.69	344.41	356.02	26.56	24.00
流动负债合计	256.50	643.98	718.79	1,577.68	819.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,043.21	290.96	290.00	290.00	290.00
非流动负债合计	1,043.21	290.96	290.00	290.00	290.00
负债合计	1,299.71	934.94	1,008.79	1,867.68	1,109.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	145.59	145.59	232.94	232.94	232.94
资本公积	884.84	884.84	884.84	884.84	884.84
留存收益	812.54	997.12	1,431.63	1,988.43	2,667.74
其他	(869.55)	(858.73)	(884.84)	(884.84)	(884.84)
股东权益合计	973.43	1,168.82	1,664.57	2,221.37	2,900.68
负债和股东权益总	2,273.14	2,103.76	2,673.37	4,089.05	4,009.96

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	32.35	184.58	434.51	556.80	679.32
折旧摊销	24.07	(0.90)	0.06	2.38	4.77
财务费用	(13.85)	50.87	(2.76)	(2.76)	(2.76)
投资损失	(3.01)	0.00	(3.69)	(3.69)	(3.69)
营运资金变动	1,023.32	(790.43)	(166.39)	1,036.28	(830.40)
其它	(1,049.53)	773.40	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	13.35	217.51	261.74	1,589.01	(152.76)
资本支出	593.32	547.55	60.96	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(601.39)	(809.15)	(117.27)	(156.31)	(96.31)
投资活动现金流	(8.06)	(261.60)	(56.31)	(76.31)	(46.31)
债权融资	207.34	335.73	335.00	0.00	0.00
股权融资	304.10	(38.68)	64.01	2.76	2.77
其他	(551.18)	(260.88)	(335.73)	(335.01)	(0.00)
筹资活动现金流	(39.75)	36.16	63.28	(332.25)	2.76
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(34.46)	(7.92)	268.71	1,180.45	(196.31)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	560.65	370.56	663.39	1,107.69	1,347.56
营业成本	377.21	57.70	124.37	360.12	439.47
营业税金及附加	2.49	0.12	0.21	1.87	1.04
营业费用	19.36	24.09	33.17	72.00	87.59
管理费用	186.17	41.40	66.34	110.77	134.76
财务费用	(9.41)	49.50	(2.76)	(2.76)	(2.76)
资产减值损失	75.84	12.62	10.00	11.00	9.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.01	0.00	3.69	3.69	3.69
其他	(6.01)	0.00	(7.38)	(7.38)	(7.38)
营业利润	(88.02)	185.14	435.75	558.38	681.25
营业外收入	128.89	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.71	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.16	185.10	435.75	558.38	681.25
所得税	3.81	0.52	1.24	1.58	1.93
净利润	32.35	184.58	434.51	556.80	679.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	32.35	184.58	434.51	556.80	679.32
每股收益(元)	0.14	0.79	1.87	2.39	2.92

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.14%	-33.91%	79.02%	66.97%	21.65%
营业利润	-31.83%	-310.34%	135.37%	28.14%	22.00%
归属于母公司净利润	-124.99%	470.58%	135.41%	28.14%	22.00%
获利能力					
毛利率	32.72%	84.43%	81.25%	67.49%	67.39%
净利率	5.77%	49.81%	65.50%	50.27%	50.41%
ROE	3.32%	15.79%	26.10%	25.07%	23.42%
ROIC	-13.11%	22.13%	31.57%	34.79%	106.57%
偿债能力					
资产负债率	57.18%	44.44%	37.73%	45.68%	27.66%
净负债率	0.51%	82.93%	30.57%	14.17%	11.31%
流动比率	1.09	0.42	1.08	1.34	2.43
速动比率	1.09	0.42	1.05	1.33	2.37
营运能力					
应收账款周转率	4.04	2.25	2.40	2.40	2.40
存货周转率	14.67	30.00	57.53	47.56	35.20
总资产周转率	0.35	0.17	0.28	0.33	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.79	1.87	2.39	2.92
每股经营现金流	0.06	0.93	1.12	6.82	-0.66
每股净资产	4.18	5.02	7.15	9.54	12.45
估值比率					
市盈率	310.58	54.43	23.12	18.04	14.79
市净率	10.32	8.60	6.04	4.52	3.46
EV/EBITDA	-159.10	49.56	23.03	15.16	12.67
EV/EBIT	-122.31	49.37	23.04	15.23	12.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com