安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 12 月 05 日

深大通（000038.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

住宅地产

线上线下营销业务同步发展，对赌延长彰显业绩持续增长信心

■**置出房地产资产，转型营销，业绩实现快速增长。**受困于房地产行业的持续低迷，公司积极寻求业务转型，2015 年通过收购冉十科技、视科传媒向广告业转型，主营业务由房地产开发变更为移动数字整合营销服务与线上线下新媒体运营业务。2017 年，公司完全剥离房地产业务，受益于冉十科技与视科传媒业绩的快速增长以及地产公司结转的部分收入，公司业绩持续增长。公司股权集中，股东实力雄厚，亚星实业为公司控股股东，其董事长姜剑为公司实际控制人，实际拥有公司 54.69%的表决权。

■**对赌期限延长一年，彰显冉十科技及视科传媒对自身业绩的充足信心，为公司业绩持续增长提供保障。**冉十科技、视科传媒的对赌业绩期限由最初的 2015-2017 年延长至 2018 年，2018 年承诺净利润分别不低于 1.36 亿元、2.12 亿元。

■**聚焦新媒体，线上线下构建整合营销网络。1）线上，通过收购冉十科技，占据移动营销风口。**PC 端增速放缓，移动端已成为互联网广告的主要增量来源，且程序化购买市场仍处发展前期，未来具备较大的发展空间，冉十科技作为国内领先的移动营销服务平台，未来将充分受益。**2）线下，视科传媒扎根户外广告领域，积极布局线下户外广告资源，**新建高铁团队开发高铁媒体资源，未来有望成为公司重要的业绩增长点；**打造新媒体 O2O 平台，**实现线上线下交互式营销，向全媒体运营商升级；旗下视赚网络**拥有丰富的牌照资源，享受牌照红利，**为公司在未来进一步嫁接内容方、切入视听领域奠定了坚实的基础。

■**募投项目完善竞争优势，股权激励凝聚发展合力。**1）全面推进募投项目，2.4 亿元、8.0 亿元将分别用于升级至美 DSP+DMP 精准营销平台及户外媒体联屏联播网项目，有助于公司进一步强化线上线下竞争优势；2）以大通资本为资本运作平台，推动公司在上下游的并购整合，完善产业布局；建立明德大通新媒体研究院，孵化新媒体人才，打造高端智库；3）推出股权激励，将有效统一管理团队、核心人才的利益诉求，凝聚团队合力、以谋长期发展的明确信号。

■**投资建议：**公司转型营销，聚焦新媒体，线上占据移动营销风口，线下布局户外媒体资源，搭建起全方位整合营销网络；冉十科技、视科传媒对赌期限延长至 2018 年，为业绩持续增长提供保障。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.71 亿元、4.59 亿元、5.36 亿元，EPS 0.71 元、0.88 元、1.03 元，对应当前股价 PE 为 29、23、20 倍，我们给予 2018 年 25-30 倍目标 PE（若扣除公司账面 21.5 亿货币资金，对应 18 年 22 倍），对应目标价 23.76 元，“买入-A”评级。

■**风险提示：**宏观经济下行带来收入端波动、行业竞争恶化、业务整合不及预期、媒体采购价格上涨超预期等风险。

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价：	23.76 元
股价（2017-12-05）	20.35 元

交易数据

总市值（百万元）	10,638.52
流通市值(百万元)	1,605.19
总股本（百万股）	522.78
流通股本(百万股)	78.88
12 个月价格区间	19.78/52.65 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.4	8.02	-26.4
绝对收益	2.88	2.88	-36.83

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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	305.4	1,029.2	1,539.0	3,500.1	5,500.0
净利润	5.9	233.3	370.5	458.6	536.0
每股收益(元)	0.01	0.45	0.71	0.88	1.03
每股净资产(元)	0.22	9.69	10.78	11.59	12.58

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	1,808.7	46.0	29.0	23.4	20.0
市净率(倍)	92.7	2.1	1.9	1.8	1.6
净利润率	1.9%	22.7%	24.1%	13.1%	9.7%
净资产收益率	5.1%	4.6%	6.6%	7.6%	8.1%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%
ROIC	8.9%	520.4%	13.5%	14.3%	13.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 转型营销实现快速发展，对赌延长一年彰显业绩持续增长信心 5
1.1. 房地厂商转型营销行业，股东实力雄厚 5
1.2. 剥离房地产业务，营销主业推动业绩实现快速增长 6
1.3. 对赌延长一年，彰显业绩持续增长信心 7
2. 数字营销对传统营销的替代日益明显，户外广告持续平稳增长 8
2.1. 数字营销快速发展，重塑广告市场结构 8
2.2. 受互联网媒介冲击较小，户外广告保持稳定增长 10
3. 聚焦新媒体，线上线下构建整合营销网络 12
3.1. 线上：冉十科技，占据移动营销风口 12
3.1.1. 发力移动数字营销，积极构建精准 DSP 平台 12
3.1.2. PC 端增速放缓，移动端拉动互联网营销持续增长 14
3.2. 线下：视科传媒，布局线下户外新媒体广告资源 15
3.2.1. 扎根户外广告领域，抢占高铁媒体资源 15
3.2.2. 打造新媒体 O2O 平台，享受牌照红利嫁接内容资源 17
4. 募投项目完善竞争优势，股权激励凝聚发展合力 19
4.1. 全面推进募投项目，强化线上线下竞争优势 19
4.2. 构建资本运作平台，打造人才培育体系 20
4.3. 推出股权激励， 凝聚发展合力 21
5. 投资建议 21
6. 风险提示 21

图表目录

图 1：公司股权结构图（截至 2017 年第三季度） 5
图 2：2012-2017 年前三季度公司营业收入及归母净利润 6
图 3：2012-2017 年前三季度公司销售毛利率及净利率 7
图 4：2012-2017 年前三季度公司三项费用率 7
图 5：2013-2017 年上半年公司各细分业务收入 7
图 6：2013-2017 年上半年公司各细分业务毛利率 7
图 7：2011-2016 传统广告刊例花费同比变化 8
图 8：2014-2016 年互联网广告刊例花费逆势增速良好 9
图 9：2005-2015 全球广告市场规模及增速 9
图 10：2009-2014 美中日广告市场规模 GDP 占比 9
图 11：2003-2016 年中国户外广告市场规模及同比增速 10
图 12：2017 年上半年户外广告各媒体形式刊例同比增速 10
图 13：2017 年上半年户外广告各媒体形式投放额同比增速 11
图 14：2017 年上半年视频媒体各细分类型投放趋势 11
图 15：2017 年上半年各级市场户外广告投放额同比增速 12
图 16：冉十科技业务构成图 12
图 17：至美移动广告平台营销案例 13
图 18：2014-2018 年国内电竞粉丝规模 13
图 19：2014-2016 年国内电竞市场规模 13

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 20：2014-2016 年国内电竞市场渗透率 14
图 21：2009-2019 年中国 PC 广告及移动广告市场规模 14
图 22：2012-2019 年中国程序化购买展示广告市场规模 15
图 23：2012-2019 年中国移动程序化购买展示广告市场规模 15
图 24：2012-2017 年中国程序化购买市场发展主要节点 15
图 25：视科传媒主要户外媒体资源 16
图 26：高铁人群对高铁广告的接受程度较高 17
图 27：高铁人群对高铁广告的态度较为积极 17
图 28：O2O 广告模式 18
图 29：2013-2016 年视科传媒净利润 19

表 1：2015-2018 年冉十科技、视科传媒承诺利润 8
表 2：数字营销业务模式下，广告投放的主要渠道及媒体形式 9
表 3：募投项目进度 19
表 4：至美移动数字营销综合服务平台升级前后效果对比 20
表 5：至美移动数字营销综合服务平台预计销售收入（亿元） 20

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 转型营销实现快速发展，对赌延长一年彰显业绩持续增长信心

1.1. 房地厂商转型营销行业，股东实力雄厚

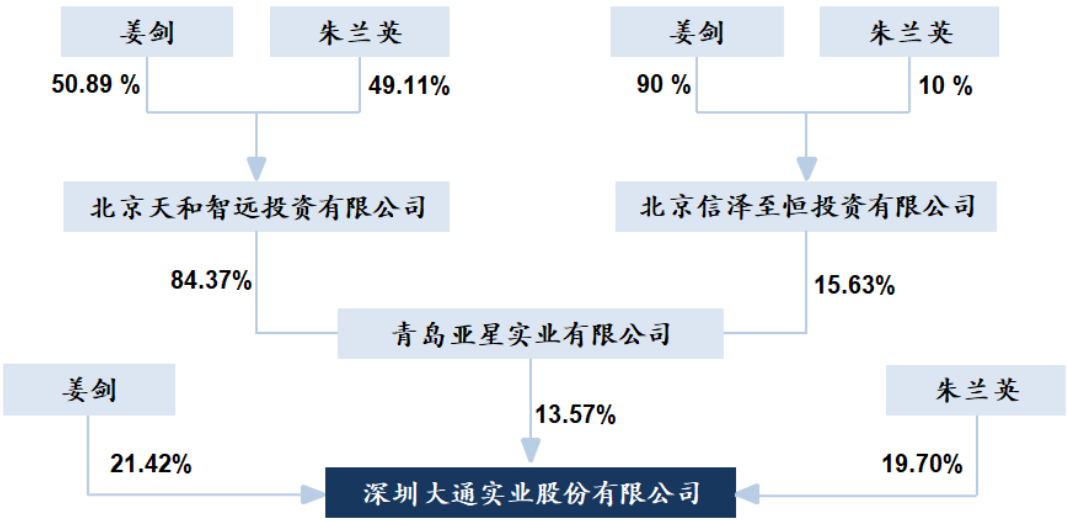
2009 年置入房地产资产，转型房地产开发业务。公司前身为大通实业有限公司，成立于 1987 年，主营业务为电子元器件的生产销售，1990 年更名为深圳大通实业股份有限公司，并于 1994 年 8 月 8 日在深交所上市；2009 年，亚星实业开始实施关于公司的股权分置改革，将其持有的青岛及济宁两宗房地产资产（青岛广顺房地产有限公司的 83%股权及兖州海情置业有限公司 90%的股权）赠予公司，公司主营业务变更为房地产开发与经营，至 2012 年底，亚星实业通过股改垫付对价偿还方式获得公司 44.79%股权，成为公司第一大股东。

2015 年收购互联网广告资产，主业再次转型。一方面，受经济下滑、结构调整、国家政策等因素影响，房地产行业景气下行，公司业绩受到较大影响，且公司的地产项目主要位于山东省兖州市及济宁市泗水县，项目所在地区房地产市场低迷，盈利空间进一步受到挤压；另一方面，相较其他房地产商，公司业务规模较小，在行业景气度下降的背景下并不具备明显的竞争优势，且公司的土地储备已不足以支撑地产业务的持续发展。为应对房地产业务持续下滑，确保公司业绩可持续发展，2015 年 12 月，公司以 27.5 亿元收购冉十科技、视科传媒 100%股权，转型广告领域，主业变更为移动数字整合营销服务与线上线下新媒体运营业务。

2016 年围绕主业构建生态，全力推动主营业务快速发展。公司成功实现主业转型，在依托冉十科技与视科传媒原有技术及资源的基础上，通过大通资本平台、明德大通学院智力平台，搭建起结构明晰、高效互补的组织架构，积极构建集新媒体传播、金融服务、大数据服务、数字娱乐、物联网等于一体的生态系统，实现资本、智力、产业的有效融合，全力推动主业快速发展。

股权结构方面，公司股权集中，股东实力雄厚。青岛亚星实业有限公司为公司控股股东，主营房地产开发与经营，持有公司 13.57%股权，亚星实业董事长姜剑为公司实际控制人，直接持有公司 21.42%，并通过天和智远投资及信泽至恒投资间接持有公司 7.74%股权，合计持股 29.16%，另加上其一致行动人朱兰英(姜剑之岳母)持有的公司 25.53%股权的表决权，姜剑实际拥有公司 54.69%的表决权。

图 1：公司股权结构图（截至 2017 年第三季度）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

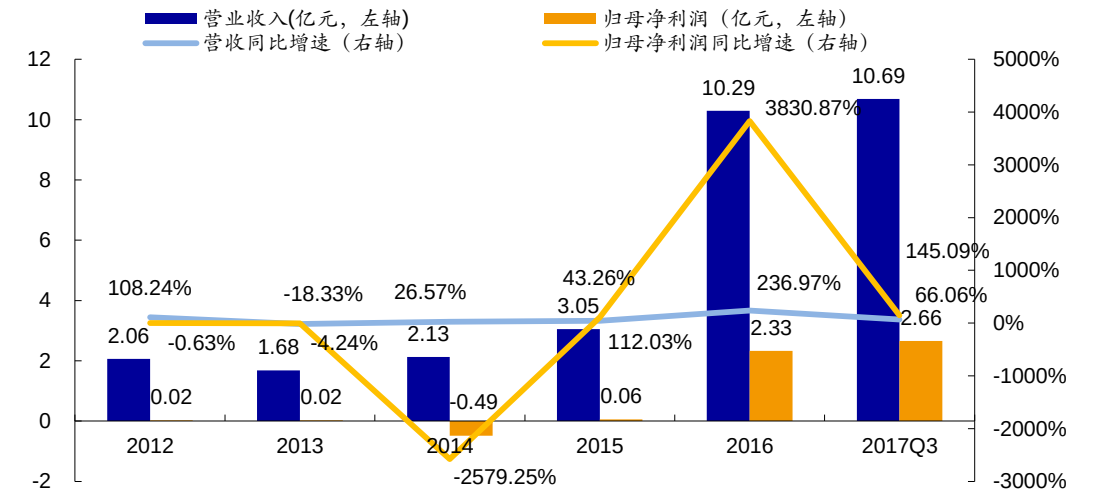
1.2. 剥离房地产业务，营销主业推动业绩实现快速增长

2015 年前，受困于房地产行业的持续低迷，业绩持续下滑。2013-2014 年，公司归母净利润分别为 199.00 万元、-4933.64 万元，分别同比下降 4.24%、2579.25%，盈利能力大幅下滑，且公司土地储备不足以支撑地产业务的持续发展，亟需业务转型；2015 年，公司逐步开展并购重组事宜，拟收购互联网传媒公司冉十科技、视科传媒，向广告行业转型。

2016 年成功实现主业转型，并表驱动业绩大幅增长。2016 年，公司分别实现营业收入、归母净利润 10.29 亿元、2.33 亿元，分别同比增长 236.97%、3830.87%，营收及净利润均实现大幅增长，主要源于 2016 年公司完成收购冉十科技、视科传媒 100%股权，冉十科技及视科传媒纳入合并范围。通过收购冉十科技与视科传媒，公司 2016 年新增广告业务收入 8.97 亿元（互联网广告收入、户外媒体广告收入分别为 5.42 亿元、3.44 亿元），业务收入规模为商品房开发业务收入 1.32 亿元的 6.8 倍，公司主营业务由房地产开发变更为移动数字整合营销服务与线上线下新媒体运营业务，成功实现主业转型。

2017 年完全剥离房地产业务，受益于冉十科技与视科传媒业绩的快速增长以及地产公司结转的部分收入，公司前三季度业绩持续增长。2017 年，公司积极拓展客户渠道，丰富客户资源及类型，2017 年上半年，公司实现营业收入 8.51 亿元，其中广告业务收入 4.91 亿元，同比增长 59.91%。2017 年 9 月，公司将其持有济宁海情置业有限公司 90%股权、青岛广顺房地产有限公司 83%股权以 1.74 亿元过户给亚星实业，完全剥离房地产业务。受益于冉十科技与视科传媒业绩的快速增长以及地产公司结转的部分收入，公司 2017 年前三季度业绩持续快速增长，分别实现营业收入、归母净利润 10.69 亿元、2.66 亿元，分别同比增长 66.09%、145.09%。

图 2：2012-2017 年前三季度公司营业收入及归母净利润



资料来源：Wind，安信证券研究中心

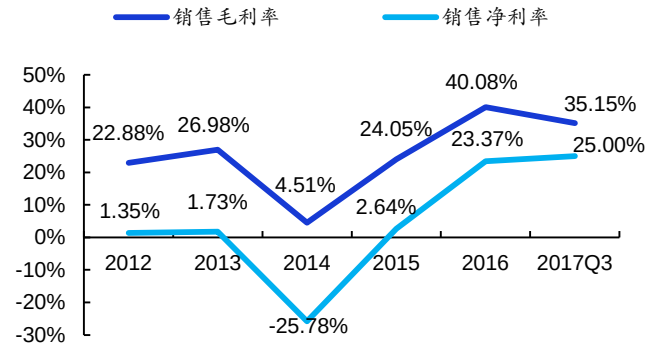
完成主业转型后，公司毛利率及净利率增长显著。公司 2016 年实现主业转型后，毛利率及净利率快速增长，2016 年毛利率、净利率分别为 40.08%、23.37%，分别同增 16.0、20.7 个百分点，增幅显著，盈利能力快速提升。细分来看，公司广告业务毛利率远高于原有商品房开发业务的毛利率，广告业务毛利率维持在 40%以上，商品房开发业务的毛利率波动性较大，2017 年上半年下降至 16.88%，低于同期广告业务毛利率近 30 个百分点。

费用率方面，2016 年管理费用率、销售费用率分别同增 0.2、0.6 个百分点，主要是由于合并范围增加后增加了冉十科技与视科传媒的管理费用及销售费用；2017 年，随着收入规模

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

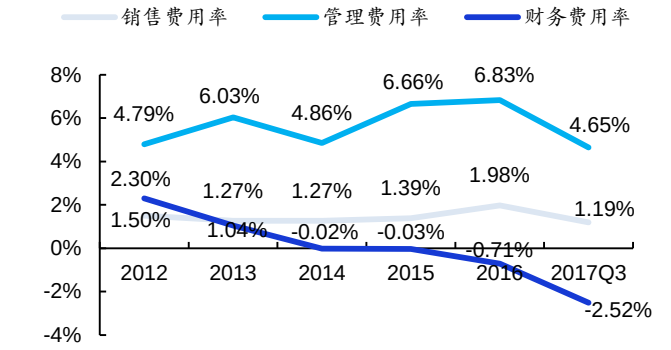
的高速增长、成本控制的加强，2017 年前三季度管理费用率及销售费用率分别为 4.65%、1.19%，较 2016 年底分别下降 2.18、0.79 个百分点，下降幅度明显。

图 3：2012-2017 年前三季度公司销售毛利率及净利率



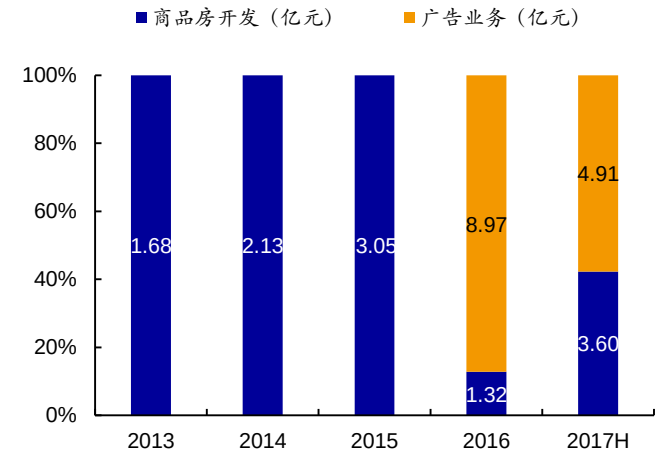
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2012-2017 年前三季度公司三项费用率



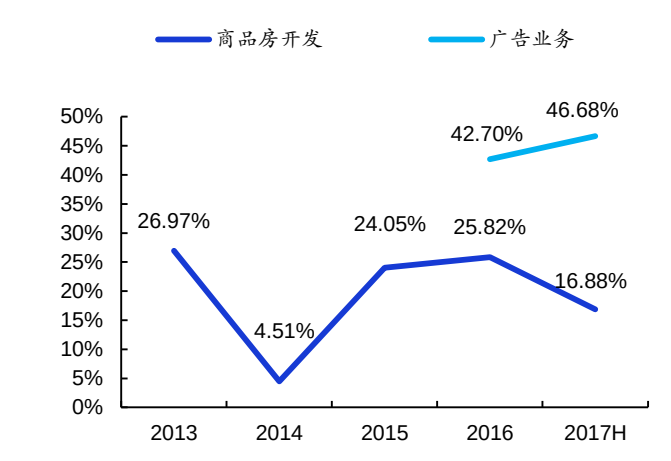
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2013-2017 年上半年公司各细分业务收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2013-2017 年上半年公司各细分业务毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3. 对赌延长一年，彰显业绩持续增长信心

2015 年 7 月，公司公布发行股份及支付现金购买资产并配套募集资预案，分别以 10.5 亿元、17.0 亿元收购冉十科技、视科传媒 100%股权，冉十科技承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 0.70 亿元、0.88 亿元、1.09 亿元；视科传媒承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 1.31 亿元、1.65 亿元、1.98 亿元。

对赌期限延长一年，彰显冉十科技及视科传媒对自身业绩的充足信心，为公司业绩持续增长提供保障。2017 年 9 月，公司发布公告，冉十科技、视科传媒的对赌业绩期限由最初的 2015-2017 年延长至 2018 年，2018 年承诺净利润分别不低于 1.36 亿元、2.12 亿元；此外，冉十科技、视科传媒对应收账款做了进一步的承诺，承诺截至 2019 年底账上应收账款余额需全额收回，未能按时收回的金额由原股东以现金补偿，并于 2020 年 1 月 10 日前补偿完毕，曹林芳、夏东明分别质押所持有的冉十科技、视科传媒 100 万股股票进行质押，作为应收账款承诺的担保，对应收账款的承诺将进一步保障公司健康的资金流，有助于公司持续提升盈利能力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：2015-2018 年冉十科技、视科传媒承诺利润

	2015		2016		2017	2018
	承诺净利润（亿元）	完成率	承诺净利润（亿元）	完成率	承诺净利润（亿元）	承诺净利润（亿元）
冉十科技	0.70	111.38%	0.88	115.74%	1.09	1.36
视科传媒	1.31	105.30%	1.65	104.56%	1.98	2.12

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

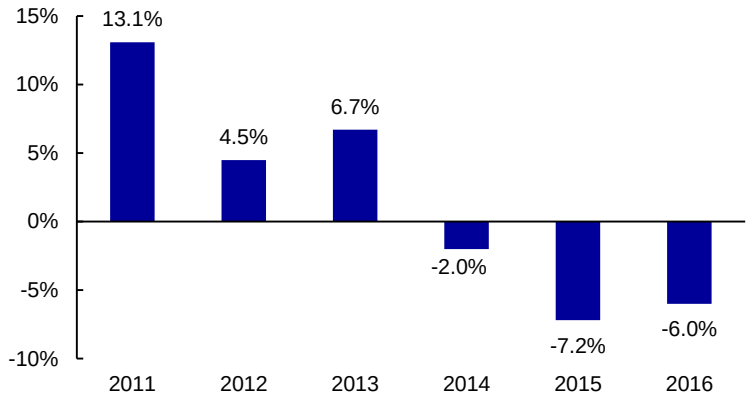
2. 数字营销对传统营销的替代日益明显，户外广告持续平稳增长

2.1. 数字营销快速发展，重塑广告市场结构

电商业务大势所趋，数字营销与电子商务具有天然匹配度。根据中国电子商务研究中心《2016 年度中国电子商务市场数据监测报告》，2016 年中国电子商务市场规模为 22.97 万亿元，同比增长 25.5%，其中，B2B 市场规模为 16.7 万亿元，同比增长 20.14%；网络零售市场规模为 5.3 万亿元，同比增长 39.1%，生活服务电商市场规模为 9700 亿元。营销能力为电商企业获取流量、提高 ROI 提供核心保证，数字营销以定制化的营销方式成为电商节约成本、精准销售、树立品牌影响力的天然工具。

传统企业触网（O2O）亦催生数字营销需求。电子商务化趋势要求企业需借助专业营销机构的帮助在线上实现商品销售，而 O2O 的本质是以线上营销带动线下经营及购买，O2O 后，公关、产品/互动推广等均需转到线上，这需要数字营销服务的配合；获得线下的用户反馈需及时反馈回线上，并将线下用户积极引向线上体验，这将进一步催生数字营销需求，带给数字营销市场巨大的发展空间。

图 7：2011-2016 传统广告刊例花费同比变化



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

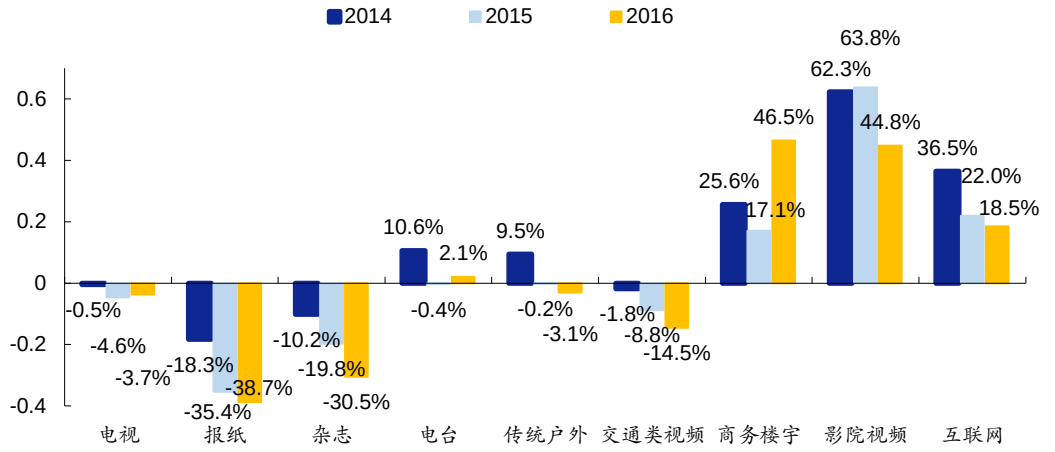
互联网广告挤压不断挤压传统广告份额，成为广告市场主流趋势。2015 年，互联网广告市场占整体广告市场份额达 41.6%，同比增长 8.9%，而报纸、期刊、广播电台、电视广告等传统广告市场份额持续下滑，2015 年市场份额分别为 15.9%、2.3%、4%、36.3%。根据 CTR 数据，2016 年中国广告市场整体刊例花费下降 0.6%，较 2015 年 2.9%的降幅有所收窄。从细分媒介类型来看，刊例花费的降幅主要来自于传统媒介，而互联网媒体分流传统媒介份额，互联网广告刊例花费逆势取得较快增速，2016 年同比增长 18.5%。

受益于整体广告市场增长趋势及对传统广告的挤出效应，互联网广告增长趋势具有中长期可持续性。1）互联网广告收入增速将受益于中国整体广告市场的增长。对标美国及日本，我国广告行业预计仍有较大增长空间，根据 Wind，2014 年美国广告行业 GDP 占比为 2.35%，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

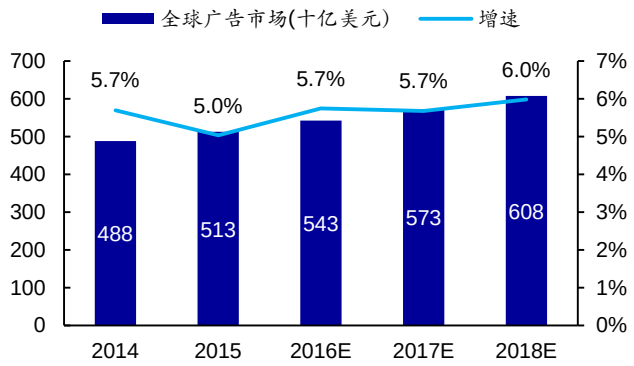
日本广告行业GDP占比为1.6%，而我国占比仅为0.87%。虽然我国广告行业市场规模较大，增速放缓，但对标美国及日本，我国广告市场预计仍存在1-2倍的增长空间；2）将受益于对传统媒介广告的挤出效应，传统媒介广告刊例花费下降趋势明显，2016年整体同比减少6.0%。

图8：2014-2016年互联网广告刊例花费逆势增速良好



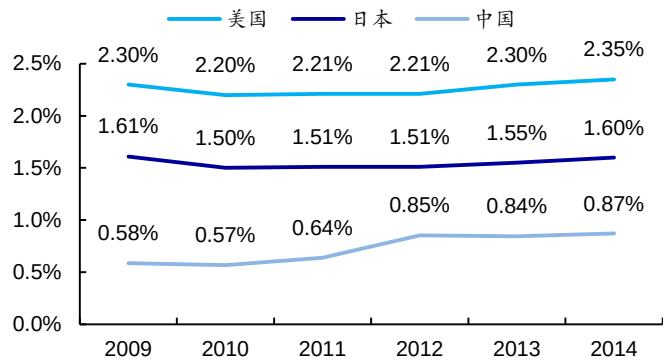
资料来源：CTR媒介智讯，安信证券研究中心

图9：2005-2015全球广告市场规模及增速



资料来源：eMarketer，安信证券研究中心

图10：2009-2014美中日广告市场规模GDP占比



资料来源：Wind，智研咨询，安信证券研究中心

表2：数字营销业务模式下，广告投放的主要渠道及媒体形式

网站类型	网站特点及服务内容	典型代表
综合性网站	为用户提供新闻及综合资讯服务，信息量大，用户覆盖广泛，使用频次高，浏览量大	新浪、搜狐、网易、 腾讯
垂直网站	业务集中于某些特定的细分领域，覆盖特定领域的用户，提供有关这个领域的全部深度信息服务，信息资讯的专业性、针对性更强	汽车之家、太平洋电脑网、红孩子母婴、乐蜂网、携程旅行网
搜索引擎	运用特定的计算机程序从互联网上搜集信息，在对信息进行组织和处理后，为用户提供检索服务并将用户检索到的信息展示给用户。用户使用频次高，浏览量大	百度、Google、360搜索
视频网站	指为用户提供视频浏览服务的网站，视频内容包括电影、电视剧、音乐、动漫、游戏、新闻、综艺等多方面内容，用户粘性高，浏览量大	优酷土豆、爱奇艺、腾讯视频、搜狐视频
电商网站	指电子商务公司建立并运营的网站，主要功能为展示商品及交易信息，为用户提供商品买卖及其他交易的网上平台	京东商城、苏宁易购、淘宝、天猫、唯品会、1号店
社交网站(SNS)	英文名为Social Network Site，指利用互联网平台创造用户之间的社会关系网络并提供社交服务的网站，以用户间的互动交流和信息分享为业务特色，用户粘性高，在网时间长	新浪微博、腾讯微博、人人网
移动互联网	指互联网服务商将互联网的技术、商业模式和应用与移动通信技术相结合，为智能手机、平板电脑等移动终端用户提供的互联网服务的统称，包括新闻、生活资讯、音乐、视频、游戏、社交等各方面服务，用户数增长很快，前景广阔	微信、手机QQ、各类APP应用

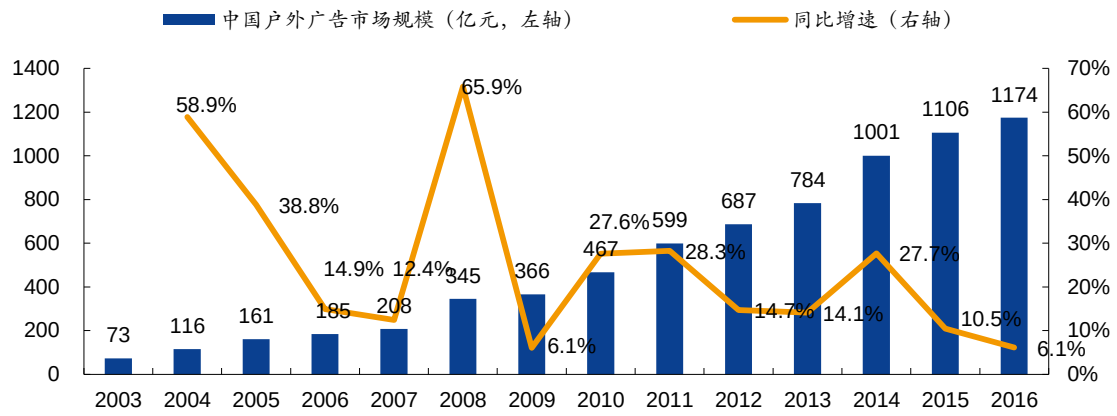
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.2. 受互联网媒介冲击较小，户外广告保持稳定增长

户外广告整体保持平稳增长。户外广告主要包括楼宇液晶、LED 灯箱、公交地铁电视、机场大屏等设置于户外的广告，具有视觉冲击强、表达方式多样化及发布时间长等特点。虽然近年互联网媒介对电视、平面媒介等传统媒介的替代日益明显，但户外广告并未受影响，仍保持稳定增长。根据 CODC，2016 年中国户外广告市场规模达 1174 亿元，同比增长 6.1%。

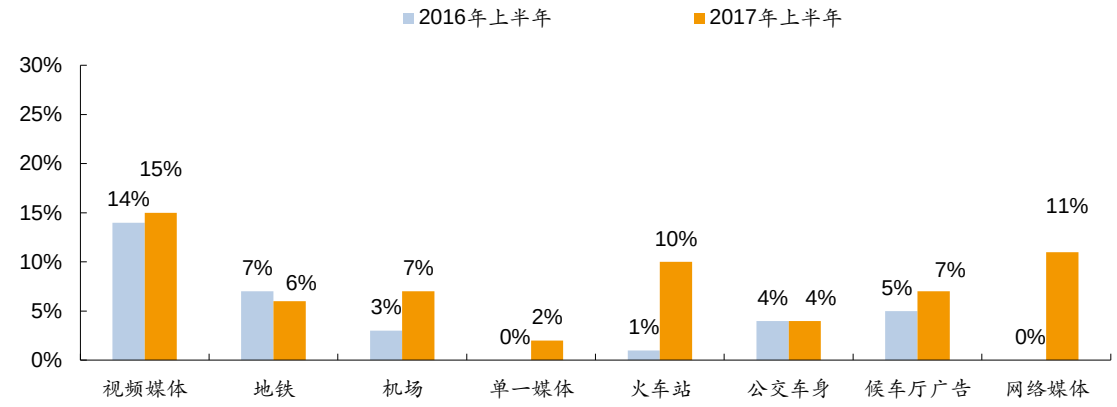
图 11：2003-2016 年中国户外广告市场规模及同比增速



资料来源：CODC，安信证券研究中心

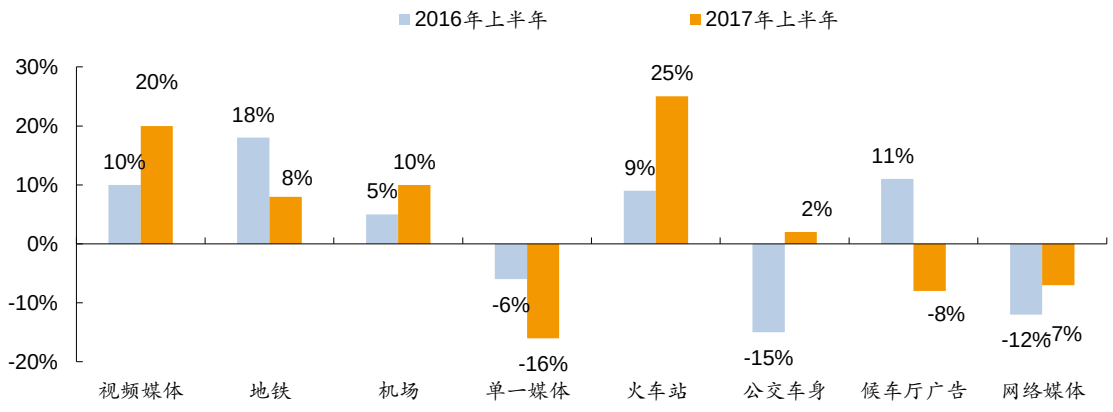
刊例价方面，根据 CODC，2017 年上半年户外媒体刊例平均同比增长 10%，略高于去年同期的 9%；除地铁媒体外，各媒体形式刊例同比增速较上年同期均进一步加快，其中，视频媒体刊例增速最快，2017 年上半年同比增长 15%。投放额方面，视频媒体投放额最高，且逐年保持快速增长；视频、地铁、机场、火车站、公交车身媒体投放额增速逐年加快，2017 年上半年，火车站媒体的增速最快，同比增长 25%；候车亭媒体增速趋缓，单一媒体及网络媒体延续负增长态势。

图 12：2017 年上半年户外广告各媒体形式刊例同比增速



资料来源：CODC，安信证券研究中心

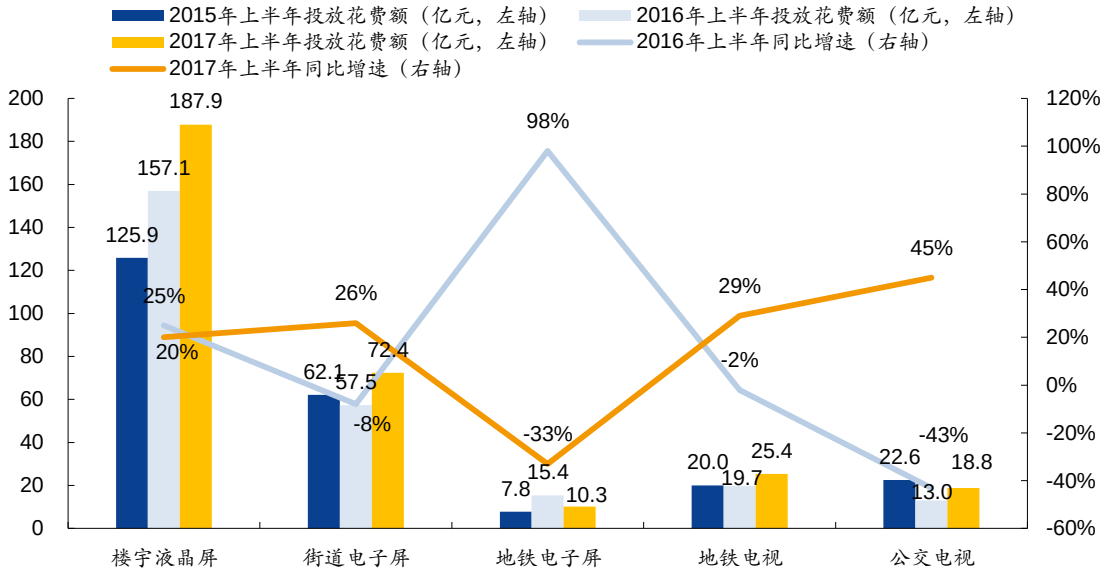
图 13：2017 年上半年户外广告各媒体形式投放额同比增速



资料来源：CODC，安信证券研究中心

视频媒体为户外广告的重点媒体投放趋势，其中楼宇液晶稳居首位。根据 CODC，2017 年上半年，视频媒体的投放额同比增长 20%，其中楼宇液晶稳居首位，持续快速增长，2017 年上半年投放额为 187.9 亿元，同比增长 20%；地铁电子屏的投放额下降幅度较为明显，2017 年上半年同比下降 33%；地铁电视、公交电视显著增长，2017 年上半年分别同比增长 29%、45%。

图 14：2017 年上半年视频媒体各细分类型投放趋势



资料来源：CODC，安信证券研究中心

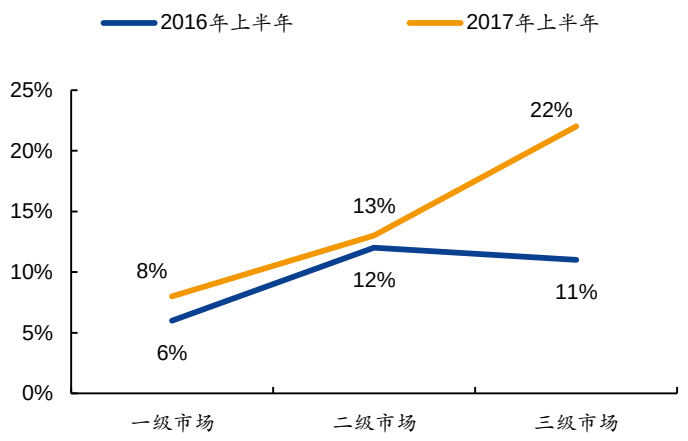
各级市场户外广告投放额均呈逐年上升趋势，三级市场增速显著。分地域来看，各级市场户外广告投放额均逐年上升，其中，三级市场增速最快，2017 年上半年同比增速 22%，较上年同期增长了 11 个百分点，三级市场户外媒体发展尚未成熟，未来发展空间较大。

在一二级市场中，广州的投放额增长最快，2017 年上半年实际增长 16%（实际增长率为去除数据收集范围变化因素后的户外广告投放额与上年同期对比的增长率），超过北京（5%）、上海（-2%）、深圳（+9%），主要源于阳光 100 阿尔勒、有心二手车交易平台、美食台微博、我主良缘等品牌的大量投放；二级市场中，重庆、杭州、大连的投放额实际增长超过 10%；三级市场中，投放额实际增长普遍较高，青岛、郑州、宁波、长春、福州的增速均超过 15%，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

福州达 31%。

图 15：2017 年上半年各级市场户外广告投放额同比增速



资料来源：CODC，安信证券研究中心

3. 聚焦新媒体，线上线下构建整合营销网络

3.1. 线上：冉十科技，占据移动营销风口

3.1.1. 发力移动数字营销，积极构建精准 DSP 平台

冉十科技成立于 2012 年，专注于移动数字营销整合服务，主要包括移动互联网广告业务、无线整合营销业务、程序化购买业务。冉十科技积极开拓移动互联网广告市场，经过 5 年在移动互联网营销领域的积累，公司目前已聚合优质且丰富的媒体资源及渠道资源，对接手机移动终端四大门户媒体资源，拥有腾讯、今日头条、新浪、凤凰网、滴滴、大众点评、爱奇艺等顶级媒体资源，同时拥有包括太平洋游戏网在内的 200 多个手游资源。根据公司公告，目前公司移动广告平台产品已拥有超过 4.6 亿人的人群数据模型，利用技术优势与超过 40 万个媒体位置建立了合作伙伴关系，以及 80 余个核心移动媒体合作方。

凭借突出的整合营销服务能力及优质的合作资源，冉十科技积累的客户涉及汽车、快消、金融、电子商务等多个行业，为国内知名银行客户与汽车品牌提供营销服务，打通银行线上线下渠道，目前已成为中国农业银行指定的技术服务提供商。

图 16：冉十科技业务构成图

资料来源：公司公告

通过至美，构建精准 DSP 平台，提升广告营销效率。在程序化购买业务方面，冉十科技旗下至美 DSP 场景营销广告平台为国内领先的程序化购买平台，为客户提供数据+场景营销解决方案，实现了“定向人群投放”的精准化营销，极大地提升了公司互联网广告的覆盖面、覆盖深度及覆盖人群有效性。2016 年，冉十科技与广点通、朋友圈、今日头条 DSP 大力发展合作，获取大数据资源及流量资源，为广告主的广告投放提供科学的决策建议并通过整合多渠道数据，打造最精准的 DSP 平台，进一步提升广告营销效率。

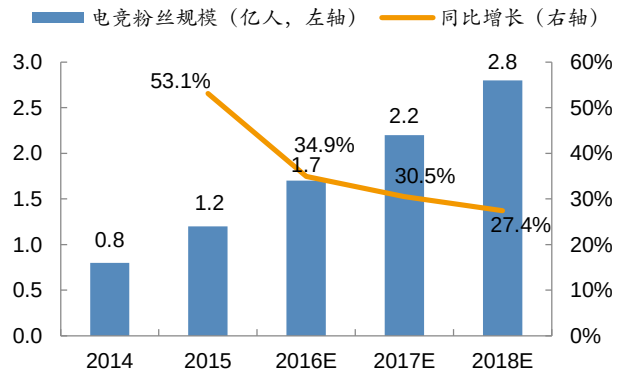
图 17：至美移动广告平台营销案例

资料来源：至美官网，安信证券研究中心

借助太平洋游戏网布局电子竞技领域，未来有望受益于电竞行业的快速发展。太平洋游戏网是一个覆盖网游、页游、手游、单机等全类型游戏的服务性资讯网站，在竞技游戏专区建设、竞技赛事报道及组织、竞技平台搭建等领域深耕多年，目前是国内游戏产业流量最大，用户活跃度最高的门户网站之一，尤其是竞技频道是业界公认的知名频道。公司借助太平洋游戏网深入拓展电子竞技领域，未来有望受益于电竞行业的快速发展。与此同时，太平洋游戏网将携手多家著名游戏厂商利用各自的核心优势联手运营，共同处理并满足玩家的“个性化的游戏需求”及“标准化的服务需求”，实现联运分成，扩大盈利途径。

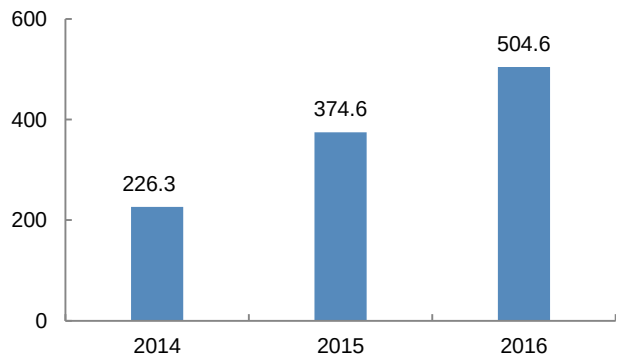
国内电竞市场规模与渗透率双增，电竞行业成为游戏行业重要细分领域。根据艾瑞咨询，国内电竞粉丝规模不断扩张，2015 年达到 1.2 亿人，同比增长高达 53.1%，预计 2018 年将达到 2.8 亿人。粉丝规模持续高增长的同时，国内电竞市场规模、市场渗透率（国内电竞市场规模/国内游戏整体市场规模）也在不断上升。国内电竞市场规模主要包括电竞游戏收入（包括电竞游戏用户付费）、电竞衍生收入（包括俱乐部、直播平台等）、电竞赛事收入（包括门票、周边、赞助等）。根据 GPC、CNG，2015 年国内电竞市场规模为 374.6 亿元（同比增长 65.53%），2016 年市场规模达到 504.6 亿元（同比增长 34.7%）；国内电竞市场渗透率由 2014 年 19.8%升至 2016 年 30.5%，电竞行业已经成为游戏行业的重要细分领域。

图 18：2014-2018 年国内电竞粉丝规模



资料来源：艾瑞咨询

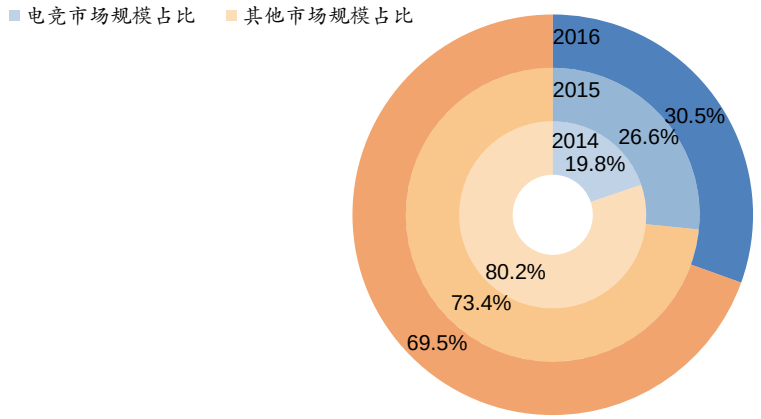
图 19：2014-2016 年国内电竞市场规模



资料来源：GPC，CNG

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 20：2014-2016 年国内电竞市场渗透率



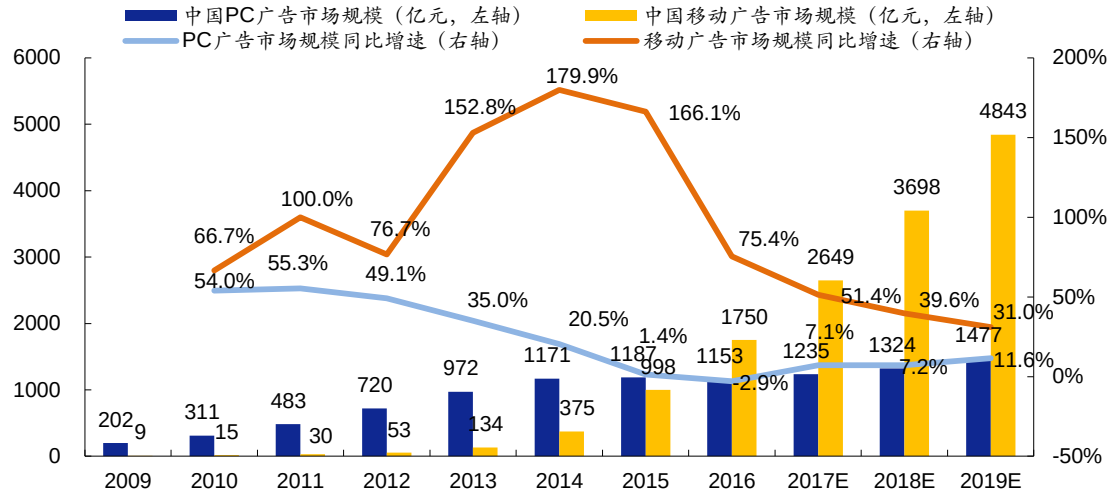
资料来源：GPC，CNG

注：电竞游戏市场渗透率=国内电竞市场规模/国内游戏整体市场规模

3.1.2. PC 端增速放缓，移动端拉动互联网营销持续增长

PC 端增速放缓，移动端成为互联网广告的主要增量来源。根据艾瑞咨询，2016 年国内 PC 端广告市场规模为 1153 亿元，较 2015 年略有下降，PC 端广告市场规模增速明显放缓。移动端广告市场规模自 2012 年起发展迅速,2016 年市场规模达 1750 亿元,同比增长 75.4%，移动广告市场规模首次超越 PC 端。预计 2017 年整体互联网广告增速为 34%，移动广告增速为 51%；未来三年，预计互联网广告将以 30%的年平均增速增长，移动广告的年平均增速在 40%左右。

图 21：2009-2019 年中国 PC 广告及移动广告市场规模



资料来源：iResearch，安信证券研究中心

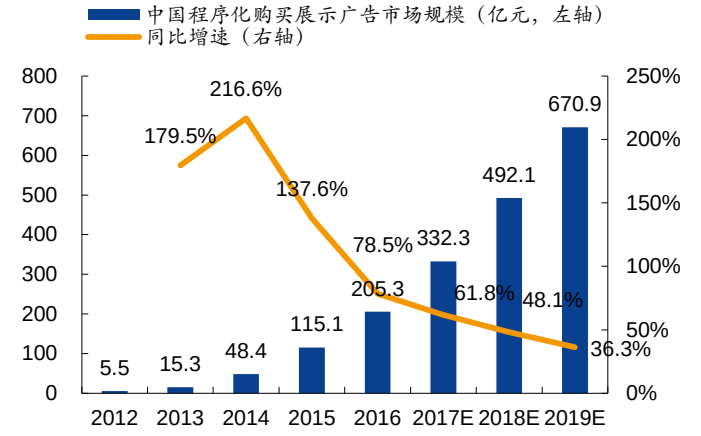
程序化购买以 DSP 作为桥梁，通过对接 PC、移动端的广告交易平台 AD EXCHANGE、AS network、SSP 等，为企业提供 RTB 实时竞价购买及 PPB 程序化优化购买。在程序化购买下，品牌主或者品牌主的代理机构通过数字平台（包括互联网及互联网），自动地执行广告媒体购买、投放和优化，相较传统的人工购买，可以提升广告投放的效率，并实现包括人工成本、广告成本在内的企业成本降低。

程序化购买市场仍处发展前期，未来具备较大的发展空间。根据艾瑞咨询，2016 年国内程

序化购买展示广告市场规模达 205.3 亿元，同比增长 78.5%，预计至 2019 年，市场规模将达 670.9 亿元。自 2012 年以来，程序化购买连续保持 100%以上的增速，至 2016 年，由于流量作弊、广告投放不透明等历史问题的积累，广告主对程序化购买市场的信任度下降、市场规模增速下滑，程序化购买市场进入调整期，增速有所放缓，但长远来看，国内的程序化购买市场仍处于发展前期，未来具备较大的增长空间，随着人工智能、区块链等技术的应用，预计未来程序化购买市场将保持中高速稳健式增长。

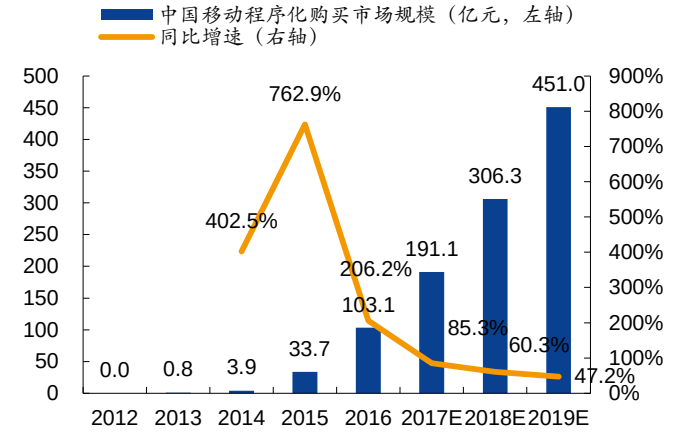
移动程序化购买市场增速更为显著，预计未来仍将维持高增长。根据艾瑞咨询，2016 年国内移动程序化购买展示广告市场规模达 103.1 亿元，同比增长 206.2%，预计至 2019 年，市场规模将达 451.0 亿元。移动程序化购买持续保持高增长，已成为程序化购买市场增长的主要动力，预计在未来三年内，移动程序化购买仍将维持较高增速，且增速将显著高于整体市场。

图 22：2012-2019 年中国程序化购买展示广告市场规模



资料来源：iResearch，安信证券研究中心

图 23：2012-2019 年中国移动程序化购买展示广告市场规模



资料来源：iResearch，安信证券研究中心

图 24：2012-2017 年中国程序化购买市场发展主要节点

资料来源：iResearch

3.2. 线下：视科传媒，布局线下户外新媒体广告资源

3.2.1. 扎根户外广告领域，抢占高铁媒体资源

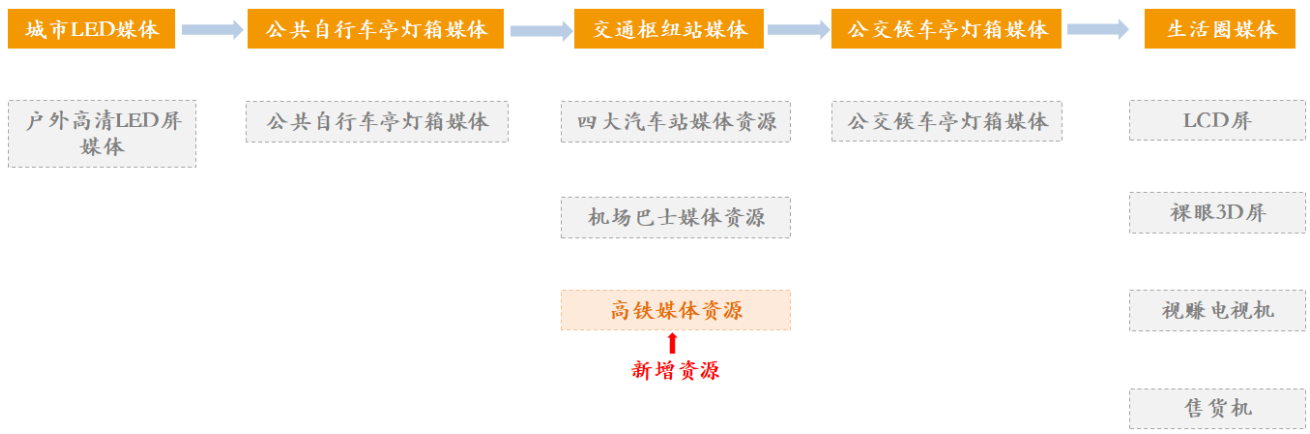
视科传媒成立于 2008 年 4 月，2012 年起积极布局户外 LED 显示屏、LCD 数字屏及公共自行车亭灯箱广告业务，逐步向户外媒体运营商转型。经过多年的媒体运营经验，视科传媒逐步积累起优质的客户资源，目前的主要客户包括修正、皇台酒业、康宏理财、杭州银行、必

胜客、肯德基、康师傅、中国联通、中国电信、中国移动、可口可乐、优衣库，东风日产、奥迪等。

视科传媒立足浙江，辐射全国，扎根户外广告业务，拥有丰富的户外媒体资源。1）视科传媒在杭州户外广告行业占据较强的竞争优势，在资源总量、公司营收、上下游产业配套均位于浙江行业前列。视科传媒在杭州市户外广告行业占据较强的竞争优势，在客户资源、户外广告渠道等方面竞争能力突出。目前公司手握亚洲第一大户外 LED 屏，并垄断经营杭州自行车亭媒体，拥有杭州市最多之一的公共自行车圆弧灯箱点位，在杭州大厦等商业圈核心位置进行了 LED 屏幕布点，在杭州市各重点防火单位人流密集处进行 LCD 屏幕布点；**2）视科传媒在立足杭州主城区的同时，积极向杭州周边郊区或周边城市扩大经营区域，进一步优化并丰富媒体资源布局。**视科传媒依靠较为成熟的运营网络，在立足杭州主城区的同时，向杭州周边郊区或周边城市扩大经营区域，通过设立子公司或分公司以及与其他媒体运营商强强联合，不断向全国其他地区进行扩张，持续优化并丰富媒体资源布局，提升公司户外媒体播放的影响力。

根据公司公告，截至 2016 年底，视科传媒在工联大厦、现代国际大厦等均有 LED 显示屏，共计 29 块，占据杭州市各大商圈的优质地段，其中工联大厦的 LED 屏面积 2332 平方米，是目前亚洲最大的户外 LED 屏，该 LED 屏幕运用最前沿的先进技术，将为公司带来巨大的经济效应及品牌效应。在 LCD 屏资源方面，视科传媒已在杭州繁华商圈内的大型商场、银行、医院、热门餐饮、娱乐、影剧院、写字楼等人流量密集的公共场所广泛布点了 LCD 电子屏幕，目前拥有 629 个 LCD 传媒终端，并且在杭州、北京等地新增 200 处裸眼 3D 数字屏点位，未来视科传媒将根据市场需求进一步增加对裸眼 3D 数字屏的布局。裸眼 3D 数字屏依托强烈的视觉冲击力，广告投放效果明显，获得广告主、广告代理商的认可。

图 25：视科传媒主要户外媒体资源



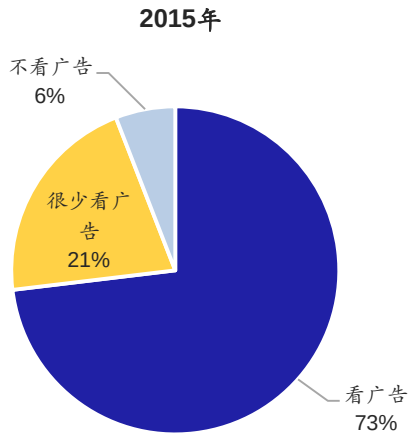
资料来源：视科传媒官网，公司调研，安信证券研究中心

抢占高铁媒体资源，加强资源竞争优势，拓展多元化媒体资源布局。高铁的便捷性使其拥有巨大的客流量，随着高铁的快速发展，其作为交通工具的价值无可替代，高铁的独特媒介属性，彰显出其拥有的突出的营销价值，目前高铁媒体进入快速发展期，高铁广告已成为众多广告营销公司争夺的重要媒体资源。1）高铁具有独特的媒介属性，目标受众群体为中高端人群，受众定位清晰且精准，根据 CTR，高铁动车乘客特征较为显著，通常具有高学历、高收入、高消费特点，这部分群体消费潜力大，重视品牌知名度，为公司的精准营销提供了可能；2）高铁媒体具有场聚效应，在碎片化时代，高铁媒体的聚客效应尤为突显，每年有上

亿的中高端人群进入这一密闭的空间环境，使其广告具有较高到达率；3）高铁媒体利于快速开拓区域市场，实现跨区域联动传播。借助高铁的流动性，可加快区域渗透，较快的实现媒体全国大范围覆盖。

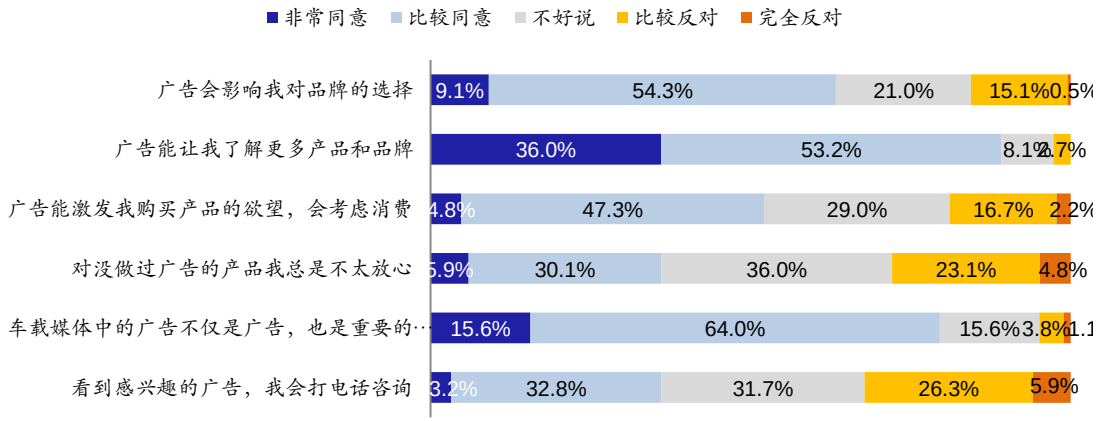
2017 年，公司内部专门组建高铁团队，加大高铁媒体资源的开发力度，目前公司正与多个高铁站积极推进合作，在重要的高铁枢纽站进行布点，发展迅速。受益于高铁的快速发展，未来有望成为公司重要的业绩增长点。

图 26：高铁人群对高铁广告的接受程度较高



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

图 27：高铁人群对高铁广告的态度较为积极



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

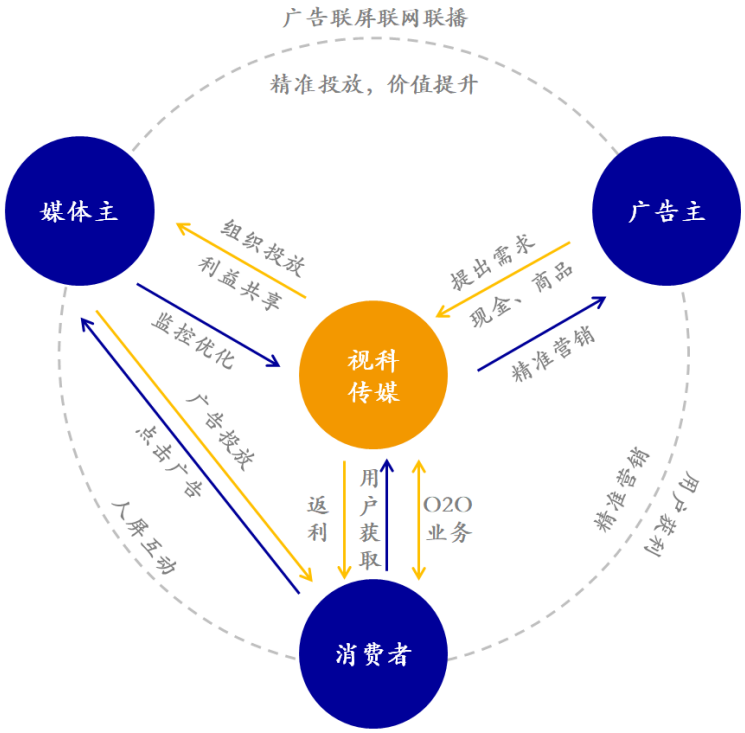
3.2.2. 打造新媒体 O2O 平台，享受牌照红利嫁接内容资源

打造新媒体 O2O 平台，实现线上线下交互式营销，向全媒体运营商升级。视科传媒积极构建以媒体广告（媒体层）、视科 WIFI（服务层）、视赚网络（应用层）三大矩阵为核心的新媒体 O2O 模式，由主营户外媒体营销服务提供商向立体 O2O 全媒体运营商升级。O2O 平台集移动广告、移动电商、智慧 WIFI 于一体，打通线上线下资源的新媒体交互平台，平台采用虚拟化的交易网络，客户可通过主动浏览广告来赚取虚拟积分、兑换商品，平台可通过与线下商户的合作为客户推送优惠券等服务，完成客户导流及二次消费。

视赚网络创立于 2015 年初，是视科传媒的全资子公司。视赚网络依托视科传媒的户外媒体

优势，积极整合媒体资源，逐步建设以大数据、云计算、物联网为基础的集移动广告、互动营销、移动电商、互联网金融、智慧 WIFI 等于一体的互联网跨界生态体系，有效提高广告商业附加值。视赚网络目前已成立广告、云平台、移动商城、三维码四个业务，自主研发出视赚广告 APP、视赚商城、联屏汇、必盟广告网、视赚云 WiFi、视赚 TV、视赚三维码等一系列产品，可以为客户提供从广告到电商销售再到线下精准揽客的线上线下交互式服务。

图 28：O2O 广告模式



资料来源：视科传媒官网，安信证券研究中心

视赚网络拥有丰富的牌照资源，享受牌照红利，并为公司在未来进一步嫁接内容方、切入视听领域奠定了坚实的基础。根据公司公告，2016 年 4 月，视赚网络以 2440 万元收购赛鸽天地、三吉嘉喜，间接获得稀缺的网络视听许可证。广电总局于 2007 年 12 月 29 日公布《互联网视听节目服务管理规定》，根据规定，获得《信息网络传播视听节目许可证》或履行备案手续的单位才能从事互联网视听节目服务（互联网视听节目服务是指制作、编辑、集成并通过互联网向公众提供视音频节目，以及为他人提供上载传播视听节目服务的活动）。

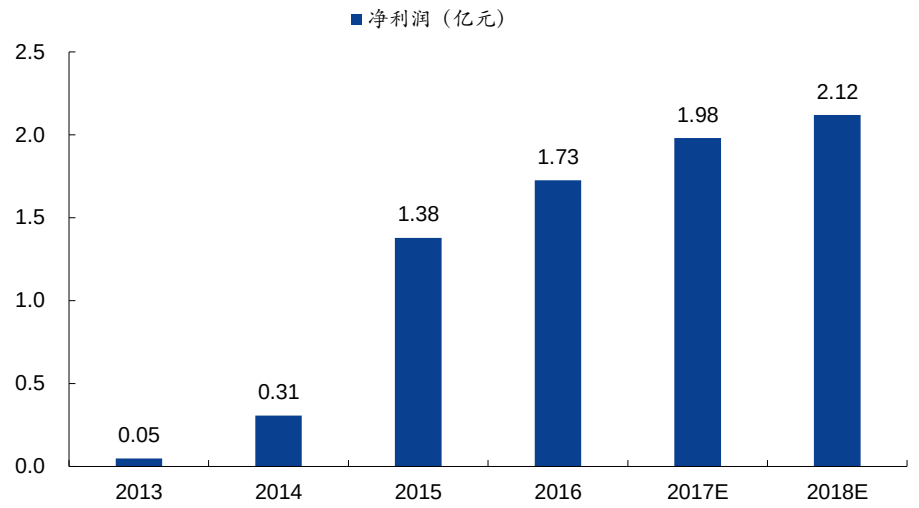
根据广电总局披露的名单显示，截至 2016 年 12 月 31 日，共有 588 家单位获得《信息网络传播视听节目许可证》（分为四大类，共 17 种），这一数字自 2016 年 5 月以来并未增加；此外，广电总局进一步通告，申请许可证的单位需满足“为国有独资或国有控股单位”的条件，在这一审核要求下，民营企业将无法获得许可证。在监管日趋严格的背景下，视听许可证的获取难度逐步加大，视听许可证已成为整个行业的最大门槛。根据《IT 时报》调查发现，无视听许可证的公司目前通常采用并购持证单位的方式获取许可证，但至 2017 年 2 月，视听许可证的市场价格已上涨至 3500 万元以上，半年时间内价格已近翻番，获证成本快速上涨。

在监管日趋严格、视听许可证获取难度逐渐加大的背景下，视赚网络的牌照价值日益突显，加上其同时拥有的网络文化经营许可证、ICP 证、增值电信业务经营许可证、广播电视节目制作许可证等，为公司下一步进入到互联网+传媒、视听领域打下了坚定的基础。

随着新业务领域的拓展，视科传媒的盈利能力得到快速提升。2015 年、2016 年，视科传媒

分别实现净利润 1.38 亿元、1.73 亿元，分别同比增长 349.92%、25.06%，业绩持续增长，超额完成业绩承诺，承诺业绩完成率达 105.30%、104.56%。

图 29：2013-2016 年视科传媒净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 募投项目完善竞争优势，股权激励凝聚发展合力

4.1. 全面推进募投项目，强化线上线下竞争优势

2015 年 7 月，公司公布发行股份及支付现金购买资产并配套募集资预案，分别以 10.5 亿元、17.0 亿元收购冉十科技、视科传媒 100%股权，并配套募集资金 27.5 亿元，扣除发行费用后，募集资金净值 27.2 亿元，分别用于移动广告营销网络建设项目（冉十科技项目）、至美移动数字营销综合服务平台升级项目、研发中心项目、户外媒体联屏联播项目。

表 3：募投项目进度

项目名称	募集资金拟投资总额（亿元）	累计投入金额（亿元）（截至 2017.11.12）	投资进度（%）（截至 2017.11.12）
移动广告营销网络建设项目(青岛冉十项目)	0.15	0.12	78.19%
至美移动数字营销综合服务平台升级项目	2.40	-	0.00%
研发中心项目	0.51	0.00	0.00%
户外媒体联屏联播网项目	8.20	1.29	15.76%
支付收购对价	7.93	6.79	85.58%
永久性补充流动资金	8.00	-	-
合计	27.20	8.20	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

搭建移动广告营销体系，强化冉十科技本地化竞争优势。2016 年 10 月 19 日，公司向冉十科技增资 1500 万元用于移动广告营销网络建设项目；2016 年 10 月 21 日，冉十科技使用募集资金设立全资子公司青岛冉十科技有限公司，目前已投入募集资金 1172.84 万元，搭建了青岛市的移动广告营销体系。

构建 DSP+DMP 精准营销平台，提升广告投放转化率。募投项目中，2.4 亿元将用于构建 DSP+DMP 平台、监测协作平台、Zmedia 社会化媒体移动营销平台，构建完整的程序化交易系统，同时积极整合移动及 PC 端资源，建设跨屏营销平台。通过全方位技术升级，提高至美的广告投放精准度，提升广告转化效果。精准营销作为移动互联网广告市场的重要趋势，近年发展迅速，且行业竞争格局尚未稳定，公司通过精准营销平台的构建将强化自身竞争优

势，未来业绩有望持续释放。

表 4：至美移动数字营销综合服务平台升级前后效果对比

	升级前	升级后
投放规模	日处理广告请求规模 3000 万/日	广告请求处理规模最高可达 10 亿/日
投放形式	提供横幅、插屏、积分 墙三种广告形式	在原有的基础上增加全屏广告、视频广告、以及 HTML5、原生广告等多种广告形式
曝光次数	广告投放一次结束	对历史用户进行跟踪及多次创意曝光，促进二次营销
优化策略	无广告投放优化策略	将提供素材优化、时段优化、转化率优化、预算优化、频次优化、去重优化、人群优化等优化方法
信息收集	不具备用户信息收集功能	采集用户的行为、兴趣关注点， 对用户分群、贴标签
平台对接	只能对接第三方 SSP 平台	在对接第三方 SSP 的基础上增加第三方 DSP、DMP 对接、以及第三方广告交易平台对接
投放精度	广告投放具备按媒体位置、创意、时间、地理位置、竞价投放	广告投放在原有的基础上具备按用户人群、兴趣、品牌偏好、购物行为、浏览习惯、重定向等方式精准投放
效果统计	采用第三方统计广告效果	广告协作监测无缝对接，从创意、人群、媒体、地域、位置、频次等多维度立体反馈曝光、点击、注册、用户转化率、ROI 等表现
结果分析	销售通过类似的投放历史及经验为客户做效果评估	提供不同行业及业务场景的广告投放模型，并提供基于大数据分析的广告效果预测及评估，准确性更高
实时反馈	广告效果报表只能隔天提供	强大的报表系统，提供创意、媒体、活动、投放、订单、日期、位置、时间、地域、渠道等全面的报表数据；并具备实时观测广告投放数据功能

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 5：至美移动数字营销综合服务平台预计销售收入（亿元）

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
移动平台升级项目		0.50	2.00	3.00	3.75
跨平台项目			0.20	1.00	2.00
合计		0.50	2.20	4.00	5.75
项目投资财务内部收益率（税后）			27.37%		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

选取优质阵地资源，打造综合性网络化户外资源平台，进一步丰富视科传媒户外媒体资源布局。募投项目中，8.20 亿元用于户外媒体联屏联播网项目，进一步丰富并优化视科传媒户外媒体资源的布局，包括新增高清 LED 显示屏、户外大型 LED 显示屏、裸眼 3D LCD 数字屏、自行车亭灯箱异型灯箱及点位以及自动售货机广告位等，打造综合性的网络化户外媒体资源平台。公司积极推动传统户外媒体与新兴媒体的融合发展，实现户外媒体联网联播，户外媒体联网联播利用互联网的技术优势，使户外媒体不但可以作为广告的载体，同时赋予其媒介属性，让户外媒体可以作为资讯传播的媒介。与此同时，视科传媒业务在立足杭州地区的基础上将积极拓展覆盖范围，将业务范围拓展至全国。

4.2. 构建资本运作平台，打造人才培育体系

构建资本运作平台，推动公司在上下游的并购整合，完善产业布局。公司以大通资本为资本运作平台，依托强大的股东背景、丰富的资源，为实体产业发展提供股权投资基金、并购基金、并购投行，资本运作等综合性服务。同时为公司寻找符合发展战略，可以产生协同效应的优质标的。根据公司公告，2016 年 11 月，公司与甘肃浙银天虹资本管理有限公司、国民信托有限公司合作，共同发起设立并购基金（通育投资），有利于公司充分利用基金管理团队的专业投资经验及完善的风险控制体系，有效过滤标的项目前期的潜在风险，推动公司积极稳健地并购整合及外延式扩张，进一步完善公司的产业布局，实现快速成长，提供业绩持续增长动力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

成立旅游、影视基金，实现产业资源与金融资本的良性互动。2016 年 6 月，公司与合作方共同成立大通驴妈妈文化旅游投资基金、大通派格影视投资基金，基金首期规模分别为 20 亿元、1 亿美元。大通驴妈妈文化旅游投资基金主要投资潜力旅游景区、乡村度假酒店或目的地、高速成长旅游新型企业等，大通派格影视投资基金的主要投向是好莱坞及其他国际优质影视 IP 项目、影视资产的孵化、购买及转让，以及国际优秀影视人才的引进、合作。公司借助资本切入旅游产业及影视产业，推动互联网传媒与泛娱乐产业整合升级，有助于加快公司战略布局，进一步丰富收入来源，实现产业资源与金融资本的良性互动，提供资金利用率。

与中国人民大学共建新媒体研究院，孵化新媒体人才，打造高端智库。2015 年 12 月，公司与中国人民大学新闻学院正式签署协议书，共建中国人民大学明德大通新媒体研究院。明德大通新媒体研究院定位为产学研合作平台，主要工作内容包括对网络新媒体的发展现状及趋势作出科学研判，发布相关研究报告或蓝皮书；承担有关产品与产业、政策与市场、技术与平台发展问题的研究项目，推出高质量研究成果；开展相关议题的咨询顾问服务；构建舆情分析、危机公关顾问咨询平台；搭建国内外学界与业界交流平台；培训网络新媒体领域的高级专门人才；在条件成熟的情况下，研发互联网广告、公关与大数据营销领域的新技术、新产品，孵化创业团队。

未来，公司将以明德大通新媒体研究院为高端智库，依托中国人民大学的学术团队及博士后流动站等人才流动组织，通过对媒介融合、互联网广告与公关、大数据与营销传播等领域开展术业互通的研究，支持产业发展，通过人才培养项目、前沿课题研究等方式进行智力成果输出。

4.3. 推出股权激励， 凝聚发展合力

根据公司公告，2017 年 9 月 29 日，公司发布第一期员工持股计划，拟筹集资金总额不超 5000 万元，资金来源为员工合法薪酬、自筹资金等。相关集合资金信托计划份额规模最高不超过 1.25 亿份，每份 1 元，按不超过 1.5:1 设立优先级份额及劣后级份额，此次员工持股计划筹集资金全额认购集合资金信托计划的劣后级份额。

公司积极完善激励体制，建立长效激励机制，将有效统一管理团队、核心人才的利益诉求，充分调动员工的积极性、创造性。

5. 投资建议

公司转型营销，聚焦新媒体，线上占据移动营销风口，线下布局户外媒体资源，搭建起全方位整合营销网络；冉十科技、视科传媒对赌期限延长至 2018 年，为业绩持续增长提供保障。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.71 亿元、4.59 亿元、5.36 亿元，EPS 0.71 元、0.88 元、1.03 元，对应当前股价 PE 为 29、23、20 倍，我们给予 2018 年 25-30 倍目标 PE（若扣除公司账面 21.5 亿货币资金，对应 18 年 22 倍），对应目标价 23.76 元，“买入-A”评级。

6. 风险提示

宏观经济下行带来收入端波动、行业竞争恶化、业务整合不及预期、媒体采购价格上涨超预期等风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	305.4	1,029.2	1,539.0	3,500.1	5,500.0
减:营业成本	232.0	616.7	843.3	2,275.0	3,701.5
营业税费	26.9	44.9	61.6	232.8	412.5
销售费用	4.2	20.4	30.5	87.5	148.5
管理费用	20.3	70.2	105.0	262.5	429.0
财务费用	-0.1	-7.3	-30.8	-70.0	-110.0
资产减值损失	2.2	16.3	2.2	9.2	5.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	3.6	28.1	15.9	22.0
营业利润	19.9	271.5	555.2	718.9	934.8
加:营业外净收支	-2.5	35.9	-0.1	-0.1	-0.1
利润总额	17.4	307.4	555.1	718.8	934.7
减:所得税	9.4	66.9	120.8	215.6	327.1
净利润	5.9	233.3	370.5	458.6	536.0

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	105.6	2,146.4	2,603.5	2,340.7	2,750.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	12.5	502.0	165.6	1,085.9	489.4
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	0.0	16.9	7.4	27.0	47.4
存货	601.0	596.0	3,120.3	4,100.0	9,929.0
其他流动资产	16.1	274.2	102.5	188.3	145.4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	236.1	590.1	885.2	1,209.8
投资性房地产	-	9.4	24.4	34.4	39.4
固定资产	0.1	146.2	196.5	245.0	278.5
在建工程	-	-	70.0	90.0	70.0
无形资产	-	57.9	98.2	143.2	191.9
其他非流动资产	9.6	2,408.5	1,976.3	1,705.0	1,360.6
资产总额	744.8	6,393.6	8,954.8	10,844.7	16,511.3
短期债务	-	-	-	-	61.8
应付帐款	341.8	410.0	1,506.7	2,465.1	4,972.2
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	248.1	717.7	1,650.0	2,061.3	4,464.8
长期借款	-	-	-	-	130.1
其他非流动负债	-	152.0	53.8	102.9	78.4
负债总额	589.9	1,279.7	3,210.5	4,629.4	9,707.3
少数股东权益	39.1	46.7	110.6	155.1	226.7
股本	96.2	326.7	522.8	522.8	522.8
留存收益	19.5	4,740.4	5,110.9	5,537.4	6,054.6
股东权益	154.9	5,113.9	5,744.3	6,215.3	6,804.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	43.3%	237.0%	49.5%	127.4%	57.1%
营业利润增长率	-139.1%	1265.0%	104.5%	29.5%	30.0%
净利润增长率	-112.0%	3830.9%	58.8%	23.8%	16.9%
EBITDA 增长率	-139.1%	1335.7%	93.3%	27.5%	29.3%
EBIT 增长率	-139.0%	1233.8%	98.5%	23.7%	27.1%
NOPLAT 增长率	-118.9%	2155.4%	98.5%	10.7%	18.0%
投资资本增长率	-61.3%	7552.9%	4.5%	23.3%	9.2%
净资产增长率	5.5%	3202.5%	12.3%	8.2%	9.5%
利润率					
毛利率	24.0%	40.1%	45.2%	35.0%	32.7%
营业利润率	6.5%	26.4%	36.1%	20.5%	17.0%
净利润率	1.9%	22.7%	24.1%	13.1%	9.7%
EBITDA/营业收入	6.5%	27.7%	35.8%	20.1%	16.5%
EBIT/营业收入	6.5%	25.7%	34.1%	18.5%	15.0%
运营效率					
固定资产周转天数	0	26	40	23	17
流动营业资本周转天数	89	85	91	69	75
流动资产周转天数	831	747	1,115	707	691
应收帐款周转天数	12	90	78	64	52
存货周转天数	716	209	435	371	459
总资产周转天数	842	1,248	1,795	1,018	895
投资资本周转天数	84	539	727	365	268
投资回报率					
ROE	5.1%	4.6%	6.6%	7.6%	8.1%
ROA	1.1%	3.8%	4.8%	4.6%	3.7%
ROIC	8.9%	520.4%	13.5%	14.3%	13.7%
费用率					
销售费用率	1.4%	2.0%	2.0%	2.5%	2.7%
管理费用率	6.7%	6.8%	6.8%	7.5%	7.8%
财务费用率	0.0%	-0.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
三费/营业收入	8.0%	8.1%	6.8%	8.0%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	79.2%	20.0%	35.9%	42.7%	58.8%
负债权益比	381.0%	25.0%	55.9%	74.5%	142.7%
流动比率	1.25	3.14	1.90	1.71	1.41
速动比率	0.23	2.61	0.91	0.80	0.36
利息保障倍数	-245.29	-36.29	-17.04	-9.27	-7.50
分红指标					
DPS(元)	-	0.06	-	0.06	0.04
分红比率	0.0%	14.0%	0.0%	7.0%	3.5%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8.1	240.5	370.5	458.6	536.0
加:折旧和摊销	0.0	22.2	26.2	52.9	82.6
资产减值准备	-3.3	16.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	0.0	-30.8	-70.0	-110.0
投资损失	-	-3.6	-28.1	-15.9	-22.0
少数股东损益	2.1	7.2	63.8	44.5	71.5
营运资金的变动	57.9	-43.7	87.1	-662.5	-286.1
经营活动产生现金流量	70.1	355.9	488.7	-192.3	272.0
投资活动产生现金流量	0.0	-1,017.6	-166.9	-154.1	-123.0
融资活动产生现金流量	-	2,699.2	135.3	83.7	260.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.01	0.45	0.71	0.88	1.03
BVPS(元)	0.22	9.69	10.78	11.59	12.58
PE(X)	1,808.7	46.0	29.0	23.4	20.0
PB(X)	92.7	2.1	1.9	1.8	1.6
P/FCF	156.1	-4.2	76.2	-45.7	31.0
P/S	35.1	10.4	7.0	3.1	2.0
EV/EBITDA	272.2	46.1	15.0	12.2	9.3
CAGR(%)	296.7%	36.2%	-299.2%	296.7%	36.2%
PEG	6.1	1.3	-0.1	0.1	0.6
ROIC/WACC	0.9	49.8	1.3	1.4	1.3
REP	158.8	0.1	2.0	1.6	1.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。