

证券研究报告—动态报告

信息技术

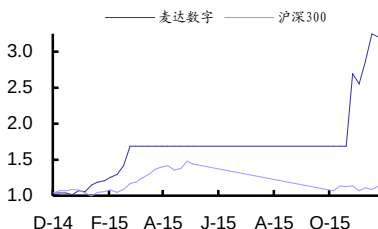
IT 硬件与设备

麦达数字 (002137)
增持

合理估值: 元 昨收盘: 21.02 元 (首次评级)

2015年12月23日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	461/454
总市值/流通(百万元)	9,696/9,547
上证综指/深圳成指	3,652/13,139
12 个月最高/最低(元)	24.00/6.48

相关研究报告:

《实益达: 增长符合预期(晨会点评)》——2007-08-16
 《实益达与顺络电子: 价格差距不应超过 20%》——2007-06-13

证券分析师: 刘翔

电话: 021-60875160

E-MAIL: liuxiang3@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515110001

联系人: 马红丽

电话: 021-60875174

E-MAIL: mahl@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

以数字营销为切入点, 全面转型企业级服务

● 由电子行业向数字营销行业坚定转型

由于近年原主营业务 EMS (电子制造服务) 与 LED 照明发展受限, 麦达数字 (原实益达) 于 2014 年起开始谋求由电子行业向数字营销行业转型。公司于 2015 年 5 月增资讯友数码, 7 月收购顺为广告、奇思广告、利宣广告各 100% 股权, 12 月更名“麦达数字”, 一系列行动标志着公司转型的坚定决心。

● 转型计划清晰: 放眼全产业链, 打造优质数字营销集团

顺为广告作为全案类数字营销公司, 具有丰富的品牌广告主资源、通畅的媒介合作资源和卓越的行业影响力, 有利于帮助公司在转型期间稳定地加深与产业上下游之间通畅的业务合作。**奇思广告**作为创意策略类营销公司, 多年专注于汽车行业广告, 能为公司带来业内资深的创意策略服务团队、突出的创意策略服务水平和明显的行业定位优势。同时, 奇思广告还具备全媒体、多平台媒体营销服务能力, 在当下对整合型营销日益重视的环境下, 其在公司数字营销产业链中有重要意义。**利宣广告**作为社会化媒体类营销公司, 能为公司补充社会化媒体营销业务所需的团队和广告主资源, 完善公司产业链, 提高市场竞争力。三家标的相辅相成, 结合此前参股公司**讯友数码**在移动端的通畅媒介渠道, 公司将形成全产业链布局。为此, 公司制定了完善的整合方案, 以被收购公司原领导人和团队组成专业的**数字营销集团**, 以最大化三家标的协同效应。

● 长期战略目标明确: 持续并购, 进军 SaaS 企业级服务

未来公司将盘活资产以备足资金, 持续并购企业级互联网数字营销服务标的, 加强技术、数据、创意等各方面实力, 实现外延式增长, 并通过并购切入到企业级营销服务市场, 累积大量企业级数据和消费者数据, 为下一步向 CRM、在线客服、整合效果营销等企业级 SaaS 服务延伸奠定基础。

● 风险提示

并购整合不达预期; 宏观经济加速下行

● 转型企业级服务发展空间大, 给予“增持”评级

我们预计公司 2015-17 年净利润分别为 1482/22296/14749 万元, 摊薄 EPS 分别为 0.03/0.38/0.25 元, 当前股价对应的 PE 分别为 654/55/83X。公司全面转型企业级服务, 未来发展空间大, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	619	547	571	1,153	1,342
(+/--%)	-45.5%	-11.7%	4.5%	101.8%	16.4%
净利润(百万元)	-188	14	15	223	147
(+/--%)	-683.1%	-107.6%	3.8%	1404.2%	-33.8%
摊薄每股收益(元)	-0.41	0.03	0.03	0.38	0.25
EBIT Margin	-12.3%	2.2%	2.5%	10.4%	11.0%
净资产收益率(ROE)	-38.8%	2.9%	2.9%	32.0%	18.0%
市盈率(PE)	-51.7	679.2	653.6	55.1	83.2
EV/EBITDA	-238.1	566.2	337.7	95.0	78.2
市净率(PB)	20.0	19.4	18.9	17.6	15.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

推荐公司的主要逻辑	4
原有 EMS（电子制造服务）业务与 LED 业务受限	4
全面转型数字营销行业	4
以数字营销行业为切入点进军企业级服务	4
拥有优质客户资源及完备产业链的数字营销板块	5
三家标的并购方案简介	5
协同整合：打造专业数字营销集团，大概率实现超业绩承诺	5
讯友数码：移动数字营销服务商，提供通畅无线传输媒介渠道	7
顺为广告：全案类数字营销公司，优质客户媒介资源众多	7
奇思广告：创意策略营销公司，深度布局汽车行业	9
利宣广告：专业社会化媒体营销公司，服务内容更为广阔	10
以外延增长为手段，实现企业级服务战略目标	12
盘活资产继续并购，实现外延式增长	12
长期目标：从数字营销行业向万亿级企业级服务市场渗透	13
转型企业级服务发展空间大，给予“增持”评级	15
风险提示	15
附表 1：财务预测与估值	16

图表目录

图 1: 麦达数字转型时间线	4
图 2: 麦达数字并购支付方案	5
图 3: 麦达数字数字营销集团	5
图 4: 麦达数字并购得益	6
图 5: 2012-2018 年中国互联网广告市场规模及预测 (亿元)	6
图 6: 三家标的业绩承诺 (万元)	7
图 7: 讯友数码部分合作伙伴	7
图 8: 顺为广告发展时间线	8
图 9: 顺为广告部分客户	8
图 10: 顺为广告部分供应商	9
图 11: 顺为广告主营业务收入 (万元)	9
图 12: 顺为广告净利润 (万元)	9
图 13: 奇思广告部分高端汽车品牌客户	10
图 14: 奇思广告主营业务收入 (万元)	10
图 15: 奇思广告净利润 (万元)	10
图 16: 利宣广告部分客户	11
图 17: 利宣广告主营业务收入 (万元)	11
图 18: 利宣广告净利润 (万元)	11
图 19: 麦达数字未来并购方向	12
图 20: 麦达数字资产证券化时间线	12
图 21: 企业级服务投资增量巨大	13
图 22: 2014 年中国 SaaS 业务分类	13
图 23: 麦达数字资产未来发展方向	13
表 1: 利宣广告社会化媒体营销服务	11
表 2: 3 家并购标的 2015-2017 年业绩承诺	15

5月增资讯友数码，7月并购
顺为、奇思、利宣广告，12
月更名“麦达数字”，有备而
来，坚定转型。

推荐公司的主要逻辑

原有 EMS（电子制造服务）业务与 LED 业务受限

深圳市实益达科技股份有限公司（现麦达数字）于 1998 年成立，2007 年成功上市，是我国 EMS 行业首家上市公司。公司原主营业务为 EMS 业务与 LED 照明，由于近年来该主营业务发展受限，盈利水平短期内难以达到股东预期，公司于 2014 年起开始谋求业务转型，决定以数字营销行业作为突破口，从传统行业切入到互联网行业。

全面转型数字营销行业

2015 年 5 月，公司以自有资金 2040 万元向讯友数码增资，完成后持有其 20% 的股权。讯友数码是一家专注于移动互联网的数字营销服务提供商，基于社交媒体与 APP 类媒体渠道，为品牌广告主提供服务，目前主要客户为汽车类、电商类品牌广告主。讯友数码承诺，2015 年净利润不低于 1200 万元，2016 年净利润不低于 2015 年经审计净利润的 150%，2017 年净利润不低于 2016 年经审计净利润的 120%。

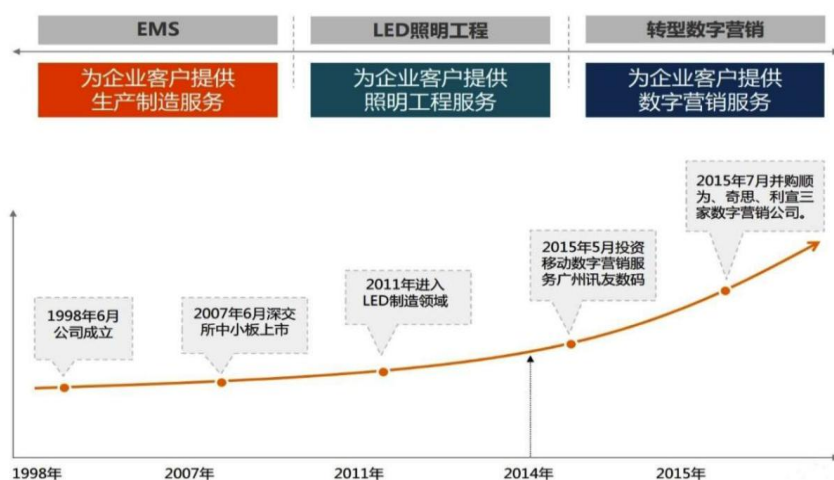
2015 年 7 月，公司以发行股份及支付现金的方式购买顺为广告、奇思广告和利宣广告 100% 股权。结合讯友数码在汽车行业的广告主资源与在移动端的媒介资源，公司力求打造一个创意策略服务能力突出，优质互联网媒体（含 PC 端与移动端）渠道通畅，部分行业竞争优势明显，且在社会化媒体营销、互联网整合营销等数字营销新兴领域具有一定影响力的数字营销板块。

以数字营销行业为切入点进军企业级服务

2015 年 12 月 7 日，公司名称变更为“深圳市麦达数字股份有限公司”，证券简称变更为“麦达数字”，标志着数字营销板块将成为公司新的盈利驱动业务。

从长期来看，公司的战略目标是通过并购成功切入到企业级营销服务市场，最终延伸到 CRM、在线客服、整合效果营销等企业级 SaaS 服务。

图 1：麦达数字转型时间线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

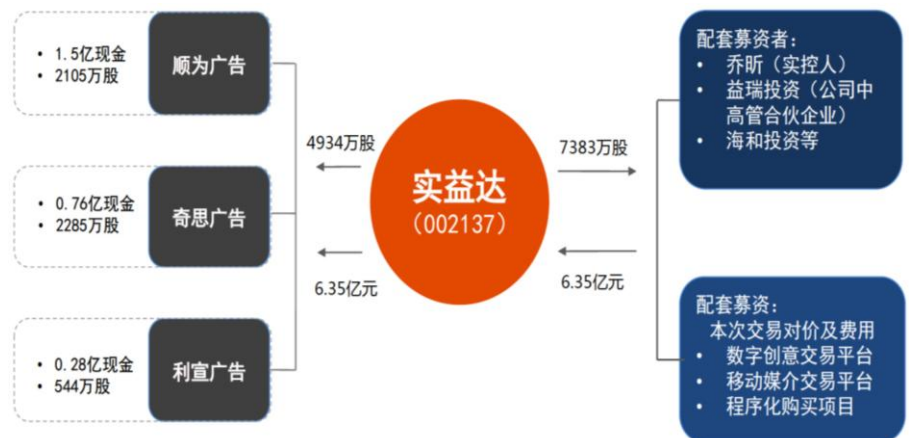
拥有优质客户资源及完备产业链的数字营销板块

三家标的并购方案简介

2015年7月，公司以6.35亿元（40%现金+60%股份）支付收购顺为广告、奇思广告和利宣广告各100%股权。其中，大股东出资2亿元，与管理层共同认购50%配套募资。

以6.35亿元收购顺为广告、奇思广告和利宣广告各100%股权。

图2：麦达数字并购支付方案



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

协同整合：打造专业数字营销集团，大概率实现超业绩承诺

收购顺为广告、奇思广告和利宣广告完成后，麦达数字拟成立数字营销集团，增强标的公司之间协同效应，实现内生式增长。该数字营销集团以顺为广告股东张伟、奇思广告股东伏虎、奇思广告原股东吴捷组成，并邀请外部专家担任战略决策委员会成员。其中，张伟作为顺为互动联合创始人及总裁，曾负责好耶全国客户及销售工作，尤其在精准营销和移动互联网领域是有着深刻的领悟和洞察力，伏虎和吴捷也均拥有十年以上的广告营销经验。

图3：麦达数字数字营销集团



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新的数字营销集团高层由被收购公司原高管组建，结合此前参股公司讯友数码在移动端的通畅媒介渠道和汽车电商行业的丰富客户资源，有望最大化发挥出三家被收购公司的协同效应：

打造专业数字营销集团，最大化三家标的的协同效应。

- ✓ 顺为广告作为全案类数字营销公司，具有丰富的品牌广告主资源、通畅的媒介合作资源和卓越的行业影响力，有利于帮助公司在转型期间稳定地加深与产业上下游之间顺畅的业务合作。
- ✓ 奇思广告作为创意策略类营销公司，多年专注于汽车行业广告，能为公司带来业内资深的创意策略服务团队、突出的创意策略服务水平和明显的行业定位优势。同时，奇思广告还具备全媒体、多平台媒体营销服务能力，在当下对整合型营销日益重视的环境下，其在公司数字营销产业链中有重要意义。
- ✓ 利宣广告作为社会化媒体类营销公司，能为公司补充社会化媒体营销业务所需的团队和广告主资源，完善公司产业链，提高市场竞争力。

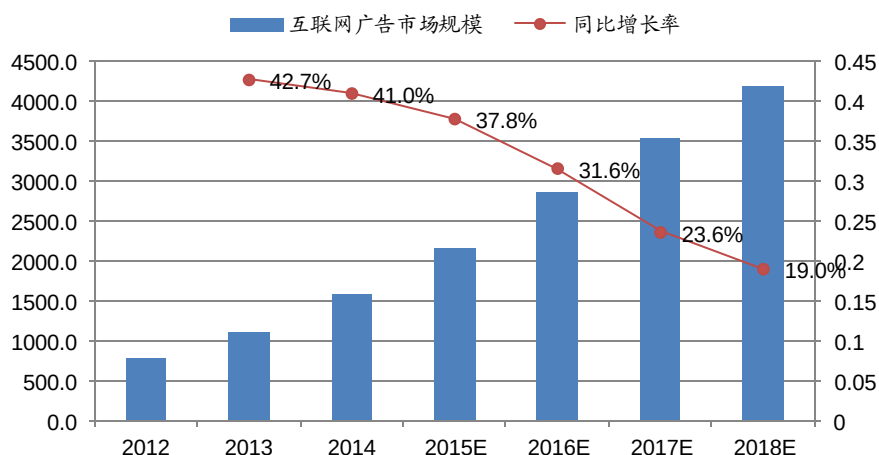
图 4: 麦达数字并购得益



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

近年来，庞大的客户需求成为行业助推剂，中国互联网广告市场规模快速增长。2018 年企业级互联网广告市场空间预计将高达 4000 亿元，而 2014 年中国互联网广告市场规模仅为 1573.4 亿元，复合增长率预计超过 30%。

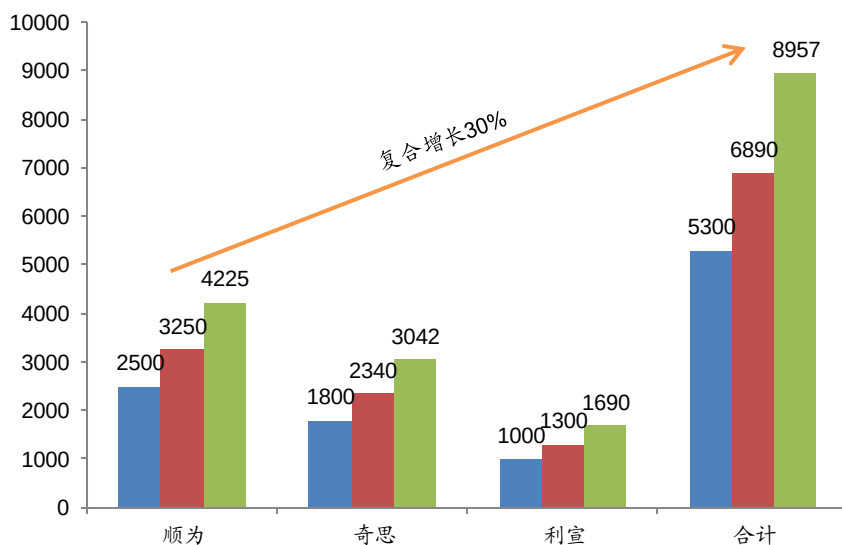
图 5: 2012-2018 年中国互联网广告市场规模及预测（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

在此行业大形势下，麦达数字坚定转型，收购能在产业链上互补互助的三家标的，并制定完善的整合方案以最大化协同效应，结合截至 10 月份的财务数据，我们认为 3 家公司超额完成业绩对赌为大概率事件。

图 6：三家标的业绩承诺（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

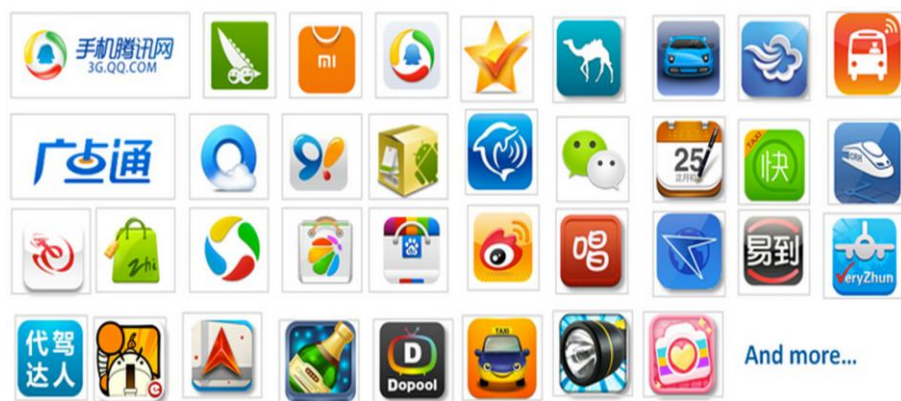
讯友数码：移动数字营销服务商，提供通畅无线传输媒介渠道

讯友数码是一家专注于移动互联网的数字营销服务提供商，基于社交媒体与 APP 类媒体渠道，为品牌广告主提供无线整合营销、品牌策略咨询、创意咨询、互动传播、市场推广等服务，帮助品牌广告主通过移动端广告投放及效果监测，提升广告主的品牌影响力与市场占有率，目前主要客户为汽车类、电商类品牌广告主如上海通用、东风日产、唯品会、美的等等。

讯友数码作为国内较早关注移动端营销服务的公司，基于移动端的无线传输媒介渠道通畅，如 APP 应用、手游、移动端网页等，至今已覆盖超过 10 万款精品 APP 应用，由此，积累了大量合作伙伴资源，目前是腾讯无线、腾讯广点通的授权核心代理，手机腾讯网的授权独家代理。

讯友数码，移动端媒介渠道通畅，覆盖超 10 万款精品 APP，是腾讯无线、腾讯广点通授权核心代理，手机腾讯网授权独家代理。

图 7：讯友数码部分合作伙伴



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

顺为广告：全案类数字营销公司，优质客户媒介资源众多

顺为广告是一家全案类数字营销服务提供商。从产业链的角度来看，顺为广告能提供数字营销策略规划、创意设计的内容制作、媒体投放、营销效果监测等覆盖数字

顺为广告，全案类数字营销，约 150 位专业人员，其中 60% 以上的从业资历超过 8 年，拥有超过 150 家客户，与 40 余家顶尖媒体合作，荣获 44 项专业奖项。

营销整个业务链条的营销服务；从业务类型的角度来看，顺为广告既能为广告主提供基于 PC 端/移动端互联网网页、APP 客户端广告投放，引擎关键词搜索而实现广告效果的互联网媒体营销服务，又能为广告主提供基于微博、微信等社会化媒体平台信息发布而实现广告效果的社会化媒体营销服务。

图 8: 顺为广告发展时间线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

顺为广告目前主要细分市场客户为品牌广告主，目前主要广告主群体为快消、金融、家电、电商等行业的领导品牌，拥有超过 150 家客户，如贝因美、博士伦、汤臣倍健等，未来在客户挖掘上，除了现有的北上广深业务，公司拟将继续开拓成都和西安等地。

图 9: 顺为广告部分客户



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

顺为广告与中国 Top50 媒体中的 41 家有紧密的合作关系，包括百度、爱奇艺、乐视、搜狐等等知名媒体，媒介供应商阵容强大。此外，其在 2013-2015 年期间获得虎啸奖、金鼠标奖、金麦奖等营销行业奖项共 44 项，在数字营销行业享有卓越的影响力。

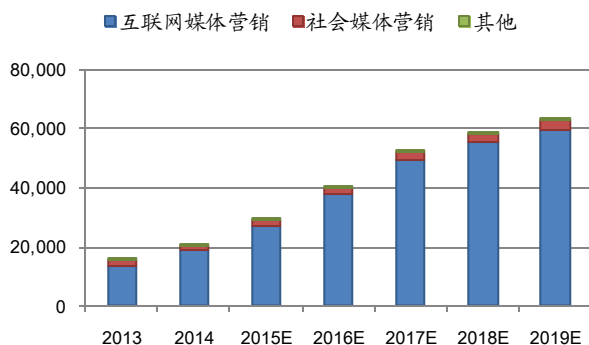
图 10: 顺为广告部分供应商



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

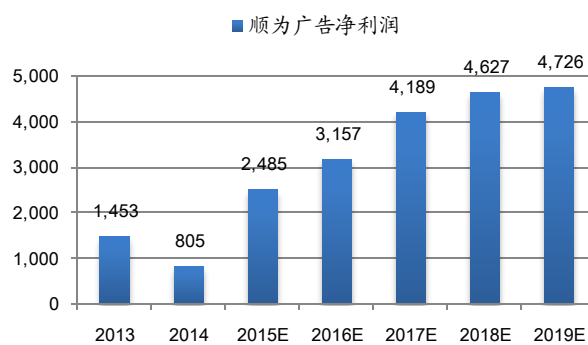
顺为广告主营业务收入来源于互联网媒体营销、社交媒体营销和其他营销服务, 其中, 互联网媒体营销于 2013、2014 年度分别占比 83%和 90%, 是公司主要收入来源。顺为广告承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度净利润分别不低于 2500 万元、3250 万元和 4225 万元。

图 11: 顺为广告主营业务收入 (万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 顺为广告净利润 (万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

奇思广告, 创意策略服务为核心, 深耕细耘汽车行业, 与克莱斯勒签订两年一签的框架合同, 与丰田(中国)、比亚迪均已签订一年一签的年度服务合同。

奇思广告: 创意策略营销公司, 深度布局汽车行业

奇思广告是一家以创意、策略为核心服务的广告服务提供商, 能在为广告主提供创意策略、广告制作、互联网整合营销等服务的同时, 协助广告主对接平面(含户外)、电台、电视、互联网等全媒体广告资源。从业务类型来看, 奇思广告能为广告主提供产品/品牌的全套市场营销创意策略服务, 平面、视频、html5等各类广告制作与监制服务, 以及结合营销策略、创意设计、内容制作、线上投放与线下活动策划执行于一体的互联网整合营销服务。

奇思广告目前主要的细分市场客户为品牌广告主, 力求深度布局、全面覆盖汽车市场, 主要广告主群体为汽车行业的领导品牌如克莱斯勒、丰田、比亚迪等等。

图 13: 奇思广告部分高端汽车品牌客户



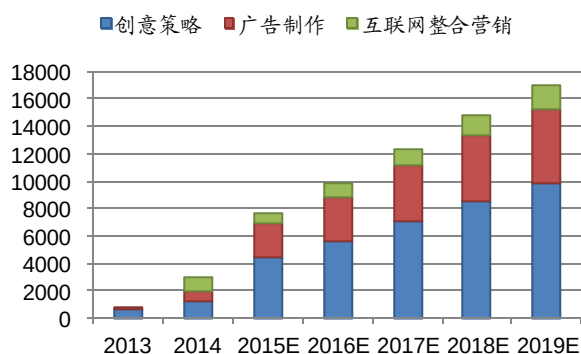
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

奇思广告 2013 年、2014 年及 2015 年一季度对前五大客户销售金额占其当期营业收入的比例均为 100%，客户集中度高。这种情形系汽车行业的特殊性所致：其一，汽车行业单一广告主广告投放金额巨大，每款新车营销投入从五年前 1 亿元增加到了现在的平均 4 亿元，保持对数家客户的长期合作关系即可满足奇思广告一定时期内的业务发展需要。其二，汽车行业的策略创意服务市场具有较强的专业性，因此客户开发周期较长，导致奇思广告积累的客户家数相对较少，但客户黏性高。

奇思广告目前与主要客户合作良好，已与克莱斯勒签订两年一签的框架合同，与丰田（中国）、比亚迪均已签订一年一签的年度服务合同。此外，奇思广告还建立了对宝马、大众等其他优质品牌的服务关系。在本次交易后，借助上市公司平台带来的融资能力，奇思广告有望加快汽车行业广告主资源的开拓速度，从高端品牌到大众品牌再到自主品牌，逐步改善客户集中状态，降低对主要客户的依赖，提高议价能力和降低经营风险。

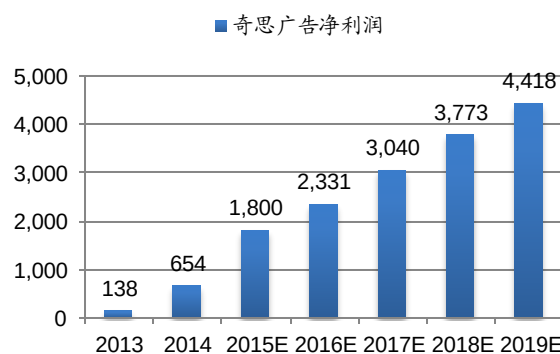
奇思广告主营业务收入来源于创意策略、广告制作和互联网整合营销，前两者是公司主要收入来源。奇思广告承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度净利润分别不低于 1800 万元、2340 万元和 3042 万元。

图 14: 奇思广告主营业务收入（万元）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 奇思广告净利润（万元）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

利宣广告：专业社会化媒体营销公司，服务内容更为广阔

利宣广告是以广告创意和内容制作为核心服务的社会化媒体营销服务提供商，主营业务为向广告主提供包含品牌社交策略策划、品牌活动策划及执行、品牌

利宣广告，专业社会化媒体服务，服务内容更广，客户包括 Lee，万宝龙，乐高等。

自媒体管理、网络意见领袖策略及执行、社交媒体会员管理、社交电子商务、网络交互活动的设计与技术搭建等在内的社会化媒体营销全套解决方案，同时应部分客户需要，为客户提供除社会化媒体营销以外的其他媒体渠道营销服务。利宣广告目前主要的客户类型为 4A 公司与品牌广告主，主要广告主群体为快消、服饰、化妆品、商贸等行业的优秀品牌。

图 16: 利宣广告部分客户



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

利宣广告的核心业务为社会化媒体营销服务，与顺为广告相比，利宣广告的社会化媒体营销服务范围更广，主要内容为：

表 1: 利宣广告社会化媒体营销服务

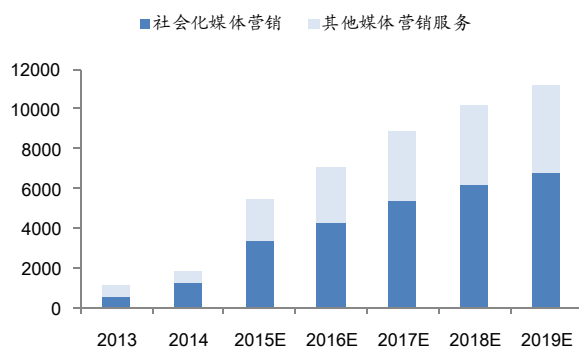
主要服务类型	具体服务内容
品牌社交策略策划	提供品牌与互联网平台上的推广策略，包括：平台选择，创意沟通主题，内容制定以及推广方式
品牌活动策划及执行	针对阶段性活动的策略提供并执行，包括：平台选择，创意沟通主题，内容制定及以及推广方式
品牌自媒体管理	为品牌提供自媒体（微博，微信帐号等具有人格属性的媒体平台）的策划，运营及优化服务
网络意见领袖策略及执行	提供网络意见领袖的推广建议，与意见领袖的沟通洽谈，执行，及监测和优化
社交媒体会员管理	策划，建立及维护品牌基于社交媒体的会员系统，用于服务消费者关系维护及产品销售
社交电子商务	策划及执行基于社交媒体的电子销售及售后服务与跟踪
网络交互活动的设计与技术搭建	基于推广需求的活动网站的设计，规划及技术搭建

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

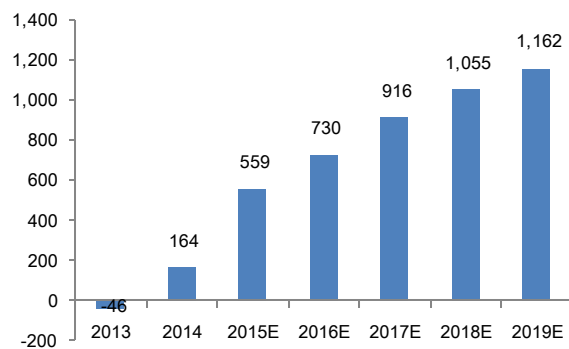
利宣广告主营业务收入主要来源于社会化媒体营销服务，承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度净利润分别不低于 1000 万元、1300 万元和 1690 万元。

图 17: 利宣广告主营业务收入（万元）

图 18: 利宣广告净利润（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

以外延增长为手段，实现企业级服务战略目标

盘活资产继续并购，实现外延式增长

麦达数字在未来将持续并购企业级互联网数字营销服务公司，加强技术、数据、创意等各方面实力，实现外延式增长，发展多种形式相结合的整合营销。

图 19：麦达数字未来并购方向

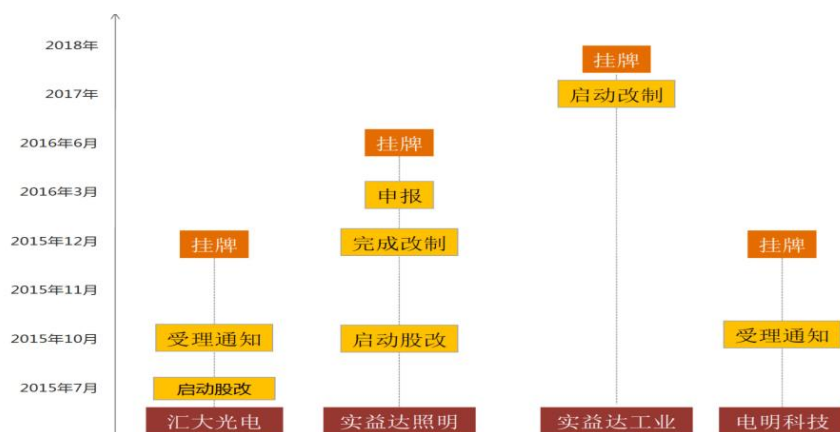


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

对于传统业务方面，公司将盘活传统业务的存量资产，逐步转向轻资产公司，下一步实现资产证券化。2015 年 11 月，公司已作出公告，拟出售元通孵化有限公司 100%的股权，以增加利润 1 亿，增加现金 2 亿。未来公司旗下汇大光电、实益达照明、实益达工业和电明科技也将陆续启动改制，实现挂牌上市，为公司未来的转型并购提供资金支持。

备足资金，持续并购，进军 CRM 及 SaaS 市场。

图 20：麦达数字资产证券化时间线

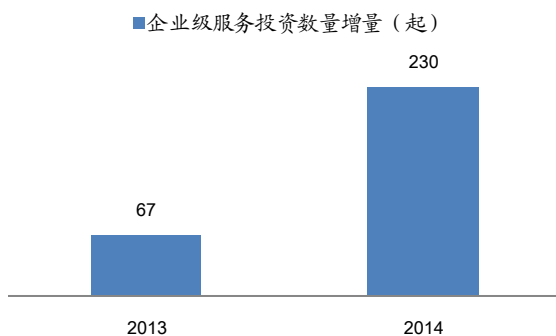


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

长期目标：从数字营销行业向万亿级企业级服务市场渗透

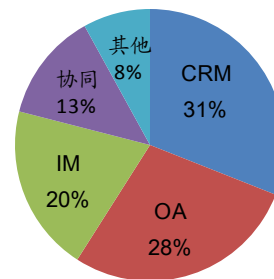
我国现有 7000 多万中小企业，随着劳动力成本的上升，互联网的普及，SaaS 的企业级服务市场——一个万亿规模的大市场必将兴起。对企业来讲，销售和拓展新客户是企业营收增长的动力，CRM 企业销售与营销类服务将成为企业的采购重点。2014 年中国 SaaS 企业服务市场当中，销售 CRM 类企业市场规模占比为 31.0%，未来中小企业必将更加重视客户关系管理软件的应用，该行业的成长空间还很巨大。

图 21：企业级服务投资增量巨大



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

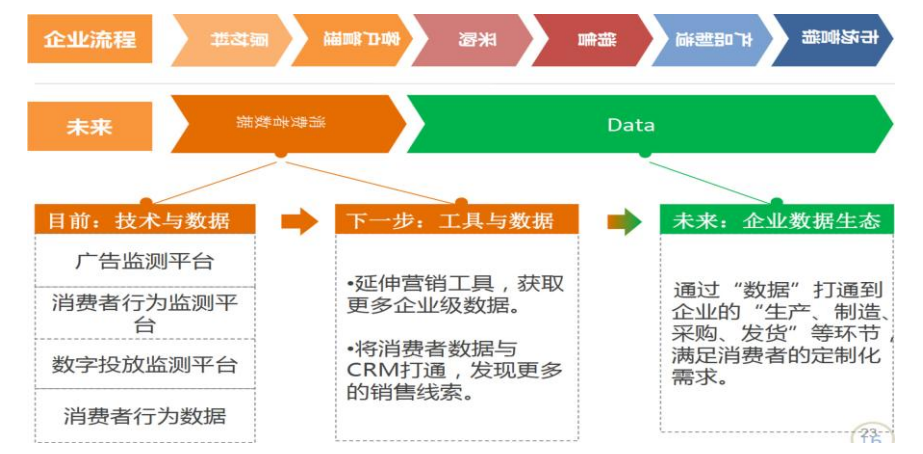
图 22：2014 年中国 SaaS 业务分类



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

由美国 Hubspot 和 Salesforce 的经验可以看出，未来的行业走向将是数字营销和 CRM 市场相互渗透，彼此带动。在当下这个大数据时代，公司将通过并购切入到企业级营销服务市场，累积大量企业级数据和消费者数据，为向 CRM、在线客服、整合效果营销等企业级 SaaS 服务延伸奠定基础，进一步提供企业级数字生态服务。

图 23：麦达数字资产未来发展方向



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

转型企业级服务发展空间大，给予“增持”评级

传统业务领域，公司拟结合 LED 照明业务做智能楼宇等延伸，预计 2015-2017 年 LED 产品与消费类电子传统主营业务收入实现 3% 的复合增速。

数字营销及产业互联网业务领域，顺为广告、奇思广告、利宣广告 3 家标的 2015-2017 年备考净利润合计为 5300/6890/8957 万元，假设 15 年 12 月开始计入并表收益（11 月已完成股权交割），我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为 1482/22296/14749 万元（因转让元通孵化 100% 股权将获得约 1.09 个亿的非经常性损益，2016 年净利润较高），摊薄 EPS 分别为 0.03/0.38/0.25 元，当前股价对应的 PE 分别为 654/55/83X。公司全面转型企业级服务，未来发展空间大，给予“增持”评级。

表 2：3 家并购标的 2015-2017 年业绩承诺

麦达数字并购标的	2015 年	2016 年	2017 年
顺为广告（100% 股权）	2500 万元	3250 万元	4225 万元
奇思广告（100% 股权）	1800 万元	2340 万元	3042 万元
利宣广告（100% 股权）	1000 万元	1300 万元	1690 万元
合计	5300 万元	6890 万元	8957 万元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示

并购整合不达预期；宏观经济加速下行。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	170	632	763	859	营业收入	547	571	1153	1342
应收款项	156	119	288	357	营业成本	471	492	911	1055
存货净额	27	25	47	54	营业税金及附加	3	2	6	8
其他流动资产	3	39	79	92	销售费用	18	18	28	27
流动资产合计	357	816	1177	1361	管理费用	42	45	89	104
固定资产	125	153	167	178	财务费用	(6)	3	8	5
无形资产及其他	102	99	97	95	投资收益	1	2	4	4
投资性房地产	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	(13)	0	0	0
长期股权投资	1	22	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	664	1170	1522	1716	营业利润	6	14	115	147
短期借款及交易性金融负债	6	482	482	482	营业外净收支	6	1	109	1
应付款项	105	110	211	250	利润总额	13	15	224	148
其他流动负债	40	53	120	153	所得税费用	0	0	1	1
流动负债合计	151	645	813	885	少数股东损益	(2)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	14	15	223	147
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3					
负债合计	155	648	816	888					
少数股东权益	9	9	9	9					
股东权益	500	512	696	818					
负债和股东权益总计	664	1170	1522	1716					

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	14	15	223	147
资产减值准备	(90)	(12)	0	0
折旧摊销	5	16	18	20
公允价值变动损失	13	0	0	0
财务费用	(6)	3	8	5
营运资本变动	(90)	8	(61)	(16)
其它	88	12	0	0
经营活动现金流	(59)	39	180	151
资本开支	176	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	178	(51)	(10)	(30)
权益性融资	6	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2)	(3)	(39)	(26)
其它融资现金流	(221)	476	0	0
融资活动现金流	(220)	474	(39)	(26)
现金净变动	(101)	462	131	96
货币资金的期初余额	271	170	632	763
货币资金的期末余额	170	632	763	859
企业自由现金流	103	9	46	121
权益自由现金流	(118)	482	38	116

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇 彬	021-6093 3155	闫 莉	010-88005316
陶 川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕 翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵 婧	0755-22940745	朱 元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾 光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟 潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程 成	0755-22940300	刘 翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘 洵	021-60933151	邵 潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁 铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王 东	010-88005309			刘 宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘 鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏 淼	021-60933150	刘 萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵 达	0755-82130706	梁 超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹 璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				