

宣亚国际 (300612)

首次覆盖

线上线下融合，打造领先整合营销服务商

——公司首次覆盖

	陈筱 (分析师)	苗瑜 (研究助理)
	021-38675863	021-38032027
	chenxiao@gtjas.com	miaoyu@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880116090196

本报告导读：

公司已形成以营销策略及创意内容为核心、以传统传播渠道+数字传播渠道为通路的品牌全传播服务模式，全面受益于广告主品牌意识提升及营销行业高速增长红利。

投资要点：

- **首次覆盖，增持评级，目标价 101.83 元。**公司作为国内领先的整合营销传播服务商，为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务，同时积极全面布局数字营销，经过多年的行业积累，已形成以营销策略及创意内容为核心、以传统传播渠道+数字传播渠道为通路的品牌全传播服务模式，全面受益于广告主品牌意识提升及营销行业高速成长的行业红利。预计 2016-2018 年 EPS 0.81/1.34/2.04 元，给予公司目标价 101.83 元，首次覆盖，给予增持评级。
- **整合营销大势所趋，数字营销引领新方向。**随着新媒体带来传播格局的改变，传播与营销整合趋势越来越明显，公关、传统广告和数字营销的边界消失，一站式整合营销理念成为趋势。同时数字技术的进步带来传播手段和营销模式的不断进步，精准性和高转化率带来数字营销成为广告主预算新的投放方向，随着广告主品牌意识和数字技术提升，预计未来公关和营销行业仍将维持高速增长。
- **打造全传播营销理念，积极拓展数字营销。**公司是国内领先的专业整合营销传播服务企业之一，通过为客户提供一站式营销传播服务，培育了较高的品牌知名度，积累了一大批优质广告主客户。同时公司通过积极布局以大数据为核心的数字营销，以公司原有品牌策划和传统营销服务优势为依托，形成了以营销策略和创意策划的内容为核心，以传统和数字作为传播渠道的全传播服务模式，从而为广告主提供全面整合营销服务，实现已有广告主粘性提升和新业务的开拓。
- **风险提示：市场竞争及客户集中度较高带来一定不确定性。**

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	267	391	470	588	735
(+/-)%	0%	46%	20%	25%	25%
经营利润 (EBIT)	17	63	77	120	183
(+/-)%	-14%	277%	23%	55%	53%
净利润	8	54	58	96	147
(+/-)%	-35%	558%	9%	65%	53%
每股净收益 (元)	0.11	0.74	0.81	1.34	2.04
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	6.2%	16.1%	16.5%	20.4%	24.9%
净资产收益率 (%)	9.3%	38.0%	13.3%	18.6%	22.6%
投入资本回报率 (%)	15.2%	65.9%	34.5%	43.0%	128.4%
EV/EBITDA	188.3	57.7	37.9	24.2	19.0
市盈率	644.9	98.1	90.1	54.5	35.7
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

评级：

增持

目标价格：

101.83

当前价格：

72.93

2017.03.05

交易数据

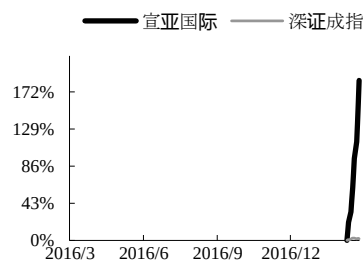
52 周内股价区间 (元)	19.37-72.93
总市值 (百万元)	5,251
总股本/流通 A 股 (百万股)	72/18
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	89.94
日均成交额 (百万元)	63.00

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	158
每股净资产	2.20
市净率	33.2
净负债率	-37.71%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-	0.17
Q2	-	0.19
Q3	-	0.02
Q4	0.74	0.43
全年	0.74	0.81

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	-4%	5%	-9%

模型更新时间: 2017.03.05

股票研究

社会服务

社会服务业

宣亚国际 (300612)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 101.83

当前价格: 72.93

2017.03.05

公司网址

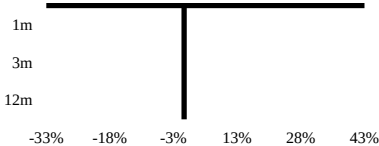
www.shunyagroup.com

公司简介

公司是国内领先的整合营销传播服务商, 可以配合客户的目标市场及渠道、终端, 为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务, 公司的主营业务包括传统营销、数字营销以及娱乐营销三大业务模块。

。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

19.37-72.93

市值 (百万)

5,251

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

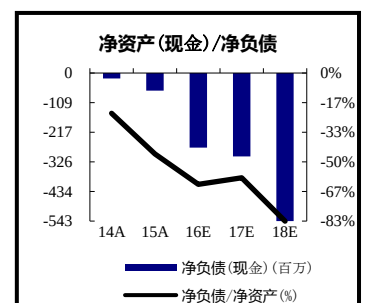
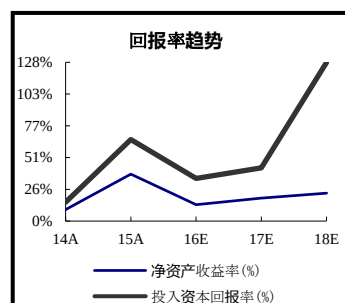
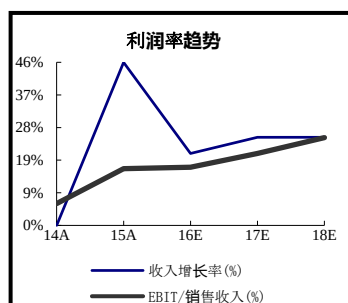
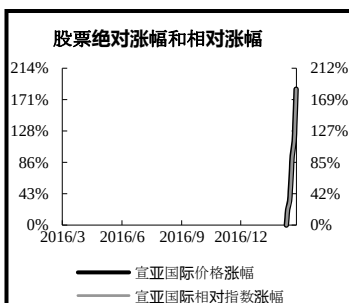
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	267	391	470	588	735
营业成本	132	205	251	302	361
税金及附加	2	2	2	2	3
销售费用	81	99	101	123	147
管理费用	36	21	39	40	40
EBIT	17	63	77	120	183
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	2	1
财务费用	0	0	-3	-6	-8
营业利润	17	65	82	127	192
所得税	6	15	23	31	45
少数股东损益	3	-1	1	1	2
净利润	8	54	58	96	147
货币资金、交易性金融资产	20	74	275	309	549
其他流动资产	65	1	0	0	0
长期投资	2	4	5	5	5
固定资产合计	4	5	118	89	52
无形及其他资产	9	8	46	59	31
资产合计	182	242	604	659	895
流动负债	88	98	163	133	231
非流动负债	0	0	1	3	6
股东权益	88	141	436	518	651
投入资本(IC)	71	75	161	212	110
NOPLAT	11	49	56	91	141
折旧与摊销	4	4	54	84	65
流动资金增量	35	-57	48	-67	37
资本支出	-5	-4	-204	-67	2
自由现金流	45	-8	-46	42	245
经营现金流	62	1	165	113	249
投资现金流	-70	58	-204	-66	3
融资现金流	-27	-5	240	-13	-12
现金流净增加额	-35	54	200	34	240
收入增长率	0.0%	46.3%	20.4%	25.0%	25.0%
EBIT 增长率	-13.8%	277.1%	22.9%	55.0%	52.6%
净利润增长率	-35.0%	557.7%	8.8%	65.3%	52.9%
利润率					
毛利率	50.6%	47.5%	46.6%	48.6%	50.8%
EBIT 率	6.2%	16.1%	16.5%	20.4%	24.9%
净利率	3.0%	13.7%	12.4%	16.4%	20.0%
净资产收益率(ROE)	9.3%	38.0%	13.3%	18.6%	22.6%
总资产收益率(ROA)	4.5%	22.2%	9.6%	14.6%	16.5%
投入资本回报率(ROIC)	15.2%	65.9%	34.5%	43.0%	128.4%
存货周转天数	62	45	54	49	52
应收账款周转天数	83	68	76	72	74
总资产周转天数	246	198	328	392	386
净利润现金含量	7.61	0.02	2.83	1.17	1.69
资本支出/收入	2%	1%	43%	11%	0%
资产负债率	48.4%	40.7%	27.2%	20.6%	26.5%
净负债率	-22.7%	-45.6%	-62.7%	-59.0%	-83.4%
PE	644.9	98.1	90.1	54.5	35.7
PB	44.9	27.9	12.0	10.1	8.1
EV/EBITDA	188.3	57.7	37.9	24.2	19.0
P/S	14.7	10.1	11.2	8.9	7.1
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



目 录

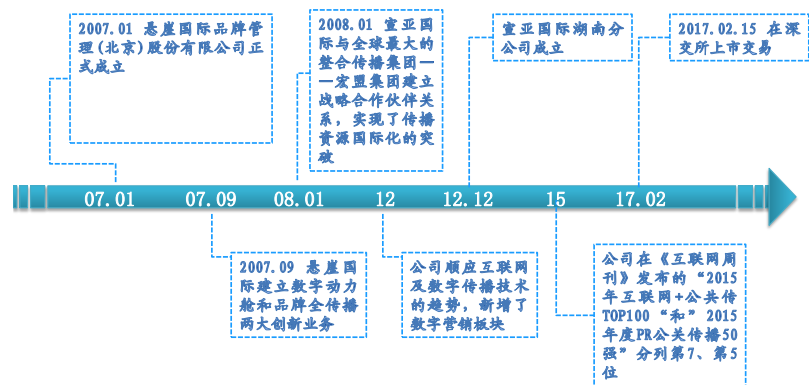
1. 国内领先的整合营销传播服务商	4
1.1. 线上与线下融合，打造全方位营销服务	4
1.2. 公司股权结构集中，股权激励利于公司稳定增长	4
1.3. 公司业绩稳定增长，数字营销业务迅速拓展	5
1.3.1. 营收增长态势明显，净利润呈显著增长	5
1.3.2. 数字营销收入占比不断上升，主要客户集中汽车行业	5
1.3.3. 公司毛利率处于业内较高水平，项目制模式致毛利率波动	6
2. 整合营销大势所趋，数字营销引领新方向	7
2.1. 一站式整合营销成趋势	8
2.2. 新媒体传播迅猛发展，公关行业稳步增长	8
2.3. 技术、内容不断创新，数字营销引领新方向	10
2.3.1. 新媒体技术与内容平台不断创新	11
2.3.2. 移动互联网经济带动移动营销迅速发展	12
2.3.3. 大数据为支撑，精准营销成趋势	13
2.4. 整合营销市场空间广阔	13
3. “全传播”营销理念，积极拓展数字营销	14
3.1. 传统营销+数字营销，打造全传播服务模式	14
3.2. 以大数据中心为依托，创新“互联网+精准内容”营销概念	15
3.2.1. 公司建立大数据中心，掌握多项核心技术	15
3.2.2. 重视数字营销与信息化平台建设，提升技术效率	16
3.3. 品牌优势明显，积累大量客户资源	18
3.3.1. 公司位于行业领先地位	18
3.3.2. 积极布局境内外业务，强化全球化营销服务网络	19
3.4. 进军娱乐和体育营销产业，进一步拓展营销领域	20
4. 公司估值	20
4.1. 相对估值法	20
4.1.1. 核心假设	20
4.1.2. 盈利预测	21
4.1.3. 可比公司估值	21
4.2. 绝对估值法	22
5. 风险提示	22
5.1. 市场竞争风险	23
5.2. 客户集中度较高的风险	23

1. 国内领先的整合营销传播服务商

1.1. 线上与线下融合，打造全方位营销服务

宣亚国际品牌管理(北京)股份有限公司(以下简称公司或宣亚国际)，前身为北京宣亚智慧市场行销顾问有限公司。公司成立于2007年1月，截止目前共拥有2家分公司、9家全资或控股子公司1家参股公司。宣亚国际以打造“中国传播行业第一推动力”为核心使命和目标，坚持“合适就是竞争力”的经营哲学，通过借鉴与学习国际传播行业的先进经验及其深刻的消费者洞察体系，结合中国本土市场的传播特征和独特需求，建立了数字动力舱、品牌全传播、公关、广告、体验营销、数据化营销等多个业务板块，形成了最具差异化的体系竞争力，从而能够为客户量身定制最合适的整合传播解决方案。公司于2017年2月15日在深交所上市交易。经过10年迅猛的发展，公司目前已经成为国内领先的整合营销服务商。

图 1：公司业已成长为国内领先整合营销服务商

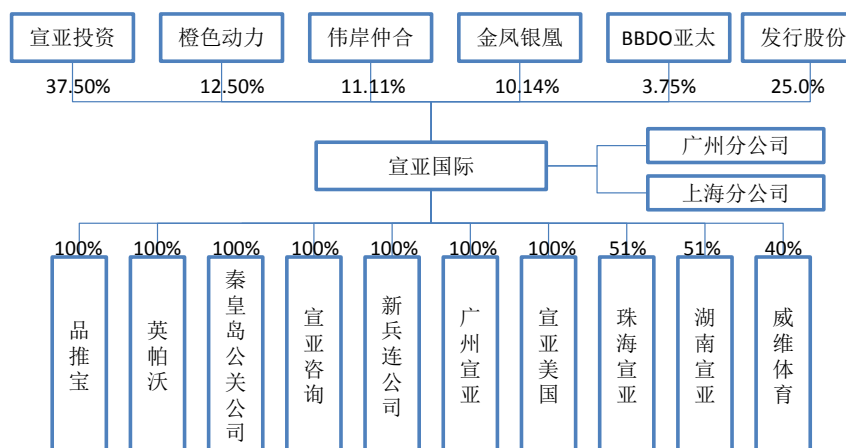


数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.2. 公司股权结构集中，股权激励利于公司稳定增长

公司2017年2月上市，发行后公司总股本为7,200万股，宣亚投资发行后占股37.5%，为公司实际控制人。张秀兵、万丽莉夫妇持有宣亚投资100%股权，从而间接控制公司37.5%的股权，系公司实际控制人。

图 2：公司发行后股权结构相对集中，宣亚投资控股



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

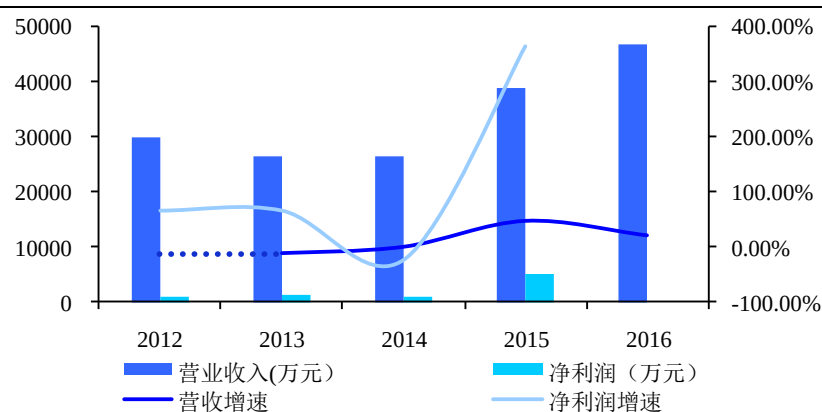
我们注意到，公司第二大股东橙色动力是公司中高级管理人员及员工的持股平台，持股比例为 12.5%。我们认为，核心员工广泛持股有助于公司持续增加优秀人才的引进、增强公司业务团队的建设，亦有利于公司核心成员和管理团队的稳定，使得公司股权结构更为合理，也对未来公司发展战略有着积极影响。

1.3. 公司业绩稳定增长，数字营销业务迅速拓展

1.3.1. 营收增长态势明显，净利润呈显著增长

2016 年公司实现营业收入 47,013.73 万元，同比增长 20.36%，2012~2016 年营收复合增长率为 9.32%。2015 年实现净利润 5295.81 万元，2012~2015 净利润复合增长率为 57.03%，同时 2016Q1~Q3 实现净利润 2698.98 万元。公司业务营收和净利润自 2014 年以来增长态势明显。

图 3：业绩呈增长态势，增速较稳定



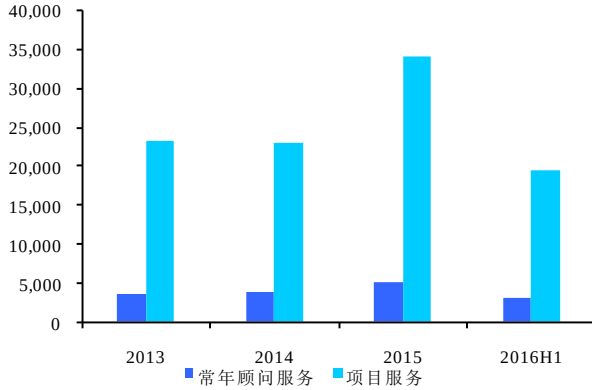
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.3.2. 数字营销收入占比不断上升，主要客户集中汽车行业

公司主营业务按照盈利模式分为常年顾问服务和项目服务两类。根据营销渠道的不同，可服务划分为传统渠道传播的营销服务和数字渠道传播的营销服务。2015 年传统营销业务实现营收 27,273.78 万元，占比 69.83%，数字营销实现营收 11,785.84 万元，占比 30.17%。由于顺应“互联网+”

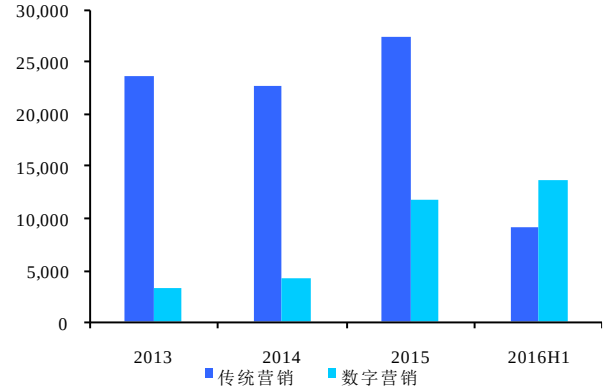
的发展趋势，数字化营销越来越受到品牌主的重视和追捧，**数字营销业务收入快速增长**，由 2013 年的 3,192.50 万元，占总营收比重 11.96%，到 2016H1 营收 13,526.14 万元，占比达 60.09%，数字营销业务的迅速扩大使得其首次超过传统营销业务，成为公司营业收入的主力。

图 4: 按盈利模式分, 项目服务为主要营收来源(万)



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

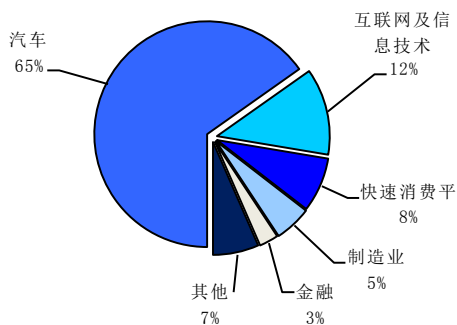
图 5: 数字营销营收持续增长 (万元)



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

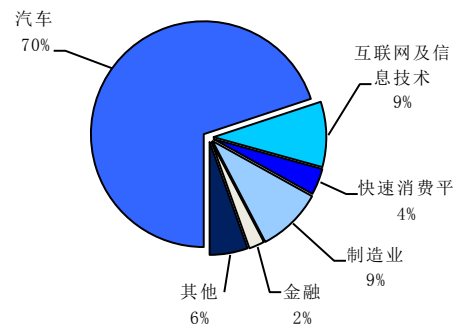
公司的客户分布行业面较广，包括汽车、互联网及信息技术、快速消费品、制造业、金融、文化等行业。其中“汽车”、“互联网及信息技术”、“快速消费品”三个行业的收入规模最大。并且由于汽车行业蓬勃发展，汽车行业对营销模式要求较高以及该行业传播的计划性和规律性，宣亚国际的主要客户集中在汽车行业，且占比逐年增长。在 2015 年汽车业占比 65%，2016 上半年公司主营收入高达 69.93% 来自于汽车行业，远高于其他行业。

图 6: 2015 年客户所处行业覆盖广且集中在汽车业



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

图 7: 2016H1 客户各行业占比结构稳定, 汽车业占比略有增加



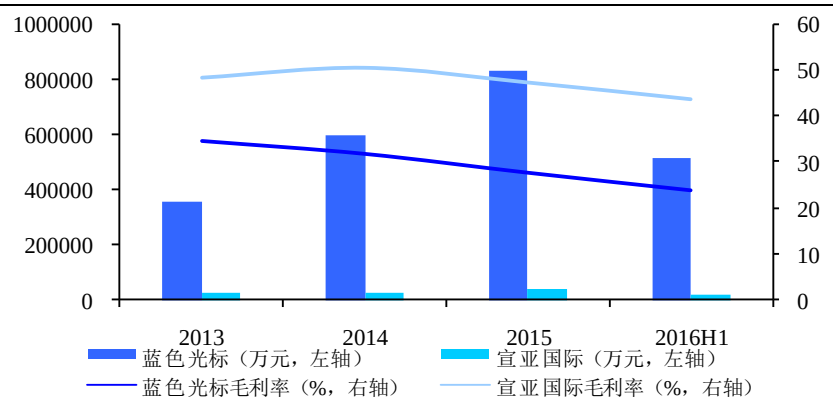
数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

1.3.3. 公司毛利率处于业内较高水平，项目制模式致毛利率波动

将公司毛利率和行业内业务模式相类似的公司蓝光公司相比较，蓝色光标 2013~2016H1 的毛利率分别为 34.53%、31.76%、27.72%、23.94%，宣亚国际的毛利率变动与蓝色光标公司较为一致，2013~2016H1 的毛利率分别为 48.51%、50.59%、47.50%、43.98%，毛利率水平相对较高。虽然宣亚国际的业务量级还远小于蓝色光标这种相对成熟的上市

公司，但维持在较高水平的毛利率，有利于公司将有限的人、财、物等资源投入到相对高利润回报的项目中，在业内树立更好的口碑和品牌形象。

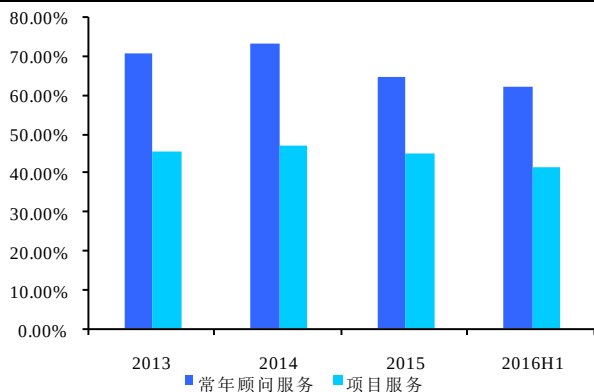
图 8：蓝色光标与宣亚国际营收与毛利率水平比较



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

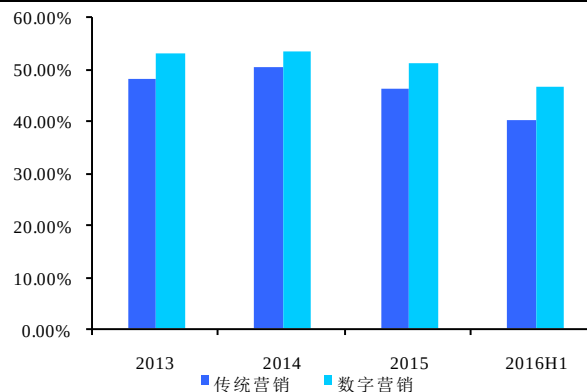
常年顾问服务与数字营销的毛利率水平较高，项目制经营模式导致毛利率波动。从盈利模式的角度来看，常年顾问服务的核心是创意及策略，相对而言专业技术及层次相对较高，营业成本比重较低，因此与具体项目服务相比毛利率高，2013~2016H1 在 61%~73% 上下浮动，而具体项目服务则维持在 41%~47% 的水平，但整体而言两者均有下降趋势。从传播渠道来看，数字营销毛利率略高于传统营销，在 50% 上下浮动，处在一个比较合理、良性的水平。受行业整体毛利率下行及部分大型项目毛利率较低的影响，毛利率均呈现下降态势。我们注意到，公司毛利率整体较为波动，其主要原因为公司业务主要为项目化运作，单个项目个性化特征明显，差异较大，且由于面对不同行业的客户、不同竞争环境，单个项目之间的收入规模和毛利率水平亦不存在可比性，因此每年项目结构对公司整体毛利率变动影响较大。而单个项目的毛利率也会受到项目的竞争状况、项目服务的具体内容和客户的需求及预算影响，因此，毛利率适度波动属于正常现象，为这一类行业的共性特征。

图 9：按盈利模式分，顾问服务毛利率较高



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图 10：按传播渠道分，数字营销毛利率较高



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

2. 整合营销大势所趋，数字营销引领新方向

2.1. 一站式整合营销成趋势

随着新媒体为代表的传播格局的改变，传播与营销整合趋势越来越明显，公关和广告的边界在加快消失，一站式整合营销的理念成为趋势。整合营销的概念核心在于为品牌主提供面向消费者公众的一站式营销服务解决方案，将企业进行营销活动所有有关的一切传播活动整合一体化，避免了不同专业营销领域的协作成本和资源整合成本带来的营销边际效益递减。随着传统媒介的衰退和数字化新媒体技术的开发，传统的广告、公关、活动营销、体验营销的营销结构划分已经越来越不能适应品牌主倾向于以“精准且有消费共鸣的内容”为核心的整合营销的服务提供商，整合营销传播体现出越来越强大的竞争力。

传播媒介多样化，传统渠道与数字渠道相互补充。内容及技术的不断创新，为品牌主营销提供了多样化的选择空间，与此同时，随着产品同质化程度的提高和行业竞争加剧，品牌主对品牌的建设由对单纯依赖媒体广告转向综合运用传统广告、数字营销、公共关系、娱乐营销以及体育营销等一系列工具。在整合营销传播的大趋势下，传统媒体在企业营销传播媒体组合中扮演的角色在发生转变，而作为传统媒体有益补充的数字媒体，则以更加互动化、精准化的优势发挥其功用。二者有效配合，实现从孤立到联动的跨媒体传播，从而发挥媒体联动的力量。

图 11：各种媒介均具备自己的传播优势，跨媒体传播成趋势

传播优势%	电视	网络	户外	电台	平面
精准投放	10	69	18	24	19
互动性强	3	84	6	15	3
二次传播力	28	37	18	4	23
效果可量化/积累	30	56	13	6	8
创意灵活	8	76	18	12	22
覆盖广泛	87	31	36	21	10
投资回报率高	20	10	9	9	3
销售转化能力强	17	36	17	11	4
提升品牌形象	91	12	57	13	37
价格便宜	4	13	18	51	21
无优势	3	0	7	12	30

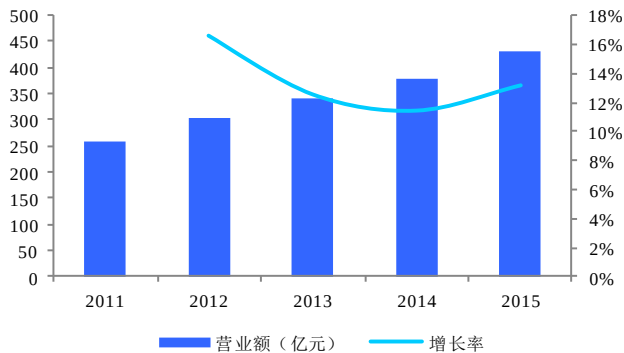
资料来源：CTR

2.2. 新媒体传播迅猛发展，公关行业稳步增长

随着经济的进一步转型和升级以及新媒体传播技术的迅速发展，在公关行业持续稳步增长。据中国国际公共关系协会的数据，2011~2015 年国内公关行业的年度总营业额从 260 亿元增长到 430 亿元，每年的环比增速均维持在 10%以上，复合增速为 13.4%，公关行业的持续以较高的增速稳定增长。在公关行业稳步增长的同时，公关服务领域的市场结构基

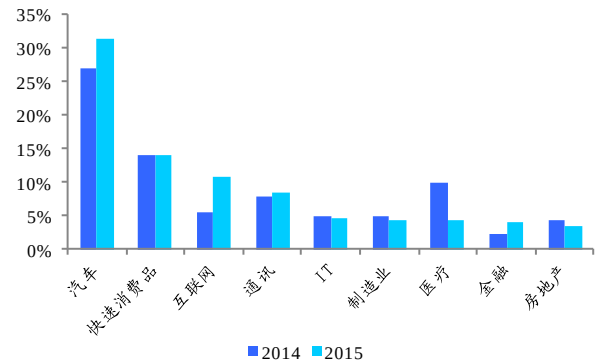
本保持稳定，汽车与快消品行业仍然是公关行业的最大的两类客户。2015 年汽车行业的市场份额达到 31.3%，比 2014 年增长了 4.4 个百分点，快消品的市场份额维持在 14%，随着近几年互联网行业的快速增长，2015 年互联网行业在公关服务领域的占比达 10.7%。

图 12：2011~2015 公关行业持续稳定增长



数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究

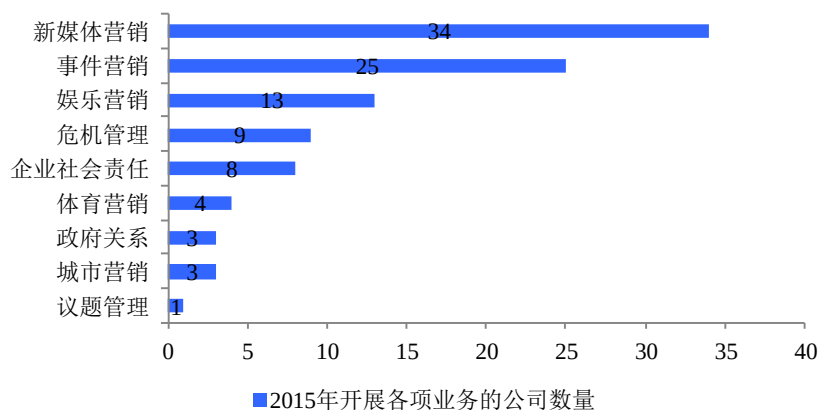
图 13：汽车行业在公关服务领域占比最高



数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究

随着传播环境的变化，传统公关企业正不断转变思路，打通与营销的边界。由于新媒体的影响力不断加大，公关和营销结合的趋势越来越明显，公关既为企业树立品牌服务，同时也为产品营销出力。2015 年，行业内 35 家代表性企业中，有 34 家开展新媒体营销业务，占比达 97%，25 家开展事件营销业务，13 家开展娱乐营销业务，越来越多的公关行业企业开始发展和强化多样化的营销业务。

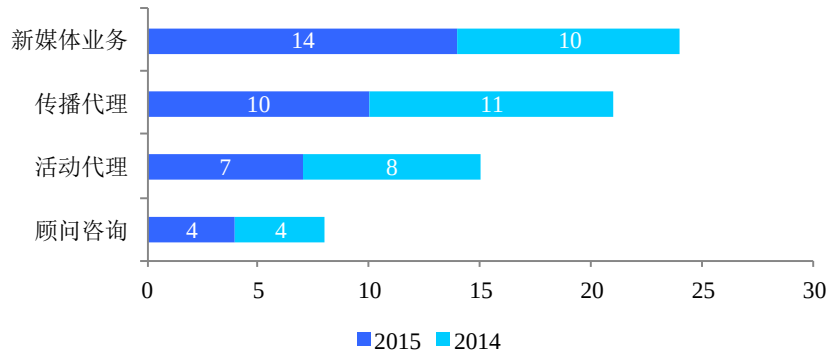
图 14：公关行业内公司开展多样化营销业务



数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究（注：35 家公司是由协会挑选的行业内的 TOP25 和 10 家最具成长性的公司）

新媒体时代的到来，传播媒介不断多样化，公关业务的新需求不断涌现，新媒体业务逐渐成为行业内的主营业务。2015 年，在中国国际公关协会的报告，行业内 35 家代表性企业中，14 家以新媒体业务为主，比 2014 年增加了 4 家，占比 40%，10 家以传播代理为主，占比 29%，其余企业分别以活动代理与顾问咨询为主。新媒体业务已经成为越来越多的公关企业的主要业务或者发展重点，成为行业发展的趋势。

图 15: 35 家代表性企业中以新媒体业务为主公司占比最大

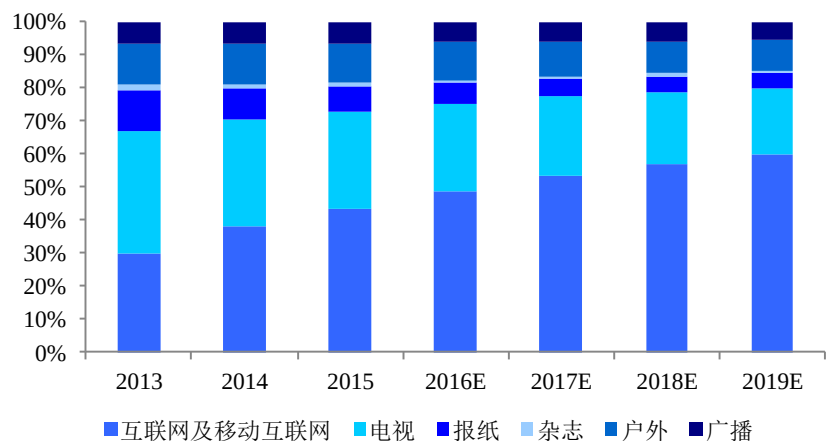


数据来源: 中国国际公共关系协会, 国泰君安证券研究

2.3. 技术、内容不断创新, 数字营销引领新方向

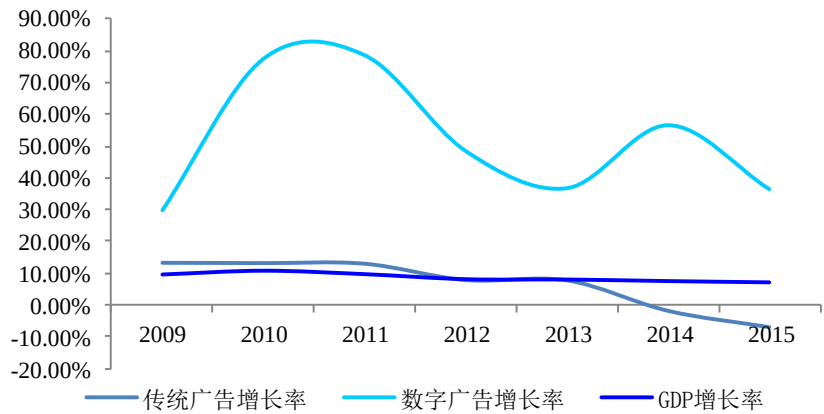
数字新媒体技术不断进步与新的内容平台不断带来营销新形式, 数字营销成为最具活力的营销渠道。随着互联网及移动互联网的普及率提升, 微博、微信、网络视频等新型传播方式的不断涌现, 电子商务发展也日趋成熟, 品牌主的传播和销售可以同时在互联网 (包括移动互联网) 实现, 销售又为品牌主的传播提供了内容和口碑, 数字营销传播呈现“传播即营销、营销即传播”的特征, 数字营销传播在品牌主营销传播中的地位持续提升。包括互联网及移动互联网在内的数字广告的收入占比不断上升, 由 2013 年的 30.3% 上升到 2015 年的 43.6%, 2014 年开始互联网与移动互联网超越电视成为第一大广告媒介, 预计至 2019 年数字广告的市场份额将达到 59.7%。

图 16: 互联网及移动互联网广告收入占比不断增长



数据来源: eMarketer, 国泰君安证券研究

图 17: 数字广告高速增长, 传统广告现负增长



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

2.3.1. 新媒体技术与内容平台不断创新

内容平台的创新主要体现在软性植入传播的新形式以及各类传统媒体传播形式的不断创新。品牌主借力新的内容平台不断开发新的营销形式。影视剧软植入、综艺节目冠名、道具植入等新形式的营销，在内容资源的深入挖掘和外向延展上花了更多功夫。相对于传统硬广告，广义上的内容营销涵盖范围较广，包括口播、屏幕角标、实物摆放、场景植入、道具植入、片头冠名等多种形式。除了形式丰富的各类软性植入以外，传统的媒体平台也在不断创新。广播电台、报纸、杂志等平面媒体企业更多向线下倾斜，而户外广告则不断在创意内容和呈现形式上推陈出新、突破传统。

图 18：热播综艺、影视剧频现多样化的内容营销形式



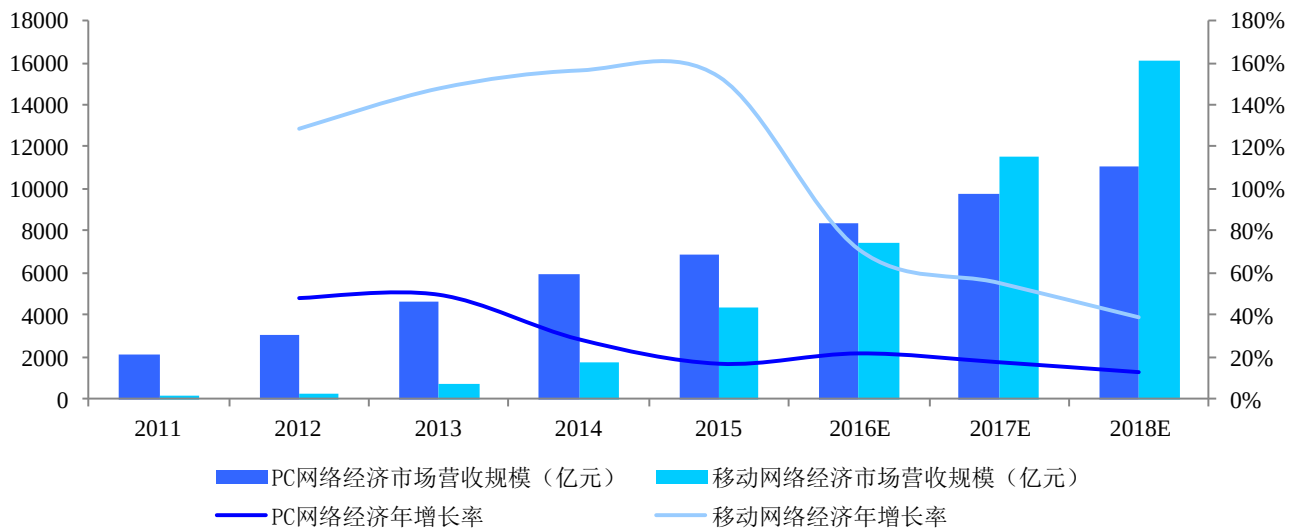
数据来源：浙江卫视，湖南卫视，东方卫视，国泰君安证券研究

数字新媒体技术发展渐入正轨，为创新营销提供了条件，数字营销迎来高速发展。2011 年是智能手机这一代表性移动终端的元年，随着智能手机的普及、3G、4G 技术推广应用，以及微信等私人化互动平台与新浪微博为代表的社交媒体平台的普及，数字营销进入迅猛发展的阶段。互联网、智能手机、手机 APP 和数字户外灯新技术为企业提供了数字化、精准化的营销传播渠道。

2.3.2. 移动互联网经济带动移动营销迅速发展

移动互联网经济是中国新经济的典型代表，在移动互联网经济高速发展的背景下，移动营销成为了数字营销发展的重点。据艾瑞咨询数据显示，2015 年移动互联网经济的市场规模为 4343.6 亿元，同比增长 153%，2011~2015 年复合增速为 146%，自 2011 年以来移动互联网经济维持高速增长，未来随着市场逐渐成熟，增速或放缓，但预计市场规模将超越 PC 互联网经济。移动互联网经济的高速增长带动了移动营销随之兴起并迅速发展。

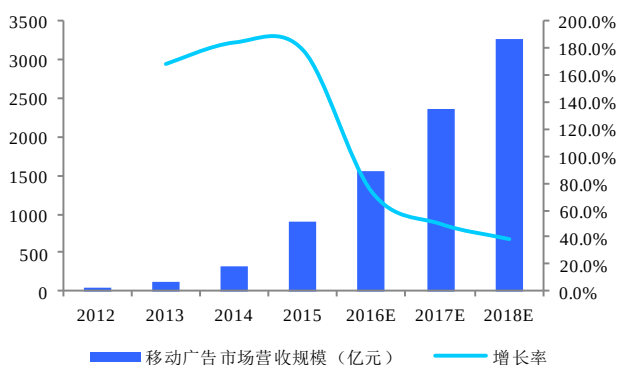
图 19：移动互联网经济飞速增长



资料来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

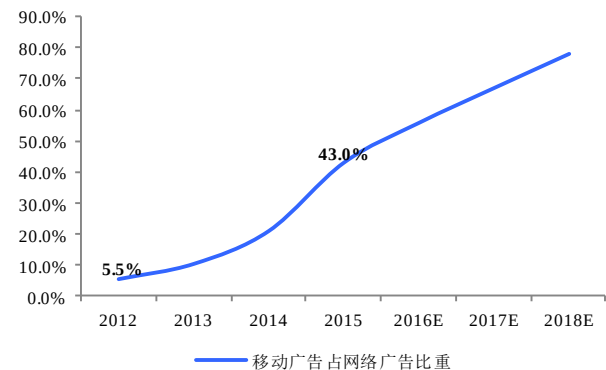
移动互联网营销的增长与移动互联网经济的增长基本保持同步，2015 年，中国移动营销的市场规模达 901.3 亿元。2013~2015 年，中国移动营销市场收保持了超了 160% 的增长速度，未来将连续保持相对可观的增长速度，至 2018 年规模将超过 3000 亿元。

图 20：移动广告市场规模迅猛增长



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

图 21：2015 年移动广告占网络广告比重达 43%

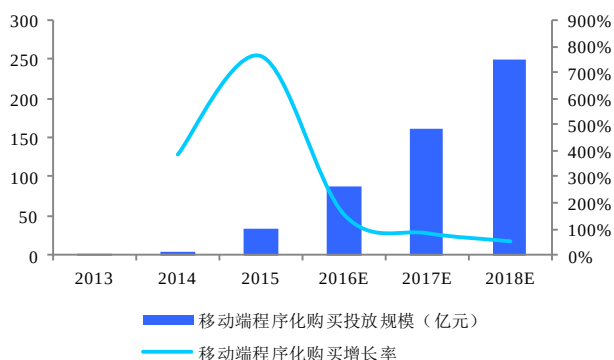


数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

移动营销进入程序化时代，非程序化购买仍是主流，程序化购买规模快

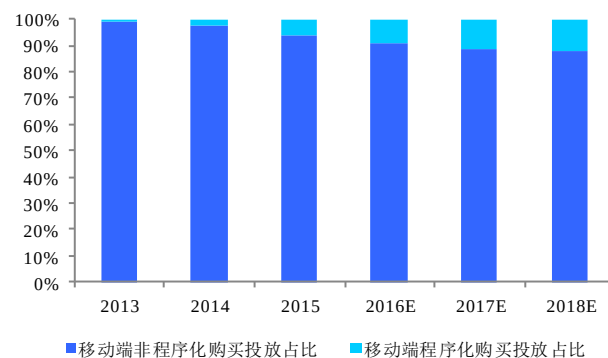
速增长。移动营销的发展经历了移动增值、Free Wap、移动互联网等多个阶段，2009 年开始移动互联网规模渐增，Wap 广告规模增长，但是流量有限，2011 年以前基本没有广告位。2011 年后 App 流量持续增长，广告位从无到有，搜索、视频、积分墙等多元化的营销形式百花齐放，但整体仍以 PC 端为主，PC 端广告程序化购买产业也在此期间快速成长；2014 年进入移动程序化元年，随着移动端活力开始全面爆发，移动程序化购买开始快速发展。至 2015 年，程序化购买的投放规模增长至 33.7 亿元，移动端展示类广告程序化投放占比 6.3%，目前移动端广告仍以非程序化购买为主，但程序化购买增速迅猛，份额将不断提升。

图 22：移动端程序化购买投放规模快速增长



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

图 23：移动端仍以非程序化购买为主，程序化购买份额逐步提升



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

2.3.3. 大数据为支撑，精准营销成趋势

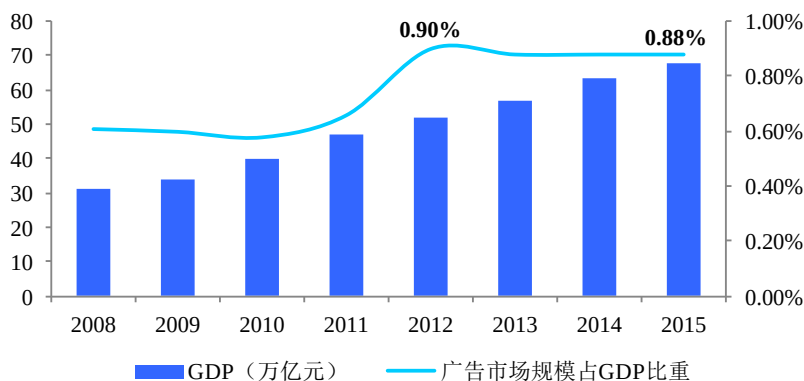
移动互联网的不断发展，为数字营销带来了丰富的用户数据，在大数据技术的支撑下，精准营销成为可能。移动端流量的爆发式增长将快速吸引广告主投放兴趣，红利给营销带了巨大展潜能除此之外设备的独特之处在于可以对人行为进空间和时间上的记录，通过移动端返回数据分析用户地理位情况、生活习惯特征、购物需求意图信息接收方式等众多维度的状态，在合适时间地点和情境下更精准推送广告。

2.4. 整合营销市场空间广阔

从公关行业与广告行业的市场规模不断增长来看，整合营销行业的市场需求不断增加，市场空间广阔。

广告市场的规模主要取决于经济总量及其占比。2015 年中国广告市场规模约为 5973.4 亿元，同比增长 6.56%，自 2012 年起，复合增长率达 6.19%，过去七年广告市场的发展主要来源于经济总量的扩大，而市场规模占经济总量的比例基本保持稳定。2012 年中国广告市场规模占 GDP 的比重为 0.90%，近两年基本维持在 0.88%，之前很长一段时间内徘徊在 0.60% 与 0.70% 之间，这一数值与美国（平均约 2% 左右）、日本（平均约 1.2% 左右）等国相比明显偏低，具有较大的增长空间。随着广告行业发展逐步成熟，产业集中度提升、企业对品牌重视程度提升，如果以 1% 的比重来算，未来广告市场的规模可能达到万亿。

图 24：广告行业市场规模占 GDP 比重基本维持稳定



数据来源：国家统计局，中国广告协会，国泰君安证券研究

随着新媒体的不断发展，公关行业正在发生结构性变化，传统公关业务增速放缓，而新兴公关业务发展迅猛，我国公关行业表现出良好的增长势头，市场规模不断扩大。根据中国国际公共关系协会的调查数据显示，2015 年我国公关行业保持稳定增长，整个市场的年营业规模约为 430 亿元人民币，年增长率为 13.16%，比 2014 年 11.44% 的增速略有上升。按照现有增长速度来估算，预计未来 5 年内，我国公关行业的市场规模将超过 500 亿元。

3. “全传播”营销理念，积极拓展数字营销

3.1. 传统营销+数字营销，打造全传播服务模式

公司是国内领先的整合营销传播服务商，始终把握将精准且有消费共鸣的内容作为营销服务本质的属性。公司一直勇于突破传统营销固有的品牌新闻与品牌活动的形式限制，突破传统数字营销由网络新闻公关和网络媒介集中采购、网络广告投放构成的模式，通过对品牌主品牌及产品的深刻洞察，在整合各种不同的服务机构、整合各种媒介资源、整合各种营销技术和手段的基础上，形成了以营销策略和创意策划的内容为核心，以传统和数字作为传播渠道的“全传播”服务模式。

在为长安马自达设计的“你是我的骄傲”Mazda3 经典款车型推广活动中，公司通过对客户品牌定位的准确了解，目标市场及渠道终端的紧密配合，为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务，并结合前期对线上线下媒体的预热，成功策划与执行了骄傲之旅启动发布会，最终实现了以“传统传播渠道+数字传播渠道”为通路的品牌全传播服务模式。全国 412 家媒体的近 480 名记者参与其中，72 家经销商的近 150 名代表出席活动，线上和线下媒体针对活动报道量达 2500 余篇次，形成了高强度、高覆盖的风暴式传播，也带来了良好的口碑传播，使长安汽车的品牌知名度和美誉度向“世界一流车企”的目标前进了一大步。

图 25：公司线上线下成功营销项目：长安马自达“你是我的骄傲”



数据来源：公司官网

3.2. 以大数据中心为依托，创新“互联网+精准内容”营销概念

在互联网和数字传播技术迅猛发展的大趋势下，公司较早意识到大数据对于其业务的重要性，提前建立了数据中心。通过运用全网平台监测的大数据以及数据化和模型化的效果评估，从消费者的认知行为轨迹中找到优化品牌价值的最佳认知途径和互动方式，帮助客户更为精准的定位目标受众，节省了客户的营销成本，并提高了客户对公司服务的粘性。顺应“互联网+”的发展趋势，公司结合营销传播服务以“精准且有消费共鸣的内容”为本质的属性，率先提出“互联网+精准内容”的营销概念，并适时推出了数字营销业务板块，实现了营销理念的创新。

公司与广州聚智全策网络科技有限公司（简称聚智科技）达成战略合作，将把聚智科技多年积累的社会化媒体大数据，移动互联社区架构技术以及针对移动互联媒体的全息监测检索全面整合应用到现有业务中，并与聚智科技的核心团队组成全新的产品开发小组，开发一系列适合移动互联生态的营销工具。

3.2.1. 公司建立大数据中心，掌握多项核心技术

随着近年来互联网、移动互联网的迅猛发展，公司在数字营销业务方面的不断拓展，掌握了多项关键技术。公司初步研发了包括“全球鹰大数据舆情系统”、“数字口碑内容体系”、“品牌互动社区及跨屏支持系统”、“品牌营销指数系统”、“移动派”、“小蜜 APP”等在内的数字营销系统及工具，基本具备为客户提供全网络数字整合营销解决方案的能力。公司目前的数字营销系统及工具的基本技术情况如下：

表 1：多项核心技术推动大数据中心建立

序号	技术名称	主要作用
1	全球鹰大数据舆情系统	该系统的作用主要是通过对互联网、移动互联网的全网数据监控，并结合数据挖掘、数据分析、数据运用，为企业提供集市场及媒介环境分析，决策参考，品牌及产品声誉管理，传播全过程实时动态追踪，效果评估于一体的整体解决方案。
2	数字口碑内容体系	该系统以“全球鹰大数据舆情系统”为依托，以产品生命周期及消费生命周期为主轴进行全网消费者阵地口碑扫描，以“口碑健康度”为核心指标，进行口碑评估、内容优化，具备数据先导，实时监控、实时评估、实时调整的动态实效口碑优化能力，可以为消费者进行购

		买决策提供有力支撑,并为客户进行策略制定时提供依据。
3	品牌互动社区及跨屏支持系统	该系统的作用主要是将客户的粉丝管理、用户俱乐部管理等客户关系管理方面的数字营销需求有机的整合在一起,并全面兼容 PC 端和各类移动终端的浏览和使用,用技术手段体系化开展工作,实现跨屏互动,提升沟通和管理效率。
4	品牌营销指数系统	该系统主要是通过从互联网、移动互联网等在线数据中心中抓取基于品牌理解的定制数据,进行后台数据处理及相关统计工作,进而为客户提供基于品牌营销活跃度的综合评价体系,并可同时实现为客户提供分区域、分人群、分媒介渠道的营销策略建议之作用。
5	移动派	公司的移动派是一套基于移动终端平台的参与者交互解决方案,主要协助客户,在线下推广与终端营销活动中更高效地提供产品信息、创意、游戏、数据、订购等相关信息,与参与者的移动端使用习惯和兴趣交互整合,能协助活动组织者实现从线下到线上、从单向到双向、从主动到互动、从单项到连续的效果递增,以及趣味性与满意度的提升。这项解决方案包括信息发布、用户交互、数据调研,甚至商品预购等功能,目前主要着眼于会务系统、展会互动、专业试驾、大众试驾、产品展示、区域巡展、运动赛事等七种应用场景,进行基础性的产品设计与功能模块开发,并可以根据需要延展新的功能模块。
6	小蜜 APP	其是掌上媒体管理中心,旨在服务传媒人员—随时随地掌握媒体动态,打破传播限制,发现传播资源,打造传媒圈业务网络。

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究。

在数字化营销技术及移动互联技术发展的大背景下,结合“互联网+精准内容”的业务模式,公司通过大数据中心的建设,实现从行业垂直数据抓取、存储、分析、运用到精准品牌内容全媒介递送及优化的领先技术能力,从而为客户提供基于精准数据和行业深度分析的整合营销解决方案,以及基于高效技术系统和多元化营销工具的高品质和可监控的营销落地执行,将技术平台转化为服务能力和整合服务效率,从而不断提升客户价值。

3.2.2. 重视数字营销与信息化平台建设,提升技术效率

为进一步深化主营业务,完善公司现有业务链,公司重点关注数字营销平台与信息化数字平台的建设。数字营销平台项目是公司顺应数字营销的发展趋势,为了提升公司在数字营销服务中的技术水平和服务能力,按照云计算技术理念架构,设计符合公司业务发展需要的平台,预计建设内容包括:私有云项目、精准广告投放平台、数字内容营销工具,具体如下:

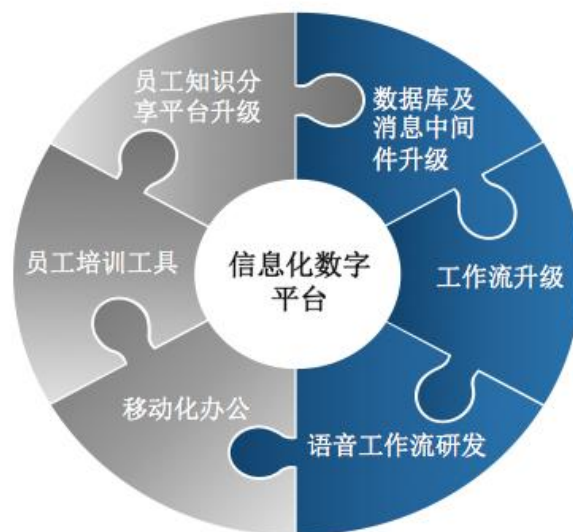
图 26: 数字营销平台建设提升技术水平和服务能力



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

随着公司规模的不不断壮大,公司收入和业务规模不断扩大,对公司企业信息化数字平台的要求也不断提高。信息化数字平台升级项目是在现有信息化数字平台的基础上的升级改造项目,以提高公司的管理效率和满足多元化的业务管理需求为目标的系统升级项目。项目的实施有利于提高公司员工的工作效率,更好的服务客户,降低营业成本,提升企业综合竞争力。具体建设内容如下:

图 27：以管理升级为需求建设的信息化数字平台



数据来源：公司招股书

为充分发挥公司在策略、策划及创意上的既有经验,配合基于全网数字媒介优化组合及内容匹配的平台需要,公司计划设立内容创意中心并开发一系列的数字营销工具,实现多制式的创意内容创制和优化,满足不同营销执行工作需要的数字化营销工具的开发和运维,将公司对客户品牌的深度理解转化为受众乐于接受和分享的精准内容,在高效递送的同时实现基于同一内容的多终端跨屏媒介实现功能。与此同时,将数据分析、项目管理,直至执行评估的全营销服务链条的个环节都实现工具数字化和在线化,为客户提供更加及时和高效的营销服务,并且使客户保持对营销方案制定和执行的实时监控和全程参与,进而提升营销服务的效率和

精度。

3.3. 品牌优势明显，积累大量客户资源

公司自成立以来,在业内建立了良好的口碑,凭借全方位的营销服务积累了大量优质客户资源。公司始终秉持“合适就是竞争力”的传播哲学,以打造“中国传播行业第一推动力”为使命,强调面向客户需求,打破沟壑分明的传播专业壁垒,整合不同传播手段及传播平台,以全面营销解决方案满足客户多元化、多层次、多专业领域的需求,为客户提供一站式营销传播服务,培育了较高的品牌知名度和美誉度,并获得了多项荣誉及奖项。公司旗下“宣亚”、“英帕沃”、“品推宝”等品牌已成为整合营销传播服务行业知名的品牌;发行人连续八年入选中国国际公共关系协会评选的 TOP 公司之列。

同时,公司凭借优秀的创意策划能力和高效的执行管理能力,已为包括惠普、宝洁、富士施乐、戴尔、三星、华为、周大福、壳牌、百度、康师傅、平安金融、长安福特、东风日产、长安马自达、上海大众、捷豹汽车、比亚迪戴姆勒、宝马、比亚迪、北汽新能源、海航集团、老板电器、长城润滑油、泸州老窖等世界 500 强和国内外知名企业提供全方位的整合营销传播服务,通过深刻把握客户需求以及对客户品牌的深入洞察,公司已与大多数客户建立了长期的合作关系,积累了大批稳定而优质的客户资源。公司主要客户如下图所示:

图 28：公司拥有良好的客户资源



数据来源：公司招股书

3.3.1. 公司位于行业领先地位

公司是国内领先的专业整合营销传播服务企业之一,连续八年入选中国国际公共关系协会评选的 TOP 公司之列。2015 年 8 月和 2016 年 2 月,《互联网周刊》先后发布了“2015 年互联网+公关传播业 TOP100”和“2015 年度 PR 公关传播 50 强”,发行人分别位列第 7 位、第 5 位。发行人在行业具有较大的影响力,凭借优秀的营销策略制订和创意内容策划能力及高效的执行管理能力,为众多国内外知名企业提供了全方位

的整合营销传播服务,在行业内积累了丰富的业务经验和良好的客户关系。

表 5: 公司在行业内排名靠前

2015 年互联网+公关传播业 TOP100		2015 年度 PR 公关传播 50 强	
1	奥美公共关系传播集团	1	蓝色光标传播集团
2	蓝色光标传播集团	2	万博宣伟公关顾问
3	博雅公共关系有限公司	3	奥美公共关系国际集团
4	万博宣伟公关顾问	4	北京嘉利恒源公关顾问有限公司
5	迪思传播集团	5	宣亚国际
6	罗德公共关系顾问有限公司	6	北京迪思公关顾问有限公司
7	宣亚国际	7	信诺传播顾问有限公司
8	际恒国际	8	上海际恒品牌管理有限公司
9	爱德曼国际公关有限公司	9	爱德曼国际公关有限公司
10	上海海天网联公关顾问有限公司	10	北京灵思远景营销顾问有限公司

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

3.3.2. 积极布局境内外业务, 强化全球化营销服务网络

为抓住中国中部崛起、西部开发及一带一路战略发展期带来的业务发展机遇,公司通过设立分支机构开拓境内市场。顺应区域营销不断发展的行业潮流,满足整合营销的本地化要求,为公司未来的业绩增长提供渠道保障,公司拟在未来两年内在中国大陆 16 个城市设立分支机构,巩固并扩展公司境内营销网络布局,公司的渠道将拓展至更多的城市,有利于实现公司在境内各线城市营销市场的全面覆盖,从而提高公司的整体服务能力和业务拓展能力,有效提高公司业务的境内市场占有率,实现公司业务稳定增长。

为了顺应全球化的大趋势,满足不断涌现的国际化营销服务需求,公司拟在未来全面整合全球营销产业资源进而保持可持续的竞争优势。在经济和产业全球化的趋势之下,领先的中国企业和中国品牌已经开始了全球化的战略布局与业务实施;与此同时,随着中国消费市场的不断扩大,全球品牌越来越重视利用本土化思维以及在地化团队深耕在中国的品牌营销。公司拟在未来三年在亚太(除中国大陆)、欧洲、北美三个主要地区的 11 个城市设立业务网点,进而构建覆盖全球主要市场的境外业务网络体系,实现全球营销资源体系的整合与协调机制,为公司服务的中国本土品牌走向世界和服务的国际品牌深耕中国提供全方位的支持,从而进一步提升公司的行业地位,增强公司的整体盈利能力和市场竞争。

图 29: 境内业务广泛分布



数据来源：公司官网

3.4. 进军娱乐和体育营销产业，进一步拓展营销领域

为充分发挥公司业已积累的优质客户资源优势,公司利用其在娱乐行业、体育行业积累的资源,拓展营销模式。在深刻把握客户需求的基础上,公司通过将娱乐元素、体育元素与客户的品牌推广深度融合,逐步拓展出娱乐营销、体育营销新模式。公司将以“市场营销、数字营销、娱乐营销”三驾业务马车并行,以全球化视野,通过在好莱坞强大的立足点和关系网络,将好莱坞专业、成熟的商业模式和制作流程,与国内最具潜力的优秀影视资源相结合,打造全新的娱乐内容制作模式,并提供创新的线上、线下推广及全方位的营销传播服务。

4. 公司估值

4.1. 相对估值法

4.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下:

➤ 营收

数字营销业务: 受益于公司聚焦“互联网+精准内容”的服务方式,全力打造以“数字+内容”整合营销为特色的服务模式和行业内极具差异化的体系竞争力,预计 2016~2018 年数字营销营收增速分别为 119.4%/36.4%/35.4%,毛利率稳中有升;

传统营销业务: 受益于公司打造全面整合营销平台以满足不同广告主多元化、多层次、多专业领域的需求,公司传统营销业务有望企稳回升,预计 2016~2018 年营收增速-22.4%/11.1%/9.4%,毛利率稳中有升。

➤ 费用

受益于公司全面拓展数字营销业务带来人均绩效的提升,公司人力资源管理业务升级之间存在良好管理协同,我们预计公司管理费用率和销售费用率有所下降。

4.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设,公司 2016-2018 年可实现的收入分别为 4.7 亿元、5.88 亿元和 7.35 亿元,分别同比增长了 20.4%/25.0%/25.0%,实现归属母公司的净利润分别为 5.95 亿元、9.66 亿元和 13.78 亿元,分别同比增长了 8.8%/65.3%/52.9%,对应 EPS 分别为 0.81/1.34/2.04 元。

表 2: 预测利润表 (百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	267	267	391	470	588	735
增长率	-11.3%	0.0%	46.3%	20.4%	25.0%	25.0%
营业成本	-137	-132	-205	-251	-302	-361
% 销售收入	51.5%	49.4%	52.5%	53.4%	51.4%	49.2%
毛利	130	135	186	219	286	373
% 销售收入	48.5%	50.6%	47.5%	46.6%	48.6%	50.8%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-2	-3
% 销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-86	-81	-99	-101	-123	-147
% 销售收入	32.4%	30.4%	25.4%	21.5%	21.0%	20.0%
管理费用	-21	-36	-21	-39	-40	-40
% 销售收入	8.0%	13.3%	5.4%	8.3%	6.8%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	19	17	63	77	120	183
% 销售收入	7.2%	6.2%	16.1%	16.5%	20.4%	24.9%
财务费用	0	0	0	3	6	8
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	2	1
% 税前利润	-0.9%	7.7%	1.6%	1.2%	1.2%	0.5%
营业利润	19	17	65	82	127	192
营业利润率	7.0%	6.5%	16.5%	17.3%	21.6%	26.2%
营业外收支	2	0	3	1	1	2
税前利润	21	17	68	83	128	194
利润率	7.9%	6.5%	17.3%	17.6%	21.8%	26.4%
所得税	-6	-6	-15	-23	-31	-45
所得税率	30.5%	34.8%	21.6%	28.0%	24.0%	23.0%
净利润	15	11	53	59	98	149
少数股东损益	2	3	-1	1	1	2
归属于母公司的净利润	13	8	54	58	96	147
净利率	4.7%	3.0%	13.7%	12.4%	16.4%	20.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

4.1.3. 可比公司估值

我们选取恒龙韵股份、思美传媒、利欧股份、梅泰诺与公司进行可比公司估值比较。根据可比公司估值,2016~2018 年,公司同行业可比公司平均估值分别为 94.04/37.34/29.77 倍 PE, 公司对对应估值水平为

90.15/54.53/35.67 倍 PE, 公司 2016 年估值具有一定的吸引力。

表 3: 可比公司估值比较 (截止到 2017 年 3 月 3 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
603729.SH	龙韵股份	82.31	54.88	0.75	1.23	1.50	110.03	66.89	54.80
002712.SZ	思美传媒	27.49	78.58	0.35	0.89	1.18	78.36	30.75	23.31
002131.SZ	利欧股份	14.58	234.26	0.35	0.53	0.69	41.11	27.44	21.20
300038.SZ	梅泰诺	41.78	79.56	0.28	1.72	2.11	146.65	24.29	19.76
行业均值							94.04	37.34	29.77
300612.SZ	宣亚国际	72.93	52.51	0.81	1.34	2.04	90.15	54.53	35.67

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们认为, 公司作为国内领先的整合营销传播服务商, 可以配合客户的目标市场及渠道、终端, 为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务, 经过多年的行业积累, 已经形成以营销策略及创意内容为核心、以“传统传播渠道+数字传播渠道”为通路的品牌全传播服务模式。考虑到公司为新上市股票, 我们给予公司高于行业平均的估值溢价, 给予公司 2017 年估值为 75 倍 PE, 对应公司估值为 100.3 元。

4.2. 绝对估值法

我们采取 FCFF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下, 公司股票估值为 101.83 元。我们绝对估值法的假设如下:

图 30: FCFF/WACC 模型核心假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.00	股本总额	54.00
无风险利率Rf	2.00%	股价	72.93
风险溢价	6.50%	股本价值Ve	3,938.22
资产贴现率Ka	8.50%	债务总额Vd	10.00
加权平均资本成本WACC		债务利率Kd	8.00%
		实际税率Tc	28.00%
债务比率D/(E+D)	0.25%	股票Beta	0.90
权益比率E/(E+D)	99.75%		
WACC	7.84%	股票贴现率Ke	7.85%

资料来源: 国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法, 我们认为, 公司整合不同传播手段及传播专业平台, 以全面营销解决方案满足客户多元化、多层次、多专业领域的需求, 为客户提供一站式营销传播服务。同时公司顺应行业发展趋势, 聚焦“互联网+精准内容”的服务方式, 全力打造以“数字+内容”整合营销为特色的服务模式和行业内极具差异化的体系竞争力, 全面受益于数字营销行业高速成长的行业红利。基于以上理由, 我们首次覆盖宣亚国际, 首次给予公司目标价 101.83 元, 首次给予增持评级。

5. 风险提示

5.1. 市场竞争风险

整合营销传播服务行业是充分竞争的行业，行业内企业众多，行业集中度相对较低，而随着近年来行业并购潮流的兴起，国内整合营销传播服务行业的竞争进一步加剧。另外，整合营销传播服务行业相关法律法规也较为缺乏，整合营销传播服务市场的无序竞争可能会加大公司的经营风险。

5.2. 客户集中度较高的风险

公司的客户主要集中于汽车行业，未来如果公司不能巩固和提高综合竞争优势、持续拓展客户数量、扩大业务规模，或者公司主要客户由于所处行业周期波动、自身经营不善等原因而大幅降低进行营销传播的相关预算，或者公司主要客户由于自身原因减少甚至停止与公司的业务合作，公司经营业绩都将受到重大不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		