

投资评级 **增持** 首次覆盖

转型战略效果显著，泛娱乐版图现雏形

股票数据

6 个月内目标价 (元)	24.49
05 月 16 日收盘价 (元)	21.02
52 周股价波动 (元)	16.98-30.31
总股本/流通 A 股 (百万股)	380/179
总市值/流通市值 (百万元)	7988/3757

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	72.7	26.4	20.2
市净率	5.6	4.7	3.8
市销率	17.65	9.43	7.62
EV/EBITDA	54.8	22.3	16.1
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.1	-19.2	16.3
相对涨幅 (%)	1.8	-17.6	16.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:钟奇

Tel:(021)23219962

Email:zq8487@htsec.com

证书:S0850513110001

联系人:唐宇

Tel: (021)23154129

Email:ty11049@htsec.com

投资要点:

- 游戏业务增速喜人，营收利润稳步提升。**2016 年，公司实现营收约 4.53 亿元，同比增长 19.61%，实现营业利润约 1.18 亿元，同比增长 67.34%；实现归母净利润约 1.10 亿元，同比增长 56.97%，业绩增长主要受益于公司游戏业务快速发展。2016 年，公司向全体股东每 10 股派发现金股利 0.8 元（含税），同时进行资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 5 股。2017 年一季度实现营收约 1.72 亿元，同比增长 115.67%，实现归母净利润约 0.62 亿元，同比增长 333.22%。旗下子公司摩奇卡卡 2016 年实现归母净利润 0.65 亿，兑现业绩承诺。
- 100%现金收购摩奇卡卡，17 年并表，后期业绩可期。**公司完成对摩奇卡卡收购，摩奇卡卡 2016 年实现归母净利润 0.65 亿元人民币，纯现金收购彰显了公司对摩奇卡卡业务与盈利持续增长的信心。此前，公司于 2015 年完成了对上海骏梦的收购，经过一年的整合与适应期，目前游戏业务增长迅猛。2016 年，公司游戏业务营业收入实现 2.75 亿元。17 年 1 月摩奇卡卡并表，公司全年业绩可期。
- 内容 IP 布局持续深化，发挥泛娱乐文化产业链协同效应。**公司目前仍以通信技术服务和游戏业务为主营业务，同时通过并购或参股等方式连接相关公司的小说、动漫、影视等内容，注重自身文化娱乐产业链的拓展延伸和自有 IP 发掘孵化体系的建设。2015 年至 2016 年公司先后投资参股福州畅读信息科技有限公司、上海渔阳网络科技有限公司、深圳微星星科技股份有限公司、北京中联百文文化传媒有限公司、国信优易数据有限公司及东阳留白影视文化有限公司，业务逐步由双主营延展至动漫娱乐、文学阅读、粉丝价值运营、作家经纪业务、影视制作及大数据。参股公司业务互相交错，实现平台共享。
- 投资建议：**基于 1) 互联网行业获客成本逐步爬坡的背景下，优先布局优质 IP 的企业将在日益激烈的竞争中获取卡位优势，公司通过牵手摩奇卡卡，上海骏梦，逐步增强游戏 IP 商业化能力的深度和广度，IP 价值放大及底层大数据平台的运用将成为公司提升业绩关键点；2) 通过近两年持续并购及投资，公司锐意进取泛娱乐版图，未来公司仍将通过外延式并购、参股等多种方式，实现公司跨越式发展。我们判断公司有能力快速实现文化娱乐产业价值链建设战略规划，打造泛娱乐领先品牌。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.79 元、1.04 和 1.35 元，给予公司 2017 年 PE 31 倍估值，对应目标价 24.49 元。首次覆盖，给予增持评级。
- 风险提示：**新游戏开发运营失败、人才流失、兼并收购带来的财务及商誉减值风险、政策和市场风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	378.42	452.63	847.20	1048.50	1311.00
(+/-)YoY(%)	69.79%	19.61%	87.17%	23.76%	25.04%
净利润(百万元)	69.95	109.80	302.07	395.04	513.68
(+/-)YoY(%)	376.31%	56.97%	175.10%	30.78%	30.03%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.29	0.79	1.04	1.35
毛利率(%)	50.69%	59.54%	69.54%	72.12%	73.63%
净资产收益率(%)	5.29%	7.76%	17.60%	18.71%	19.57%

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 简介：转型战略效果显著，泛娱乐版图现雏形	5
1.1 营业收入稳健提升，游戏业务占比持续提升	5
1.2 游戏业务毛利率带动整体毛利率上升	6
1.3 业务结构调整带动经营性现金流，注入流动性资金	7
1.4 资产负债仍在合理范围，资产结构健康安全	7
1.5 创始人团队仍保持较高持股比例，员工持股计划彰显信心	8
2. 通信业务：巩固通信业务，向互联网大数据方向创新延伸	9
3. 游戏业务：外延布局不断加码，持续深化业务转型	9
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 风险提示	12
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	公司布局泛娱乐文化产业进程	5
图 2	2012-2016 年以及 2017 年第一季度公司营业总收入变化情况.....	6
图 3	公司 2016 年各业务营业收入占比	6
图 4	公司 2016 年各业务毛利贡献占比情况	6
图 5	2012-2016 年公司利润总额、归母净利变化.....	7
图 6	2012-2016 年公司货币资金、预收账款及经营活动现金流情况.....	7
图 7	2012-2016 年公司资产负债情况.....	8
图 8	2012-2016 年公司资产负债情况.....	8
图 9	骏梦游戏手游产品.....	10
图 10	骏梦游戏页游产品.....	10
图 11	摩奇卡卡游戏产品.....	11
图 12	摩奇卡卡游戏产品.....	11

表目录

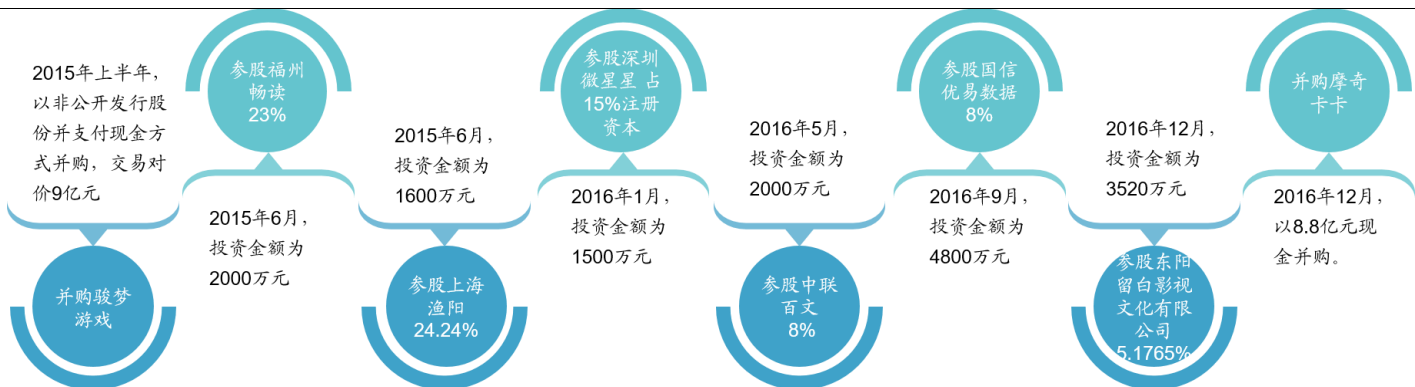
表 1	2017 年 1 季报日公司前十大股东	8
表 2	子公司业绩承诺实现情况.....	10
表 3	富春股份业务分项收入预测与假设(考虑成都摩奇卡卡科技有限责任公司于 2017 年 1 月并表)(单位:百万元)	11
表 4	同业估值水平(WIND 一致预期)	12

1. 简介：转型战略效果显著，泛娱乐版图现雏形

公司成立于 2001 年，于 2012 年在创业板上市，股票代码为 300299。公司总部设立于福州，起步于为运营商提供通信网络规划设计咨询、通信信息化工程管理、通信软件开发等技术服务，是中国通信建设技术服务领域的领先企业之一。

公司于 2015 年和 2016 年分别完成了对上海骏梦网络科技有限公司和成都摩奇卡卡科技有限责任公司 的并购，正式涉足游戏研发与运营业务领域，实现通信业务和互联网游戏业务的“双主营”。同时，2015 年至 2016 年公司投资参股福州畅读信息科技有限公司、上海渔阳网络技术有限公司、深圳微星星科技股份有限公司、北京中联百文文化传媒有限公司、国信优易数据有限公司及东阳留白影视文化有限公司，业务逐步由通信技术服务、网络游戏延展至动漫娱乐、文学阅读、粉丝价值运营、作家经纪业务、影视制作及大数据，实现公司在文化娱乐产业价值链的拓展和延伸。

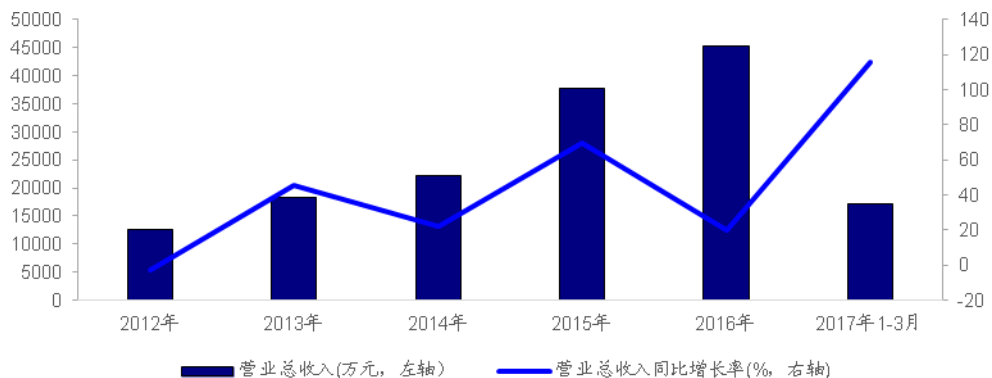
图1 公司布局泛娱乐文化产业进程



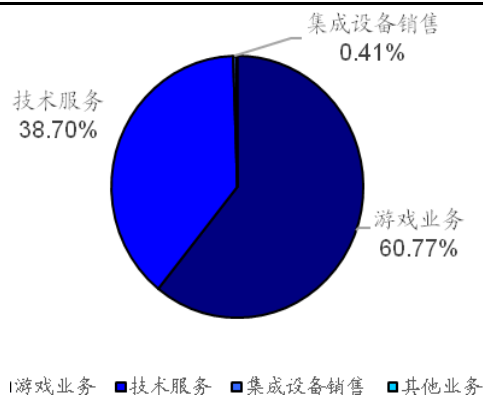
资料来源：公司 2015 年-2016 年年报，海通证券研究所

1.1 营业收入稳健提升，游戏业务占比持续提升

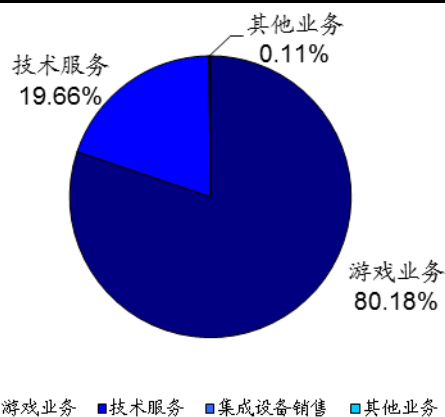
2017 年第一季度公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 115.67%，实现归母净利润 0.62 亿元，较上一年同期增长 333.22%。2016 年公司实现营业收入约 4.53 亿元，同比增长 19.61%。公司游戏业务实现收入 2.75 亿元，同比增长 84.76%，实现游戏营业利润 1.27 亿元。公司游戏业务占总收入比进一步提升，达 60.77%。

图2 2012-2016 年以及 2017 年第一季度公司营业总收入变化情况


资料来源：Wind，公司 2012-2016 年年报，公司 2017 年一季报，海通证券研究所

图3 公司 2016 年各业务营业收入占比


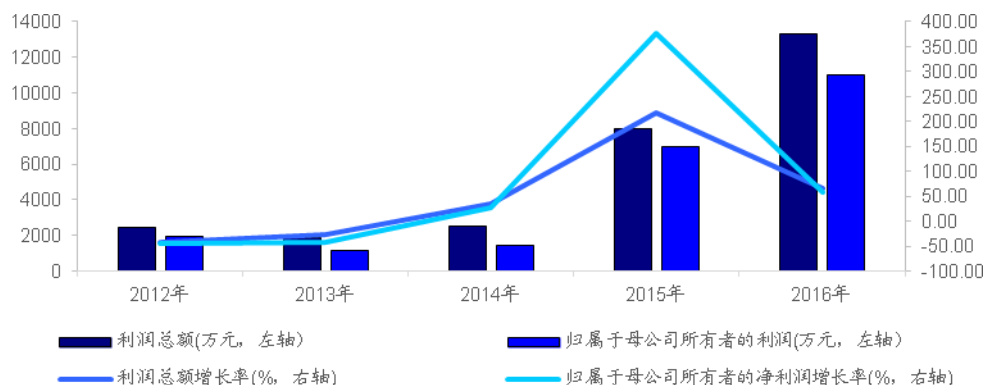
资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

图4 公司 2016 年各业务毛利贡献占比情况


资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

1.2 游戏业务毛利率带动整体毛利率上升

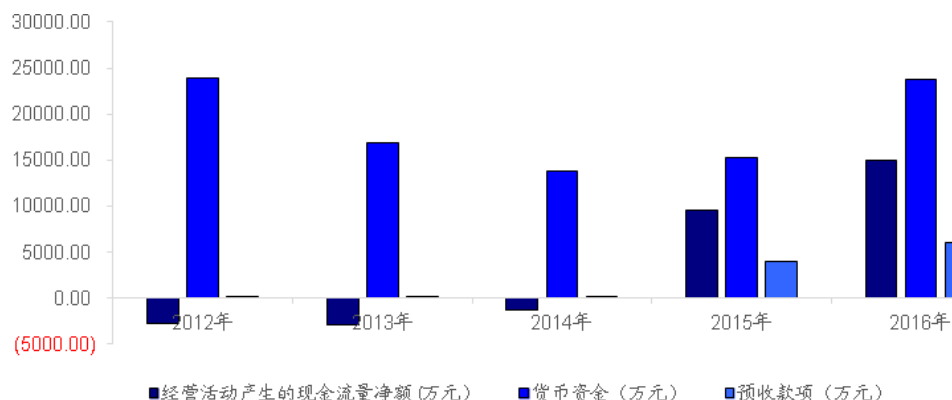
2016 年，公司实现利润总额 1.33 亿元，同比增长 66.83%。公司实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 56.97%。公司净利润高速增长的主要来源是旗下游戏营业收入大幅增长、游戏业务毛利率达 78.55% 远超公司传统业务毛利率以及 2016 年实现对联营或合营企业的投资收益 290.44 万元。

图5 2012-2016 年公司利润总额、归母净利润变化


资料来源：Wind, 海通证券研究所

1.3 业务结构调整带动经营性现金流，注入流动性资金

公司于 2015 年以非公开发行股份并支付现金购买了上海骏梦网络科技有限公司 100% 的股权，于当年起将上海骏梦纳入公司合并报表范围，并按照相关规定进行追溯调整。涉足游戏行业调整业务结构后，公司经营活动现金流实现由负到正的巨大变化，改善资金的流动性。

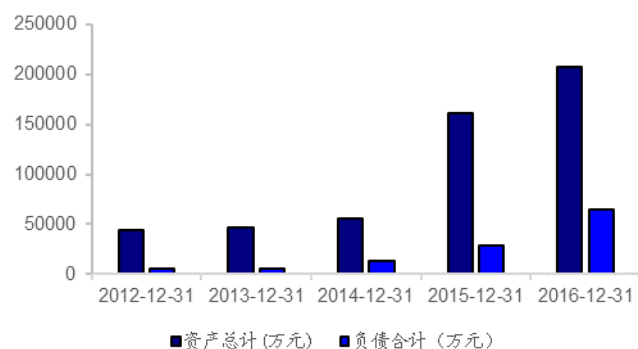
图6 2012-2016 年公司货币资金、预收账款及经营活动现金流情况


资料来源：Wind, 海通证券研究所

1.4 资产负债仍在合理范围，资产结构健康安全

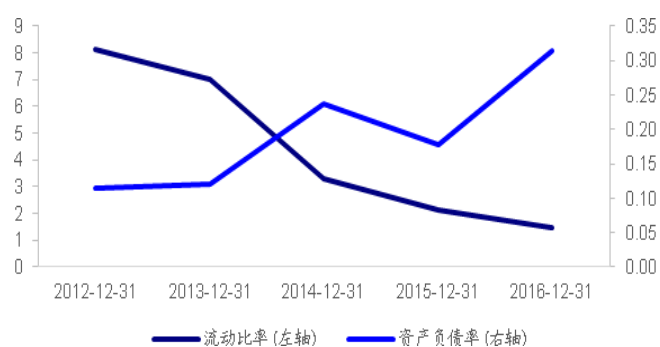
2016 年，公司资产负债率为 31.43%，流动比率为 149.01%。公司资产负债率整体有所上升，但依然在合理范围之内。考虑到并购参股使用更高的杠杆有利于维持流动性和提高收益率，公司资产负债情况合理。2016 年公司资产总计实现 20.77 亿，负债总计为 6.53 亿。资产中，货币资金为 2.38 亿，长期股权投资为 1.44 亿，固定资产以及投资性房地产合计为 2.93 亿。负债上看，公司 99.6% 的负债为流动负债。

图7 2012-2016 年公司资产负债情况



资料来源：公司年报，海通证券研究所

图8 2012-2016 年公司资产负债情况



资料来源：公司年报，海通证券研究所

1.5 创始人团队仍保持较高持股比例，员工持股计划彰显信心

公司前十大股东持股 51.29%，其中福建富春投资有限公司和缪品章分别持股 18.58%和 8.58%。上市 5 年多，创始人团队仍然保持较高持股比例，彰显了公司所有者对公司未来业务顺利开展的信心。

表 1 2017 年 1 季报日公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	福建富春投资有限公司	70,616,938	18.58	限售流通 A 股,A 股流通股
2	缪品章	32,617,220	8.58	限售流通 A 股,A 股流通股
3	平潭奥德企业管理咨询有限公司	20,250,000	5.33	限售流通 A 股,A 股流通股
4	上海力珩投资中心 (有限合伙)	16,590,076	4.37	限售流通 A 股,A 股流通股
5	上海力麦投资中心 (有限合伙)	12,103,738	3.19	限售流通 A 股
6	范平	1,846,300	3.12	限售流通 A 股
7	德清复励菁英投资合伙企业 (有限合伙)	9,888,750	2.60	限售流通 A 股
8	苏州工业园区禾源北极光创业投资合伙企业 (有限合伙)	7,535,664	1.98	限售流通 A 股,A 股流通股
9	中航信托股份有限公司-中航信托·天启【2016】360 号富春通信员工持股集合资金信托计划	7,264,869	1.91	A 股流通股
10	平潭和富创业投资合伙企业 (有限合伙)	6,180,469	1.63	限售流通 A 股
合计		194,894,024	51.29	

资料来源：公司 2017 年第一季度报告,海通证券研究所

公司 2017 年 3 月 15 日发布公告，中航信托天启【2016】360 号富春通信员工持股集合资金信托计划通过二级市场购买方式共计买入公司股票 7,264,869 股，占公司总股本的 1.91%，成交均价为人民币 25.73 元/股，锁定期为自 2017 年 3 月 15 日至 2018 年 3 月 14 日。本次员工持股计划持有人范围包括公司核心管理人员和业务骨干，有效地调动了员工工作积极性，关键人力资源的吸引和保留保障了公司长期稳定地发展。

2. 通信业务：巩固通信业务，向互联网大数据方向创新延伸

经过近十年的不懈努力，富春通信已经发展为国内民营通信网络建设技术服务提供商中的领跑者之一。通过先后收购广西华南通信规划有限公司、国信优易数据有限公司和北京市通畅电信规划设计院有限公司的股权，公司通信业务外延布局得到进一步拓展，整合更多省市市场和团队资源，业务拓展至二十多个省市。

2016 年公司共取得 5 项软件著作权和一项发明专利。富春通信业务并不局限于某一区域，而是对通信运营商的要求相应提供定制式服务，在各地获得了更好的口碑，提升了公司在行业内品牌影响力。

3. 游戏业务：外延布局不断加码，持续深化业务转型

富春股份于 2015 年以包含非公开发行股份和现金在内总共 90,000 万元的交易对价完成对上海骏梦网络科技有限公司的并购，从此涉足游戏研发与运营业务领域。2015 年公司游戏业务收入 14,888.64 万元，占营业收入比重 39.34%，游戏业务营业利润 5,615.02 万元，占营业利润比重 79.66%，游戏业务成为公司的主营业务之一。由于公司收购上海骏梦重大资产重组事项完成，公司利润出现较大幅度增长。公司向游戏行业发展的战略有效提高了公司业务利润率，增加了股东权益。

3.1 游戏产业 2016 年相关数据和发展趋势

根据《2016 年中国游戏产业报告》，2016 年，中国游戏市场实际销售收入达到 1655.7 亿元，同比增长 17.7%。年内批准出版国产游戏约 3800 款，进口游戏约 260 款，游戏用户数 5.66 亿，同比增长 5.9%，付费比例接近 3/4。中国游戏产业已经开始脱离发展的“初级阶段”，游戏开始带动周边产业链进入自增长的变现期，比如电子竞技、游戏直播、游戏媒体等。

3.2 重点耕耘优质 IP，精品游戏推陈出新

骏梦游戏凭借着对游戏 IP 深刻的理解，在行业内游戏 IP 领域占据一席之地，目前拥有《仙境传说》、《奇迹世界》、《秦时明月》、《霹雳江湖》、《三国战纪》、《古龙群侠传》、《武动乾坤》、《Hello Kitty》等众多优秀 IP，为后续游戏上线运营累计了大量玩家。在未来的研发及发行业务上，公司将重点围绕 IP 重点耕耘，使其价值更大化。同时，目前骏梦还有多款 IP 手游已经处于在研阶段或者进入准备阶段，预计将于 2017 年陆续推出。截至 2016 年末，公司全资子公司骏梦游戏及其子公司上海骏业共获得 53 项软件著作权。2016 年度公司全资子公司骏梦游戏共有 20 款在线手游和页游产品，年度累计贡献收入 2.75 亿元，实现归母净利润 1.12 亿元。

图9 骏梦游戏手游产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图10 骏梦游戏页游产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

3.3 “加法”并购摩卡奇奇，增强游戏 IP 商业化能力

2016 年底，公司以 8.8 亿元现金方式收购摩奇卡卡 100% 的股权，摩奇卡卡具备丰富的 IP 资源储备和商业化运营经验，其 IP 储备涉及小说、影视等多个领域，可推动多领域相互联动的协同效应。

摩奇卡卡和骏梦游戏分别侧重文学小说游戏改编和影视剧内容开发，两者的资源重组利于公司实现产品多元化。两者还将共享用户偏好消费等数据信息和技术方法，更精准地迎合用户多变的需求和消费习惯。收购摩奇卡卡是公司游戏内容供应库的进一步建设，是公司在网络游戏业务的进一步延伸，摩奇卡卡将助力公司持续深化泛娱乐内容布局，提升公司在游戏业务方面的市场竞争力。100%现金支付的方式更明确了公司对摩奇卡卡发挥协同效应的信心和持续深化业务转型的决心。

摩奇卡卡公司 2016 年度经审计归属于母公司的净利润(扣除非经常性收益)为 0.65 亿元人民币, 超过预期年度业绩承诺。

表 2 子公司业绩承诺实现情况

收购标的	持股比例	主营业务	业绩承诺（万元）/实际数（万元）		
			2015	2016	2017
骏梦游戏	100%	游戏	8370/6684	11300/11229	12430
摩奇卡卡	100%	游戏	----	6300/6507	7900

资料来源：关于交易对手方对置入资产 2016 年度业绩承诺实现情况的说明，海通证券研究所

图11 摩奇卡卡游戏产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图12 摩奇卡卡游戏产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测：考虑到摩奇卡卡 17 年 1 月并表，公司新游戏业务落地进一步带来业绩贡献，我们预测公司 2017 年-2018 年原主业收入，毛利水平如下表：

表 3 富春股份业务分项收入预测与假设（考虑成都摩奇卡卡科技有限责任公司于 2017 年 1 月并表）（单位：百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	378.42	452.63	847.20	1048.50	1311.00	毛利	191.84	269.49	589.14	756.23	965.24
游戏业务	148.89	275.08	680.00	879.00	1,138.00	游戏业务	121.35	216.08	537.20	703.20	910.40
技术服务	217.98	175.16	165.00	166.00	167.00	技术服务	69.58	52.99	51.15	51.46	51.77
集成设备销售	11.32	1.85	1.00	1.00	1.00	集成设备销售	0.74	0.12	0.06	0.06	0.06
其他业务	0.24	0.54	1.20	2.50	5.00	其他业务	0.18	0.30	0.72	1.50	3.00
营业成本	186.59	183.13	258.07	292.28	345.77	毛利率					
游戏业务	27.54	59.00	142.80	175.80	227.60	游戏业务	81.50%	78.55%	79.00%	80.00%	80.00%
技术服务	148.41	122.17	113.85	114.54	115.23	技术服务	31.92%	30.25%	31.00%	31.00%	31.00%
集成设备销售	10.58	1.73	0.94	0.94	0.94	集成设备销售	6.50%	6.45%	6.50%	6.50%	6.50%
其他业务	0.06	0.24	0.48	1.00	2.00	其他业务	74.81%	56.38%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司 2015-2016 年年报，海通证券研究所

投资建议：基于 1) 互联网行业获客成本逐步爬坡的背景下，优先布局优质 IP 的企业将在日益激烈的竞争中获取自身卡位优势，公司通过牵手摩奇卡卡，上海骏梦，逐步增强游戏 IP 商业化能力的深度和广度，IP 价值放大及底层大数据平台的运用将成为公司提升业绩关键点；2) 通过近两年持续并购及投资，公司锐意进取泛娱乐版图，我们判断未来公司有望通过外延式并购、事业合伙人、参股、投资孵化器等多种方式，实现公司跨越式发展。在监管趋严的背景下，公司有望发挥投资团队对优质标的甄别能力，打造 1+1>2 协同效应，我们判断公司有快速实现文化娱乐产业价值链建设战略规划，打造泛娱乐领先品牌。17 年摩奇卡卡并表及新款游戏的落地将为公司带来更大的业绩增量。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.79 元、1.04 和 1.35 元。我们给予公司 2017 年 PE 31 倍估值，对应目标价 24.49 元。首次覆盖，给予增持评级。

表 4 同业估值水平（WIND 一致预期）

	收盘价（元）	总市值 （亿元）	EPS（元/每股）			PE（X）		
	5 月 16 日	5 月 16 日	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
游族网络	26.41	227.47	1.05	1.42	1.83	25.15	18.64	14.44
北纬通信	10.02	56.85	0.26	0.35	0.40	38.79	28.64	25.16
光线传媒	8.55	250.82	0.30	0.37	0.42	28.41	23.09	20.52
奥飞动漫	15.33	200.50	0.49	0.60	0.62	31.56	25.54	24.91
视觉中国	16.65	116.65	0.45	0.59	0.75	36.79	28.28	22.30
三七互娱	23.25	484.71	0.82	0.98	1.21	28.38	23.62	19.19
完美世界	31.30	411.49	1.12	1.39	1.67	27.86	22.56	18.79
行业平均						30.99	24.34	20.76

资料来源：Wind,海通证券研究所

5. 风险提示

新游戏开发运营失败、人才流失、兼并收购带来的财务及商誉减值风险、政策和市场风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	452.63	847.20	1048.50	1311.00
每股收益	0.29	0.79	1.04	1.35	营业成本	183.13	258.07	292.28	345.77
每股净资产	3.72	4.52	5.56	6.91	毛利率%	59.54%	69.54%	72.12%	73.63%
每股经营现金流	0.40	0.33	0.84	1.08	营业税金及附加	3.45	6.45	7.98	9.98
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
价值评估（倍）					营业费用	27.88	39.71	56.86	66.28
P/E	72.75	26.44	20.22	15.55	营业费用率%	6.16%	4.69%	5.42%	5.06%
P/B	5.65	4.65	3.78	3.04	管理费用	102.52	200.13	242.59	306.50
P/S	17.65	9.43	7.62	6.09	管理费用率%	22.65%	23.62%	23.14%	23.38%
EV/EBITDA	54.78	22.28	16.08	11.74	EBIT	135.65	342.85	448.79	582.47
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	2.92	-6.51	-10.55	-21.88
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.64%	-0.77%	-1.01%	-1.67%
毛利率	59.54%	69.54%	72.12%	73.63%	资产减值损失	21.53	0.00	0.00	0.00
净利率	24.31%	35.73%	37.76%	39.27%	投资收益	6.76	4.39	5.58	4.98
净资产收益率	7.76%	17.60%	18.71%	19.57%	营业利润	117.96	353.75	464.91	609.34
资产回报率	5.29%	11.73%	12.63%	13.32%	营业外收支	15.04	12.13	13.59	12.86
投资回报率	9.84%	21.56%	26.84%	32.56%	利润总额	133.00	365.88	478.50	622.20
盈利增长（%）					EBITDA	143.51	347.04	460.41	594.94
营业收入增长率	19.61%	87.17%	23.76%	25.04%	所得税	22.95	63.14	82.58	107.38
EBIT 增长率	64.79%	152.74%	30.90%	29.79%	有效所得税率%	17.26%	17.26%	17.26%	17.26%
净利润增长率	51.46%	175.10%	30.78%	30.03%	少数股东损益	0.24	0.67	0.88	1.14
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	109.80	302.07	395.04	513.68
资产负债率	31.4%	32.9%	32.1%	31.6%	扣除非经常性损益净利润	97.60	292.70	384.68	504.18
流动比率	1.49	1.73	2.01	2.26	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	0.90	1.09	1.40	1.66	货币资金	237.64	254.63	582.39	1000.47
现金比率	2.14	—	—	—	应收款项	323.58	626.89	775.85	970.09
经营效率指标					存货	0.00	0.01	0.00	0.00
应收帐款周转天数	270.09	270.09	270.09	270.09	其它流动资产	15.89	15.89	15.89	15.89
存货周转天数	—	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	968.81	1459.00	2012.44	2743.41
总资产周转率	0.25	0.36	0.37	0.38	长期股权投资	144.28	144.28	144.28	144.28
固定资产周转率	26.24	45.79	60.55	84.87	固定资产	18.93	22.28	25.63	28.99
					在建工程	8.34	8.65	8.50	7.73
					无形资产	14.68	22.17	22.93	23.51
					非流动资产合计	1108.49	1115.44	1114.53	1112.13
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	2077.30	2574.44	3126.97	3855.54
净利润	110.05	302.74	395.92	514.82	短期借款	111.24	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	7.86	4.20	11.61	12.47	应付账款	94.33	124.31	140.79	166.55
营运资金变动	11.71	-167.56	-69.08	-99.13	预收账款	60.18	112.65	139.41	174.32
经营活动现金流	150.14	123.68	319.29	410.32	其它流动负债	15.03	15.03	15.03	15.03
固定资产投资	0.00	-3.35	-3.35	-3.35	流动负债合计	650.15	844.55	1001.16	1214.91
无形资产投资	0.00	-7.49	-7.49	-7.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	8.90	-0.98	-2.89	-2.79	其它长期负债	2.72	2.72	2.72	2.72
投资活动现金流	-377.65	5.37	8.46	7.77	非流动负债合计	2.72	2.72	2.72	2.72
债务变化	336.24	-111.24	0.00	0.00	负债总计	652.87	847.27	1003.88	1217.63
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	380.00	380.00	380.00	380.00
融资活动现金流	312.81	-112.06	0.00	0.00	普通股股东权益	1414.20	1716.27	2111.31	2624.99
现金净流量	85.29	16.99	327.75	418.08	少数股东权益	10.23	10.90	11.78	12.92
公司自由现金流	170.53	109.17	303.17	385.22	负债和所有者权益合计	2077.30	2574.44	3126.97	3855.54
股权自由现金流	168.34	16.31	327.75	418.08					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 16 日
资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露 分析师声明

钟奇 互联网传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 互动娱乐,雷曼股份,当代明诚,中文在线,凯撒股份,蓝色光标,光线传媒,明泰铝业,大连圣亚,中科三环,新华文轩,云南铜业,广弘控股,西藏珠峰,云南旅游,百洋股份,顺网科技,帝龙文化,天通股份,龙韵股份,南山铝业,力盛赛车,中国高科,四维图新,润和软件,麦达数字,红宇新材,巴士在线,金贵银业,平治信息

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。