

TMT 行业分析报告

2014 年 12 月 7 日

核心观点

- ❖ **2014 年 TMT 行业业绩总体优于市场,但细分行业差异明显。**其中计算机和通信行业基本保持了对市场平均水平的溢价幅度,而传媒和电子板块差异则略有收窄;个股表现上,行业内个股继续领跑 A 股,转型互联网的计算机行业个股领跑行业,产业趋势与市场风格双重驱动领先的个股表现最优。
- ❖ **未来云计算、物联网、垂直互联将是 TMT 行业发展中最热门的板块。**未来 PC 网络经济的整体增速仍将保持在 20%左右,移动网络经济的整体增速保持在 50%左右,相关环节上的大数据、移动支付、信息安全、传感器等多个热点将帮助构建互联网的下一个时代。
- ❖ **投资建议:**2015 年,我们看好以下投资主题以及公司:
 - 1) 移动互联网及其应用。包括互联网医疗【东软集团(全面医疗健康保障解决方案)、海虹控股(移动医疗)】、互联网金融【东方财富+同花顺+大智慧(金融资讯终端+线上产品销售)、金证股份(软件开发)、赢时胜(系统集成)】、车联网【盛路通信(车载系统)、荣之联(车辆远程管理)、四维图新(地理信息+腾讯入股)】;
 - 2) 智能工业。包括具有国际竞争优势的【美亚光电(色选机)、沈阳机床(智能机床)】、想象空间巨大的【金运激光+光韵达(3D 打印)、机器人(系统集成)、汇川技术(工业机器人)、汉威电子(传感器)】;
 - 3) 信息安全。包括去 IOE 领域的【浪潮信息(小型机)、华胜天成(数据库)、卫士通(软件国产化)】、移动支付安全【同方国芯(IC 芯片)、新大陆(二维码 POS 机)、硕贝德(指纹识别)】;
 - 4) 集成电路。包括 IC 设计【同方国芯(金融 IC 卡)、紫光股份(展讯+RDA)】、IC 封装【长电科技+华天科技+晶方科技】、LED【利亚德+洲明科技(小间距电视)】。



基金管理总部

基金经理 陈磊

电话: 021-68591607

邮箱: chenlei@changyucapital.com

基金经理 袁波

电话: 021-68591620

邮箱: yuanbo@zongyiholding.com

基金经理 杨朦

电话: 021-68591618

邮箱: yangmeng@zongyiholding.com

主笔研究员 陈昱

电话: 021-68591610

邮箱: chenyu@zongyiholding.com

联络人 刘莉华

电话: 021-68591612

邮箱: liulihua@zongyiholding.com

TMT 行业分析报告

1. 行业表现

行业整体业绩仍然保持与全体 A 股盈利变动趋势基本同步但显著优于市场。TMT 四个子行业和全部 A 股的 2014 年前三季度盈利均为正向变动；传媒、电子、通信、计算机四个子行业的 2014 年前三季度净利润同比增幅分别为 26%、23%、16%、15%，均显著高于全部 A 股和全部 A 股（非金融）的净利润同比增幅。

图表 1: TMT 行业盈利变动 (截至 2014Q3)

扣非净利润	电子	计算机	传媒	通信	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)
2009	14%	25%	247%	71%	27%	29%
2010	219%	32%	73%	-2%	43%	54%
2011	-17%	12%	37%	-20%	13%	4%
2012	-8%	4%	19%	-89%	0%	-16%
2013	88%	19%	27%	807%	14%	12%
2014	23%	15%	26%	16%	9%	6%

细分行业的盈利变动存在明显差异但差异幅度在收窄。四个子行业 2014 年前三季度净利润同比变动的最大差异幅度仅为 11 个百分点，是 2009 年以来所有年度中最低的。此外，计算机和传媒两个子行业维持了自 2009 年以来的净利润同比正增长。。2014 年以来计算机、通信、电子、传媒四个子行业收益率分别为 42%、37%、28%、18%，计算机和通信两个子行业跑赢 Wind 全 A 指数，而电子和传媒两个子行业跑输 Wind 全 A 指数。

图表 3: TMT 行业市场表现 (截至 2014/11/21)

收益率	电子	计算机	传媒	通信	Wind 全 A	Wind 全 A (非金融石化)
2009	145%	104%	77%	78%	105%	113%
2010	39%	26%	-3%	-10%	-7%	7%
2011	-41%	-34%	-22%	-28%	-22%	-30%
2012	-1%	-5%	-5%	-25%	5%	3%
2013	43%	67%	107%	35%	5%	11%
2014	28%	42%	18%	37%	29%	31%

行业盈利变动和市场关系在整体上具有较高的同步性，但在细分行业上的匹配度降低。四个细分子行业盈利变动均优于整体 A 股，但只有计算机和通信两个子行业跑赢 Wind 全 A 指数，而且跑输市场的传媒和电子两个子行业的盈利变动要优于计算机和通信。

2. 个股表现

今年年初以来，A 股表现前 30 的公司中，科技类 17 家，周期类 8 家，消费类 5 家，科技类中，TMT 行业 15 家，见图表 5。可见，TMT 行业作为转型主线中科技类行业的代表，依然延续 2013 年以来的趋势，不断涌现出领跑二级市场的个股。具体情况如下表所示（注：红色为科技类公司，鲜红为 TMT 公司，暗红为其他科技类；绿色为消费品类；黄色周期类）：

图表 5: A 股表现前 30 (2014, 截至 2014/11/21)

代码	简称	收益率	代码	简称	收益率	代码	简称	收益率
603169.SH	兰石重装	791%	300324.SZ	旋极信息	288%	600212.SH	江泉实业	254%
300406.SZ	九强生物	360%	002602.SZ	世纪华通	282%	600862.SH	南通科技	253%
300401.SZ	花园生物	339%	002366.SZ	丹甫股份	282%	300399.SZ	京天利	246%
600317.SH	营口港	323%	000547.SZ	闽福发A	269%	300402.SZ	宝色股份	237%
601016.SH	节能风电	321%	000693.SZ	华泽钴镍	267%	300390.SZ	天华超净	237%
300392.SZ	腾信股份	319%	300248.SZ	新开普	267%	300063.SZ	天龙集团	235%
600715.SH	松辽汽车	309%	002354.SZ	科冕木业	265%	300400.SZ	劲拓股份	234%
002280.SZ	新世纪	307%	600410.SH	华胜天成	261%	002189.SZ	利达光电	233%
002707.SZ	众信旅游	299%	600399.SH	抚顺特钢	260%	002446.SZ	盛路通信	233%
300134.SZ	大富科技	295%	002190.SZ	成飞集成	259%	600446.SH	金证股份	230%

今年年初以来，TMT 表现前 30 的公司中，计算机 17 家，电子 7 家，传媒 3 家，通信 3 家，见图表 6。我们认为，计算机子行业公司数量众多且原有互联网业务价值挖掘或者易于转型互联网，这两点是其领跑 TMT 行业的主要原因。具体情况如下表所示（注：蓝色为电子行业；绿色传媒；红色计算机；黄色通信）：

图表 6: TMT 表现前 30 (2014, 截至 2014/11/21)

代码	简称	收益率	代码	简称	收益率	代码	简称	收益率
300392.SZ	腾信股份	319%	002189.SZ	利达光电	233%	300368.SZ	汇金股份	188%
002280.SZ	新世纪	307%	002446.SZ	盛路通信	233%	603019.SH	中科曙光	185%
300134.SZ	大富科技	295%	600446.SH	金证股份	230%	002724.SZ	海洋王	184%
300324.SZ	旋极信息	288%	300389.SZ	艾比森	210%	002195.SZ	海隆软件	182%
000547.SZ	闽福发A	269%	300033.SZ	同花顺	200%	300377.SZ	赢时胜	178%
300248.SZ	新开普	267%	300359.SZ	全通教育	199%	300379.SZ	东方通	170%
002354.SZ	科冕木业	265%	300367.SZ	东方网力	198%	002657.SZ	中科金财	170%
600410.SH	华胜天成	261%	300386.SZ	飞天诚信	192%	002579.SZ	中京电子	170%
300399.SZ	京天利	246%	300085.SZ	银之杰	190%	300296.SZ	利亚德	163%
300390.SZ	天华超净	237%	300131.SZ	英唐智控	189%	002279.SZ	久其软件	160%

通过对行业收益率前 30 公司的特征进行分析，我们发现以下共性特征：1) 市值中小。从总市值分布来看，50 亿元以下，7 家；50-100 亿元，12 家；100-150 亿元，8 家；150-200 亿元，3 家。其中，100 亿元以下中小市值 19 家；2) 成

长性高。从 2014 年前三季度净利润同比增幅来看,大于 100%,6 家; 50%-100%,6 家; 0-50%, 13 家; 负增长, 5 家。其中, 增幅 50%以上 12 家, 正增长 25 家;

3) 产业趋势与市场风格双驱。从产业趋势来看, 移动互联网 7 家、互联网金融 4 家、云计算 4 家、去 IOE3 家、移动支付 3 家, 在线教育 2 家; 从市场风格来看, 定增 13 家, 次新股 12 家。其中, 受益产业趋势与市场风格双重驱动的公司, 共有 22 家。具体分析见下表:

图表 7: TMT 表现前 30 公司概况 (2014, 截至 2014/11/21, 亿元)

代码	简称	收益率	总市值	PS	净利润同比	行业	产业趋势	市场风格
300392.SZ	腾信股份	319%	101	13	16%	传媒	网络营销	次新股
002280.SZ	新世纪	307%	54	16	96%	计算机	移动互联网、智能电视、网游	定增
300134.SZ	大富科技	295%	170	7	8655%	通信	移动互联网、新能源汽车	
300324.SZ	旋极信息	288%	120	49	-78%	计算机	网络安全、网游	定增
000547.SZ	闽福发A	269%	138	19	3%	通信	军工	定增、海西
300248.SZ	新开普	267%	45	16	110%	计算机	在线教育、移动支付	
002354.SZ	科木木业	265%	128	29	36%	传媒	网游	定增
600410.SH	华胜天成	261%	156	3	21%	计算机	云计算	定增
300399.SZ	京天利	246%	45	27	37%	计算机	移动互联网	次新股
300390.SZ	天华超净	237%	32	8	9%	电子		次新股
002189.SZ	利达光电	233%	50	7	537%	电子	军工	国企
002446.SZ	盛路通信	233%	61	15	290%	通信	移动互联网、车联网	定增
600446.SH	金证股份	230%	134	6	24%	计算机	互联网金融	
300389.SZ	艾比森	210%	65	7	32%	电子	LED	次新股
300033.SZ	同花顺	200%	95	44	72%	计算机	互联网金融	高送转
300359.SZ	全通教育	199%	86	46	16%	传媒	在线教育、移动互联网	次新股
300367.SZ	东方网力	198%	126	23	56%	计算机	安防	次新股
300386.SZ	飞天诚信	192%	132	13	49%	计算机	网络安全、移动支付	次新股
300085.SZ	银之杰	190%	98	87	-33%	计算机	移动互联网、互联网金融	定增
300131.SZ	美唐智控	189%	53	10	151%	电子	智能家居	定增
300368.SZ	汇金股份	188%	48	22	-77%	计算机		次新股
603019.SH	中科曙光	185%	65	3	54%	计算机	云计算、去IOE	次新股
002724.SZ	海洋王	184%	145	13	-3%	电子		次新股
002195.SZ	海隆软件	182%	156	36	90%	计算机	移动互联网、互联网金融、网游	定增
300377.SZ	赢时胜	178%	48	26	16%	计算机		次新股
300379.SZ	东方通	170%	44	23	-34%	计算机	云计算、去IOE	次新股
002657.SZ	中科金财	170%	61	5	35%	计算机	云计算、大数据、移动支付	定增
002579.SZ	中京电子	170%	44	9	26%	电子	智能穿戴	定增
300296.SZ	利亚德	163%	73	7	108%	电子	LED	定增
002279.SZ	久其软件	160%	55	18	75%	计算机	去IOE	定增

3. 投资建议

我们认为, 2015 年将开启牛市行情, 近期市场风格切换频率较快, 把握节奏难度加大。TMT 行业中, **计算机和通信板块**以创业板和中小板品种居多, 由于前期涨幅过大, 面临业绩兑现和风格转换等多重压力, 走势呈现宽幅震荡趋势, 真正有业绩支撑的公司将更加坚挺, 未来随着牛市格局的确立和大盘企稳, 有望出现普涨; **传媒板块**去年表现极为强势, 但今年有偃旗息鼓之嫌, 但从近期主板行情修正的时间段来看, 传媒板块有望受益于华谊兄弟等龙头的板块轮动, 同时传统国资传媒公司如浙报传媒等也将受益于国企改革推进; **电子板块**相对来说稳定性较强, 属于弱市不弱, 强市不强的品种, 如苹果概念、指纹识别等新兴概念也已经历了多番炒作, 未来公司业绩将成为最关键因素, 同时我们也期待智能工业、智能家居、智能穿戴等众多概念有所表现, 从而对电子板块形成推动。以下是部分重点公司的分析和推荐, 仅供参考:

荣之联（002642.SZ）

荣之联原有业务为向大中型事业单位提供数据中心的系统集成和技术服务，后公司于 13 年收购车联网正式进军车联网业务。车联网收入主要来自行业平台软件开发和车载信息终端销售。行业开发方面，公司在物流管理、租车公司、汽车测试、公务用车、工程机械等领域积累了一系列行业应用案例。车载信息终端方面，公司与广州本田、东风本田等厂商合作，通过 B2B2C 模式销售 iPND、iOBD 等智能终端。

在收购预案公告中，车联网承诺 2013-2016 年净利润分别达到 6276、8312、10910、13733 万元，4 年 CAGR33.3%，并对经营性现金流等做出全面约束。2013 年年报显示车联网净利润为 6587 万元。

公司半年报显示归属于母公司所有者的净利润为 4906.37 万元，较上年同期增 7.27%；营业收入为 5.92 亿元，较上年同期增 22.77%；基本每股收益为 0.1343 元，较上年同期减 11.93%。较为频繁的收购造成公司费用增长较快，从公司**较为激进的外延式策略**看来，费用增长还将持续；公司发布 2014 年前三季度报告：实现营业收入 9.52 亿元，同比增长 30.8%；净利润 7238 万元，同比增长 7.5%；每股收益 0.20 元（按最新股本摊薄）；每股净资产 3.62 元。同时，公司发布**2014 年度预期，预计全年实现净利 13812-16265 万元，同比增长 20%-50%**。

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	858.9	1,173.9	1,555.4	2,070.3	2,832.1
同比增长(+/-%)	21.1%	36.7%	32.5%	33.1%	36.8%
归属净利润（百万元）	86.0	115.1	153.8	214.6	328.7
同比增长(+/-%)	20.5%	33.8%	33.6%	39.5%	53.1%
每股收益（元）	0.24	0.32	0.42	0.59	0.91
PE	103.04	77.01	57.63	41.30	26.97
PB	5.55	5.68	5.40	5.02	4.52

金证股份（600446.SH）

国内最大的金融软件开发商和系统集成商之一，品牌优势显著。可提供金融各细分领域的服务，现已具备针对证券、基金、银行、保险、信托、交易所等多类机构的完整产品线。

证券 IT 方面与腾讯和中山证券三方合作，享受腾讯巨大的平台和客户优势，扩大了自身在互联网金融领域的优势。金证作为连接金融机构和互联网平台必经的技术通道，其重要性及稀缺性价值将进一步凸显。

金证 2014 年上半年营业收入增长 21%，为近年来最高水平，其中：1、利润贡献最大者--定制软件（主要是券商和基金业务的软件收入）实现收入 1.07 亿，同比增长 39%。上半年金融创新和互联网金融的持续推进和发酵，券商新三板做市商、个股期权、沪港通等以及基金行业新业务均不断涌现，IT 需求呈现火爆态势，从而带动金证金融 IT 软件收入实现高速增长；2、商品代销（子公司

齐普生的主营业务)收入 6.83 亿,同比增长 12.9%; 3、系统集成收入 1.4 亿,同比增长 121.93%,系统集成收入高速增长主要受季节性因素影响,预计全年仍将保持平稳增长; 4、建安工程同比减少 43%。

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
自行开发研制的软件产品销售	2,298,824.80		100.00	404.62		
系统集成	140,170,243.78	117,815,921.18	15.95	121.93	111.92	增加 3.97 个百分点
定制软件	106,638,073.78	4,482,976.72	95.80	39.02	3.98	增加 1.42 个百分点
系统维护、技术服务	45,656,339.44	17,623,444.44	61.40	7.88	16.08	减少 2.73 个百分点
建安工程	21,259,194.07	16,865,867.47	20.67	-42.94	-42.18	减少 1.05 个百分点
商品销售	683,400,034.59	636,942,374.28	6.80	12.90	13.03	减少 0.10 个百分点

净利润贡献上 BT 业务比重有所下降,而金融 IT 业务约 2000 万元,实现翻番。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1883.01	2031.61	2257.53	2462.51	2700.14
增长率 (%)	4.25	7.89	11.12	9.08	9.65
归母净利润(百万)	71.10	109.21	152.41	211.23	280.46
增长率 (%)	33.98	53.59	39.56	38.59	32.78
每股收益	0.27	0.42	0.58	0.81	1.04
市盈率	44.70	29.26	52.90	37.88	29.50

卫士通 (002268.SZ)

2014 年前三季度公司实现营业收入 3.03 亿元,同比增长 41.3%; 归属于母公司净利润 1145.7 万元,同比增长 113.14%,对应 EPS 0.07 元。预计全年净利润增速 30.59%-65.91%。

自今年年初国家成立网络安全和信息化小组后,信息安全上升到国家战略高度。2014 年前三季度公司共入围中央政府采购投标 37 类 69 款产品,远高于过去历年入围产品数量。由于政府等相关部门收入占公司总收入 70%以上,带动公司前三季度营业收入同比增长 41.3%,远高于行业增速。

“棱镜门”事件后信息安全行业的高景气已经成为共识,但以合规性需求为主的信息安全行业由于缺乏系统性和全面的法规来指导,行业需求的全面爆发还欠缺最后的助推器。预计即将出台的信息安全法有望为各个行业信息安全建设,行业需求将被有效释放。

公司通过并购三零嘉微、三零瑞通、三零盛天三家公司开始实施“大安全”产业链战略：以密码技术为核心，全面地、有计划有步骤地进军整个信息安全产业的各个领域，逐步实现信息安全技术和产品的全覆盖，打造从算法、芯片、模块、整机、系统、方案到服务的完整产业链。公司作为中电科集团旗下唯一的信息安全上市公司平台，后续资产注入预期强烈。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	317.4	457.5	1,130.1	1,475.1	1,887.0
净利润	17.9	38.9	146.5	206.9	265.2
每股收益(元)	0.10	0.23	0.68	0.96	1.23
每股净资产(元)	3.03	3.25	3.42	4.31	5.45
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	388.5	178.7	59.3	42.0	32.8
市净率(倍)	13.3	12.4	11.8	9.3	7.4
净利润率	5.6%	8.5%	13.0%	14.0%	14.1%
净资产收益率	1.6%	5.6%	17.8%	20.6%	21.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
ROIC	-6.9%	1.8%	65.9%	41.4%	77.5%

华天科技（002185.SZ）

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 24.67 亿元，同比增长 41.95%；归属上市公司股东的净利润 2.25 亿元，同比增长 49.48%；基本每股收益 0.34 元，加权平均 ROE 为 11.53%。公司第三季度实现收入 9.04 亿元，同比增长 38%，比去年同期上升约 2 个百分点；实现净利润 0.85 亿元，比去年同期大幅增长 76.5%，主要系当期确认约 1200 万政府补助所致。公司同时预计 2014 年全年净利润变动区间 2.59 亿~3.19 亿，净利润增速在 30%~60%。

公司前三季度毛利率为 22.10%，同比略微提升 0.29 个百分点；期间费用率为 11.92，同比上升 1.04 个百分点，主要系报告期内研发支出较上年同期大幅增长所致。公司正不断布局各类先进封装项目，目前已拥有 3 条 FC 产线，产能为 600 万颗/月。今年上半年投资 5.3 亿元新扩的“FC+WB”项目已经开始量产，28nm 的 copper pillars CPU 10 月份的量在 400 万颗左右。同时，华天昆山 12 寸晶圆级封装产线设备 8 月份已经到位，Bumping 12 月份会小批量试产。我们预计公司未来仍将维持较高的研发支出用于先进封装制程的突破。

华天旗下子公司昆山西钛是全球具备 TSV 晶圆级封装技术的 4 家企业之一，昆山 TSV 设计产能为 1.8 万片/月，产能利用率维持在 80% 以上。华天西安具备 SIP 系统级封装能力，目前国内具备 TSV+SIP 封装技术的厂商，仅有华天科技、晶方科技及精材科技。我们预测整个指纹识别芯片封测部分的市场利润规模将由 13 年的 4.34 亿元增长至 17 年的 33.32 亿元，年复合增长率高达 66%。公司指纹识别芯片系统级封装方案已申请专利，未来将最大化受益市场的爆发式增长。

在国家对集成电路产业扶持力度空前的大背景下，公司近期动作频繁，先后收购了境外公司 FlipChip 与昆山公司在先进封装领域形成较强的互补（FCI 为 Bumping+FC 技术为主的晶圆级封装，昆山公司以 Shellcase 技术为主应用于 TSV 的晶圆级封装），和昆山子公司 16% 的股权（目前股权比例达到 80%），从而

加大控制权为将来的进一步投入做铺垫。长期来看，IC 产业的发展虽然十分必要，但需要持续的投入和时间的沉淀，短时间内看好 IC 封装（国内贡献产值最多，全球影响力最强）领域的发展。华天科技作为国内三大 IC 封装企业之一，将迎来重大的发展机遇。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,623	2,447	3,477	5,312	7,749
(+/-%)	24.0%	50.8%	42.1%	52.8%	45.9%
净利润(百万元)	121	199	300	574	828
(+/-%)	53.3%	64.6%	50.5%	91.4%	44.2%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.30	0.45	0.87	1.25
EBITMargin	9.9%	10.6%	10.1%	12.4%	12.2%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	11.2%	15.3%	24.8%	29.3%
市盈率 (PE)	78.6	31.8	31.7	16.6	11.5
EV/EBITDA	32.4	23.3	21.9	14.1	11.1
市净率 (PB)	6.2	5.4	4.9	4.1	3.4

美亚光电 (002690.SZ)

公司前三季度累计收入 4.8 亿，同比增长 17%，净利润 1.9 亿，同比增长 30%，扣非净利润同比增长 29%。其中，第三季度单季收入 2 亿，同比增长 16%，归属于上市公司股东的净利润 8670 万，同比增长 12%，扣非净利润同比增长 9%。考虑到去年三季度营业外收入较高，我们认为营业利润 19% 的增速更能反映公司的经营成果。同时，Q3 毛利率同比与环比皆增长 1% 达 58%，高毛利新产品销售增长或有贡献。公司预计 2014 年全年净利润在 2.5-3.1 亿元区间，同比增长 20-50%。我们相信伴随第四季度公司的杂粮色选机产品进入季节性销售高峰期，收入与业绩增速有望更进一步。

公司的口腔 CBCT 产品具有填补国产市场空白的重要行业地位，并占据绝大部分国产市场。公司有望充分享受未来行业需求爆发性增长的红利。今年 10 月中旬，公司与春雨医生签订战略合作框架协议，将联手打造安徽省移动数字化分级诊疗平台和牙科远程诊疗平台，并协议以多科室远程诊疗平台为远期目标进行合作。这将大大帮助公司拓宽其销售 CBCT 设备渠道，并同时提供创新的增值服务，从而提升产品核心竞争优势。

公司是光电检测与图像识别平台型公司，新产品有望持续放量。杂粮色选机受益于食品安全政策加强，工业 X 射线轮胎检测机将充分享受下游行业的更新换代需求，口腔行业的发展驱动口腔 CT 持续放量。且新产品/项目储备丰富，将来有望继续进军多个新型领域。按年度看，公司手持现金及等价物相当于收入的两倍，未来无论全面支撑快速成长的各项内生业务还是外延收购或延展价值链，都有足够的资源和空间。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	518.12	567.55	760.24	1,032.24	1,405.61
增长率(%)	15.19%	9.54%	33.95%	35.78%	36.17%
EBITDA(百万元)	150.78	191.27	262.64	360.04	493.32
净利润(百万元)	168.58	208.00	292.51	394.65	525.52
增长率(%)	27.18%	23.39%	40.63%	34.92%	33.16%
EPS(元/股)	0.843	0.800	0.865	1.168	1.555
市盈率(P/E)	28.89	50.11	54.08	40.08	30.10
市净率(P/B)	3.55	6.85	8.84	7.24	5.84
EV/EBITDA	26.28	49.44	54.32	39.00	27.50

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.
