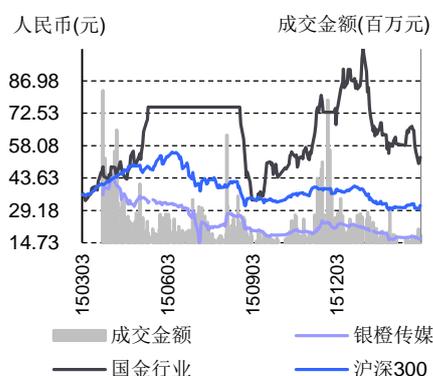


市场价格(人民币): 16.68元
 目标价格(人民币): 22.00-26.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	109.39
总市值(百万元)	2,258.75
年内股价最高最低(元)	45.37/14.73
沪深300指数	3051.33



领先的互联网广告精准投放服务提供商

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.704	0.380	0.382	0.536	0.663
每股净资产(元)	1.47	1.82	2.33	3.05	3.95
每股经营性现金流(元)	1.02	0.31	0.96	-0.10	0.06
市盈率(倍)	N/A	48.38	43.63	31.13	25.16
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	N/A	260.24%	36.12%	40.17%	23.70%
净资产收益率(%)	47.79%	20.95%	22.19%	23.80%	22.74%
总股本(百万股)	15.00	100.00	135.42	135.42	135.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国互联网广告行业发展迅猛, 空间广阔。** 2014年中国互联网广告整体市场规模为1573.4亿元, 增长率为41.0%。互联网广告多年保持快速增长, 目前市场规模仍然不断扩大, 2018年有望达到4198亿元。其中网络广告有望达到3930亿元, 移动广告市场规模有望达到2200亿元。
- **公司通过广告精准投放服务帮助媒体资源更好的实现流量变现。** 针对不同目标受众通过自己的大数据分析系统, 制定最佳投放策略, 通过广告投放平台投放到适宜的广告位。主要按广告展现次数和广告执行效果来取得收入。
- **公司是中国领先的互联网广告精准投放服务提供商, 核心竞争力突出。** 公司具有业界第一梯队的大数据分析平台, 覆盖90%的互联网用户, 拥有6亿活跃人群画像, 拥有的媒体资源月覆盖85%以上的互联网受众。公司管理团队兼具资本, 产品, 销售能力, 管理运营经验丰富。公司在业界具备位居前列的盈利能力, 拥有众多优质的、稳定的上下游客户与媒体合作伙伴, 与1500多家优质垂直媒体深度合作, 大数据分析投放技术也位于业界前列。
- **受益于行业高速发展, 公司由“业务型”转向“平台型”, 未来增长可期。** 新华网成为公司战略股东。程序化购买展示广告行业继续高速发展, 企业必将在行业高速发展中受益。2015年05月新华网与公司签订《新华网媒体资源合作协议》, 并成为公司战略投资股东。公司基于新华网在国内广阔的线下渠道和媒体资源优势, 将广告精准营销业务由线上向线下延伸, 打造闭环生态系统, 是下一个利润增长点。

盈利预测、估值及投资建议:

- 我们预测公司2015-2017年的收入分别为3.07亿元、5.04亿元和7.02亿元, 分别同比增长154.2%, 64.1%和39.3%, 净利润分别为5200万元、7300万、9000万元, 分别同比增长36.12%, 40.17%, 23.70%; EPS分别为0.382元, 0.536元和0.663元, 对应PE为43.63, 31.13和25.16。
- 根据新三板相关精准营销业务及A股对应公司估值, 未来尚有上升空间, 建议买入评级, 目标价约22-26元。
- 银橙传媒作为中国领先的互联网广告投放服务提供商, 具有业界第一梯队的大数据分析平台, 拥有行业前列的数据库媒体资源, 公司发展战略清晰, 逐步由互联网媒体“业务型”公司向“平台型”转变, 未来业务具有爆发点, 因此我们认为公司未来的发展可以期待。

张景鹏

联系人
 (862160935876)
 zhangjingpeng@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

风险

- 公司在由“业务型”公司向“平台型”转变过程中，不断的搭建自己的线下媒体平台，对于未来线下媒体的管理及盈利模式的探讨，对公司的运营管理能力提出了严格要求。

内容目录

1.中国领先的互联网广告投放服务提供商.....	5
1.1 公司发展历程与股权结构.....	5
1.2 成熟、清晰的商业模式.....	7
1.3 公司是中国领先的互联网广告精准投放服务提供商.....	8
2.中国互联网广告行业发展迅猛，空间广阔.....	10
2.1 中国互联网广告市场高速扩张，空间广阔.....	10
2.2 程序化精准营销被广泛认可.....	11
2.3 广告平台投放商处于互联网广告产业链的中心环节.....	13
2.4 新三板互联网广告营销产业代表公司.....	14
3.与竞争对手相比，银橙传媒核心优势明显。.....	14
4.行业高速发展，公司由“业务型”转向“平台型”，未来增长可期。.....	17
4.1 程序化购买展示广告市场继续高速发展，企业必将受益.....	17
4.2 公司业务由线上向线下延伸，形成新的增长点。.....	18
5.财务分析与投资建议.....	20
5.1 近年来公司收入和盈利爆发式增长.....	20
5.2 盈利预测、估值、投资建议及风险.....	21

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构.....	6
图表 3：公司高管介绍.....	6
图表 4：公司融资情况.....	7
图表 5：公司的盈利模式.....	7
图表 6：公司收入按客户类型划分（百万元）.....	7
图表 7：公司收入按业务类型划分（百万元）.....	7
图表 8：公司收费方式.....	8
图表 9：公司媒体资源采购方式.....	8
图表 10：公司广告投放流程.....	8
图表 11：ADPush 精准营销平台架构.....	9
图表 12：ADPush 精准营销平台四个子平台.....	9
图表 13：智橙 DSP 和百橙 SSP 平台.....	9
图表 14：乐橙 WiFi 无线精准广告平台.....	9
图表 15：大数据分析平台 YCloud.....	10
图表 16：2012-2018 年中国互联网广告市场规模.....	10
图表 17：2012-2018 年中国网络广告市场规模.....	11
图表 18：2012-2018 年中国移动广告市场规模.....	11
图表 19：2013Q1-2014Q4 中国广告主数量和 ARPU 情况.....	11

图表 20: 中国程序化购买产业链简图	11
图表 21: 程序化购买的实时竞价流程	12
图表 22: 中国程序化购买产业链系统公司	12
图表 23: 程序化购买环节	12
图表 24: 程序化购买的供需双方驱动	13
图表 25: 互联网广告营销行业的产业链	13
图表 26: 网络投放商主要供应商	13
图表 27: 新三板相关互联网广告营销产业代表公司	14
图表 28: 新三板精准营销行业公司毛利率	15
图表 29: 公司资源种类	15
图表 30: 银橙传媒丰富的媒体资源	15
图表 31: 公司典型客户	16
图表 32: 公司部分广告主合作伙伴	16
图表 33: 公司部分媒体主合作伙伴	16
图表 34: 公司部分代理公司合作伙伴	16
图表 35: 公司部分第三方机构合作伙伴	16
图表 36: 四维定向策略	17
图表 37: 基于四维定向理论的 40 项定向精准投放策略	17
图表 38: 中国程序化购买展示广告市场规模	18
图表 39: 银橙传媒闭环生态系统	18
图表 40: 线上生态系统规划	18
图表 41: 线下生态系统规划	19
图表 42: 设立子公司	19
图表 43: 公司外延情况	19
图表 44: 新华网媒体资源合作协议内容	20
图表 45: 公司营业收入情况	20
图表 46: 公司归属净利润情况	20
图表 47: 公司毛利率与净利率情况	21
图表 48: 公司 ROE 情况	21
图表 49: 公司经营现金流情况	21
图表 50: 公司期间费用情况	21

1. 中国领先的互联网广告投放服务提供商

1.1 公司发展历程与股权结构

2008年3月，就职于盛大的隋恒举和王宇离职创立银橙传媒，同期获得天使投资。

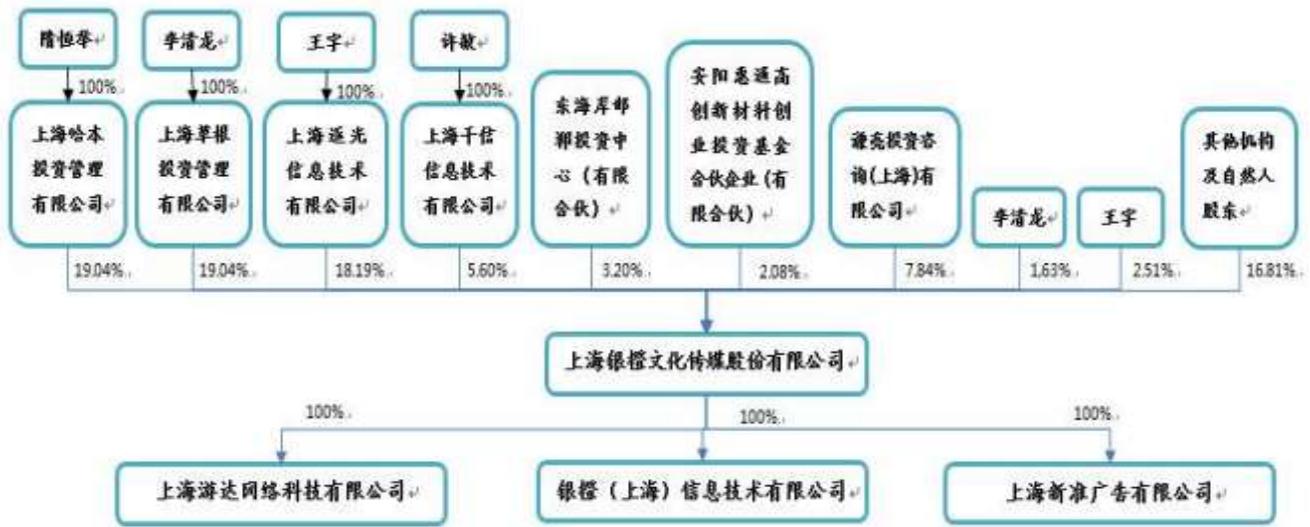
公司主营业务为依托于ADPush平台、YCloud大数据分析系统及自有媒体资源，为广告主、广告代理商提供精准、高效的互联网广告投放业务。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：公司股权结构



来源：公司年报，国金证券研究所

隋恒举、王宇为公司的共同控制人，2014年4月3日签署了《一致行动人协议》。

图表 3：公司高管介绍

姓名	职位	教育背景	工作经历
隋恒举	董事长	本科学历，北京大学光华管理学院EMBA	1997年7月至1998年8月任中国金轮集团热电二厂技术员，1998年9月至1999年8月代表宁波市政府赴贵州省台江县扶贫支教，1999年9月至2000年7月任中华商网（香港）股份有限公司企划总监，2000年8月至2003年3月任金萍果咨询集团项目执行总监、副总裁，2003年4月至2005年4月任上海商周投资咨询有限公司董事长、总经理，2005年5月至2008年3月任上海盛大网络有限公司高级商务经理、SDO事业部商务合作部负责人、盛大资本投资执行人，2008年4月至今任银橙信息执行董事、总经理；2012年10月至2014年2月任银橙有限副总经理，2014年3月至今任本公司董事长、总经理、财务总监。2015.09.28卸任总经理；2016.01.20股东大会卸任财务总监
王宇	副董事长、总经理	本科学历	2002年7月至2005年4月任上海复旦光华信息科技股份有限公司售前支持部售前技术支持工程师、总体部项目经理，2005年5月至2008年3月任上海盛大网络发展有限公司SDS事业部应用整合部项目经理、SDO事业部平台研发中心项目经理、产品经理，2008年4月至今任银橙信息副总经理、监事；2010年3月至2014年2月任银橙有限副总经理，2014年3月至今任本公司副董事长、副总经理。2015.09.28出任总经理。
许敏	董事、副总经理	本科学历	2003年7月至2005年4月任上海殷昊信息技术有限公司销售经理、销售总监，2005年5月至2007年4月任上海盛大网络发展有限公司SDO事业部高级商务经理，2007年5月至2008年3月任职宁波成功多媒体有限公司内容运营销售事业部华南分公司总经理，2008年4月至今任银橙信息副总经理；2010年3月至2014年2月任银橙有限副总经理，2014年3月至今任本公司董事、副总经理。
孙峻峰	副总经理、董事会秘书	高中学历	2001年2月至2003年2月任《数码》杂志经营负责人，2003年3月至2005年10月任上海百世传恒文化传播有限公司董事总经理，2005年11月至2007年6月任上海中润传媒战略委员会委员，2007年7月至2012年10月任Jupiter Capital投资董事，2012年11月至今任银橙信息副总经理；2012年11月至2014年2月任银橙有限副总经理，2014年3月至今任本公司董事、副总经理、董事会秘书。2016.01.20股东大会卸任董事
张建平	董事、副总经理	本科学历	1997年7月至2003年10月任中国人寿保险股份有限公司鄂州营业部三部部门经理，2003年11月至2006年9月任上海百安可得防伪科技有限公司市场营销部经理，2006年10月至2008年2月任上海启信防伪科技有限公司总经理，2008年4月至今任银橙信息副总经理；2010年3月至2014年2月任银橙有限副总经理，2014年3月至今任本公司董事、副总经理。
彭文元	董事副总经理	本科学历	2006年7月至2010年2月任上海新浩艺软件有限公司软件工程师、高级软件工程师、项目组长；2012年12月至今任银橙信息副总经理；2010年3月至2012年12月任银橙有限高级软件工程师、部门经理，2012年12月至2014年2月任银橙有限副总经理，2014年3月至今任本公司副总经理。2016.01.20股东大会选举为董事

来源：公司公告，年报，国金证券研究所

公司融资情况

图表 4：公司融资情况

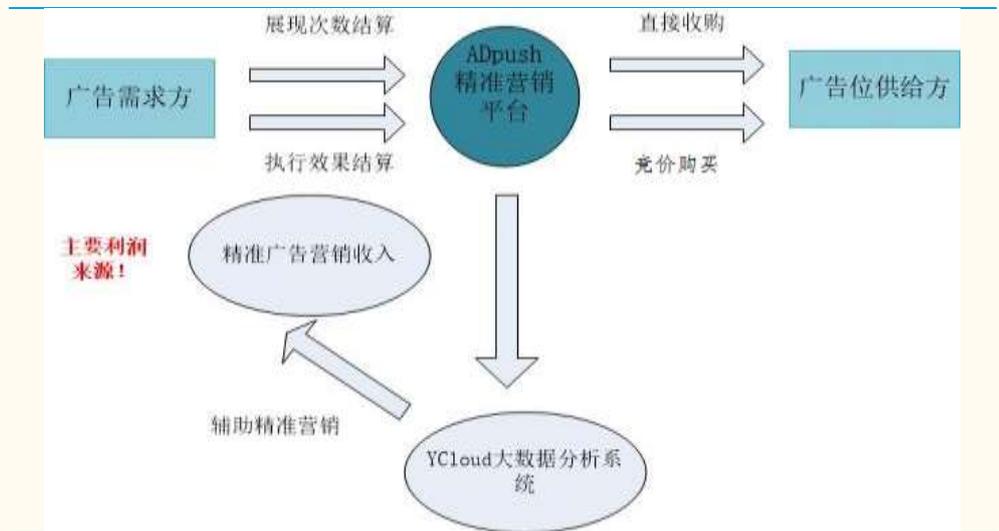
日期	融资方式	股票数量 (百万股)	股票单价	融资规模 (百万元)	募资用途
2014.8	定向增发股票	5	25	125	补充流动资金
2015.5	定向增发股票	5.42	13.134	71.14	补充公司流动资金

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 成熟、清晰的商业模式

公司针对不同目标受众通过 YCloud 大数据分析系统,制定最佳投放策略,通过 ADpush 广告投放平台投放到适宜的广告位。

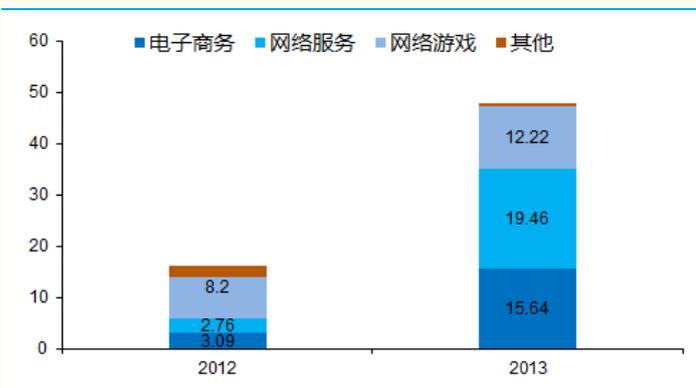
图表 5：公司的盈利模式



来源：公司公告，国金证券研究所

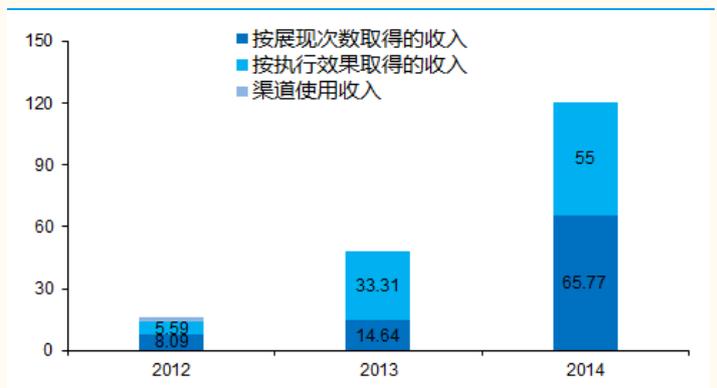
公司的客户(即广告需求方)主要分为电子商务、网络服务、网络游戏等几大类。公司根据投放量和投放形式按照约定的计费方式获得广告投放收入。

图表 6：公司收入按客户类型划分 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司收入按业务类型划分 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

公司的收入主要包括：按展现次数取得的收入和按执行效果取得的收入。

图表 8：公司收费方式

收入组成	收费方式	结算方式
按展现次数取得的收入	公司与广告主按照广告在目标受众展现的次数来进行结算而取得收入	CPM、CPV 等结算方式
按执行效果取得的收入	公司与广告主按照广告在目标受众展现的次数来进行结算而取得收入	CPC、CPA、CPL、CPS、ROI 等结算方式

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

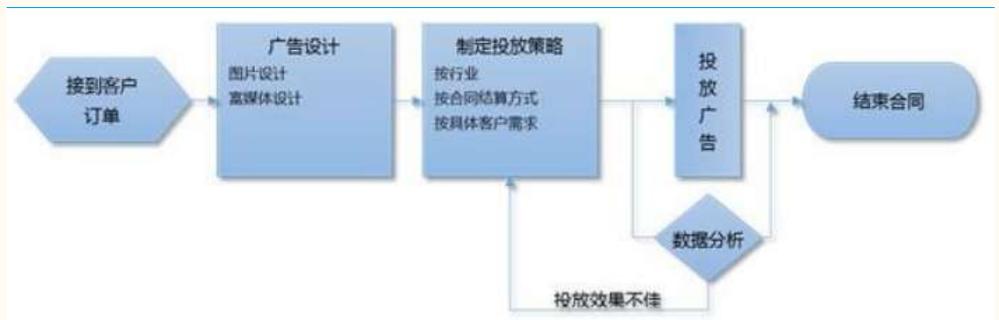
公司媒体资源的采购主要分为两种方式：直接收购与竞价购买。

图表 9：公司媒体资源采购方式

媒体资源采购方式	详细介绍	结算方式
直接收购模式	即向热门的应用软件、用户访问量高的网络站点、大中型网吧等互联网资源购买广告位，	根据不同媒体的受众类型、受众规模约定结算方式。
竞价购买模式	在公司自有媒体资源不足以满足需求时，通过外部广告交易市场购买媒体资源。	公司与网络站点的结算主要采用按独立 IP(Internet Protocol)数的方式，与软件平台的结算主要采用按 UV 数的方式，与网吧的结算主要采用有效开机数的方式。

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

图表 10：公司广告投放流程



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 公司是中国领先的互联网广告精准投放服务提供商

依托于 ADPush 平台、YCloud 大数据分析系统及自有媒体资源，专注于为广告主、广告代理商提供精准、高效的互联网广告投放。

■ 互联网广告投放平台 ADPush

公司的 ADPush 精准营销平台是以精准营销为核心概念的互联网广告投放平台，由四个子平台组成，在 YCloud 大数据分析的基础上，通过优化分析，实现精准高效的广告投放。

图表 11: ADPush 精准营销平台架构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 12: ADPush 精准营销平台四个子平台

平台架构	各部分主要功能
智橙 DSP 广告需求方平台	对接广告主，提供广告需求提交平台，运用标签化用户细分及内容、地域、行为等多维定向技术，为广告主精选目标受众、精用广告资源、精算效果组合，并支持 DSP（实时竞价模式）
百橙 SSP 广告供应方平台	为广告供应方平台，通过整合、优化、分配垂直网站、应用软件、网吧等库存媒体资源，并对接百度、腾讯腾果、新浪、新数等国内主流广告交易市场，将更多有价值的库存流量分配给需求方，最大程度提高媒体流量的填充率
广橙代理 互联网媒体代理平台	公司先后代理腾讯广点通、今日头条、新浪粉丝通、新浪扶翼、百度春华秋实、ZAKER、墨迹天气、智汇通、360 好搜、腾果等众多互联网主流媒体资源产品，整合跨屏资源优势，集结精英运营团队，为各行各业广告主提供一站式互联网营销服务
乐橙 WiFi 无线精准广告平台	公司独有的无线端媒体资源，旨在为企业级用户提供无线端精准营销服务。通过商业 WiFi 铺陈大数据，专注于户外场景化精准营销，一次性解决用户无线营销需求，为用户带来更全面的营销方案、更高效的广告收益、更优秀的企业口碑

来源：国金证券研究所

图表 13: 智橙 DSP 和百橙 SSP 平台



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 14: 乐橙 WiFi 无线精准广告平台



来源：公司官网，国金证券研究所

■ 大数据分析平台 YCloud

YCloud 大数据分析，从超规模数据采集、实时分析计算，到跨平台调度、用户分析、行业报告等，直观展示数据，**不断保持技术更新与完善，为 ADPush 精准营销平台提供精准、高效、稳定的运转支持。**

图表 15: 大数据分析平台 YCloud



来源：公司官网，国金证券研究所

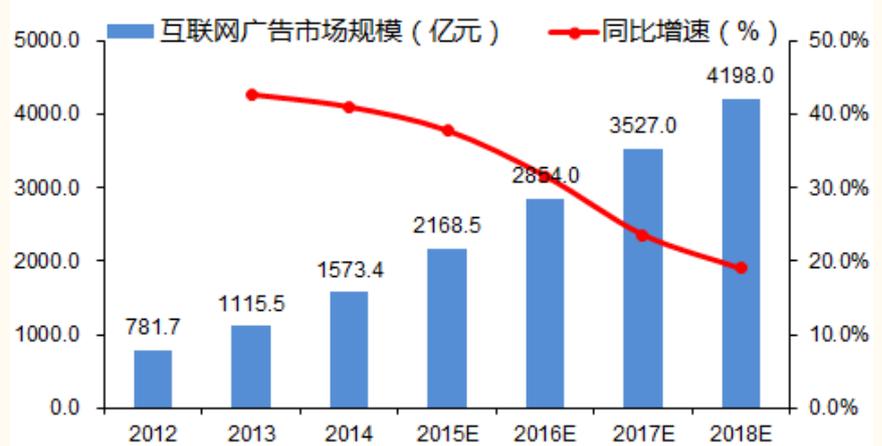
2. 中国互联网广告行业发展迅猛，空间广阔

2.1 中国互联网广告市场高速扩张，空间广阔

■ 互联网广告市场保持快速增长。

2014 年中国互联网广告整体市场规模为 1573.4 亿元，增长率为 41.0%。互联网广告多年保持快速增长，目前市场规模仍然不断扩大。2018 年有望达到 4198 亿元。

图表 16: 2012-2018 年中国互联网广告市场规模



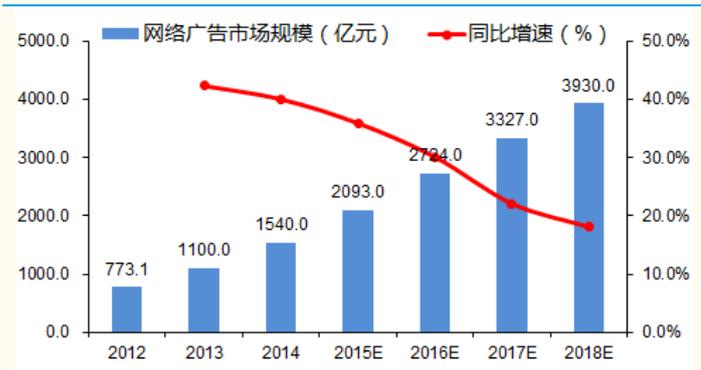
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

互联网广告市场包括网络广告市场和移动广告市场两部分。

根据艾瑞咨询的数据，2014 年国内网络广告市场规模达到 1540 亿元，至 2018 年整体规模有望达到 3930 亿元。

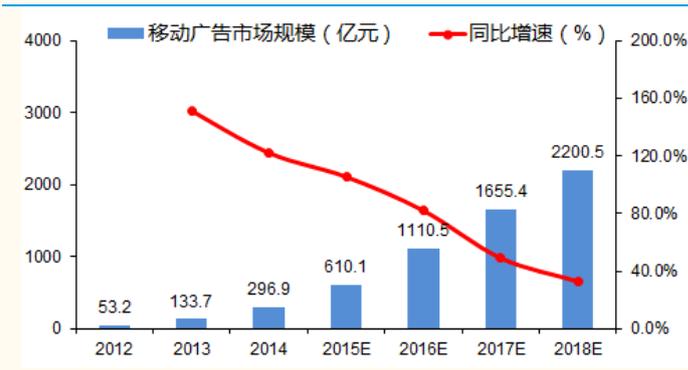
2014 年移动广告市场规模达到 296.9 亿元，增速超过 100%，远高于网络广告，至 2018 年整体规模有望达到 2200 亿元。

图表 17: 2012-2018 年中国网络广告市场规模



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 18: 2012-2018 年中国移动广告市场规模

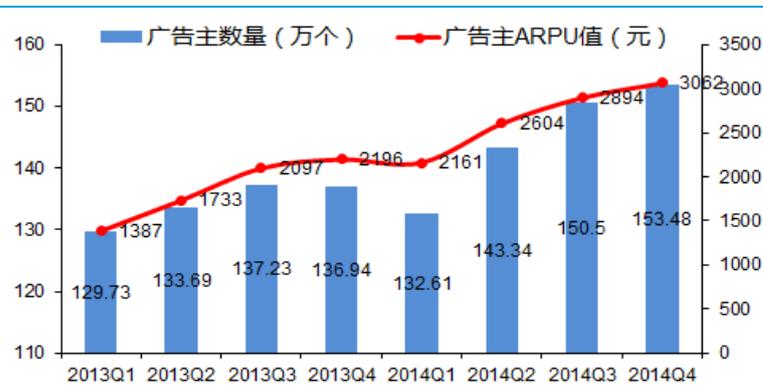


来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

■ 互联网广告主数量与 ARPU 值持续增长

易观智库研究数据显示, 2014 年中国网络广告市场广告主数量约为 153.5 万, 广告主 ARPU 值 (每用户平均收入) 达 3,062 元, 广告主对互联网广告的重视日益增加。

图表 19: 2013Q1-2014Q4 中国广告主数量和 ARPU 情况



来源: 易观智库, 国金证券研究所

2.2 程序化精准营销被广泛认可

■ 程序化购买实现精准营销

程序化购买把从广告主到媒体的全部投放过程进行了程序化投放, 实现了整个数字广告产业链的自动化。

图表 20: 中国程序化购买产业链简图



来源: vmarketing, 国金证券研究所

图表 21：程序化购买的实时竞价流程



来源：互联网公开资料，国金证券研究所

DSP 全称“Demand-Side Platform”，为需求方平台，是为广告主、代理商提供一个综合性的管理平台，通过统一界面管理多个数字广告和数据交换账户。

DSP 通过对数据的整合及分析，实现基于受众的精准投放，以程序化购买的方式，接入众多媒体资源，帮助广告主进行跨媒介、跨平台、跨终端的广告投放，并对广告投放效果进行实时监测及优化。

图表 22：中国程序化购买产业链系统公司



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

程序化购买可以分为实时竞价模式（RTB）和私有程序化购买模式（非 RTB）两种模式，区别在于对广告资源是否竞价，以及出价模式的不同。

从程序化购买的流程来看，主要涉及到以下环节：

图表 23：程序化购买环节

环节名称	主要内容
用户画像	DMP（数据管理平台）公司通过对用户数据（页面浏览数据、主动搜索数据、地理数据、社交圈行为）的收集和分析完成对用户的分类画像，并将数据提供给 DSP 公司和 SSP 公司
接受投放委托	DSP（需求方平台）公司接受广告主的委托并通过大数据分析出该广告的投放方向和适用媒体
广告投放	广告需求可以通过交易平台、SSP（供应方平台）和直接购买 3 种方式投放

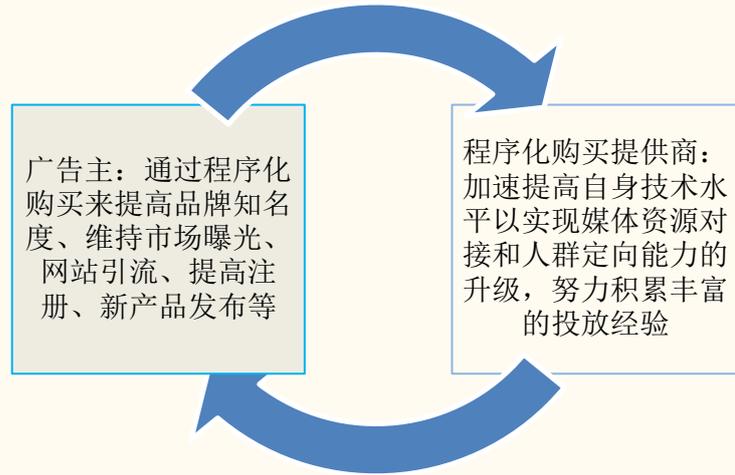
	到网络媒体广告位上
广告分发	媒体广告位将广告分发和曝光给设定受众

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 广告主对中国程序化购买行业认知逐步提升

广告主对于程序化购买行业的了解和认可程度逐步提高，特别是随着一些大型品牌广告主，如联合利华、Intel、海尔、PICC、GM、京东等积极加大在程序化购买平台广告的投放。

图表 24：程序化购买的供需双方驱动



来源：vmarketing，国金证券研究所

2.3 广告平台投放商处于互联网广告产业链的中心环节

互联网广告营销行业的价值链主要分为四个环节，包括网络广告位提供方、广告交易平台、广告投放商和广告主。

图表 25：互联网广告营销行业的产业链



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

广告投放商主要业务集中于第三个环节，不同程度参与第一、第二、第四个环节，主要角色是帮助广告主顺利投放互联网广告，在整个互联网广告营销产业链中起着关键作用。

广告投放商的供应商主要包括软件、网站、网吧等网络广告位提供方以及广告交易平台（通过对广告位进行汇集，并销售给广告投放商、广告代理商获取收入），多数广告投放商借助广告交易平台获取网络广告位。

图表 26：网络投放商主要供应商

供应商类型	主要形式
网络广	形式多种多样，网站通过新闻、游戏、视频、社交平台等方式吸引受众观看，

告位	在首页、标题、页面空白处放置广告位
软件	开发用户需要的应用吸引受众，并在软件中插入广告位
网吧	吸引用户使用电脑，在开机界面、桌面、升窗、弹出对话框等位置放置广告位

来源：公司公告，国金证券研究所

2.4 新三板互联网广告营销产业代表公司

图表 27：新三板相关互联网广告营销产业代表公司

股票代码	公司名称	盈利模式	简介	投放目标	客户
830999	银橙传媒	覆盖全面的媒体资源，对优质媒体资源高度整合能力，为品牌客户及广告代理机构提供移动互联网广告投放服务	日均 PV 逾 100 亿，月覆盖全国 85% 以上的互联网受众。移动端：5 亿+PV, PC 端 100 亿+PV	垂直网站、应用软件、网吧等媒体资源	互联网服务：百度、去哪儿、赶集网、世纪佳缘等；电商：1号店、国美、唯品会等；网游：网易、巨人、第七大道等；品牌：中国国际航空、follifollie、苏泊尔等 1300 多家公司
430346	哇棒传媒	通过自主广告平台和外部广告平台为品牌客户及广告代理机构提供移动互联网广告投放服务时，根据投放的量和投放形式按照约定的计费方式获得广告投放收入、服务费以及创意费用		各大主流电子市场，社会化媒体，广点通，微博微信等	电子商务、婚恋交友、投资理财、生活服务、网络游戏等行业的企业
834156	优蜜移动	通过 APP 内的广告植入进行推广，收取推广费用	累计服务 1 万家以上广告主，覆盖 12 亿终端用户；积累了 10 万以上 APP 资源；米汇平台积累 1000 多个意见领袖，10 万以上微信行业公众号，累计粉丝数 1 亿，累计阅读量超 1 亿	智能手机 APP	唯品会、京东、网易、奇虎、掌趣科技等电商、游戏行业企业
833451	璧合科技	根据广告投放后的点击情况、注册用户数量、用户充值情况、商品销售情况等指标的完成情况按照事先约定的结算方法收取客户广告投放服务费用	积累数十万跨屏媒体，覆盖了包括 BAT、优酷土豆等诸多主流媒体资源，拥有 140 亿/日 PV 曝光	国内主流的互联网平台，阿里妈妈、淘宝、百度、优酷、土豆等	游族网络、三七玩、9377、国美等超过一千多家企业
	亿玛在线	“导购+效果联盟”向电商贡献流量和订单；易博 DSP “基于效果”精准营销；大数据管理平台（DMP）实现广告精准投放和优化	包含 90 亿+网购人群标签，覆盖超过 500 品类商品的订单数据，每日新增 100 万+订单数据和上亿条搜索数据，日均 PV 展现超过 300 亿次，日广告点击峰值可达 2000 万	导购门户易购网、效果联盟亿起发和跨屏 DSP 易博	天猫、淘宝、京东、苏宁易购、携程、1 号店、亚马逊、聚美优品等 400 多家电商网站，以及 4000 多个知名品牌店铺

来源：公司官网，公开转让说明书，公司年报，国金证券研究所

3. 与竞争对手相比，银橙传媒核心优势明显。

■ 公司优秀的管理运营团队，保证了公司出色的盈利能力

公司创始团队兼具资本，产品，销售能力，传媒领域管理运营经验丰富，为公司发展奠定了良好的基础。

图表 28：新三板精准营销行业公司毛利率

股票代码	公司名称	2015H	2014	2013
830999	银橙传媒	39.24%	57.53%	48.53%
430346	哇棒传媒	26.95%	28.05%	39.95%
834156	优蜜移动	25.56%*	28.24%	30.59%
833451	璧合科技	12.69%	14.90%	13.47%
	亿玛在线	28.04%**	29.56%	25.44%

来源：公司公开转让说明书，公司年报，公司官网，国金证券研究所

*优蜜移动 2015 年中期毛利率实际为 2015 年 1-3 月毛利率，由公开转让说明书披露

**亿玛在线 2015 年中期毛利率实际为 2015 年 1-7 月毛利率，由公开转让说明书披露

2014 年，公司主营业务收入大多来自自有媒体，随着技术的突破，公司 2015 年增加了媒体渠道采购力度，大中型媒体渠道采购规模增加，中小媒体渠道的采购单价小幅上涨，加之新开辟的渠道资源数量大幅增加，成本上升导致同比毛利率下降。

但公司毛利率依然保持着业界领先的地位，显示出公司出色的盈利能力。

■ 位列行业第一梯队的数据库媒体资源

公司丰富的媒体资源主要体现在以下三个方面：

图表 29：公司资源种类

全网覆盖	跨渠道、跨区域整合媒体资源，PC、OTV、Mobile 多屏合一，对接 BES、TANX、SAX、秒针、优酷、搜狐、万流客等各大主流广告交易市场，日均 PV 逾 100 亿，月覆盖全国 85% 以上的互联网受众。移动端：5 亿+PV, PC 端 100 亿+PV
垂直流量	与 1500 多家优质垂直媒体深度合作，最大化挖掘互联网资源流量，将媒体资源标签化、结构化、直观化，不断优化频道组合，提升媒体投放精准度和目标受众到达率。
精准人群	多维定向技术抓取人群，内容、地域、行为、回头客等，用户数据标签化，实时追踪、分析用户行为，让广告真正精准触达目标受众，提升广告回报率。

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 30：银橙传媒丰富的媒体资源

媒体资源	详细介绍
垂直网站	OTV：整合全国 20 多家主流视频网站，包括优酷、风行、土豆、搜狐视频、腾讯视频等，月覆盖 3 亿网络视频用户，日产生 10 亿 PV。 PC：整合全国 1000 多家行业主流网站媒体，包括新闻、娱乐、时尚、汽车、生活、游戏、数码等 20 大类主流媒体频道，日覆盖逾 3.2 亿独立用户。 月覆盖全国 85% 的互联网受众；丰富的媒体数据库，深入挖掘，不断完善，近 20 种广告展现形式，高冲击力，强互动性；频次控制，创意轮播，先进的广告投放技术。
Wi-Fi 无线	覆盖面更广：触达全国超过 70% 的智能手机和移动设备用户。 更多合作资源：与 1000 多家国内主流优质 APP、1000 多家手机游戏长期稳定合作。 更优广告展示：支持智能手机和平板电脑创意展示，保证广告展示效果最优化。 在无线移动端，银橙传媒整合全国数百家移动应用，涵盖包括新闻、娱乐、时尚、汽车等 15 大类主流媒体频道，月覆盖全国逾 4.5 亿移动网民。银橙传媒专属无线端媒体资源，包括无线 WiFi（橙 WiFi 终端覆盖）、户外媒体终端（户外大屏/电子广告牌等）、智能家居等独段媒体资源，针对线下场景及受众，满足各类企业的场景化精准营销需求
广告交易市场	开放式广告交易市场的不断拓展，已经成为银橙传媒整合媒体资源一股源源不断、不可或缺的新鲜活力，在数据为本、流量为王的媒体时代，银橙传媒正运转着无可限量的庞大能量体。 整合接入淘宝、百度、谷歌、腾讯、盛大、优酷、凤凰网、暴风影音等国内主流广告交易市场的广告资源，覆盖数百家供应方平台，对不同广告交易市场进行数据资源整合和标签化细分，精准锁定每一滴流量的去向。
家庭软件	覆盖全国亿级用户：以自有研发运营软件群和软件广告平台为核心组成，拥有近 200 款应用软件，覆盖全国 200 多个城市，覆盖逾 6000 万互联网用户。 多样化互联网应用：合作软件类型包括但不限于桌面应用、浏览器、视频、音乐、电台、下载、播放器、制图、文学等 40 多种。 精准广告高效沟通：在用户使用相应软件、搜索引擎或浏览网页时，通过迷你页、升窗等多种广告展现形式，帮助广告主与目标用户高效互动沟通。

	银橙传媒自主开发并代理总计 200 多款应用软件，涵盖包括视频、音乐、下载、制图、浏览器等在内的 6000 多万软件应用人群。
ADCAfe 网吧	银橙传媒网吧媒体，囊括全国一、二线城市总约 45000 家网吧，覆盖逾 5000 万年龄在 18 至 35 岁之间的互联网用户，单日最高注册用户超过 25 万人次，单日最高登陆并创建角色用户超过 15 万人次。根据网吧网民行为，锁定用户从开机、应用娱乐、到离开全程动态，设定开机广告、桌面图标、跟随升窗、精准升窗、退弹广告等十几种广告展现形式，紧随用户，高效互动。

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 众多优质的、稳定的上下游客户与媒体合作伙伴

银橙传媒目前已拥有的媒体资源可以实现 PC 端日覆盖 3.2 亿独立用户、月覆盖 3 亿网络视频用户，日产生 10 亿 PV。月覆盖 85% 的互联网用户，是中国领先的互联网广告投放服务提供商。与互联网广告各方知名企业保持着长期稳定、友好共赢的战略合作关系。

图表 31：公司典型客户

客户行业	典型代表
互联网	百度、去哪儿、赶集网、世纪佳缘等
电商	有 1 号店、国美、唯品会等
网游	网易、巨人、第七大道等
品牌客户	中国国际航空、follifollie、苏泊尔等

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：公司部分广告主合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 33：公司部分媒体主合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 34：公司部分代理公司合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 35：公司部分第三方机构合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

■ 先进的技术优势

1) YCloud 大数据分析平台，覆盖 90% 以上的中国网民，完成 6 亿多活跃

用户的画像，业界领先。

目前已经定义了超过 57,000 个用户标签，超过 4,000 个行业标签，覆盖 90% 以上的中国网民和 12 亿条 cookie，完成 6 亿多活跃用户的画像。

2) 基于四维定向理论的 40 项定向精准投放策略

基于四维定向理论，公司拥有多达 4 个大类、40 多个细分维度的精准投放策略。

图表 36：四维定向策略

策略名称	主要内容
内容定向类策略	根据用户所访问网站的域名、分类、热度、频次，及访问网页的类型、编码、描述、标题、内容、关键词、所属行业、热度等信息对用户进行判断
行为定向类策略	根据用户性别、年龄、用户属性、爱好、访问来路、访问深度、搜索关键词、鼠标停留位置、停留时间、操作场景，以及所使用终端类型、操作系统、浏览器、显示器分辨率等信息对用户进行判断
地域时段定向类策略	根据用户所在区域、访问日期、访问时段、宽带接入类型、上网场所等信息对用户进行判断
重复购买类策略	根据用户需求、营销重定向记录、浏览记录、点击记录、到达记录、注册记录、消费记录等信息对用户进行判断

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：基于四维定向理论的 40 项定向精准投放策略



来源：公司官网，国金证券研究所

4. 行业高速发展，公司由“业务型”转向“平台型”，未来增长可期。

4.1 程序化购买展示广告市场继续高速发展，企业必将受益

根据艾媒咨询的研究数据显示，预计 2016 年，中国程序化购买展示广告市场规模将会达到 176.8 亿元，增长率 73.9%，占中国展示广告市场的 20.8%，增速明显。

图表 38：中国程序化购买展示广告市场规模



来源：艾瑞咨询《2014年中国DSP行业发展研究报告》国金证券研究所

4.2 公司业务由线上向线下延伸，形成新的增长点。

图表 39：银橙传媒闭环生态系统



来源：国金证券研究所

线上生态系统：

公司构建了行业领先的从品牌营销策划、包装设计，到投放策略、精准营销、广告网络资源整合为一体的全媒体营销平台，具体规划如下：

图表 40：线上生态系统规划

公司线上生态系统规划内容	
规划 1	立足于“基于大数据的互联网精准营销专家”、“互联网新媒体 4A 公司”的定位，在夯实媒体资源的基础上，在精准营销、网络公关、品牌创意及推广等业务领域作进一步的拓展
规划 2	把传统互联网广告业务方面的成功经验及资源快速移植到移动互联网领域，使移动互联网业务占比快速提高
规划 3	基于对互联网强应用的深刻理解，在网络游戏的研发及运营、电商导购平台、导航站点等业务领域开拓新的业务增长点
规划 4	持续关注潜在的并购目标，计划在媒体资源、移动互联网应用、网络游戏、广告创意设计等领域开展并购，丰富公司的产品线

来源：公司公告，国金证券研究所

线下生态系统：

公司在构建自己的线上全媒体营销平台的同时，将自己的生态系统延伸到下游，通过多种渠道来完成自己的线下生态系统，形成闭环。

图表 41：线下生态系统规划

公司线下生态系统规划内容	
规划 1	通过合作搭建自有媒体，于 2015 年 5 月 19 日与新华网股份有限公司签订战略性媒体资源合作协议《新华网媒体资源合作协议》。计划未来在基于新华网在国内广阔的线下渠道和媒体资源优势，将广告精准营销业务由线上向线下延伸；
规划 2	通过不断的投资和兼并收购，加强线下媒体资源的整合。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 内生生长，布局移动互联、智慧城市和物联网等新兴产业

2015 年 3 月 30 日，公司成立三家子公司：上海银橙互联网产业投资管理有限公司、上海万物互联智能设备科技有限公司和北京银橙投资咨询管理有限公司。

图表 42：设立子公司

设立公司名称	出资额	主要内容
上海银橙互联网产业投资管理有限公司	1 亿元	对互联网/移动互联网产业、传统产业互联网化领域内的公司进行投资和兼并收购，加强行业内及跨行业资源整合，构建有助于公司主营业务持续发展的产业生态环境，提高公司的竞争力与经营质量
上海万物互联智能设备科技有限公司	3000 万元	分别从互联网、公共场所、智能家居/办公场所等不同角度帮助公司扩大互联网广告可覆盖的用户人群，进一步从不同环节、角度持续提升覆盖用户人群，深度强化公司的大数据资源优势，提高公司竞争力
北京银橙投资咨询管理有限公司	1000 万元	财经媒体相关业务，将立足于公司的互联网媒体营销优势与大数据分析技术优势，对公司从事的互联网广告投放业务形成有效延展，在为客户提供已有媒体营销服务的基础上满足客户在财经领域的市场需求，将有助于公司主营业务持续发展，提高公司的竞争力

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 外延生长，促进公司拓展销售渠道、形成新的盈利增长点

2015 年 2 月 11 日与深圳市卡司通展览股份有限公司签订《增资协议》，持有增资后总股本的 20.00%。

2015 年 05 月 11 日与北京凯思盛阳文化传媒有限公司签订《增资协议》，增资后公司持有凯思盛阳 51% 的股份，实现对凯思盛阳的增资控股。

图表 43：公司外延情况

公司名称	资本运作情况	公司主营业务	预期效果
深圳市卡司通展览股份有限公司	持有增资后总股本的 20.00%	专业会展综合服务解决方案提供商，专注于为企业的营销终端提供展示策划、形象设计、展示道具生产、展台的设计与制作搭建、展会运营等一体化的解决方案	有利于交易双方未来在客户人群、广告实现方式及媒体资源渠道等方面进行优势互补，催生协同效应，促进公司拓展销售渠道、形成新的盈利增长点
北京凯思盛阳文化传媒有限公司	公司持有凯思盛阳 51% 的股份	向客户提供完善的品牌营销解决方案，主要为提供广告、公关、活动与互动营销服务	加强公司的品牌营销业务，实现交易双方业务联动，有利于交易双方未来在客户人群、广告实现方式及媒体资源渠道等方面进行优势互补，催生协同效应，形成新的盈利增长点

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 新华网成为公司战略股东，布局线上线下载精准营销平台

对公司的意义有以下两个方面：

(1) 完善公司产业链，公司向下游延伸通道打开

(2) 公司与新华网实现双赢，又一个用户流量入口将被打开，未来变现形式不断多样化

2015年05月15日新华网认购公司股票，占公司发行后总股本的4.00%，成为公司战略投资股东。并与公司签订战略性媒体资源合作协议《新华网媒体资源合作协议》。

图表 44：新华网媒体资源合作协议内容

	主要内容
业务合作事项	协议约定双方基于各自在互联网数据、技术及媒体资源等业务领域的优势，共同梳理新华网所拥有的广告媒体资源，并由公司代理买断新华网优质广告媒体资源，具体广告媒体资源及代理方式由双方另行协商以具体广告代理协议约定。
合作期限及费用	协议约定的广告代理授权期限为自具体广告代理协议签署之日起五年，公司平均每年向新华网支付的广告媒体资源买断费金额不低于1600万元，合同总金额不低于8000万元。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司未来在基于新华网在国内广阔的线下渠道和媒体资源优势，可以将广告精准营销业务由线上向线下延伸，拓展至旅游景点、高校、酒店、智慧城市等线下领域，以此打通线上与线下的融合，是下一个利润增长点。

5. 财务分析与投资建议

5.1 近年来公司收入和盈利爆发式增长

2015上半年，公司实现营业收入10,549.41万元，同比增长137.44%；净利润3,131.78万元，同比增长108.16%；经营活动产生的现金流量净额1,436.33万元，同比增长67.67%。

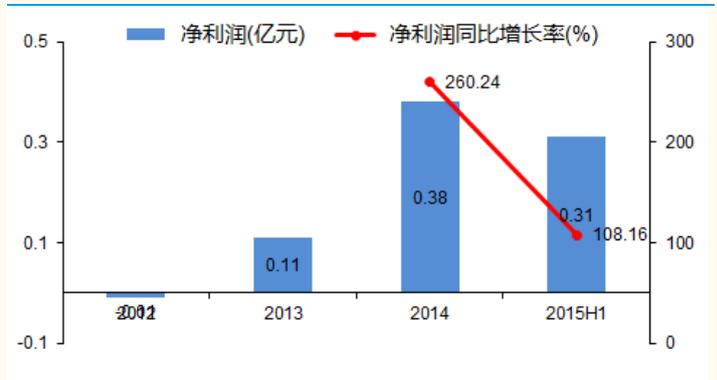
营业收入、净利润、基本每股收益本期均大幅增加，主要得益于公司的ADpush技术平台日趋完善，广告投放效率大幅提高，客户投放量增加所致。

图表 45：公司营业收入情况



来源：WIND，国金证券研究所

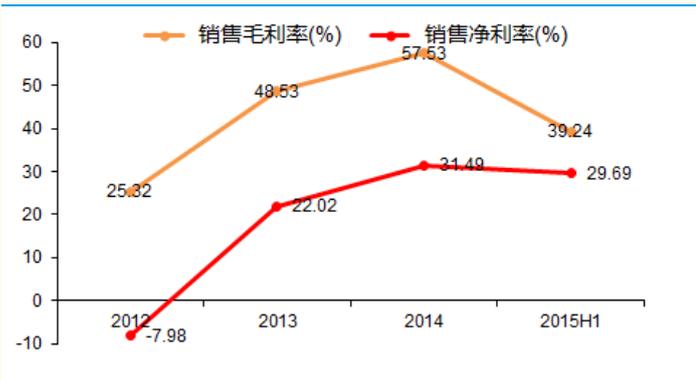
图表 46：公司归属净利润情况



来源：WIND，国金证券研究所

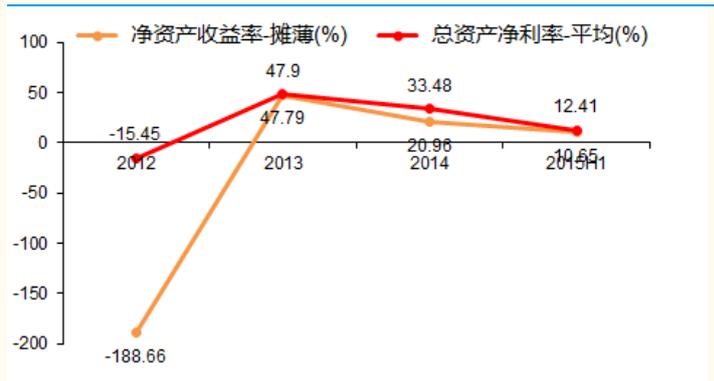
公司产品销售价格保持平稳，但服务的客户群体显著增加。为保障业务规模的不断扩大，公司增加了媒体渠道采购力度，与2014年同期相比，大中型媒体渠道采购规模增加。同时，中小媒体渠道的采购单价小幅上涨，大中型媒体渠道的采购单价又高于中小媒体，加之新开辟的渠道资源数量大幅增加，导致公司媒体渠道采购成本总额同比增加313.36%，成本上升导致同比毛利率下降。

图表 47: 公司毛利率与净利率情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 48: 公司 ROE 情况

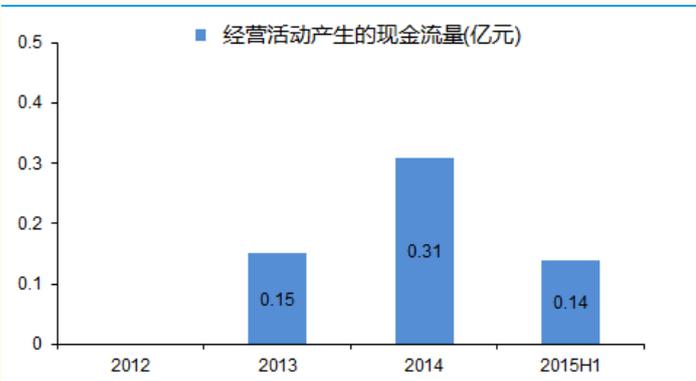


来源: WIND, 国金证券研究所

公司经营活动产生的现金流量净额较上期增加 67.67%，主要是本期营业收入及营业利润均有较大增长所致。

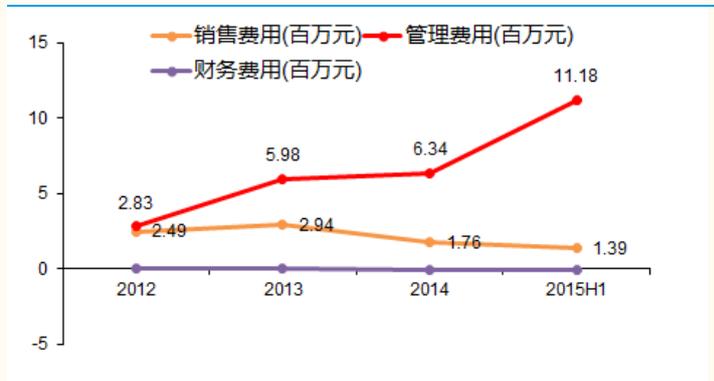
公司团队规模和研发投入持续增加，带动管理费用大幅上升。

图表 49: 公司经营现金流情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 50: 公司期间费用情况



来源: WIND, 国金证券研究所

5.2 盈利预测、估值、投资建议及风险

盈利预测、估值、投资建议

我们预测公司 2015-2017 年的收入分别为 3.07 亿元、5.04 亿元和 7.02 亿元，分别同比增长 154.2%、64.1%和 39.3%，净利润分别为 5200 万元、7300 万、9000 万元，分别同比增长 36.12%、40.17%、23.70%；EPS 分别为 0.382 元、0.536 元和 0.663 元，对应 PE 为 43.63,31.13 和 25.16。

根据新三板相关精准营销业务及 A 股对应公司估值，未来尚有上升空间，建议买入评级，目标价约 22-26 元。

银橙传媒作为中国领先的互联网广告投放服务提供商，具有业界第一梯队的大数据分析平台，拥有行业前列的数据库媒体资源，公司发展战略清晰，逐步由互联网媒体“业务型”公司向“平台型”转变，未来业务具有爆发点，因此我们认为公司未来的发展可以期待。

风险

公司在由“业务型”公司向“平台型”转变过程中，不断的搭建自己的线下媒体平台，对于未来线下媒体的管理及盈利模式的探讨，对公司的运营管理能力提出了严格要求。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入	16	48	121	307	504	702	货币资金	1	26	8	93	75	74	
增长率		195.4%	151.9%	154.2%	64.1%	39.3%	应收款项	6	6	42	96	157	219	
主营业务成本	-12	-25	-51	-202	-352	-509	存货	0	0	0	61	106	153	
%销售收入	74.7%	51.5%	42.5%	65.8%	69.8%	72.6%	其他流动资产	0	0	137	3	3	4	
毛利	4	23	69	105	152	193	流动资产	8	32	187	252	341	450	
%销售收入	25.3%	48.5%	57.5%	34.3%	30.2%	27.5%	%总资产	93.7%	90.1%	97.5%	94.0%	93.5%	93.5%	
营业税金及附加	0	0	-2	-6	-9	-13	长期投资	0	0	0	1	0	0	
%销售收入	1.0%	0.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	0	1	2	3	3	2	
营业费用	-2	-3	-3	-7	-8	-12	%总资产	3.2%	2.7%	1.2%	1.3%	0.9%	0.5%	
%销售收入	15.3%	6.1%	2.7%	2.2%	1.7%	1.7%	无形资产	0	0	2	10	19	27	
管理费用	-3	-6	-18	-32	-48	-60	非流动资产	1	4	5	16	24	31	
%销售收入	17.4%	12.5%	14.6%	10.5%	9.6%	8.6%	%总资产	6.3%	9.9%	2.5%	6.0%	6.5%	6.5%	
息税前利润 (EBIT)	-1	14	46	61	86	108	资产总计	8	36	192	268	365	482	
%销售收入	n.a.	29.1%	38.4%	19.8%	17.1%	15.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
财务费用	0	0	0	1	2	2	应付款项	7	8	3	15	26	38	
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	1	5	7	20	34	48	
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0	流动负债	8	14	10	35	60	86	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1	
投资收益	0	0	1	1	1	1	其他长期负债	0	0	0	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	1.7%	1.3%	0.9%	0.7%	负债	8	14	10	35	60	87	
营业利润	-2	13	45	63	89	110	普通股股东权益	1	22	182	233	305	395	
营业利润率	n.a.	27.9%	37.5%	20.4%	17.6%	15.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	0	2	2	2	2	负债股东权益合计	8	36	192	268	365	482	
税前利润	-1	14	48	65	91	113	比率分析		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
利润率	n.a.	28.9%	39.5%	21.2%	18.1%	16.1%	每股指标							
所得税	0	-3	-10	-13	-19	-23	每股收益	-1.295	0.704	0.380	0.382	0.536	0.663	
所得税率	n.a.	23.7%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%	每股净资产	0.686	1.473	1.815	2.333	3.050	3.947	
净利润	-1	11	38	52	73	90	每股经营现金净流	-2.553	1.022	0.312	0.956	-0.104	0.062	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	-1	11	38	52	73	90	回报率							
净利率	n.a.	22.0%	31.5%	16.9%	14.4%	12.8%	净资产收益率	#####	47.79%	20.95%	22.19%	23.80%	22.74%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-15.45%	29.57%	19.86%	19.28%	19.88%	18.64%	
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	#####	48.16%	20.38%	20.70%	22.48%	21.71%	
净利润	-1	11	38	52	73	90	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	N/A	195.38%	151.89%	154.16%	64.11%	39.30%	
非现金支出	0	1	3	1	3	4	EBIT 增长率	N/A	#####	232.90%	30.58%	41.93%	25.36%	
非经营收益	0	0	-1	-3	-3	-3	净利润增长率	N/A	N/A	260.24%	36.12%	40.17%	23.70%	
营运资金变动	-1	4	-9	46	-82	-84	总资产增长率	N/A	326.16%	436.41%	40.18%	35.98%	31.93%	
经营活动现金净流	-3	15	31	96	-10	6	资产管理能力							
资本开支	0	-4	-2	-10	-8	-9	应收账款周转天数	50.6	35.1	26.3	26.3	26.3	26.3	
投资	0	0	-3	-1	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	110.0	110.0	110.0	
其他	0	0	-166	1	1	1	应付账款周转天数	48.9	54.4	25.4	25.4	25.4	25.4	
投资活动现金净流	0	-4	-171	-11	-7	-8	固定资产周转天数	6.1	7.5	6.7	2.8	1.5	0.7	
股权募资	1	14	121	0	-1	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	#####	-118.87%	-4.41%	-39.90%	-24.55%	-18.52%	
其他	2	-1	0	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	361.5	-1,891.9	-315.5	-57.9	-49.5	-71.6	
筹资活动现金净流	3	13	122	0	-1	1	资产负债率	91.81%	38.13%	5.23%	13.11%	16.47%	18.04%	
现金净流量	0	25	-18	85	-18	-1								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD