

万家文化(600576.SH)

拟转让控制权，引入龙薇传媒，赵薇成实

际控制人

评级：**增持** 前次：**增持**

目标价(元)：**24.75**

分析师 康雅雯 联系人 朱骏楠

S0740515080001

021-20315097 021-20315157

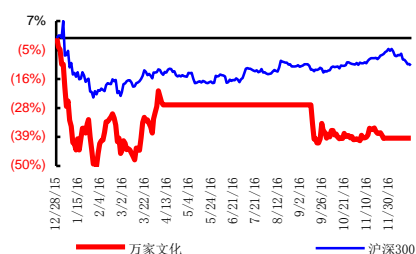
kangyw@r.qlzq.com.cn zhuqn@r.qlzq.com.cn

2016年12月26日

基本状况

总股本(百万股)	635
流通股本(百万股)	480
市价(元)	18.38
市值(百万元)	11,671
流通市值(百万元)	8,819

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	11.93	361.65	721.79	823.32	933.90
营业收入增速	-85.09%	2930.57%	99.58%	14.07%	13.43%
归属于母公司的净利润	-14	28	172	218	235
净利润增长率	-270.04%	294.88%	521.69%	27.26%	7.64%
摊薄每股收益(元)	-0.06	0.04	0.27	0.34	0.37
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	—	625.32	67.99	53.43	49.64
PEG	—	2.12	0.13	1.96	6.50
每股净资产(元)	2.23	2.71	2.98	3.32	3.69
每股现金流量	-0.18	0.05	-6.51	2.09	-1.62
净资产收益率	-2.91%	1.61%	9.09%	10.36%	10.04%
市净率	7.32	10.05	6.18	5.54	4.98
总股本(百万股)	218.09	634.97	634.97	634.97	634.97

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**2016年12月23日，万家文化第一大股东万家集团与西藏龙薇文化传媒有限公司签署了《万好万家集团有限公司与西藏龙薇文化传媒有限公司之股份转让协议》。万家集团将其持有的18500万股公司流通股股份转让给龙薇传媒，占公司股份总数的29.135%。本次转让完成前，万家集团持有公司19382.2297万股，占公司总股本的30.525%，转让完成后万家集团持有公司882.2297万股，占公司总股本的1.389%。转让完成后公司实际控制人将由孔德永变更为龙薇传媒的实际控制人赵薇。
- **具体内容：**
- **本次转让价款为30.599亿元，1.85亿股，对应每股16.54元，为停牌前18.38元/股价格的90%。**款项支付分为四阶段：1) 龙薇传媒在股份转让协议签署之日起3个工作日内支付第一笔股份转让价款人民币2.5亿元；2) 龙薇传媒应在股份转让协议签署之日起30个工作日内支付第二笔股份转让价款人民币12亿元；3) 龙薇传媒应在标的股份过户完成之日起30个工作日内将第三笔股份转让价款人民币12亿元；4) 龙薇传媒应在标的股份过户完成之日起180日内支付股份转让价款尾款人民币4.099亿元。
- **过渡期内：**万家集团承诺不会改变上市公司的生产经营状况。不得同意万家文化不得进行不具有合理商业目的资产处置、对外担保、对外投资、增加债务或放弃债权、承担重大义务等行为，在第三笔股份转让价款支付完成后，在符合相关法律、法规和规范性文件规定的情况下，万家集团应当在10个工作日内促使龙薇传媒要求的上市公司现有董事、监事、高级管理人员提出辞职申请，上述人员更换工作至迟应在前述人员提出申请之后1个月内完成。
- **后续计划：**自交易完成之日起12个月内，在继续做好上市公司现有主营业务的基础上，拟考虑向上市公

司股东大会提交经上市公司董事会审议通过的重大资产重组方案或发行股份购买资产方案或非公开发行股份募集资金购买资产方案等资产注入方案，围绕文化娱乐产业提议注入成长性较好、盈利能力较强的优质资产，以进一步提高上市公司的盈利能力。同时为了专注于文化娱乐产业，不排除对上市公司或其子公司的非文化娱乐主业资产和业务进行剥离。

■ 点评：

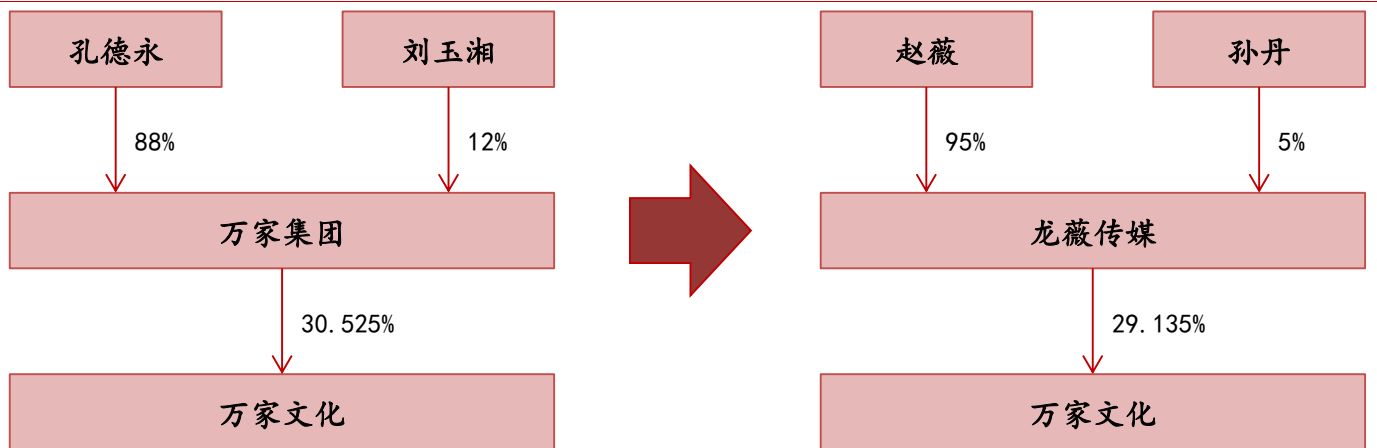
■ 引入龙薇传媒，打开上市公司文化产业整合新的想象空间。龙薇文化实际控制人赵薇为北京电影学院表演系学士、导演系硕士，中国电影表演艺术学会副会长，中国电影导演协会执行委员，是中国知名影视演员、歌手、导演，在业界拥有广泛人脉和丰富资源。转让协议指出未来拟考虑注入优质文化资产，专注文化娱乐产业，依托赵薇在文化产业的资源，我们认为将打开上市公司文化产业整合的新空间。

■ 赵薇旗下参与的其它文化类企业包括：1) 普林赛斯文化传播（制作，发行动画片、专题片、电视综艺，70%股权）；2) 赵赵（上海）影视文化工作室（影视剧、舞台策划与咨询，100%股权）。核心相关联文化企业包括：1) 阿里影业（影视娱乐，赵薇丈夫黄有龙持股 4.97%）；2) 唐德影视（影视娱乐，赵薇哥哥赵健持股 8.01%，赵薇持股 1.46%）；3) 合宝娱乐传媒有限公司（广播，电视，电影和影视节目的制作、发行，赵薇持股 5%）。

■ 投资建议：当前公司仍处于停牌阶段，转让合同签署也存在不确定性，因此我们基于公司现有动漫、游戏及电竞二次元业务，维持此前盈利预测，预计公司 2016、2017 年实现营业收入分别为 7.22 亿元和 8.23 亿元，分别同比增长了 99.58%和 14.07%；实现归属母公司的净利润分别为 1.72 亿元、2.18 亿元，分别同比增长 521.69%和 27.26%，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.34 元，当前股价对应 PE 为 68/54，2017 年对应目标价 24.75 元，“增持”评级。

■ 风险提示：1) 涉及控制权转让，方案存在不确定性；2) 泛娱乐业务整合能力不足的风险；

图表 1：控制权转让前后



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：万家文化财务报表及预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	80	12	362	722	823	934
增长率	288.49%	-85.1%	2930.6%	99.6%	14.1%	13.4%
营业成本	-59	-10	-204	-437	-487	-547
% 销售收入	74.0%	80.2%	56.3%	60.6%	59.1%	58.6%
毛利	21	2	158	285	337	387
% 销售收入	26.0%	19.8%	43.7%	39.4%	40.9%	41.4%
营业税金及附加	-5	0	-2	-13	-11	-13
% 销售收入	6.1%	1.7%	0.5%	1.8%	1.4%	1.4%
营业费用	-1	0	-27	-30	-35	-39
% 销售收入	1.0%	0.0%	7.4%	4.1%	4.2%	4.2%
管理费用	-33	-26	-75	-95	-100	-116
% 销售收入	41.0%	218.7%	20.7%	13.2%	12.1%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	-18	-24	54	146	191	219
% 销售收入	-22.1%	-200.6%	15.0%	20.3%	23.2%	23.4%
财务费用	-2	-3	-2	2	1	1
% 销售收入	2.0%	21.1%	0.5%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	-1	-17	-16	5	-1
公允价值变动收益	1	12	-6	0	0	0
投资收益	27	-12	6	4	2	3
% 税前利润	360.3%	—	14.8%	2.6%	1.0%	1.4%
营业利润	8	-27	36	136	199	222
营业利润率	9.7%	-226.4%	9.9%	18.9%	24.2%	23.7%
营业外收支	0	6	6	5	5	5
税前利润	8	-21	42	141	204	227
利润率	9.4%	-178.7%	11.6%	19.5%	24.8%	24.3%
所得税	-5	-1	-22	-25	-40	-67
所得税率	62.8%	-5.8%	52.4%	18.0%	19.8%	29.4%
净利润	3	-23	20	116	164	160
少数股东损益	-6	-8	-8	-56	-54	-75
归属于母公司的净利润	8	-14	28	172	218	235
净利率	10.4%	-118.7%	7.6%	23.8%	26.5%	25.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3	-23	20	116	164	160
少数股东损益	0	0	0	-56	-54	-75
非现金支出	14	14	39	29	11	21
非经营收益	-24	-3	0	-9	-7	-9
营运资金变动	18	-29	-25	-4,269	1,162	-1,199
经营活动现金净流	11	-40	34	-4,189	1,275	-1,101
资本开支	30	-28	42	30	12	36
投资	96	-13	-196	0	0	0
其他	-14	0	-18	4	2	3
投资活动现金净流	53	15	-256	-26	-10	-33
股权募资	0	0	300	0	0	0
债权募资	0	-15	0	4,055	-1,318	777
其他	-95	-3	38	0	0	0
筹资活动现金净流	-95	-18	338	4,055	-1,318	777
现金净流量	-31	-42	116	-161	-52	-357

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	45	3	119	14	16	-266
应收款项	39	13	553	899	898	1,067
存货	329	326	1	5,214	3,999	5,170
其他流动资产	45	56	99	116	125	130
流动资产	458	398	772	6,242	5,039	6,101
% 总资产	63.7%	61.5%	40.2%	84.2%	81.1%	83.6%
长期投资	33	50	18	18	18	18
固定资产	117	79	16	30	32	50
% 总资产	16.3%	12.2%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
无形资产	90	90	1,072	1,080	1,079	1,081
非流动资产	260	249	1,150	1,172	1,173	1,194
% 总资产	36.3%	38.5%	59.8%	15.8%	18.9%	16.4%
资产总计	718	647	1,922	7,415	6,212	7,295
短期借款	15	0	0	4,063	2,746	3,522
应付款项	85	61	119	738	611	770
其他流动负债	42	32	62	757	834	821
流动负债	142	93	181	5,558	4,191	5,113
长期贷款	35	35	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	3	3	3	3
负债	177	128	183	5,560	4,193	5,116
普通股股东权益	501	487	1,718	1,889	2,108	2,343
少数股东权益	40	32	21	-35	-90	-165
负债股东权益合计	718	647	1,922	7,415	6,212	7,295

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.038	-0.065	0.043	0.270	0.344	0.370
每股净资产(元)	2.299	2.232	2.705	2.975	3.319	3.690
每股经营现金净流(元)	0.050	-0.183	0.053	-6.509	2.094	-1.616
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.66%	-2.91%	1.61%	9.09%	10.36%	10.04%
总资产收益率	1.16%	-2.19%	1.44%	2.32%	3.52%	3.22%
投入资本收益率	-1.41%	-5.06%	1.64%	2.05%	3.26%	2.61%
增长率						
营业总收入增长率	288.49%	-85.09%	2930.57%	99.58%	14.07%	13.43%
EBIT增长率	21.82%	-35.30%	326.87%	169.69%	30.53%	14.43%
净利润增长率	112.88%	-270.04%	294.88%	521.69%	27.26%	7.64%
总资产增长率	-19.97%	-9.89%	196.99%	285.74%	-16.22%	17.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.4	0.3	124.0	82.8	96.5	92.0
存货周转天数	2,200.5	12,470.8	292.6	4,352.0	2,998.8	3,449.9
应付账款周转天数	241.3	640.0	83.3	268.9	207.0	227.6
固定资产周转天数	523.8	2,907.9	47.3	12.0	14.8	17.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.43%	6.16%	-7.91%	216.94%	133.92%	172.69%
EBIT利息保障倍数	-11.0	-9.5	32.1	-62.7	-353.2	-355.6
资产负债率	24.58%	19.85%	9.54%	74.99%	67.51%	70.14%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。