



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*冯秀娟为本报告重要贡献者

互动娱乐: 收购西甲西班牙人足球俱乐部, “互动娱乐产业生态圈”布局更进一步

事件:

2015年11月3日, 互动娱乐(300043.CH/人民币 16.05, 未有评级)发布对外投资公告, 公司拟使用不超过 6,434.80 万欧元收购西班牙足球甲级联赛球队皇家西班牙人足球俱乐部 45.1%-56%的股权。此次并购是中国企业首次控股一支欧洲五大顶级联赛足球俱乐部。

点评:

1.6,400 万欧元控股西甲西班牙人足球俱乐部 50.1%股权。互动娱乐全资子公司皇家西班牙人俱乐部(香港)有限公司以每股 78 欧元收购皇家西班牙人 45.1%-56%股权, 并承诺在未来 4 年以每股 78 欧元收购卖方保留的 5%股份, 最终可控制俱乐部股份超过 50.1%。本次购买皇家西班牙人 45.1%-56%股权金额在 1,430.48 万欧元-1,776.21 万欧元之间, 公司全资子公司在收购皇家西班牙人股权后, 将向皇家西班牙人增资不超过 4,500 万欧元。另外加上未来预期收购卖方保留的 5%股份约 158.59 万欧元, 收购总金额合计不超过 6,434.80 万欧元。

图表 1. 未来 2 年该项业务的经营业绩预测

年份	2015.7-2016.6	2016.7-2017.6
净利润(单位: 万欧)	957.37	1,201.97

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

2.引入顶级赛事资源和先进俱乐部运营经验。皇家西班牙人是西班牙甲级足球联赛 20 家俱乐部之一, 拥有 115 年悠久历史, 曾经获得西班牙国王杯冠军 4 次、欧洲联盟杯亚军 2 次、西班牙足球甲级联赛季军 4 次。在西甲 2011-2015 年赛季中, 分别排名 13/13/14/10/10 名, 在历史积分总排行榜上位居第 7 位, 拥有丰富的赛事经验和较强的运营实力。**此次收购帮助公司引入两大资源: 第一, 引入顶级赛事资源, 帮助公司掌握球队运营版权, 实现对西甲联赛的全面开发; 另一方面, 引入先进俱乐部运营经验, 学习欧洲先进职业联赛的俱乐部盈利模式, 增强公司体育商业开发能力和运作机制。**

1) **中国企业首次控股欧洲五大顶级联赛足球俱乐部。**在过去的一年中，国内企业加大了海外体育资源的布局，在与西班牙足球合作方面，2014年8月，互联网公司钱宝成为皇家社会、巴列卡诺的赞助商；2015年1月，万达集团出资4,500万欧元购买马德里竞技足球俱乐部20%股份；2015年4月，双刃剑帮助道博股份计划收购西甲马拉加俱乐部95%以上股权；2015年8月，PPTV以16亿元获得2015-2020年西甲联赛中国地区度假全媒体版权。此次公司收购皇家西班牙人是中国与西班牙在足球方面的另一项重大合作，是国内企业在体育产业方面走向国际化的关键之举。

图表 2. 中国与西班牙足球的合作情况

时间	中国方	西班牙方	合作内容
2014年8月	钱宝	皇家社会、巴列卡诺	成为皇家社会和巴列卡诺的广告赞助商
2015年1月	万达集团	马德里竞技足球俱乐部	出资4,500万欧元（约3.24亿元人民币）购买马德里竞技足球俱乐部20%股份，并进入俱乐部董事会
2015年4月	道博股份	西甲马拉加俱乐部	双刃剑体育帮助道博股份计划收购西甲马拉加俱乐部95%以上股权。
2015年8月	PPTV	西甲	PPTV以16亿元获得2015-2020年西甲联赛中国地区独家全媒体版权。

资料来源：网络公开资料，中银国际证券

2) **俱乐部目前亏损，后续有望随足球转播分成改革的落实得到改善。**以往西甲联赛是典型的“豪门体制”，采用电视转播权采取分销制度，巴萨、皇马两大豪门和其他俱乐部之间贫富差距大。以2014年赛季为例，巴萨和皇马的电视转播权收入达到1.4亿欧元，而排在后面的格伦纳达和瓦拉多利德等队仅有1,800万欧元的电视转播收入。对比英超联赛，后者采用整体打包销售电视转播权的制度，避免贫富差距过大。英超在2015年年初将3个赛季电视转播权以51.36亿英镑出售，其中50%的利润平均分配给20家俱乐部，其中25%的利润用于草根足球，豪门俱乐部只能从另外25%的利润中多分一部分奖金，因此，上个赛季英超转播权收益最高的利物浦俱乐部拿到了1.17亿欧元，而垫底的加的夫城俱乐部也有7,450万欧元的电视转播收入。2015年5月，西班牙政府通过职业足球转播分成改革的法案，从2016年开始，西甲将效仿英超的做法，将电视转播权整体出售，电视转播费将较以往更为平均的分给20支球队，改变皇马和巴萨两家独大的特权，皇家西班牙人作为中等球队的转播收入将逐步得到改善。

图表 3. 皇家西班牙人俱乐部经营数据（单位：欧元）

科目	2013.7.1-2014.6.30	2014.7.1-2015.6.30
营业收入	41,725,914.99	40,680,804.60
营业利润	(552,618.08)	(510,705.40)
净利润	(111,306.55)	(365,234.11)
经营活动产生的现金流量净额	(4,281,714.28)	(3,134,696.49)

资料来源：公司公告，中银国际证券

3. “互动娱乐产业生态圈”战略布局更进一步。目前，公司的主要业务涵盖玩具、游戏、影视、互联网广告等。本次投资是公司打造“互动娱乐产业生态圈”的重要一步，也是公司“国际化”战略的重要组成部分。体育业务将与公司其他业务形成较好的协同效应。一方面，利用皇家西班牙人的资源优势，为公司玩具、游戏、影视等业务提供更广的营销渠道及更多的客户资源。另一方面，通过建立包括游戏、影视、衍生品、体育、互联网广告多轮驱动的IP资源产业价值共享体系，实现对体育业务的价值反哺，进一步丰富和完善公司构建的泛娱乐产业生态圈。

4. 投资建议：当前，体育产业景气度持续上升，此次收购帮助公司布局体育产业，分享行业增长红利，完善公司“互动娱乐产业生态圈”的战略布局。公司当前市值200亿元，根据万得一致预期2015-2017年公司全面摊薄每股收益分别为0.32、0.41、0.61元。建议持续关注公司在收购西甲西班牙人足球俱乐部后的开发运营情况和公司各业务之间的协同效果。

附录：皇家西班牙人足球俱乐部相关资料

西班牙足球甲级联赛20大俱乐部之一

成立时间：1900年10月28日（距今115年）

所在城市：巴塞罗那

球队主教练：塞尔吉奥·冈萨雷斯

官方地址：<http://www.rcdespanyol.com>

主场馆：科尔内拉-埃尔普拉特球场。球场耗资超过1亿欧元，于2009年夏天投入使用，可容纳40500名观众现场观看比赛。被2010年6月18日在都柏林举行的体育场馆商业奖评选中被评为年度最佳场馆，并获评欧洲足球协会联盟（UEFA）4星级足球场。

主要球员：里卡多·萨莫拉、里卡多·萨普里沙、阿尔弗雷多·迪斯蒂法诺、伊斯梅尔·乌尔塞斯、弗朗西斯科·鲁菲特、劳尔·塔穆多·蒙特罗、阿兰·博格西安、丹尼尔·哈尔克·冈萨雷斯、基科·卡西利亚等。

主场队服：蓝白上衣、蓝色短裤、白色球袜

主要成绩：西班牙国王杯冠军4次、西班牙超级杯亚军2次、欧洲联盟杯亚军2次、西班牙足球甲级联赛季军4次。在西甲历史积分总排行榜上，西班牙人位居第7位。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371