

2016年02月29日

胡嘉铭

james@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 43.60

公司基本资讯

产业别	传媒		
A 股价(2016/2/29)	32.13		
深证成指(2016/2/29)	9097.36		
股价 12 个月高/低	43.62/21.03		
总发行股数(百万)	487.71		
A 股数(百万)	273.60		
A 市值(亿元)	87.91		
主要股东	石河子快乐永久股权投资有限公司(25.06%)		
每股净值(元)	1.68		
股价/账面净值	19.16		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	14.8	52.8	42.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

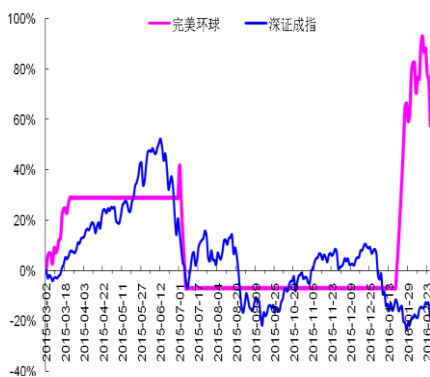
产品组合

电视剧	50.2%
电影	42.0%
经纪及其他	7.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.3%
一般法人	11.0%

股价相对大盘走势



完美环球(002624.SZ)

首次评级: Buy 买入

游戏业务回归, 影游联动打造全球化泛娱乐集团

结论与建议:

公司的影视业务具有良好的口碑和业绩表现, 与环球影业的合作是全球化战略的重大突破。收购完美世界实现游戏业务的回归, 可以显著提升上市公司的利润水平, 打造“影游联动”的全球化泛娱乐集团。

考虑完成对完美世界的收购后, 2016-2018 年的备考净利润分别为 11.15 亿元、14.31 亿元和 17.31 亿元, 全面摊薄后的每股 EPS 分别为 0.85 元、1.09 元和 1.32 元, 当前股价对应 P/E 为 38 倍、30 倍和 24 倍。首次评级给予“买入”建议, 目标价 43.6 元(对应备考 17 年 40 倍 PE)。

- **公司简介:** 公司 14 年 8 月成功借壳金磊股份登陆 A 股, 原有建材业务剥离, 主营业务变更为电影电视剧制作、发行及衍生业务, 艺人经纪服务及相关服务业务, 并于 2015 年 5 月更名为完美环球。公司发布 2015 年业绩快报, 全年实现营收 11.30 亿元, YOY 增长 22.01%, 净利润 2.88 亿元, YOY 增长 51.47%。
- **电视剧业务稳定发展:** 公司坚持走精品路线, 电视剧业务是最主要的收入来源, 营收占比在 80% 以上。2015 上半年电视剧收入 1.24 亿元, YOY-16.47%, 主要是由于多数剧集确认收入在下半年。预计未来公司电视剧业务将保持稳定发展的态势。
- **牵手环球影业, 电影业务有望崛起:** 近年来公司电影收入快速增长, 2015 上半年电影收入 1.04 亿元, YOY 增 217.3%。2 月 17 日公司宣布出资 2.5 亿美金, 并配套银行循环贷款, 在未来 5 年参与环球影业电影项目投资份额的 25% 左右, 数量不少于 50 部。并将按投资比例获得每部影片的永久性全球收益。公司全球化战略获得重要突破, 未来电影业务的发展更值得期待。
- **初涉综艺栏目业务:** 公司组建专业团队, 切入综艺栏目领域, 参与制作了东方卫视的《极限挑战》。未来公司在综艺栏目业务方面将采取稳步发展的策略, 继续寻找精品项目和优秀团队进行合作。
- **完美世界游戏业务回归:** 公司拟以 120 元的对价收购完美世界 100% 股权。同时, 非公开发行募集配套资金 50 亿元。完美世界是全球化游戏研发及运营企业, 是中国最具实力的互联网娱乐公司之一。完美世界承诺 2016-2018 年扣非后净利润不低于 7.55 亿元、9.88 亿元和 11.98 亿元。收购完成后将明显提升上市公司的利润水平。
- **影游联动打造全球化泛娱乐集团:** 公司影视业务和完美世界的游戏业务都具有强大的原创开发实力, 可构建领先的原创 IP “影游联动” 开发平台。通过投资环球影业, 完美环球的影视业务在全球化布局上迈出了坚实的一步, 未来更可利用完美世界的海外渠道拓展全球化业务, 打造影视游戏相结合的全球化泛娱乐集团。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2015-2018 年实现净利润 2.88 亿元、3.60 亿元、4.44 亿元和 5.33 亿元, YOY+51%、25%、23%和 20%; 按最新股本计算, 每股 EPS 分别为 0.59 元、0.74 元、0.91 元和 1.09 元, 当前股价对应 16-18 年 P/E 分别为 43 倍、35 倍和 29 倍。完成收购完美世界后, 2016-2018 年的备考净利润分别为 11.15 亿元、14.31 亿元和 17.31 亿元, 全面摊薄后的每股 EPS 分别为 0.85 元、1.09 元和 1.32 元, 当前股价对应 P/E 为 38 倍、30 倍和 24 倍。首次评级给予“买入”建议, 目标价 43.6 元(对应备考 17 年 40 倍 PE)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015F	2016F	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	190	288	360	444	533
同比增减	%	-	51.47%	25.06%	23.29%	20.00%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.390	0.591	0.739	0.911	1.093
同比增减	%	-	51.47%	25.06%	23.29%	20.00%
A 股市盈率(P/E)	X	82.39	54.40	43.49	35.28	29.40
股利(DPS)	RMB 元	0.04	0.05	0.10	0.10	0.10
股息率(Yield)	%	0.12%	0.16%	0.31%	0.31%	0.31%

营运分析

➤ 公司简介

北京完美影视传媒股份有限公司成立于 2008 年 8 月，是国内领先的影视文化投资、制作和发行机构，主营业务涵盖影视项目开发、制作、发行和营销，演艺经纪、文学经纪、商务广告等板块。

2014 年 8 月成功借壳金磊股份登陆 A 股，上市公司原有建材业务剥离，主营业务变更为电影电视剧制作、发行及衍生业务，艺人经纪服务及相关服务业务，并于 2015 年 5 月更名为完美环球（002624.SZ）。

截止 2015 年 9 月末，公司总股本为 4.88 亿股。上市公司第一大股东为石河子快乐永久股权投资有限公司（持股 25.06%），公司实际控制人为池宇峰，持有石河子快乐永久 90% 股权，间接持有上市公司 22.55% 股权。

2016 年 1 月，公司发布非公开发行股份收购资产方案，拟以 120 元的对价收购完美世界 100% 股权。完美世界成立于 2004 年，是领先的全球化游戏研发及运营企业，2007 年登陆纳斯达克，并已于 2015 年 7 月完成私有化。完美世界是上市公司实际控制人池宇峰控制的公司，完美世界游戏资产回归 A 股，有利于影视和游戏业务的整合，打造“影游联动”的全球化泛娱乐集团。

图 1：上市公司实际控制人



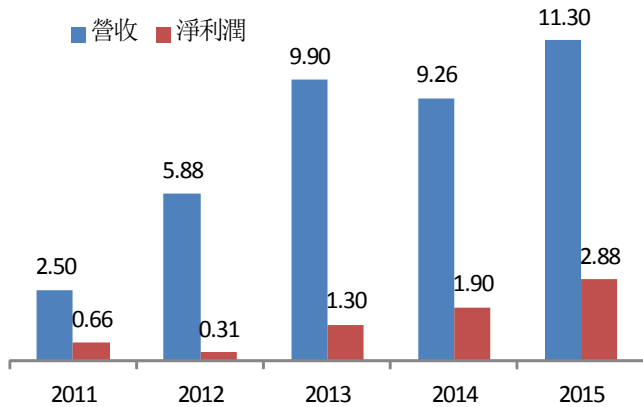
➤ 坚持精品路线，近年业绩表现出色

公司始终坚持走精品路线，成立 6 年来，参与制作和发行了 50 余部影视作品，获得专业奖项 70 多个。已成为中国影视导演孵化及发展的最重要平台之一，众多资深制作人、导演纷纷加盟，著名导演赵宝刚、刘江、郭靖宇、滕华涛等与公司建立战略合作关系，签订独家排他协议，上市后持续服务 4 年。

2015 年 1-9 月，公司实现营收 2.75 亿元，YOY 增长 89.3%，净利润 4166 万元，YOY 增长 773.86%。公司发布 2015 年业绩快报，全年实现营收 11.30 亿元，YOY 增长 22.01%，净利润 2.88 亿元，YOY 增长 51.47%。

图 2：公司历年营收净利润表现

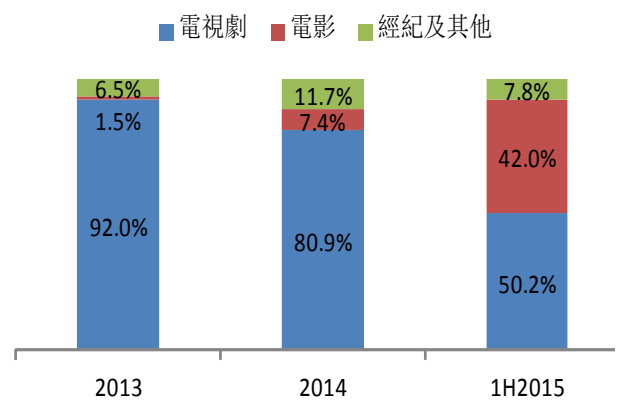
单位：亿元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 3：公司主营收入构成

单位：%



资料来源：公司网站，群益金鼎证券

➤ 电视剧业务稳步发展

艺恩咨询的报告显示，2013 年中国大陆收视率前 30 和网络播放量前 30 的电视剧中，完美影视均占据 5 席，位列第一阵营。2014 年公司也有 3 部电视剧入围收视率 TOP50。2015 年公司投资制作的《神犬小七》、《大秧歌》等电视剧收视率亦名列前茅。

公司电视剧收入占比一直在 80% 以上，2015 年上半年电视剧收入 1.24 亿元，YOY-16.47%，收入占比降至 50.2%，主要是由于多数剧集确认收入在下半年，预计全年电视剧业务收入占比仍将维持在较高水平。

公司 2016 年计划上映的电视剧将有《射雕英雄传》、《娘道》、《麻辣变形记 2》、《思美人》、《神犬小七 2》、《苏茉儿传奇》等，预计未来公司电视剧业务将保持稳定发展的态势，随着其他业务的崛起，收入占比将持续下降。

➤ 牵手环球影业，电影业务有望崛起

电影业务方面，公司先后投资拍摄了《失恋 33 天》、《等风来》、《钢琴的琴》等影片。2011 年《失恋 33 天》以 3.2 亿元的票房成绩成为国产小成本电影的黑马。近年来公司电影收入快速增长，2015 年上半年公司发行上映了《咱们结婚吧》、《分歧者 2》等电影作品，电影收入 1.04 亿元，YOY 增长 217.3%。

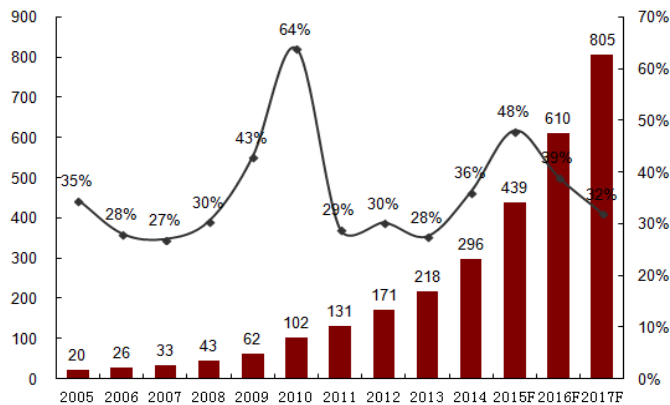
除了投资制作国产电影之外，引进好莱坞电影一直是公司电影业务的另一个重点，近年来公司引进了《安德的游戏》、《分歧者》系列等大片，是国内引进海外电影最多的民营公司。通过这种方式，公司积累了大量海外片方的合作资源，和国内发行的经验，也在好莱坞树立了良好的口碑和信誉。

2 月 17 日公司宣布通过下设基金的海外子公司完美环球投资股份有限公司与环球影业 (Universal Pictures) 达成片单投资及战略合作协议。根据协议约定，完美环球投资将出资 2.5 亿美金，并配套银行循环贷款，在未来 5 年参与环球影业电影项目投资份额的 25% 左右，数量不少于 50 部。完美环球投资按投资比例获得每部影片的永久性全球收益，包括票房分账，音像收入电视、多媒体渠道发行收入，衍生品授权收入等。

环球影业是美国知名电影制作公司，2015 年以全球票房 66 亿美金的佳绩稳居市场份额第一，并创造了好莱坞历史最高票房记录。此次公司与环球影业的合作，是公司全球化战略的重要突破，通过投资的方式使得公司可以深度参与好莱坞电

影的制作，并且分享全球票房和所有版权收入的分成。无疑将使公司未来电影业务的发展更值得期待。

图 4：中国电影票房收入 单位：亿元，%



资料来源：广电总局，群益金鼎证券

图 5：2015 年环球影业电影票房表现 单位：亿，%

影片	国内票房 (元)	全球票房 (美元)	国内占比 (%)
速度与激情 7	24.27	15.15	24.69
侏罗纪世界	14.21	16.69	13.12
小黄人大眼萌	4.36	11.57	5.81
第七子	1.73	1.14	23.39
绝命海拔	1.02	2.02	7.78
坚不可摧	0.37	1.63	3.50
总计	45.96	48.20	14.69

资料来源：群益金鼎证券
注：按 2015 年末汇率 6.4893 换算

➤ 初涉综艺栏目，《极限挑战》表现抢眼

公司组建专业团队，切入综艺栏目领域。赵宝刚导演领衔的鑫宝源影视通过项目合作模式，参与制作了东方卫视的《极限挑战》，6 月 14 日播出后，收视率破 2，最终以 2.195 的收视率位列年季播综艺节目收视率排名第六。

公司在综艺栏目领域的首次尝试便获得良好的成绩，成为公司新的利润增长点，目前《极限挑战 2》已开始录制，将在 2Q 播出，将继续为公司贡献利润。未来公司在综艺栏目业务方面将采取稳步发展的策略，继续寻找精品项目和优秀团队进行合作。

➤ 定增收购完美世界 100% 股权，游戏业务王者归来

1 月 6 日，公司公告发行股份收购资产方案，拟以 120 元的对价收购完美数字科技（持股 75.02%）和石河子骏扬（持股 24.98%）持有的完美世界 100% 股权，发行价格 19.53 元，发行股份不超过 6.14 亿股。同时，向公司实际控制人池宇峰、员工持股计划（一、二）及招商财富完美 1 号专项资管计划非公开发行募集配套资金 50 亿元，发行价格 23.56 元，发行股份不超过 2.12 亿股。

完美世界成立于 2004 年，是全球化游戏研发及运营企业，是中国最具实力的互联网娱乐公司之一。自 2006 年第一款原创游戏《完美世界》上市，截止 2015 年 9 月 30 日，完美世界旗下共有 23 款客户端游戏、27 款移动网络游戏、4 款网页游戏和 2 款电视游戏运营。公司 IP 储备丰富，成功开发“笑傲江湖”、“诛仙”、“神雕侠侣”和“射雕英雄传”、“星际迷航”、“无冬之夜”、“圣斗士星矢”的优质 IP 资源。

2007 年完美世界登陆美国纳斯达克，并已于 2015 年 7 月完成私有化。公司实际控制人池宇峰持有完美数字科技 90% 的股权，本次收购和配套募资完成后，池宇峰将实际持有上市公司 57.77% 的股份。

2014 年完美世界实现营收和净利润分别为 37.46 亿元和 4.61 亿元，2015 年 1-9 月，营收 28.26 亿元，净利润-2.01 亿元，亏损的主要原因是完美世界私有化过程中对期权加速行权一次性确认费用约 7.76 亿元，剔除此影响后 2015 年 1-9 月备考的净利润为 6.56 亿元。完美世界原股东承诺 2016-2018 年扣非后净利润不低于 7.55

亿元、9.88 亿元和 11.98 亿元，低于承诺将以上市公司股份和现金进行补偿。

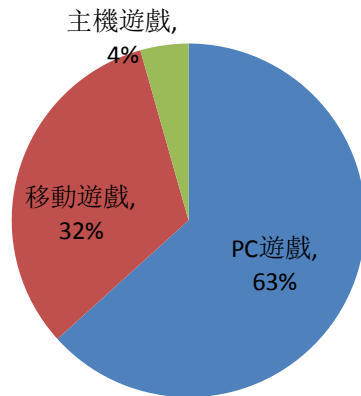
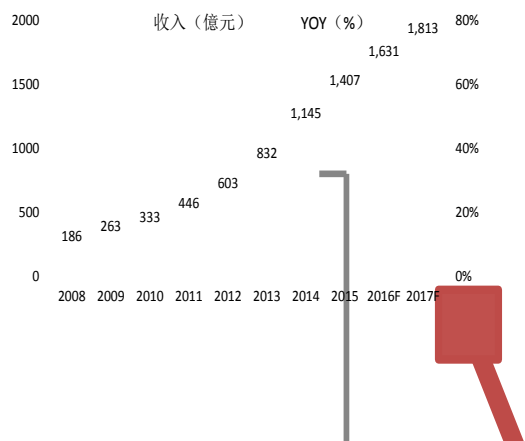
2015 年中国游戏市场收入 1407 亿元，YOY 增长 22.9%。其中移动游戏收入 514.6 亿元，YOY 增长 87.2%。2016 年完美世界在研手游项目 15 款，其中不乏《射雕英雄传》、《大主宰》、《火炬之光》、《最终幻想》等手游力作，在 PC 游戏稳定发展的基础上，手游将成为未来主要的增长动力。

图 6：中国游戏产业规模

单位：亿元，%

图 7：完美世界游戏业务收入结构

单位：%



资料来源：群益金鼎证券

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

➤ 影游联动打造全球化泛娱乐集团

收购完美世界 100% 股权完成后，完美旗下的游戏资产回归 A 股。完美世界的游戏业务具有较强的盈利能力，能够显著增强上市公司的利润水平。更重要的是，在同一个上市平台下，公司的游戏和影视业务可以更好的发挥协同效应，提升公司的整体竞争实力。

基于 IP 的泛娱乐生态战略已成为行业发展趋势，利用资本市场的优势，进行产业链上下游延伸和横向扩张，成为泛娱乐布局的重要手段。上市公司的影视业务和完美世界的游戏业务都具有强大的原创开发实力，在实现游戏和影视业务的整合后，原创的影视和游戏 IP 都可以进行再次开发，形成一体化的产品，构建领先的原创 IP 的“影游联动”开发平台。

完美世界经过多年的发展，已构建了全球化的研发、发行和运营架构，游戏产品已出口至欧美、日韩和东南亚等地区。同时，通过投资环球影业，完美环球的影视业务也在全球化布局上迈出了坚实的一步，未来更可利用完美世界的海外渠道拓展全球化业务，打造影视游戏相结合的全球化泛娱乐集团。

盈利预测

公司影视业务具有良好的口碑和业绩表现，与环球影业的合作是全球化战略的重大突破。收购完美世界实现游戏业务的回归，可以显著提升上市公司的利润水平，打造“影游联动”的全球化泛娱乐集团。我们预计公司 2015-2018 年实现净利润 2.88 亿元、3.60 亿元、4.44 亿元和 5.33 亿元，YOY+51%、25%、23%和 20%；按最新股本计算，每股 EPS 分别为 0.59 元、0.74 元、0.91 元和 1.09 元，当前股价对应 16-18 年 P/E 分别为 43 倍、35 倍和 29 倍。

在完成收购完美世界和募集配套资金后，我们预计 2016-2018 年的备考净利润分别为 11.15 亿元、14.31 亿元和 17.31 亿元，全面摊薄后的每股 EPS 分别为 0.85 元、1.09 元和 1.32 元，当前股价对应 P/E 为 38 倍、30 倍和 24 倍。首次评级给予

“买入”建议，目标价 42.8 元（对应备考 17 年 40 倍 PE）。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
营业收入	926	1129	1450	1794	2152
经营成本	468	575	754	943	1142
销售费用	91	102	123	143	161
管理费用	58	76	99	120	140
财务费用	13	38	43	47	52
投资收益	1	15	18	22	27
营业利润	266	326	417	526	641
营业外收入	22	58	63	66	70
利润总额	288	384	480	592	711
所得税	75	96	120	148	178
少数股东损益	23	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	190	288	360	444	533

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
货币资金	251	358	404	534	655
应收帐款	694	729	838	964	1157
存货	452	497	596	715	858
流动资产合计	1549	1834	2139	2463	2970
固定资产	16	12	15	19	23
非流动资产合计	97	513	616	739	886
资产总计	1646	2347	2755	3202	3857
流动负债合计	569	712	890	1112	1390
长期负债合计	268	685	754	829	912
负债合计	838	1397	1643	1941	2302
股本	559	488	488	488	488
少数股东权益	53	69	90	117	152
股东权益合计	809	950	1111	1261	1555
负债和股东权益总计	1646	2347	2755	3202	3857

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	-228	82	103	169	254
投资活动产生的现金流量净额	-31	-512	-386	-420	-568
筹资活动产生的现金流量净额	196	537	329	380	435
现金及现金等价物净增加额	-62	107	46	129	121

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或

印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。