



投资成立影视公司, 互娱板块渐成型

- **事件:** 近日, 利欧影视基金与前游族影业副总裁杨璐先生共同投资, 创建利欧元力影业。据悉, 利欧元力影业将投入 20 亿资金, 以 10 年时间、9 部电影、9 部电视剧的超大规模开发一个超级青少年科幻 IP, 打造贯通影视剧、游戏、实景体验、VR、产品授权等娱乐全产业链的国际级品牌。
- **加码影视、开发 IP, 互动娱乐打开想象空间。** 近年, 影视剧、网生内容都呈现欣欣向荣之势, 广告主也愿意加大在这些领域广告投放预算, “营销+内容”互补有利于增强运营能力和盈利能力。2016 年 1 月起, 公司开始持续在娱乐产业进行布局。之前便以 1.35 亿元入股影视植入龙头世纪鲲鹏(20%股权)并以 5333.33 万元增资影视制作兼艺人经纪公司盛夏星空(10%股权), 此番成立影业公司耗巨资孵化科幻 IP 更是彰显出公司深度运营影视传媒的决心, 公司“机械制造+数字营销+互动娱乐”三驾马车共进的格局逐渐成型, 预计未来在大娱乐产业的并购不会停止, 传媒业务成为创收重头戏。
- **数字营销业务布局“快准狠”, 合纵连横打造新龙头。** 根据艾瑞咨询, 2014 年中国网络广告市场规模达到 1573.4 亿元, 同比增长 41%, 2017 年有望达到 3500 亿。公司抓住互联网细分领域契机, 自 2014 年起先后收购漫酷广告(技术驱动型媒介代理)、上海氩氩(社会化营销)、琥珀传播(策略创意)、万圣伟业(流量整合)、微创时代(移动营销+搜索引擎营销), 投资碧橙网络(品牌企业电商数字营销)、益家互动(智能电视终端数字营销)、热源网络(医疗数字营销), 未来还将收购智趣广告(游戏与金融数字营销), 这一系列的外延扩张使加长加粗了公司数字营销产业链, 大幅提升了收入和毛利率, 未来不排除公司有继续在垂直细分领域收购能与万圣伟业流量形成协同的标的的可能。
- **2015 年业绩大增, 2016 年业绩有望实现飞跃。** 2015 年实现收入 43.94 亿元, 同比增长 53%; 归母净利润 2.46 亿元, 同比增长 37%。增长的主要原因是 1) 2015 年漫酷广告、氩氩、琥珀传播已全部并表, 三者合计承诺归属利欧的净利润有 0.95 亿元, 而上年同期只有漫酷广告 2014 年 4-12 月业绩并表; 2) 万圣伟业、微创时代 2015 年 12 月业绩并表。2016 年, 公司业绩不仅将包括万圣伟业、微创时代以及之前收购公司的全年净利润, 还将加入各参投公司、智趣广告的利润贡献, 加上其他并购预期以及参投标的上市预期, 我们认为, 公司 2016 年业绩将取得更大突破。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2874.27	4392.68	7756.88	9950.64
增长率	56.10%	52.83%	76.59%	28.28%
归属母公司净利润(百万元)	179.92	248.66	873.49	1058.10
增长率	221.34%	38.21%	251.28%	21.13%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.16	0.58	0.70
净资产收益率 ROE	10.23%	6.96%	21.14%	22.03%
PE	120	88	25	21
PB	10.47	6.46	5.22	4.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

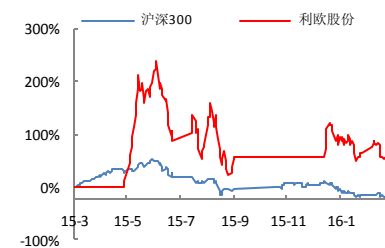
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨

电话: 0755-23824664

邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



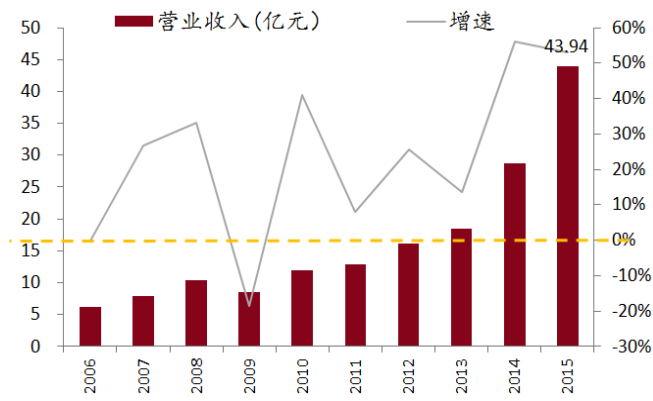
数据来源: 西南证券

基础数据

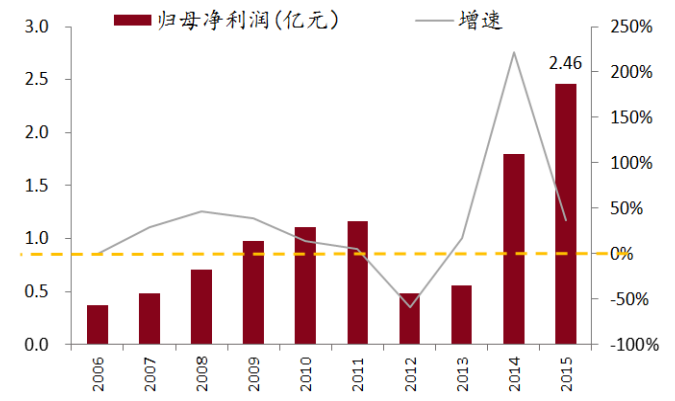
总股本(亿股)	15.09
流通 A 股(亿股)	5.89
52 周内股价区间(元)	10.41-33.28
总市值(亿元)	218.11
总资产(亿元)	45.05
每股净资产(元)	1.84

相关研究

- **大股东增持与两轮员工持股计划彰显信心。**2015年8月,实际控制人分两次增持公司股份,对应的均价分别是(按公积金转增股本后计算)16.81元/股(150万股)以及19.1元/股(90.4万股);2016年2月,公司员工持股计划实施均价为16.25元/股(920.4万股)。一方面,我们可以看出高管与员工均对公司未来充满信心;另一方面,公司当前股价14.28元,低于增持价与员工持股价(同时也低于收购万圣、微创时募集配套资金的价格以及近期收购智趣广告的拟定价格),具有一定的安全边际。
- **关键假设:** 1) 传统水泵行业保持稳定发展态势; 2) 数字营销行业 2016~2018 平均增速保持 25%以上; 3) 公司 2016 年顺利完成智趣广告相关非公开发行; 4) 公司收购各标的均完成业绩承诺甚至略微超出承诺; 5) 公司完成对热源网络剩下 80% 股权的收购。
- **业绩预测与估值:** 我们预计,公司传统机械制造业务营收未来三年年增速维持在 7%, 毛利率稳定在 28%左右; 而数字营销业务在收智趣广告之后收入将大幅增厚, 加上其他增资预期我们估测 16、17 年收入增速分别对应 130%、36%, 毛利率在 27%左右; 互动娱乐是公司新兴板块, 尚处于雏形之中, 根据公司对其重视程度, 估计 16、17 年收入增速分别为 300%、50%, 毛利率在 50%左右。
- 公司数字营销(不计入定增落地带来的股本变化)我们预测公司 2016~2017 年 EPS 分别为 0.58 元和 0.70 元;(计入定增落地包括募集配套资金带来的股本变化)2016~2017 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.67 元, 综合考虑数字营销龙头、互娱新业务以及传统业务, 我们给予 40 倍估值, 首次覆盖“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动的风险、并购业务业绩实现或整合成效不及预期的风险、非公开发行推进不及预期的风险、未来外延节奏缓慢的风险。

图 1: 2006-2015 年营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2006-2015 年归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2874.27	4392.68	7756.88	9950.64	净利润	213.13	235.25	883.62	1098.47
营业成本	2211.68	3376.46	5601.84	7152.14	折旧与摊销	84.23	96.45	96.45	96.45
营业税金及附加	15.80	23.19	41.24	53.08	财务费用	16.78	-12.21	-21.56	-27.66
销售费用	205.91	321.96	564.26	725.67	资产减值损失	54.69	31.85	39.81	39.49
管理费用	267.99	454.42	789.95	1004.44	经营营运资本变动	-91.39	-321.10	-942.53	-587.70
财务费用	16.78	-12.21	-21.56	-27.66	其他	-387.41	-114.18	-322.94	-322.59
资产减值损失	54.69	31.85	39.81	39.49	经营活动现金流净额	-109.98	-83.95	-267.16	296.46
投资收益	109.48	100.00	300.00	300.00	资本支出	-651.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-20.85	-20.85	-20.85	-20.85	其他	389.59	79.01	279.18	279.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-261.90	79.01	279.18	279.16
营业利润	190.05	276.17	1020.48	1282.64	短期借款	-20.68	-14.12	0.00	0.00
其他非经营损益	62.25	24.71	94.56	94.51	长期借款	17.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	252.30	300.88	1115.04	1377.15	股权融资	329.73	1118.00	0.00	0.00
所得税	39.18	65.63	231.42	278.67	支付股利	-18.64	-59.89	-82.77	-290.75
净利润	213.13	235.25	883.62	1098.47	其他	-259.69	5.31	21.56	27.66
少数股东损益	33.21	-13.41	10.13	40.38	筹资活动现金流净额	48.23	1049.31	-61.21	-263.09
归属母公司股东净利润	179.92	248.66	873.49	1058.10	现金流量净额	-313.29	1044.37	-49.18	312.53
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	179.47	1223.84	1174.66	1487.19	成长能力				
应收和预付款项	1657.50	2195.28	3978.61	5156.39	销售收入增长率	56.10%	52.83%	76.59%	28.28%
存货	448.76	684.41	1136.05	1450.68	营业利润增长率	216.02%	45.31%	269.52%	25.69%
其他流动资产	36.17	55.27	97.60	125.21	净利润增长率	305.17%	10.38%	275.61%	24.31%
长期股权投资	96.75	96.75	96.75	96.75	EBITDA 增长率	66.35%	23.82%	203.93%	23.38%
投资性房地产	3.79	3.93	3.90	3.89	获利能力				
固定资产和在建工程	572.88	508.25	443.61	378.98	毛利率	23.05%	23.13%	27.78%	28.12%
无形资产和开发支出	998.68	971.14	943.61	916.07	三费率	17.07%	17.40%	17.18%	17.11%
其他非流动资产	207.40	207.01	206.62	206.22	净利率	7.41%	5.36%	11.39%	11.04%
资产总计	4201.41	5945.87	8081.40	9821.37	ROE	10.23%	6.96%	21.14%	22.03%
短期借款	414.12	400.00	400.00	400.00	ROA	5.07%	3.96%	10.93%	11.18%
应付和预收款项	1141.27	1480.42	2561.06	3316.33	ROIC	9.08%	7.89%	23.28%	23.00%
长期借款	117.50	117.50	117.50	117.50	EBITDA/销售收入	10.13%	8.20%	14.12%	13.58%
其他负债	444.43	569.90	823.93	1000.91	营运能力				
负债合计	2117.32	2567.82	3902.50	4834.74	总资产周转率	0.82	0.87	1.11	1.11
股本	391.42	1509.43	1509.43	1509.43	固定资产周转率	5.55	10.30	21.44	33.48
资本公积	910.05	910.05	910.05	910.05	应收账款周转率	2.73	2.65	2.95	2.54
留存收益	702.86	891.63	1682.36	2449.70	存货周转率	5.43	5.96	6.15	5.53
归属母公司股东权益	2003.74	3311.11	4101.84	4869.18	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.83%	—	—	—
少数股东权益	80.35	66.94	77.07	117.45	资本结构				
股东权益合计	2084.09	3378.05	4178.91	4986.63	资产负债率	50.40%	43.19%	48.29%	49.23%
负债和股东权益合计	4201.41	5945.87	8081.40	9821.37	带息债务/总负债	25.11%	20.15%	13.26%	10.70%
					流动比率	1.28	1.84	1.77	1.81
					速动比率	1.03	1.53	1.46	1.49
					股利支付率	10.36%	24.08%	9.48%	27.48%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	291.06	360.40	1095.37	1351.42	每股收益	0.12	0.16	0.58	0.70
PE	121.23	87.71	24.97	20.61	每股净资产	1.38	2.24	2.77	3.30
PB	10.47	6.46	5.22	4.37	每股经营现金	-0.07	-0.06	-0.18	0.20
PS	7.59	4.97	2.81	2.19	每股股利	0.01	0.04	0.05	0.19
EV/EBITDA	19.93	57.96	19.12	15.26					
股息率	0.09%	0.27%	0.38%	1.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn