

养精蓄锐，静候 Q4 业绩爆发

投资要点

- **事件:** 公司公告 2017 年半年报: 1) 上半年实现营收 3.3 亿元, 同比下降 22.3%; 实现归母净利润 7618.5 万元, 同比下降 17.5%。2) 三季报指引: 归母净利润区间 1.46-1.6 亿元, 同比增长 0.02%-9.61%, 上年同期 1.46 亿元。公司投资的《那些年, 我们正年轻》、《决战江桥》、《那年花开月正圆》等电视剧, 预计在三季度确认收入; 《凉生, 我们可不可以不忧伤》、《回到明朝当王爷》等电视剧预计在四季度确认收入。
- **基本符合预期, 电视剧行业收入与确认有季节性, 通常四季度拿到发行许可作品较多, 公司基本面无需过于担心, 静待 Q4 业绩爆发。** 1) 电视剧业务方面, 上半年实现收入 1.1 亿元, 同比减少 16%; 毛利率 28.8%, 增加 2.5 个百分点。公司投资作品有 2 部 (《左耳》、《那年花开月正圆》), 有 5 部在后期制作 (《凉生, 我们可不可以不忧伤》、《回到明朝当王爷》、《大三线》、《爵迹》、《极速青春》)。其中, 《凉生》是公司今年主力创收作品, 投资比例 100%, 网络端版权卖给 PPTV 价格为 8 亿 (或 7.6 亿), 电视台端版权卖给湖南卫视 3.84 亿, 按照 80 集算, 单集网络端和台端价格分别为 1000 万元、480 万元, 已经是头部剧最顶尖水平, 四季度确认将带来非常丰厚的利润。2) 游戏业务方面, 主体是赞成科技, 上半年实现收入 2.1 亿元, 同比减少 13.8%; 毛利率 42.9%, 增加 2.4 个百分点。
- **定增进度加速, 8 月获证监会核准, 资金活水助力大 IP 腾飞。** 公司拟非公开发行 9.3 亿元用于电视剧网络剧制作 (不超过 2474 万股、发行底价 37.66 元/股), 该事项自 2015 年 10 月开始筹划, 已经于 8 月 14 日拿到核准批文, 进度快于市场预期。此外公司 4 月筹划发行 15 亿公司债, 资金活水到位后将加速公司 IP 剧开发进程, 进一步刺激明年业绩释放。
- **大股东屡次增持, 公司信心可鉴。** 实控人董事长马中骏 2016 年底直接持股比例 14.99%, 上半年几次增持, 截止 6 月 30 日直接持股比例上升至 19.63%。且公司公告, 马中骏拟自 7 月 19 日起 6 个月内增持公司股份, 累计增持金额不低于 1000 万元, 增持股数不超过现有总股本 (3.145 亿股) 的 2%。
- **获取《大秦帝国》版权, IP 储备进一步丰厚。** 公司与文明东方共同出资设立大道新慈, 公司出资 (1 亿, 占注册资本的 70%), 文明东方出 IP (《大秦帝国》六部电视剧本著作权作价 4280 万元, 占注册资本的 30%)。文明东方并将孙皓晖六部原著小说《大秦帝国》全类别的改编权和摄制权以及一部电影剧本《嬴政大帝》的全部著作权无偿转让给合资公司。合资公司将进行《大秦帝国》系列精品影视剧的开发。加上之前储备的《三体》、《沙海》、《步步生莲》, 项目足够未来三年开发。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.43 元、1.68 元、2.06 元, 对应的 PE 为 25 倍、21 倍、17 倍 (暂未考虑未来定增带来的股本变化), 我们认为公司是传媒领域中业务扎实、业绩高成长的小市值优质白马, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 文化产业政策变化的风险、电视剧作品开发进度不及预期的风险、非公开发行不及预期的风险、并购企业业绩不达承诺的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1826.19	2423.66	2982.94	3561.67
增长率	113.34%	32.72%	23.08%	19.40%
归属母公司净利润 (百万元)	290.11	449.94	527.21	648.74
增长率	45.63%	55.09%	17.17%	23.05%
每股收益 EPS (元)	0.92	1.43	1.68	2.06
净资产收益率 ROE	22.23%	27.51%	24.38%	23.08%
PE	39	25	21	17
PB	8.27	6.60	4.99	3.84

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: 0755-88604093
 邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.15
流通 A 股(亿股)	2.20
52 周内股价区间(元)	31.85-47.35
总市值(亿元)	113.16
总资产(亿元)	40.55
每股净资产(元)	4.43

相关研究

1. 慈文传媒 (002343): 大股东增持, 公司信心可鉴 (2017-07-19)
2. 慈文传媒 (002343): 楚乔传内容驱动收视率 (2017-06-18)
3. 慈文传媒 (002343): 破茧化蝶, 老牌影视蜕变成网生龙头 (2017-01-06)
4. 慈文传媒 (002343): 影视价格重塑, 盈利空间打开 (2016-11-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1826.19	2423.66	2982.94	3561.67	净利润	304.14	471.70	552.70	680.11
营业成本	1212.39	1393.58	1761.19	2103.96	折旧与摊销	9.97	9.27	9.27	9.27
营业税金及附加	6.10	9.87	12.12	14.37	财务费用	38.84	17.76	31.89	48.03
销售费用	49.32	121.18	149.15	178.08	资产减值损失	84.47	115.00	130.00	130.00
管理费用	57.40	172.70	203.21	232.93	经营营运资本变动	70.96	-311.85	-302.15	-403.10
财务费用	38.84	17.76	31.89	48.03	其他	-407.24	-94.61	-126.28	-131.04
资产减值损失	84.47	115.00	130.00	130.00	经营活动现金流净额	101.15	207.27	295.43	333.27
投资收益	1.23	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	57.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.81	0.00	0.00	0.00	其他	-309.99	-6.58	-6.85	0.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-252.54	-6.58	-6.85	0.45
营业利润	378.08	582.94	689.87	854.30	短期借款	109.67	-67.97	0.00	0.00
其他非经营损益	13.32	13.41	13.41	13.41	长期借款	363.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	391.40	596.34	703.28	867.70	股权融资	-6.36	0.00	0.00	0.00
所得税	87.26	124.65	150.58	187.59	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	304.14	471.70	552.70	680.11	其他	141.18	-190.40	-31.89	-48.03
少数股东损益	14.03	21.76	25.49	31.37	筹资活动现金流净额	607.49	-258.37	-31.89	-48.03
归属母公司股东净利润	290.11	449.94	527.21	648.74	现金流量净额	456.68	-57.68	256.69	285.69
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	771.93	714.25	970.93	1256.62	成长能力				
应收和预付款项	1171.71	1400.11	1836.09	2281.32	销售收入增长率	113.34%	32.72%	23.08%	19.40%
存货	874.85	963.58	1309.24	1636.27	营业利润增长率	50.20%	54.18%	18.34%	23.83%
其他流动资产	28.89	199.39	221.23	227.20	净利润增长率	50.38%	55.09%	17.17%	23.05%
长期股权投资	5.89	5.89	5.89	5.89	EBITDA 增长率	51.58%	42.88%	19.85%	24.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	39.46	33.98	28.50	23.02	毛利率	33.61%	42.50%	40.96%	40.93%
无形资产和开发支出	1017.13	1014.06	1010.99	1007.91	三费率	7.97%	12.86%	12.88%	12.89%
其他非流动资产	49.29	48.57	47.85	47.13	净利率	16.65%	19.46%	18.53%	19.10%
资产总计	3959.15	4379.82	5430.71	6485.37	ROE	22.23%	27.51%	24.38%	23.08%
短期借款	467.97	400.00	400.00	400.00	ROA	7.68%	10.77%	10.18%	10.49%
应付和预收款项	760.70	895.31	1169.69	1414.24	ROIC	22.25%	25.88%	25.92%	27.30%
长期借款	425.50	425.50	425.50	425.50	EBITDA/销售收入	23.38%	25.17%	24.51%	25.59%
其他负债	936.61	944.60	1168.40	1298.40	营运能力				
负债合计	2590.79	2665.41	3163.60	3538.14	总资产周转率	0.53	0.58	0.61	0.60
股本	314.51	314.51	314.51	314.51	固定资产周转率	44.74	66.00	95.47	138.25
资本公积	105.44	105.44	105.44	105.44	应收账款周转率	1.85	2.03	2.00	1.87
留存收益	799.56	1249.50	1776.70	2425.45	存货周转率	1.63	1.50	1.53	1.42
归属母公司股东权益	1345.15	1669.45	2196.65	2845.40	新增长业务提供业务收到现金/营业收入	96.86%	—	—	—
少数股东权益	23.22	44.97	70.46	101.83	资本结构				
股东权益合计	1368.36	1714.42	2267.11	2947.23	资产负债率	65.44%	60.86%	58.25%	54.56%
负债和股东权益合计	3959.15	4379.82	5430.71	6485.37	带息债务/总负债	34.49%	30.97%	26.09%	23.33%
					流动比率	1.56	1.72	1.81	1.95
					速动比率	1.08	1.22	1.26	1.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	426.90	609.97	731.03	911.60	每股收益	0.92	1.43	1.68	2.06
PE	39.01	25.15	21.46	17.44	每股净资产	4.35	5.45	7.21	9.37
PB	8.27	6.60	4.99	3.84	每股经营现金	0.32	0.66	0.94	1.06
PS	6.20	4.67	3.79	3.18	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	26.78	18.65	15.21	11.88					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn