

体育业务渐成气候、估值优势彰显投资价值

投资要点

- **体育业务逐步成熟。**从2016年开始,当代明诚开始全面推进体育业务,从目前的情况来看,公司原有的体育营销业务稳步增长,在此之上,新兴业务正在全面推广:1) 汉为体育的场馆业务正在逐步开业,目前运营情况非常良好;2) 双刃剑更为频繁地参与国际顶级赛事,行业影响力快速提升;3) 体外体育资产进一步丰富,未来上市公司体育业务模式或更加多元化。
- **参与顶级赛事,江湖地位彰显。**无论是获得2018年俄罗斯世界杯亚洲区独家代理销售资格、还是为“2018年俄罗斯世界杯香港地区提供转播权分销、转让”提供服务,我们看到当代明诚正在原有的体育营销业务基础上,更加深入地参与国际顶级赛事。我们认为,此举除了单纯地从财务上为公司业绩提供支持以外,更加重要的是显示出国际体育市场对公司能力的认可和接纳,这是公司体育业务能力的体现,更是未来进一步推进和实现公司体育战略的重要基础,同时考虑到集团公司和公司核心管理人员在体外的体育业务资源、正在并购的新英体育,当代明诚已经成为国内体育产业化的先行者和领军企业之一。
- **强视传媒好于心理预期。**过去,部分市场人士担忧强视传媒缺乏爆款,业绩承诺完成有不确定性。但从过去的情况来看:2015年,承诺利润6394万、实际利润6770万;2016年,承诺利润8164万、实际利润9685万;强势传媒均是明显超过对赌业绩在贡献利润。同时,今年强视传媒还制作了《新龙门客栈》等较为知名的IP改编作品,预计今年的业绩将进一步超过承诺利润。
- **估值优势显著。**过去,当代明诚的估值问题是其股价的核心压力。但是,随着这两年以来的调整,公司估值压力已经完全释放,从目前的情况来看,公司2018年的估值水平已经回到价值投资领域:1) 从强视传媒的项目储备和进度来看,预计2018年的业绩大概率超过2017年的对赌业绩,保守估计2018年将实现超过1.2亿的利润;2) 2018年双刃剑获得诸多增量业务订单,预计超过对赌业绩20%,即1.2亿以上的利润体量;3) 预计2018年汉为体育将贡献约0.2亿的利润。那么估值水平如下:

- 1) 不考虑并购、不考虑增发:2018年体内资产的利润超过2.6亿,考虑到母公司约0.2亿的运营成本,利润在2.4亿左右,按目前的估值26倍;
- 2) 考虑并购、不考虑增发:2018年体内资产的利润为2.6亿,新英体育带来

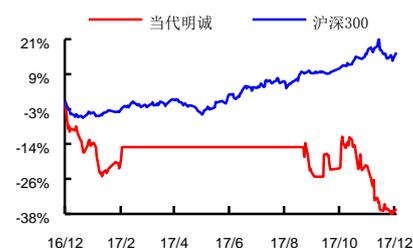
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	569.04	700.49	891.20	1091.94
增长率	31.98%	23.10%	27.23%	22.52%
归属母公司净利润(百万元)	122.18	184.77	235.32	295.48
增长率	128.51%	51.22%	27.36%	25.57%
每股收益EPS(元)	0.25	0.38	0.48	0.61
净资产收益率ROE	5.95%	8.28%	9.54%	10.69%
PE	50	33	26	21
PB	2.49	2.29	2.07	1.85

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)	4.87
流通A股(亿股)	2.74
52周内股价区间(元)	12.3-18.22
总市值(亿元)	61.58
总资产(亿元)	47.40
每股净资产(元)	5.03

相关研究

1. 当代明诚(600136): 细化并购方案, 整合进程推进 (2017-09-01)
2. 当代明诚(600136): 新英开曼收购在即, 立足国际体育版权市场 (2017-06-18)
3. 当代明诚(600136): 业绩如期增长、双主动动力强劲 (2017-02-28)

约 3 亿利润，新增财务费用+母公司运营成本约 2.4 亿，总利润为 3.2 亿，估值为 20 倍；

3) 考虑并购、考虑增发：2018 年体内资产的利润为 2.6 亿，新英体育带来约 3 亿利润，新增财务费用+母公司运营成本约 1.6 亿，总利润为 4.2 亿，增发将带来 12 亿新增市值，所以最后估值为 18 倍。

- **盈利预测与投资建议。**因为对新英体育的并购和增发都没有完成，所以盈利预测暂不考虑上述事项。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.38 元、0.48 元、0.61 元，对应估值水平为 33 倍、26 倍、21 倍。考虑到：1) 目前当代明诚并购新英体育的进程较为顺利，如果资产整合成功，公司各个业务之间的协同将进一步提升，未来体育业务的变现模式更加丰富；2) 2018 年将是体育大年、赛事+政策的预期强烈；3) 公司估值优势明显，在目前 A 股体育类公司之中，是为数不多估值低于 30 倍且主要利润由体育业务贡献的公司之一。综上，我们上调公司的投资评级为“买入”，目标价为 16 元。
- **风险提示：**体育政策发生重大改变的风险、整合进度不及预期的风险、后续赛事 IP 持续性的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	569.04	700.49	891.20	1091.94	净利润	146.98	222.26	283.08	355.45
营业成本	260.53	321.61	409.95	502.29	折旧与摊销	2.77	2.09	2.09	2.72
营业税金及附加	3.41	4.12	5.28	6.45	财务费用	36.99	5.71	6.96	8.65
销售费用	7.30	14.01	14.63	19.88	资产减值损失	17.62	0.58	0.00	0.00
管理费用	80.49	84.06	115.86	136.49	经营营运资本变动	-818.48	705.32	-317.13	-170.75
财务费用	36.99	5.71	6.96	8.65	其他	295.35	10.06	5.50	0.00
资产减值损失	17.62	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-318.77	946.03	-19.50	196.07
投资收益	0.75	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-1124.16	0.00	0.00	-13.23
公允价值变动损益	-4.35	0.00	0.00	0.00	其他	480.40	-10.64	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-643.76	-10.64	-5.50	-13.23
营业利润	159.10	259.76	333.03	418.17	短期借款	188.00	-290.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.91	1.73	0.00	0.00	长期借款	134.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	173.02	261.49	333.03	418.17	股权融资	1388.84	0.00	0.00	0.00
所得税	26.04	39.22	49.95	62.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	146.98	222.26	283.08	355.45	其他	-485.52	-13.11	-6.96	-8.65
少数股东损益	24.79	37.49	47.75	59.96	筹资活动现金流净额	1225.32	-303.11	-6.96	-8.65
归属母公司股东净利润	122.18	184.77	235.32	295.48	现金流量净额	265.83	632.28	-31.96	174.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	326.07	958.36	926.40	1100.59	成长能力				
应收和预付款项	760.16	206.48	290.90	365.53	销售收入增长率	31.98%	23.10%	27.23%	22.52%
存货	691.32	696.45	954.45	1142.19	营业利润增长率	84.77%	63.26%	28.21%	25.57%
其他流动资产	192.22	158.57	234.84	274.22	净利润增长率	113.95%	51.22%	27.36%	25.57%
长期股权投资	0.31	0.31	0.31	0.31	EBITDA 增长率	88.26%	34.55%	27.85%	25.57%
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	8.08	6.57	5.06	16.15	毛利率	54.22%	54.09%	54.00%	54.00%
无形资产和开发支出	1461.11	1461.08	1461.04	1461.00	三费率	21.93%	14.82%	15.42%	15.11%
其他非流动资产	140.71	140.17	139.62	139.08	净利率	25.83%	31.73%	31.76%	32.55%
资产总计	3579.99	3627.98	4012.61	4499.07	ROE	5.95%	8.28%	9.54%	10.69%
短期借款	290.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.11%	6.13%	7.05%	7.90%
应付和预收款项	179.76	306.20	394.36	510.76	ROIC	8.45%	8.67%	11.93%	13.48%
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	EBITDA/销售收入	34.95%	38.20%	38.38%	39.34%
其他负债	440.14	436.82	450.21	464.83	营运能力				
负债合计	1109.90	943.02	1044.57	1175.59	总资产周转率	0.24	0.19	0.23	0.26
股本	487.18	487.18	487.18	487.18	固定资产周转率	87.77	95.64	153.30	102.98
资本公积	1690.90	1690.90	1690.90	1690.90	应收账款周转率	1.24	2.56	24.40	22.17
留存收益	202.16	386.93	622.25	917.74	存货周转率	0.53	0.46	0.50	0.48
归属母公司股东权益	2387.63	2565.01	2800.33	3095.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.50%	—	—	—
少数股东权益	82.46	119.95	167.71	227.67	资本结构				
股东权益合计	2470.09	2684.96	2968.04	3323.49	资产负债率	31.00%	25.99%	26.03%	26.13%
负债和股东权益合计	3579.99	3627.98	4012.61	4499.07	带息债务/总负债	79.67%	63.01%	56.89%	50.55%
					流动比率	3.83	5.81	5.36	4.97
					速动比率	2.49	3.81	3.23	3.00
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.38	0.48	0.61
					每股净资产	5.07	5.51	6.09	6.82
					每股经营现金	-0.65	1.94	-0.04	0.40
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	198.87	267.56	342.08	429.55					
PE	50.40	33.33	26.17	20.84					
PB	2.49	2.29	2.07	1.85					
PS	10.82	8.79	6.91	5.64					
EV/EBITDA	33.09	21.15	16.64	12.84					
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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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