2018 年 11 月 29 日
证券研究报告•动态跟踪报告
当代明诚（600136）传媒

买入（维持）
当前价：10.16 元
目标价：13.25 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 完成一次反馈意见回复，看好公司未来发展

## 投资要点

- **事件：**公司就非公开发行股票申请文件反馈意见向证监会进行回复。
- **再融资监管有所松绑，非公开事项落地可能加大。**11 月初，证监会发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对再融资政策进行调整，对公司非公开事项落地提供了相对利好的政策环境。本次，公司拟发行不超过 9744 万股、募集不超过 20 亿元资金，如非公开事项顺利落地，由收购新英开曼产生的财务费用压力将得到大幅缓解。
- **新英体育完成收购，并表提升公司整体业绩。**公司顺利完成对新英开曼的收购，并从 9 月开始纳入公司并表范围。新英体育 9 月即实现 6000 万元利润贡献，带动公司业绩大幅提升（前三季度归母净利润同比大幅增长 160%）。扣除回购员工持股计划所产生费用影响（规模约 4.5 亿元），新英体育 2018-2019 年预计实现归母净利润分别为 2.9 亿元、4 亿元，预计将大幅提升公司整体业绩水平。
- **看好欧足联版权增厚公司业绩。**公司旗下欧足联赛事权益进入第二周期，涉及 2020 年欧洲杯、2020 年欧洲杯预选赛、2022 年世界杯欧洲区预算赛商业赞助权及数字媒体权利。参考 2018 世界杯的整体销售情况，我们对欧足联赛事权益商业价值有一定信心，或一定程度上弥补英超版权缺失（2019 年 5 月到期）带来的业绩波动，并对公司整体业绩形成增厚。
- **子公司业绩良好，商誉减值风险不高。**公司体育、影视业务运营主体双刃剑、强视传媒过往业绩良好，均超额完成业绩承诺。2018 上半年，强视传媒实现 1.2 亿元净利润，整体态势良好。双刃剑前三季度实现归母净利润为 7539 万元，已实现全年业绩承诺的 72.5%，完成业绩对赌可能性较大。整体来看，公司子公司运营稳健，商誉减值风险不大。
- **盈利预测与评级。**考虑财务费用影响，预计 2018-2020 年备考 EPS 分别为 0.40 元、0.61 元、0.77 元。如非公开事项落地，公司财务压力将得到大幅缓解，公司是国内最纯正体育标的之一，产业资源雄厚、版权储备丰富，我们看好公司未来发展，给予 13.25 元/股的目标价，维持“买入”评级。
- **风险提示：**体育政策发生重大改变的风险，业务整合或不及预期的风险，赛事版权获取或不及预期的风险，融资成本上行的风险，并购项目运营或不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 911.94 | 1918.41 | 2734.02 | 3233.90 |
| 增长率 | 60.26% | 110.37% | 42.51% | 18.28% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 128.13 | 195.99 | 298.57 | 374.41 |
| 增长率 | 4.87% | 52.96% | 52.34% | 25.40% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.26 | 0.40 | 0.61 | 0.77 |
| 净资产收益率 ROE | 5.41% | 8.21% | 11.13% | 12.86% |
| PE | 39 | 25 | 17 | 13 |
| PB | 1.96 | 1.85 | 1.68 | 1.52 |

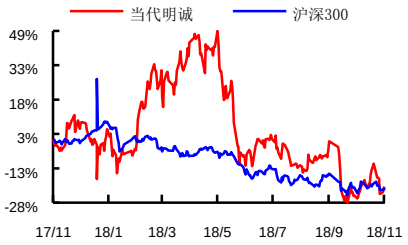
*数据来源：Wind，西南证券*


### 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：杭爱
电话：010-57758568
邮箱：ha@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) | 3.44 |
| 52 周内股价区间(元) | 9.24-19.29 |
| 总市值(亿元) | 49.50 |
| 总资产(亿元) | 107.58 |
| 每股净资产(元) | 5.57 |

### 相关研究

1. 当代明诚（600136）：引入外部投资者，看好体育业务未来发展 (2018-09-05)
2. 当代明诚（600136）：竞争壁垒高筑，体育龙头峥嵘初现 (2018-08-28)
3. 当代明诚(600136)：与爱奇艺达成合作，市场竞争力增强 (2018-08-07)
4. 当代明诚(600136)：体育影视双轮驱动，推动业绩大幅提升 (2018-07-31)
5. 当代明诚（600136）：中标亚足联赛事版权，受益世界杯业绩可期 (2018-06-12)
6. 当代明诚(600136)：体育业务渐成气候、估值优势彰显投资价值 (2017-12-12)

## 关键假设

假设 1：新英体育并表大幅增厚体育业务，考虑无形资产摊销影响，调整 2019-2020 年体育业务毛利率为 48%；

假设 2：公司影视业务的毛利率维持在 53%的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 影视业务 | 收入 | 589.1 | 795.2 | 938.4 | 1079.1 |
| | 增速 | 46.4% | 35.0% | 18.0% | 15.0% |
| | 毛利率 | 53.2% | 53.0% | 53.0% | 53.0% |
| 体育业务 | 收入 | 319.9 | 1119.6 | 1791.3 | 2149.6 |
| | 增速 | 87.9% | 250.0% | 60.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 61.3% | 53.5% | 48.0% | 48.0% |
| 其他 | 收入 | 3.0 | 3.6 | 4.3 | 5.2 |
| | 增速 | 185.9% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 43.0% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |
| 合计 | 收入 | 911.9 | 1918.4 | 2734.0 | 3233.9 |
| | 增速 | 60.3% | 110.4% | 42.5% | 18.3% |
| | 毛利率 | 56.0% | 53.3% | 49.7% | 49.7% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 相对估值

由于公司业务板块分属不同行业，我们采用分部估值法进行预测。

**1） 体育板块：**

我们选取金陵体育、力盛赛车和中体产业作为可比公司，2018 年 PE 均值为 60.81 倍，给予公司体育板块 61 倍估值。

**表 2：可比公司相对估值**

| 证券代码 | 证券名称 | 最新收盘价（元） | EPS | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E |
| 300651.SZ | 金陵体育 | 45.96 | 0.58 | 0.84 | 1.27 | 56.75 | 54.49 | 36.13 |
| 002858.SZ | 力盛赛车 | 14.60 | 0.65 | 0.39 | 0.50 | 60.28 | 37.00 | 29.03 |
| 600158.SH | 中体产业 | 8.30 | 0.07 | 0.09 | 0.25 | 149.25 | 90.95 | 33.21 |
| 中值 | | | | | | 60.28 | 54.49 | 33.21 |
| 均值 | | | | | | 88.76 | 60.81 | 32.79 |

*数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2018.11.28）*

**2） 影视板块：**

我们选取华策影视、慈文传媒、幸福蓝海作为影视板块可比公司，2018 年 PE 均值为 16.68 倍，给予公司影视板块 17 倍估值。

**表 3：可比公司相对估值**

| 证券代码 | 证券名称 | 最新收盘价（元） | EPS | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E |
| 300133.SZ | 华策影视 | 9.18 | 0.36 | 0.44 | 0.55 | 30.24 | 21.10 | 16.75 |
| 002343.SZ | 慈文传媒 | 10.99 | 1.20 | 1.05 | 1.26 | 29.58 | 10.50 | 8.72 |
| 300528.SZ | 幸福蓝海 | 9.17 | 0.30 | 0.50 | 0.59 | 44.00 | 18.45 | 15.62 |
| 中值 | | | | | | 30.24 | 18.45 | 15.62 |
| 均值 | | | | | | 34.61 | 16.68 | 13.70 |

*数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2018.11.28）*

**表 4：公司整体估值**

| 板块分类 | 2018 预计毛利润（百万元） | 2018 预计净利润（百万元） | PE | 市值（百万元） |
|---|---|---|---|---|
| 体育板块 | 599.0 | 71* | 61 | 4331.0 |
| 影视板块 | 421.5 | 125 | 17 | 2125.0 |
| 合计 | | | | 6456.0 |

*数据来源：西南证券（*并购产生的财务费用全部计入体育板块）*

通过分业务测算，我们估算公司 2018 年对应市值为 64.6 亿元，公司总股本为 4.87 亿股，对应股价为 13.25 元/股，相当于 33 倍估值，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 911.94 | 1918.41 | 2734.02 | 3233.90 |
| 营业成本 | 401.47 | 896.34 | 1374.90 | 1627.83 |
| 营业税金及附加 | 4.10 | 9.95 | 13.92 | 16.24 |
| 销售费用 | 14.75 | 34.53 | 49.21 | 58.21 |
| 管理费用 | 162.75 | 326.13 | 464.78 | 549.76 |
| 财务费用 | 94.00 | 313.30 | 336.35 | 346.59 |
| 资产减值损失 | 68.64 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 投资收益 | 11.74 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 公允价值变动损益 | -1.73 | -2.31 | -2.46 | -2.29 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 191.86 | 310.84 | 467.40 | 607.98 |
| 其他非经营损益 | -1.51 | -1.04 | -1.19 | -1.14 |
| **利润总额** | 190.35 | 309.81 | 466.20 | 606.84 |
| 所得税 | 41.68 | 67.85 | 102.10 | 132.90 |
| 净利润 | 148.67 | 241.96 | 364.11 | 473.94 |
| 少数股东损益 | 20.54 | 45.97 | 65.54 | 99.53 |
| 归属母公司股东净利润 | 128.13 | 195.99 | 298.57 | 374.41 |

| 现金流量表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 148.67 | 241.96 | 364.11 | 473.94 |
| 折旧与摊销 | 9.13 | 8.63 | 8.63 | 8.63 |
| 财务费用 | 94.00 | 313.30 | 336.35 | 346.59 |
| 资产减值损失 | 68.64 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 经营营运资本变动 | -1019.52 | -2561.75 | -2459.94 | -1401.42 |
| 其他 | -128.21 | -62.69 | -60.54 | -63.71 |
| **经营活动现金流净额** | -827.30 | -2015.55 | -1766.40 | -590.97 |
| 资本支出 | -131.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 73.44 | 17.69 | 17.54 | 17.71 |
| **投资活动现金流净额** | -58.04 | 17.69 | 17.54 | 17.71 |
| 短期借款 | 301.68 | 2233.54 | 2205.96 | 1029.55 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | 0.00 | -25.63 | -39.20 | -59.71 |
| 其他 | 812.65 | -578.54 | -336.35 | -346.59 |
| **筹资活动现金流净额** | 1114.33 | 1629.38 | 1830.42 | 623.25 |
| **现金流量净额** | 234.25 | -368.49 | 81.56 | 49.99 |

| 资产负债表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 560.33 | 191.84 | 273.40 | 323.39 |
| 应收和预付款项 | 1378.85 | 2733.65 | 4009.76 | 4779.46 |
| 存货 | 1247.14 | 2784.41 | 4269.01 | 5055.71 |
| 其他流动资产 | 82.96 | 174.51 | 248.70 | 294.17 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 28.89 | 27.47 | 26.05 | 24.63 |
| 无形资产和开发支出 | 1573.16 | 1572.91 | 1572.65 | 1572.40 |
| 其他非流动资产 | 254.89 | 247.94 | 240.99 | 234.03 |
| **资产总计** | 5126.21 | 7732.72 | 10640.56 | 12283.79 |
| 短期借款 | 591.68 | 2825.22 | 5031.18 | 6060.74 |
| 应付和预收款项 | 267.89 | 608.16 | 906.20 | 1063.93 |
| 长期借款 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| 其他负债 | 1320.69 | 1152.30 | 1231.23 | 1272.94 |
| **负债合计** | 2380.26 | 4785.68 | 7368.61 | 8597.61 |
| 股本 | 487.18 | 487.18 | 487.18 | 487.18 |
| 资本公积 | 1690.90 | 1690.90 | 1690.90 | 1690.90 |
| 留存收益 | 330.29 | 500.65 | 760.02 | 1074.72 |
| 归属母公司股东权益 | 2523.61 | 2678.73 | 2938.10 | 3252.80 |
| 少数股东权益 | 222.34 | 268.31 | 333.85 | 433.38 |
| **股东权益合计** | 2745.95 | 2947.04 | 3271.95 | 3686.18 |
| 负债和股东权益合计 | 5126.21 | 7732.72 | 10640.56 | 12283.79 |

| 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 60.26% | 110.37% | 42.51% | 18.28% |
| 营业利润增长率 | 20.59% | 62.02% | 50.36% | 30.08% |
| 净利润增长率 | 1.15% | 62.75% | 50.48% | 30.17% |
| EBITDA 增长率 | 48.33% | 114.51% | 28.38% | 18.57% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 55.98% | 53.28% | 49.71% | 49.66% |
| 三费率 | 29.77% | 35.13% | 31.10% | 29.52% |
| 净利率 | 16.30% | 12.61% | 13.32% | 14.66% |
| ROE | 5.41% | 8.21% | 11.13% | 12.86% |
| ROA | 2.90% | 3.13% | 3.42% | 3.86% |
| ROIC | 6.89% | 10.03% | 8.42% | 7.89% |
| EBITDA/销售收入 | 32.35% | 32.98% | 29.71% | 29.78% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.21 | 0.30 | 0.30 | 0.28 |
| 固定资产周转率 | 69.63 | 110.22 | 171.06 | 222.10 |
| 应收账款周转率 | 1.21 | 1.32 | 1.17 | 1.07 |
| 存货周转率 | 0.41 | 0.44 | 0.39 | 0.35 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 51.89% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 46.43% | 61.89% | 69.25% | 69.99% |
| 带息债务/总负债 | 49.93% | 71.51% | 76.38% | 77.43% |
| 流动比率 | 2.78 | 1.64 | 1.43 | 1.41 |
| 速动比率 | 1.72 | 0.87 | 0.74 | 0.73 |
| 股利支付率 | 0.00% | 13.08% | 13.13% | 15.95% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.40 | 0.61 | 0.77 |
| 每股净资产 | 5.18 | 5.50 | 6.03 | 6.68 |
| 每股经营现金 | -1.70 | -4.14 | -3.63 | -1.21 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.05 | 0.08 | 0.12 |

| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 294.98 | 632.77 | 812.38 | 963.20 |
| PE | 38.63 | 25.26 | 16.58 | 13.22 |
| PB | 1.96 | 1.85 | 1.68 | 1.52 |
| PS | 5.43 | 2.58 | 1.81 | 1.53 |
| EV/EBITDA | 19.13 | 12.63 | 12.46 | 11.52 |
| 股息率 | 0.00% | 0.52% | 0.79% | 1.21% |

*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<br>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<br>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<br>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<br>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<br>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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 高级销售经理 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |