

受益再融资新规, 财务压力有望缓解

投资要点

- **事件:** 近日, 证监会发布《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》, 放宽了对上市公司再融资事项的监管要求。
- **公司是再融资新规最受益标的。** 2018年, 公司斥资5亿美金收购新英体育, 交易以全部现金支付, 形成了一定规模借款, 导致公司利润被财务费用吞噬。2019年12月, 公司完成了向当代集团、李建光、喻凌霄和李红欣非公开发行股票事项, 发行价格为8.48元/股, 共募集8.3亿元; 2020年2月6日, 公司宣布收到上交所对公司非公开发行公司债的无异议函, 发行总额不超过6亿元, 公司财务压力得到一定缓解。我们认为, 随着再融资新规出台, 公司融资渠道将逐步畅通, 预计财务费用压力会得到大幅缓解, 压制股价因素或逐步消除。
- **公司是欧洲杯最受益标的。** 公司旗下拥有2020年欧洲杯新媒体版权, 是A股最纯正的体育标的之一。除此之外, 公司还拥有2021-2028年亚足联相关赛事全球独家商业权益、2019/2020-2024/2025赛季西甲联赛全媒体版权, 构筑了非常完善的版权矩阵。其中, 亚足联相关权益时间跨度近10年, 囊括版权、赞助权益和衍生品权益, 且为全球独家权益, 不仅有望成为公司未来业绩支柱, 也是版权业务全球化进程的里程碑。
公司是国内领先的体育版权运营商和营销服务商, 产业资源雄厚、版权储备丰富, 有望借助亚洲足球、中国足球发展机遇进入发展快车道。
- **疫情不改2020体育大年基本逻辑。** 受疫情影响, 国内体育赛事出现延期的现象, 体育板块承受一定短期冲击。2020年核心赛事集中于夏季(2020年欧洲杯开赛时间为6月中旬至7月中旬; 2020东京奥运会开赛时间为7月下旬至8月上旬), 且疫情持续时间有限, 对全年影响有限。我们认为, 2020年体育板块拥有欧洲杯、奥运会等重大赛事持续催化, 是非常值得配置的细分赛道。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.22元、0.70元、0.90元。公司是A股最纯正的体育标的之一, 受益再融资政策解绑, 财务费用压力将得到大幅缓解, 维持“买入”评级, 给予2020年25倍估值, 对应目标价为17.5元/股。
- **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, 并购项目运营或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2668.39	2650.71	3078.08	3398.68
增长率	192.61%	-0.66%	16.12%	10.42%
归属母公司净利润(百万元)	177.99	712.25	410.75	524.42
增长率	38.91%	300.17%	-42.33%	27.67%
每股收益EPS(元)	0.30	1.22	0.70	0.90
净资产收益率ROE	1.91%	14.38%	7.67%	9.43%
PE	41	10	18	14
PB	2.17	1.93	1.80	1.62

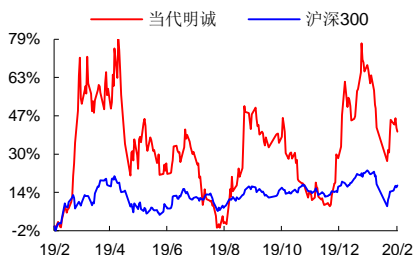
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
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)	5.85
流通A股(亿股)	4.87
52周内股价区间(元)	8.34-15.06
总市值(亿元)	72.67
总资产(亿元)	111.12
每股净资产(元)	8.33

相关研究

1. 当代明诚(600136): 非公开事项获批, 财务压力有所缓解 (2019-07-07)
2. 当代明诚(600136): 中国申办2023亚洲杯, 公司收益显著 (2019-05-16)
3. 当代明诚(600136): 并表贡献收入, 未来发展可期 (2019-04-21)
4. 当代明诚(600136): 财务费用压制业绩, 维持看多公司未来发展 (2019-04-12)
5. 当代明诚(600136): 2022世界杯有望扩军, 公司体育业务受益显著 (2019-03-18)
6. 当代明诚(600136): 非公开继续推进, 看好公司长期发展 (2019-03-13)

关键假设：
关键假设：

假设 1：西甲、欧洲杯赛事权益开发顺利进行，带动公司体育业务稳步发展，毛利率维持在 38.8% 的水平；

假设 2：受行业整体影响，影视业务产生波动，毛利率维持在 30.4% 的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
影视业务	收入	1132.8	957.2	1044.4	1138.3
	增速	92.3%	-15.5%	9.1%	9.0%
	毛利率	34.3%	30.4%	30.4%	30.4%
体育业务	收入	1535.6	1693.5	2033.7	2260.3
	增速	380.0%	10.3%	20.1%	11.1%
	毛利率	35.4%	38.8%	38.8%	38.9%
合计	收入	2668.4	2650.7	3078.1	3398.7
	增速	192.6%	-0.7%	16.1%	10.4%
	毛利率	35.0%	35.8%	35.9%	36.1%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2668.39	2650.71	3078.08	3398.68	净利润	80.85	662.25	370.75	494.42
营业成本	1735.22	1702.65	1971.51	2173.35	折旧与摊销	498.98	236.94	236.94	236.94
营业税金及附加	8.08	7.95	9.26	10.22	财务费用	372.26	395.80	301.26	218.95
销售费用	72.11	71.57	83.11	91.76	资产减值损失	95.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	237.22	212.06	230.86	261.70	经营营运资本变动	-90.11	-408.80	-402.99	-302.03
财务费用	372.26	395.80	301.26	218.95	其他	-741.21	-600.00	2.00	-1.00
资产减值损失	95.92	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	216.68	286.19	507.96	647.28
投资收益	37.82	600.00	0.00	0.00	资本支出	-2327.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1490.03	604.00	0.00	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	-3817.63	604.00	0.00	0.00
营业利润	198.11	860.70	482.08	642.70	短期借款	722.20	-338.29	-21.51	-314.12
其他非经营损益	-0.49	-0.63	-0.58	-0.60	长期借款	1421.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	197.62	860.06	481.49	642.10	股权融资	438.77	0.00	0.00	0.00
所得税	116.77	197.81	110.74	147.68	支付股利	-34.33	-35.60	-142.45	-82.15
净利润	80.85	662.25	370.75	494.42	其他	1037.08	-1103.91	-301.26	-218.95
少数股东损益	-97.14	-50.00	-40.00	-30.00	筹资活动现金流净额	3584.82	-1477.80	-465.23	-615.22
归属母公司股东净利润	177.99	712.25	410.75	524.42	现金流量净额	1.86	-587.61	42.74	32.06
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	852.69	265.07	307.81	339.87	成长能力				
应收和预付款项	3072.21	3545.35	4029.95	4406.29	销售收入增长率	192.61%	-0.66%	16.12%	10.42%
存货	1190.43	1168.08	1350.53	1490.00	营业利润增长率	3.26%	334.46%	-43.99%	33.32%
其他流动资产	141.95	137.03	159.13	175.70	净利润增长率	-45.62%	719.13%	-44.02%	33.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	262.51%	39.66%	-31.68%	7.67%
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	31.26	29.25	27.24	25.22	毛利率	34.97%	35.77%	35.95%	36.05%
无形资产和开发支出	4498.99	4269.19	4039.38	3809.57	三费率	25.54%	25.63%	19.99%	16.84%
其他非流动资产	846.67	841.55	836.43	831.31	净利率	3.03%	24.98%	12.04%	14.55%
资产总计	10634.19	10255.52	10750.46	11077.97	ROE	1.91%	14.38%	7.67%	9.43%
短期借款	1313.88	975.58	954.07	639.95	ROA	0.76%	6.46%	3.45%	4.46%
应付和预收款项	1157.73	1213.07	1383.52	1524.53	ROIC	4.50%	13.98%	8.48%	9.12%
长期借款	1621.10	1621.10	1621.10	1621.10	EBITDA/销售收入	40.07%	56.34%	33.15%	32.32%
其他负债	2305.69	1841.78	1959.48	2047.84	营运能力				
负债合计	6398.39	5651.54	5918.18	5833.42	总资产周转率	0.34	0.25	0.29	0.31
股本	487.18	487.18	487.18	487.18	固定资产周转率	136.72	133.11	171.93	213.86
资本公积	2129.67	2129.67	2129.67	2129.67	应收账款周转率	1.80	1.23	1.23	1.22
留存收益	473.95	1150.60	1418.90	1861.16	存货周转率	1.42	1.44	1.56	1.53
归属母公司股东权益	3349.27	3767.45	4035.75	4478.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.72%	—	—	—
少数股东权益	886.53	836.53	796.53	766.53	资本结构				
股东权益合计	4235.80	4603.98	4832.28	5244.54	资产负债率	60.17%	55.11%	55.05%	52.66%
负债和股东权益合计	10634.19	10255.52	10750.46	11077.97	带息债务/总负债	55.21%	56.52%	53.61%	49.00%
					流动比率	1.43	1.74	1.83	2.06
					速动比率	1.10	1.35	1.40	1.58
					股利支付率	19.29%	5.00%	34.68%	15.67%
					每股指标				
					每股收益	0.30	1.22	0.70	0.90
					每股净资产	5.73	6.44	6.90	7.66
					每股经营现金	0.37	0.49	0.87	1.11
					每股股利	0.06	0.06	0.24	0.14
业绩和估值指标									
EBITDA	1069.34	1493.43	1020.28	1098.59					
PE	40.83	10.20	17.69	13.86					
PB	2.17	1.93	1.80	1.62					
PS	2.72	2.74	2.36	2.14					
EV/EBITDA	7.85	5.48	7.96	7.08					
股息率	0.47%	0.49%	1.96%	1.13%					

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn