

Company Report

China Merchants Securities (HK) Co., Ltd.
Hong Kong Equity Research

Wisdom (1661 HK)

2014 results preview: exploring the way to the future

- Revised down FY14-16 earnings by 16%-41% as we turn more conservative towards Wisdom's exploration period
- Outlook remains promising with attractive valuation (16x 2015E PE)
- Cut SOTP-based TP to HK\$6.2 (from HK\$7.00), maintain BUY

Critical stage in building the foundation for future growth

We believe the next 2-3 years is the best time window for Wisdom to build sports events portfolio and explore new business model. We believe Wisdom is facing 4 main challenges: 1) uncertainties in TV program business during the transition period; 2) develop more valuable sport events to cover more sport population; 3) explore B2C business model to monetize offline traffic; 4) build larger online user base. Wisdom has recently announced new B2C solution "Let's Go Carnival". Based on offline sport event venue, Let's Go Carnival provides various entertainment activities including food, games and shows. This model can maximise monetization potential of sport event people traffic. It can also be easily copied to different sport event.

Earnings cut due to low ST revenue visibility

We cut 2014 earnings by 16% due to 1) lowered TV program revenue. Because one program was cancelled due to anti-corruption campaign in CCTV; 2) lowered sport revenue since 2 self-operated marathons were replaced by 2 Season Runs that generate less revenue. We also revised down 2015-2016 earnings by 31% and 41% to reflect our conservative view on financials due to low visibility during Wisdom's exploration period. Our 2014-2016E earnings are 8%, 22% and 28% below consensus.

LT outlook still promising, valuation attractive

We cut SOTP-based TP to HK\$6.2, implying 28x 2014E PE and 25x 2015E PE, driven by our revised gross profit contribution from sport business. However we maintain BUY rating backed by 1) Wisdom has substantial high quality sport resources; 2) huge potential of China's sport industry; 3) visionary development strategy; 4) conservative 2015 earnings estimation; 5) relatively low valuation (trading at historical average).

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	557	694	844	1,044	1,316
Growth (%)	18%	25%	22%	24%	26%
Net profit	132	232	275	315	363
Growth (%)	54%	75%	19%	15%	15%
EPS (RMB)	0.08	0.14	0.17	0.20	0.23
DPS (RMB)	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
P/E (x)	41	22.2	18.5	16.1	14.0
P/B (x)	19	5.0	4.3	3.7	3.2
ROE (%)	47%	22%	22%	22%	22%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Jeff HAO

852-31896117

haoyf@cmschina.com.hk

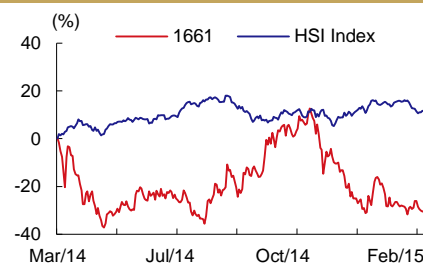
WHAT'S NEW

EPS/TP downgraded

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$4.00
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$6.20 (+55%)
Previous	HK\$7.00

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
1661 HK	(4.3)	(9.1)	(26.5)
HSI	(1.5)	0.7	13.4

Industry TMT

Hang Seng Index	24469
HSCEI	12122

Key Data

52-week range (HK\$)	3.49-6.52
Market cap (HK\$ mn)	6436
Avg. daily volume (mn)	523.34
BVPS (HK\$)	0.93

Shareholdings Structure

QUEEN MEDIA	37.51%
LUCKY GO CO LTD	10.98%
AVANCE HOLDINGS	6.96%
TOPCAR CO LTD	6.84%
No. of shares outstanding (mn)	1609
Free float	48.7%

Related Research

公司报告

招商证券(香港)有限公司

智美集团 (1661 HK)

2014年业绩前瞻：摸索中前进

- 下调FY14-16盈利预测以反映我们对智美在探索阶段保守的财务预期
- 我们仍然看好智美的长期前景，且目前估值吸引 (16x 2015E PE)
- 下调基于分部加总的目标价至HK\$6.2，维持买入评级

智美正处在重要的赛事积累及新商业模式的探索期

我们一直强调，智美未来的2-3年都将处在赛事累计及新的商业模式的探索过程中。智美一方面身处尚待开发的万亿级中国体育市场中，同时手握大量优质的赛事和体育相关资源，另一方面又缺乏成熟的B2B以外的商业化模式将手中的资源货币化。我们认为智美目前面临的主要挑战有四个：1) 影视娱乐业务，特别是节目制作业务的不确定性。2015年的新节目秘境是智美对节目制作新模式的探索；2) 培养及开发新的赛事资源以覆盖更多的体育人口；3) 在现有赛事资源基础上探索B2C模式增加货币化来源；4) 拓展约赛网线上用户基数。我们看到智美已经在拓展B2C模式方面有了积极的进展。智美近期宣布了其B2C模式解决方案“Let's Go 嘉年华”：主要是围绕路跑等活动的场地举办一系列的娱乐休闲活动(如美食、游戏、演出等等)。这样的模式可以最大限度的货币化活动场地的人流，且可以标准化复制到其他非智美自营的赛事场地中。另外，智美自有品牌活动“四季跑”深圳站报名情况火爆，将有利于B2C模式的落地以及线上用户的积累。

短期收入可见度低，我们采取相对保守的财务预期

我们预计智美2014年收入增长22%至8.44亿元，净利润增长19%至2.75亿元。我们新的2014年盈利预测比我们原来的预期低16%，较市场一致预期低8%。主要原因是1) 节目制作收入因受到2014年央视财经频道反腐的影响，导致一档计划在央视财经频道播出的节目搁浅；2) 原计划举办4场自营马拉松最终举办了两场，而另外两场由智美四季跑取代。由于四季跑的单场收入规模低于马拉松，所以体育业务收入受到影响。同时，我们下调2015及2016年盈利预测31%及41%以反应我们对于智美在商业模式探索阶段相对保守的财务预期。

长期前景依然看好，当前估值吸引

我们下调基于分部加总的目标价至HK\$6.2，相当于28x 2014E PE及25x 2015E PE。原因是调整盈利预测后体育业务毛利占比下降。但是基于1) 智美手中拥有大量优质的体育资源；2) 体育行业巨大的前景；3) 我们对智美战略方向的认可；4) 2015年相对保守的盈利预测；5) 目前价位较低的估值(目前交易在历史平均)，我们重申买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	557	694	844	1,044	1,316
同比增长(%)	18%	25%	22%	24%	26%
净利润	132	232	275	315	363
同比增长(%)	54%	75%	19%	15%	15%
每股盈利(元)	0.08	0.14	0.17	0.20	0.23
每股股息(元)	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
市盈率(X)	41	22.2	18.5	16.1	14.0
市净率(X)	19	5.0	4.3	3.7	3.2
ROE(%)	47%	22%	22%	22%	22%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

郝云帆

852-31896117

haoyf@cmschina.com.hk

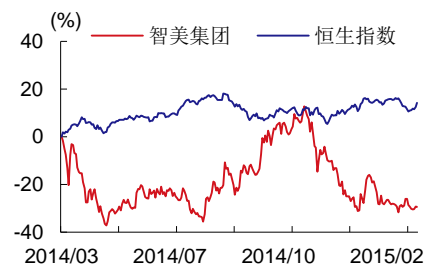
最新变动

每股盈利/目标价下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.00
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$6.20 (+55%)
前次目标价:	HK\$7.00

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
1661 HK	(4.3)	(9.1)	(26.5)
HSI	(1.5)	0.7	13.4

行业：TMT

恒生指数	24469
国企指数	12122

重要数据

52周股价区间(港元)	3.49-6.52
港股市值(百万港元)	6436
日均成交量(百万)	523.34
每股净资产(港元)	0.93

主要股东

QUEEN MEDIA	37.51%
LUCKY GO CO LTD	10.98%
AVANCE HOLDINGS	6.96%
TOPCAR CO LTD	6.84%
总股数(百万股)	1609
自由流通股	48.7%

相关报告

图1: 盈利调整

百万人民币	调整前			调整后			差距%		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
收入	993	1382	1811	844	1044	1316	-15%	-24%	-27%
影视娱乐	673	763	864	620	641	672	-8%	-16%	-22%
体育娱乐	321	619	947	224	403	645	-30%	-35%	-32%
收入成本	-486	-646	-826	-425	-539	-721	-12%	-17%	-13%
毛利	507	736	985	418	505	596	-18%	-31%	-40%
销售及市场成本	-40	-69	-91	-30	-52	-66	-26%	-24%	-27%
一般行政成本	-50	-76	-100	-42	-57	-72	-15%	-24%	-27%
其他收益	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%
经营利润	418	591	796	347	396	458	-17%	-33%	-42%
财务收入	20	25	27	20	25	27	0%	0%	0%
财务开支	-1	-1	-1	0	-1	-1	-15%	-24%	-27%
税前盈利	437	615	822	366	420	484	-16%	-32%	-41%
税务开支	-109	-154	-205	-92	-105	-121	-16%	-32%	-41%
税后盈利	328	462	616	275	315	363	-16%	-32%	-41%
全年盈利	328	462	616	275	315	363	-16%	-32%	-41%
母公司权益	328	462	616	275	315	363	-16%	-32%	-41%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

我们下调 2014-2016 年影视娱乐收入主要因为 1) 2014 年有一档节目因央视反腐影响未能按计划播出 2) 2015-2016 年节目收入可见度低。

我们下调 2014-2016 体育娱乐收入主要因为 1) 2014 年 4 场自营马拉松中的 2 场变为智美自营品牌四季跑, 导致收入规模下降; 2) 2015 年体育收入主要基于 5 场自营马拉松、10 场转播马拉松、10 场四季跑、8 场龙舟; 3) 2016 年体育收入主要基于 7 场自营马拉松、10 场转播马拉松、10 场四季跑、8 场龙舟以及已有比赛单场收入的增加。

我们下调 2014-2016 年毛利率主要因为 1) 2014 年体育收入占比较之前预测下降; 2) 2015-2016 体育业务投入增加。

我们希望强调的是, 我们对 2015-2016 年智美收入的预测相对保守, 特别是体育业务收入的预测。因为 1) 我们没有将智美正在培养的新赛事计入预测(如 2015 年徒步大赛及广场健身等); 2) 我们没有计入任何 B2C 业务的潜在收入。然而通过四季跑深圳站报名情况以及 Let's Go 嘉年华模式的落地, 我们相信 B2C 业务在 2015 年将会开始贡献收入。

图2: 招商证券预期 vs. 市场预期

人民币百万	CMSHK			市场预期			差距%		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
收入	844	1,044	1,316	895	1,239	1,629	-6%	-16%	-19%
毛利	418	505	596	453	652	874	-8%	-23%	-32%
经营利润	347	396	458	404	558	729	-14%	-29%	-37%
净利润	275	315	363	303	434	581	-9%	-27%	-38%
EPS(人民币)	0.17	0.20	0.23	0.19	0.27	0.36	-9%	-27%	-37%
毛利率(%)	50%	48%	45%	51%	53%	54%	-2%	-8%	-16%
经营利润率	41%	38%	35%	45%	45%	45%	-9%	-16%	-22%
净利率(%)	33%	30%	28%	34%	35%	36%	-4%	-14%	-23%

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

估值与评级

我们采用行业 P/E 分部加总的方法对智美进行估值。具体来说我们按智美 2 个业务板块选取了共 16 家在美国、日本、中国、香港及欧洲上市的同业公司，分别计算出三个子行业的平均 P/E，最后按照智美三块业务的毛利贡献比例进行加总并得出最后的估值。这种估值方法可以在三块业务行业平均估值的基础上，根据智美未来三块业务的盈利贡献比例反映出智美相对合理的估值水平。通过 P/E 估值法我们得出智美合理估值为 28.6x 2014E P/E 以及 25.3x 2015E P/E，相当于 6.2 港币，重申买入评级。

图3 分部估值 (2014E)

百万人民币	2014E 毛利	占比	2014E 行业平均 P/E(x)	2014E 分部 P/E(x)
影视娱乐	266	64%	25.7	16.3
体育娱乐	152	36%	33.6	12.2
总计				28.6

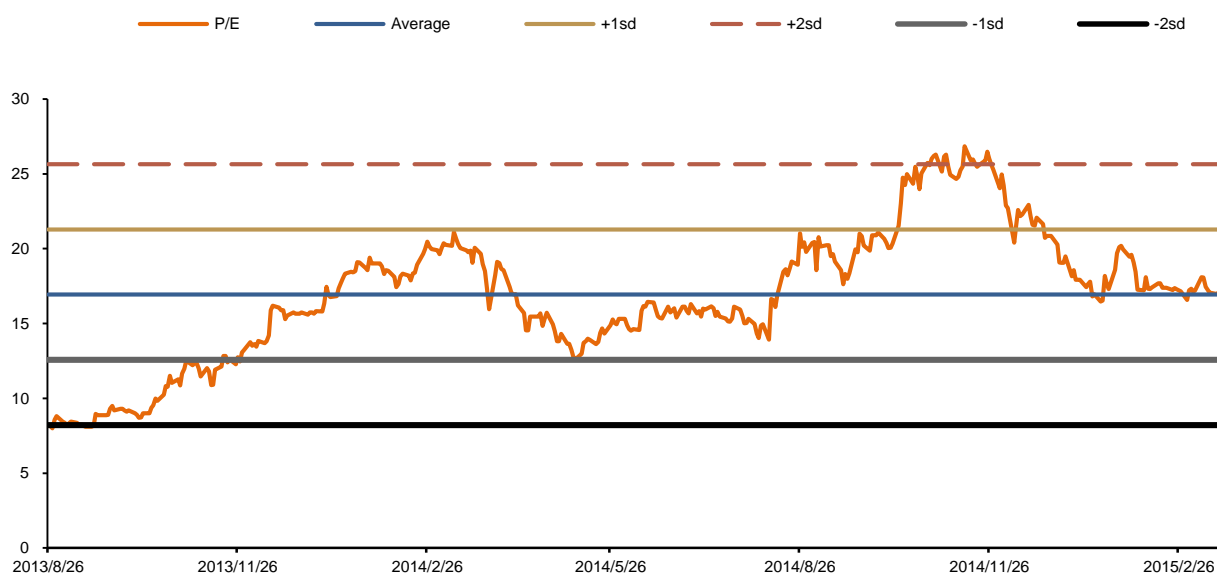
来源：公司资料，招商证券(香港)预测

图4 分部估值 (2015E)

百万人民币	2015E 毛利	占比	2015E 行业平均 P/E(x)	2015E 分部 P/E(x)
影视娱乐	271	54%	20.1	10.8
体育娱乐	234	46%	31.4	14.5
总计				25.3

来源：公司资料，招商证券(香港)预测

图5 预期市盈率/Forward PE (x)



来源：公司资料，招商证券(香港)

图6: 同业估值

公司	代码	市值(百万美元)	2014E EPS (当地货币)	2015E EPS (当地货币)	2014E P/E	2015E P/E
品牌广告						
美股						
INTERPUBLIC GROUP OF	IPG	9,043	1.2	1.3	19.0	16.7
OMNICOM GROUP	OMC	19,276	4.4	4.8	17.6	16.2
欧股						
WPP PLC	WPP	30,852	0.9	1.0	16.9	15.4
PUBLICIS GROUPE	PUB	17,507	4.2	4.6	17.6	16.0
A股						
BLUE FOCUS	300058	4,684	1.0	1.3	30.0	23.7
GUANGDONG ADV	002400	3,018	0.7	1.0	44.1	30.9
港股						
SinoMedia	623 HK	267	0.6	0.6	5.0	4.8
日股						
DENTSU INC	4324	12,949	152.4	180.6	35.6	30.1
节目制作						
美股						
ENTRAVISION	EVC	590	0.3	0.4	26.3	17.8
NEXSTAR BROADCASTING	NXST	1,797	2.6	4.1	22.2	14.2
SINCLAIR BROADCAST	SBGI	2,773	1.7	2.8	17.3	10.3
DISCOVERY	DISCA	20,922	1.8	2.2	17.1	14.5
A股						
BEIJING ENLIGHT MEDIA	300251	6,083	0.4	0.6	76.4	58.4
港股						
PHOENIX SATELLITE	2008	1,527	0.1	0.1	21.5	16.9
日股						
NIPPON TELEVISION	9404	4,620	111.9	133.3	18.9	15.9
平均					25.7	20.1
体育						
MADISON SQUARE	MSG	6,109	2.4	2.5	33.6	31.4
平均					33.6	31.4

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	331	1,166	1,269	1,463	1,699
现金	99	820	1,023	1,202	1,399
资本化节目制作成本	5	3	10	12	13
贸易应收帐	127	171	84	84	105
其他应收帐	57	75	51	55	60
预付款和其他流动资产	43	97	100	110	121
关联公司欠款	0.1	0	0	0	1
非流动资产	39	39	67	89	111
固定资产	36	36	56	76	96
无形资产	3	2	10	13	14
延迟税项资产	1	1	1	1	1
资产总计	371	1,205	1,335	1,552	1,810
流动负债	91	135	90	112	145
贸易应付帐	31	26	34	43	58
其他应付帐	13	14	21	27	36
客户预支	12	13	17	21	26
关联公司贷款	7	0	0	0	1
应付税项	28	82	18	21	24
负债合计	91	135	90	112	145
股本	0.063	2.479	0.063	0.063	0.063
储备	106	117	766	772	779
留存盈余	174	314	479	668	886
非控股方权益	0	0	0	0	0
负债及权益合计	371	1,205	1,335	1,552	1,810

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	18	167	323	315	355
税前盈利	178	311	366	420	484
折旧摊销	4	6	11	16	22
财务费用	-2	-9	-20	-25	-27
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	-131	-62	57	6	-6
其它	-31	-80	-91	-103	-118
投资活动现金流	-4	3	-10	-10	-13
资本支出	-3	-6	-30	-35	-40
其他投资	-1	9	20	25	27
筹资活动现金流	-51	551	-110	-126	-145
分红	-49	-149	-110	-126	-145
证券投资减值支出	-2	0	0	0	0
IPO融资	0	700	0	0	0
其他	-4	0	0	0	0
现金净增加额	-37	720	203	179	197

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	557	694	844	1044	1316
收入成本	-340	-351	-425	-539	-721
毛利	217	343	418	505	596
销售及市场成本	-19	-25	-30	-52	-66
一般行政成本	-22	-37	-42	-57	-72
其他收益	0	27	0	0	1
经营利润	176	308	347	396	458
财务收入	2	9	20	25	27
财务开支	0	-5	0	-1	-1
税前盈利	178	311	366	420	484
税务开支	-46	-80	-92	-105	-121
税后盈利	132	232	275	315	363
汇兑调整	0	0	0	0	0
全年盈利	132	232	275	315	363
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者	132	231	275	315	363
EPS (元)	0.08	0.14	0.17	0.20	0.23

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	18%	25%	22%	24%	26%
营业利润	54%	75%	13%	14%	16%
净利润	54%	75%	19%	15%	15%
获利能力					
毛利率	39%	49%	50%	48%	45%
净利率	24%	33%	33%	30%	28%
ROE	47%	22%	22%	22%	22%
偿债能力					
资产负债率	24%	11%	7%	7%	8%
流动比率	3.6	8.6	14.0	13.1	11.7
速动比率	3.6	8.6	14.0	13.1	11.7
营运能力					
资产周转率	1.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7	5	7	12	14
应付账款周转率	6	12	14	14	14
估值比率					
PE	40.6	22.2	18.5	16.1	14.0
PB	19.2	5.0	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	18%	25%	22%	24%	26%

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828