

买入

2014年8月12日

中报略逊预期，但行业发展空间广阔，维持买入评级

- **半年报业绩稍逊预期，赛事运营成增长亮点：**14年上半年公司收入同比增长21.6%至3.21亿元人民币，净利润规模同比增长43.1%至1.02亿元人民币。其中赛事运营成为收入增速最快的业务，同比增长约30倍至7130万元人民币；而影视文化业务中由于节目部分仅有《驾尚》及《天天驾到》保持收入贡献，整体收入规模增长略低于预期，同比下跌4.6%至2.5亿元人民币。我们认为半年报收入规模稍逊预期，但赛事运营增长喜人，反映公司正通过战略转型以获取更为快速的业绩增长。从盈利能力角度来看，上半年赛事运营业务毛利率水平高达65.8%，远超传统广告及节目制作业务；赛事运营收入占比提升至22.2%，拉动了公司总体毛利率提升约0.2个百分点。下半年是赛事运营的高峰期，我们相信公司将能继续保持收入及盈利的快速增长，兑现市场给予的业绩预期。
- **把握朝阳行业机遇，全力发展赛事运营事业：**公司于14年上半年已经成功举办部分龙舟赛及马拉松赛事运营项目，从收入规模增长的角度来看符合我们的预期。下半年公司将会进行余下四场重点城市的自营马拉松赛事、直播8-10场马拉松系列赛及4场中华龙舟大赛（包括总决赛）。而公司在打造大众娱乐赛事的同时，提出了打造“用户平台”的理念，大量引入互联网及新媒体人才。预计未来两年内公司将会大规模推动体育娱乐平台的线上拓展，计划推出路跑应用、龙舟手游、线下健康数据收集等方式增加赛事参与者的互动。我们认为，体育赛事是符合大众居民需求及获得政府大力支持一个朝阳行业，公司全力发展赛事运营项目符合行业发展趋势。
- **调降目标价至4.6港元，维持买入评级：**如我们年初评论所述，14年将会是公司的战略转型之年，因此公司在节目制作及广告业务上的投入也将更偏重于与体育赛事的结合，这一结构性调整导致了上半年影视文化业务收入低于预期。根据这一发展趋势，我们重新调整了14及15年的盈利预测，以反映影视业务收入增长可能趋缓的风险，同时调整目标价至4.6港元，相当于15年每股盈利的15倍。公司作为国内稀缺的体育文化运营类标的，具有良好的业绩增长动力，维持买入评级。

蔡浩

852-25321963

simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	3.77 港元
目标价	4.6 港元 (+22%)
股票代码	1661
已发行股本	16.09 亿股
市值	60.66 亿港元
52 周高/低	6.22/1.92 港元
每股净现值	0.91 港元
主要股东	Queen Media Co. ltd (37.51%) Avance Holding Limited (7%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入（人民币千元）	557,213	694,308	889,419	1,137,659	1,442,039
变动	18.21%	24.60%	28.10%	27.91%	26.75%
净利润（人民币千元）	131,976	231,513	303,487	393,911	517,820
变动	54.30%	75.42%	31.09%	29.79%	31.46%
每股摊薄盈利（港元）	NA	0.208	0.236	0.306	0.402
变动			13.60%	29.79%	31.46%
基于3.77港元的市盈率（估）	NA	18.2	16.0	12.3	9.4
每股派息（港元）	0.00	0.21	0.07	0.09	0.12
股息现价比	0.00%	5.46%	1.88%	2.44%	3.20%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录：主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至12月31日

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	557,213	694,308	889,419	1,137,659	1,442,039
毛利	216,963	342,827	463,589	614,244	810,911
其他业务净额	51	26,974	15,000	8,000	5,000
销售及管理费用	-40,855	-61,801	-79,168	-101,264	-128,357
营运收入	176,159	308,000	399,421	520,980	687,554
财务开支	-30	-5,336	0	0	0
联营公司等	0	0	0	0	0
税前盈利	177,804	311,229	407,986	529,545	696,119
所得税	-45,828	-79,717	-104,499	-135,634	-178,299
净利润	131,976	231,513	303,487	393,911	517,820
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占利润	131,976	231,513	303,487	393,911	517,820
折旧及摊销	-4,449	-5,261	-5,223	-5,191	-5,163
EBITDA	180,608	313,261	404,644	526,170	692,717
增长					
总收入 (%)	18.2%	24.6%	28.1%	27.9%	26.8%
EBITDA (%)	53.0%	73.4%	29.2%	30.0%	31.7%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至12月31日

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	99,450	819,933	882,482	1,140,017	1,483,051
应收账款	184,419	246,313	266,285	319,661	385,109
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	47,290	100,109	100,109	100,109	100,109
总流动资产	331,159	1,166,355	1,248,875	1,559,788	1,968,269
固定资产	36,110	35,677	35,768	35,849	35,920
无形资产	2,602	2,276	1,961	1,690	1,457
长期投资	0	0	0	0	0
银行存款及其他	612	721	906	906	906
总资产	370,483	1,205,029	1,287,511	1,598,233	2,006,552
应付账款	43,806	40,237	48,688	56,545	65,217
短期银行借款	0	0	0	0	0
其他短期负债	43,847	94,649	94,649	94,649	94,649
总短期负债	87,653	134,886	143,337	151,194	159,866
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
总负债	87,653	134,886	143,337	151,194	159,866
少数股东权益	413	0	0	0	0
股东权益	282,830	1,070,143	1,144,174	1,447,039	1,846,685
每股账面值(摊薄)	NA	0.77	0.71	0.90	1.15
营运资产	243,506	1,031,469	1,105,538	1,408,594	1,808,403

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	38.94%	49.38%	52.12%	53.99%	56.23%
EBITDA 利率 (%)	32.41%	45.12%	45.50%	46.25%	48.04%
净利率 (%)	23.69%	33.34%	34.12%	34.62%	35.91%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	7.33%	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%
实际税率 (%)	25.77%	25.61%	25.61%	25.61%	25.61%
股息支付率 (%)	37.89%	99.19%	30.00%	30.00%	30.00%
库存周转	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款天数	52.5	78.5	78.5	78.5	78.5
应付账款天数	62.2	29.4	29.4	29.4	29.4
财务状况					
总负债/总资产	0.24	0.11	0.11	0.09	0.08
收入/净资产	1.97	0.65	0.78	0.79	0.78
经营性现金流/收入	0.03	0.24	0.32	0.30	0.32
税前盈利对利息倍数	5,926.80				

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至12月31日

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	180,608	313,261	404,644	526,170	692,717
净融资成本	-363	-1,675	-8,565	-8,565	-8,565
营运资金变化	-129,885	-107,071	-11,521	-45,519	-56,775
所得税	-31,147	-35,817	-104,499	-135,634	-178,299
其他	-4,326	-1,806	8,565	8,565	8,565
营运现金流	14,887	166,892	288,625	345,017	457,642
资本开支	-2,862	-4,847	-5,000	-5,000	-5,000
其他投资活动	-803	7,529	8,565	8,565	8,565
投资活动现金流	-3,665	2,682	3,565	3,565	3,565
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	635,909	0	0	0
股息	-49,000	-85,000	-229,641	-91,046	-118,173
其他融资活动	715	0	0	0	0
融资活动现金流	-48,285	550,909	-229,641	-91,046	-118,173
现金变化	-37,063	720,483	62,549	257,536	343,034
期初持有现金	136,480	99,450	819,933	882,482	1,140,017
汇兑变化	33	0	0	0	0
期末持有现金	99,450	819,933	882,482	1,140,017	1,483,051

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。