

被忽略的体育产业领跑者

评级： 买入

目标价格： 4.22 元

报告摘要

中国全媒体行业龙头企业。世纪睿科为国内全媒体行业最大的一站式应用方案解决服务商，2012 年市场份额达 17%。公司主要提供方案设计、硬件采购、以及安装维护服务，客户群包括电视台、新媒体/媒体内容供货商/网上电视台/互联网视频服务供货商、以及电信运营商。我们相信随着 i) 传统媒体及新媒体加大投资以扩大提升媒体内容及分销渠道，以及 ii) 政策推动电视台转移至使用高清技术，中国全媒体行业将进入增长快车道。现时国内有约 1,100 个电视频道，其中仅有 50 个高清频道，相较欧洲超过 900 个高清电视频道仍有巨大发展空间，预期市场转用高清广播技术将推动对设备及系统需求持续提升。

分享国内体育行业盛宴。目前中国政府正积极推进体育产业发展，要求简政放权、放管结合，取消商业性和群众性体育赛事审批，放宽赛事转播权限制。另外国务院已经把全民健身上升为国家战略，提出到 2025 年，体育产业总规模将超过 5 万亿元人民币。公司过去一直为世界性及全国性体育赛事包括 2008 年北京奥运、第 16 届亚运会、2013 年中国全运会、以及自 2011 年开始举办的环北京职业公路自行车赛等，提供工程设计、现场操作、技术支持、以及租赁设备服务。我们相信公司已拥有足够能力服务在中国不断增长的体育产业，未来亦将有望开拓体育产业链中新一机遇，包括 i) 参与体育比赛项目的赛事组织及管理、ii) 广告与赞助运营、以及 iii) 节目制作等，从中获得新收入来源。我们预计公司体育相关业务收入 2015E-17E CAGR 将达 42.5%。

预计 2015E-17E 净利润 CAGR 将达 23.7%。我们预测公司收入 2015E-17E CAGR 将达 17.3%，至 2017E 的 12.1 亿元人民币，其中应用解决方案/体育活动转播服务/系统运维服务/设备开发及销售服务业务收入占比将分别达 77.1%/13.8%/4.4%/4.8%。预计在毛利率较高的体育业务收入占比提升带动下，整体毛利率将逐步从 2014 年 30.9%提升至 2017E 的 32.4%。以上将带动 2015E-17E 净利润 CAGR 达 23.7%，预期公司将维持约 32%派息比率。

首予“买入”评级。我们认为世纪睿科为香港上市公司中属比较稀缺的体育概念目标，我们首予公司“买入”评级，并以 2015E-17E 1 倍 PEG 定价，给予目标价 4.22 港元。

风险提示：i) 中国全媒体行业发展步伐慢于预期；ii) 体育相关业务执行风险；iii) 市场竞争激烈拖累毛利率下滑。

| (31/12 年结 百万 RMB) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 629 | 749 | 881 | 1,036 | 1,211 |
| 增长率(%) | 10.7% | 19.0% | 17.7% | 17.6% | 16.9% |
| 核心净利润 | 78 | 116 | 141 | 174 | 215 |
| 增长率(%) | 21.9% | 49.4% | 21.0% | 23.8% | 23.6% |
| 毛利率(%) | 30.8% | 30.9% | 31.3% | 31.9% | 32.4% |
| 核心净利润率(%) | 12.4% | 15.5% | 16.0% | 16.8% | 17.7% |
| 核心每股收益(RMB) | 0.08 | 0.12 | 0.14 | 0.17 | 0.22 |
| 每股净资产(RMB) | 0.09 | 0.39 | 0.50 | 0.64 | 0.81 |
| 市盈率 | 28.9 | 19.4 | 16.0 | 12.9 | 10.5 |
| 市净率 | 23.7 | 5.8 | 4.5 | 3.5 | 2.8 |
| 净资产收益率(%) | 90.3% | 48.3% | 31.6% | 30.4% | 29.6% |
| 股息收益率 | 2.7% | 1.4% | 2.0% | 2.5% | 3.1% |

数据来源：公司；安信国际

现价 (2015 年 5 月 29 日) : 2.81 元

报告日期: 2015-05-29

| | |
|--------------|-----------|
| 总市值(百万港元) | 2,810.00 |
| 流通股市值(百万港元) | 2,810.00 |
| 总股本(百万股) | 1,000.00 |
| 流通股股本(百万股) | 1,000.00 |
| 12 个月低/高(港元) | 0.79/3.22 |
| 平均成交(百万港元) | 11.66 |

股东结构

| | |
|---------------|-------|
| 卢志森 (主席兼 CEO) | 66.8% |
| 梁荣辉 (COO) | 6.0% |
| 其他 | 27.2% |

股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|-------|--------|------|
| 相对收益 | 30.01 | 136.01 | NA |
| 绝对收益 | 26.58 | 146.49 | NA |

数据来源：彭博、港交所、公司

蔡伟鸿 CFA
+852-2213 1409

行业分析师
patrickchoi@eif.com.hk

1. 中国全媒体行业龙头企业

世纪睿科为国内全媒体行业最大的一站式应用方案解决服务商，2012年市场份额达17%。公司主要提供方案设计、硬件采购、以及安装维护服务，客户群包括电视台、新媒体/媒体内容供货商/网上电视台/互联网视频服务供货商、以及电信运营商。我们相信随着 i) 传统媒体及新媒体加大投资以扩大提升媒体内容及分销渠道，以及 ii) 政策推动电视台转移至使用高清技术，中国全媒体行业将进入增长快车道。现时国内有约 1,100 个电视频道，其中仅有 50 个高清频道，相较欧洲超过 900 个高清电视频道仍有巨大发展空间，预期市场转用高清广播技术将推动对设备及系统需求持续提升。

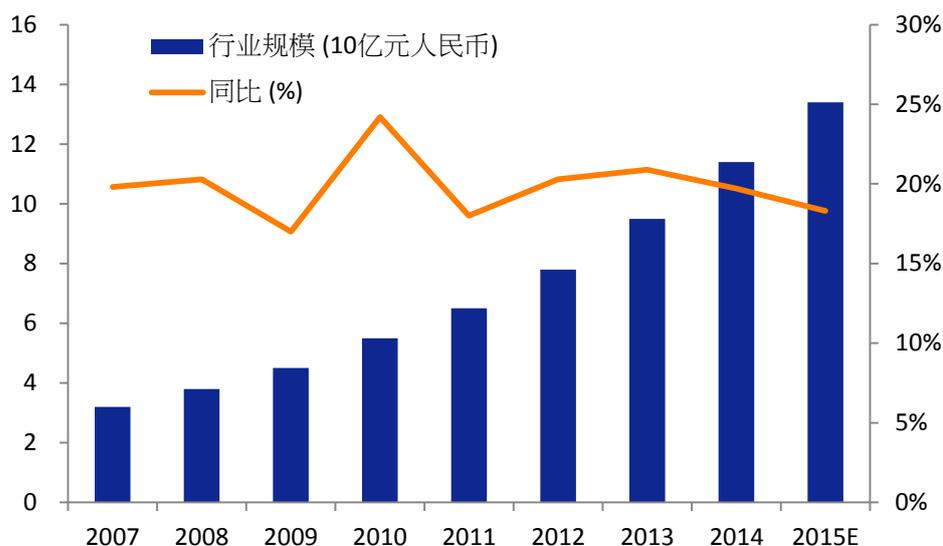
1.1. 国内全媒体行业进入成长快车道

➤ 预计 2015E 中国全媒体应用解决方案行业规模同比增长 18.3%

据赛迪顾问报告，中国全媒体行业正在急速发展，传统媒体正作出庞大投资，以扩大及升级其内容提供及经销渠道。我们相信未来行业增长动力将主要来自于以下 4 方面：i) 传统媒体组织（包括电台、电视台及报章）正持续寻求采用新媒体技术，以改善其内容制作及经销渠道；ii) 电视台正迅速过渡至高清广播技术，以配合政府推动高清过渡政策；iii) 网上门户网站及视频网站正利用互联网平台的优势以扩大其业务模式；以及 iv) 各大中央级及省级的主要国内广播商正引领扩大内容制作及经销渠道的方向，以拓宽互联网及移动视频的相关业务，从而作为传统广播渠道的补充，并形成全面的全媒体平台。

应用解决方案服务行业迎来发展机遇。在前述大趋势下，加上广播科技及应用解决方案技术的急速进步，未来全媒体应用解决方案行业前景将相当广阔。“应用解决方案”一般指为全媒体行业客户（包括电视、电台广播商及网上内容供货商）进行内容制作、广播及传送活动的硬件及软件解决方案。国内的广播商一般会就其日常运营设置基本内部技术团队，但由于其大部份皆缺乏时间及资源以掌握最新的广播科技，而需要依赖外部专业服务提供商提供先进及具成本效益的应用解决方案。赛迪顾问报告预测中国全媒体行业应用解决方案市场规模将从 2007 年的 32 亿元人民币增长至 2015E 的 134 亿元人民币，期间 CAGR 达 19.6%。

图 1：2007-15E 中国全媒体应用解决方案行业规模



资料来源：赛迪顾问报告、安信国际

1.2. 全媒体一站式应用解决方案服务商

世纪睿科为国内全媒体行业最大的一站式应用方案解决服务商，2012年市场份额达17%。公司主要提供方案设计、硬件采购、以及安装维护服务，客户群包括电视台、新媒体/媒体内容供货商/网上电视台/互联网视频服务供货商、以及电信运营商。公司过往参与过的项目包括中央电视台总部、湖南电视台、安徽电视台、云南电视台、深圳电视台及广州电视台广播设施的全套设备；2009年及2013年中国全运会及第26届世界大学生运动会国际广播中心设立；为多个中国最受瞩目的现场活动提供活动转播服务，例如中国建国60周年庆典、2008年北京奥运会、第16届亚运会、环北京职业公路自行车赛及2013年中国全运会。

我们认为公司的核心竞争力主要在于3方面：**i) 技术门槛** - 以最先进的技术及强大的设计能力定制解决方案；通过自主研发硬件和设备，定制具有成本效益的解决方案；**ii) 项目制定能力** - 以优秀往绩作专业证明及作为参考；对于在过去曾完成类似性质项目的企业，客户一般会优先考虑；**iii) 信誉及往绩** - 客户对高质量的服务、供货商的可靠性及技术诀窍有所需求，因此客户一般倾向与现有合作供货商保持长期关系。

图2：公司全媒体一站式应用解决方案业务模式



资料来源：公司、安信国际

图3：公司主要服务于高端客户群



资料来源：公司、安信国际

➤ 制作、广播及传送应用解决方案业务 (预计占 2015E 收入 82.3%)

由于公司的客户一般要求高度复杂、可靠及与别不同的特点，因此公司会向客户提供全套定制的硬件及软件应用解决方案，包括系统工程设计、提供用于该系统的软件及硬件设备、系统集成及售后服务。公司亦就项目向客户提供独立的系统设计、咨询及执行服务，而客户则负责采购相关的软件及硬件设备。

公司的应用解决方案可按功能分为两大类：**i) 制作及广播** – 包括客户用于收集、制作及处理内容的硬件及软件应用解决方案，以编制内容并发送予最终使用者，例如公司可提供主要于电视台及演播室使用之系统及设备，包括主控制系统、演播室系统及媒体资产管理系统；公司亦可提供客户用于远程内容收集及广播的系统及设备，例如户外广播车、电子现场制作 (EFP) 系统及电子新闻采集系统；以及 **ii) 传送** – 包括客户用于以电子方式传送全媒体内容的硬件及软件应用解决方案，例如公司可提供以无线方式自远程摄影机传送至户外广播车或 EFP 系统，以微波或卫星自广播车或 EFP 系统传送至电视台，通过卫星、有线电视、互联网及其他传送方式自电视台传送内容至最终使用者。

公司较具代表性的项目包括 1) 于 2008 年为位于北京的中央电视台新总部大楼多个系统提供应用解决方案，例如主控制系统及播放系统；2) 央视总部以及海外其他地区 (包括香港、迪拜、莫斯科、圣保罗及内罗毕) 的中央电视台海外分社之传送系统；3) 2008 年北京奥运会额菲尔士峰的火炬传送高清现场转播所使用的 EFP 系统；4) 为 2009 年第 11 届全运会设立国际广播中心提供多套应用解决方案；以及 5) 于 2009 年就中国首批 9 个参与全国由标清电视过渡至高清电视的广播商中的 7 个，提供有关高清过渡的多套应用解决方案。

图 4：公司应用解决方案示例



资料来源：公司、安信国际

由于 i) 国内一般电视台传播系统及相关设备在技术更替下替换周期约 5-7 年；ii) 现时国内有约 1,100 个电视频道，其中仅有 50 个高清频道，相较欧洲超过 900 个高清电视频道仍有巨大发展空间，预期市场转用高清广播技术将推动对设备及系统需求持续提升；以及 iii) 公司存量系统设备将带来稳定的运维服务收入，我们预计公司应用解决方案业务收入 2015E-17E CAGR 将达 13.5% 的稳定增长，至 2017E 的 9.3 亿元人民币。预计应用解决方案将为 2015E 收入主要贡献板块，占比将达 82.3%，毛利率 27.3%，其中制作及传播/ 传送业务毛利率将分别达 24.8%/ 32.5%。

➤ 体育活动转播业务 (预计占 2015E 收入 9.3%)

公司此业务板块主要就广播及传送现场活动向主转播商提供活动转播服务。公司过往曾提供活动转播服务的现场活动包括 2009 年中国建国 60 周年庆典、2008 年北京奥运会、第 16 届亚运会、2013 年中国全运会、第 59 届澳门格兰披治大赛车、以及自 2011 年起开始举办的环北京职业公路自行车赛。公司根据主转播商及内容制作团队的需要提供定制服务组合，当中包括向内容制作团队提供系统工程设计、现场运作及技术支持服务，以及租赁设备予该活动。在户外活动方面，公司的服务包括安排及外包空中广播直升机、计划空中路线及进行地面勘查以及计划地面传送系统的位置。公司可视客户的需要，就相关活动转播服务按项目就个别活动或就固定期间向公司的客户租赁系统及相关设备（其中部份系统及相关设备由公司拥有并于一段时间内租赁给不同项目的客户）。如公司客户有意拥有相关设备，公司亦可为其采购及出售。

我们预计公司体育活动转播业务 2015E 收入将达 8,205 万元人民币，占整体收入将达 9.3%。我们相信公司现时相关服务已运营成熟，未来将加大投入并将陆续接获各全国性 & 国际性体育活动转播服务订单，预计相关业务收入 2015E-17E CAGR 将达 42.5%，至 2017E 的 1.7 亿元人民币。预期相关业务毛利率较高，2015E 将达 47.7%。

➤ 系统运维业务 (预计占 2015E 收入 3.9%)

公司提供的系统运维服务包括定期维修服务及一般包含在应用解决方案内的系统及设备，相关服务主要为公司就应用解决方案项目合约保证期内所提供的配套售后维护服务以外而另行提供。公司的系统运维服务合约一般包括支持、定期现场系统检测、设备维修、重置及维护、以及软件升级。公司客户可 24 小时向公司作出技术查询，公司技术团队会尽快作出响应，另外公司的技术团队亦会就系统的运作及维护向客户提供技术培训计划及技术手册。公司较具代表性的项目包括 i) 2008 年起有关中央电视台的主控系统 & 播出服务器的维护服务合约；以及 ii) 自 2011 年起有关中央电视台海外分社的传送系统的维护服务合约。我们预计公司系统运维服务收入 2015E-17E CAGR 将达 24.9%，至 2017E 的 5,357 万元人民币，预期 2015E 毛利率将达 51.5%。

➤ 设备开发及销售业务 (预计占 2015E 收入 4.5%)

尽管公司的解决方案及服务主要使用向第三方采购的设备，公司亦从事广播及传送设备的开发及销售业务，主要用于公司的应用解决方案及活动服务或用作个别销售。公司目前销售的产品包括 NanoSat 系列手提箱尺寸便携式卫星传输终端，于 2010 年 12 月开始销售。公司的 NanoSat 产品为便携式卫星新闻采集系统，当中包括卫星天线，以及可让不同使用者（包括广播商、军方及政府机构）自遥远地点通过卫星传送实时或录制视频。相关卫星传输终端为便携式、体轻、可由单一使用者携带及操作。公司的标准 NanoSat 系统内置符合国际航空运输协会有关商业航机运输的体积及重量规定的小型手提箱内。另一方面，NanoSat 系统的设计着重于可迅速配调至现场，并配备自动架设功能，以快速捕捉卫星讯号。公司的便携式卫星传输终端的应用包括一般新闻采集及现场活动的转播、保安及监察影片的传送。

公司于 2012 年推出全新系列的精密多元化微波接收系统，主要用于接收移动来源的传送信号，例如安装于直升机、汽车及其他运输工具的摄影机。公司的多元化微波接收系统通常用于支持活动转播，有关活动需要使用高移动性并安装于运输工具的摄影机，以便于远距离捕捉快速移动的动作，例如自行车赛、赛车及马拉松比赛。相关移动摄影机所捕捉的音频及视频会由天线接收信号方式传送，并导入接收装置作进一步处理。公司的系统包括多扇区天线装置及接收装置，天线装置由多个独立天线部件组成，相关天线紧密相间及排列，可自动接收不同方向的信号，最高达 360 度，有助接收在接收装置及传送来源之间可能并非直接视距的难以接收信号。天线装置所接收的信号会输入接收装置，然后调与该等信号并以音频及视频方式输出。公司的系统有别于使用高增益定向天线的仿真系统，相关系统需要重新校准频率，而且通常体积较大、笨重及昂贵，而公司的系统则较为微型及毋需进行天线定向及系统调校。

2. 分享国内体育行业盛宴

目前中国政府正积极推进体育产业发展，要求简政放权、放管结合，取消商业性和群众性体育赛事审批，放宽赛事转播权限制。另外国务院已经把全民健身上升为国家战略，提出到 2025 年，体育产业总规模将超过 5 万亿元人民币。公司过去一直为世界性及全国性体育赛事包括 2008 年北京奥运、第 16 届亚运会、2013 年中国全运会、以及自 2011 年开始举办的环北京职业公路自行车赛等，提供工程设计、现场操作、技术支持、以及租赁设备服务。我们相信公司已拥有足够能力服务在中国不断增长的体育产业，未来亦将有望开拓体育产业链中新机遇，包括 i) 参与体育比赛项目的赛事组织及管理、ii) 广告与赞助运营、以及 iii) 节目制作等，从中获得新收入来源。我们预计公司体育相关业务收入 2015E-17E CAGR 将达 42.5%。

2.1. 中国体育赛事发展空间巨大

➤ 预计 2025 年产值将达 5 万亿元人民币

体育产业前景广阔。在国内生活水平、社会文化环境不断提升的大背景下，中国体育产业已具备市场需求和产业化基础。2014 年 10 月，国务院“关于加快发展体育产业促进体育消费若干意见”中提出体育产业要在 2025 年实现 5 万亿元人民币的市场空间。此后，各细分行业等政策利好频传，体育产业市场化振兴在即。

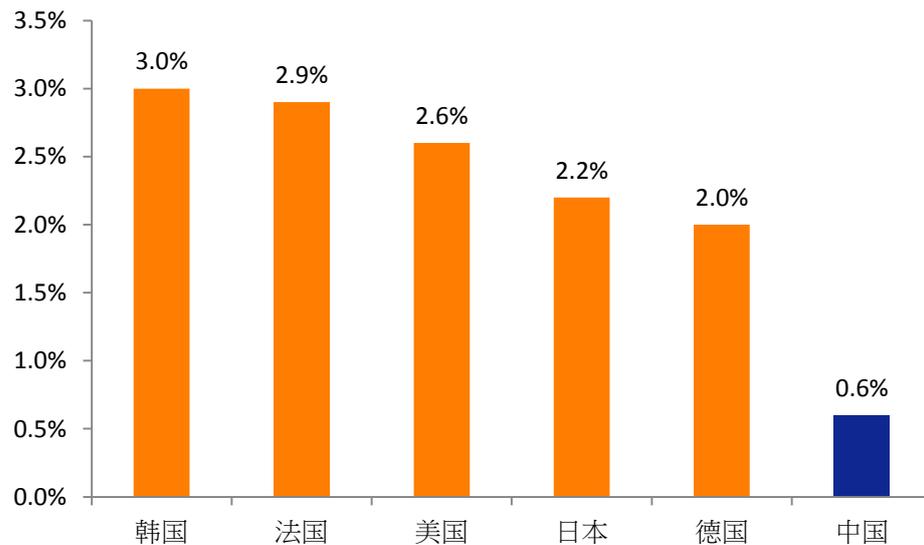
政策导向明显。2014 年 9 月 2 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加快发展体育产业，促进体育消费推动。具体措施将包括 i) 简政放权、放管结合、取消商业性和群众性体育赛事审批、放宽赛事转播权限制；推进职业体育改革，鼓励发展职业联盟；ii) 盘活、用好现有体育设施，积极推动公共体育设施向社会开放，积极支持社会力量兴办面向大众的体育健身场所设施；iii) 优化市场环境，支持体育企业成长壮大；加快专业人才培养；推动体育健身与医疗、文化等融合发展，大力发展体育旅游、运动康复、健身培训等体育服务业。由上可见，中央政策对于体育行业的扶持，特别是对群众类体育赛事的扶持十分明显。

经济越发达，运动越会变成一种生活习惯。经济的发展，生活质量的提升，让更多人意识到运动和健康密不可分的关联，这也促使越来越多的普通民众健身意识的觉醒。群众类的运动，不像竞技体育有场地和年龄的局限。各个年龄层次的居民都有适合的群众类体育活动项目。有不限于年龄层的羽毛球、网球、乒乓球等，适合中青年人的马拉松、自行车赛、篮球、足球、登山、攀岩等，适合中老年的广场舞、太极拳、老年交际舞、棋牌等。众多的体育项目对应了群众类体育活动巨大的市场。

美国体育行业为其经济支柱产业。美国是世界头号体育强国，也是世界头号体育产业大国。美国橄榄球、棒球市场的巨大规模就与美国橄榄球联赛和文化的发展有直接关联，年均 7,000 万/5,000 万人次观众的美式足球/橄榄球联赛就是这两个项目市场的最重要源泉。近年来，随着新材料使运动器材出现“创造性革命”，以健身俱乐部为主流的美国健身体育产业日益火爆，其特征体现在，现代化新技术的广泛运用使得运动器械发生了质的变化。良好的运动器械性能一方面提高了运动质量，另一方面大大减少了运动损伤产生的概率，技术革命也引发了美国健身锻炼的热潮。体育用品是美国体育产业的“权重股”，它是美国体育产业中的一个大户，占据目前美国体育总营业额的近三分之一。体育产业的发展，拉动了包括体育器材、运动鞋和运动服等体育用品行业的成长。

体育服务业迎来爆发期。在人均 GDP 低于 5,000 美元时，体育产业还处在观赏型阶段。2013 年，国内人均 GDP 为 6,767 美元，全国 31 个省市（不含港澳台）中，人均 GDP 高于 5,000 美元的就有 26 个。中国体育行业已经步入体验参与型的时代。2012 年中国体育产业从业人员为 376 万人，实现增加值 3,136 亿元人民币，占当年 GDP 比重为 0.6%，远低于发达国家 1-3% 的水平。美国 2012 年体育产业总产值为 4,350 亿美元，占当年 GDP 的比重为 2.7%。在美国等发达国家，体育产业已进入成熟阶段，其服务业占比超过 50%。相比之下，国内体育用品制造等传统领域超过产业总规模的 70%。目前，国内体育用品制造业已步入成熟阶段；而体育赛事、传媒和体育服务业仍在萌芽和成长期，我们相信在产业结构上，体育服务业将迎来爆发期。

图 5：中国体育产业 GDP 占比有待提升



资料来源：国家体育总局、安信国际

2.2. 捕捉体育赛事转播及经营机遇

体育赛事转播及经营服务在中国将迎来重大发展机遇。中国举办国际大型体育盛事数目近年持续增加，例如奥运会、亚运会、全国马拉松、UCI 世界巡回赛及其他重要盛事及真人秀比赛，预期有关活动数目将快速增加。相关活动需要先进的专业广播技术、湛深的专业知识及调度高质量的现场转播设备，为提供相关服务的运营商带来庞大商机。

公司过去一直为世界性及全国性体育赛事包括 2008 年北京奥运、第 16 届亚运会、2013 年中国全运会、以及自 2011 年开始举办的环北京职业公路自行车赛等，提供工程设计、现场操作、技术支持、以及租赁设备服务。在 2015 年内我们估计具潜力的目标体育将包括：1) 7-11 月 - 全国 5 项自行车赛赛事、2) 3 月 - 2015 国际体联世界花样滑冰锦标赛 (上海)、3) 4-5 月 - 2015 年第 53 届世界乒乓球锦标赛 (苏州)、4) 8 月 - 2015 年北京世界田径锦标赛 (北京)、以及 5) 2015 年滑雪北京世界单板滑雪赛 (北京)。我们相信公司已拥有足够能力服务在中国不断增长的体育产业，未来亦将有望开拓体育产业链中新机遇，包括 i) 参与体育比赛项目的赛事组织及管理、ii) 广告与赞助运营、以及 iii) 节目制作等，从中获得新收入来源。我们预计公司体育相关业务收入 2015E-17E CAGR 将达 42.5%。

图 6：公司体育活动转播服务案例

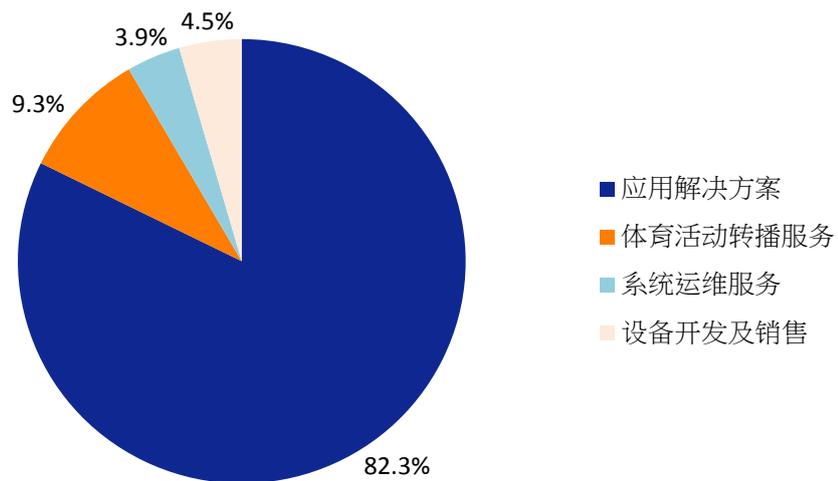


资料来源：公司、安信国际

3. 预计 2015E-17E 净利润 CAGR 将达 23.7%

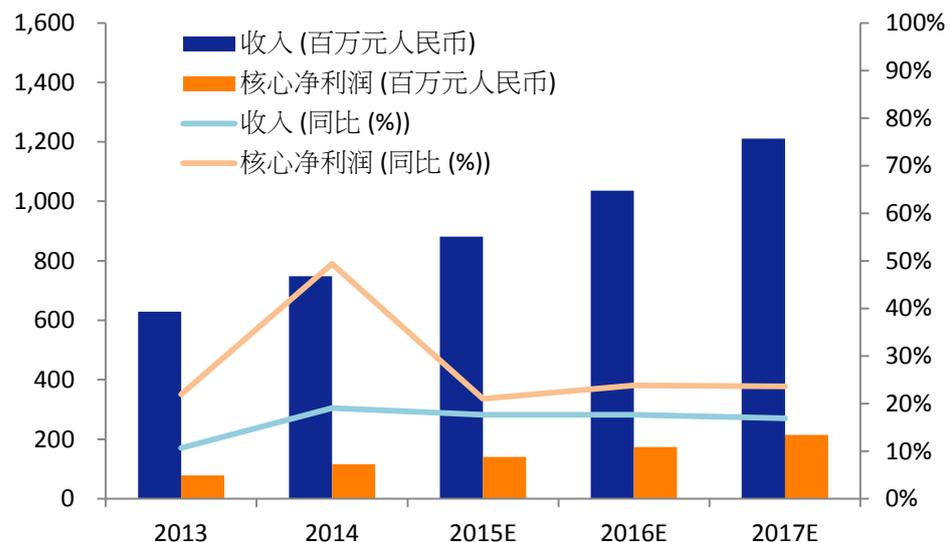
我们预测公司收入 2015E-17E CAGR 将达 17.3%，至 2017E 的 12.1 亿元人民币，其中应用解决方案/体育活动转播服务/系统运维服务/设备开发及销售业务收入占比将分别达 77.1%/13.8%/4.4%/4.8%。预计在毛利率较高的体育业务收入占比提升带动下，整体毛利率将逐步从 2014 年 30.9% 提升至 2017E 的 32.4%。以上将带动 2015E-17E 净利润 CAGR 达 23.7%，预期公司将维持约 32% 派息比率。

图 7：世纪睿科 2015E 收入分布



资料来源：公司、安信国际

图 8：世纪睿科 2013-17E 收入及净利润



资料来源：公司、安信国际

4. 首予“买入”评级

我们认为世纪睿科为香港上市公司中属比较稀缺的体育概念目标，我们首予公司“买入”评级，并以 2015E-17E 1 倍 PEG 定价，给予目标价 4.22 港元。

表 1：同业估值比较

| 股份名稱 | 代碼 | 市值 百萬元 | 股價 元 | 最近報表 年結 | ---- 市盈率 (倍) ---- | | | | --- 每股盈利增長 (%) --- | | | | 股息率 (%) | | 市淨率 (倍) | | 淨負債 比率 %* |
|--------|-----------|-----------|---------|------------|-------------------|------|------|------|--------------------|-------|------|-------|---------|------|---------|------|--------------|
| | | | | | 歷史 | 今年 | 下年 | 下兩年 | 歷史 | 今年 | 下年 | 下兩年 | 12個月 | 今年 | 歷史 | 今天 | |
| 世纪睿科 | 1450 HK | 2,810 | 2.81 | 12/2014 | 20.2 | 16.0 | 12.8 | 10.7 | n/a | 26.1 | 25.0 | 20.0 | 1.39 | 1.69 | n/a | 4.58 | n/a |
| 智美集团 | 1661 HK | 12,872 | 8.00 | 12/2014 | 37.6 | 28.6 | 24.7 | 20.1 | 0.0 | 31.8 | 15.6 | 22.8 | 1.46 | 1.56 | 8.58 | 7.47 | -62.9 |
| 捷成股份 | 300182 CH | 28,878 | 61.32 | 12/2014 | n/a | 68.5 | 45.1 | n/a | 24.4 | n/a | 52.0 | n/a | 0.26 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 中国全通 | 633 HK | 4,361 | 2.59 | 12/2014 | 14.2 | 12.2 | 9.9 | 8.3 | -13.1 | 16.4 | 23.5 | 19.0 | 3.09 | 3.38 | 1.33 | 1.20 | 49.8 |
| 凤凰卫视 | 2008 HK | 15,251 | 3.05 | 12/2014 | 23.0 | 27.7 | 21.8 | 20.3 | -28.8 | -17.2 | 27.3 | 7.1 | 1.31 | 1.67 | 2.91 | 2.72 | -54.7 |
| 中视金桥 | 623 HK | 2,731 | 4.79 | 12/2014 | 7.1 | 7.2 | 6.9 | 10.5 | -18.0 | -1.3 | 3.7 | -34.2 | 2.82 | 5.88 | 1.30 | 1.11 | -41.4 |
| 电视广播 | 511 HK | 20,871 | 47.65 | 12/2014 | 14.8 | 13.0 | 12.3 | 11.1 | -18.9 | 14.3 | 5.1 | 10.7 | 5.46 | 5.52 | 2.45 | 2.45 | -34.5 |
| 雅仕维传媒 | 1993 HK | 3,076 | 6.99 | 12/2014 | 16.3 | 16.6 | n/a | n/a | n/a | -2.3 | n/a | n/a | 0.93 | n/a | 18.59 | n/a | -168.9 |
| 亚太卫星 | 1045 HK | 8,674 | 9.30 | 12/2014 | 17.1 | 14.1 | 11.0 | 9.7 | -6.9 | 21.2 | 28.0 | 13.6 | 0.86 | 1.08 | 2.16 | n/a | -16.0 |
| 财讯传媒 | 205 HK | 1,232 | 0.58 | 12/2014 | -ve E | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 中国通信服务 | 552 HK | 29,436 | 4.25 | 12/2014 | 11.0 | 9.7 | 8.8 | 7.8 | -4.0 | 13.2 | 10.0 | 12.7 | 2.74 | 3.21 | 1.02 | 0.95 | -29.6 |
| 中兴通讯 | 763 HK | 128,836 | 26.95 | 12/2014 | 28.0 | 21.4 | 18.9 | 16.7 | 97.4 | 30.5 | 13.6 | 13.1 | 0.93 | 1.15 | 2.98 | 2.58 | 27.6 |
| 电讯盈科 | 8 HK | 36,148 | 4.85 | 12/2014 | 10.7 | 13.7 | 12.3 | 11.4 | 73.7 | -21.8 | 11.6 | 8.4 | 4.16 | 5.01 | 3.56 | 3.05 | 342.1 |

注：*净负债比率为负数代表净现金；上表里世纪睿科预测数字来自彭博
数据来源：彭博

5. 风险提示

- i) 中国全媒体行业发展步伐慢于预期；
- ii) 体育相关业务执行风险；
- iii) 市场竞争激烈拖累毛利率下滑。

附表：财务报表预测

| (31/12 年结；百万元 RMB) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 损益表 | | | | | |
| 销售收入 | 629 | 749 | 881 | 1,036 | 1,211 |
| 销售成本 | (435) | (518) | (605) | (706) | (819) |
| 毛利 | 194 | 231 | 276 | 330 | 393 |
| 其他收入/(开支) | 0 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 销售及管理费用 | (96) | (111) | (102) | (116) | (132) |
| 经营溢利 | 98 | 120 | 173 | 213 | 260 |
| 分占联营公司业绩 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | (3) | (7) | (7) | (7) | (7) |
| 税前盈利 | 94 | 112 | 165 | 206 | 253 |
| 所得税 | (16) | (15) | (25) | (32) | (38) |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 78 | 97 | 141 | 174 | 215 |
| 核心净利润 | 78 | 116 | 141 | 174 | 215 |
| EBITDA | 106 | 129 | 182 | 223 | 271 |
| EBIT | 98 | 120 | 173 | 213 | 260 |
| 同比增长 (%) | | | | | |
| 销售收入 | 10.7 | 19.0 | 17.7 | 17.6 | 16.9 |
| 毛利 | 8.4 | 19.3 | 19.5 | 19.6 | 19.0 |
| 净利润 | 21.9 | 24.8 | 44.8 | 23.8 | 23.6 |
| 核心净利润 | 21.9 | 49.4 | 21.0 | 23.8 | 23.6 |
| EBITDA | 29.7 | 21.7 | 41.4 | 22.4 | 21.2 |
| EBIT | 19.5 | 22.4 | 44.5 | 23.5 | 22.1 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 非流动资产 | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 60 | 58 | 60 | 62 | 63 |
| 商誉 | 0 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 其他 | 8 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 流动资产 | 563 | 645 | 769 | 951 | 1,168 |
| 存货 | 387 | 171 | 199 | 233 | 270 |
| 应收帐 | 113 | 348 | 410 | 482 | 564 |
| 现金 | 54 | 120 | 153 | 230 | 328 |
| 其他 | 9 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 总资产 | 631 | 734 | 859 | 1,043 | 1,262 |
| 流动负债 | | | | | |
| 借贷 | 54 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 应付帐 | 435 | 209 | 245 | 285 | 331 |
| 其他 | 43 | 47 | 19 | 24 | 28 |
| 非流动负债 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 借贷 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 总负债 | 536 | 348 | 355 | 401 | 451 |
| 股本 | 71 | 260 | 260 | 260 | 260 |
| 储备 | 24 | 125 | 244 | 382 | 551 |
| 股东权益 | 95 | 386 | 504 | 642 | 811 |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本总额 | 95 | 386 | 504 | 642 | 811 |
| 净负债/(现金) | 4 | (30) | (63) | (140) | (238) |
| 净负债率 (%) | 4.5 | (7.7) | (12.5) | (21.8) | (29.4) |

(转下页...)

财务报表预测 (续)

| (31/12 年结; 百万元 RMB) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金流量表 | | | | | |
| 税前盈利 | 94 | 112 | 165 | 206 | 253 |
| 折旧 | 8 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 营运资金变动 | (57) | (189) | (55) | (65) | (73) |
| 其他 | (10) | (10) | (49) | (23) | (29) |
| 经营活动现金流量 | 35 | (77) | 71 | 129 | 161 |
| 资本开支 | (4) | (7) | (7) | (7) | (7) |
| 其他 | (18) | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流量 | (22) | (14) | (7) | (7) | (7) |
| 贷款变动 | 6 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 130 | (31) | (45) | (56) |
| 融资活动现金流量 | 6 | 161 | (31) | (45) | (56) |
| 净资金流入/(出) | 19 | 70 | 33 | 77 | 98 |
| 自由现金流 | 31 | (84) | 64 | 122 | 154 |
| 财务及估值比率 | | | | | |
| P/E (x) | 28.9 | 19.4 | 16.0 | 12.9 | 10.5 |
| P/B (x) | 23.7 | 5.8 | 4.5 | 3.5 | 2.8 |
| Dividend yield (%) | 2.7 | 1.4 | 2.0 | 2.5 | 3.1 |
| EV/EBITDA (x) | 26.5 | 21.6 | 15.1 | 12.0 | 9.5 |
| EV/EBIT (x) | 28.8 | 23.3 | 15.9 | 12.5 | 9.9 |
| Gross margin (%) | 30.8 | 30.9 | 31.3 | 31.9 | 32.4 |
| EBITDA margin (%) | 16.9 | 17.2 | 20.7 | 21.6 | 22.3 |
| Pre-tax profit margin (%) | 15.0 | 15.0 | 18.8 | 19.9 | 20.9 |
| Net margin (%) | 12.4 | 13.0 | 16.0 | 16.8 | 17.7 |
| SG&A/sales (%) | 15.3 | 14.8 | 11.6 | 11.2 | 10.9 |
| Effective tax rate (%) | 17.4 | 13.5 | 15.0 | 15.5 | 15.0 |
| ROE (%) | 81.9 | 40.4 | 31.6 | 30.4 | 29.6 |
| ROA (%) | 12.3 | 14.2 | 17.6 | 18.3 | 18.7 |
| Current ratio (x) | 1.1 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.6 |
| Stock turnover days (s) | 324.6 | 120.3 | 120.3 | 120.3 | 120.3 |
| A/R turnover days (s) | 65.5 | 169.9 | 169.9 | 169.9 | 169.9 |
| A/P turnover days (s) | 365.0 | 147.6 | 147.6 | 147.6 | 147.6 |
| Interest coverage (x) | 28.0 | 16.2 | 23.4 | 28.9 | 35.3 |
| Net debt/ (cash) to equity (%) | 4.5 | (7.7) | (12.5) | (21.8) | (29.4) |
| Total asset to equity ratio (x) | 6.6 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| Dividend payout ratio (%) | 77.2 | 26.7 | 32.0 | 32.0 | 32.0 |

数据来源: 公司; 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护，除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010