



300043.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 5.03

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 皇家西班牙人队有望成为中国足球出海口。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	52.9	12.5	(28.7)	26.7
相对深证成指	19.6	5.7	(21.5)	25.1

发行股数(百万)	1,244
流通股(%)	74
总市值(人民币 百万)	6,258
3个月日均交易额(人民币 百万)	122
净负债比率(%) (2019E)	7
主要股东(%)	
陈雁升	33

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

方光照

(021)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519010001

星辉娱乐

西班牙人俱乐部商业开发有望加快, 驱动业绩增长

公司已形成游戏研发运营、足球俱乐部经营、车模生产制造三大主业。我们看好皇家西班牙俱乐部业绩增长以及公司游戏业务的稳健运营, 首次给予公司“买入”评级。

支撑评级的要点

- 武磊加盟西班牙人俱乐部后, 带来俱乐部在国内关注度和商业价值显著提升, 有望驱动广告赞助、门票及衍生品销售收入大幅提升。公司持有西班牙人俱乐部 99.35% 股权, 武磊加盟西班牙人俱乐部且表现良好, 国内收看西班牙人俱乐部比赛的人数显著增长, 有望推动国内企业对西班牙人俱乐部的赞助以及西班牙人俱乐部包括球衣在内的衍生品在国内销售收入提升。
- 西班牙人俱乐部有望成为国内球员留洋及中西足球合作的平台, 公司充分受益于西甲在国内的商业化开发及国内青训市场空间的打开。西甲一直将中国作为重要市场, 在中国主要进行青少年培养和体育娱乐化战略的实施。2019年3月西甲主席访华, 与中国足协签署一系列合作协议, 未来两国足球将在更多领域进行合作。而西班牙人作为中国企业控股的西甲联赛俱乐部, 有望成为两国足球合作的平台, 从体育经纪(运作中国球员留洋)、赞助营销、青训培养等领域打开变现空间。
- 游戏业务贡献稳定业绩。《三国群英传-霸王之业》流水稳定, 验证公司精品游戏研发能力, 并成为业绩稳定器, 《苍之纪元》《三国志 M》等 2018 年上线的游戏海外市场流水仍有望攀升, 为游戏业务贡献业绩弹性。

估值

- 我们假设公司游戏业务稳健运营, 2019年西班牙人俱乐部打进欧联杯, 球队比赛奖金、转会、转播、赞助收入有望明显增长, 预计公司 2019-2021 年实现净利润 3.15、3.85 和 4.79 亿元, 当前股价对应的市盈率分别为 20 倍、16 倍和 13 倍, 首次给予公司“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 游戏业务下滑, 球队战绩下滑。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,755	2,820	3,076	3,372	3,717
变动(%)	15	2	9	10	10
净利润(人民币 百万)	230	238	315	385	479
全面摊薄每股收益(人民币)	0.185	0.192	0.253	0.309	0.385
变动(%)	(49.8)	3.7	32.1	22.1	24.6
全面摊薄市盈率(倍)	27.2	26.2	19.9	16.3	13.1
价格/每股现金流量(倍)	22.3	10.0	10.5	10.9	8.9
每股现金流量(人民币)	0.23	0.50	0.48	0.46	0.56
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.1	16.9	11.4	10.0	8.0
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.025	0.031	0.039
股息率(%)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,755	2,820	3,076	3,372	3,717
销售成本	(1,897)	(1,562)	(1,725)	(1,899)	(2,104)
经营费用	(526)	(781)	(783)	(871)	(927)
息税折旧前利润	333	478	569	603	687
折旧及摊销	(174)	(214)	(140)	(140)	(140)
经营利润(息税前利润)	158	264	429	463	547
净利息收入/(费用)	(122)	(130)	(146)	(129)	(109)
其他收益/(损失)	219	110	45	67	57
税前利润	256	244	328	401	494
所得税	(8)	(3)	(10)	(12)	(10)
少数股东权益	(17)	(2)	(3)	(4)	(5)
净利润	230	238	315	385	479
核心净利润	231	239	315	385	479
每股收益(人民币)	0.185	0.192	0.253	0.309	0.385
核心每股收益(人民币)	0.186	0.192	0.253	0.309	0.385
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.025	0.031	0.039
收入增长(%)	15	2	9	10	10
息税前利润增长(%)	(12)	67	62	8	18
息税折旧前利润增长(%)	17	44	19	6	14
每股收益增长(%)	(50)	4	32	22	25
核心每股收益增长(%)	(50)	3	32	22	25

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	256	244	328	401	494
折旧与摊销	174	214	140	140	140
净利息费用	122	130	146	129	109
运营资本变动	(173)	(6)	79	(108)	75
税金	9	(1)	(10)	(12)	(10)
其他经营现金流	(107)	45	(90)	24	(108)
经营活动产生的现金流	281	625	593	574	701
购买固定资产净值	67	44	0	0	0
投资减少/增加	140	195	15	27	27
其他投资现金流	(1,103)	(500)	(5)	(0)	(0)
投资活动产生的现金流	(897)	(261)	10	27	27
净增权益	(37)	0	(31)	(38)	(48)
净增债务	803	539	217	(229)	(332)
支付股息	37	0	31	38	48
其他融资现金流	(212)	(948)	962	(168)	(157)
融资活动产生的现金流	591	(409)	1,179	(397)	(489)
现金变动	(25)	(45)	1,782	204	238
期初现金	441	302	341	2,123	2,327
公司自由现金流	(616)	364	604	601	727
权益自由现金流	309	1,033	966	501	505

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	331	350	2,139	2,343	2,582
应收帐款	505	591	435	689	550
库存	117	103	179	132	213
其他流动资产	133	58	178	81	206
流动资产总计	1,086	1,102	2,930	3,246	3,549
固定资产	1,033	1,333	1,275	1,216	1,157
无形资产	768	812	731	650	569
其他长期资产	1,556	1,522	1,522	1,522	1,522
长期资产总计	3,358	3,667	3,528	3,388	3,248
总资产	5,980	5,956	7,631	7,803	7,967
应付帐款	354	352	401	428	491
短期债务	670	717	934	1,101	1,259
其他流动负债	497	632	619	643	640
流动负债总计	1,521	1,701	1,953	2,172	2,389
长期借款	1,816	1,460	1,464	1,067	577
其他长期负债	27	30	27	27	27
股本	1,244	1,244	1,244	1,244	1,244
储备	1,256	1,473	2,941	3,288	3,719
股东权益	2,500	2,717	4,186	4,532	4,963
少数股东权益	71	(1)	2	6	10
总负债及权益	5,980	5,956	7,631	7,803	7,967
每股帐面价值(人民币)	2.01	2.18	3.36	3.64	3.99
每股有形资产(人民币)	1.39	1.53	2.78	3.12	3.53
每股净负债/(现金)(人民币)	1.16	1.45	0.19	(0.16)	(0.62)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.1	16.9	18.5	17.9	18.5
息税前利润率(%)	5.8	9.4	13.9	13.7	14.7
税前利润率(%)	9.3	8.6	10.7	11.9	13.3
净利率(%)	8.4	8.5	10.2	11.4	12.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	1.3	2.0	2.9	3.6	5.0
净权益负债率(%)	85.0	67.6	6.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	1.4	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	27.2	26.2	19.9	16.3	13.1
核心业务市盈率(倍)	27.1	26.2	19.8	16.3	13.1
市净率(倍)	2.5	2.3	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	22.3	10.0	10.5	10.9	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.1	16.9	11.4	10.0	8.0
周转率					
存货周转天数	23.4	25.7	29.9	29.9	29.9
应收帐款周转天数	64.9	70.9	60.8	60.8	60.8
应付帐款周转天数	50.0	45.7	44.7	44.9	45.1
回报率					
股息支付率(%)	16.2	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	9.5	9.1	9.1	8.8	10.1
资产收益率(%)	2.8	4.4	6.1	5.8	6.8
已运用资本收益率(%)	1.2	1.2	1.4	1.4	1.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测