

骅威文化 (002502)

创新机制消化激励风险，协同共推 IP 运营

行业名称	传媒
投资建议	买入
当前价格:	13.63 元
目标价格:	20.93 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	860/407
流通 A 股市值 (百万元)	5,542
每股净资产 (元)	7.41
资产负债率 (%)	11.38
一年内最高/最低 (元)	35.05/13.41

一年内股价相对走势



文浩 分析师
 执业证书编号: S1110516050002
 电话:
 邮箱: wenhao@sh.tfzq.com
焦娟 分析师
 执业证书编号: s1110516020001
 电话:
 邮箱: jiaojuan@sh.tfzq.com
张爽 联系人
 电话:
 邮箱: zhangshuang@sh.tfzq.com

相关报告

1、《骅威文化 (002502) \轻工制造行业》
 2016.08.22



报告信息

证券研究报告

公司点评

全资子公司第一波与付强拟对创阅文化增资，合作要点如下：

增资方案：第一波投入创阅文化5980万元，其中认缴创阅文化出资24.5万元，5975.50万元计入资本公积；付强投入25.5万元，认缴出资25.5万元；双方持股比例分别为49%和51%；

估值调整：6个月内第一波有权根据创阅文化实际运作效果，对创阅文化追加投资4000万元，其中认缴新增注册资本5.5万元；如第一波决定追加投资，付强应对创阅文化追加投资44.5万元；双方持股比例为30%和70%；

股权回购：付强同意，在创阅文化设立12个月期限届满之日起的36个月内，第一波有权无条件要求付强以1.2亿元的价格回购第一波持有的创阅文化的全部股权(追加投资方案实施后，回购价格相应调整为2亿)。

创新激励方式绑定人才，侧面验证收购标的优质价值

本次骅威通过成立合资公司方式绑定以付强为代表的核心人才，付强承诺自本次增资完成日起，在创阅文化至少任职60个月；同时公司6个月后可追加投资，并自愿稀释持股比例，以追加后近亿元资金支持创阅文化，充分信任付强在网文创作、社会资源以及IP运营的能力，也侧面验证付强任总经理的第一波作为骅威收购标的质地优良。

股权回购保障公司利益，协同效应深化IP运营发展

第一波有权无条件要求付强回购条款将充分保障上市公司层面利益，最大程度规避投资风险。而创阅文化意图通过集合作家资源和各类文学作品打造独立的阅读平台，进行文学IP孵化的商业定位又与公司的IP运营业务有高度协同性，公司享受经营收益的同时，也在文学IP市场方面的进一步拓展将铺就基石，有助于为公司后续战略布局的深化。

投资建议

我们认为骅威在并购市场运作方面执行力突出，第一波和梦幻星生园具备优质价值，本次与付强共同增资创阅文化又以创新机制消化激励风险。我们预计公司16-18年净利润分别为2.87亿/3.54亿/4.19亿，根据前期公司公告重组终止后解锁期已到，下半年可能进入新的整合窗口，12个月目标市值180亿，对应目标价20.93元。

风险提示

合资公司运营不达预期，行业监管风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	476.78	590.57	1,142.17	1,416.52	1,729.36
增长率 (%)	6.14%	23.87%	93.40%	24.02%	22.08%
EBITDA (百万元)	39.19	125.23	321.66	387.72	451.24
净利润 (百万元)	34.35	120.35	287.18	354.21	418.86
增长率 (%)	7.59%	250.31%	138.62%	23.34%	18.25%
EPS (元/股)	0.04	0.14	0.33	0.41	0.49
市盈率 (P/E)	341.13	97.38	40.81	33.09	27.98
市净率 (P/B)	12.79	3.79	3.58	3.36	3.13
EV/EBITDA	77.73	83.27	33.44	27.16	23.29

数据来源：公司公告，天风证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	362.25	438.79	881.50	1,116.07	1,153.53	营业收入	476.78	590.57	1,142.17	1,416.52	1,729.36
应收账款	181.92	314.28	581.20	471.32	813.64	营业成本	361.53	315.96	590.38	738.60	913.81
预付账款	8.92	44.52	24.10	64.17	59.16	营业税金及附加	4.19	5.95	11.06	13.49	16.89
存货	80.11	205.49	125.77	333.86	190.05	营业费用	42.93	44.74	77.67	95.90	113.79
其他	4.60	110.80	40.25	54.91	71.68	管理费用	59.13	106.84	166.19	204.40	247.30
流动资产合计	637.80	1,113.88	1,652.82	2,040.33	2,288.07	财务费用	-10.85	-21.61	-14.96	-22.64	-25.72
长期股权投资	130.95	114.23	114.23	114.23	114.23	资产减值损失	1.27	18.11	7.03	8.80	11.31
固定资产	176.76	183.06	174.22	165.39	156.55	公允价值变动收益	-0.75	-0.21	-0.39	0.19	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	19.37	5.37	12.37	12.37	10.04
无形资产	17.93	28.08	17.09	6.10	0.00	其他	-37.24	-10.32	-23.96	-25.13	-20.08
其他	26.51	1,892.84	1,879.91	1,875.99	1,868.99	营业利润	37.18	125.74	316.80	390.53	462.02
非流动资产合计	352.15	2,218.21	2,185.45	2,161.71	2,139.77	营业外收入	0.97	3.01	1.96	1.98	2.32
资产总计	989.96	3,332.09	3,838.27	4,202.04	4,427.84	营业外支出	1.19	6.76	3.67	3.87	4.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	36.95	121.99	315.09	388.64	459.57
应付账款	46.80	97.88	68.02	159.59	159.35	所得税	3.25	-0.81	22.06	27.20	32.17
其他	21.96	128.19	60.27	109.60	72.06	净利润	33.71	122.80	293.04	361.44	427.40
流动负债合计	68.76	226.07	128.29	269.19	231.41	少数股东损益	-0.65	2.46	5.86	7.23	8.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	34.35	120.35	287.18	354.21	418.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.04	0.14	0.33	0.41	0.49
其他	0.00	1.46	0.49	0.65	0.86						
非流动负债合计	0.00	1.46	0.49	0.65	0.86	主要财务比率					
负债合计	68.76	227.53	128.78	269.84	232.28		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	5.20	9.23	9.23	16.46	25.01	成长能力					
股本	281.60	429.91	859.83	859.83	859.83	营业收入	6.14%	23.87%	93.40%	24.02%	22.08%
资本公积	395.60	2,320.53	2,320.53	2,320.53	2,320.53	营业利润	-5.55%	238.19%	151.95%	23.28%	18.31%
留存收益	634.40	2,665.73	2,410.52	2,626.00	2,880.82	归属于母公司净利润	7.59%	250.31%	138.62%	23.34%	18.25%
其他	-395.60	-2,320.85	-2,320.53	-2,320.53	-2,320.53	获利能力					
股东权益合计	921.20	3,104.56	3,279.58	3,502.29	3,765.65	毛利率	24.17%	46.50%	48.31%	47.86%	47.16%
负债和股东权益总计	989.96	3,332.09	3,408.35	3,772.13	3,997.93	净利率	7.21%	20.38%	25.14%	25.01%	24.22%
						ROE	3.75%	3.89%	8.78%	10.16%	11.20%
						ROIC	5.47%	19.69%	10.96%	14.84%	17.66%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	6.95%	6.83%	3.78%	7.15%	5.81%
净利润	33.71	122.80	287.18	354.21	418.86	净负债率	-44.89%	-9.45%	-6.44%	-21.49%	-22.47%
折旧摊销	15.12	25.18	19.83	19.83	14.94	流动比率	9.28	4.93	12.88	7.58	9.89
财务费用	0.07	-1.67	-14.96	-22.64	-25.72	速动比率	8.11	4.02	11.90	6.34	9.07
投资损失	-19.37	-5.37	-12.37	-12.37	-10.04	营运能力					
营运资金变动	6.66	-20.92	-181.66	-8.16	-240.85	应收账款周转率	2.59	2.38	2.55	2.69	2.69
其它	13.26	64.75	5.47	7.42	8.55	存货周转率	6.56	4.14	6.90	6.16	6.60
经营活动现金流	49.44	184.77	103.48	338.28	165.74	总资产周转率	0.50	0.27	0.32	0.35	0.40
资本支出	142.63	1,807.01	0.97	-0.16	-0.22	每股指标 (元)					
长期投资	130.95	-16.72	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.04	0.14	0.33	0.41	0.49
其他	-394.85	-2,537.31	11.40	12.53	10.25	每股经营现金流	0.06	0.21	0.12	0.39	0.19
投资活动现金流	-121.26	-747.02	12.37	12.37	10.04	每股净资产	1.07	3.60	3.80	4.05	4.35
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	10.85	2,094.54	445.19	22.64	25.72	市盈率	341.13	97.38	40.81	33.09	27.98
其他	-21.09	-1,457.88	-118.33	-138.72	-164.04	市净率	12.79	3.79	3.58	3.36	3.13
筹资活动现金流	-10.24	636.66	326.86	-116.08	-138.32	EV/EBITDA	77.73	83.27	33.44	27.16	23.29
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	115.68	100.15	35.63	28.63	24.09
现金净增加额	-82.07	74.41	442.71	234.57	37.46						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)