

中技控股 (600634.SH)

传媒互联网行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 18.42元

目标价格(人民币): 24.01元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	575.73
总市值(百万元)	10,604.98
年内股价最高最低(元)	18.82/12.70
沪深300指数	3367.79
上证指数	3165.41



现金控股海外页游翘楚 Jagex, 坚定转型文化娱乐产业

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.234	0.213	0.259	0.348	0.481
每股净资产(元)	4.10	4.33	2.88	3.16	3.36
每股经营性现金流(元)	0.64	0.43	0.20	0.31	0.40
市盈率(倍)	51.30	101.39	67.24	50.02	36.21
行业优化市盈率(倍)	25.90	42.12	39.71	39.71	39.71
净利润增长率(%)	15.09%	-9.13%	21.77%	34.43%	38.12%
净资产收益率(%)	5.71%	4.91%	6.84%	8.32%	10.40%
总股本(百万股)	575.73	575.73	575.73	575.73	575.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

注: 为便于公司经传统主业剥离后新主营业务未来盈利能力的纵向对比, 公司盈利预测部分作如下财务处理:

1) 2016年盈利预测部分, 以2016年1-6月原有传统主业和2016年7-12月宏投网络(等同于旗下全资子公司Jagex)的公告预测业绩分区间计算; 2) 假设公司业已完成对宏投网络100%股权的收购, 并于2017年1月1日起并表, 公司2017-2018年的盈利预测将以宏投网络为经营主体, 继续使用备考数据。

投资逻辑

- **剥离混凝土桩传统业务, 收购宏投网络转型文娱产业:** 公司原主营混凝土桩产品的生产与销售, 受制于近年下游需求端的弱改善, 公司于2016年10月向上海轶鹏以24.16亿元交易对价完成中技桩业的94.49%股权置出; 鉴于海外页游存量市场收入贡献相对稳健、中国等新兴市场手游产品创收显著, 公司对游戏娱乐产业持有乐观预期, 于同年12月以16.32亿元完成对宏投网络51%股权的现金收购。宏投网络的业绩全部集中于全资子公司Jagex, 后者作为英国著名的游戏开发与发行商, 旗下主营MMORPG《RuneScape》系列页游; 自2001年上市以来, 该游戏已拥有逾2.4亿注册用户, 累计创收超7亿美元, 其中北美和欧洲地区收入占比高达80%以上。我们认为, Jagex具备优秀的游戏研运经验和出色的版本迭代开发实力, 有助于提升公司的盈利质量和发展空间。
- **Jagex作为海外领先页游IP研运商, 将以移动化升级拓展新兴市场:** Jagex主要游戏产品包括《RuneScape》系列、《Ace of Spades》等8款, 2017年将陆续推出《Chronicle》等三款网游, 着力于打造多元化产品矩阵。受游戏会员费提价、电竞比赛IP效应、新支付平台佣金成本降低等因素驱动, Jagex 2016H1收益显著提高, 并向公司承诺2016-2018年扣非后归母净利润分别为2.92亿元、2.97亿元和3.23亿元。鉴于中国等新兴游戏市场增速具有比较优势, 且Jagex东亚地区业务亟待开拓(该地区2015A、2016H1营收贡献占比仅为1.21%和0.93%), 我们预计Jagex未来将依托公司国内平台实现对中国市场的快速布局与渗透; 针对当前网络游戏整体向移动端转移的趋势, Jagex预将加大经典页游IP移动化研发的投入, 积极把握手游市场发展红利。
- **具备游戏投资背景的80后管理团队已然成形, 为新主业注入新活力:** 公司于2016年10月增补王晓强等4人为公司第八届董事会董事, 新任高管人均年龄为36岁。我们认为, 管理团队的年轻化将为公司文娱产业的深化布局提供强有力的决策支持; 公司新任董事潘瑾瑜女士、新任董秘苏行嘉先生具

石晨曦

联系人
(8621)61038200
shichenxi@gjzq.com.cn

王泽佳

联系人
(8621)61038324
wangzj@gjzq.com.cn

潘文韬

联系人
(8621)61038319
panwentao@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

备深厚的游戏投资背景，将有力促进公司游戏业务的“内外联动”，进而打开公司未来业绩的想象空间。

- **公司国内业务现处于“真空阶段”，未来外延并购预期强烈：**公司目前已完成对中技桩业的资产剥离，但新注入资产 Jagex 的游戏经营业务尚未实现对中、东、南等市场的覆盖，因而公司国内业务面临“真空”局面。考虑到短期 Jagex 旗下页游 IP 移动化研发周期较长、中国市场投放仍处于考察阶段，以及海外市场营收“贴补”国内经营成本的不可持续性，我们认为公司未来具备较强的外延并购预期。

投资建议与估值

- 为确保公司在注入新主业后盈利能力的纵向可比性，公司 2016 年盈利预测根据 2016H1 传统主业、2016H2 游戏新业务给出；基于公司在 2017 年 1 月 1 日对宏投网络完成剩余 49% 股权收购的假设条件下，使用宏投网络的备考数据对公司进行 2017-2018 年的业绩预测。我们预计公司 2016E、2017E、2018E 备考净利润分别为 1.49 亿元、2.01 亿元和 2.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.259 元、0.348 元和 0.481 元。根据申万行业划分，网络游戏类公司 2017 年 PE 算术平均值为 51 倍。鉴于公司游戏业务在欧美地区等存量市场已具备经营优势，且未来将重点拓展东亚地区等新兴市场并进行游戏移动化研发，我们给予公司整体 69X17PE，对应 2017 年目标价 24.01 元，首次覆盖评级为“买入”。

风险

- 海外页游 IP 本土化改造的推进不及预期；
- 国内审批监管趋严，移动游戏业务拓展未达预期；
- Jagex 未能完成业绩承诺，影响剩余股权收购；
- 宏投网络成立于 2016 年 2 月，其控股股东宏达矿业实际控制人为梁秀红女士，系中技控股实际控制人颜静刚先生配偶；宏投网络于 2016 年 6 月以 3.25 亿美元完成对 Jagex 的 100% 股权收购，至今未展开其他经营业务。

内容目录

质变之年，蓄势已发.....	5
从“桩业”到“游戏”，文化娱乐转型之路.....	5
国内业务现为“真空”，未来外延并购预期强烈.....	5
董、监、高 80 后居多，为新主业注入新活力.....	5
公司股权结构相对集中，股份质押弱化实控人减持风险.....	6
剥离中技桩业，彰显转型决心.....	6
下游需求仍待改善，桩基行业扩张乏力.....	6
置出“低效”传统主业，联合担保风险仍存.....	8
收购 Jagex 母公司宏投网络，携海外页游 IP 转型文娱产业.....	11
现金控股宏投网络，转型涉及关联交易.....	11
宏投网络承诺业绩有担保，剩余股权或被择机收购.....	11
以《RuneScape》为核心 IP，Jagex 风靡欧美页游市场.....	12
借力游戏系列化、移动化研发战略，Jagex 或向东亚市场进发.....	14
页游“存量”看欧美，手游“流量”望东方.....	15
全球游戏市场温和式扩张，中国跃居“东亚新星”.....	15
海外页游市场相对优势显著，进军中国亟待本土化、移动化.....	16
打造《RuneScape》产品矩阵，可为业绩“保驾护航”.....	17
《RuneScape》系列：或引 IP 协同效应，页游存量优势近年显著.....	18
《RS Remastered》：页游 IP 移动版典范，差异化定位开拓新市场.....	18
中国市场代理：仍处筹备期前夜，2018 年或将盈利.....	19
其他游戏项目：IP 开发深度进阶，三款网游续创传奇.....	19
盈利预测与估值.....	20
盈利预测方法.....	20
可比公司估值.....	21

图表目录

图表 1：公司发展重要事件梳理.....	5
图表 2：公司重要控股股东统计（截至 2016 年 6 月 30 日）.....	6
图表 3：桩基结构示意图.....	7
图表 4：混凝土桩产品分类.....	7
图表 5：我国全社会及建筑安装固定资产投资变化情况.....	7
图表 6：我国预制混凝土桩年产量呈现整体下行趋势.....	7
图表 7：我国建筑业总产值同比增速持续放缓.....	8
图表 8：我国建筑业平均盈利水平及经营质量继续下滑.....	8
图表 9：传统主业营收与扣非后归母净利润下滑显著.....	8
图表 10：传统主业整体毛利率呈上升走势.....	8
图表 11：方桩业务营收下滑显著、毛利率微幅上升.....	9

图表 12: 管桩业务规模持续缩减、毛利率低且波动显著	9
图表 13: 板桩业务 2016H1 营收和毛利率显著下跌	9
图表 14: 实际控制人颜静刚控制的下属企业统计	10
图表 15: 公司关联借款担保情况 (截至 2016 年 6 月 30 日)	10
图表 16: 关联票据担保情况 (截至 2016 年 6 月 30 日)	10
图表 17: 宏投网络股权结构示意图	11
图表 18: Jagex 经营收入来源统计	12
图表 19: Jagex 近年营收变化情况 (按游戏产品分)	13
图表 20: Jagex 近年营收变化情况 (按收入来源分)	13
图表 21: Jagex 近年归母净利润变化情况	13
图表 22: Jagex 主要游戏产品概况	13
图表 23: 《RuneScape》游戏操作页面	14
图表 24: 《RuneScape》付费玩家地区分布情况 (“占比”以营业收入为统计口径)	14
图表 25: 《RuneScape》东亚地区营业收入变化情况	14
图表 26: 《RuneScape》主要运营数据 (1)	15
图表 27: 《RuneScape》主要运营数据 (2)	15
图表 28: 《RuneScape (Old School)》主要运营数据	15
图表 29: Jagex 主要游戏储备	15
图表 30: 全球游戏市场销售收入情况 (单位: 十亿美元)	16
图表 31: 2015 年全球游戏细分市场销售收入构成	16
图表 32: 中国游戏市场用户规模情况 (单位: 亿人)	16
图表 33: 中国游戏市场销售收入情况 (单位: 亿元)	16
图表 34: 中国网页游戏市场规模及增速	17
图表 35: 中国海外游戏市场规模及增速	17
图表 36: 全球移动网络游戏市场销售收入及走势	17
图表 37: 中国移动网络游戏市场销售收入情况	17
图表 38: 《RuneScape》系列游戏营业收入预测 (单位: 万英镑)	18
图表 39: 《RS Remastered》未来数据流量预测	19
图表 40: 《RS Remastered》未来营收预测	19
图表 41: 中国市场代理未来营收预测	19
图表 42: Jagex 未来上线游戏时间表	20
图表 43: 其他游戏项目营收预测 (单位: 万英镑)	20
图表 44: Jagex 2016-2021 年营业收入预测	20
图表 45: 公司分项目盈利预测 (单位: 万元)	21
图表 46: 同行业公司估值比较	21

质变之年，蓄势已发

从“桩业”到“游戏”，文化娱乐转型之路

- 公司于 2013 年 12 月成功借壳上海澄海企业发展股份有限公司（“ST 澄海”）实现上市，原主营业务为预应力混凝土方桩、管桩和 U 型板桩的研发、生产和销售。注入的资产“中技桩业”所生产的产品作为我国各类工程建筑的主要桩基基础材料之一，主要运用于工业与民用建筑、铁路、公路、桥梁、港口码头、水利、市政等行业的基础工程。2016 年 7 月，公司发布对英国知名页游 IP 研运商 Jagex 母公司——宏投网络的股权收购方案，拟以总价 16.32 亿元现金收购宏投网络 51% 股权，并于同年 12 月完成工商变更登记。至此，公司经营主业由原有的桩基材料生产与销售转型为游戏的开发与运营。

图表 1：公司发展重要事件梳理



来源：公司公告 国金证券研究所

国内业务现为“真空”，未来外延并购预期强烈

- 公司原主营业务为预应力混凝土方桩、管桩和 U 型板桩的研发、生产和销售，且该项传统主业的经营业绩 100% 体现在公司全资子公司——“中技桩业”。因公司于 2016 年 12 月完成对中技桩业的资产剥离，且以现金控股海外页游公司 Jagex 母公司——宏投网络，且 Jagex 尚未着力覆盖中国区等亚太市场，由此目前公司国内业务面临“真空”局面。鉴于：1) 短期 Jagex 旗下页游 IP 移动化开发周期较长、中国市场投放仍处于考察阶段，2) Jagex 海外营收“贴补”国内经营成本的不可持续性，我们认为公司未来存有较强的外延并购预期。

董、监、高 80 后居多，为新主业注入新活力

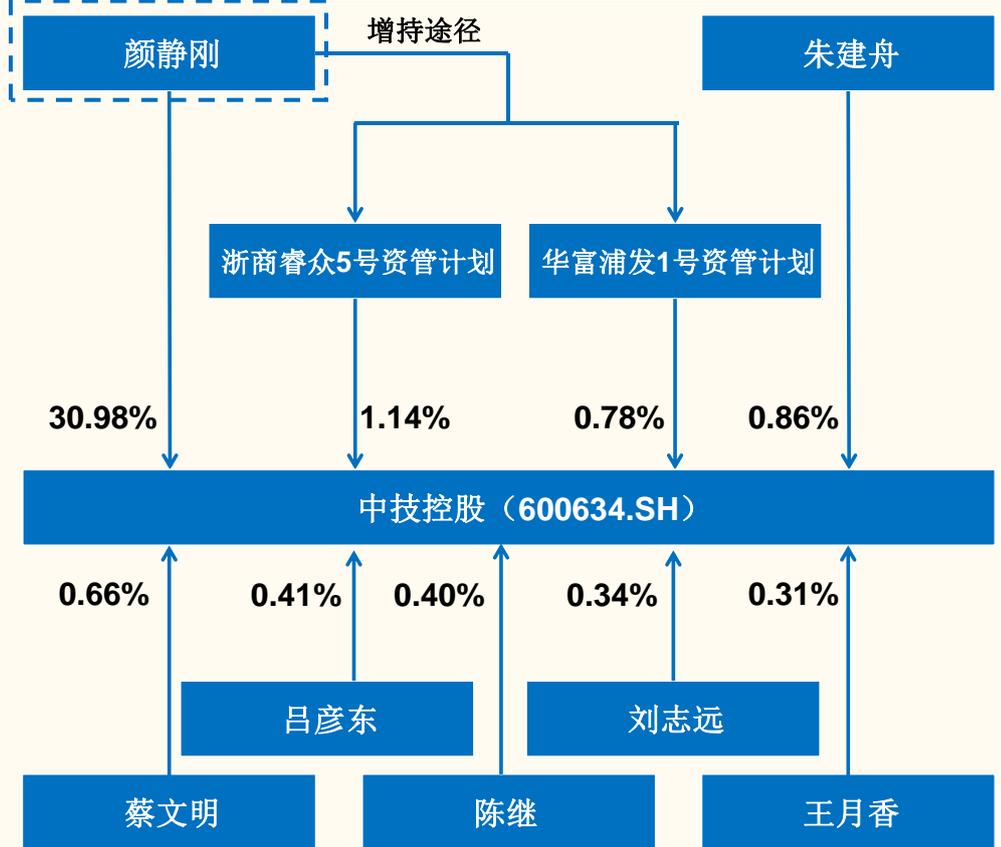
- 在公司置出原有桩业资产、进军文化娱乐行业的背景下，公司于 2016 年 10 月发布董事会及股东大会决议公告，增补王晓强、潘瑾瑜、杨建兴、张扬为公司第八届董事会董事，并选举王晓强为公司第八届董事会董事长。新任董事长王晓强系 1980 年生人，潘瑾瑜系 1981 年生人，而杨建兴和张扬均系 1979 年生人，80 后管理团队的成形为公司文娱产业的深化布局提供强有力的行政支持。
- 公司新任董事潘瑾瑜女士、新任董秘苏行嘉先生具备游戏投资背景，有助于公司未来游戏业务的经营与扩张。潘瑾瑜女士曾任国内知名社交游戏、手机游戏发行公司热酷网 CFO，并建立了其在伦敦的第一个海外工作室；现作为主要专注于 TMT 领域的天使投资人，曾投资国内领先的 VR 公司蚁视科技及影创科技。苏行嘉先生曾为江苏凤凰出版传媒股份有限公司证券事务代表，任职期间凤凰传媒曾对下属子公司凤凰数字传媒增资计划以 3.104 亿元，通过认购新增注册资本 355.56 万元实现收购知名游戏公司——上海慕和网络科技有限公司 64% 的股权。我们认为，文娱产业专业投资

人的加盟将有力促进公司游戏业务的“内外联动”，进而打开未来业绩想象空间。

公司股权结构相对集中，股份质押弱化实控人减持风险

- 公司股权结构相对集中，实际控制人为颜静刚先生。根据公司 2016 年中报显示，公司实际控制人颜静刚先生通过直接控股或者通过前期集合资管计划增持，累计公司持股占比为 32.90%，故股权结构较为集中。颜静刚先生于 2005 年 11 月成立上海中技桩业，并担任董事长兼总裁，该企业是目前国内规模最大的生产、销售预应力离心混凝土空心方桩的龙头企业。

图表 2：公司重要控股股东统计（截至 2016 年 6 月 30 日）



来源：国金证券研究所

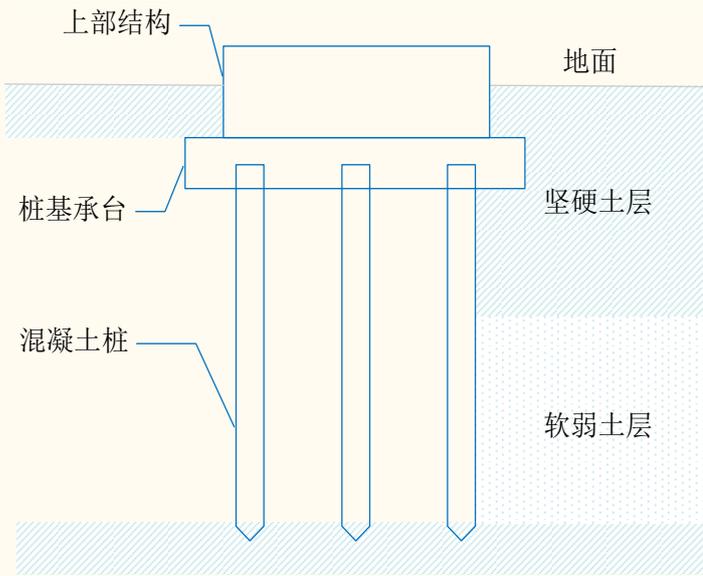
- 根据公司公告显示，实际控制人颜静刚先生通过定增计划持有的 17,775.34 万股限售股已于 2016 年 12 月 26 日解禁，解禁市值共计 30.96 亿元（参考股价以公司 2016 年中报为准），解禁股数占公司总股本比例高达 30.87%；同时，颜静刚先生因存有公司传统主业的连带担保责任，其所持有的 17,735.00 万股限售股仍处于质押状态，仅有 40.34 万股限售股（对应 702.62 万元市值）自解禁后存在短期减持风险。

剥离中技桩业，彰显转型决心

下游需求仍待改善，桩基行业扩张乏力

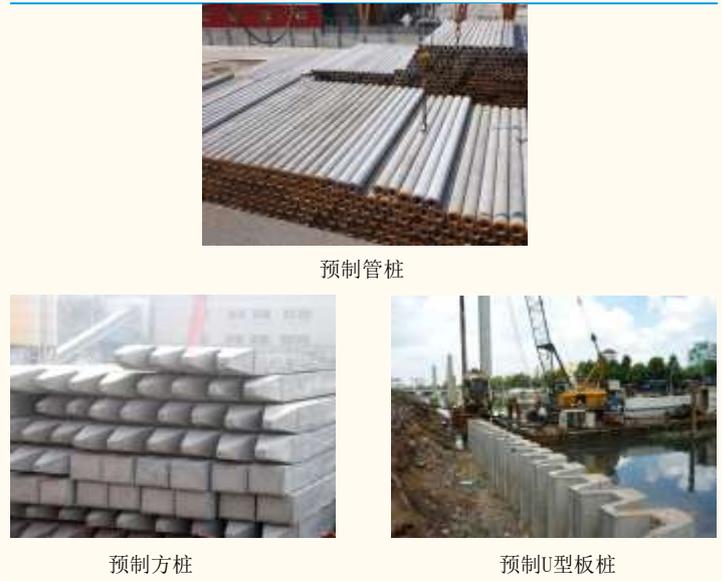
- 预应力混凝土桩（包含方桩、管桩、U 型板桩）作为建筑工程的主要桩基材料之一，在建筑物中主要起到承担上部结构荷载，并将其传递到桩周和桩端土体的作用；同时也可以用于承受水平力和上拔力，提高建筑物的抗斜能力。

图表 3：桩基结构示意图



来源：国金证券研究所

图表 4：混凝土桩产品分类



来源：国金证券研究所

- 桩基主要用于工业与民用建筑、铁路、公路、桥梁、港口码头、水利、市政等行业的基础工程，其行业发展及需求基本由固定资产投资规模、建筑业发展状况紧密相关。从下游整体需求及景气程度来看，我国全社会固定资产投资增速、建筑安装工程固定资产投资增速分别由 2005 年的 25.96% 和 27.51% 下滑至 2015 年的 9.76% 和 11.22%；建筑业总产值扩张增速由 2005 年的 19.26% 放缓至 2015 年的 3.71%，且平均盈利水平和经营质量近年来保持整体下行趋势，下游需求端的弱增长态势引致桩基行业发展空间持续收窄。
- 根据中国混凝土与水泥制品协会数据统计显示，尽管我国预制混凝土桩年均总产量由 2005 年的 9260.72 万米增至 2015 年的 30246.70 万米，年复合增速达 12.56%，但 2011 年以来其同比增速累计出现 3 次负增长（2011 年 YoY-1.23%，2012 年 YoY-10.41%，2015 年 YoY-8.71%）。我们认为，国内混凝土桩年产规模仍未形成显著反弹的预期，未来桩基行业短期回暖率较小。

图表 5：我国全社会及建筑安装固定资产投资变化情况



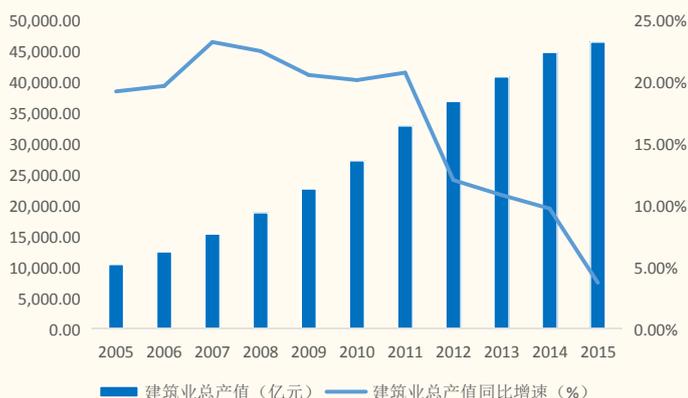
来源：国家统计局 国金证券研究所

图表 6：我国预制混凝土桩年产量呈现整体下行趋势



来源：国家统计局 国金证券研究所

图表 7：我国建筑业总产值同比增速持续放缓



来源：国家统计局 国金证券研究所

图表 8：我国建筑业平均盈利水平及经营质量继续下滑

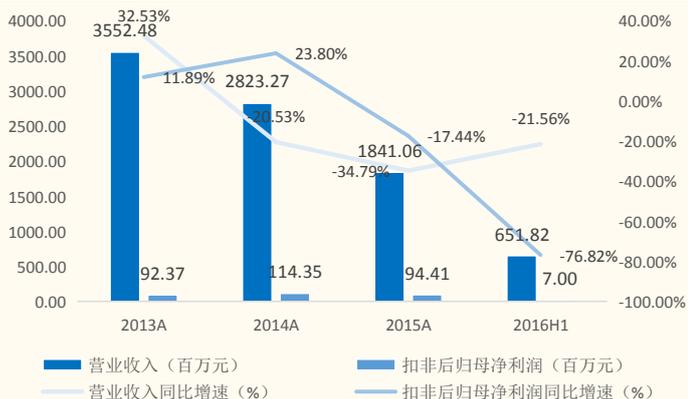


来源：国家统计局 国金证券研究所

置出“低效”传统主业，联合担保风险仍存

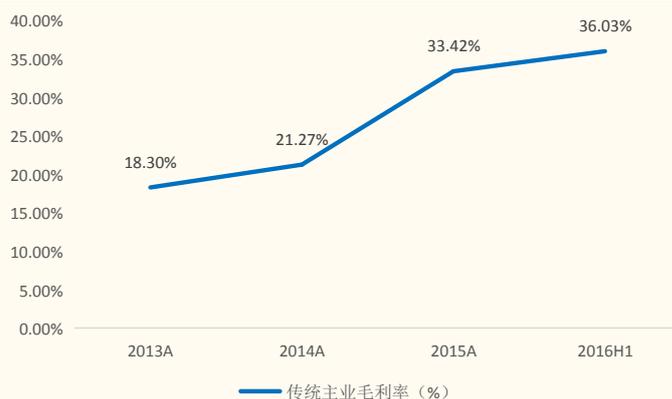
- 公司原主营业务为销售建筑材料、提供新型桩型专业领域内的技术服务等，其业绩表现集中于公司全资子公司——中技桩业。中技桩业成立于 2005 年 11 月，是目前国内预制桩行业内的核心龙头企业，其核心主打产品为中桩牌“先张法预应力离心混凝土空心方桩”，差异化创新产品“U 型水利板桩”是新型挡土护坡围堰材料，能有效改变传统水利工程使用材料造价高、受力性能差、施工方式有限、成型后质量不稳定等缺点。据中技控股招股说明书统计显示，中技桩业目前拥有包括嘉兴中正桩业有限公司在内的 27 家子公司及孙公司。
- 目前公司传统主业近年营收呈现出显著下滑态势，主要受制于：1) 国内桩基行业盈利水平及经营质量趋势性下行；2) 公司对不同区域市场的经营战略进行调整，主动缩减了部分毛利率较低的桩业务销售规模。
- 传统主业整体毛利率呈现上升趋势，主要系：1) 公司本期减少毛利率较低的方桩、管桩的销售，扩大板桩的销售，提高了板桩销售的利润率；2) 公司根据调整后的经营战略，发挥桩产品品牌优势，提升研发能力及专利授、技术输出力度，2015 年专利授权使用费收入相比上年同期增加。

图表 9：传统主业营收与扣非后归母净利润下滑显著



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 10：传统主业整体毛利率呈上升走势

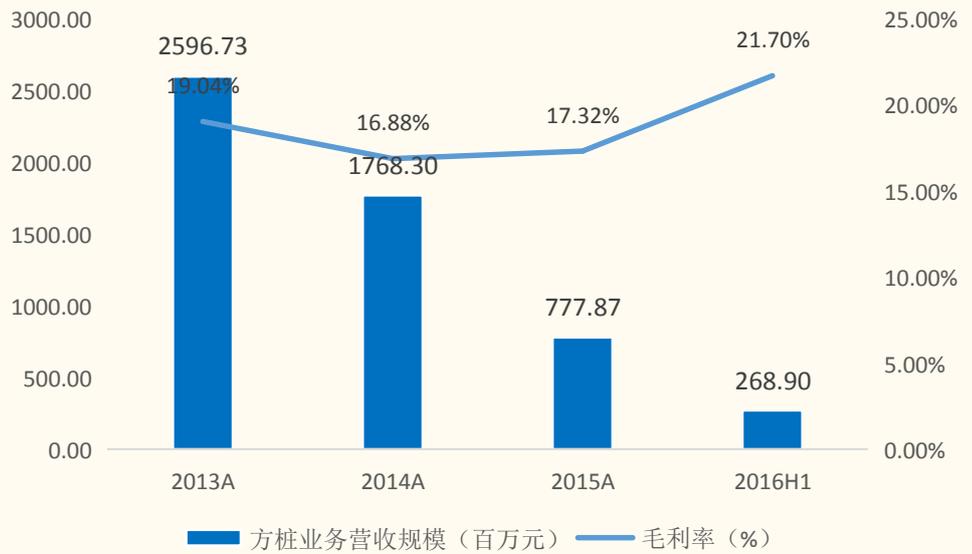


来源：公司公告 国金证券研究所

- 关于各细分产品近年经营状况表现（除去专利使用费和租赁费收入），具体来看：
 - 方桩业务营收下滑显著，毛利率弱势反弹。公司方桩产品营收规模由 2013 年的 25.97 亿元下降至 2015 年的 7.78 亿元，2016 年上半年仅为 2.69 亿元；产品毛利率则维持在[16%，21%]区间内震荡，自 2014 年来表现为微幅上涨趋势。

- **管桩业务规模持续缩减、毛利率低且波幅较大。**公司管桩业务 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年上半年营业收入分别为 3.69 亿元、3.24 亿元、0.81 亿元和 0.31 亿元，规模指标持续下行；2014 年、2015 年业务毛利率分别为 9.52% 和 1.40%，从整体来看，管桩业务近年变化区间较大。
- **板桩业务 2016H1 营收指标显著下降、毛利率微幅下跌。**公司板桩产品 2013 年至 2015 年营业收入整体维持在 1 亿元水平左右，但 2016 年上半年仅实现 2912 万元；板桩毛利率历史表现则保持在 40% 附近，2016H1 则降至 32.23%，降幅较为明显。

图表 11：方桩业务营收下滑显著、毛利率微幅上升



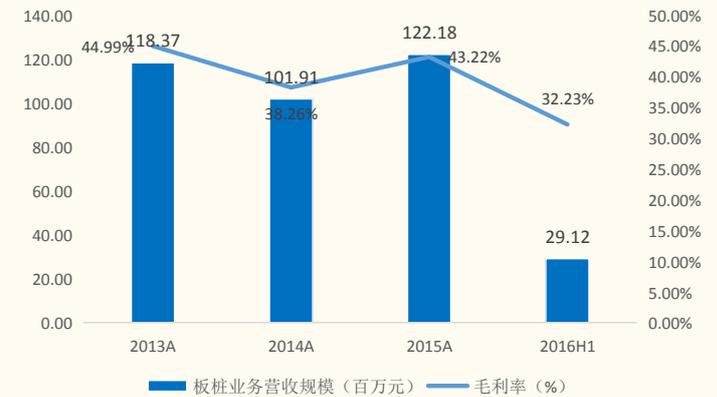
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 12：管桩业务规模持续缩减、毛利率低且波动显著



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 13：板桩业务 2016H1 营收和毛利率显著下跌



来源：公司公告 国金证券研究所

- **鉴于公司传统主业未来发展空间持续收窄，以及对文化娱乐产业前景的乐观预期，公司以置出中技桩业 94.49% 股权步入主业转型期。**2016 年 7 月，公司确认将中技桩业 94.4894% 的股权以 241,609.40 万元的对价转让给上海轶鹏，后者将采用现金方式支付对价，不涉及募集配套资金；2016 年 10 月 21 日，公司与上海轶鹏共同确认完成了中技桩业的股权过户，并完成股权变更登记手续。交易对手方上海轶鹏为上市公司实际控制人颜静刚控制的企业中技集团的全资子公司，故此次重大资产出售交易为关联交易，司实际控制人并未发生改变。

图表 14：实际控制人颜静刚控制的下属企业统计

企业名称	控制类型	主营业务
上海中技企业集团有限公司	直接控制	投资管理、实业投资
上海环指投资管理有限公司	间接控制	投资管理、实业投资
上海环指投资中心（有限合伙）	间接控制	投资管理、实业投资
上海轶鹏投资管理有限公司	间接控制	投资管理、实业投资
上海轶鹏投资中心（有限合伙）	间接控制	投资管理、实业投资
上海轶翔投资管理有限公司	间接控制	投资管理、实业投资
上海轶翔投资中心（有限合伙）	间接控制	投资管理、实业投资
上海晶晓投资管理有限公司	间接控制	投资管理、实业投资
上海晶茨投资管理有限公司	间接控制	投资管理、资产管理
上海九旻投资有限公司	间接控制	投资管理、实业投资
上海忠韵实业有限公司	间接控制	销售建筑装潢材料、金属材料、五金交电
丹阳中焜机电有限公司	间接控制	机电设备及配件销售、钢材、金属材料销售
天津津滨中技桩业有限公司	间接控制	混凝土预制构件制造、销售

来源：公司公告 国金证券研究所

- **经前次重大资产出售后，公司对中技桩业及其下属公司的关联担保暂未解除。**公司为中技桩业及其子公司的借款所提供的担保将继续按照原担保协议的内容履行，且在《重大资产出售协议》签署日至交割日期间，公司不再为中技桩业及其子公司的借款提供除已提供担保外的新增担保。截至2016年8月31日，公司所提供的有效担保余额为357,257.39万元，担保项下中技桩业及其下属公司提款余额为320,807.39万元，累计偿还本金和利息共计12,710.07万元。
- **中技桩业完成交割后，上海轶鹏和实际控制人颜静刚将进行股权质押且共同承担连带赔偿责任，从而有效缓释公司关联担保风险。**上海轶鹏同意于交割日后的10个工作日内，着手办理将持有的中技桩业全部股份质押给公司的事宜。若公司产生承担担保责任，将向中技桩业行使追偿权；若中技桩业及其子公司无法偿还，则由交易对方上海轶鹏承担赔偿责任。同时，实际控制人颜静刚承诺，将与上海轶鹏共同承担连带赔偿责任。

图表 15：公司关联借款担保情况（截至2016年6月30日）

担保方	被担保方	累计担保金额（百万元）
上海中技投资控股股份有限公司	上海中技桩业股份有限公司	1905.69
	安徽中技桩业有限公司	20.00
	湖北中技桩业有限公司	40.00
	湖南中技桩业有限公司	90.01
	江苏中技桩业有限公司	105.00
	南通中技桩业有限公司	12.00
	山东中技桩业有限公司	10.00
	上海中技桩业股份有限公司	40.00
上海中技桩业股份有限公司、颜静刚、梁秀红	上海中技投资控股股份有限公司	80.00
颜静刚	上海中技投资控股股份有限公司	260.00

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 16：关联票据担保情况（截至2016年6月30日）

担保方	被担保方	票据金额（万元）	票据到期日
上海中技投资控股股份有限公司	南通中技桩业有限公司	2500.00	2016-11-03
	湖北中技桩业有限公司	2000.00	2016-11-18
	湖南中技桩业有限公司	1000.00	2016-12-29
	山东中技桩业有限公司	1000.00	2016-09-13

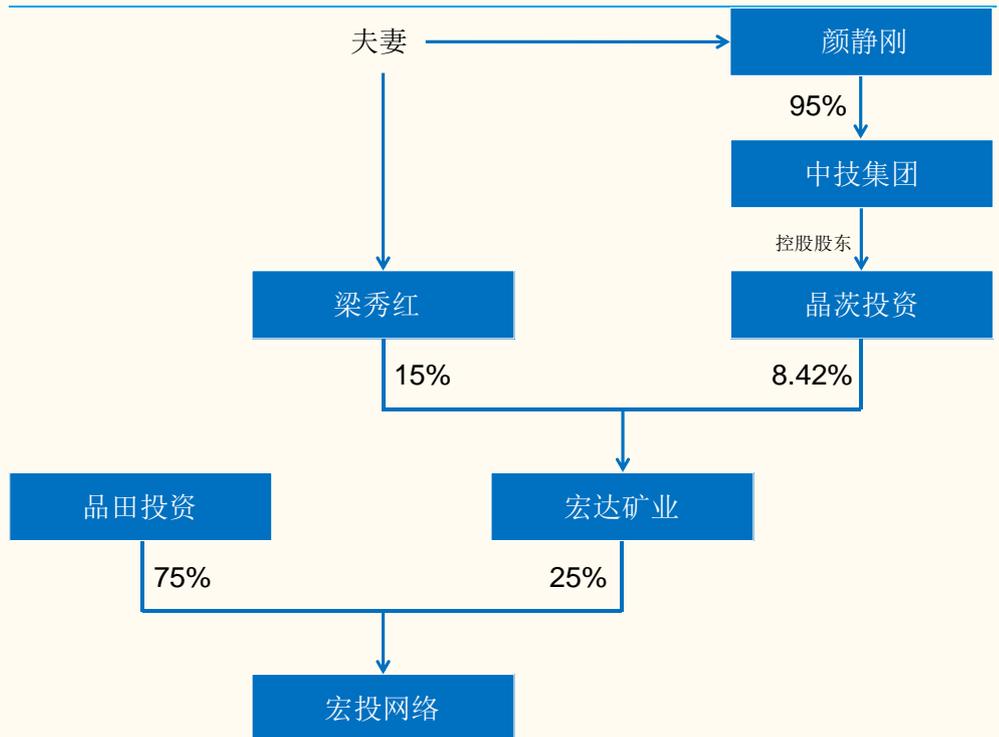
来源：公司公告 国金证券研究所

收购 Jagex 母公司宏投网络，携海外页游 IP 转型文娱产业

现金控股宏投网络，转型涉及关联交易

- 2016 年 2 月 17 日，宏达矿业发起设立宏投网络，注册资本为 400 万元，全部由宏达矿业认缴。经过同年 3 月和 4 月两次增资，品田投资直接持有宏投网络 75% 股权，为宏投网络的控股股东，鼎慕投资为品田投资的执行事务合伙人；宏达矿业则直接持有宏投网络 25% 股权。
- 公司以现金收购的方式获得 Jagex 母公司宏投网络 51% 股权，并构成关联交易行为。2016 年 7 月，公司拟以现金支付的方式购买品田投资、宏达矿业分别持有的宏投网络 26% 和 25% 的股权（合计 51% 股权），并向其分别支付 8.32 亿元和 8.00 亿元（总交易对价为 16.32 亿元），而公司实际控制人颜静刚先生则为宏达矿业控股股东、实际控制人梁秀红女士的配偶。同时，颜静刚先生持有上海晶茨投资管理有限公司的控股股东中技集团 95% 的股权，上海晶茨投资管理有限公司因持有宏达矿业 8.42% 股权，故为梁秀红女士的一致行动人。宏投网络主要持有 Jagex 100% 股权，成立至今未开展其他经营业务。2016 年 12 月，宏投网络 51% 股权成功过户至上市公司名下，并完成相关工商变更登记手续（其中 32.227% 股权现已质押给华兴银行）。

图表 17：宏投网络股权结构示意图



来源：公司公告 国金证券研究所

宏投网络承诺业绩有担保，剩余股权或被择机收购

- 宏投网络全资子公司 Jagex 承诺 2016 年、2017 年度、2018 年度扣非后归母净利润分别为 2.92 亿元（2016 年上半年实际完成值加上下半年承诺值 1.01 亿元）、2.97 亿元，3.23 亿元。宏达矿业实际控制人梁秀红以其交易对价总额为限（即 8.00 亿元）承担业绩承诺补偿和减值测试补偿。
- 公司原有主营业务为销售建筑材料、提供新型桩型专业领域内的技术服务等。通过置出传统主业、收购宏投网络 51% 股权，公司主业将变更为游戏研发和运营。通过进军文化娱乐产业，我们认为公司的盈利能力及发展空间将得到有效提升，有助于提高公司资产质量和可持续经营能力。公司采

用控股型收购而不是全资收购有利于公司节约资本投入，同时，公司注重对投资风险的控制，故以尽可能小的代价获得被并购企业的控制权。未来公司将参考宏投网络后续利润实现情况、市场发展前景并综合自身的战略发展需求，在本次交易完成后 12 个月内，择机收购后者剩余 49% 的股权。

以《RuneScape》为核心 IP，Jagex 风靡欧美页游市场

- Jagex 于 2000 年成立于剑桥科学园区，是英国知名的游戏开发商和发行商。自成立以来，Jagex 已开发并自主发行了多款在线游戏，其中包括曾获吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长、更新次数最多的大型多人在线角色扮演游戏”，该款游戏拥有超过 2.4 亿注册用户，创造了超过 7 亿美元的累计收入。目前，Jagex 拥有超过 320 位员工，其中包括 200 多位开发人员。通过基于数据分析的一站式运营和营销，Jagex 已经成为全球页游市场的优秀开发及发行企业之一。
- Jagex 主要产品为网页游戏，主要采用自主运营模式，游戏的研发、维护和升级、服务器的架设和维护管理、游戏产品的推广和客户服务以及游戏运营的平台均由 Jagex 自主运行；其收入主要为游戏玩家通过官方网站由第三方支付平台进行充值或线下购买充值点卡，激活后通过官方网站进行充值的形式，购买游戏虚拟货币进而在游戏中转化为道具、虚拟装备等游戏内容。收入来源包括会员费收入和道具收入，其中道具收入包括 Keys 收入、RuneCoins 收入和 Bonds 收入。

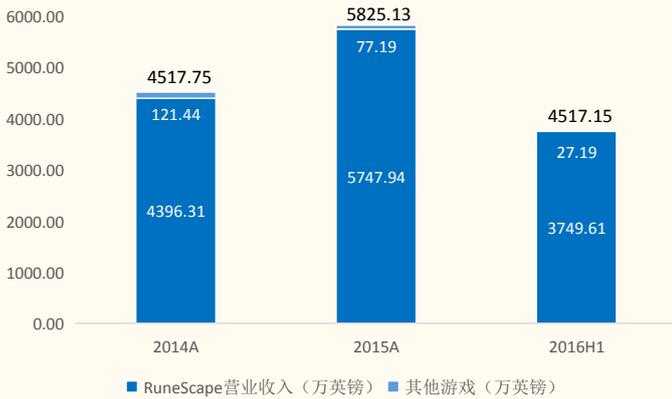
图表 18: Jagex 经营收入来源统计

收入来源	经营方式
会员费收入	玩家可以通过信用卡或手机在线支付方式购买会员，或通过购买游戏点卡或兑换码，再将其激活成为会员。
Keys 收入	玩家消费购买或兑换的 Keys，以此来获得游戏道具或经验值。
RuneCoins 收入	RuneCoins 是玩家在游戏内用来购买武器装备和改变游戏内人物形象的虚拟货币。
Bonds 收入	玩家通过购买 Bonds 可以兑换成会员身份、Keys 或者 RuneCoins。

来源：公司公告 国金证券研究所

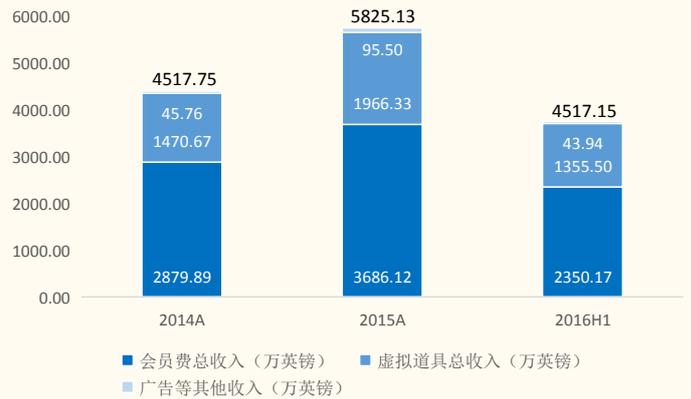
- Jagex 专注于网页游戏的开发与运营，主要游戏产品包括《RuneScape》（中文名：江湖）系列、《Ace of Spades》等 8 款。《RuneScape》与《RuneScape (Old School)》合计贡献的营业收入的比例达到 95% 以上，存在较大创收依赖度，而其他游戏营收贡献和重要性程度相对较低。
- Jagex 2016 年上半年收益大幅提升，预计全年扣非后归母净利润为 29,382.56 万元，经营状况显著改善，主要原因系：（1）2015 年 Jagex 调增了 RuneScape 系列游戏的会员费单价，部分在原价格下购买会员的玩家已经到期需要重新续费，使 2016 年营业收入进一步提高；（2）Jagex 在 2016 年第一季度推出了《RuneScape》电子竞技比赛，并大力推广比赛游戏直播，进一步扩大了用户比例，促进营业收入的增长；（3）自 2015 年起，Jagex 重新选择了新的支付平台作为其合作伙伴，因而获得了低的玩家充值交易佣金的比率，降低其游戏产品运营的成本。

图表 19: Jagex 近年营收变化情况 (按游戏产品分)



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 20: Jagex 近年营收变化情况 (按收入来源分)



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 21: Jagex 近年归母净利润变化情况



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 22: Jagex 主要游戏产品概况

游戏名称	类型	游戏来源	已上线时间
RuneScape	网页游戏	自主研发	15 年
RuneScape (Old School)	网页游戏	自主研发	3.5 年
Ace of Spades	网页游戏	代理运营	3.5 年
Bloc N Load	网页游戏	代理运营	1.3 年
Chronicle	网页游戏/手机游戏	自主研发	4 个月
Fun Orb Portal	网页游戏	自主研发	8.5 年
Carnage Racing	网页游戏	自主研发	4 年
Entropy	网页游戏	代理运营	2.5 年

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 《RuneScape》是 Jagex 于 2001 年制作并推出的 MMORPG，其在全球拥有 170 多个服务器，分布于美国、加拿大、欧盟、澳大利亚等国家和地区；该款游戏以独创的世界“杰林诺”(Gielinor)为主题，玩家扮演一位冒险者，在虚拟世界中探险和完成任务，还可与其他玩家 PK、交易等；除了战斗外，《RuneScape》也为玩家提供锻造、制作、采矿、烹饪等其他技能。此外，付费会员可以培养敏捷、制作药水、种植、召唤、捕猎等技能，而不同的技能养成造就各具特色的游戏角色。

图表 23: 《RuneScape》游戏操作页面



来源: 17173.com 国金证券研究所

借力游戏系列化、移动化研发战略, Jagex 或向东亚市场进发

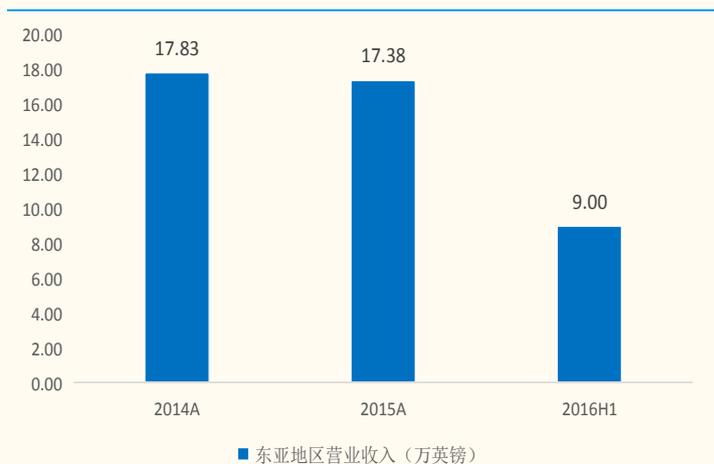
- 《RuneScape》付费玩家主要集中于北美与欧洲地区, 东亚地区创收能力仍待开发。《RuneScape》主要市场为北美与欧洲地区 (2014 年至 2016 年上半年合计收入占比分别为 80.26%、86.65%和 86.82%), 收入主要来自该地区在线时间较长、掌握游戏核心玩法付费意愿较强的核心玩家; 东亚地区营收占比则较小, 主要原因系 Jagex 未将其作为重点市场进行推广, 2014 年至 2016 年上半年游戏收入分别为 17.83 万英镑、17.38 万英镑和 9.00 万英镑, 消费总量变动近年表现相对稳定。我们预计, Jagex 未来拓展亚洲特别是中国地区市场主要依靠本土游戏代理商, 且通过授权许可的方式进行低风险式创收。

图表 24: 《RuneScape》付费玩家地区分布情况 (“占比”以营业收入为统计口径)

地区	2014 年占比	2015 年占比	2016 年 1-6 月占比
北美	51.28%	55.76%	55.00%
北欧	20.07%	21.26%	21.70%
西欧	7.81%	8.63%	8.98%
澳洲	6.08%	6.34%	6.26%
东亚	5.72%	1.21%	0.93%
南美	2.18%	1.93%	1.96%
东欧	1.10%	1.00%	1.14%
其他	5.76%	3.87%	4.05%

来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 25: 《RuneScape》东亚地区营业收入变化情况



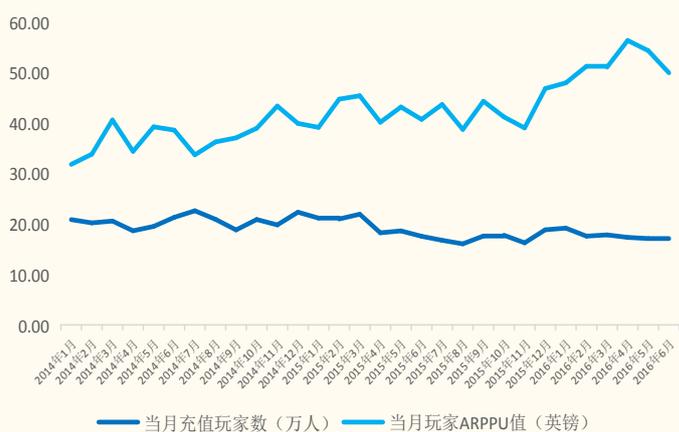
来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 26: 《RuneScape》主要运营数据 (1)



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 27: 《RuneScape》主要运营数据 (2)



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 围绕爆款页游 IP, Jagex 以“系列化开发”经营策略推出和储备多款同名游戏。《RuneScape (Old School)》是 Jagex 为迎合玩家要求, 于 2014 年推出的以 RuneScape2007 年的版本的源代码备份为基础制作的怀旧游戏版本。玩家可以通过与《RuneScape》主版本相同的账号登录游戏, 但是所有数据、道具、任务等均与《RuneScape》主版本独立并且不可转换。游戏采用回合制战斗, 简化了主版本中复杂的战斗系统。未来 Jagex 将依托现有的口碑与实力, 通过加强品牌产品的组合延伸品牌效应, 通过新游戏拓展业务的地理版图。同时, 针对当前网络游戏整体向移动端转移的趋势, Jagex 将加大对移动游戏的研发投入、加强现有 IP 的移植, 维护并拓展新的市场。

图表 28: 《RuneScape (Old School)》主要运营数据



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 29: Jagex 主要游戏储备

名称	平台	拟推出时间
Chronicle RuneScape Legends	PC/平板电脑/ 手机	PC 版已推出, 平板电脑/手机版计划 2016 年末推出
RuneScape Tactics	平板电脑/手机	计划 2016 年末推出
RuneScape Idle RPG	PC/平板电脑/ 手机	2017 年
RuneScape Remastered	平板电脑/手机	2017 年

来源: 公司公告 国金证券研究所

页游“存量”看欧美, 手游“流量”望东方

全球游戏市场温和式扩张, 中国跃居“东亚新星”

- 全球游戏市场发展由“快”到“稳”, 增长潜力看亚太、更看中国。根据 Newzoo 于 2016 年发布的《全球游戏市场报告》的最新预测情况, 2016 年全球游戏产业总值将达到 996 亿美元, 较上年同期增长 8.5%。预计全球游戏市场以 6.6% 的复合年增长率持续发展, 2019 年将达到 1,186 亿美元产业总值。
- 欧美发达国家游戏产业发展时间较长, 商业模式相对较为成熟。2016 年, 作为第二大市场的北美地区预期收入 254 亿美元, 较 2015 年增长 4.1%, 占全球市场销售收入的 25.5%, 增长主要得益于移动游戏产

业的发展。西欧市场增速 4.4%，东欧市场以 7.3%的同比增长速度稳健发展。

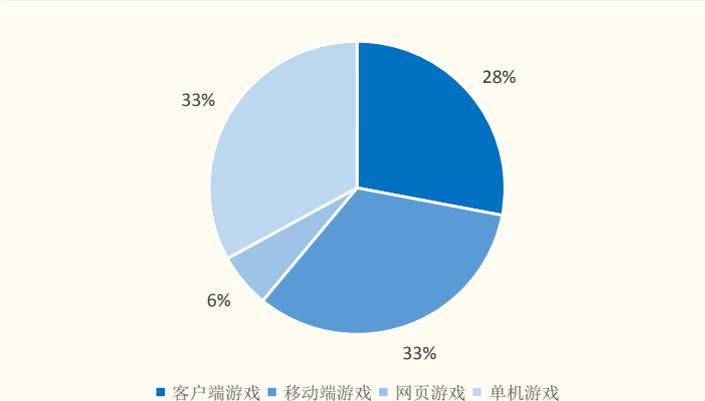
- **亚太游戏市场在过去几年中迎来迅速的发展，现已成为世界第一大游戏市场。**根据 Newzoo2016 年发布的《全球游戏市场报告》2016 年亚太地区游戏市场规模预计达到 466 亿美元，占全球游戏市场总收入的比例约为 47%，较 2015 年增长 10.7%。中国游戏市场产业总值预计 2016 年将达到 244 亿美元，占全球游戏市场产业总值的比例达到 25%。
- **“十二五”时期中国游戏产业迅速发展，游戏产品研发能力大幅提升但同比增速趋势性下降。**《2015 年中国游戏产业报告》中指出，2015 年中国游戏市场实际销售收入达到 1,407 亿元人民币，同比增长 2.9%；游戏用户达到 5.34 亿人，同比增长 3.3%。

图表 30：全球游戏市场销售收入情况（单位：十亿美元）



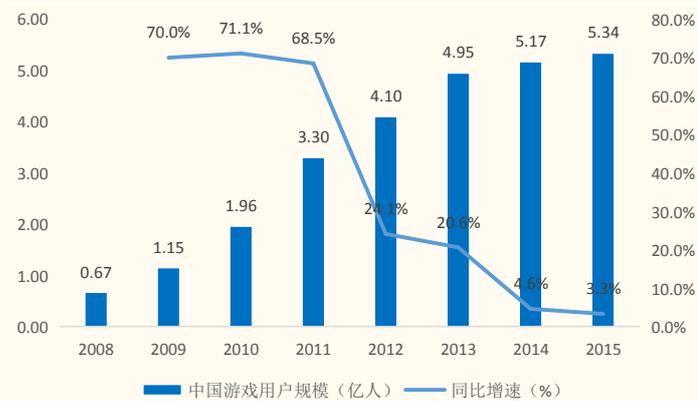
来源：Newzoo《全球游戏市场报告》 国金证券研究所

图表 31：2015 年全球游戏细分市场销售收入构成



来源：Newzoo《全球游戏市场报告》 国金证券研究所

图表 32：中国游戏市场用户规模情况（单位：亿人）



来源：GPC IDC CNG 国金证券研究所

图表 33：中国游戏市场销售收入情况（单位：亿元）



来源：GPC IDC CNG 国金证券研究所

海外页游市场相对优势显著，进军中国亟待本土化、移动化

- **网页游戏海外市场规模增速显著高于国内市场，且具备更大扩张潜力。**中国网页游戏市场规模增长率于 2013 年达到顶峰，后逐年小幅下降，2015 年起增长几乎停滞；而海外页游市场规模扩张空间相对巨大。目前国内页游市场份额及规模增速下滑的引因在于：
- **质量与流量的发展不对等。**非游戏流量平台的加入让玩家流量进一步提升，然而游戏质量上并未显著跟进，而部分企业高度投机性的冲量行为引致“劣币驱逐良币”现象，阻碍页游市场的健康发展。

- 人口红利渐失，手游兴起导致用户分流。页游产品的宣传规模及其营销手段现已全面覆盖潜在用户，市场可拓展空间趋于收窄，而移动游戏的兴起进一步冲击网页游戏的市场份额。

图表 34：中国网页游戏市场规模及增速



来源：易观智库 国金证券研究所

图表 35：中国海外游戏市场规模及增速



来源：易观智库 国金证券研究所

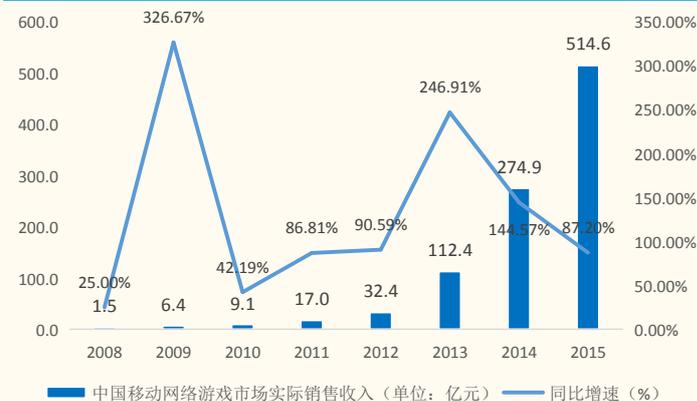
- 移动网络游戏市场广阔，但增速呈现趋势性下降。移动网络游戏市场的发展时间较短，但销售收入的增长速度在游戏细分领域中较快；由于移动网络游戏具有移动便捷、操作简单、碎片化时间等特点，其用户规模的增长速度较快。2015 年全球移动网络游戏销售收入达到 303 亿美元，同比增长 23.7%。预计 2016 年全球移动网络游戏的销售收入将达到 369 亿美元，以 21.78% 的同比增长率保持较高增速，且所占市场份额持续增加。
- 近年来，随着智能手机、平板电脑等移动设备的普及和 3G、4G 等移动通讯技术的发展，移动网络游戏是目前中国整体游戏行业内增长最快的细分市场，2015 年中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元，同比增长 7.2%。

图表 36：全球移动网络游戏市场销售收入及走势



来源：Newzoo《全球游戏市场报告》 国金证券研究所

图表 37：中国移动网络游戏市场销售收入情况



来源：GPC IDC CNG 国金证券研究所

- 根据公告显示，Jagex 计划基于《RuneScape》系列产品的 IP，开发新的游戏类别并拓展至移动端游戏平台，并且主要投入中国等亚太地区市场。由于：1) Jagex 在东亚市场经营经验相对缺乏，2) 目前主推游戏产品没有中文版本，在中国玩家较少，3) 该游戏不需要安装客户端，但需要安装 Java 方可运行，增加中国等地用户操作难度，4) 游戏内容故事背景较为陌生，因而在中国地区本土化、移动化开发与运营过程中，需着重解决上述问题，通过把握地域文化偏好、操作模式改进等方式克服海外游戏 IP 的“水土不服”难题。

打造《RuneScape》产品矩阵，可为业绩“保驾护航”

《RuneScape》系列：或引 IP 协同效应，页游存量优势近年显著

- 《RuneScape》系列产品的游戏类型为重度 MMORPG，该类游戏用户覆盖和占有率广，可持续运营性较强，自 2001 年制作并推出以来至今已有 15 年。近两年 RuneScape 系列游戏运营数据较好。
- 我们预计，《RuneScape》系列游戏收入随着部分 2016 年游戏和 2017 年与《RuneScape》IP 相关的游戏如《RS Idle Adventures》、《RS Remastered》等游戏的推出，其协同效应将使 2017 年收入与 2016 年持平，预计从 2018 年开始，该系列游戏收入将进入缓慢下降期。

图表 38: 《RuneScape》系列游戏营业收入预测 (单位: 万英镑)



来源：公司公告 国金证券研究所

《RS Remastered》：页游 IP 移动版典作，差异化定位开拓新市场

- 针对当前网络游戏整体向移动端转移的趋势，Jagex 未来将加大对移动游戏的研发投入、并将《RuneScape》IP 移植、维护并拓展新的市场。重度 MMORPG 类手游具备社交属性高、生命周期长、用户粘度高、ARPPU 值高、持续付费能力强的特点，有较强的收益能力。Jagex 拥有 15 年 MMORPG 类端游的研发和运营经验，未来在新产品的推出上将在巩固传统 MMORPG 类页游优势的同时，重点拓展《RuneScape》IP 移植的手游《RS Remastered》。
- Jagex 预计 2017 年第三季度发布《RuneScape》主游戏的手机客户端《RS Remastered》。我们基于《RuneScape》较好的历史收益和游戏玩家数量，预计《RS Remastered》发布之初的活跃用户较高，随着游戏上线时间逐步加长，其活跃用户占累计用户数的比例逐渐降低。《RS Remastered》吸引的主要是 RuneScape 系列游戏曾经流失的客户及移动端 RPG 玩家，对 RuneScape 系列游戏收益存在影响，但影响较有限。

图表 39: 《RS Remastered》未来数据流量预测



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 40: 《RS Remastered》未来营收预测



来源: 公司公告 国金证券研究所

中国市场代理: 仍处筹备期前夜, 2018 年或将盈利

- 根据公司公告显示, Jagex 已开始着手中国市场的开拓, 并与中国多家游戏发行商和游戏研发公司进行商业洽谈 RuneScape 系列游戏在中国地区的授权发行事宜。我们预计 RuneScape 系列游戏在中国市场于 2018 年始产生收入, 2019 年收入开始提升, 至 2021 年达到 1000 万英镑。

图表 41: 中国市场代理未来营收预测



来源: 公司公告 国金证券研究所

其他游戏项目: IP 开发深度进阶, 三款网游续创传奇

- 《Chronicle: RuneScape Legends》目前处于在线运营阶段, 每周都会添加和更新服务内容和功能。2016 年 5 月 PC 版本已发布, 该产品目前正在接受测试, 并预计在 2016 年第 4 季度进行最终的内部评估并确定发布时间。
- 《RuneScape Tactics》是一款移动端的角色扮演游戏, 目前正在与第三方的移动端开发商联合开发。该游戏目前在 α 阶段 (25% 完成), 并正在接受吸引力测试以指导下一步的发展。若 2016 年第 4 季度该游戏内部测试通过, 2017 年及以后将产生一定的收入。
- 《RuneScape Idle RPG》则是一款低成本的休闲游戏, 计划在 2017 年上线。该游戏目前在 Steam 上进行封闭性测试, 预计 2016 年 10 月结束经过一段时间的优化, 游戏将在 2016 年第 4 季度发行。移动端版本将在 2016

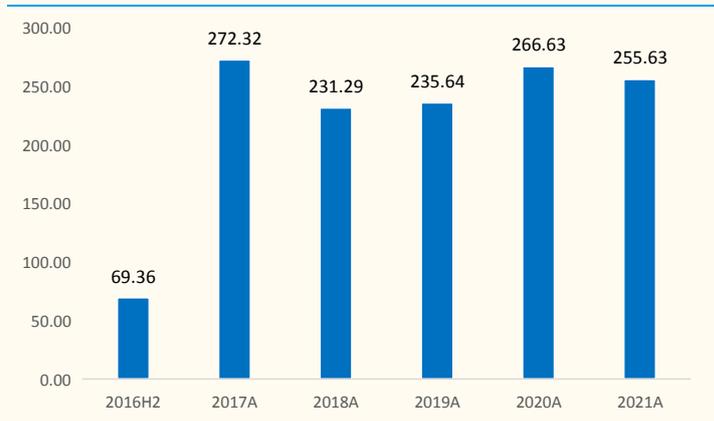
年第 4 季度测试，并在 2017 年第 1 季度发行。该游戏是 Jagex 委托加拿大休闲游戏公司 Hyper Hippo (《Adventure Capitalist》的开发商) 制作，Jagex 负责角色的指导和创新，负担发布游戏的主要责任。Jagex 与 Hyper Hippo 按照扣除交易费的利润进行五五分成，其中其他的直接成本由各自负担(用户获取成本或营销费用)。结合移动端和 PC 端都稳健增长的休闲类冒险游戏的数据对这款游戏收益作出预测，未来每年收入在 250 万英镑左右。该游戏生命周期预测为 2 年，之后将创建一个续集产品继续来收益。

图表 42: Jagex 未来上线游戏时间表

名称	平台	拟推出时间
Chronicle : RuneScape Legends	PC/平板电脑/手机	PC 版已推出， 平板电脑/手机版 计划 2016 年末 推出
RuneScape Tactics	平板电脑/手机	计划 2016 年末 推出
RuneScape Idle RPG	PC/平板电脑/手机	2017 年

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 43: 其他游戏项目营收预测 (单位: 万英镑)



来源：公司公告 国金证券研究所

■ 综上所述，Jagex 未来五年营业收入预测如下：

图表 44: Jagex 2016-2021 年营业收入预测

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
RuneScape 系列游戏	3708.14	7461.61	7352.20	7058.11	6987.53	6987.53
《RS Remastered》	-	76.92	707.54	1212.92	1560.38	1642.50
中国市场代理项目	-	-	153.85	615.38	900.00	1000.00
其他游戏	69.36	272.32	231.29	235.64	255.63	255.63
营业收入合计	3777.50	7810.86	8444.87	9122.07	9703.54	9885.67
收入增长率	-	3.40%	8.12%	8.02%	6.37%	1.88%

来源：公司公告 国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测方法

- 由于公司目前已完成对中技桩业的主体剥离以及宏投网络的部分资产注入，目前公司资产负债结构和主营业务已发生变更；另据公告显示，截至 2017 年 1 月，公司只具备宏投网络 51% 股权，未来将参照后者的利润实现情况、市场发展前景并综合自身的战略发展需求，在交易完成后 12 个月内，择机收购宏投网络剩余 49% 的股权。为保证在注入新资产后公司盈利能力的纵向可比性，我们基于宏投网络的未来经营数据，我们对公司 2016 年的盈利预测作分时段处理：2016 年 1-6 月使用公司原有混凝土桩业务的实际完成业绩；2016 年 7-12 月使用宏投网络的公告预测业绩。我们假设公司于 2017 年 1 月 1 日便已完成对宏投网络剩余 49% 股权的收购，故公司 2017-2018 年的业绩预测则以宏投网络为主体，使用后者备考财务数据。宏投网络全资子公司 Jagex 的原经营数据以英镑测算，在此我们使用 2016 年 12 月 30 日的人民币兑英镑中间价、人民币兑英镑未来 12 个月远期中

间价，确定公司 2016E、2017E、2018E 的 CNY/GBP 预测汇率结算价格分别为 8.5660、8.7335 和 8.7335。由此得出：

- 公司 2016-2018 年的预计营业收入分别为 9.754 亿元、6.822 亿元和 7.375 亿元。按细分项计算，公司 2017 年旗下 RuneScape 系列游戏、RS Remastered、中国市场代理项目和其他游戏营收分别预计为 6.517 亿元、0.067 亿元、0 亿元、0.238 亿元。
- 公司 2016-2018 年的预计营业成本分别为 5.445 亿元、1.743 亿元和 1.909 亿元。按细分项计算，公司 2017 年旗下 RuneScape 系列游戏、RS Remastered、中国市场代理项目和其他游戏营收分别预计为 1.560 亿元、0.135 亿元、0 亿元、0.047 亿元。
- 由此，公司 2016-2018 年的预计毛利分别为 4.309 亿元、5.079 亿元和 5.467 亿元，对应游戏业务毛利率分别为 44.18%、74.46% 和 74.12%。经扣除各项费用后，我们预计公司 2016E、2017E、2018E 备考净利润分别为 1.49 亿元、2.01 亿元和 2.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.259 元、0.348 元和 0.481 元。

图表 45：公司分项目盈利预测（单位：万元）

	2016H1 (按传统业 务实际值)	2016H2 (按游戏业 务预测值)	2016E	2017E	2018E
营业收入	65,181.59	32,357.98	97,539.47	68,216.52	73,753.68
RuneScape 系列游戏	-	31,763.84	-	65,166.33	64,210.79
RS Remastered	-	0.00	-	671.78	6,179.33
中国市场代理项目	-	0.00	-	0.00	1,343.66
其他游戏	-	594.14	-	2,378.32	2,019.98
营业成本	45,003.92	9,445.79	54,444.91	17,425.52	19,085.34
RuneScape 系列游戏	-	8,860.13	-	15,604.14	15,341.61
RS Remastered	-	0.00	-	1,347.67	2,162.78
中国市场代理项目	-	0.00	-	0.00	1,007.68
其他游戏	-	586.66	-	473.71	573.27
毛利	20,177.67	22,912.19	43,089.86	50,791.00	54,668.34
毛利率	30.96%	70.81%	44.18%	74.46%	74.12%

来源：国金证券研究所

注：为便于公司经传统主业剥离后新主营业务未来盈利能力的纵向对比，公司盈利预测部分作如下财务处理：1) 2016 年盈利预测部分，以 2016 年 1-6 月原有传统主业和 2016 年 7-12 月宏投网络（等同于旗下全资子公司 Jagex）的公告预测业绩分时段计算；2) 假设公司业已完成对宏投网络 100% 股权的收购，并于 2017 年 1 月 1 日起并表，公司 2017-2018 年的盈利预测将以宏投网络为经营主体，继续使用备考数据。

可比公司估值

- 根据申万三级行业划分，网络游戏类公司 2016E 和 2017E PE 算术平均值为 65.89 倍和 51.17 倍。鉴于中技控股在完成传统主业剥离、注入海外优质页游资产后，Jagex 除了夯实欧美等存量页游市场的经营优势，还将加大对 RuneScape 系列产品的研发与东亚地区等新兴市场的业务拓展，我们给予公司整体 69X17PE，目标市值为 139 亿元，对应 2017 年目标价 24.01 元，首次覆盖评级为“买入”。

图表 46：同行业公司估值比较

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	2016E	2017E
	最高值	428.27	173.05	137.80
	平均值	85.92	65.89	51.17
300418.SZ	昆仑万维	38.38	39.14	40.33
002555.SZ	三七互娱	38.41	32.19	26.27
002354.SZ	天神娱乐	44.40	32.57	21.70
002425.SZ	凯撒文化	84.50	51.90	32.19
300299.SZ	富春通信	73.91	52.58	26.97

300315.SZ	掌趣科技	34.00	29.66	22.40
600652.SH	游久游戏	112.79	148.97	111.83
002517.SZ	恺英网络	22.35	35.92	25.06
300052.SZ	中青宝	109.05	130.14	114.09
300043.SZ	星辉娱乐	26.83	28.01	22.48
002558.SZ	世纪游轮	133.39	102.85	86.46
002464.SZ	金利科技	48.65	40.30	26.63
002113.SZ	天润数娱	428.27	173.05	137.80
002619.SZ	巨龙管业	80.67	58.74	41.97
002174.SZ	游族网络	42.28	36.64	25.68
603258.SH	电魂网络	56.78	61.64	56.79

来源：国金证券研究所

注：相关可比公司估值数据取自 Wind “同业比较-估值分析比较”一栏，统计时间为 2017 年 1 月 4 日。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,552	2,823	1,841	987	706	763	货币资金	1,069	1,313	1,768	511	562	619
增长率		-20.5%	-34.8%	-46.4%	-28.5%	8.0%	应收款项	1,085	1,193	1,026	61	67	74
主营业务成本	-2,925	-2,227	-1,315	-632	-273	-236	存货	266	165	124	2	2	2
%销售收入	82.3%	78.9%	71.4%	64.1%	38.7%	30.9%	其他流动资产	380	493	319	33	36	40
毛利	627	596	526	355	433	527	流动资产	2,801	3,164	3,238	607	668	735
%销售收入	17.7%	21.1%	28.6%	35.9%	61.3%	69.1%	%总资产	42.8%	46.7%	48.7%	20.4%	20.4%	20.4%
营业税金及附加	-16	-13	-23	-27	-19	-21	长期投资	228	1,426	1,353	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.4%	1.3%	2.7%	2.7%	2.7%	固定资产	2,133	1,382	1,259	13	15	16
营业费用	-128	-95	-53	-65	-46	-48	%总资产	32.6%	20.4%	18.9%	0.5%	0.5%	0.5%
%销售收入	3.6%	3.4%	2.9%	6.6%	6.5%	6.3%	无形资产	1,302	746	751	2,358	2,594	2,854
管理费用	-193	-147	-117	-102	-152	-160	非流动资产	3,739	3,610	3,405	2,372	2,609	2,870
%销售收入	5.4%	5.2%	6.4%	10.3%	21.5%	21.0%	%总资产	57.2%	53.3%	51.3%	79.6%	79.6%	79.6%
息税前利润 (EBIT)	290	341	332	161	216	298	资产总计	6,539	6,774	6,643	2,979	3,277	3,605
%销售收入	8.2%	12.1%	18.1%	16.3%	30.6%	39.1%	短期借款	1,990	2,171	1,898	192	211	232
财务费用	-144	-149	-159	0	0	0	应付款项	1,645	1,697	1,735	319	351	386
%销售收入	4.1%	5.3%	8.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	95	76	110	161	178	195
资产减值损失	-17	-25	-16	0	0	0	流动负债	3,730	3,943	3,743	672	739	813
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	329	172	135	0	0	0
投资收益	5	-1	-3	0	0	0	其他长期负债	152	185	162	18	19	21
%税前利润	3.3%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	负债	4,211	4,300	4,040	690	759	834
营业利润	134	167	154	160	216	298	普通股股东权益	2,240	2,362	2,495	2,181	2,410	2,662
营业利润率	3.8%	5.9%	8.4%	16.2%	30.5%	39.1%	少数股东权益	88	111	108	108	108	108
营业外收支	27	31	25	0	0	0	负债股东权益合计	6,539	6,774	6,643	2,979	3,277	3,605
税前利润	161	198	180	160	216	298							
利润率	4.5%	7.0%	9.8%	16.2%	30.5%	39.1%	比率分析						
所得税	-35	-53	-47	-11	-15	-21		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	21.9%	26.7%	26.0%	7.0%	7.0%	7.0%	每股指标						
净利润	126	145	133	149	201	277	每股收益	0.385	0.234	0.213	0.259	0.348	0.481
少数股东损益	9	11	10	0	0	0	每股净资产	5.837	4.103	4.333	2.877	3.158	3.363
归属于母公司的净利润	117	135	122	149	201	277	每股经营现金净流	1.059	0.638	0.425	0.196	0.306	0.396
净利率	3.3%	4.8%	6.7%	15.1%	28.4%	36.3%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.363	0.080	0.100
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.23%	5.71%	4.91%	6.84%	8.32%	10.40%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.79%	1.99%	1.84%	5.01%	6.12%	7.68%
净利润	126	145	133	149	201	277	投入资本收益率	4.85%	5.19%	5.30%	5.99%	7.31%	9.17%
非现金支出	148	182	181	0	0	0	增长率						
非经营收益	134	178	180	47	2	2	主营业务收入增长率	10453.88%	-20.53%	-34.79%	-46.37%	-28.48%	7.98%
营运资金变动	-2	-139	-249	-48	31	35	EBIT 增长率	35472.05%	17.78%	-2.57%	-51.62%	34.38%	37.93%
经营活动现金净流	406	367	245	149	234	314	净利润增长率	393.22%	15.09%	-9.13%	21.77%	34.43%	38.12%
资本开支	-385	-429	-59	-1,292	-237	-261	总资产增长率	2717.55%	3.58%	-1.93%	-55.15%	10.00%	10.00%
投资	-39	340	148	1,353	0	0	资产管理能力						
其他	21	0	145	0	0	0	应收账款周转天数	39.6	84.9	98.8	10.5	9.4	11.8
投资活动现金净流	-402	-89	234	61	-237	-261	存货周转天数	16.6	35.4	40.2	2.8	2.8	2.8
股权募资	539	0	0	-1,018	5	28	应付账款周转天数	40.0	72.2	77.8	53.0	51.8	66.0
债权募资	-66	22	-382	-399	26	29	固定资产周转天数	146.2	117.3	166.3	5.0	7.7	7.8
其他	130	-341	660	542	23	-54	偿债能力						
筹资活动现金净流	603	-319	278	-875	54	3	净负债/股东权益	53.67%	41.62%	10.15%	-13.96%	-13.96%	-13.96%
现金净流量	608	-41	757	-665	51	56	EBIT 利息保障倍数	2.0	2.3	2.1	2,398.3	1,534.6	1,924.3
							资产负债率	64.39%	63.48%	60.82%	23.15%	23.15%	23.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

注：为便于公司经传统主业剥离后新主营业务未来盈利能力的纵向对比，公司盈利预测部分作如下财务处理：1) 2016 年盈利预测部分，以 2016 年 1-6 月原有传统主业和 2016 年 7-12 月宏投网络（等同于旗下全资子公司 Jagex）的公告预测业绩分区间计算；2) 假设公司业已完成对宏投网络 100% 股权的收购，并于 2017 年 1 月 1 日起并表，公司 2017-2018 年的盈利预测将以宏投网络为经营主体，继续使用备考数据。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD