

富春通信 (300299.SZ)

传媒互联网行业

评级：买入 维持评级

公司点评

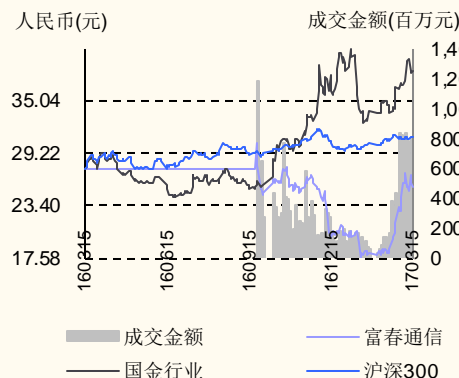
市场价格 (人民币): 25.51 元

目标价格 (人民币): 40.00 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)	171.09
总市值(百万元)	9,693.87
年内股价最高最低(元)	30.26/17.58
沪深 300 指数	3463.64



## 相关报告

1. 《变更证券简称及经营范围，深度推进文娱产业建设》，2017.2.20
2. 《现金增资留白影视，泛娱乐布局再下一城》，2016.12.26
3. 《员工持股树信心，游戏 IP 筑未来》，2016.12.15
4. 《现金收购摩奇卡卡，彰显泛娱乐化战略信心-现金收购摩奇卡卡，彰...》，2016.12.7
5. 《持续加码泛娱乐内容布局，S 级游戏 IP 拓宽业绩想象空间-富春通...》，2016.10.28

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

常兆亮 分析师 SAC 执业编号: S1130517010002  
(8621)60935529  
changzhaoliang@gjzq.com.cn

## 完成员工持股计划，推动泛娱乐产业布局

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.081	0.184	0.275	1.181	1.319
每股净资产(元)	2.24	3.48	3.63	4.68	5.87
每股经营性现金流(元)	-0.07	0.25	0.42	-0.03	1.14
市盈率(倍)	151.88	255.70	99.94	23.29	20.86
行业优化市盈率(倍)	29.25	42.92	29.62	29.62	29.62
净利润增长率(%)	28.29%	376.31%	49.54%	329.12%	11.66%
净资产收益率(%)	3.62%	5.29%	7.59%	25.25%	22.48%
总股本(百万股)	180.90	380.00	380.00	380.00	380.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 富春通信 2017 年 3 月 15 日公告，截至 2017 年 3 月 14 日，中航信托·天启【2016】360 号富春通信员工持股集合资金信托计划通过二级市场购买方式共计买入公司股票 7,264,869 股，占公司总股本的 1.91%，成交均价为人民币 25.73 元/股，公司本次员工持股计划完成购买。

## 投资逻辑

- 员工持股彰显公司信心，预将有效激发全员凝聚力。本次拟推出的员工持股计划持有人范围包括董事（不含独董）、监事、中高层管理人员以及核心技术和业务骨干。我们认为该计划体现了公司对后续股价的信心，并依此建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制和长效激励机制，对内将充分实现各层利益绑定，进一步激发员工工作积极性与创造力；对外将明确公司及参与持股员工对于当前股价低估的一致性认知，进而全面彰显公司对于业务未来开展、行业长期前景的信心。
- 完成“2 次并购+6 次参股”实现业务转型。鉴于公司于 2015 年上半年、2016 年 12 月先后完成对上海骏梦网络科技有限公司和成都摩奇卡卡科技有限责任公司 100% 股权收购，期间投资参股福州畅读信息科技有限公司、上海渔阳网络技术有限公司、深圳微星星科技股份有限公司、北京中联百文文化传媒有限公司、国信优易数据有限公司及东阳留白影视文化有限公司，主营业务逐步由通信技术服务延展至网络游戏、动漫娱乐、文学阅读、粉丝价值运营、作家经纪业务、影视制作及大数据，公司已初步搭建起通信数据、文化创意、娱乐消费等平台与内容互为支撑的消费驱动型产业架构。
- 借助丰富的 IP 资源储备和商业化运营经验，摩奇卡卡将助力公司持续深化泛娱乐内容布局。游戏 IP 运营方面，经前期 IP 资源探索和独家精细化研发，《新大主宰》、《犬夜叉之寻玉之旅》、《大闹天宫 HD》、《校花的贴身高手》等爆款类游戏通过虚拟道具销售（核心）、下载收费、“影游联动”等渠道实现盈利。游戏 IP 储备方面，《昆仑》、《我欲封天：至尊归来》、《还珠格格》、《雪鹰领主 2》、《逆鳞》预计将于 2017 年陆续上线。我们认为，收购摩奇卡卡是延伸移动游戏的内容供应，是公司在网游、动漫、网文等娱乐文化领域业务的全方位加码。
- MMORPG 手游《仙境传说 RO：守护永恒的爱》于 3 月 1 日全平台公测，我们预计全平台月流水将突破 2 亿。作为韩国精品游戏 IP，《RO 仙境传

说》国内版权由公司全资子公司骏梦游戏独家代理并自主研发；经骏梦游戏授权，正版 RO 手机版《仙境传说：守护永恒的爱》将由心动网络发行，授权金额为 6000 万元人民币。该款手游具备“自由度较高的收集、探索要素，游戏进程基本不设限”、“全球同服并统一货币，玩家可以购买货币”、“大量增进玩家友善社交的设计和交互玩法”等游戏体验特征，通过增强社交属性实现玩家及周边流量的快速导入与用户粘性的持续提高，有助于降低流量获取成本和用户流失风险。我们认为，《仙境传说 RO：守护永恒的爱》借助高人气的 IP 特质和显著的玩家周边社交属性，全平台月流水预将有超过 2 亿表现，后期将进行海外发行，流水表现值得期待。

### 投资建议与估值

- 我们预计公司 2016E、2017E、2018E，归母净利润为 1.05 亿、4.49 亿、5.01 亿，2017 年预计贡献净利润分别为摩奇卡卡 1.00 亿元、上海骏梦 3.00 亿元、原主营业务 0.50 亿元。对应 EPS 为 0.275 元、1.181 元、1.319 元。我们给予公司未来 6-12 个月目标价 40 元，对应 34X17PE，给予“买入”评级。

### 风险

- 游戏行业竞争加剧；标的实际业绩未达承诺预期。

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
<b>主营业务收入</b>	<b>183</b>	<b>223</b>	<b>378</b>	<b>430</b>	<b>1,220</b>	<b>1,342</b>	货币资金	168	138	153	286	286	603
增长率		22.1%	69.8%	13.6%	183.7%	10.0%	应收账款	219	282	360	363	1,029	1,132
<b>主营业务成本</b>	<b>-124</b>	<b>-146</b>	<b>-187</b>	<b>-209</b>	<b>-391</b>	<b>-430</b>	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	68.0%	65.7%	49.3%	48.5%	32.0%	32.0%	其他流动资产	3	13	77	21	39	43
<b>毛利</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>192</b>	<b>222</b>	<b>829</b>	<b>912</b>	流动资产	390	433	590	670	1,354	1,778
%销售收入	32.0%	34.3%	50.7%	51.5%	68.0%	68.0%	%总资产	84.4%	78.0%	36.5%	41.2%	58.4%	64.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	长期投资	14	8	53	53	53	53
%销售收入	1.2%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	13	32	35	38	41	44
<b>营业费用</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-37</b>	<b>-40</b>	%总资产	2.8%	5.7%	2.2%	2.3%	1.8%	1.6%
%销售收入	1.0%	0.7%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	29	61	857	863	870	877
<b>管理费用</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>-93</b>	<b>-97</b>	<b>-293</b>	<b>-322</b>	非流动资产	72	122	1,027	955	966	975
%销售收入	14.6%	15.5%	24.6%	22.5%	24.0%	24.0%	%总资产	15.6%	22.0%	63.5%	58.8%	41.6%	35.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>28</b>	<b>39</b>	<b>82</b>	<b>108</b>	<b>487</b>	<b>536</b>	<b>资产总计</b>	<b>462</b>	<b>555</b>	<b>1,618</b>	<b>1,625</b>	<b>2,320</b>	<b>2,753</b>
%销售收入	15.2%	17.3%	21.8%	25.0%	40.0%	40.0%	短期借款	4	50	80	0	64	0
<b>财务费用</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	应付款项	31	60	152	148	332	366
%销售收入	-1.6%	-0.1%	0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	其他流动负债	21	22	46	80	125	132
<b>资产减值损失</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-13</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	流动负债	56	131	279	228	520	498
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	2	2	2	2	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.4%	2.5%	1.7%	0.4%	0.4%	<b>负债</b>	<b>56</b>	<b>131</b>	<b>287</b>	<b>237</b>	<b>529</b>	<b>499</b>
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>70</b>	<b>108</b>	<b>487</b>	<b>544</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>393</b>	<b>405</b>	<b>1,323</b>	<b>1,378</b>	<b>1,778</b>	<b>2,238</b>
营业利润率	10.0%	11.0%	18.6%	25.1%	39.9%	40.6%	少数股东权益	14	18	7	10	13	16
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>462</b>	<b>555</b>	<b>1,618</b>	<b>1,625</b>	<b>2,320</b>	<b>2,753</b>
<b>税前利润</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>80</b>	<b>117</b>	<b>496</b>	<b>553</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.2%	11.2%	21.1%	27.2%	40.6%	41.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-44</b>	<b>-49</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	25.2%	8.9%	8.0%	8.9%	8.9%	每股收益	0.095	0.081	0.184	0.275	1.181	1.319
<b>净利润</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>73</b>	<b>108</b>	<b>452</b>	<b>504</b>	每股净资产	3.257	2.241	3.482	3.627	4.679	5.868
少数股东损益	3	4	3	3	3	3	每股经营现金净流	-0.244	-0.074	0.251	0.417	-0.026	1.139
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>70</b>	<b>105</b>	<b>449</b>	<b>501</b>	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	6.3%	6.6%	18.5%	24.3%	36.8%	37.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	2.91%	3.62%	5.29%	7.59%	25.25%	22.48%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.48%	2.65%	4.32%	6.44%	19.35%	18.21%
							投入资本收益率	5.07%	6.09%	5.32%	7.13%	23.96%	21.75%
<b>净利润</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>73</b>	<b>108</b>	<b>452</b>	<b>504</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	45.41%	22.09%	69.79%	13.63%	183.72%	10.00%
非现金支出	16	18	18	5	9	4	EBIT增长率	2.28%	39.47%	113.32%	30.65%	353.18%	10.00%
非经营收益	-1	-2	-11	15	-9	-9	净利润增长率	-41.22%	28.29%	376.31%	49.54%	329.12%	11.66%
营运资金变动	-58	-48	16	30	-462	-67	总资产增长率	3.57%	20.13%	191.40%	0.47%	42.75%	18.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>-13</b>	<b>95</b>	<b>159</b>	<b>-10</b>	<b>433</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-6	-21	-57	56	-4	-4	应收账款周转天数	377.5	395.9	298.7	298.0	298.0	298.0
投资	30	-42	-201	0	0	0	存货周转天数	-	-	-	-	-	-
其他	1	0	-1	2	2	2	应付账款周转天数	57.1	85.8	125.3	125.0	125.0	125.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>26</b>	<b>-62</b>	<b>-259</b>	<b>58</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	固定资产周转天数	25.6	23.0	15.0	14.9	5.9	5.9
股权募资	0	0	173	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-18	46	30	-80	64	-63	净负债/股东权益	-40.46%	-20.76%	-5.48%	-20.63%	-12.45%	-26.81%
其他	-9	-3	-23	-3	-51	-52	EBIT利息保障倍数	-9.8	-289.3	86.9	-56.1	-126.9	-75.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>43</b>	<b>180</b>	<b>-83</b>	<b>12</b>	<b>-114</b>	资产负债率	12.02%	23.68%	17.77%	14.57%	22.81%	18.43%
<b>现金净流量</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>16</b>	<b>134</b>	<b>0</b>	<b>317</b>							

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	1	1	3	7
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.13

来源：朝阳永续

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。

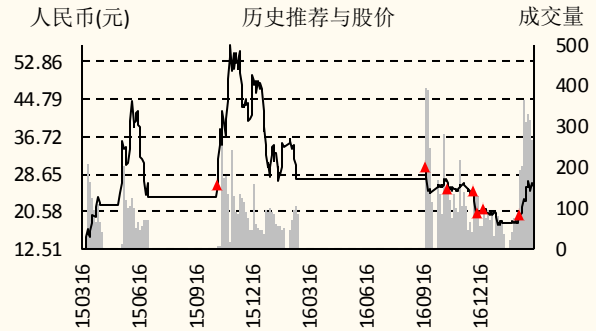
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-21	买入	23.92	59.00~70.00
2	2016-09-22	买入	27.51	40.00~40.00
3	2016-10-28	买入	26.41	40.00
4	2016-12-07	买入	24.03	40.00
5	2016-12-15	买入	20.02	40.00
6	2016-12-26	买入	20.61	40.00
7	2017-02-20	买入	19.70	40.00

来源：国金证券研究所



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