

富控互动 (600634.SH) / 传媒 收购 Jagex 盈利超预期, 多元化战略支撑高成长

评级: 买入 (维持)

市场价格: 20.81

目标价格: 24.21

分析师: 王晔

执业证书编号: S0740516060001

电话: 021-20315191

Email: wangxian@r.qlzq.com.cn

分析师: 赵坤

职业证书编号: S0740516080002

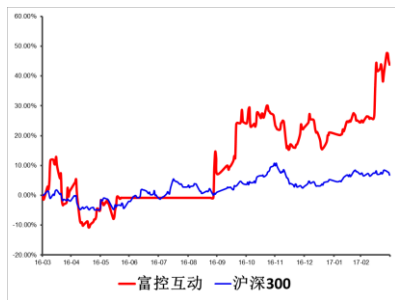
电话: 010-59013782

Email: zhaokun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	575.73
流通股本(百万股)	575.73
市价(元)	20.81
市值(百万元)	120
流通市值(百万元)	120

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1-10月04【中小盘】深度报告: 中技控股 (600634.SH): 产品区域双外延, 游戏内购破局

富控互动
— 沪深300

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,841	2341	666	758	850
增长率 yoy%	-34.8%	27.2%	-71.6%	13.81%	12.10%
净利润	122	172	244	331	389
增长率 yoy%	-9.13%	40.98%	41.86%	38.83%	17.50%
每股收益 (元)	0.212	0.231	0.484	0.526	0.675
每股现金流量	0.42	-0.49	0.51	0.54	0.64
净资产收益率	4.91%	5.97%	12.37%	10.17%	12.22%
P/E	--	90.08	42.99	39.56	30.83
PEG	--	2.20	1.03	1.02	1.76
P/B	4.15	4.12	5.23	4.00	3.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ **事件概述:**

公司于2017年3月30日发布2016年年度报告以及关于Jagex Limited的2016年7月-12月的专项说明。根据公司披露内容,2016年实现营业总收入2.34亿元,同比增速27.17%,2016年实现归属母公司净利润1.72亿元,同比增速40.98%。

■ **事件点评:**

➢ **收购 Jagex 盈利超预期, 核心资产支撑公司转型:** 公司于2016年12月正式完成了新兴资产置入,在剥离传统混凝土桩业务后,以现金支付方式购买宏投网络51%股权,而宏投网络于2016年6月完成了对英国著名游戏开发运营商Jagex的收购。根据公司收购协议的盈利预测,2016年7-12月净利润(扣除非经常损益)1.01亿人民币,而Jagex 2016年7-12月净利润1.51亿人民币,实际完成率达到149%。我们认为Jagex的高业绩兑现,不仅证明了其本身在游戏业务方向的综合盈利实力,也进一步夯实了公司向娱乐方向转型的第一步。

➢ **多元化战略布局, 谋求公司高成长性:** 2017年作为公司开启正式转型之年,我们认为未来将形成以Jagex为核心资产,依托海外运营优势,积极开拓国内外游戏市场。同时背靠经典游戏IP,持续拓展多元化游戏及泛娱乐市场。

● **依托海外运营优势, 开拓国内游戏市场:** 我们认为随着国内游戏付费习惯的逐渐养成,相应带动整个游戏市场的快速增长,中国市场未来成为全球游戏产业的必争之地。同时随着游戏竞技政策放开推动的下游游戏产业的延展,公司所拥有的15年《RuneScape》系列研发优势和背靠剑桥大学的动态运维团队,未来将在中国市场实现快速的切入和布局,同时也能够在现有的海外用户基数上,再下一城,实现品牌影响力和营收的双增长。

● **背靠经典游戏 IP, 持续拓展网络手游新市场:** 公司基于对行业产品结构切换的乐观预期,依托自身在MMORPG类端游深耕多年的优势,未来将重点打造基于《RuneScape》IP移植的手游《RS Remastered》。同时为了将现存稳固玩家实现最大化导流,未来两款游戏将实现PC端和移动端的账号一体化和内容联动。在初期的玩家导流基础上,公司将通过游戏功能互动最大化,玩家付费工具再平衡,最终实现全球市场的推广和渗透。

● **合资设立投资公司, 资源整合布局泛娱乐方向:** 公司于2017年1月公告同南通锦通股权投资公司共同出资43亿元(公司占资30%),设立私募基金。从资金效率最大化和业务弹性架构布局来看,未来公司将藉由该投资公司,充分整合在文化传媒行业的资源优势,重点投资具有长期孵化价值/实现公司文娱互动协同性的游戏项目及海内外资产。

■ 投资建议：

基于对未来游戏行业的高速增长预期，我们认为富控互动在重组完成后，拥有游戏市场区域拓展和游戏产品创新的双核心驱动，并且依靠 15 年《RuneScape》系列研发优势和背靠剑桥大学的动态运维团队，通过双端互动的游戏创新模式，快速实现在游戏行业竞争梯队的进阶。**我们持续看好公司未来在中国市场开拓及手游业务规模的快速提升以及在泛娱乐方向上的额的持续布局。**基于公司于 2017 年完成对宏投网络剩余 49% 股权收购的假设，以及对应假设并表时间为 2017 年月份二季度，我们预测 2017-2019 年实现归属母公司净利润分别为 2.44 亿元、3.31 亿元、3.89 亿元，对应 0.484、0.526、0.675，维持目标价 24.21 元，对应 2017 年 43 倍 PE，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

- **游戏行业政策趋严，影响整体行业估值预期：**对互联网行业进行行业规范，出台相应的监管细则，影响整体行业的估值预期。
- **政府监管导向变化，影响中国市场的开发进度：**目前游戏产业的高速发展也倒逼政府在行业细节上不断的加强监管，因为中国市场和海外市场的差异性，未来存在影响公司在中国市场的开发进度。

图表 1: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,823	1,841	2,341	666	758	850
增长率	-20.5%	-34.8%	27.2%	-71.6%	13.8%	12.1%
营业成本	-2,227	-1,315	-1,965	-167	-190	-220
% 销售收入	78.9%	71.4%	83.9%	25.1%	25.1%	25.9%
毛利	596	526	376	499	568	630
% 销售收入	21.1%	28.6%	16.1%	74.9%	74.9%	74.1%
营业税金及附加	-13	-23	-18	0	0	0
% 销售收入	0.4%	1.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-95	-53	-39	-43	-55	-53
% 销售收入	3.4%	2.9%	1.7%	6.5%	7.3%	6.2%
管理费用	-147	-117	-121	-155	-157	-163
% 销售收入	5.2%	6.4%	5.2%	23.3%	20.7%	19.2%
息税前利润 (EBIT)	341	332	198	300	356	414
% 销售收入	12.1%	18.1%	8.5%	45.0%	46.9%	48.7%
财务费用	-149	-159	-180	0	0	0
% 销售收入	5.3%	8.6%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-25	-16	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	182	0	0	0
税前利润	—	—	84.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	167	154	189	300	356	414
营业利润率	5.9%	8.4%	8.1%	45.0%	46.9%	48.7%
营业外收支	31	25	27	0	0	0
税前利润	198	180	216	300	356	414
利润率	7.0%	9.8%	9.2%	45.0%	46.9%	48.7%
所得税	-53	-47	-31	-21	-25	-25
所得税率	26.7%	26.0%	14.4%	7.0%	7.0%	6.2%
净利润	145	133	185	279	331	389
少数股东损益	11	10	13	35	0	0
归属于母公司的净利润	135	122	172	244	331	389
净利率	4.8%	6.7%	7.3%	36.6%	43.6%	45.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
净利润	145	133	185	279	331	389
少数股东损益	11	10	13	35	0	0
非现金支出	184	172	12	0	0	0
非经营收益	167	180	212	19	47	25
营运资金变动	-139	-249	-701	-6	-13	-18
经营活动现金净流	368	245	-279	327	365	396
资本开支	429	59	2,420	17	19	25
投资	340	148	18	0	0	0
其他	0	145	314	0	0	0
投资活动现金净流	-89	234	-2,088	-17	-19	-25
股权募资	0	0	-230	0	0	0
债权募资	22	-382	2,340	0	0	0
其他	-341	660	37	0	0	0
筹资活动现金净流	-319	278	2,147	0	0	0
现金净流量	-40	757	-220	310	346	371

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,313	1,768	1,650	434	780	1,151
应收款项	1,193	1,026	1,419	98	107	114
存货	165	124	2	4	5	5
其他流动资产	493	319	7	65	70	76
流动资产	3,164	3,238	3,078	601	962	1,346
% 总资产	46.7%	48.7%	51.7%	20.3%	24.5%	31.0%
长期投资	1,426	1,353	184	0	0	0
固定资产	1,382	1,259	27	24	40	48
% 总资产	20.4%	18.9%	0.5%	0.8%	1.0%	1.1%
无形资产	746	751	82	70	74	78
非流动资产	3,610	3,405	2,881	2,365	2,970	2,995
% 总资产	53.3%	51.3%	48.3%	79.7%	75.5%	69.0%
资产总计	6,774	6,643	5,959	2,966	3,932	4,341
短期借款	2,171	1,898	871	245	479	645
应付款项	1,697	1,735	142	139	156	176
其他流动负债	76	110	422	186	142	156
流动负债	4,023	3,805	1,435	535	777	977
长期贷款	172	135	515	0	0	0
其他长期负债	106	100	20	130	160	180
负债	4,300	4,040	1,970	665	937	1,157
普通股股东权益	2,362	2,495	2,887	2,256	2,995	3,184
少数股东权益	111	108	1,102	35	0	0
负债股东权益合计	6,774	6,643	5,959	2,956	3,932	4,341

比率分析						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.234	0.213	0.300	0.484	0.526	0.675
每股净资产 (元)	4.103	4.333	5.050	3.977	5.200	5.528
每股经营现金净流 (元)	0.640	0.427	-0.485	0.507	0.542	0.644
每股股利 (元)	0.000	0.065	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.71%	4.91%	5.97%	12.37%	10.17%	12.22%
总资产收益率	2.01%	1.86%	2.94%	9.44%	7.71%	8.96%
投入资本收益率	12.03%	16.22%	3.55%	10.34%	9.50%	11.45%
增长率						
营业总收入增长率	-20.53%	-34.79%	27.18%	-71.60%	13.80%	12.10%
EBIT增长率	17.78%	-2.57%	-32.53%	33.93%	8.67%	16.29%
净利润增长率	15.09%	-9.13%	40.68%	109.77%	8.60%	17.50%
总资产增长率	3.93%	-1.70%	-10.29%	19.58%	33.01%	10.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.9	98.8	39.8	28.5	25.6	23.2
存货周转天数	35.4	40.2	31.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	72.2	77.8	33.2	0.0	0.0	0.0
固定资产周转天数	150.7	173.1	67.5	0.0	0.0	0.0
偿债能力						
净负债/股东权益	41.62%	10.15%	68.24%	29.48%	31.29%	36.34%
EBIT利息保障倍数	2.3	2.1	-1.5	—	—	—
资产负债率	63.05%	60.45%	33.06%	22.42%	23.83%	26.65%

来源: 中泰证券研究所

注: 2017年、2018年、2019年盈利预测基于公司2017年2季度完成对宏投网络100%控股。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对报告所含信息不承担任何法律或违约责任，敬请投资者自行谨慎决策。特别声明：本报告所载的全部内容均须以本公司出具的正式报告为准，且报告所载信息若有变更，有可能会通过邮件形式另行通知，并不必然会在报告中更新，敬请投资者留意。