

中文传媒(600373)/文化传媒

低估值手游出海龙头, 游戏新品值得期待

评级: 买入(维持)

市场价格: 20.4

目标价格: 28.5

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人: 熊亚威

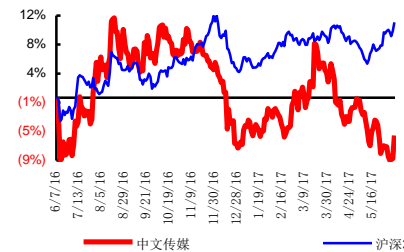
电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,378
流通股本(百万股)	1,282
市价(元)	20.4
市值(百万元)	28,110
流通市值(百万元)	26,154

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰传媒】中文传媒(600373)

跟踪报告: 有望成为传媒混改第一股, 智明星通业绩进入快速释放期

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,601.62	12,775.84	13,719.7	15,062.4	16,179.6
增长率 yoy%	10.46%	10.12%	7.39%	9.79%	7.42%
净利润	1057.96	1295.36	1574.99	1848.86	2079.26
增长率 yoy%	30.75%	22.44%	21.59%	17.39%	12.46%
每股收益(元)	0.77	0.94	1.14	1.34	1.51
每股现金流量	0.73	0.00	0.99	1.33	1.48
净资产收益率	10.84%	11.77%	12.69%	12.96%	12.72%
P/E	30.59	21.49	17.85	15.20	13.52
PEG	1.00	0.96	0.83	0.87	1.08
P/B	3.32	2.53	2.26	1.97	1.72
备注:					

投资要点

- **概述:** 中文传媒股价 5 月以来经历一轮调整, 最高跌幅近 10%, 而从四月下旬开始完美世界、三七互娱等游戏股涨幅超 30%, 公司属于优质的滞涨标的。作为手游出海龙头, 基本面稳健, 2017 年 PE 对应目前股价预测仅 17.85 倍, 处于近五年的低位, 拥有较强的安全性。公司游戏新品推广在即, 有望带来向上的动力与弹性。
- **游戏业务: 新游戏接力, 营销费用继续下降, 业绩有望持续释放。** 智明星通未来重要利润增长点:
 - (1) Total War: 我们预计该游戏有望在六月底进行推广, 或接力 COK 成为又一经典之作, 表现值得期待;
 - (2)《乱世王者》: 授权腾讯开发的游戏, 作为腾讯首款战争类 SLG 游戏,《乱世王者》由打造出《王者荣耀》的天美工作室群研发, 优秀的研发加强大的渠道将成为未来流水保证;
 - (3) COK: 流水稳定在 3 亿左右, 营销费用持续下降, 业绩持续释放;
 - (4) COQ: 有较高提升空间, 目前已进入中国市场;
 - (5)《使命召唤》: 与动视暴雪联合开发, 公司 IP 化战略持续推进。
- **出版发行业务: 营收稳健增长, 纸价上涨影响有限。** 出版受纸价上涨影响一季度毛利率下降不足 3 个百分点, 公司纸张是招标制, 因此后续纸价变动不会有进一步影响, 且纸张在图书成本占比相对较低。
- **团队: 军心稳定, 活力有望进一步释放。**“后对赌时代”新一轮考核与激励稳定军心, 一季度管理费用同比增长 123.41%, 我们推断与新的激励机制相关。
- **其他看点:** (1) 监管趋严, 投资者更加注重基本面分析的形势下, 作为业绩扎实、增长稳健的传媒白马股价值将逐步显现。(2) Total War、《乱世王者》流水未来可能超预期。(3) 国企改革未来有望取得进展。(4) 在手现金超 50 亿, 在资金趋紧的形势下, 财务成本、并购重组等方面更具优势。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测中文传媒 2017-2019 年实现收入分别为 137.20 亿元、150.62 亿元、161.80 亿元, 同比增长 7.39%、9.79%、7.42%; 实现归母净利润 15.75 亿元、18.49 亿元、20.79 亿元, 同比增长 21.59%、17.39%、12.46%, 对应年 EPS 分别为 1.14 元、1.34 元和 1.51 元, 目标价 28.5 元。维持买入评级。
- **风险提示:** 1) 游戏流水不达预期; 2) 转型不达预期; 3) 系统性风险;

- 中文传媒在2016年4月21日发布公告,子公司智明星通与腾讯签订《策略类移动游戏制作与运营协议》,约定在许可期限和许可区域内对《COK》的游戏引擎进行再开发和制作一款移动网络游戏,以共同开发SLG游戏市场。目前,腾讯首款战争类SLG游戏《乱世王者》已开启预约,由打造出《王者荣耀》的天美工作室群研发,优秀的研发加强大的渠道将成为未来流水保证

图表 1: 腾讯首款战争策略手游《乱世王者》宣传海报



来源: 乱世王者官网, 中泰证券研究所

图表 2: 《乱世王者》已有超过 65 万人预约



来源: 乱世王者官网, 中泰证券研究所

- 中文传媒在 2016 年 3 月 12 日发布公告,子公司智明星通以 900 万美元向世嘉欧洲购买 TOTAL WAR™: KING'S RETURN 《《全面战争:王者归来》》 IP 进行游戏开发。根据 APP Annie 的数据,该款手游已于 2016 年 12 月 27 日及 2017 年 1 月 18 日分别在全球小范围的安卓及苹果渠道上线测试,截止目前已迭代了近 30 个版本,游戏日趋成熟,我们预测该款游戏有望于 2017 年 6 月底进行推广,有望成为《COK》之后的又一经典之作,表现值得期待

图表 3:《Total War: King's Return》宣传海报



来源: Total War: King's Return 官网, 中泰证券研究所

图表 4: 中文传媒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,503	11,602	12,776	13,720	15,062	16,180	货币资金	3,802	5,723	6,519	10,358	12,144	14,308
增长率	-7.76%	10.5%	10.1%	7.4%	9.8%	7.4%	应收款项	1,226	2,131	1,567	2,009	2,206	2,369
营业成本	-8,405	-7,459	-7,740	-8,078	-8,665	-9,167	存货	1,132	940	1,022	1,018	1,092	1,155
%销售收入	80.0%	64.3%	60.6%	58.9%	57.5%	56.7%	其他流动资产	2,902	2,726	2,292	2,362	2,508	2,634
毛利	2,098	4,143	5,035	5,642	6,398	7,012	流动资产	9,062	11,520	11,401	15,747	17,950	20,467
%销售收入	20.0%	35.7%	39.4%	41.1%	42.5%	43.3%	%总资产	73.1%	65.4%	60.5%	76.1%	78.4%	80.6%
营业税金及附加	-27	-25	-41	-44	-48	-52	长期投资	762	937	2,043	2,043	2,043	2,043
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,546	1,569	1,466	1,466	1,466	1,466
营业费用	-312	-1,707	-1,911	-2,359	-2,687	-2,930	%总资产	12.5%	8.9%	7.8%	7.1%	6.4%	5.8%
%销售收入	3.0%	14.7%	15.0%	17.2%	17.8%	18.1%	无形资产	995	3,540	3,449	940	940	940
管理费用	-800	-1,155	-1,653	-1,715	-1,883	-2,022	非流动资产	3,342	6,088	7,451	4,942	4,942	4,942
%销售收入	7.6%	10.0%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%	%总资产	26.9%	34.6%	39.5%	23.9%	21.6%	19.4%
息税前利润 (EBIT)	960	1,255	1,430	1,524	1,780	2,008	资产总计	12,404	17,607	18,852	20,688	22,892	25,408
%销售收入	9.1%	10.8%	11.2%	11.1%	11.8%	12.4%	短期借款	735	441	131	0	0	0
财务费用	31	50	68	46	77	91	应付款项	3,898	4,484	4,949	5,316	5,771	6,153
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	347	587	848	1,038	937	992
资产减值损失	-158	-214	-242	0	0	0	流动负债	4,980	5,512	5,927	6,354	6,708	7,146
公允价值变动收益	-5	8	-5	0	0	0	长期贷款	0	0	28	28	28	28
投资收益	45	76	63	65	70	75	其他长期负债	490	1,784	1,688	1,688	1,688	1,688
%税前利润	4.7%	6.2%	4.6%	3.9%	3.5%	3.4%	负债	5,470	7,296	7,643	8,070	8,424	8,861
营业利润	872	1,175	1,314	1,634	1,927	2,174	普通股股东权益	6,412	9,760	11,005	12,415	14,264	16,343
营业利润率	8.3%	10.1%	10.3%	11.9%	12.8%	13.4%	少数股东权益	522	551	204	204	204	204
营业外收支	80	45	55	50	50	50	负债股东权益合计	12,404	17,607	18,852	20,688	22,892	25,408
税前利润	952	1,220	1,370	1,684	1,977	2,224							
利润率	9.1%	10.5%	10.7%	12.3%	13.1%	13.7%							
所得税	-49	-58	-89	-109	-129	-145							
所得税率	5.1%	4.8%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%							
净利润	903	1,162	1,281	1,575	1,849	2,079							
少数股东损益	94	104	-14	0	0	0							
归属于母公司的净利润	809	1,058	1,295	1,575	1,849	2,079							
净利率	7.7%	9.1%	10.1%	11.5%	12.3%	12.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	903	1,162	0	1,575	1,849	2,079	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.682	0.768	0.940	1.143	1.342	1.509
非现金支出	361	436	0	0	0	0	每股净资产 (元)	5.408	7.083	7.987	9.010	10.351	11.860
非经营收益	17	-25	0	-112	-119	-124	每股经营现金净流 (元)	0.683	0.734	0.000	0.990	1.330	1.480
营运资金变动	-471	-561	0	-99	103	85	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.120	0.000	0.000
经营活动现金净流	810	1,012	0	1,365	1,832	2,040	回报率						
资本开支	230	195	0	-2,559	-50	-50	净资产收益率	12.62%	10.84%	11.77%	12.69%	12.96%	12.72%
投资	-278	-748	0	0	0	0	总资产收益率	6.52%	6.01%	6.87%	7.61%	8.08%	8.18%
其他	36	19	0	65	70	75	投入资本收益率	29.44%	24.96%	38.24%	151.91%	166.35%	205.03%
投资活动现金净流	-472	-923	0	2,624	120	125	增长率						
股权募资	6	878	0	0	0	0	营业总收入增长率	-7.76%	10.46%	10.12%	7.39%	9.79%	7.42%
债权募资	-404	642	0	-131	0	0	EBIT增长率	30.91%	30.74%	13.94%	6.54%	16.83%	12.81%
其他	-300	239	0	-19	-166	-1	净利润增长率	26.99%	30.75%	22.44%	21.59%	17.39%	12.46%
筹资活动现金净流	-698	1,759	0	-150	-166	-1	总资产增长率	4.79%	41.95%	7.07%	9.74%	10.65%	10.99%
现金净流量	-360	1,847	0	3,839	1,786	2,164	资产管理能力						
							应收账款周转天数	33.0	45.7	45.2	45.0	45.0	45.0
							存货周转天数	38.5	50.7	46.3	46.0	46.0	46.0
							应付账款周转天数	36.0	56.7	65.2	65.0	65.0	65.0
							固定资产周转天数	43.9	39.9	33.5	29.0	26.4	24.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-44.53%	-44.56%	-50.66%	-76.46%	-79.03%	-82.18%
							EBIT利息保障倍数	-30.9	-25.1	-21.1	-33.3	-23.1	-22.2
							资产负债率	44.10%	41.44%	40.54%	39.01%	36.80%	34.88%

来源: 中泰证券研究所

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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。