

# 天神娱乐 (002354.SZ) 娱乐行业

评级：买入 维持评级

公司点评

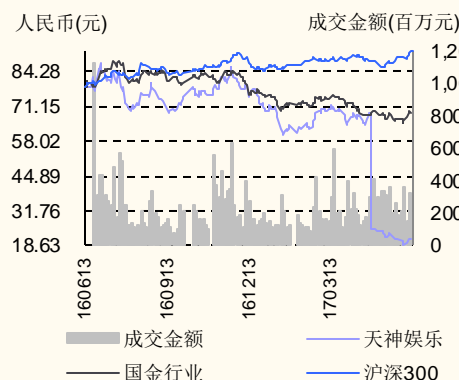
市场价格(人民币)：21.18元

## Avazu 股权作价 22 亿元投资移动出海

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)	148.81
总市值(百万元)	6,186.39
年内股价最高最低(元)	87.28/18.63
沪深 300 指数	3574.39
深证成指	10119.99



### 相关报告

- 《一季报业绩近预告上限，超市场预期-天神娱乐一季报点评》，2017.4.24
- 《一季度利润大幅增长，看好棋牌游戏布局-天神娱乐 2016 年报点...》，2017.4.5
- 《低估值蓄势待发，看好棋牌前瞻布局-天神娱乐公司深度研究》，2017.3.8

姜姝

联系人  
(8621)60935531  
jiangshu@gjzq.com.cn

常兆亮

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

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.264	1.872	1.060	1.260	1.487
每股净资产(元)	17.03	19.55	23.90	28.17	33.22
每股经营性现金流(元)	1.09	1.70	2.74	4.49	5.73
市盈率(倍)	75.96	36.95	19.97	16.81	14.24
行业优化市盈率(倍)	33.85	33.85	33.85	33.85	33.85
净利润增长率(%)	56.25%	50.99%	92.13%	18.82%	18.05%
净资产收益率(%)	7.28%	9.57%	15.05%	15.17%	15.19%
总股本(百万股)	286.59	292.09	990.60	990.60	990.60

来源：公司年报、国金证券研究所

注：2016 年 12 月，公司经证监会核准批复，拟通过询价方式非公开发行股份募集资产收购配套资金，发行底价为 23.21 元/股，发行股份合计不超过 8996.12 万股，募集资金总额为 20.88 亿元，目前该事项正在进行中。

### 事件

- 公司拟以全资子公司 Avazu 100% 股权作价人民币 22.15 亿元，出资投资 DotC United Inc。本次交易完成后，天神娱乐将取得 DotC 公司 30.58% 股权（估值 48.9 亿元），DotC 公司成为公司参股公司，公司将不再直接持有 Avazu 的股权。本次投资构成关联交易。

### 经营分析

- 优化资产结构，专注主业发展：**公司此次以子公司 Avazu 作价投资 DotC，一方面是为了配合公司产业链布局，集中力量发展主营业务，优化公司资产结构。2016 年末 Avazu 商誉约为 18.7 亿元，总商誉中占比约 22%，本交易完成后商誉将随之剥离，降低了公司商誉减值的风险。另外，公司还可以利用 DotC 优秀的移动出海平台，获取海外优质用户，为未来拓展海外市场打下坚实基础。
- DotC 专注海外移动应用市场，知名基金高榕资本和成为资本将跟投：**DotC 是一家专注海外移动应用开发、运营及商业化变现的互联网企业。公司拥有 Swift WiFi(全球领先的共享 WiFi 平台之一)和 Flash Keyboard (全球领先的输入法之一)等多款优秀 APP 产品，庞大的以及快速增长的用户数量是其核心资产，截止到今年一季度，其主要运营的 APP 安装用户累计超过 3.5 亿人。由于 DotC 还处于市场培育和用户积累阶段，公司投入大量研发和推广资金，导致 DotC 目前还处于战略亏损期（2016 年收入 1.25 亿元，亏损 2.04 亿元）。随着今年商业化变现的实施，今年 DotC 业绩有望好转，可能实现盈亏平衡。高榕资本和成为资本将按照同等估值跟投 2000 万美元亦表明对 DotC 前景的看好。
- DotC 的管理团队拥有丰富的海外产品运营经验：**石一间持有 DotC 公司 73.78% 的股份，是 DotC 的实际控制人，也是 Avazu 的创始人，拥有丰富的海外产品运营经验。公司此次投资可以帮助保留优秀的管理团队。
- 游戏影视业务协同发展，打造泛娱乐平台：**公司全资子公司天神互动旗下游戏运营稳健，并于 2015 年先后收购移动应用分发平台为爱普、卡牌类手游研发商妙趣横生和军事类手游雷尚科技，棋牌游戏方面通过全资子公司收购一花科技 100% 股权，并完成收购乐玩网络 42% 股权，形成各主题手游、棋牌游戏齐头并进的良好局面。影视方面，除了参投爱奇艺热播网剧《余罪》

之外，公司还储备《琅琊榜》、《遮天》、《妖神记》等热门 IP，并已获得游戏 IP 改编权，预计将形成显著的影游联动效应。

### 盈利调整

- 考虑到 Avazu2017 年的业绩承诺为 2.33 亿元，交易完成后剩余利润将不再并表，我们下调了公司的盈利预测，2017-2019 年预计归母净利润分别为 10.5、12.5 和 14.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.1、1.3 和 1.5 元。

### 投资建议

- 按照增发后最新的股本摊薄后 2017-2019 年 PE 为 20X/17X/14X，估值比较低，维持“买入”评级。

### 风险提示

- DotC 未来的商业变现有不确定因素。
- 本次对外投资尚需提交公司股东会审议通过及主管境外投资的商务主管部门和发改主管部门办理相关的登记备案程序，存在不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	476	941	1,675	3,184	3,773	4,454
增长率		97.8%	78.0%	90.1%	18.5%	18.0%
主营业务成本	-84	-295	-682	-1,280	-1,520	-1,810
%销售收入	17.7%	31.3%	40.7%	40.2%	40.3%	40.6%
毛利	391	646	993	1,903	2,253	2,643
%销售收入	82.3%	68.7%	59.3%	59.8%	59.7%	59.4%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-13	-15	-18
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-39	-15	-76	-143	-170	-200
%销售收入	8.2%	1.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-140	-226	-344	-637	-755	-891
%销售收入	29.4%	24.0%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	210	401	568	1,111	1,313	1,534
%销售收入	44.2%	42.6%	33.9%	34.9%	34.8%	34.5%
财务费用	2	-51	-14	-28	-35	-21
%销售收入	-0.3%	5.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-1	-25	-30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	45	42	38	12	21	26
%税前利润	17.6%	11.7%	6.7%	1.1%	1.6%	1.7%
营业利润	256	367	562	1,095	1,300	1,539
营业利润率	53.7%	39.0%	33.5%	34.4%	34.4%	34.6%
营业外收支	0	-6	7	3	3	3
税前利润	256	361	569	1,098	1,303	1,542
利润率	53.7%	38.4%	34.0%	34.5%	34.5%	34.6%
所得税	-21	-5	-23	-46	-59	-69
所得税率	8.4%	1.3%	4.1%	4.2%	4.5%	4.5%
净利润	234	356	546	1,051	1,244	1,472
少数股东损益	2	-6	-1	1	-4	-1
归属于母公司的净利润	232	362	547	1,050	1,248	1,473
净利率	48.7%	38.5%	32.6%	33.0%	33.1%	33.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	234	356	546	1,051	1,244	1,472
非现金支出	6	30	43	12	13	13
非经营收益	-45	4	16	-104	71	89
营运资金变动	-65	-73	-107	-157	-17	99
经营活动现金净流	130	318	498	802	1,311	1,674
资本开支	-7	-19	-10	-8	-10	-10
投资	-23	-2,454	923	-12	0	0
其他	12	5	15	12	21	26
投资活动现金净流	-18	-2,467	928	-8	11	16
股权募资	0	1,157	0	0	0	0
债权募资	0	318	-157	989	-428	1,128
其他	-27	1,167	-1,439	160	-95	-118
筹资活动现金净流	-27	2,643	-1,596	1,149	-522	1,010
现金净流量	85	493	-170	1,943	800	2,700

来源：公司年报，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	228	724	557	2,500	3,300	6,000
应收账款	102	438	504	960	1,137	1,342
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	240	82	97	63	81
流动资产	334	1,401	1,144	3,557	4,500	7,424
%总资产	44.9%	19.2%	15.5%	36.3%	41.8%	54.3%
长期投资	365	2,134	1,531	1,543	1,542	1,542
固定资产	9	11	12	9	9	8
%总资产	1.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	6	3,684	4,603	4,604	4,605	4,605
非流动资产	410	5,905	6,246	6,253	6,253	6,252
%总资产	55.1%	80.8%	84.5%	63.7%	58.2%	45.7%
资产总计	744	7,306	7,390	9,810	10,753	13,676
短期借款	0	318	61	1,549	1,122	2,249
应付款项	21	587	820	1,024	1,216	1,443
其他流动负债	33	69	49	156	91	186
流动负债	54	974	929	2,729	2,428	3,878
长期贷款	0	0	100	100	100	101
其他长期负债	27	1,363	652	0	0	0
负债	81	2,337	1,681	2,829	2,528	3,979
普通股股东权益	662	4,974	5,710	6,981	8,229	9,702
少数股东权益	1	-5	-1	0	-4	-5
负债股东权益合计	744	7,306	7,390	9,810	10,753	13,676

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.040	1.264	1.872	1.060	1.260	1.487
每股净资产	2.970	17.028	19.550	23.899	28.172	33.217
每股经营现金净流	0.583	1.088	1.705	2.744	4.488	5.730
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	35.00%	7.28%	9.57%	15.05%	15.17%	15.19%
总资产收益率	31.14%	4.96%	7.40%	10.71%	11.61%	10.77%
投入资本收益率	27.91%	7.35%	9.04%	12.33%	13.28%	12.16%
增长率						
主营业务收入增长率	17.46%	97.85%	78.02%	90.10%	18.51%	18.03%
EBIT增长率	555.42%	90.86%	41.47%	95.66%	18.25%	16.82%
净利润增长率	1992.38%	56.25%	50.99%	92.13%	18.82%	18.05%
总资产增长率	-23.24%	881.75%	1.16%	32.74%	9.61%	27.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.5	97.5	89.8	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	530.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	207.1	61.5	48.2	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	6.8	4.5	2.6	0.9	0.4	0.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.44%	-8.17%	-6.94%	-12.19%	-25.27%	-37.64%
EBIT利息保障倍数	-133.3	7.8	39.2	39.4	37.9	71.6
资产负债率	10.90%	31.99%	22.75%	28.84%	23.51%	29.09%

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	4
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	1.00

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	2017-03-08	买入	69.80	84.73~84.73
2	2017-04-05	买入	65.18	N/A
3	2017-04-24	买入	67.99	N/A

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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