

评级: 买入(维持)

市场价格: 22.32

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

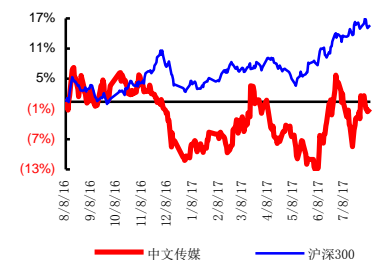
联系人: 熊亚威

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)	22.32
市值(百万元)	30,756
流通市值(百万元)	28,616

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)一季报点评: 智明星通增长强劲, 新游戏值得期待
- 2 【中泰传媒】中文传媒(600373)点评报告: 2017年一季度游戏贡献利润有望实现同比大幅增长
- 3 【中泰传媒】中文传媒(600373)年报点评: 游戏业绩持续释放, 未来强化三足鼎立利润格局

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	12,594.3	14,156.4	15,503.4
增长率 yoy%	10.46%	10.12%	-1.42%	12.40%	9.52%
净利润	1057.96	1295.36	1581.77	1902.50	2179.60
增长率 yoy%	30.75%	22.44%	22.11%	20.28%	14.57%
每股收益(元)	0.77	0.94	1.15	1.38	1.58
每股现金流量	0.73	0.00	0.93	1.39	1.58
净资产收益率	10.84%	11.77%	12.73%	13.28%	13.21%
P/E	30.59	21.49	20.81	17.30	15.10
PEG	1.00	0.96	0.94	0.85	1.04
P/B	3.32	2.53	2.65	2.30	1.99

备注:

投资要点

- **事件:** 腾讯首款战争策略手游《乱世王者》将于2017年8月16日开启限量不删档(腾讯预约用户), 8月17日开启全平台不限量不删档。
- **《乱世王者》由《COK》游戏引擎进行再开发制作, 智明星通将获得一定比例的分成。** 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。腾讯在前期给予智明星通一次性的授权金, 同时在游戏中上线后会与智明星通进行一定比例的分成。
- **优秀研发+强大渠道将成为未来流水保证。** 《乱世王者》由天美工作室群研发, 天美工作室曾出品《王者荣耀》、《御龙在天》、《魂斗罗: 归来》以及《天天酷跑》、《天天飞车》等天天系列手游, 还出品过QQ飞车、QQ堂等优质端游。强大的研发能力将保证游戏品质, 同时作为腾讯第一款自研SLG游戏、又一款“王者”系列游戏, 腾讯内部给予了很高的评级, 并在微信“新游推荐”页面进行大力推广, 未来将在微信、手Q等多渠道推广, 彰显出腾讯对此款游戏的重视与高度期待。
- **预约情况火爆, 《乱世王者》将成为腾讯完善游戏品类的重要拼图。** 目前, 《乱世王者》已有超过1015万人进行预约, 腾讯作为国内最大的游戏平台, 力争完善各游戏品类中的布局。《乱世王者》作为腾讯自研的第一款slg游戏将成为完善SLG游戏品类的重要拼图。《乱世王者》官方网址被设定为slg.qq.com, 足见腾讯对这一品类及这款游戏的重视与期待。
- **继承《COK》成熟体系, 加持腾讯本土化、社交化、AR等元素创新。** 《乱世王者》继承了《COK》成熟的数值体系、引擎体系等, 同时在多个方面进行微创新, 包括聊天体系内加入主播, 内置AR寻宝玩法。英雄更加本土化, 能够与玩家产生更多的连带关系, 依托腾讯强大的社交体系、用户基础及渠道优势, 未来有望引领国内SLG市场的发展。
- **游戏业务: 营销费用继续下降, 业绩有望持续释放。新游戏接力, 有望带来向上弹性。** 老游戏COK目前流水稳定在3亿左右, 营销费用持续下降, 业绩持续释放, 预计仍是今年游戏业务的主要利润来源。乱世王者上线, 《Total War》有望在今年进行大规模推广, 将为公司带来向上弹性。
- **其他看点:** (1) 中文传媒纳入MSCI新兴市场指数, 有望获得国内外机构更多的关注及资金配置。(2) 在手现金超50亿, 在财务成本及并购重组、分红潜力上更具优势;(3) 国企改革未来有望取得进展。(4) 苹果将取消畅销榜排行, 利好主打精品化、洞悉海外用户需求、拥有丰富推广经验及策略的智明星通。(5) 低估值手游出海龙头。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测中文传媒2017-2019年实现营收分别为125.94亿元、141.56亿元、155.03亿元, 同比增长-1.42%、12.40%、9.52%; 实现归母净利润分别为15.82亿元、19.03亿元、21.80亿元, 同比增长22.11%、20.28%、14.57%; 根据公司历史平均估值及所处行业平均估值综合分析, 给予整体24.8倍估值, 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) 汇兑损益风险; 3) 系统性风险;

图表 1:《乱世王者》即将来袭



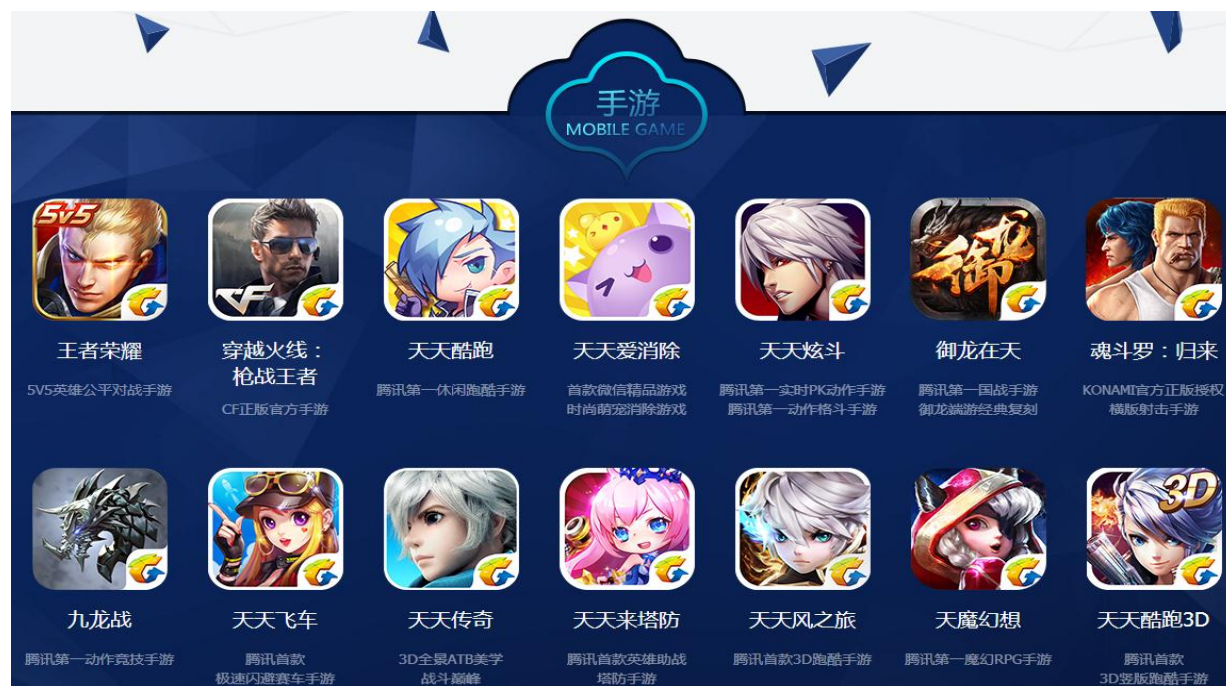
来源: 乱世王者官网, 中泰证券研究所

图表 2:《乱世王者》预约火爆



来源: 乱世王者官网, 中泰证券研究所

图表 3: 天美工作室群出品的高品质手游



来源: 天美官网, 中泰证券研究所

图表 4：腾讯在手游品类的布局



来源：中泰证券研究所

图表 5: 中文传媒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,503	11,602	12,776	12,594	14,156	15,503
增长率	-7.76%	10.5%	10.1%	-1.4%	12.4%	9.5%
营业成本	-8,405	-7,459	-7,740	-7,608	-8,279	-8,871
% 销售收入	80.0%	64.3%	60.6%	60.4%	58.5%	57.2%
毛利	2,098	4,143	5,035	4,986	5,878	6,633
% 销售收入	20.0%	35.7%	39.4%	39.6%	41.5%	42.8%
营业税金及附加	-27	-25	-41	-40	-45	-50
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-312	-1,707	-1,911	-1,587	-1,913	-2,167
% 销售收入	3.0%	14.7%	15.0%	12.6%	13.5%	14.0%
管理费用	-800	-1,155	-1,653	-1,816	-2,060	-2,273
% 销售收入	7.6%	10.0%	12.9%	14.4%	14.6%	14.7%
息税前利润 (EBIT)	960	1,255	1,430	1,543	1,859	2,143
% 销售收入	9.1%	10.8%	11.2%	12.3%	13.1%	13.8%
财务费用	31	50	68	46	76	90
% 销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-158	-214	-242	0	0	0
公允价值变动收益	-5	8	-5	0	0	0
投资收益	45	76	63	60	60	60
% 税前利润	4.7%	6.2%	4.6%	3.5%	2.9%	2.6%
营业利润	872	1,175	1,314	1,649	1,996	2,294
营业利润率	8.3%	10.1%	10.3%	13.1%	14.1%	14.8%
营业外收支	80	45	55	50	50	50
税前利润	952	1,220	1,370	1,699	2,046	2,344
利润率	9.1%	10.5%	10.7%	13.5%	14.5%	15.1%
所得税	-49	-58	-89	-117	-143	-164
所得税率	5.1%	4.8%	6.5%	6.9%	7.0%	7.0%
净利润	903	1,162	1,281	1,582	1,902	2,180
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	1,582	1,902	2,180
净利率	7.7%	9.1%	10.1%	12.6%	13.4%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	903	1,162	0	1,582	1,902	2,180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	361	436	0	0	0	0
非经营收益	17	-25	0	-107	-109	-109
营运资金变动	-471	-561	0	-197	118	102
经营活动现金净流	810	1,012	0	1,278	1,911	2,172
资本开支	230	195	0	-2,559	-50	-50
投资	-278	-748	0	0	0	0
其他	36	19	0	60	60	60
投资活动现金净流	-472	-923	0	2,619	110	110
股权募资	6	878	0	0	0	0
债权募资	-404	642	0	-131	0	0
其他	-300	239	0	-19	-166	-1
筹资活动现金净流	-698	1,759	0	-150	-166	-1
现金净流量	-360	1,847	0	3,748	1,856	2,281

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,802	5,723	6,519	10,267	12,122	14,404
应收款项	1,226	2,131	1,567	1,844	2,073	2,270
存货	1,132	940	1,022	959	1,043	1,118
其他流动资产	2,902	2,726	2,292	2,244	2,412	2,560
流动资产	9,062	11,520	11,401	15,314	17,650	20,351
% 总资产	73.1%	65.4%	60.5%	75.6%	78.1%	80.5%
长期投资	762	937	2,043	2,043	2,043	2,043
固定资产	1,546	1,569	1,466	1,466	1,466	1,466
% 总资产	12.5%	8.9%	7.8%	7.2%	6.5%	5.8%
无形资产	995	3,540	3,449	940	940	940
非流动资产	3,342	6,088	7,451	4,942	4,942	4,942
% 总资产	26.9%	34.6%	39.5%	24.4%	21.9%	19.5%
资产总计	12,404	17,607	18,852	20,256	22,592	25,293
短期借款	735	441	131	0	0	0
应付款项	3,898	4,484	4,949	4,928	5,453	5,910
其他流动负债	347	587	848	986	895	960
流动负债	4,980	5,512	5,927	5,914	6,348	6,870
长期贷款	0	0	28	28	28	28
其他长期负债	490	1,784	1,688	1,688	1,688	1,688
负债	5,470	7,296	7,643	7,630	8,064	8,586
普通股股东权益	6,412	9,760	11,005	12,421	14,324	16,504
少数股东权益	522	551	204	204	204	204
负债股东权益合计	12,404	17,607	18,852	20,256	22,592	25,293

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.682	0.768	0.940	1.148	1.381	1.582
每股净资产 (元)	5.408	7.083	7.987	9.015	10.395	11.977
每股经营现金净流 (元)	0.683	0.734	0.000	0.928	1.387	1.576
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.62%	10.84%	11.77%	12.73%	13.28%	13.21%
总资产收益率	6.52%	6.01%	6.87%	7.81%	8.42%	8.62%
投入资本收益率	29.44%	24.96%	38.24%	138.70%	159.68%	203.13%
增长率						
营业总收入增长率	-7.76%	10.46%	10.12%	-1.42%	12.40%	9.52%
EBIT增长率	30.91%	30.74%	13.94%	7.90%	20.47%	15.28%
净利润增长率	26.99%	30.75%	22.44%	22.11%	20.28%	14.57%
总资产增长率	4.79%	41.95%	7.07%	7.45%	11.53%	11.96%
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	31.6	28.1	25.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.53%	-44.56%	-50.66%	-75.69%	-78.55%	-81.96%
EBIT利息保障倍数	-30.9	-25.1	-21.1	-33.7	-24.3	-23.7
资产负债率	44.10%	41.44%	40.54%	37.67%	35.69%	33.94%

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。