

## 剥离报业收益显著, 游戏向棋牌发力

### 投资要点

- **事件:** 近期公司发布 2017 半年度报告, 公司剥离新闻传媒类资产后经营业务范围缩减, 2017H1 实现营业收入 8.57 亿元, 同比下降 42.2%, 实现归母净利润 13.19 亿元, 同比增长 332.6%, 实现归母扣非净利润 1.26 亿元, 同比下降 39.2%。
- **剥离传统报业, 充足现金流带来无限想象空间, 游戏营收占比大幅提升拉动公司毛利率水平。** 公司 2017 年 3 月 31 日已处置 21 家一级子公司股权, 影响公司当期净利润 11.74 亿元, 其对应的报刊发行、广告及网络推广、无线增值服务业务等 Q2 不再并表。此次剥离完成对公司影响如下: 1) 优化业务结构, 尽管营收利润规模短期缩水, 但利润率显著回升, 中长期将大幅改善公司经营状况。2017H1 游戏业务实现营收 3.3 亿元, 占总营收的 38.5%, 占比提升 14.5 个百分点; 公司综合毛利率 51.9%, 同比提高 11.6 个百分点。2) 主营完全切换为互联网业务可带动估值提升。3) 完成出售后现金充沛, 目前公司除购买理财产品外, 账上仍有 13.9 亿现金, 为今后的优质资产投资、产业并购以及业务经营提供保障。
- **互联网游戏、数字体育、大数据和文化产业投资成公司主要经营活动。游戏业务:** 1) 杭州边锋是支柱, 传统休闲游戏业务稳中有降。2017H1 游戏业务实现营收 3.3 亿元, 同比减少 7.1%; 毛利 2.9 亿元, 同比增长 4.7%。2017H1 杭州边锋实现净利润 1.54 亿元。2) 盈利突破口瞄准棋牌游戏。2017 年 7 月, 杭州边锋以自有资金 10 亿元收购棋牌游戏公司深圳天天爱 100% 股权, 标的 2017-2019 年承诺净利润分别为 1.25/1.63/2.12 亿元, 目前边锋已经将移动端棋牌游戏产品布局扩大到全国十余个省份, 公司业绩有望增厚。**大数据方面:** 2016 年 12 月, 公司完成非公开募资 19.5 亿元用于投建互联网数据中心项目, 目前旗下浙江大数据交易中心、总额 10 亿元的大数据产业投资基金已进入深化运营阶段, 富春云互联网数据中心及大数据产业园建设速度进一步加快。2017 年 6 月, 公司与阿里云签署加快推进云计算服务框架的合作协议, 双方将在云计算领域开展合作, 提升双方云计算业务服务能力和市场竞争力。**投资板块:** 2017H1, 东方星空实现对外投资 5580 万元, 实现净利润 3072 万元。2017 年 5 月, 公司拟参与设立传媒梦工场三期基金, 作为有限合伙人出资 6400 万元(占比 32%); 2017 年 6 月, 公司拟作为基金有限合伙人出资 5 亿元合作设立创新工场浙数文化人工智能产业投资基金, 主要致力于人工智能产业方向 C 轮及以后的项目投资, 目标认缴金额拟为 40 亿元。
- **持续深化国企改革。** 2016 年完成对三国杀业务的分拆重组、启动并完成了东方星空体制机制改革; 2017Q1 启动并完成了重大资产重组, 向控股股东浙报控股出售持有的新闻传媒类资产, 进一步全面深化体制机制改革, 全力建设国内领先的互联网数字文化产业集团。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.13 元、0.59 元和 0.64 元(由于传统业务剥离以及并购深圳天天爱, 盈利预测较之前变化巨大, 主要体现在营收下调、2017 年新增出售资产带来的巨额投资收益), 我们持续看好公司国企改革动力以及互联网前瞻布局, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏业务或大数据项目开展低于预期风险; 投资回报或不及预期; 并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3549.93	1831.91	1815.47	2150.26
增长率	2.67%	-48.40%	-0.90%	18.44%
归属母公司净利润(百万元)	611.63	1477.16	762.99	836.23
增长率	0.22%	141.51%	-48.35%	9.60%
每股收益 EPS(元)	0.47	1.13	0.59	0.64
净资产收益率 ROE	13.35%	21.83%	10.66%	10.75%
PE	40	17	32	29
PB	3.77	3.11	2.94	2.71

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 罗亚琨  
电话: 0755-88604093  
邮箱: lyk@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.02
流通 A 股(亿股)	11.88
52 周内股价区间(元)	14.36-21.21
总市值(亿元)	243.98
总资产(亿元)	86.48
每股净资产(元)	5.82

### 相关研究

1. 浙报传媒(600633): 告别传统报业, 拥抱互联网浪潮 (2017-03-17)
2. 浙报传媒(600633): 剥离新闻传媒类资产, 转型互联网 (2017-02-20)

### 关键假设：

公司的主要业务是游戏（在线游戏运营业务）和大数据，可拆分为在线游戏运营业务、平台运营业务、其他业务（如大数据）等。

假设 1：在线游戏运营业务：假设公司在线游戏运营业务与游戏行业同步发展，考虑到公司收购天天爱后对地方棋牌市场的加速布局，预计 2017-2019 年在线游戏运营业务增速分别为 10%、20%、15%。毛利率回归到原有水平，维持在 87%。与此同时，2017-2019 年杭州天天爱承诺净利润分别不低于 1.25 亿元、1.63 亿元和 2.12 亿元。

假设 2：广告业务、商品销售业务、发行业务、无线增值服务收入、印刷业务：公司 2017 年 3 月 31 日已完成对以上业务的剥离，预计 2017Q1 之后不产生收入。

表 1：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
在线游戏运营业务	收入	655.0	720.5	864.6	994.3
	增速	-28.1%	10.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	80.9%	87.0%	87.0%	87.0%
平台运营业务	收入	36.1	21.6	21.6	21.6
	增速	9.5%	-40.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	67.9%	35.0%	35.0%	35.0%
广告业务	收入	718.7	140.0		
	增速	-5.9%	-80.5%		
	毛利率	34.9%	30.0%		
商品销售业务	收入	883.0	75.8		
	增速	33.9%	-91.4%		
	毛利率	2.2%	2.0%		
发行业务	收入	341.6	79.3		
	增速	-2.9%	-76.8%		
	毛利率	36.0%	45.6%		
无线增值服务收入	收入	40.0	9.5		
	增速	-51.3%	-76.3%		
	毛利率	27.1%	28.3%		
印刷业务	收入	99.7	18.9		
	增速	17.0%	-81.0%		
	毛利率	21.8%	2.7%		
衍生产品销售业务	收入	40.0			
	增速	5.2%			
	毛利率	42.0%			
其他业务（如大数据）	收入	431.5	431.5	560.9	729.2
	增速	38.6%	0.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	40.2%	41.0%	41.0%	41.0%
其他业务（产品之外）	收入	304.4	334.9	368.3	405.2

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	增速	37.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	3549.9	1831.9	1815.5	2150.3
	增速	2.7%	-48.4%	-0.9%	18.4%
	毛利率	34.5%	52.5%	58.6%	58.3%

数据来源：wind、西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3549.93	1831.91	1815.47	2150.26	净利润	1025.13	2113.77	1119.66	1246.78
营业成本	2326.13	870.83	752.08	897.68	折旧与摊销	121.28	106.05	106.05	106.05
营业税金及附加	31.51	16.26	16.11	19.09	财务费用	-42.00	59.08	61.27	64.76
销售费用	350.50	109.91	108.93	129.02	资产减值损失	29.70	5.00	5.00	5.00
管理费用	528.54	146.55	145.24	172.02	经营营运资本变动	209.43	-398.97	-47.88	31.18
财务费用	-42.00	59.08	61.27	64.76	其他	-961.37	-1478.86	-305.01	-305.02
资产减值损失	29.70	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>382.18</b>	<b>406.07</b>	<b>939.10</b>	<b>1148.75</b>
投资收益	592.15	1474.00	300.00	300.00	资本支出	-183.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-244.72	1474.47	280.00	280.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-427.95</b>	<b>1474.47</b>	<b>280.00</b>	<b>280.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>917.69</b>	<b>2098.27</b>	<b>1026.85</b>	<b>1162.70</b>	短期借款	-5.00	-250.00	0.00	0.00
其他非经营损益	172.22	172.22	172.22	172.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1089.91</b>	<b>2270.49</b>	<b>1199.07</b>	<b>1334.92</b>	股权融资	1848.03	0.00	0.00	0.00
所得税	64.78	156.72	79.40	88.14	支付股利	-190.13	-122.33	-295.43	-152.60
净利润	1025.13	2113.77	1119.66	1246.78	其他	-437.73	-82.80	-61.27	-64.76
少数股东损益	413.50	636.61	356.68	410.55	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1215.17</b>	<b>-455.13</b>	<b>-356.70</b>	<b>-217.36</b>
归属母公司股东净利润	611.63	1477.16	762.99	836.23	<b>现金流量净额</b>	<b>1172.05</b>	<b>1425.41</b>	<b>862.40</b>	<b>1211.39</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2160.41	3585.82	4448.21	5659.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	506.66	263.36	254.61	300.74	销售收入增长率	2.67%	-48.40%	-0.90%	18.44%
存货	52.69	19.59	16.90	20.22	营业利润增长率	1.80%	128.65%	-51.06%	13.23%
其他流动资产	166.86	86.11	85.34	101.07	净利润增长率	16.17%	106.20%	-47.03%	11.35%
长期股权投资	559.58	559.58	559.58	559.58	EBITDA 增长率	-1.60%	127.03%	-47.24%	11.67%
投资性房地产	350.47	350.00	370.00	390.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	565.46	491.99	418.52	345.05	毛利率	34.47%	52.46%	58.57%	58.25%
无形资产和开发支出	3409.34	3380.99	3352.64	3324.29	三费率	23.58%	17.23%	17.37%	17.01%
其他非流动资产	1548.07	1543.84	1539.62	1535.40	净利率	28.88%	115.39%	61.67%	57.98%
<b>资产总计</b>	<b>9319.54</b>	<b>10281.27</b>	<b>11045.42</b>	<b>12235.95</b>	ROE	13.35%	21.83%	10.66%	10.75%
短期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.00%	20.56%	10.14%	10.19%
应付和预收款项	974.35	443.61	401.91	475.71	ROIC	22.13%	52.76%	26.45%	30.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.08%	123.55%	65.78%	62.02%
其他负债	418.11	154.45	136.07	158.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1642.45</b>	<b>598.06</b>	<b>537.97</b>	<b>634.32</b>	总资产周转率	0.41	0.19	0.17	0.18
股本	1301.92	1301.92	1301.92	1301.92	固定资产周转率	6.94	3.96	4.67	6.81
资本公积	3299.17	3299.17	3299.17	3299.17	应收账款周转率	11.63	8.06	11.62	12.70
留存收益	1887.21	3242.05	3709.60	4393.23	存货周转率	43.54	24.05	40.92	48.04
归属母公司股东权益	6473.63	7843.14	8310.70	8994.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.92%	—	—	—
少数股东权益	1203.46	1840.07	2196.75	2607.30	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7677.09</b>	<b>9683.21</b>	<b>10507.45</b>	<b>11601.63</b>	资产负债率	17.62%	5.82%	4.87%	5.18%
负债和股东权益合计	9319.54	10281.27	11045.42	12235.95	带息债务/总负债	15.22%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.78	6.84	9.27	9.89
					速动比率	1.75	6.80	9.24	9.86
					股利支付率	31.09%	8.28%	38.72%	18.25%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.47	1.13	0.59	0.64
					每股净资产	4.97	6.02	6.38	6.91
					每股经营现金	0.29	0.31	0.72	0.88
					每股股利	0.15	0.09	0.23	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	996.97	2263.40	1194.16	1333.50					
PE	39.89	16.52	31.98	29.18					
PB	3.77	3.11	2.94	2.71					
PS	6.87	13.32	13.44	11.35					
EV/EBITDA	20.03	8.07	14.52	12.05					
股息率	0.78%	0.50%	1.21%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn