

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

神州泰岳 (300002)

推荐

通信

收购天津壳木公司点评

(维持评级)

2013年08月23日

收购手游公司，新拓展或是“大机会”也可能是“陷阱”

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

证券分析师：王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

事项：

公司8月22日公告收购“天津壳木软件”公司（以手机游戏为主营业务）100%股权，双方协商暂定标的资产交易价格为12.15亿元，公司采取非公开发行股份和现金支付相结合的方式支付（30%由公司现金方式支付，70%由公司向其非公开发行股份方式支付）本次发行预计发行的股份数为4570.52万股。

评论：

■ 进军手机游戏市场，向移动互联网行业深度延伸

标的：移动网络游戏新秀。天津壳木软件的主营业务为移动游戏的开发与运营，拥有包括基于LBS的策略类移动网络游戏《小小帝国（Little Empire）》以及益智休闲类游戏《Space Physics》、《Blow Up》和竞速类游戏《MX Moto》等十二款游戏产品。壳木软件的主打产品《小小帝国》Android版本于2011年12月在Google Play平台发布，iOS版本于2012年7月在Apple AppStore平台正式上线发布。《小小帝国》在全球的注册用户数已超过800万，游戏玩家分布在200多个国家和地区，月活跃用户数过百万，2013年上半年月均充值金额达到900万元。

图 1：小小帝国介绍

小小帝国
Little Empire

112人喜欢

点击查看二维码

一键安装

24.3 MB 20万 - 30万次 策略游戏 1.15.2 未检测 无病毒 Android 2.2 以上 查看详情

“小小帝国”的介绍：

《小小帝国》——全球最火爆的3D策略竞技手机网游！绝对是你从没玩过的游戏类型，没有之一！3大英雄、12类兵种、数千方阵型……融合了塔防、对战、策略等多种特色玩法！在游戏中你将扮演一位城堡的英雄，亲自排兵布阵，通过攻打其他玩家城堡、联盟对战和挑战副本，不断发展壮大，最终创造一个属于自己的强大帝国！

- 现在下载，30级前即可获赠价值688元的豪华升级大礼包！
- 全新联盟对抗、联盟副本，尽享30V30的对战快感！
- 十大副本，263个关卡，挑战无限！

资料来源：国信证券经济研究所整理

Android 版《小小帝国》及其计费插件曾在 37 个国家或地区的 Google Play 平台排名进入畅销总榜前十名（上述排名数据均来自 App Annie）。壳木软件的游戏产品均为自主研发，《小小帝国》主要通过 Google Play 和 Apple AppStore 等平台在全球范围内发行，在 Google CheckOut、Apple AppStore 等境外渠道上的收入分成比例达到 70%，在境内主要采用支付宝和 MO9 等第三方支付渠道，其分成比例亦高于 90%。当前，国内的游戏联运平台的收入分成比例较高。

《小小帝国》以虚拟商品购买为主要盈利模式。2013 年 6 月之前，为了完善 Android 版游戏的支付渠道，壳木软件开发了《小小帝国》计费插件供 Google Play 游戏玩家安装用于充值，同时，其他平台游戏玩家也可在游戏内通过 Paypal、MO9、19PAY 和支付宝等多种支付渠道充值购买“魔酒（mojo）”；2013 年 6 月以来，壳木软件对游戏的充值环节进行了调整，Google Play 游戏玩家可直接在游戏内通过 Google Checkout 充值购买“魔酒（mojo）”。通过使用“魔酒”可以加快资源开采、建筑升级和兵种招募的速度节省游戏时间，还可使用“魔酒”购买英雄的装备、技能、饰品和道具等。除充值购买之外，“魔酒”还可通过任务奖励、转盘抽奖和开宝箱等多种方式取得，因此，免费游戏玩家与付费玩家同样可充分享受该游戏的乐趣。

手机新秀快速增长。公司今年月营收已近千万元，2013 年上半年营业收入 4118.67 万元，净利润 3363.03 万元，毛利率为 90.2%，净利率为 81.65%。其研发与管理团队较为精简且以研发人员为主。虽然壳木软件的员工平均薪酬不低于行业平均水平，但由于其员工人数相对较少，且对主要核心人员采取了股权激励等方式保持团队稳定性，其薪酬总额占总体营收的比例较低，日常运营支出规模较小。

表 1：公司三年业绩快速增长

项目	2013 年 1-6 月	2012 年度	2011 年度
总资产	4637.41	1783.68	170.02
总负债	294.55	295.85	135.1
净资产	4342.86	1487.82	34.92
归属于母公司所有者的所有者权益合计	4342.86	1487.82	34.92
营业收入	4118.67	2224.11	71.25
营业成本	403.6	651.1	36.51
利润总额	3363.03	1352.9	14.92
净利润	3363.03	1352.9	14.92
归属于母公司股东的净利润	3363.03	1352.9	14.92

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ **目的：布局移动互联网，增加内容属性。**公司通过本次交易将整合壳木软件较强的移动游戏研发实力与互联网开发运营能力，进一步强化公司在互联网业务领域的综合竞争实力，特别是通过竞购的方式快速切入移动游戏行业。同时又可以与既有的互联网业务如“飞信”及“农信通”等业务融合通信业务形成互为补充。前期公司收购广通神州也是期望在手机动漫、无线城市、互联网质量提升等方面能够提升。总体的目的就是为打通互联网运营及增值内容服务。

■ **也为进军海外平台做储备。**公司前期已经很明确的将海外市场作为未来重要的拓展市场，天津壳木的海外客户较多（简体中文游戏比例收入为 23.87%），将能够快速推进公司的国际化发展步伐。

图 2：《小小帝国》游戏不同语言版本的收入情况

单位：万元

语言版本	2013 年 1-6 月		2012 年度		2011 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
简体中文	962.87	23.87%	314.41	15.09%	4.36	33.18%
繁体中文	1,604.64	39.78%	633.24	30.39%	-	-
英语	1,463.28	36.28%	1,101.41	52.87%	8.78	66.82%
韩语（由昆仑在线联合运营）	2.97	0.07%	34.35	1.65%	-	-
合计	4,033.76	100.00%	2,083.40	100.00%	13.14	100.00%

资料来源：国信证券经济研究所整理

我们一直认为 3G/4G 时代面对传统通信业务和融合通信业务，中国移动有一个此消彼长（语音和数据）的顾虑，所以其会亦步亦趋，不会太激进的推进 OTT 业务。但在海外市场，大多数国家不存在这个问题，国外运营商没有这种顾虑，可以放开包袱，直接打通落地实现，所以 4G 时代海外融合通信对公司来说或有更多的发展。公司新兴市场事业部已经成立三年多了，公司前期与印度运营商的合作落地就是非常明显的信号，未来就是要复制在国内与中移动合作的运营经验，走出海外与当地运营商共同合作运营平台，同时能够导入自己的移动增值内容（如移动游戏），进而分成。

- **收购对价相对合理。**按照业绩对赌情况，天津壳木 2013-16 年承诺业绩分别为 0.8/1.1/1.5/2.0 亿元，收购对价对应 2013 年 PE 为 15.18 倍，2014 年 PE 为 11 倍。若标的公司在 2013 年度、2014 年度、2015 年度和 2016 年度扣除非经常性损益后的实际净利润数额低于承诺利润数额，且交易对方截至当年剩余的股份数不足以补偿的，则当年应补偿的股份数为交易对方剩余的股份数，当年应补偿金额的差额部分由交易对方以现金进行补偿。

图 3：壳木软件与其他游戏公司的盈利情况

期间	项目	动网先锋	银汉科技	掌趣科技	中青宝	壳木软件
2013 年 1-6 月	营业收入（万元）		9517.66		11427.28	4118.67
	净利润（万元）		5310.44		1751.3	3363.03
	销售净利率		55.80%		15.33%	81.65%
2012 年度	营业收入（万元）	15205.31	4278.17	22536.3	18498.84	2224.11
	净利润（万元）	5661.33	639.57	8230	1669.2	1352.9
	销售净利率	37.23%	14.95%	36.52%	9.02%	60.83%

资料来源：国信证券经济研究所整理

从近期 A 股游戏公司收购定价看，PE 在 9-13 倍之间，平均为 10 倍，我们认为公司的业绩承诺是四年，而一般公司的业绩承诺是三年，同时天津壳木的国际客户特性，我们认为完成业绩目标概率较大。

表 2：近年来，主要游戏公司收购定价

公司简称	公告日期	标的公司	股权比例	收购价格	对赌业绩	PE
博瑞传播	2009/6/9	成都梦工厂网络信息有限公司	100%	44100	7540	5.8
	2012/10/25	北京漫游谷信息科技有限公司	70%	103600	15600	9.5
浙报传媒	2012/4/10	上海浩方和杭州边锋	100%	319995	25443	12.6
掌趣科技	2013/3/22	海南动网先锋网络科技有限公司	100%	81009	7485	10.8
大唐电信	2013/6/27	广州要玩娱乐网络技术有限公司	100%	169900		
华谊兄弟	2013/7/23	广州银汉科技有限公司	50.88%	67161.6	11000	12.0
平均						10.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **收购完成后格局不一样，空间广阔，维持“推荐”评级。**按照我们之前对公司的业绩中性预测，2013-2015 年公司净利润为 5.28/6.57/8.04 亿元（其中还不包含海外新增市场及或有新收购公司的业绩贡献）。**公司若能够成功收购天津壳木**，考虑到业绩增厚，未来三年保守业绩将在 6.08/7.67/9.54 亿元。按照当前 6.13 亿股本+0.457 亿股=6.59 亿股，对应 EPS 为 0.92/1.16/1.48 元，我们认为公司的合理估值应为 2014 年 30xPE，对应合理价格在 34.8 元，对应当前股价空间较大，维持“推荐”评级。（暂时不调整盈利预测表）

表 3：相关通信运营公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 [08.21] 元	总市值 [亿元]	预测 EPS (元)			PE		
				2013	2014	2015	2013	2014	2015
002148.SZ	北纬通信	45.00	51.03	0.59	0.90	1.25	76.22	49.85	35.88
002467.SZ	二六三	22.03	52.87	0.69	0.90	1.19	31.73	24.60	18.53
300288.SZ	朗玛信息	81.57	87.12	0.96	1.23	1.56	84.98	66.28	52.22
300315.SZ	掌趣科技	40.96	160.44	0.43	0.65	0.92	95.28	63.42	44.70
600804.SH	鹏博士	16.74	231.37	0.38	0.49	0.66	43.80	34.45	25.18
平均值							66.40	47.72	35.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“机会”还是“陷阱” 考验整合之路

并购整合是企业发展壮大必经之路，小型企业特别是游戏型公司要么自我成长为大企业，要么被并购掉或者死掉。虽然并购联姻看起来很美，但收购后的整合之路并不会一路顺风，企业的磨合需要时间考验，公司的基因整合也是难题，如何呈现 1+1>2 的效益对管理层考验较大，我们对公司外延扩张的步伐乐观其成，也对公司出击新型领域存在一定担心，整合成功将会出现“大机会”，但顺势进军手游也可能会是一个温柔的“陷阱”！

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1376	1575	1810	2252
应收款项	721	922	1153	1351
存货净额	105	169	233	286
其他流动资产	38	50	68	84
流动资产合计	2241	2717	3263	3973
固定资产	357	352	328	301
无形资产及其他	61	60	58	57
投资性房地产	461	461	461	461
长期股权投资	396	474	552	630
资产总计	3517	4064	4662	5421
短期借款及交易性金融负债	11	0	0	0
应付款项	64	169	198	282
其他流动负债	208	288	388	485
流动负债合计	283	457	586	767
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	21	1	(19)	(39)
长期负债合计	21	1	(19)	(39)
负债合计	304	458	566	728
少数股东权益	21	27	34	42
股东权益	3192	3580	4062	4651
负债和股东权益总计	3517	4064	4662	5421

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.12	1.38	1.70	2.06
每股红利	0.30	0.37	0.45	0.55
每股净资产	8.33	9.34	10.51	11.93
ROIC	14%	18%	23%	28%
ROE	13%	15%	16%	17%
毛利率	65%	57%	54%	53%
EBIT Margin	27%	26%	25%	25%
EBITDA Margin	30%	28%	27%	27%
收入增长	22%	35%	32%	25%
净利润增长率	21%	23%	24%	22%
资产负债率	9%	12%	13%	14%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	17.8	14.5	11.7	9.7
P/B	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.9	15.1	12.2	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1410	1904	2523	3145
营业成本	496	823	1167	1489
营业税金及附加	12	17	22	27
销售费用	85	107	139	170
管理费用	430	458	556	662
财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
投资收益	10	12	15	18
资产减值及公允价值变动	(17)	(17)	(17)	(17)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	410	517	653	808
营业外净收支	35	42	42	42
利润总额	445	559	696	850
所得税费用	18	23	28	35
少数股东损益	(2)	8	10	12
归属于母公司净利润	429	528	657	804

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	429	528	657	804
资产减值准备	0	(17)	0	0
折旧摊销	33	36	39	41
公允价值变动损失	17	17	17	17
财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
营运资本变动	(258)	(128)	(203)	(106)
其它	(1)	23	7	9
经营活动现金流	220	459	518	764
资本开支	(35)	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(112)	(108)	(108)	(108)
权益性融资	42	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(114)	(141)	(175)	(214)
其它融资现金流	88	(11)	0	0
融资活动现金流	(98)	(152)	(175)	(214)
现金净变动	10	199	235	442
货币资金的期初余额	1367	1376	1575	1810
货币资金的期末余额	1376	1575	1810	2252
企业自由现金流	124	357	419	670
权益自由现金流	213	367	435	679

相关研究报告:

- 《神州泰岳-300002-2013年中报点评: 稳定增长, 期待新业务》 —— 2013-07-30
- 《神州泰岳-300002-跟踪报告: 拿下印度订单, 或只是开始, 看好融合通信服务》 —— 2013-07-08
- 《神州泰岳-300002-业绩快报点评: 增长确定, 期待新业务》 —— 2013-07-05
- 《神州泰岳-300002-调研跟踪报告: 农信通也发力, 飞信利空不空, 继续看好全方位发展》 —— 2013-06-13
- 《神州泰岳-300002-调研跟踪报告: 飞信招标揭晓, 利空释放, 强烈看好飞信走出海外》 —— 2013-06-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行