

星辉车模(300043.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **16.32-17.00**

分析师

分析师

朱嘉

S0740510120017

021-20315132

zhujia@r.qlzq.com.cn

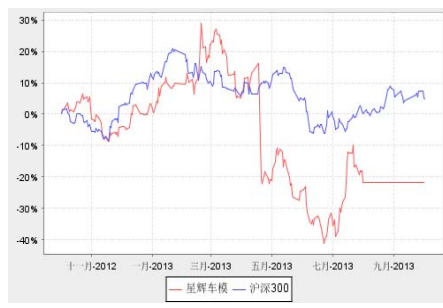
2013年10月18日

继续以并购的方式扩大游戏业务规模

基本状况

总股本(百万股)	241.78
流通股本(百万股)	94.34
市价(元)	12.53
市值(百万元)	3029.53
流通市值(百万元)	1182.07

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	444.32	1,118.43	2,686.00	2,988.60	3,342.80
营业收入增速	36.92%	151.72%	140.16%	11.27%	11.85%
净利润增长率	45.25%	32.23%	88.37%	31.80%	20.31%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.68	0.68	0.89	1.08
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	34.86	24.29	18.47	14.01	11.65
PEG	0.77	0.75	0.21	0.44	0.57
每股净资产(元)	4.82	5.42	3.44	4.34	5.41
每股现金流量	0.64	0.77	-0.62	1.11	1.24
净资产收益率	10.62%	12.49%	19.70%	20.62%	19.87%
市净率	3.70	3.03	3.64	2.89	2.31
总股本(百万股)	158.40	158.40	297.79	297.79	297.79

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司拟向天拓科技的全体股东发行股份及支付现金购买其持有的天拓科技 100%的股权,并向特定对象发行股份募集配套资金用于支付部分现金对价。
- 标的股权的预估值约为 8.15 亿元,公司与上述交易对方协商拟确定上述股权的交易价格为 8.12 亿元。公司拟向标的资产全体股东支付现金对价 4.11 亿元,并向黄挺、郑泽峰和珠海厚朴发行股份支付对价 4.01 亿元。经交易各方协商,发行股份购买资产的发行价格为 12.69 元/股,该价格为定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价。
- 此外,其中部分现金对价拟通过募集配套资金和自有资金解决,实际募集配套资金不足部分全部通过自有资金解决。公司拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金,募集资金总额不超过 2.71 亿元。本次向其他特定投资者募集配套资金的发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%,即 11.42 元/股,最终发行价格通过询价的方式确定。
- 此次,支付购买资产方面,公司需向黄挺、郑泽峰和珠海厚朴发行股份数量为 3159 万股;募集配套资金方面,公司需向不超过 10 名特定投资者发行股份的上限将不超过 2370 万股,两者合计为 5529 万股。
- 本次重组业绩承诺的承诺期为 2013—2017 年。黄挺、郑泽峰、珠海厚朴承诺天拓科技 2013—2017 年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润分别不低于 6000 万元、8000 万元、9700 万元、1.15 亿元、1.2 亿元。据此净利润,并按照之前计算的 5529 万股的新发行股数,未来四年新标的带来的摊薄后的 EPS 增厚为 0.20、0.27、0.33、0.39 和 0.40 元。

- 标的公司天拓科技主营业务为网络游戏的研发与运营及互联网广告的推广与服务。该公司成立于2000年，在设立之初主要从事在线搜索广告投放业务，从2010年开始利用其丰富的互联网行业经验和敏感的市场嗅觉，抓住了市场发展的机遇进入游戏研发领域，着重推行互动娱乐精品游戏。
- 天拓科技经历了2010年到2011年几款自研网页游戏的尝试摸索和自建网页游戏运营平台的铺垫，于2012年开始进入腾讯开放平台，主打产品为网页游戏《倚天》。该游戏的单月最高流水超4000万元，后随即推出的《山海传说》，在腾讯平台月流水也已达千万，天拓科技是腾讯平台目前为数不多自主研发运营的页游产品连续超千万流水的公司。截至2013年9月，天拓科技自主研发的网页游戏《倚天》、《山海传说》、《群侠传》等累计充值金额超5亿元。
- 此外，天拓科技在网页游戏开发、运营能力不断提高的基础上，逐步将游戏产品开发领域拓展到移动游戏领域，其中自研的手游《倚天》即将在腾讯平台上线收费，独家代理的手游《三国名将》处于不删档外测试阶段，并已发行iOS系统版本。除了现有的主要上线项目外，已根据市场趋势提前布局游戏策略，除正式运行的游戏外，现在处于不同阶段有多款精品游戏分步推进、轮动发行，共有7款游戏正处于外测阶段，3款游戏处于开发阶段。
- 从盈利情况来看，2011年度、2012年度和2013年1-9月天拓科技营业收入分别为3170万元、8274万元和1.35亿元，同期净利润分别为-208万元、1491万元和5025万元。2013年1-9月公司营业收入、净利润比2012年度增长63.59%和236.92%，其主要原因为网页游戏《倚天》和《山海传说》的陆续上线给公司带来的业绩增长。
- 此外，公司之前已公告了，已取得获得使用梁羽生作品《萍踪侠影录》、《云海玉弓缘》和温瑞安作品《名捕斗将军》的计算机网络游戏软件的独家中文改编权，以及全球各地区公开发表、复制、发行、销售的权利。为公司后期游戏的研发及开拓积累了优质的素材。
- 我们预计，公司2013-2015年的EPS（按前面所述股份完全摊薄）分别为0.68、0.89和1.08元，对应的动态市盈率分别为18倍、14倍和11倍。鉴于公司正从原先单纯的玩具制造及销售企业正逐步转型为“玩具+游戏”互动娱乐提供商，我们给予公司2013年24-25倍的PE估值，目标价为16.32-17.00元，维持“买入”的投资评级。

图表 1: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,118	2,686	2,989	3,343	货币资金	159	597	0	206
增长率	151.7%	140.2%	11.3%	11.9%	应收款项	111	176	210	243
营业成本	-883	-2,235	-2,450	-2,709	存货	138	503	522	538
% 销售收入	78.9%	83.2%	82.0%	81.0%	其他流动资产	82	108	130	162
毛利	235	451	539	634	流动资产	490	1,384	861	1,149
% 销售收入	21.1%	16.8%	18.0%	19.0%	% 总资产	31.8%	56.5%	43.0%	49.1%
营业税金及附加	-5	-16	-19	-21	长期投资	136	136	136	136
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	539	565	568	538
营业费用	-58	-102	-108	-117	% 总资产	35.0%	23.1%	28.4%	23.0%
% 销售收入	5.2%	3.8%	3.6%	3.5%	无形资产	357	345	418	501
管理费用	-48	-83	-90	-127	非流动资产	1,050	1,064	1,140	1,193
% 销售收入	4.3%	3.1%	3.0%	3.8%	% 总资产	68.2%	43.5%	57.0%	50.9%
息税前利润 (EBIT)	125	249	323	369	资产总计	1,539	2,448	2,001	2,342
% 销售收入	11.1%	9.3%	10.8%	11.0%	短期借款	162	846	79	0
财务费用	-6	-18	-17	0	应付款项	405	366	444	531
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.0%	其他流动负债	33	130	107	119
资产减值损失	-1	0	0	0	流动负债	600	1,343	630	650
公允价值变动收益	-1	0	0	0	长期贷款	6	6	6	6
投资收益	14	6	7	9	其他长期负债	3	3	3	3
% 税前利润	10.9%	2.5%	2.3%	2.3%	负债	609	1,352	639	659
营业利润	131	238	313	377	普通股股东权益	859	1,025	1,292	1,612
营业利润率	11.8%	8.8%	10.5%	11.3%	少数股东权益	71	71	71	71
营业外收支	1	0	0	0	负债股东权益合计	1,539	2,448	2,001	2,342
税前利润	132	238	313	377					
利润率	11.8%	8.8%	10.5%	11.3%	比率分析				
所得税	-17	-36	-47	-57		2012	2013E	2014E	2015E
所得税率	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标				
净利润	115	202	266	320	每股收益 (元)	0.677	0.678	0.894	1.076
少数股东损益	8	0	0	0	每股净资产 (元)	5.423	3.443	4.338	5.413
归属于母公司的净利润	107	202	266	320	每股经营现金净流 (元)	0.769	-0.616	1.112	1.240
净利率	9.6%	7.5%	8.9%	9.6%	每股股利 (元)	0.120	0.120	0.000	0.000
					回报率				
现金流量表 (人民币百万元)					净资产收益率	12.49%	19.70%	20.62%	19.87%
	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	6.97%	8.25%	13.31%	13.68%
净利润	115	202	266	320	投入资本收益率	13.54%	17.44%	20.94%	23.25%
少数股东损益	0	0	0	0	增长率				
非现金支出	33	29	35	39	营业总收入增长率	151.72%	140.16%	11.27%	11.85%
非经营收益	0	18	15	-7	EBIT增长率	58.61%	99.97%	29.57%	14.15%
营运资金变动	-26	-432	15	17	净利润增长率	32.23%	88.37%	31.80%	20.31%
经营活动现金净流	122	-183	331	369	总资产增长率	63.20%	59.05%	-18.25%	17.01%
资本开支	117	43	111	92	资产管理能力				
投资	-191	0	0	0	应收账款周转天数	9.5	15.1	15.3	14.6
其他	173	6	7	9	存货周转天数	44.0	81.2	76.9	72.4
投资活动现金净流	-134	-37	-104	-83	应付账款周转天数	76.5	43.8	47.6	51.5
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	112.9	71.5	74.0	67.4
债权募资	-20	684	-768	-78	偿债能力				
其他	-17	-25	-57	-2	净负债/股东权益	1.01%	23.23%	6.21%	-11.85%
筹资活动现金净流	-36	659	-825	-80	EBIT利息保障倍数	22.3	14.2	19.1	859.4
现金净流量	-48	439	-597	206	资产负债率	39.59%	55.22%	31.92%	28.14%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

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%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。