中国平安 PING AN 平安证券公司

平安传媒
2014 年 5 月 20 日

拓维信息 (002261)

收购火溶信息，协同效应即将释放

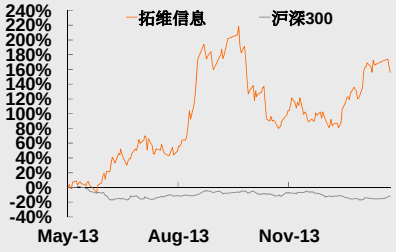
推荐 (首次)

现价：27.36 元

主要数据

行业	平安传媒
公司网址	www.talkweb.com.cn
大股东/持股	李新宇/22.87%
实际控制人/持股	李新宇及其一致行动人宋鹰、周玉英/47.09%
总股本(百万股)	397
流通 A 股(百万股)	261
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	108.57
流通 A 股市值(亿元)	71.43
每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	14.7

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

肖乐乐
投资咨询资格编号
S1060513100001
021-38636275
xiaolele077@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项：

拓维信息拟向王伟峰、魏坤、李彬、原禾创业、青松投资和朱剑凌非公开发行股份并支付现金，购买其持有的火溶信息 90%股权，同时向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金用于本次交易的现金支付。本次交易前，拓维信息通过其全资子公司创时信和持有火溶信息 10%的股权，本次交易后拓维信息将直接和间接持有火溶信息 100%股权。本次收购火溶信息 90%股权的对价为 81000 万元，火溶信息承诺 2014-2016 分别实现净利润 6000 万、7800 万和 9750 万。

平安观点：

■ **本次收购交易价格合理，交易结构创新。**本次收购火溶信息 90%股权的对价为 81000 万元，收购价格对应 2014 年 PE 为 15 倍，略高于之前行业收购的平均水平。考虑到本次收购标的较为优质，在行业内地位较高，且公司拥有明星产品，我们认为本次收购的价格较为合理，之前掌趣收购同样拥有明星产品的玩蟹价格为 14.5 倍，与本次收购的价格基本相同。

■ 本次交易方案中，根据风险和责任承担的不同进行了分别定价，直接通过现金退出的创投机构对价明显低于将持续在公司完成业绩对赌的管理层，交易结构创新。

■ **火溶信息研发能力极强，看好未来的持续盈利能力。**火溶信息成立于 2012 年 9 月，目前公司主要运营游戏为《啪啪三国》。截至 2014 年 3 月，《啪啪三国》累计玩家数量超过 390 万人，累计充值超过 9,700 万元， 2013 年 3 月，充值额度为 4500 万元，4 月充值额度为 4900 万元，且海外市场已经打开。2014 年公司还会有两款游戏上线，预计公司未来在拓维渠道的支持下，盈利能力将会延续。

■ **“代理发行运营+内容提供”拼图完成，协同效应明显。**拓维通过本次收购，补齐了研发短板，实现了向上游研发环节的渗透，掌握优质研发商后，可以最大限度的利用公司在渠道方面的优势，协同效应明显。我们预计未来研发+运营将是大势所趋，优质 CP 不仅能带来利润方面的表现，更能提高公司在与其他渠道谈判时的议价能力。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.21、0.32 和 0.41，假设公司定增收购和配套融资完成， 2014-2016 年的备考 EPS 分别为 0.32、0.47、0.59，当前股价对应 PE 分别为 60 倍、42 倍和 33 倍。考虑到本次公司收购具有不确定性，给予“推荐”评级，维持原有盈利预测。

■ **风险提示：**收购失败、业绩对赌无法完成。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	433	559	783	1,010	1,198
YoY(%)	16.4	29.3	39.9	29.0	18.6
净利润(百万元)	36	40	82	126	161
YoY(%)	-45.2	9.0	106.2	54.7	27.6
毛利率(%)	51.0	47.0	51.6	54.0	55.0
净利率(%)	8.4	7.1	10.4	12.5	13.4
ROE(%)	4.4	4.7	8.9	12.3	14.0
EPS(摊薄/元)	0.09	0.10	0.21	0.32	0.41
P/E(倍)	299.2	274.3	133.1	86.0	67.4
P/B(倍)	13.3	12.8	11.8	10.6	9.4

正文目录

一、事件 4
二、具体点评 4
三、盈利预测与评级 6
附：啪啪三国相关情况 7

图表目录

图表 1 本次交易前火溶信息股权结构 4
图表 2 啪啪三国上线后各月充值情况 5
图表 3 啪啪三国 App Store 畅销榜排名 5
图表 4 火溶信息游戏储备 5
图表 5 火溶信息利润表（万元） 6
图表 6 火溶信息业绩承诺 6
图表 7 盈利预测分拆 6
图表 8 啪啪三国用户情况 7
图表 9 啪啪三国前五大客户 7
图表 10 啪啪三国各渠道充值流水 7

一、事件

拓维信息拟向王伟峰、魏坤、李彬、原禾创业、青松投资和朱剑凌非公开发行股份并支付现金，购买其持有的火溶信息 90%股权，同时向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金用于本次交易的现金支付。本次交易前，拓维信息通过其全资子公司创时信和持有火溶信息 10%的股权，**本次交易后拓维信息将直接和间接持有火溶信息 100%股权。**

本次收购火溶信息 90%股权的对价为 81000 万元，考虑到交易完成后各交易对方所获对价的形式、未来承担的业绩承诺责任和补偿风险的不同，交易对方内部协商后同意向原禾创业、青松投资、朱剑凌收购其持有的火溶信息 23.1188%股权的对价为 16,645.54 万元，全部以现金支付；向王伟峰、魏坤、李彬收购其持有的火溶信息 66.8812%股权的对价为 64,354.46 万元，其中现金对价 15,754.46 万元，其余 48,600 万元对价由拓维信息非公开发行股票支付。**本次交易现金对价 32,400 万元，股份对价 48,600 万元。**

二、具体点评

2.1 交易价格合理，交易结构创新

本次收购火溶信息 90%股权的兑价为 81000 万元，以此推算，火溶信息的全部对价为 9 亿元。**火溶信息承诺 2014-2016 年分别实现净利润 6000 万元、7800 万元和 9750 万元，收购价格对应 2014 年 PE 为 15 倍**，略高于之前行业收购的平均水平。

考虑到本次收购标的较为优质，在行业内地位较高，且公司拥有明星产品，我们认为本次收购的价格较为合理，之前掌趣收购同样拥有明星产品的玩蟹价格为 14.5 倍，与本次收购的价格基本相同。

本次交易方案中，根据风险和责任承担的不同进行了分别定价。收购原禾创业、青松投资、朱剑凌等创投机构持有的火溶信息 23.1188%股权的对价为 16,645.54 万元，全部以现金支付；向公司创始人和管理团队王伟峰、魏坤、李彬收购其持有的火溶信息 66.8812%股权的对价为 64,354.46 万元，后者将持续在公司完成业绩对赌，对价明显高于此次直接退出的创投机构，交易结构创新。

图表1　本次交易前火溶信息股权结构

序号	交易对方	出资比例	出资额（万元）
1	王伟峰	30.44%	91.3104
2	魏坤	18.81%	56.4300
3	李彬	17.63%	52.9032
4	原禾创业	9.62%	28.8564
5	青松投资	9.00%	27.0000
6	朱剑凌	4.50%	13.5000
合计		90.00%	270.0000

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 火溶信息研发能力极强，看好未来的持续盈利能力

火溶信息成立于 2012 年 9 月，目前公司主要运营游戏为《啪啪三国》。截至 2014 年 3 月，《啪啪三国》累计玩家数量超过 390 万人，累计充值超过 9,700 万元，其中：累计国内充值 6,965.91 万元，占比 71.35%；国外充值 2,796.71 万元，占比 28.65%。2013 年 3 月，充值额度为 4500 万元，4 月充值额度为 4900 万元。

图表2 啪啪三国上线后各月充值情况

	充值金额（元）	收入确认金额（元）	ARPPU 值（元）	ARPU 值（元）
2013.10	1,488,788	373,546.41	428.30	12.07
2013.11	6,637,904	1,341,245.35	254.09	12.93
2013.12	14,851,305	2,999,659.77	435.41	12.08
2014.01	13,346,280	2,810,742.16	448.42	8.04
2014.02	14,403,808	β,202,127.17	400.87	6.52
2014.03	45,523,616	10,518,253.07	434.55	11.54
2014.04	49,085,845	11,845,702.94	492.60	10.10

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 啪啪三国App Store 畅销榜排名

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 火溶信息游戏储备

游戏名称	阶段	游戏类型	原创/模仿	研发开始时间	上线时间	上线平台
LZZ	研发	全3D实时卡牌策略	原创	2014.2	2014.8	全球/全平台
LMBJ	研发	全3D实时社交/RPG	原创	2014.4	2014.11	亚洲/全平台

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5　火溶信息利润表（万元）

项目	2014 年 1-3 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	1,648.02	537.00	-
营业成本	5.11	22.50	-
利润总额	1,287.93	106.14	-5.82
净利润	965.47	78.80	-4.37
归属于母公司所有者的净利润	965.47	78.80	-4.37

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6　火溶信息业绩承诺

火溶信息业绩承诺	2012	2013A	2014E	2015E	2016E
业绩承诺（万）	-4.37	78.8	6000	7800	9750
YOY			7514%	30%	25%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3　补齐研发短板，“代理发行运营+内容提供”拼图完成，协同效应明显

拓维信息早期从事运营商 SP 业务，在 SP 业务开始出现下滑的背景下，利用早期与运营商建立的良好的关系切入游戏代理发行，已代理发行运营《植物大战僵尸》、《植物大战僵尸 2》、《宝石迷阵》、《部落探险（tiny tribe）》、《愤怒的小鸟》、《捣蛋猪》等多款全球知名的游戏产品，并在发行的过程中与国内的核心聚到建立了良好的关系，形成了多层次、多方位的发行渠道。

通过本次收购，补齐了研发短板，实现了向上游研发环节的渗透，掌握优质研发商后，可以最大限度的利用公司在渠道方面的优势，协同效应明显。我们预计未来研发+运营将是大势所趋，优质 CP 不仅能带来利润方面的表现，更能提高公司在与其他渠道谈判时的议价能力。

三、盈利预测与评级

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.21、0.32 和 0.41，假设公司定增收购和配套融资完成，2014-2016 年的备考 EPS 分别为 0.32、0.47、0.59，当前股价对应 PE 分别为 60 倍、42 倍和 33 倍。考虑到本次公司收购具有不确定性，给予“推荐”评级，维持原有盈利预测。

图表7　盈利预测分拆

	2013	2014	2015	2016
备考利润（亿）	0.4078	1.42	2.04	2.585
拓维信息	0.4	0.82	1.26	1.61
YOY				
火溶信息	0.0078	0.6	0.78	0.975
YOY				
股本合计(亿)	4.371	4.371	4.371	4.371
拓维原始股本	3.97	3.97	3.97	3.97
本次收购定向增发	0.248	0.248	0.248	0.248
本次收购配套融资	0.153	0.153	0.153	0.153
EPS	0.09	0.32	0.47	0.59
PE	209	60	42	33

资料来源：公司公告，平安证券研究所

附：啪啪三国相关情况

图表8 啪啪三国用户情况

	总用户数（人）	付费用户数（人）	活跃用户数（人）	平均登陆次数（次）	用户留存率
2013.09	67,475	3,760	-	-	
2013.10	123,316	3,476	71,852	-	23.73%
2013.11	513,223	26,124	412,461	17.90	18.29%
2013.12	1,229,466	34,109	846,418	19.54	25.36%
2014.01	1,660,625	29,763	631,747	21.94	17.65%
2014.02	2,209,618	35,931	767,078	17.22	18.00 %
2014.03	3,943,974	104,760	2,053,571	16.54	14.45%
2014.04	4,860,348	99,646	1,524,139	24.84	15.41%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 啪啪三国前五大客户

年度	序号	客户名称	交易金额（万元）	占当期营业收入比例
2014 年 1-3 月	1	昆仑在线	709.46	43.05%
	2	飞流九天	486.62	29.53%
	3	掌中地带	451.94	27.42%
	合计		1,648.02	100.00%
2013 年度	1	飞流九天	304.68	56.74%
	2	掌中地带	224.71	41.84%
	3	昆仑在线	7.61	1.42%
	合计		537.00	100.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 啪啪三国各渠道充值流水

渠道名称	2014年1-3月		2013年	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
国内代理渠道	938.56	56.95%	529.39	98.58%
掌中地带	451.94	27.42%	224.71	41.85%
飞流九天	486.62	29.53%	304.68	56.74%
海外代理渠道	709.46	43.05%	7.61	1.42%
昆仑在线	709.46	43.05%	7.61	1.42%
合计	1648.02	100.00%	537	100.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	776	919	1100	1314
现金	392	454	529	646
应收账款	187	237	311	373
其他应收款	23	39	47	56
预付账款	5	15	14	17
存货	71	120	138	159
其他流动资产	98	53	61	65
非流动资产	266	220	198	176
长期投资	35	30	31	31
固定资产	103	83	64	44
无形资产	53	50	45	40
其他非流动资产	75	57	59	61
资产总计	1042	1138	1298	1490
流动负债	138	143	175	212
短期借款	0	0	0	0
应付账款	34	40	51	58
其他流动负债	104	103	125	154
非流动负债	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1
负债合计	138	144	176	213
少数股东权益	54	77	99	127
股本	283	397	397	397
资本公积	92	35	35	35
留存收益	475	486	592	719
归属母公司股东权益	850	918	1024	1151
负债和股东权益	1042	1138	1298	1490

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	56	39	84	135
净利润	50	104	148	189
折旧摊销	26	29	30	30
财务费用	-10	-18	-20	-24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-29	-78	-80	-64
其他经营现金流	18	1	7	5
投资活动现金流	-199	20	-10	-8
资本支出	8	0	0	0
长期投资	-13	-5	1	0
其他投资现金流	-204	15	-9	-8
筹资活动现金流	-14	3	0	-10
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	113	0	0
资本公积增加	0	-57	0	0
其他筹资现金流	-14	-53	0	-10
现金净增加额	-158	62	74	117

利润表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	559	783	1010	1198
营业成本	297	379	465	539
营业税金及附加	12	20	26	30
营业费用	52	81	103	121
管理费用	153	212	278	327
财务费用	-10	-18	-20	-24
资产减值损失	17	7	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	39	102	152	197
营业外收入	18	18	18	18
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	56	119	168	214
所得税	5	15	20	25
净利润	50	104	148	189
少数股东损益	11	23	22	28
归属母公司净利润	40	82	126	161
EBITDA	55	114	161	203
EPS（元）	0.14	0.21	0.32	0.41

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	29.3	39.9	29.0	18.6
营业利润(%)	27.4	165.4	48.2	30.1
归属于母公司净利润(%)	9.0	106.2	54.7	27.6
获利能力				
毛利率(%)	47.0	51.6	54.0	55.0
净利率(%)	7.1	10.4	12.5	13.4
ROE(%)	4.7	8.9	12.3	14.0
ROIC(%)	5.6	14.7	20.8	25.8
偿债能力				
资产负债率(%)	13.2	12.6	13.5	14.3
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.64	6.42	6.28	6.20
速动比率	5.09	5.55	5.46	5.42
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.72	0.83	0.86
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	11.28	10.22	10.26	9.92
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.21	0.32	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.10	0.21	0.34
每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.31	2.58	2.90
估值比率				
P/E	274.34	133.06	86.02	67.42
P/B	12.77	11.83	10.61	9.44
EV/EBITDA	135	65	46	36

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：（0755）82449257	传真：（021）33830395	