



骅威股份 (002502.SZ)

设立文华创梦，IP运营平台迈出重要一步

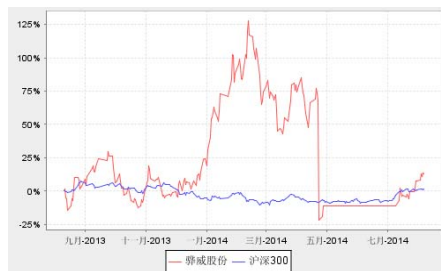
评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 19.60-21.30
分析师: 陈运红 陈筱
 S0740513080002 S0740513110003
 021-2035198 021-20315209
 chenyh@r.qizq.com.cn chenxiao@r.qizq.com.cn

2014年8月24日

基本状况

总股本(百万股)	281.60
流通股本(百万股)	173.89
市价(元)	16.27
市值(百万元)	4581.63
流通市值(百万元)	2829.16

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	448.08	449.21	685.65	863.69	1,018.84
营业收入增速	-6.77%	0.25%	52.63%	25.97%	17.96%
净利润增长率	-10.59%	-25.64%	278.24%	61.20%	27.82%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.23	0.35	0.56	0.71
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)	29.94	64.64	46.49	29.05	22.92
PEG	—	—	0.16	0.45	0.78
每股净资产(元)	6.23	6.36	5.15	5.71	6.42
每股现金流量	0.09	0.05	0.55	0.53	0.68
净资产收益率	4.89%	3.56%	6.72%	9.78%	11.11%
市净率	1.46	2.30	3.00	2.71	2.41
总股本(百万股)	140.80	140.80	348.78	348.78	348.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件: 业绩同比持平, 设立文华创梦, 发展综合IP交易。**骅威股份8月24日发布公告: (1) 公司1-6月实现收入1.79亿元, 同比增长4.91%; 实现归属母公司净利润1289.89万元, 同比下降3.89%; 扣非后净利润为1353.61万元, 同比增长2.71%。对应EPS为0.05元。公司预计1-9月业绩同比增幅为-20%-30%之间, 符合市场预期; (2) 公司已向证监会递交发行股本及支付现金收购第一波网络的重组材料, 于8月21日收到受理通知书; (3) 公司与付强分别出资600万元和400万元设立文华创梦, 通过对优质IP资源的深度挖掘, 从而形成以IP资源为核心的多元互联娱乐综合体验的商业模式。
- 点评: 文化创梦实践IP衍生品线上运营。**公司上半年业绩略有下滑主要系由于销售费用与管理费用分别同比增长了60%和41.2%, 在一定程度上拉低了公司的盈利能力。我们认为随着第一波年底的并表公司的营收结构将出现明显的优化改善。文华创梦定位于IP相关衍生品的交易, 有望被打造成极具自主性、娱乐性、开放性及感染力的大型IP衍生品综合交易平台。根据文华创梦的工商登记经营范围, 我们认为, 文华创梦有望从以下几个方面进行产品研发与运营: (1) 以第一波游戏道具为代表的虚拟产品交易; (2) 基于第一波游戏中人物、道具及场景的衍生品开发, 包括玩具手办、服饰、运动用品甚至是钥匙扣、手机、相机等周边产品; (3) 动画、漫画的开发与运营。我们认为, 文华创梦的设立对第一波构建互联网娱乐IP运营平台具有里程碑式的意义: 公司正从单一的将网络文学作品成功开发运营手游, 向将网络文学版权开发成动漫、衍生品或影视多种变现渠道进行延伸。公司通过系统构建的粉丝运营体系, 为网络文学作家打造的立体化、多层次的作品变现方案构建了公司持续的版权获取能力; 在把握充足开发订单的情况下, 公司则具备了对下游产业链游戏开发商、动漫工作室、影视剧工作室及衍生品生产商的有力话语权, 从而打造基于互联网娱乐IP的综合开发平台。

- **打造互联网娱乐 IP 运营平台构建广阔天地，重申买入评级。**我们认为，第一波网络顺应互联网发展的开源趋势，及中国 ACGN 巨大的市场红利；公司通过低成本把握最具商业价值的网络文学 IP、快速进行低成本粉丝模式推广，快速实现了高质量变现。考虑第一波网络并表，预计公司 2014-2015 年可实现的 EPS 分别为 0.35 元、0.56 元和 0.71 元，给予公司目标价 19.60 元-21.30 元，对应 2015 年 35 倍-38 倍 PE。重申"买入"评级，重点推荐。

图表 1: 盈利预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	481	448	449	686	864	1,019
增长率	2.07%	-6.8%	0.3%	52.6%	26.0%	18.0%
营业成本	-371	-342	-334	-450	-539	-612
%销售收入	77.1%	76.4%	74.4%	65.7%	62.4%	60.0%
毛利	110	106	115	235	325	407
%销售收入	22.9%	23.6%	25.6%	34.3%	37.6%	40.0%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-7	-8	-10
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-27	-26	-31	-36	-44	-51
%销售收入	5.6%	5.8%	6.8%	5.2%	5.1%	5.0%
管理费用	-30	-40	-44	-60	-70	-82
%销售收入	6.2%	9.0%	9.7%	8.8%	8.1%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	49	36	36	133	203	265
%销售收入	10.2%	8.0%	8.0%	19.4%	23.5%	26.0%
财务费用	7	14	4	8	27	29
%销售收入	-1.4%	-3.1%	-1.0%	-1.2%	-3.1%	-2.8%
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.1%	—	1.5%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	55	48	39	142	230	294
营业利润率	11.4%	10.6%	8.8%	20.7%	26.6%	28.9%
营业外收支	1	2	-1	0	0	0
税前利润	55	50	38	142	230	294
利润率	11.5%	11.1%	8.5%	20.7%	26.6%	28.9%
所得税	-7	-8	-6	-22	-36	-46
所得税率	13.3%	15.3%	16.1%	15.4%	15.6%	15.6%
净利润	48	42	32	120	194	248
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	48	43	32	121	195	249
净利率	10.0%	9.6%	7.1%	17.6%	22.5%	24.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	48	42	32	120	194	248
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1
非现金支出	9	13	16	17	21	25
非经营收益	0	0	-1	-1	-1	0
营运资金变动	-22	-43	-41	54	-29	-36
经营活动现金净流	35	13	7	190	184	236
资本开支	17	34	65	35	35	33
投资	0	0	-8	0	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-17	-34	-72	-34	-35	-32
股权募资	0	3	0	815	0	0
债权募资	-3	0	0	0	0	0
其他	-22	-10	-14	0	-35	0
筹资活动现金净流	-25	-7	-14	815	-35	0
现金净流量	-7	-28	-80	971	114	204

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	552	524	444	1,416	1,531	1,735
应收款项	111	147	186	142	167	197
存货	67	61	65	68	81	92
其他流动资产	16	23	23	28	33	37
流动资产	745	755	719	1,654	1,812	2,061
%总资产	87.0%	80.8%	77.4%	87.9%	88.2%	89.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	91	154	177	196	211	220
%总资产	10.6%	16.5%	19.1%	10.4%	10.3%	9.5%
无形资产	20	25	22	22	21	20
非流动资产	111	180	210	228	243	251
%总资产	13.0%	19.2%	22.6%	12.1%	11.8%	10.8%
资产总计	857	935	928	1,881	2,055	2,312
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	10	49	23	39	51	58
其他流动负债	3	6	8	44	12	14
流动负债	13	56	31	83	63	72
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	13	56	31	83	63	72
普通股股东权益	844	878	896	1,797	1,991	2,240
少数股东权益	0	2	2	1	0	0
负债股东权益合计	857	935	928	1,881	2,055	2,312

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.546	0.305	0.227	0.346	0.558	0.714
每股净资产(元)	9.588	6.235	6.362	5.151	5.709	6.423
每股经营现金净流(元)	0.398	0.093	0.049	0.547	0.531	0.679
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.69%	4.89%	3.56%	6.72%	9.78%	11.11%
总资产收益率	5.61%	4.59%	3.44%	6.42%	9.48%	10.76%
投入资本收益率	14.61%	8.56%	6.69%	29.47%	37.10%	44.31%
增长率						
营业总收入增长率	2.07%	-6.77%	0.25%	52.63%	25.97%	17.96%
EBIT增长率	-20.54%	-26.91%	0.66%	268.20%	52.23%	30.77%
净利润增长率	2.29%	-10.59%	-25.64%	278.24%	61.20%	27.82%
总资产增长率	3.45%	9.18%	-0.72%	102.64%	9.23%	12.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.0	99.3	129.4	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	64.0	68.0	68.9	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	4.2	27.2	34.7	27.1	29.6	29.6
固定资产周转天数	62.0	70.5	108.5	101.6	93.7	91.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.43%	-59.60%	-49.51%	-78.74%	-76.86%	-77.47%
EBIT利息保障倍数	-7.2	-2.6	-8.4	-16.0	-7.6	-9.2
资产负债率	1.49%	5.94%	3.32%	4.44%	3.08%	3.12%

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。