



骅威股份 (002502.SZ)

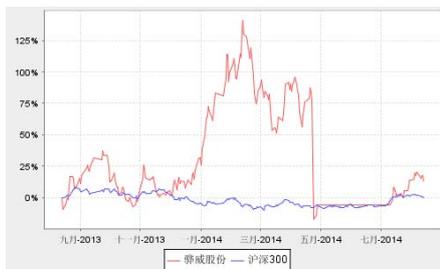
参股拇指游玩，强化顶级内容与渠道对接

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 19.60-21.30
 分析师: 陈筱 分析师: 丁婉贝
 S0740513110003 S0740514070001
 021-20315209 021-20315193
 chenxiao@r.qlzq.com.c dingwb@r.qlzq.com.cn
 康雅雯
 2014年8月29日 kangyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	281.60
流通股本(百万股)	173.89
市价(元)	15.70
市值(百万元)	4421.12
流通市值(百万元)	2730.04

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	44.06	27.54	21.72
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	3.0	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

- 拟参股优质游戏发行商。**8月28日，骅威股份发布公告，公司协议约定以3900万元受让深圳市拇指游玩21.67%股权；同时以1500万元人民币对拇指游玩增资。股权转让和增资完成后，公司合计持有拇指游玩30%的股权，大拇指投资、曾飞、曾澍、程霄合计持有拇指游玩70%的股权。交易对方承诺拇指游玩2014年度、2015年度和2016年度实现的净利润分别不低于2000万元、2800万元、3920万元，分别对应6.5倍、4.64倍和3.32倍PE。
- 数据积累保障发行质量，独代贡献业绩弹性。**拇指游玩为国内领先的手游平台研发、维护及代理运营及发行商。首先，拇指游戏中心形成自有用户群，对产品选型有极大帮助。拇指游戏中心负责授权代理游戏的运营、改进、广告推广、渠道铺设以及市场营销一体化工作，采用“联运顶级产品+拇指游戏中心用户”的模式进行产品推广。拇指游玩运营团队核心人员均有8年以上的行业经验。通过授权运营的方式推广产品，公司积累了相当数量的推广渠道和详尽的运营分析数据，为产品的选型提供重要的参考依据。作为重要首发渠道，拇指游玩参与了《一刀流》、《莽荒纪》、《酷酷爱魔兽》、《唐门世界》等一线产品的推广，以及进行了《黄金圣斗士》、《天天女神》、《功夫西游》、《红警4大国崛起》、《仙剑奇缘》、《七圣争霸》、《街机雷电》等十余款产品的联运推广。第二，独家发行业务有望贡献明显业绩弹性。拇指游玩已经独家签约代理了4款产品，其中2款产品已经进入封测阶段；其他产品将陆续在第三季度和第四季度初上市。上述独代产品中有部分获得全球范围的授权。在独家发行业务板块，拇指游玩将大力开拓iOS市场和海外地区。

- **强化发行渠道，顶级内容与渠道强对接。**公司子公司第一波主要将网络文学 IP 开发成的游戏，通过领先系统的粉丝经济运营模式，进行低成本高效率的网络文学读者的覆盖；并通过参股优质 CP 的模式，实现产品质量的保障。此次通过参股优质发行公司拇指游玩，一方面可以实现游戏运营的稳定性控制，另一方面则可通过发行公司渠道对接，实现从核心粉丝用户向更广泛用户的扩充，从而实现优质产品更广泛渠道的变现。值得注意的是，协议规定：如拇指游玩 2015 年上半年实现的净利润超过 2000 万元，公司在同等条件下有权以 9 倍的整体估值收购拇指游玩 21% 股权（合计持有公司 51% 的股权）。公司通过先参后控的形式，可实现对标的公司的激励及业务整合的双重目标。
- **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，公司把握第一波网络为原点的网络文学 IP 运营平台，通过参股优质开发商保障产品质量，通过整合优质发行商实现从核心粉丝用户向更广阔的 ACGN 用户的拓宽。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。