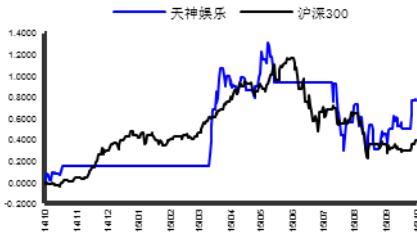


研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003
 联系人：陶斯然 S0350114090005
 联系方式：18616354001, taosr@ghzq.com.cn
 联系人：邵伟 S0350115070032
 联系方式：18817875606, shaow@ghzq.com.cn

重大资产重组获正式批复，收购儒意欣欣，进军泛娱乐 IP 布局——天神娱乐（002354）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
天神娱乐	FALSE	-11.6	67.2
沪深 300	\	-16.4	39.5

市场数据

2015/10/15

当前价格(元)	85.69
52周价格区间(元)	50.82-117.95
总市值(百万)	19102.76
流通市值(百万)	7404.10
总股本(万股)	22292.87
流通股(万股)	8640.57
日均成交额(百万)	226.96
近一月换手(%)	41.54

事件：

公司公告，公司参与设立的并购基金拟以现金购买股权方式投资北京儒意欣欣营业投资有限公司、发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得证监会正式批复：

- 1、公司拟以 13.23 亿的现金购买儒意欣欣 49% 股权（总估值 27 亿元），其在 2014 年 9 月的中技股份收购草案中承诺 14-16 年净利润分别不低于 1500/13000/18500 万元；
- 2、公司重大资产重组获得批复，上市公司拟通过发行股份及支付现金方式收购妙趣横生 95% 的股权、雷尚科技 100% 的股权、Avazu Inc. 和上海麦橙 100% 的股权，发行股份价格为 53.13 元/股，具体为：
 - 1) 妙趣横生 95% 股权作价 5.89 亿元，现金支付 0.35 亿元，2014-2016 年承诺利润 4150/5475/6768.75 万元；
 - 2) 雷尚科技 100% 股权作价 8.8 亿元，现金支付 2.2 亿元，2015-2017 年承诺利润 6300/7875/9844 万元；
 - 3) Avazu Inc 100% 股权作价 2.07 亿元，现金支付 5.2599 亿元，2015-2017 年承诺利润 12899.21/17574.51/23315.74 万元；
 - 4) 上海麦橙 100% 股权作价 1000 万元，现金支付 1000 万元，2015-2017 年承诺利润 100.79/105.49/110.26 万元；
- 3、拟发行不超过 19,224,940 股募集配套资金不超过 91933.66 万元；

我们的观点：

■ 儒意影业是国内为数不多的极具内容原创、整合能力，在影视剧整体策划、剧本研发与内容制作上的有着明显优势的影视剧制作公司。

儒意影业已打造出极具规模、特色和发展优势的综合性文化创意产业链。目前公司业务范围涵盖图书出版、影视剧剧本研发、策划、影视投资制作、营销宣传、发行放映等诸多领域。儒意影业涉及的图书出版业务，已使公司与众多知名作家、编剧建立长期良好合作关系。

儒意影业自成立以来，已策划出品多部优秀影视作品，如《致我们终将逝去的青春》、《老男孩之猛龙过江》、《小时代 3》、《小时代 4》、《一个勺子》等，即将上映作品如《致青春：原来你还在这里》、《夏有乔木雅望天堂》（片名以实际上映名称为准）等；已策划出品多部电视剧作品，如《李春天的春天》、《北平无战事》、《左手劈刀》、《琅琊榜》等，均获得良好成绩，策划制作能

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

力优秀。

■ **儒意影业及关联公司 IP 储备丰富。**其关联公司北京儒意欣欣文化发展有限公司为集团旗下的一间致力出版图书公司，出版有《致我们终将逝去的青春》《匆匆那年》《晚秋》《爱情公寓》《纸牌屋》等等一系列经典畅销书。短时间内，公司一举创下码洋过 1 亿、单品均量破 4 万册的行业奇迹，每本图书均跻身各大网店销售分类新书榜冠军，为集团旗下的一间致力于全球范围内图书和影视互联内容的品牌机构，未来“书影联动”的模式值得期待。

■ **拟并购的“妙趣横生”作为优秀的网络游戏研发商，开发有多项热门游戏。**2012 年，妙趣横生抓住当时国内市场 3D 动作类网页网游稀缺的机遇，及时推出 3D 动作类网络游戏《黎明之光》，深受玩家好评，截至 2015 年 3 月 31 日，《黎明之光》的累计流水超过 9,600 万元，累计注册用户数接近 600 万人；2013 年，得益于深厚的研发技术积淀，妙趣横生率先推出拥有次世代超清画质的 3D 动作卡牌移动游戏《神之刃》，推出后月流水迅速达到千万级别，截至 2015 年 3 月 31 日，《神之刃》的累计流水约为 2.8 亿元，累计注册用户数超过 1,820 万人；截至 2015 年 3 月 31 日，妙趣横生研发且在线运营的游戏产品累计开服总数达 1,228 组，游戏总注册用户逾 2,869 万人，游戏产品的累计流水约 4.28 亿元。

2015 年 3 月，妙趣横生精心打造《十万个冷笑话》移动网络游戏正式上线，凭借《十万个冷笑话》庞大的粉丝群，上线之初就迅速吸引了 448.97 万名注册用户，创造了 5,031.33 万元流水，成为妙趣横生的又一款明星级移动游戏产品。妙趣横生具备优秀的研发能力，还有多款移动网优正在研发，预计下半年预计推出，公司对行业的发展方向把握极强，旗下运营的优质游戏为公司业绩提供了坚实保障。

■ **雷尚科技产品主要为移动网游和网页网游的研发和发行。**雷尚科技的游戏产品主要集中于军事类 SLG 策略游戏，在军事类 SLG 策略游戏领域积累深厚。2013 年 4 月的《火力全开 HD》、2013 年 12 月的《坦克风云》均取得了不俗的业绩表现，其中《坦克风云》上线后，多次进入苹果 Appstore 港台 iPhone、iPad 畅销榜前 5 名、免费榜第 1 名，安卓 360 平台精品榜前 10 名。《坦克风云》上线运行 15 个月时间，月新增注册用户平均数 137.28 万人，累计注册用户达 2,059.24 万人，日活跃用户数保持在 38 万人左右。截至 2015 年 3 月 31 日，游戏累计充值额达到 31,380.99 万元，月付费用户突破 86,457 人。《火力全开 HD》曾多次进入 iOS 平台 Appstore 阿拉伯 iPhone、iPad 畅销榜前 3 名、韩国 Google Play 免费榜前 30，韩国多家安卓平台排名前 10 名。自 2013 年 4 月上线以来，《火力全开 HD》月新增注册用户平均数 13.11 万人，累计注册用户达 301.63 万人，日活跃用户数保持在 5 万人左右。游戏单月充值额最高达到 308.70 万元，累计充值额达到 3,785.20 万元，月付费用户最高达到 8,811 人。

目前，雷尚科技正在运营的产品有：《战争风云》（一季度收入 275 万）、《坦克风云》（一季度收入 2868 万）、《火力全开 HD》（一季度收入 90 万）、《战争指挥官》（24 万）、《玩具战争》、《大航海世界》（一季度收入 96 万）、《二战传奇》（一季度收入 44 万）；

未来，雷尚科技将专注于 SLG 策略型游戏的研发，计划研发《铁血战争》、《开炮吧坦克》、《战争狂人》、《重返战场》、《巅峰对决》、《重装战队》、《超

级舰长》多款游戏。

■ **Avazu Inc** 和上海麦橙主要运营互联网广告平台业务。其中 **Avazu** 专注于互联网广告的精淮化、程序化投放，具体服务内容包括广告策略制定、广告投放、广告效果监测及优化等，通过其自有的互联网广告平台为广告主提供覆盖全球主要互联网媒体资源的广告投放服务，**Avazu** 的互联网广告平台包括广告网络平台和 **DSP** 平台。目前 **Avazu** 营业收入主要来源于移动互联网广告业务，截至 2015 年 3 月 31 日，**Avazu** 互联网广告平台推广的广告数超过 4,000 个，其中移动端广告数占比超过 70%；单月最高广告点击数近 10 亿次，其中移动端单月最高广告点击数超过 8 亿次；单月最高广告转化数超过 2,200 万个，其中移动端单月最高广告转化数超过 2,000 万个。

■ **“影视+游戏+广告”的具备协同效应，泛娱乐布局初显。**我们认为，公司本身具备多项优质游戏如《苍穹变》等，通过并购，公司将获得更多优质游戏 IP，而儒意影业旗下的多款热门“影视+小说 IP”则具有极佳的改编成游戏的潜力。同时，主营移动数字广告的 **Avazu** 公司可借助公司丰富的游戏渠道进行数字广告推广，从而降低采购成本。公司泛娱乐产业布局以及变现模式初显。

■ **盈利预测及估值。**假设此次并购将于年内完成，上述标的 2015-2017 年将预计实现业绩备考净利润 5.17/6.60/8.22 亿元，根据三季度预告显示，我们认为公司今年业绩有超业绩备考的可能，预计 2015-2017 年实现净利润 5.81/7.62/9.37 亿元，对应 2015-2017 年 EPS 为 1.98/2.59/3.19 元，对应 2015-2017 年 PE 为 43.4/33/26.9 倍，给予“买入”评级。

■ **风险提示。**收购整合不达预期；市场竞争趋于激烈导致业绩低于预期等；

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	476	1309	1825	2414
增长率(%)	17.5%	175.3%	39.5%	32.2%
净利润(百万元)	232	581	763	937
增长率(%)	1992.4%	150.7%	31.3%	22.9%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.98	2.59	3.19
ROE(%)	35.0%	14.8%	15.6%	17.1%

表 1: 天神娱乐盈利预测表

证券代码:	002354.SZ				股价	85.69	投资评级:	买入		日期:	2015/10/15	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值				2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标							
ROE	35%	15%	16%	17%	EPS		1.04	1.98	2.59	3.19		
毛利率	82%	74%	72%	72%	BVPS		2.97	14.16	13.14	13.42		
期间费率	38%	28%	28%	31%	估值							
销售净利率	49%	44%	42%	39%	P/E		82.4	43.4	33.0	26.9		
成长能力					P/B		28.9	6.1	6.5	6.4		
收入增长率	17%	175%	39%	32%	P/S		40.2	19.2	13.8	10.4		
利润增长率	1992%	151%	31%	23%	利润表 (百万元)				2014	2015E	2016E	2017E
营运能力					营业收入		476	1309	1825	2414		
总资产周转率	0.64	0.29	0.38	0.48	营业成本		84	345	504	673		
应收账款周转率	4.67	3.88	3.93	4.13	营业税金及附加		2	5	6	10		
存货周转率	—	—	—	—	销售费用		39	64	100	149		
偿债能力					管理费用		140	293	409	585		
资产负债率	11%	9%	20%	21%	财务费用		(2)	4	14	14		
流动比	6.16	1.67	0.93	1.01	其他费用/(-收入)		44	14	19	26		
速动比	6.16	1.67	0.93	1.01	营业利润		256	612	811	1008		
资产负债表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支		0	0	0	0		
现金及现金等价物	228	79	199	250	利润总额		256	612	811	1008		
应收款项	102	337	464	584	所得税费用		21	31	49	71		
存货净额	0	0	0	0	净利润		234	581	763	937		
其他流动资产	4	185	188	203	少数股东损益		2	0	0	0		
流动资产合计	334	601	851	1037	归属于母公司净利润		232	581	763	937		
固定资产	9	8	7	7	现金流量表 (百万元)				2014	2015E	2016E	2017E
在建工程	0	0	0	0	经营活动现金流		130	245	692	889		
无形资产及其他	4	4	4	3	净利润		234	581	763	937		
长期股权投资	16	3565	3565	3565	少数股东权益		2	0	0	0		
资产总计	744	4552	4804	4999	折旧摊销		5	1	1	1		
短期借款	0	228	721	750	公允价值变动		0	0	0	0		
应付款项	9	83	102	123	营运资金变动		(111)	(338)	(72)	(50)		
预收帐款	1	27	34	34	投资活动现金流		(18)	(3542)	(4)	(10)		
其他流动负债	44	23	55	119	资本支出		393	(0)	(0)	(0)		
流动负债合计	54	360	912	1026	长期投资		(16)	(3549)	0	0		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他		(394)	7	(3)	(10)		
其他长期负债	27	27	27	27	筹资活动现金流		(27)	3148	(569)	(827)		
长期负债合计	27	27	27	27	债务融资		(416)	228	493	29		
负债合计	81	387	939	1053	权益融资		0	3677	0	0		
股本	223	294	294	294	其它		388	(757)	(1062)	(857)		
股东权益	663	4164	3865	3946	现金净增加额		85	(150)	120	51		
负债和股东权益总计	744	4552	4804	4999								

【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。