

2015年11月1日

分析师 朱悦如

执业资格证书号码: S0600512080003

[zhuyr@dwzq.com.cn](mailto:zhuyr@dwzq.com.cn)

研究助理 李秉

执业资格证书号码: S0600114040021

[lia@dwzq.com.cn](mailto:lia@dwzq.com.cn)

## 买入(首次)

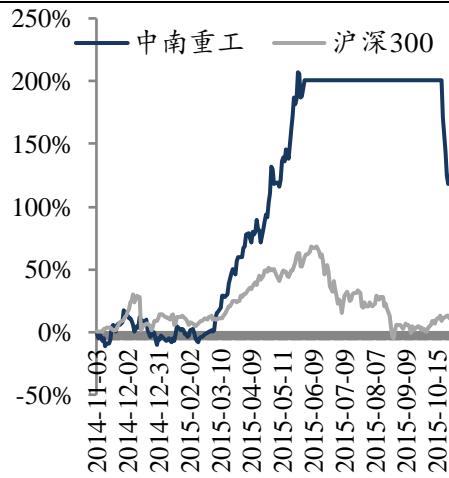
## 盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	724	1,427	1,667	1,921
同比(+/-%)	-38	97	17	15
净利润(百万元)	66	263	321	402
同比(+/-%)	30	301	22	25
毛利率(%)	26.1	38.7	39.5	40.7
ROE(%)	6.4	22.2	23.3	24.8
每股收益(元)	0.08	0.32	0.40	0.49
P/E	294.69	73.42	60.17	48.12
P/B	18.76	16.27	14.00	11.92

## 投资要点

- **交易概况:** 中南重工拟以非公开发行股份并支付现金的方式购买值尚互动 100% 股权, 交易总价 8.70 亿元, 其中以现金方式支付 4.35 亿元。同时上市公司拟发行股份募集配套资金金额不超过 8.70 亿元, 用于支付现金对价及补充流动资金。值尚互动承诺 2015/2016/2017 年净利润不低于 6,000/9,100/11,830 万元。
- **收购值尚互动切入移动游戏领域:** 值尚互动主要从事移动游戏的代理发行和运营服务。从 2013 年创建至今, 值尚互动形成了从发行到运营的“一站式”服务体系, 包括从游戏的引入、端口接入、本地化、市场营销、推广、支付支持及完善的客户服务等。值尚互动拥有较为完善的产品线, 从休闲游戏领域到中重度网游领域均广泛布局, 其负责发行且已上线成功运营的《龙印 OL》、《马上三国》、《大话水浒》、《街头激战》等产品涉及众多游戏类型。
- **打造 IP+影视+游戏+周边的文化全产业链:** 2014 年以来公司不断加速向文化产业转型 (1) 增资千易志诚与上海艾企进入明星经纪、草根艺人推广业务 (2) 与湖南卫视合作共同成立 5 亿元芒果传媒文化投资基金切入上游电视综艺节目制作领域 (3) 收购大唐辉煌 100% 股份布局电视剧内容制作、发行业务 (4) 计划收购值尚互动 100% 股权, 进入移动游戏的代理发行和运营服务; (6) 公告筹划投资北京新华先锋文化传媒有限公司, 获取上游优质 IP 资源。公司以文化传媒并购基金为基础, 打造从 IP+影视+游戏+周边的文化全产业链, 极大提高了优质 IP 的运营和变现能力, 公司文化全产业链形态已现。
- **首次覆盖, 给予“买入”投资评级:** 在考虑大唐辉煌及值尚互动并表的情况下, 我们预计公司 2015-2017 年备考 EPS 分别为 0.32、0.40、0.49 元, 当前股价对应 2015-2017PE 分别为 73、60、48 倍, 我们看好公司 IP+影视+游戏+周边的文化全产业链的发展潜力和变现能力, 首次覆盖, 给予“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 并购失败的风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	23.77
一年最低价/最高价	16.80 / 60.40
市净率	8.8
流通A股市值(百万元)	11921.8

## 基础数据

每股净资产(元)	2.70
资产负债率(%)	42.47
总股本(百万股)	738.77
流通A股(百万股)	501.55

## 相关研究

## 1. 交易概况

中南重工拟以非公开发行股份并支付现金的方式购买值尚互动 100% 股权，交易总价 87000 万元，其中以现金方式支付 43500 万元，其余以发行股份方式支付，发行股份价格为 17.50 元/股，共计发行 24,857,143 股。同时上市公司拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金金额不超过 87,000 万元，用于支付现金对价及补充流动资金。

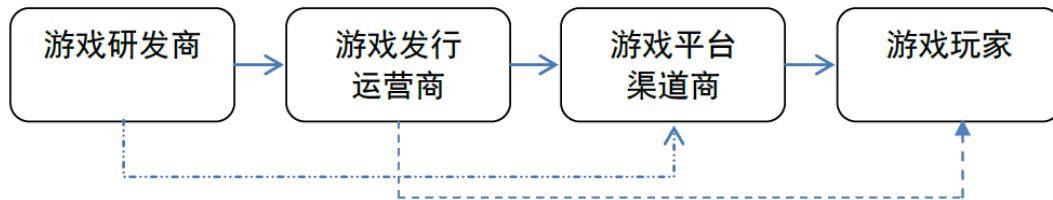
值尚互动承诺 2015 年、2016 年及 2017 年三个会计年度实现的合并报表净利润分别为不低于人民币 6,000 万元、9,100 万元及 11,830 万元。

## 2. 收购值尚互动切入移动游戏领域

随着中国智能手机渗透率的不断提高，移动互联网的普及，2012 年以来移动游戏行业快速增长。根据《2014 年中国游戏产业报告(市场版)》，中国移动游戏市场收入规模近年来增长迅猛，2008 年整个市场规模仅 1.5 亿元，2014 年规模就增至 274.9 亿元，增幅高达 182 倍。《2015 年 1-6 月中国游戏产业报告》显示 2015 年 1-6 月中国移动游戏市场实际销售达到 209.3 亿元人民币，较上年同期增长了 67.2%。

值尚互动主要从事移动游戏的代理发行和运营服务，旨在为游戏研发商和第三方平台渠道搭建一个快捷、精细、互利的桥梁。从 2013 年创建至今，值尚互动形成了从发行到运营的“一站式”服务体系，包括从游戏的引入、端口接入、本地化、市场营销、推广、支付支持及完善的客户服务等。值尚互动运营的产品已基本覆盖国内大部分平台渠道，使国内用户能方便、快捷的寻找、体验到相关游戏产品。值尚互动拥有较为完善的产品线，从休闲游戏领域到中重度网游领域均广泛布局，其负责发行且已上线成功运营的《龙印 OL》、《马上三国》、《大话水浒》、《街头激战》等产品涉及众多游戏类型，并以其各自特色而深受玩家喜爱。

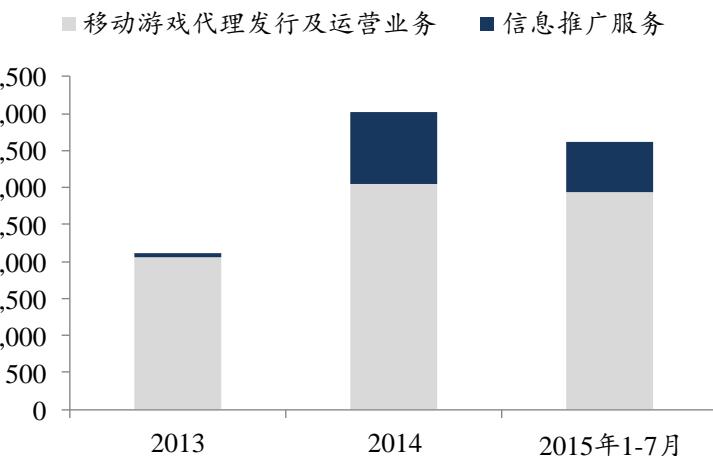
图表 1 移动游戏产业链



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

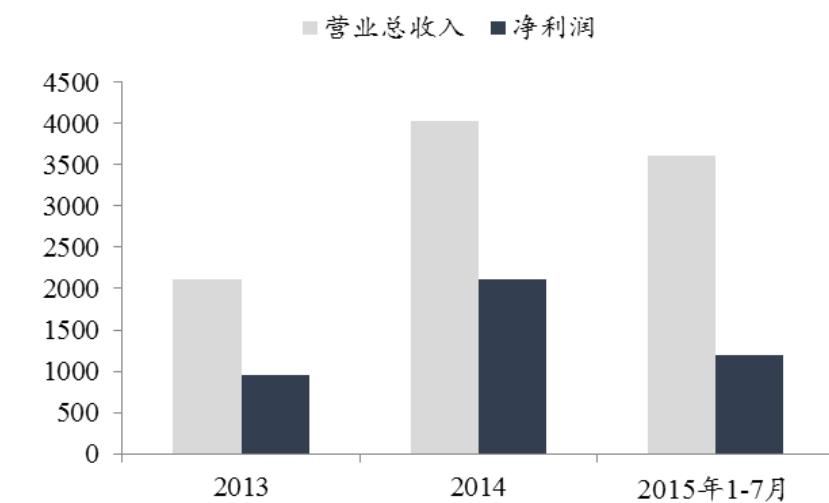
目前值尚互动主要收入来源为移动游戏代理发行及运营业务、信息推广服务。

图表 2 值尚互动收入构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3 值尚互动营收和利润情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

报告期内，值尚互动代理发行及运营累计收入较大的产品共有《龙印 OL》、《马上三国》、《大话水浒》、《街头激战》四款游戏，占报告期内值尚互动及其子公司游戏业务收入总额的比重达到 69.48%。

图表 4 值尚互动代理发行的主要游戏情况

游戏名称	代理模式	代理时间	目前状态	运营方式
《龙印OL》	联运代理	2013.6	运营中	自主运营、第三方平台联合运营
《马上三国》	独家代理	2014.2	运营中	自主运营、第三方平台联合运营
大话水浒》 (注)	联运代理	2013.8	运营中	自主运营、第三方平台联合运营
《街头激战》	联运代理	2014.6	运营中	自主运营

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 打造 IP+影视+游戏+周边的文化全产业链

2014 年以来，公司不断加速向文化产业转型

(1) 与中植资本共同设立 30 亿元中南文化传媒产业基金，通过该基金增资入股千易志诚与上海艾企切入明星经纪、草根艺人推广业务；

(2) 与湖南卫视合作共同成立 5 亿元芒果传媒文化投资基金切入上游电视综艺节目制作领域；

(3) 设立江苏中南影业和中南红影视文化产品开发有限公司进入电影及衍生品领域，并收购大唐辉煌 100% 股份布局电视剧内容制作、发行业务；

(4) 计划收购值尚互动 100% 股权，进入移动游戏的代理发行和运营服务；

(5) 10 月 28 日，公司公告与芒果传媒、快乐购三方拟共同发起设立芒果盈通，出资总额 4.17 亿元，其中公司出资 1.63 亿元。芒果盈通的意向投资标是北京最淘科技有限公司，主要运营产品为“唱吧”及“唱吧直播间”等；

(6) 10 月 28 日，公司公告筹划投资北京新华先锋文化传媒有限公司。先锋文化是一家专业从事文学内容产业的综合性 IP 文化机构，拥有天下霸唱、严歌苓、刘猛等著名作家现象级 IP 作品的版权库。公司始终贯通出版、影视、游戏等全版权运营，是行内最早推动书影 IP 互动的传媒企业。公司也是目前国内少有同时具备互联网出版权（新华阅读网）、实体图书出版和影视游戏改编全产业链一体化的现代新型媒体互联网+公司。

公司以文化传媒并购基金为基础，打造从 IP+影视+游戏+周边的文化全产业链，极大提高了优质 IP 的运营和变现能力，公司文化全产业链形态已现。

### 4. 首次覆盖，给予“买入”投资评级

在考虑大唐辉煌及值尚互动并表的情况下，我们预计公司 2015-2017 年备考 EPS 分别为 0.32、0.40、0.49 元，当前股价对应 2015-2017PE 分别为 73、60、48 倍，我们看好公司 IP+影视+游戏+周边的文化全产业链的发展潜力和变现能力，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

中南重工财务及盈利预测表

资产负债表 (百万元)		2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1637.3	2764.9	3157.8	3570.5	营业收入	724.3	1426.9	1667.3	1920.7		
现金	302.2	300.0	300.0	300.0	营业成本	531.3	866.9	988.5	1115.1		
应收款项	819.9	1615.1	1887.3	2174.1	营业税金及附加	3.7	7.1	20.8	24.0		
存货	487.7	795.7	907.4	1023.6	营业费用	41.4	108.4	110.9	136.9		
其他	27.4	54.0	63.1	72.7	管理费用	63.9	126.0	147.2	166.6		
非流动资产	876.5	1118.2	1059.1	786.4	财务费用	-5.5	27.0	42.8	29.3		
长期股权投资	157.5	620.7	819.3	819.3	投资净收益	-6.1	2.0	2.0	2.0		
固定资产	600.7	387.0	136.4	-132.8	其他	-15.8	7.8	7.1	6.4		
无形资产	78.4	70.6	63.5	60.2	营业利润	67.6	301.3	366.0	457.2		
其他	39.8	39.8	39.8	39.8	营业外净收支	10.2	13.3	17.3	22.5		
资产总计	2513.8	3883.1	4216.9	4357.0	利润总额	77.8	314.6	383.3	479.6		
流动负债	1470.9	2442.4	2583.4	2479.5	所得税费用	12.5	51.3	62.0	77.9		
短期借款	390.0	651.0	544.1	172.2	少数股东损益	-0.3	0.0	0.0	0.0		
应付账款	775.9	1265.8	1443.5	1628.4	归属母公司净利润	65.6	263.3	321.3	401.7		
其他	305.0	525.6	595.8	678.8	EBIT	86.1	326.3	406.8	484.4		
非流动负债	0.0	239.8	239.8	239.8	EBITDA	122.7	646.8	733.1	815.9		
长期借款	0.0	239.7	239.7	239.7							
其他	0.0	0.0	0.0	0.0							
负债总计	1470.9	2682.2	2823.2	2719.2							
少数股东权益	12.3	12.3	12.3	12.3							
归属母公司股东权益	1030.6	1188.6	1381.4	1622.4							
负债和股东权益总计	2513.8	3883.1	4216.9	4354.0							
现金流量表 (百万元)		2014	2015E	2016E	2017E	重要财务与估值指标		2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-304.9	146.5	502.6	588.4	每股收益(元)	0.08	0.32	0.40	0.49		
投资活动现金流	-178.8	-544.2	-267.1	-55.8	每股净资产(元)	1.27	1.46	1.70	1.99		
筹资活动现金流	186.8	395.4	-235.4	-532.6	发行在外股份(百万股)	813.3	813.3	813.3	813.3		
现金净增加额	-296.9	-2.2	0.0	0.0	ROIC(%)	5.5%	19.8%	24.1%	31.4%		
企业自由现金流	-145.6	75.4	453.7	536.6	ROE(%)	6.4%	22.2%	23.3%	24.8%		
					毛利率(%)	26.1%	38.7%	39.5%	40.7%		
					EBIT Margin(%)	11.9%	22.9%	24.4%	25.2%		
					销售净利率(%)	9.1%	18.5%	19.3%	20.9%		
					资产负债率(%)	58.5%	69.1%	67.0%	62.4%		
					收入增长率(%)	-38.2%	97.0%	16.8%	15.2%		
					净利润增长率(%)	30.3%	301.4%	22.0%	25.0%		

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>