

切入网游产业，多元化进程开启

- **事件:** 公司公告拟发行股份及支付现金购买炎龙科技 100%股权，交易标的作价 16 亿元。此次购买资产向交易对方发行股票的发行价格为 3.12 元/股，购买炎龙科技 50%股权，募集配套资金向实控人发行的股票发行价格为 4.02 元/股，募集资金总额不超过 15 亿元，用于现金支付炎龙科技另外 50%股权以及投资项目的建设和运营。并同时公告公司股票将于 2015 年 11 月 11 日复牌。
- **战略转型，切入高速发展的网游产业。** 2014 年底全国网络游戏市场用户数量达到 5.2 亿人，同比增长 4.6%，全国网络游戏市场实现销售收入达到 1144.8 亿元人民币，同比增长 37.7%，游戏产业正处于高速发展时期。炎龙科技是国内知名的网络游戏研发商和代理发行商，其核心团队长期从事网络游戏开发及代理发行，在境外网络游戏运营方面拥有丰富的游戏运营商资源。此次交易完成后，炎龙科技成为上市公司的重要子公司，炎龙科技原股东成为上市公司的股东，双方携手共赢，共享网游产业大发展时代的历史机遇。
- **实控人参与发行，各方信心十足。** 公司实际控制人沈培今以每股 4.02 元的发行价格认购股份不超过 3.7 亿股，交易完成后持股比例将由 15% 上升至 31.2%，持股比例进一步加大，大股东对公司未来发展信心十足。而原炎龙科技股东也承诺未来炎龙业绩高速增长，并签订业绩对赌协议，彰显着各方看好炎龙网游业务前景。
- **原有主业弱化，平台功能初显。** 公司原有主业农兽药和锆系列产品的制造与销售受行业产能过剩以及竞争加剧的冲击，呈现出业务持续下滑的局面。此次交易的进行，彰显着公司多元化经营的开端，后续有望持续拓展上市公司业务范围，打造新的利润增长点。
- **估值与评级:** 不考虑本次发行股票及支付现金购买炎龙科技股权的影响，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元、0.15 元，对应的动态 PE 分别为 46 倍、37 倍和 36 倍（若考虑此次交易，2015-2017 年 EPS 分别为 0.12 元、0.17 元、0.19 元，对应的动态 PE 分别为 42 倍、32 倍和 28 倍）。我们看好公司向网游业务方向转型的前景，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品价格波动的风险，下游需求持续低迷的风险，资产重组进度不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1343.93	1054.57	1112.55	1182.19
增长率	-16.36%	-21.53%	5.50%	6.26%
归属母公司净利润(百万元)	82.91	123.31	156.77	159.69
增长率	199.02%	48.74%	27.13%	1.86%
每股收益 EPS(元)	0.08	0.11	0.14	0.15
净资产收益率 ROE	5.30%	7.70%	9.27%	9.12%
PE	69	46	37	36
PB	3.95	3.73	3.51	3.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华

执业证号: S1250513070003

电话: 021-50755259

邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪

执业证号: S1250514120001

电话: 010-57631196

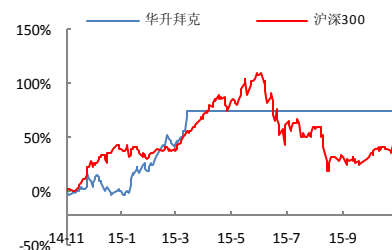
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	10.95
流通 A 股(亿股)	10.95
52 周内股价区间(元)	2.84-5.27
总市值(亿元)	58.89
总资产(亿元)	23.27
每股净资产(元)	3.49

相关研究

1. 升华拜克(600226): 毛利同比提升 投资收益大增 (2014-08-26)

表 1: 分产品业绩预测 (万元)

		2014A	2015E	2016E	2017E
兽药产品	收入(百万元)	510.32	392.95	412.59	435.29
	yoy	13.45%	-23.00%	5.00%	5.50%
	成本(百万元)	449.48	355.62	367.62	385.23
	毛利率(%)	11.92%	9.50%	10.90%	11.50%
农药产品	收入(百万元)	465.31	352.24	362.81	375.51
	yoy	-35.51%	-24.30%	3.00%	3.50%
	成本(百万元)	395.90	308.91	312.38	322.18
	毛利率(%)	14.92%	12.30%	13.90%	14.20%
氧氯化锆	收入(百万元)	230.52	179.81	187.00	195.41
	yoy	-16.39%	-22.00%	4.00%	4.50%
	成本(百万元)	212.81	169.56	175.03	182.71
	毛利率(%)	7.68%	5.70%	6.40%	6.50%
化工	收入(百万元)	63.38	57.04	76.55	100.97
	yoy	-10.93%	-10.00%	34.20%	31.90%
	成本(百万元)	55.56	50.00	67.11	88.40
	毛利率(%)	12.34%	12.35%	12.33%	12.45%
电及蒸汽	收入(百万元)	51.22	51.48	51.94	52.61
	yoy	-13.92%	0.50%	0.90%	1.30%
	成本(百万元)	37.03	37.73	38.23	38.67
	毛利率(%)	27.70%	26.70%	26.40%	26.50%
其他	收入(百万元)	12.73	12.86	13.01	13.21
	yoy	51.37%	1.00%	1.20%	1.50%
	成本(百万元)	8.23	8.31	8.34	8.51
	毛利率(%)	35.35%	35.40%	35.90%	35.60%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1343.93	1054.57	1112.55	1182.19	净利润	76.88	118.31	151.27	156.69
营业成本	1162.76	937.41	976.30	1033.74	折旧与摊销	110.05	109.84	111.74	113.32
营业税金及附加	4.54	3.47	3.69	3.91	财务费用	28.62	13.95	13.11	14.35
销售费用	54.62	58.00	56.74	61.47	资产减值损失	36.38	8.44	-1.72	-0.55
管理费用	106.31	84.37	91.23	98.12	经营营运资本变动	-176.61	97.71	-27.71	-21.31
财务费用	28.62	13.95	13.11	14.35	其他	-50.91	-187.54	-201.24	-210.34
资产减值损失	36.38	8.44	-1.72	-0.55	经营活动现金流净额	24.42	160.71	45.45	52.16
投资收益	131.46	187.60	201.30	210.40	资本支出	30.69	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	其他	-138.91	183.69	198.69	206.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-108.22	163.69	178.69	186.43
营业利润	82.09	136.48	174.44	181.48	短期借款	7.52	25.36	10.00	10.00
其他非经营损益	6.46	-0.20	-0.20	-1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.56	136.28	174.24	180.48	股权融资	0.00	405.55	0.00	0.00
所得税	11.68	17.97	22.97	23.79	支付股利	-12.17	-440.25	-56.13	-69.02
净利润	76.88	118.31	151.27	156.69	其他	-23.94	-8.26	-9.11	-9.35
少数股东损益	-6.03	-5.00	-5.50	-3.00	筹资活动现金流净额	-28.59	-17.61	-55.24	-68.37
归属母公司股东净利润	82.91	123.31	156.77	159.69	现金流量净额	-111.50	306.79	168.90	170.21
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	101.48	408.27	577.17	747.38	成长能力				
应收和预付款项	268.58	209.92	228.18	238.83	销售收入增长率	-16.36%	-21.53%	5.50%	6.26%
存货	272.40	211.17	222.00	236.00	营业利润增长率	327.22%	66.26%	27.81%	4.04%
其他流动资产	320.15	251.22	265.03	281.62	净利润增长率	187.26%	53.89%	27.85%	3.58%
长期股权投资	429.90	429.90	429.90	429.90	EBITDA 增长率	42.91%	17.89%	14.99%	3.30%
投资性房地产	21.85	23.71	23.26	23.17	获利能力				
固定资产和在建工程	829.34	742.95	654.67	564.81	毛利率	13.48%	11.11%	12.25%	12.56%
无形资产和开发支出	80.39	76.96	73.53	70.10	三费率	14.10%	14.82%	14.48%	14.71%
其他非流动资产	9.69	11.66	14.64	18.62	净利率	5.72%	11.22%	13.60%	13.25%
资产总计	2333.78	2365.75	2488.37	2610.43	ROE	5.30%	7.70%	9.27%	9.12%
短期借款	174.64	200.00	210.00	220.00	ROA	3.29%	5.00%	6.08%	6.00%
应付和预收款项	343.84	267.80	280.13	297.83	ROIC	6.72%	9.46%	13.17%	14.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.43%	24.68%	26.90%	26.15%
其他负债	365.64	362.00	367.14	373.84	营运能力				
负债合计	884.11	829.80	857.27	891.67	总资产周转率	0.58	0.45	0.46	0.46
股本	405.55	1094.98	1094.98	1094.98	固定资产周转率	1.68	1.39	1.64	1.99
资本公积	345.13	61.24	61.24	61.24	应收账款周转率	11.46	11.17	12.95	13.02
留存收益	677.66	360.72	461.35	552.02	存货周转率	4.55	3.81	4.36	4.39
归属母公司股东权益	1425.65	1516.94	1617.58	1708.24	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	85.60%	—	—	—
少数股东权益	24.01	19.01	13.51	10.51	资本结构				
股东权益合计	1449.67	1535.96	1631.09	1718.76	资产负债率	37.88%	35.08%	34.45%	34.16%
负债和股东权益合计	2333.78	2365.75	2488.37	2610.43	带息债务/总负债	53.48%	60.04%	59.28%	58.12%
					流动比率	1.74	2.18	2.49	2.74
					速动比率	1.25	1.75	2.06	2.31
					股利支付率	14.68%	28.14%	35.80%	43.22%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	220.77	260.27	299.29	309.15	每股收益	0.08	0.11	0.14	0.15
PE	69.08	46.44	36.53	35.86	每股净资产	1.32	1.40	1.49	1.57
PB	3.95	3.73	3.51	3.33	每股经营现金	0.02	0.15	0.04	0.05
PS	4.26	5.43	5.15	4.84	每股股利	0.01	0.03	0.05	0.06
EV/EBITDA	10.95	22.03	18.62	17.50					
股息率	0.21%	0.61%	0.98%	1.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn