

游戏上线时点影响业绩，下半年有望好转

投资要点

- **事件:** 8月30日晚公司发布半年报: 1) 2016上半年实现营收8.6亿元, 同比增长169%, 其中网络游戏2.2亿元, 平台服务2.6亿元、互联网3.8亿元; 实现归母净利润2亿元, 同比增长41.5%。2) 预计1-9月实现归母净利润3.1-4.2亿元, 同比增长210%-320%, 上年同期1亿元。
- **点评:** 1) 业绩同比大幅增长原因主要是靠外延, 其中妙趣横生、雷尚科技、Avazu等都是去年10月并表, 为爱普是去年2月并表。2) 上半年业绩接近上次预告修正下限(预告区间为1.95-2.5亿元), 表现略微低于预期, 但我们判断这不会对全年各标的业绩承诺实现造成太大影响。业绩不及预期的主要原因是上半年鲜有新游戏上线, 天神互动、妙趣横生两家子公司净利润分别1.1亿元、521万元, 对应全年承诺的3亿元、6769万元还有较大差距。但是考虑到下半年即将上线的IP孵化产品《琅琊榜》、《凡人修仙传》(天神互动)及自主研发《封神英雄版》、《黎明之光》(妙趣横生)、《帝国OL》(雷尚科技)测试数据表现突出, 其中《帝国OL》上线首发畅销榜TOP68、预期月流水3000万, 《凡人修仙》将在9-10月上线、预期月流水4500万元, 我们认为下半年尤其四季度业绩将有大幅改善。此外, 儒意欣欣卖出也将为公司带来数千万投资收益。
- **拟并购幻想悦游、合润传媒, 为原有游戏、营销锦上添花。**幻想悦游能够进一步完善公司的海外游戏发行和海外互联网精准营销业务版图, 使公司旗下3家游戏研发商的产品更好地实现“走出去”的战略; 影视广告植入公司合润传媒则能为公司提供丰富的广告客户资源和影视合作伙伴。各业务板块之间有望产生充分协同, 将上市公司打造为游戏、广告、影视三位一体的平台型娱乐集团。目前非公开收购合润传媒和幻想悦游还在积极推进之中, 两家标的今年承诺净利润合计3.2亿, 如果顺利过会将大幅增厚公司备考业绩至9-10亿, 对比同类公司估值将非常便宜, 建议密切关注。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑非公开发行对2016年业绩与股本带来的影响(2017年计入), 我们预计公司2016-2018年EPS分别为2.23元、3.91元、4.67元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏行业发展环境和国家政策收紧的风险; 并购公司业绩承诺未能兑现的风险; 公司并购失败的风险。

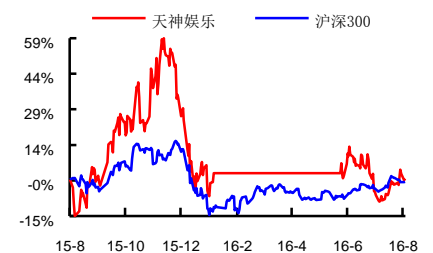
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	940.85	1541.31	3413.05	4221.46
增长率	97.85%	63.82%	121.44%	23.69%
归属母公司净利润(百万元)	362.10	652.66	1142.24	1362.95
增长率	56.25%	80.24%	75.01%	19.32%
每股收益EPS(元)	1.24	2.23	3.91	4.67
净资产收益率ROE	7.17%	12.62%	10.62%	11.36%
PE	61	34	19	16
PB	4.45	4.35	2.09	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.92
流通A股(亿股)	1.15
52周内股价区间(元)	65.4-122.05
总市值(亿元)	225.02
总资产(亿元)	58.25
每股净资产(元)	16.77

相关研究

1. 天神娱乐 (002354): 转售儒意影业、投资新美互通 (2016-07-08)
2. 天神娱乐 (002354): 加码游戏与内容营销, 完善传媒版图 (2016-06-26)

表 1: 主要子公司上半年业绩情况

子公司	营业收入 (亿元)	营业利润	净利润	全年承诺归母净利润
天神互动	3.62	1.19	1.09	3.03
妙趣横生	0.14	0.05	0.05	0.68
雷尚科技	1.06	0.51	0.51	0.79
Avazu	3.85	0.83	0.83	1.76
上海麦橙	0.13	0.09	0.07	0.01

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)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	940.85	1541.31	3413.05	4221.46	净利润	356.42	642.42	1124.32	1341.57
营业成本	294.53	512.12	1420.11	1773.61	折旧与摊销	6.78	4.62	4.62	4.62
营业税金及附加	3.97	6.65	14.62	18.12	财务费用	51.22	2.01	1.70	2.58
销售费用	14.81	61.14	137.64	170.16	资产减值损失	25.40	25.00	25.00	25.00
管理费用	226.26	284.34	675.94	873.95	经营营运资本变动	31.59	-191.74	53.80	60.20
财务费用	51.22	2.01	1.70	2.58	其他	-151.60	-25.00	-25.00	-25.00
资产减值损失	25.40	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	319.82	457.31	1184.43	1408.96
投资收益	42.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3568.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1101.03	4.05	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2467.21	4.05	0.00	0.00
营业利润	366.93	650.05	1138.04	1358.04	短期借款	317.80	-317.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.99	0.51	0.51	0.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	360.94	650.56	1138.55	1358.55	股权融资	3915.10	0.00	4436.34	0.00
所得税	4.51	8.13	14.23	16.99	支付股利	-23.18	-36.23	-65.30	-114.27
净利润	356.42	642.42	1124.32	1341.57	其他	-1571.42	-485.83	-1.70	-2.58
少数股东损益	-5.68	-10.24	-17.92	-21.38	筹资活动现金流净额	2638.30	-839.86	4369.34	-116.85
归属母公司股东净利润	362.10	652.66	1142.24	1362.95	现金流量净额	495.18	-378.50	5553.78	1292.11
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	723.55	345.05	5898.83	7190.94	成长能力				
应收和预付款项	519.20	653.87	1532.74	1929.05	销售收入增长率	97.85%	63.82%	121.44%	23.69%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	43.60%	77.16%	75.07%	19.33%
其他流动资产	158.59	90.78	224.48	301.48	净利润增长率	52.29%	80.24%	75.01%	19.32%
长期股权投资	1395.23	1395.23	1395.23	1395.23	EBITDA 增长率	64.14%	54.54%	74.27%	19.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11.49	8.94	6.39	3.84	毛利率	68.69%	66.77%	58.39%	57.99%
无形资产和开发支出	3679.69	3678.04	3676.38	3674.73	三费率	31.07%	22.55%	23.89%	24.79%
其他非流动资产	818.09	817.68	817.27	816.86	净利率	37.88%	41.68%	32.94%	31.78%
资产总计	7305.84	6989.59	13551.31	15312.12	ROE	7.17%	12.62%	10.62%	11.36%
短期借款	317.80	0.00	0.00	0.00	ROA	4.88%	9.19%	8.30%	8.76%
应付和预收款项	172.34	232.50	654.82	844.25	ROIC	32.63%	25.08%	40.83%	47.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.16%	42.60%	33.53%	32.34%
其他负债	1846.67	1665.67	2309.71	2653.80	营运能力				
负债合计	2336.80	1898.16	2964.53	3498.05	总资产周转率	0.23	0.22	0.33	0.29
股本	292.09	292.09	354.90	354.90	固定资产周转率	92.51	150.86	445.16	824.92
资本公积	3631.98	3631.98	8005.51	8005.51	应收账款周转率	3.74	3.44	4.40	3.49
留存收益	834.34	1450.77	2527.71	3776.38	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	4973.55	5106.16	10619.44	11868.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.72%	—	—	—
少数股东权益	-4.50	-14.74	-32.66	-54.04	资本结构				
股东权益合计	4969.04	5091.42	10586.78	11814.08	资产负债率	31.99%	27.16%	21.88%	22.84%
负债和股东权益合计	7305.84	6989.59	13551.31	15312.12	带息债务/总负债	13.60%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.44	2.03	4.78	4.41
					速动比率	1.44	2.03	4.78	4.41
					股利支付率	6.40%	5.55%	5.72%	8.38%
					每股指标				
					每股收益	1.24	2.23	3.91	4.67
					每股净资产	17.01	17.43	36.25	40.45
					每股经营现金	1.09	1.57	4.06	4.82
					每股股利	0.08	0.12	0.22	0.39
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	424.93	656.68	1144.36	1365.24					
PE	61.10	33.90	19.37	16.23					
PB	4.45	4.35	2.09	1.87					
PS	23.52	14.36	6.48	5.24					
EV/EBITDA	49.20	31.93	17.63	13.83					
股息率	0.10%	0.16%	0.30%	0.52%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn