

# 宝通科技 (300031.SZ) 传媒互联网行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 23.88 元

目标价格 (人民币): 30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	222.73
总市值(百万元)	9,474.82
年内股价最高最低(元)	35.64/17.51
沪深 300 指数	3339.56



## 相关报告

- 《易幻表现超预期, 带动业绩大幅增长》, 2016.8.23
- 《完成员工持股计划, 游戏海外发行业务进展顺利》, 2016.4.25

## 石晨曦

联系人  
(8621)61038200  
shichenxi@gjzq.com.cn

## 王泽佳

联系人  
(8621)61038324  
wangzj@gjzq.com.cn

## 魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

## 拟收购易幻剩余股份, 坚定转型之路

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.245	0.228	0.539	0.823	1.129
每股净资产(元)	2.75	2.97	3.59	4.58	5.97
每股经营性现金流(元)	0.30	0.16	0.84	0.60	1.58
市盈率(倍)	31.92	137.92	42.27	27.66	20.18
行业优化市盈率(倍)	88.48	124.63	103.67	103.67	103.67
净利润增长率(%)	-27.96%	-7.18%	213.28%	52.78%	37.08%
净资产收益率(%)	8.93%	7.66%	19.89%	23.81%	25.02%
总股本(百万股)	300.00	300.00	397.00	397.00	397.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 2016年9月9日, 宝通科技发布公告, 拟收购广州易幻网络科技有限公司剩余 30%的股权。目前, 公司合计持有易幻网络 70%的股权, 拟购买牛曼投资、牛杜投资合计所持易幻网络 30%的股权(对应的注册资本出资额为 3,103,732.20 元)。

### 投资逻辑

- 拟收购易幻剩余股份, 坚定公司转型之路。**易幻网络持续运营精品游戏, 2016H1 业绩表现优异, 公司拟收购易幻剩余 30%股份, 若此次收购完成将进一步提升公司的业绩, 同时深化其在游戏海外发行领域的布局。易幻网络 2016H1 累计实现净利润为 1.01 亿元。从 3 月份纳入上市公司合并报表以来, 实现归母净利润 5,780.44 万元, 占上市公司归母净利润的 75.18%。
- 易幻在港澳台、韩国、东南亚等传统市场表现优异, 并表以来新增代理运营的游戏产品达 28 款**(分不同语言版本)。公司部分游戏同时在多个市场发行, 其中港澳台 3 款、韩国 2 款、东南亚 16 款、其他地区 7 款。在保证游戏上线数量的同时易幻坚持深化产品运营, 持续发行多款精品大作。易幻在港澳台发行的多款产品稳居 App Store 和 Google Play 畅销榜前十; 在韩国发行的《天命》(《六龙争霸》) 上线 3 日跃居 Google Play 免费榜第一, 上线 30 日进入各大应用商店畅销榜前五。
- 易幻将进一步完善其全球化布局, 游戏作品储备充足。**易幻将继续坚持全球化的市场推广渠道, 下半年预计发行移动游戏 30 款, 其中包括知名 IP 游戏《剑侠情缘》、国内超级明星代言的《暗黑黎明 2》等大作。
- 未来, 宝通将以“移动网络游戏发行、运营”+“现代工业输送服务”双轮驱动模式, 着力实施以“移动互联网”为载体的泛娱乐发展战略。**一方面, 围绕易幻网络进行产业链上下游的整合, 稳步推进“全球化”游戏发行与运营策略, 并将重点布局具有优势 IP 的游戏内容研发, 或通过自建 IP 的方式, 加快游戏产品内容端的深化与升级; 同时, 公司以自有资金人民币 35,000 万元与上海辰韬资产管理有限公司共同发起设立宝通辰韬互联网产业投资基金, 未来将在游戏、娱乐、文化等泛娱乐领域积极寻找发展机会, 深化公司转型升级, 加强泛娱乐方向的内容布局。

### 投资建议与估值

- 不考虑公司拟收购易幻网络剩余 30%股权的影响, 我们预计 2016E、

2017E、2018E 公司归母净利润分别为 2.14 亿、3.27 亿、4.48 亿，对应 EPS 分别为 0.539 元、0.823 元、1.129 元；我们预计 2016 年公司游戏海外发行业务贡献净利润 1.54 亿左右，传统业务贡献净利润 6000 万左右；参考同行业可比公司，考虑到公司海外游戏发行业务处于高速增长，给予其输送带业务 20X16PE，游戏海外发行业务 70X16PE，则公司对应市值为 120 亿，对应目标价 30 元。给予公司“买入”评级。

### 风险

- 收购剩余股权尚存在不确定性；
- 传统业务下游不景气；
- 海外游戏市场政策性风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>561</b>	<b>502</b>	<b>470</b>	<b>1,597</b>	<b>2,395</b>	<b>3,024</b>	货币资金	223	206	161	403	438	871
增长率		-10.4%	-6.5%	239.8%	50.0%	26.2%	应收款项	354	358	338	568	828	1,121
<b>主营业务成本</b>	<b>-378</b>	<b>-353</b>	<b>-311</b>	<b>-800</b>	<b>-1,127</b>	<b>-1,380</b>	存货	60	63	80	61	74	76
%销售收入	67.4%	70.3%	66.3%	50.1%	47.1%	45.6%	其他流动资产	9	10	18	11	108	15
<b>毛利</b>	<b>183</b>	<b>149</b>	<b>159</b>	<b>797</b>	<b>1,268</b>	<b>1,644</b>	流动资产	646	637	596	1,044	1,449	2,083
%销售收入	32.6%	29.7%	33.7%	49.9%	52.9%	54.4%	%总资产	64.7%	64.5%	57.2%	71.5%	74.5%	81.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	长期投资	0	0	99	99	99	99
%销售收入	0.5%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	325	321	302	279	351	328
<b>营业费用</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>	<b>-319</b>	<b>-503</b>	<b>-635</b>	%总资产	32.5%	32.6%	29.0%	19.1%	18.0%	12.8%
%销售收入	4.5%	5.1%	6.6%	20.0%	21.0%	21.0%	无形资产	25	26	40	35	45	54
<b>管理费用</b>	<b>-38</b>	<b>-41</b>	<b>-51</b>	<b>-160</b>	<b>-263</b>	<b>-333</b>	非流动资产	353	351	445	416	497	484
%销售收入	6.9%	8.2%	10.8%	10.0%	11.0%	11.0%	%总资产	35.3%	35.5%	42.8%	28.5%	25.5%	18.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>116</b>	<b>79</b>	<b>73</b>	<b>308</b>	<b>486</b>	<b>656</b>	<b>资产总计</b>	<b>999</b>	<b>988</b>	<b>1,041</b>	<b>1,460</b>	<b>1,946</b>	<b>2,567</b>
%销售收入	20.7%	15.7%	15.6%	19.3%	20.3%	21.7%	短期借款	0	2	12	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	应付款项	158	146	102	240	327	393
%销售收入	-0.7%	-1.1%	-1.3%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	其他流动负债	38	7	6	59	73	84
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	195	155	120	299	400	477
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期借款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	8	0	7	6	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>204</b>	<b>162</b>	<b>126</b>	<b>305</b>	<b>400</b>	<b>478</b>
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>83</b>	<b>76</b>	<b>313</b>	<b>492</b>	<b>670</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>795</b>	<b>824</b>	<b>892</b>	<b>1,076</b>	<b>1,373</b>	<b>1,791</b>
%营业收入	20.8%	16.5%	16.3%	19.6%	20.5%	22.2%	少数股东权益	0	2	23	79	173	298
<b>营业外收支</b>	<b>31</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>999</b>	<b>988</b>	<b>1,041</b>	<b>1,460</b>	<b>1,946</b>	<b>2,567</b>
<b>税前利润</b>	<b>147</b>	<b>87</b>	<b>82</b>	<b>317</b>	<b>496</b>	<b>674</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.3%	17.3%	17.5%	19.9%	20.7%	22.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-45</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	<b>-48</b>	<b>-74</b>	<b>-101</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	30.7%	15.2%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.681	0.245	0.228	0.539	0.823	1.129
<b>净利润</b>	<b>102</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>269</b>	<b>421</b>	<b>573</b>	每股净资产	5.300	2.745	2.973	3.586	4.576	5.969
少数股东损益	0	0	2	56	94	125	每股经营现金净流	1.022	0.302	0.160	0.838	0.599	1.576
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>102</b>	<b>74</b>	<b>68</b>	<b>214</b>	<b>327</b>	<b>448</b>	每股股利	0.300	0.300	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	18.2%	14.6%	14.5%	13.4%	13.6%	14.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.85%	8.93%	7.66%	19.89%	23.81%	25.02%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	10.23%	7.45%	6.56%	14.66%	16.80%	17.46%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	10.15%	8.10%	6.72%	22.65%	26.73%	26.70%
<b>净利润</b>	<b>102</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>269</b>	<b>421</b>	<b>573</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.45%	-10.44%	-6.49%	239.83%	50.03%	26.24%
<b>非现金支出</b>	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	EBIT 增长率	25.06%	-32.05%	-7.34%	319.82%	58.04%	35.03%
非经营收益	-1	-1	-2	-1	-1	-4	净利润增长率	26.49%	-27.96%	-7.18%	213.28%	52.78%	37.08%
<b>营运资金变动</b>	<b>30</b>	<b>-14</b>	<b>-53</b>	<b>-44</b>	<b>-269</b>	<b>-124</b>	总资产增长率	11.66%	-1.11%	5.45%	40.16%	33.32%	31.91%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>153</b>	<b>90</b>	<b>48</b>	<b>252</b>	<b>180</b>	<b>473</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-114</b>	<b>-40</b>	<b>-24</b>	<b>4</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	应收账款周转天数	151.6	183.3	192.4	100.0	100.0	100.0
投资	0	0	-99	0	0	0	存货周转天数	50.5	63.3	83.5	28.0	24.0	20.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	79.9	89.8	83.0	80.0	80.0	78.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-114</b>	<b>-40</b>	<b>-122</b>	<b>4</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	固定资产周转天数	210.6	227.1	228.0	60.9	36.4	25.5
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-13</b>	<b>-100</b>	<b>1</b>	净负债/股东权益	-28.06%	-24.68%	-16.24%	-34.91%	-28.37%	-41.67%
<b>其他</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-33</b>	<b>-30</b>	EBIT 利息保障倍数	-29.1	-14.7	-11.6	-56.6	-89.6	-48.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-45</b>	<b>-43</b>	<b>15</b>	<b>-13</b>	<b>-133</b>	<b>-29</b>	资产负债率	20.40%	16.36%	12.14%	20.90%	20.57%	18.64%
<b>现金净流量</b>	<b>-6</b>	<b>8</b>	<b>-59</b>	<b>242</b>	<b>35</b>	<b>433</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

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%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD