



2016年11月13日

升华拜克(600226.SH)

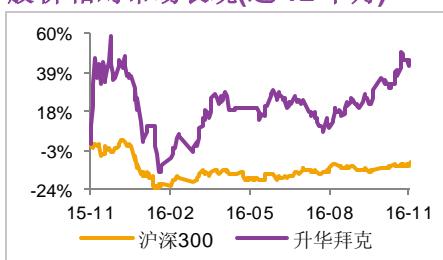
# 升华拜克(600226.SH, 增持)—— 转型布局泛娱乐中

## 增持(首次评级)

当前价: 11.0 元  
目标价: 11.00 – 12.00 元

分析师: 陈铮娴  
执业编号: S0300516090001  
电话:  
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

## 投资要点

### 公司简介

公司成立于1999年,2000年在上海证券交易所首次发行A股,是中国规模最大的新型农药和兽药生产企业之一。基于自身转型发展需要,公司意欲转型,2015年6月公司原控股股东升华集团与沈培今先生签署了股份转让协议,公司实际控制人变更为沈培今先生,截至3Q15,沈培今先生持股15%,为第一大股东。

### 投资看点

2015年6月,公司实际控制人暨第一大股东变更,并陆续转让子公司以优化资产结构。2016年4月公司发布《未来发展战略规划(2016-2020年)》,将泛娱乐作为公司未来战略重点。目前发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方案在持续推进。2016年5月方案中的炎龙科技的主营业务为网络游戏的研发、代理发行及IP与源代码合作。具体包括:网络游戏研发及授权运营。炎龙科技通过独立研发、合作研发等方式研发网络游戏产品并授权网络游戏运营商运营。

### 投资建议

考虑到公司有可能成功转型,建议投资者密切关注,首次覆盖给予「增持」的投资评级,目标价设定为12.00元,目前股价隐含上涨空间9%。

### 风险提示

并购进程不如预期。



## 目 录

一、公司简介 .....	3
二、财务回顾 .....	4
三、交易方案及拟购资产 .....	4
(一) 交易方案 .....	4
(二) 拟购资产 .....	5

## 图表目录

图表 1: 重大事件概览 .....	3
图表 2: 前十大股东 (3Q16) .....	3
图表 3: 前十大股东 (3Q16) .....	4
图表 4: 1Q-3Q16, 公司营收 6.8 亿元 .....	4
图表 5: 1Q-3Q16, 公司净利润 2.66 亿元 .....	4
附录: 公司财务预测表 .....	7



## 一、公司简介

公司成立于 1999 年，2000 年在上海证券交易所首次发行 A 股，是中国规模最大的新型农药和兽药生产企业之一。基于自身转型发展需要，公司意欲转型，2015 年 6 月公司原控股股东升华集团与沈培今先生签署了股份转让协议，公司实际控制人变更为沈培今先生，截至 3Q15，沈培今先生持股 15%，为第一大股东。主要大事件如下：

图表1：重大事件概览

时间	事件	说明
2015年6月5日	升华集团（原控股股东）转让公司股权	基于自身转型发展需要，公司原控股股东升华集团与沈培今先生签署了股份转让协议，以协议方式，转让公司无限售流通股6,083.24万股，占公司总股本的15%。转让价格为14.52元/股，转让价款合计8.83亿元。
2015年6月23日	实控人变更	升华集团6月23日分别与境内自然人虞军、陆利斌和周文彬签署了《股份转让协议》，以协议方式，14.52元/股转让其持有的部分公司无限售流通股股份，合计转让44,167,457股，占公司总股本的10.89%。升华集团、沈培今、虞军利斌和周文彬各自持有公司股份，不存在关联关系，并非一致行动人。公司实际控制人变更为沈培今。
2015年6月24日	拟募资涉农业互联网金融及第三方支付	公司拟以募集资金投资农业互联网金融市场，与供销系统国有龙头企业合作，以互联网为基础，开展农业信贷、租赁及其他相关金融服务。
2015年8月27日	拟转型新兴产业	为促进公司战略转型及寻求新的利润增长点，推进重大资产重组项目，将公司的发展战略由农药、兽药及锆的生产与销售业务逐渐向互联网游戏等互联网新兴产业转移。
2015年10月20日	公司拟转型网游公司	公司拟向炎龙科技股东鲁剑、李练和西藏炎龙发行股份及支付现金购买其持有的炎龙科技100%股权，交易标的作价16亿，业绩承诺方承诺炎龙科技2015-2018年度实现的净利润分别不低于9,000万元、1.26亿元、1.64亿元及1.97亿元。
2015年11月30日	转让全资子公司，优化资产结构	将所持有的内蒙古拜克生物有限公司100%的股权转让给公司参股子公司河北圣雪大成制药有限责任公司。
2016年1月27日	并购重组事项未获通过	
2016年2月29日	拟成立大数据公司，涉足泛娱乐产业	公司拟出资成立大数据公司，从泛娱乐产业基层角度切入，收集、整理海量泛娱乐产业相关数据，开展IP运营数据分析、IP评估体系建立等业务，并对泛娱乐产业发展趋势、市场方向进行分析预测，为公司在泛娱乐产业发展运营提供有效支持。
2016年4月15日	确定泛娱乐为公司战略	发布《未来发展战略规划(2016-2020年)》，将“泛娱乐”作为公司未来战略重点。
2016年5月24日	并购网游公司炎龙科技有条件通过	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有条件通过。公司正式涉足泛娱乐产业。
2016年6月1日	拟与多方合作拓展泛娱乐产业	为拓展公司在艺术培训、影视及其相关领域的布局，推动公司泛娱乐战略发展，公司于近日分别与韩国国际艺术学院、北京八八空间舞蹈文化艺术有限公司（简称“八八空间”）、海口经济学院、北京星路天下文化传媒有限公司（简称“北京星路”）签订了战略合作协议。
2016年10月30日	三季度报披露	前三季度净利润同比增长88%

资料来源：公司公告、联讯证券

图表2：前十大股东（3Q16）

股东名称	持股比例（%）	说明
沈培今	15.00	男，1979年出生，工商管理学硕士(EMBA)，中国国籍，拥有新加坡永久居住权，现任浙江升华拜克生物股份有限公司董事，上海瀚叶投资控股有限公司董事长兼总裁，上海瀚叶财富管理顾问有限公司董事长兼总经理，上海雍贯投资管理有限公司董事长，西藏智宸宇投资有限公司执行董事兼总经理。
升华集团控股有限公司	8.38	
德清丰华投资有限公司	5.01	
虞军	4.83	自然人
陆利斌	4.44	
周文彬	1.63	自然人
前海开源基金-中信证券-前海开源四季阳光1号资产管理计划	0.94	
兴业银行股份有限公司-中邮战略新兴产业混合型证券投资基金	0.73	
中国农业银行股份有限公司-中邮核心优选混合型证券投资基金	0.65	(新进)
费有才	0.55	自然人(新进)

资料来源：Wind、联讯证券



图表3：前十大股东（3Q16）

名称	职务	管理层背景
沈培今	董事长兼董事	男, 1979年出生, 工商管理学硕士(EMBA), 中国国籍, 拥有新加坡永久居住权, 现任浙江升华拜克生物股份有限公司董事, 上海瀚叶投资控股有限公司董事长兼总裁, 上海瀚叶财富管理顾问有限公司董事长兼总经理, 上海雍贵投资管理有限公司董事长, 西藏智宸宇投资有限公司执行董事兼总经理。
钱海平	副董事长兼董事	男, 1978年生, 大专, 高级经济师。历任浙江升华云峰新材料股份有限公司供销科长, 升华集团控股有限公司总经理助理, 融资部经理, 升华集团控股有限公司副总经理, 德清升华小额贷款股份有限公司董事长, 浙江升华投资有限公司董事长, 升华地产集团有限公司董事长。湖北楚都投资控股集团有限公司董事, 杭州正鑫投资有限公司董事, 浙江升华强磁材料有限公司董事。现任浙江升华拜克生物股份有限公司副董事长, 升华集团控股有限公司常务副总裁兼董事, 升华集团浙江建设有限公司执行董事兼经理, 升华集团德清三峰化工实业有限公司董事, 升华集团德清华源颜料有限公司董事, 湖州升华新城房地产开发有限公司董事, 浙江升华资产经营有限公司董事, 德清升华小额贷款股份有限公司董事, 中国物流有限公司董事, 浙江德清升华物流发展有限公司董事, 浙江沐源环境工程有限公司董事。
沈德堂	总经理兼董事	男, 1966年生, 大专, 高级工程师。历任德清县生物化学总公司副总经理、总经理, 升华(集团)公司副总经理, 浙江升华拜克生物股份有限公司董事长、副董事长、总经理和常务副总经理, 浙江拜克开普化工有限公司董事长, 浙江升华拜克化工进出口有限公司董事长。德清王思能源实业有限公司执行董事兼经理, 浙江伊科拜克动物保健品有限公司董事长, 上海伊科拜克兽药销售有限公司董事, 浙江升华拜克化工进出口有限公司(香港)董事, 内蒙古拜克生物有限公司董事, 浙江升华拜克生物股份有限公司(香港)董事。宁夏格瑞精细化工有限公司董事, 上海展昱生化科技有限公司董事, 升华集团控股有限公司董事兼副总裁。现任浙江升华拜克生物股份有限公司董事长兼总经理, 青岛易邦生物工程有限公司董事, 德清丰华投资有限公司董事。
陈为群	副总经理兼董事	男, 1966 年生, 大学, 工程师。历任浙江省石油化学公司业务员, 浙江中化建进出口公司业务一部经理, 浙江捷成石化发展有限公司销售部经理, 升华集团德清华源颜料有限公司外贸部经理, 浙江升华拜克生物股份有限公司总经理助理兼国际销售部经理。现任浙江升华拜克生物股份有限公司董事、副总经理, 青岛易邦生物工程有限公司董事, 浙江伊科拜克动物保健品有限公司董事, 上海伊科拜克兽药销售有限公司董事, 河北圣雪大成制药有限责任公司董事。
李荣伟	财务负责人	男, 1975年出生, 本科, 高级会计师。历任中利达集团控股有限公司会计、财务部副经理、财务部经理和集团财务副总监。浙江特瑞思药业股份有限公司财务总监, 湖南上药九旺医药有限公司财务总监。

资料来源: Wind、联讯证券

## 二、财务回顾

截至 3Q16, 公司营收 6.8 亿元, 净利润 2.66 亿元。

图表4：1Q-3Q16, 公司营收 6.8 亿元



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表5：1Q-3Q16, 公司净利润 2.66 亿元



资料来源: 公司公告、联讯证券

## 三、交易方案及拟购资产

### (一) 交易方案

2015 年 10 月 19 日, 上市公司与鲁剑、李练及西藏炎龙签订《发行股份及支付现金购买资产的协议》, 拟向炎龙科技股东鲁剑、李练及西藏炎龙发行股份及支付现金购买其持有的炎龙科技 100% 股权, 交易标的作价 16 亿元。其中以现金支付方式购买西藏炎龙所持



炎龙科技 50% 股权，总计现金 8 亿元；以发行股份支付方式购买鲁剑、李练所持炎龙科技 50% 股权。向交易对方发行股票的发行价格为 3.12 元/股。

同时为提高本次交易的整合绩效，公司拟向特定对象沈培今非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过人民币 15 亿元，不超过拟购买资产交易价格的 100%，所募集资金将用于支付本次交易中的现金对价及炎龙科技投资项目的建设和运营。

## （二）拟购资产

炎龙科技的主营业务为网络游戏的研发、代理发行及 IP 与源代码合作。具体包括：网络游戏研发及授权运营。炎龙科技通过独立研发、合作研发等方式研发网络游戏产品并授权网络游戏运营商运营。

网络游戏代理发行。炎龙科技与网络游戏研发商合作，获得其旗下相关网络游戏产品独家发行权（主要为境外区域市场）并将该游戏产品授予游戏运营商运营。网络游戏 IP 合作及游戏源代码采购、研发和销售。炎龙科技获得境内外知名 IP 授权后，通过代理、共同研发等方式实现知名 IP 资源的游戏产品转化及商业化；同时，炎龙科技采购境外网络游戏源代码并进行研发，将所研发的网络游戏产品出售给网络游戏运营商。近两年，炎龙科技主营业务经营业绩良好。游戏研发方面，炎龙科技通过自主或合作等方式研发了《荣耀之战》、《武斗群雄》、《仙剑炼妖录》、《傲视苍穹》、《风云无双》、《雷神之城》、《创世英雄》等多款网页游戏产品，树立并不断巩固了炎龙科技的品牌；《荣耀之战》、《仙剑炼妖录》、《武斗群雄》、《雷神之城》、《创世英雄》等游戏产品还迅速走向境外市场，目前已出口至港澳台、日本、东南亚、北美、巴西等国家和地区并取得良好运营业绩。2015 年，炎龙科技游戏产品研发业务实现营业收入 8,950.58 万元，其中《荣耀之战》（印尼版）实现 1,136.30 万元，《武斗群雄》实现 945.02 万元。在积极研发网页游戏产品的同时，炎龙科技近年来也开始大力研发移动游戏产品，2015 年，公司自研移动游戏产品大眼蛙军曹（南美及东南亚）实现营业收入 739.16 万元。

代理发行方面，炎龙科技一直同港澳台、泰国、越南等地区的网络游戏运营商保持良好的业务合作关系，具备良好的网络游戏运营商资源及丰富的境外网络游戏产品代理发行经验。报告期内，炎龙科技先后代理发行《天空幻想》、《终极火力》、《Call of Chaos》、《独孤求败》及《猎魔》等国内知名网络游戏产品，取得了较好的发行业绩。2015 年，炎龙科技及其子公司共实现代理发行收入 1,212.50 万元，其中《神话纪元》（大陆版）实现代理发行收入 665.09 万元，《Call of Chaos》实现代理发行收入 285.31 万元。IP 与源代码合作方面，炎龙科技与正版 IP 授权方就《死神》及《妖精的尾巴》等知名 IP 产品，通过代理、共同开发等合作模式来争取实现知名 IP 资源的游戏产品转化及商业化。同时，炎龙科技购买境外知名网络游戏产品源代码，通过对产品源代码再次研发并销售给网络游戏产品运营商，取得了良好的经济效益。2015 年，炎龙科技实现游戏 IP 与源代码合作收入 3,780.77 万元。

除上述业务外，炎龙科技还建立了网络游戏运营平台—[www.yeyou365.com](http://www.yeyou365.com)，通过上述网络游戏运营平台联合运营《斗破乾坤》、《烈火战神》、《凡人修真》及《烈焰》等网络游戏。2013 年，炎龙科技实现网络游戏运营收入 854.23 万元。近年来，公司顺应网络游戏发展趋势，逐步压缩以网页游戏运营为主的游戏运营业务，力争逐步实现向移动游戏运营业务转型。



### 三、投资建议

考虑到公司有可能成功转型，建议投资者积极关注，首次覆盖给予「增持」的投资评级，目标价设定为 12.00 元，目前股价隐含上涨空间 9%。

### 四、风险提示

并购进程不如预期。



## 附录：公司财务预测表

资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015A	现金流量表	2012A	2013A	2014A	2015A
货币资金		279.66	136.11	229.39	经营性		125.86	25.15	66.08
应收和预付款项		379.65	268.58	206.72	投资性		-224.30	-108.22	187.49
存货		223.96	272.40	234.89	筹资性		111.86	-28.59	-152.94
其他流动资产		2.09	213.14	103.83					
长期股权投资		406.47	429.90	570.66	财务指标	2012A	2013A	2014A	2015A
投资性房地产		24.73	21.85	34.19	收益率				
固定资产和在建工程		864.93	831.96	681.03	毛利率		11.12%	13.48%	14.06%
无形资产和开发支出		89.20	80.39	68.56	三费/销售收入		12.09%	14.10%	19.21%
其他非流动资产		1.70	0.24	2.26	EBIT/销售收入		2.94%	8.66%	15.79%
资产总计		2272.39	2254.57	2131.52	EBITDA/ 销售收		9.77%	16.85%	25.59%
短期借款		167.11	174.64	153.09	销售净利率		1.67%	5.72%	13.32%
应付和预收款项		361.76	332.01	260.13	资产获利率				
长期借款		297.69	298.19	299.00	ROE		2.05%	5.82%	9.93%
其他负债		36.21	0.06	0.00	ROA		2.08%	5.16%	7.48%
负债合计		862.77	804.90	712.22	ROIC		2.32%	5.91%	8.29%
股本		405.55	405.55	1094.98	增长率				
资本公积		345.13	345.13	61.45	销售收入增长率		-2.72%	-16.36%	-24.84%
留存收益		603.99	674.97	252.70	EBIT 增长率		8.69%	146.78%	36.95%
归属母公司股东权益		1354.66	1425.65	1409.13	EBITDA 增长率		2.93%	44.21%	14.14%
少数股东权益		54.96	24.01	10.17	净利润增长率		-9.43%	187.26%	75.01%
股东权益合计		1409.62	1449.67	1419.29	总资产增长率		4.45%	-0.78%	-5.46%
负债和股东权益合计		2272.39	2254.57	2131.52	股东权益增长率		0.62%	5.24%	-1.16%
					经营营运资本增		128.49%	67.51%	-32.18%
利润表	2012A	2013A	2014A	2015A	资本结构				
营业收入		1606.86	1343.93	1010.10	资产负债率		37.97%	35.70%	33.41%
减: 营业成本		1428.13	1162.76	868.07	投资资本/总资		70.83%	79.83%	77.41%
营业税金及附加		5.00	4.54	4.04	带息债务/总负		53.87%	58.74%	63.48%
营业费用		63.47	54.62	41.31	流动比率		1.67	1.76	1.88
管理费用		105.46	106.31	131.05	速动比率		1.25	0.80	1.06
财务费用		25.38	28.62	21.70	销售收入增长率		-2.72%	-16.36%	-24.84%
资产减值损失		21.73	36.38	44.12	EBIT 增长率		8.69%	146.78%	36.95%
加: 投资收益		61.52	131.46	227.40	EBITDA 增长率		2.93%	44.21%	14.14%
公允价值变动损益		0.00	-0.06	0.06	净利润增长率		-9.43%	187.26%	75.01%
其他经营损益		0.00	0.00	0.00	总资产增长率		4.45%	-0.78%	-5.46%
营业利润		19.21	82.09	127.27	股东权益增长率		0.62%	5.24%	-1.16%
加: 其他非经营损益		9.16	6.46	7.40	经营营运资本增		128.49%	67.51%	-32.18%
利润总额		28.38	88.56	134.67	资本结构				
减: 所得税		1.61	11.68	0.12	资产负债率		37.97%	35.70%	33.41%
净利润		26.76	76.88	134.55	投资资本/总资		70.83%	79.83%	77.41%
减: 少数股东损益		-0.96	-6.03	-5.33	带息债务/总负		53.87%	58.74%	63.48%
归属母公司股东净利润		27.73	82.91	139.88	流动比率		1.67	1.76	1.88
EBITDA		157.07	226.50	258.51	速动比率		1.25	0.80	1.06
EPS (元)		0.025	0.076	0.128			2013A	2014A	2015A

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

陈静娴，2016年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)