

宝通科技(300031.SZ)

补充完善重组草案，收购易幻部分股权将 增厚公司业绩

 评级：**买入** 前次：**买入**

 目标价(元)：**29.2**

分析师 康雅雯 联系人 熊亚威

S0740515080001

021-20315097

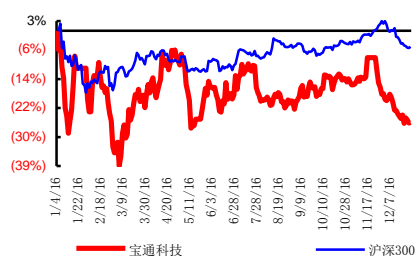
kangyw@r.qlzq.com.cn xiongyw@r.qlzq.com.cn

2017年01月02日

基本状况

总股本(百万股)	397
流通股本(百万股)	223
市价(元)	21.08
市值(百万元)	8,364
流通市值(百万元)	4,695

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	502.45	469.82	1,486.7	2,076.2	2,504.8
营业收入增速	-10.44%	-6.49%	216.45	39.65%	20.64%
归属于母公司的净利润	73.58	68.30	146.52	271.61	332.89
净利润增长率	-27.96%	-7.18%	114.53	85.37%	22.56%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.23	0.37	0.68	0.84
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	31.92	137.92	57.06	30.78	25.12
PEG	—	—	0.50	0.36	1.11
每净产(元)	2.75	2.97	6.44	7.12	7.96
每股现金流量	0.30	0.16	1.24	0.35	0.94
净资产收益率	8.93%	7.66%	5.74%	9.61%	10.54%
市净率	2.85	10.56	3.27	2.96	2.65
总股本(百万股)	300.00	300.00	396.64	396.64	396.64

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

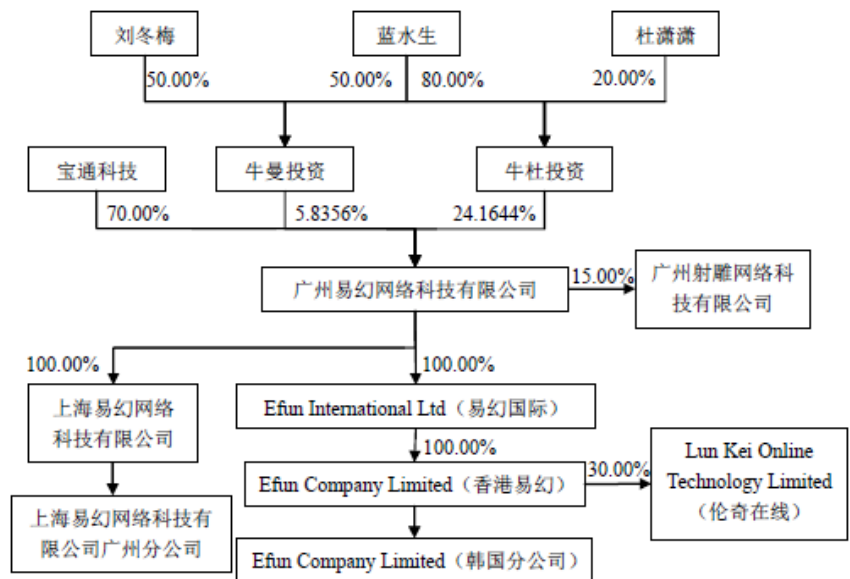
- 事件：**宝通科技根据深交所问询函的审核要求，对拟以现金方式收购易幻网络 24.1644%股权的情况与相关各方及中介机构对本次交易事项相关文件进行了补充和完善，并对重组草案进行了相应的修订。补充披露了相关风险及韩国易幻经营、财务状况等相关情况。
- 点评：**
- 易幻整体评估值 20.72 亿元，收购完成上市公司将持有 94.1644% 股权。**本次易幻网络 100% 的股权于评估基准日的评估值为 20.72 亿元，相比于上一次收购评估值 18.85 亿提升约 10%，按照 2016 年 1.55 亿承诺业绩对应 PE 为 13.37 倍，低于行业我们认为对于快速发展中的易幻网络，这一估值相对合理。
- 韩国易幻 2016 年代理游戏质量提升，成本、费用增加致利润下降。**本次修订稿补充披露了相关风险及韩国易幻经营、财务状况等相关情况。2015 年及 2016 年 1-8 月，韩国易幻代理运营游戏数量分别为 18 款和 17 款，2016 年游戏在质量上有很大提升，引进了六龙御天、梦想星城等较受韩国玩家喜爱的游戏，尤其六龙御天截止 2016 年 8 月末的收入达人民币 6,984.24 万元，占收入比例为 50.01%。韩国易幻 2016 年 1-8 月营收为 1.39 亿元，相比 2015 全年营收 1.30 亿元增加 7.44%。公司 1-8 月利润总额为 -136.05 万元，2015 年利润总额为 10.42 万元，主要由于开发商分成、渠道费的合约比例的增加。部分新签游戏的开发商分成比例最高达到 40%（流水扣除渠道费后），而 2015 年开发商分成基本保持 30%-35%（流水扣除渠道费后），成本增加。费用方面渠道费占收入的比例较 2015 年增长 2.27 个百分点，主要为前五大客户中的 Naver 渠道商从 2016 年 5 月开始将渠道费由 20% 上涨至 30%。

- **双主业平稳推进，并购效果初步显现，收购完成将进一步增厚业绩。**2016年1-9月，公司实现营业收入106,584.94万元，同比增长203.29%；实现归属于上市公司股东的净利润11,489.82万元，同比增长103.33%，增长明显，主要是由于公司于2016年3月完成对易幻网络66.6578%股权的收购，合计持有易幻网络70%股权，易幻网络成为上市公司控股子公司，形成由移动互联网和现代输送服务业双主业运营的格局。
- **构建多元化可持续发展体系，提升盈利及抗风险能力。**目前公司已形成由移动互联网和现代输送服务业双主业运营的格局，构建了公司多元化可持续发展的企业生态系统，既提升了公司的盈利能力，也提高了公司的抗风险能力，为公司的可持续发展打下了坚实的基础。在经济转型的大背景下，传统输送带业务不景气，易幻网络的游戏业务成为新的增长点，有效缓解行业周期性带来的波动。
- **深化公司转型升级，加强泛娱乐方向的内容布局。**公司此次收购易幻网络24.1644%股权，是由于易幻超预期的发展以及公司深化转型的诉求。公司将以“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，在以互联网流量为基础上强化现有移动网络游戏发行和运营业务，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，亦或通过自建IP的方式，加快游戏产品内容端的深化与升级；
 - 另一方面，公司在游戏、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，下一步，同样将加强泛娱乐方向的内容布局，为公司二次创业开启新的篇章。
- **行业景气，易幻网络业务持续高速增长，有望超额完成承诺业绩。**2016年国内移动游戏市场收入达人民币819.2亿元，占比（49.5%）首超端游，稳固了全球第一大市场的地位，并且仍保持了87.2%的高速增长。Newzoo预计全球游戏玩家在2016年将创造996亿美元的收入，移动平台以369亿美元的收入首次超越PC，全球增幅达21.3%，亚太地区继续主导全球市场，占比47%。2016年1-8月，易幻网络营业收入达到82,731.11万元，已超过2015年全年营业收入，并保持较快增长速度。1-8月净利润为1.3亿元，远超2015年的0.71亿元，9月份发行《剑侠情缘》稳居港台前十，2016年有望超额完成承诺业绩。
- **手游出海是趋势，易幻拥有先发及卡位优势。**
 - 手游出海成为趋势有以下两个因素：（1）移动游戏市场增速趋于放缓，国内竞争格局已基本稳定。腾讯与网易的市占率近70%。国内高达上千家的移动游戏研发团队或依附于巨头，或面临生存空间越来越狭小的压力。（2）广电总局的新规要求新上线游戏必须获得版号，国内上线周期拉长给许多游戏公司带来了资金压力。
 - 易幻网络手游海外发行市占高，先发优势明显，在口碑、产品质量及本地化等方面实现卡位。拥有丰富的上下游资源，具备强劲的全球发行实力及强大的新兴市场开拓能力，兼具国际化与本地化优势。多年优秀成绩和稳定运营积累了品牌优势和行业口碑，卓越眼光与实力保障业绩兑现。
- **移动游戏海外发行业务发展良好，继续加大布局。**易幻网络累计新增代理运营的游戏产品多达66款（分不同地区版本），其中港澳台5款、韩国6款、东南亚28款、其他地区27款。其中第三季度新增代理运营的游戏产品29款（分不同地区版本），其中知名IP游戏《剑侠情缘》于9月中旬登陆港澳台市场，稳居该地区AppleStore和GooglePlay畅销榜前十，并且该游戏已于10月同步在马来西亚上线，上线一周就跃居GooglePlay畅销榜第一名。同时，稳步推进欧美、日本、俄罗斯、越南等市场。易幻网络也加强了优势发行地区的团队渗透，第三季度，完成对伦奇在线增资至30%，继续扩大港澳台地区的发行厚度。
- **大股东增持彰显信心，员工持股增强活力。**公司董事长及实际控制人包志方先生2016年1月左右及2月增持股份超过357.14万股，合计金额超过1亿元，增持均价超过28元，彰显对公司发展前景的信心；同时公司员工持股计划在4月下旬完成，累计买入公司股票155.61万股，成交均价为25.71元/股，员工活力有

望充分释放。

- **人民币贬值利好海外业务，汇兑损益提升净利润。**易幻网络的海外手游发行业务主要以美元结算，目前美元兑人民币汇率创出阶段新高。截至 2016 年 12 月 27 日，美元兑人民币汇率上升至 6.9462，较 2016 年 1-8 月采用的折算汇率 6.5711 上升了 5.71 个百分点，美元兑人民币汇率上升对易幻的收入影响金额将超过 3000 万元，对净利润影响将超过 600 万元。
- **盈利预测及投资建议：**考虑易幻部分股权收购完成后将增厚公司业绩，我们调整公司盈利预测，预计 2016-2018 年实现收入分别为 14.87 亿元、20.76 亿元和 25.04 亿元，分别同比增长 216.45%、39.65%和 20.64%；实现归母净利润 1.50 亿元、2.72 亿元和 3.33 亿元，分别同比增长 114.53%、85.37%和 22.56%；对应 EPS 分别为 0.37 元、0.68 元和 0.84 元。短期传统主业下滑不改对公司泛娱乐方向的长期看好，对应目标价 29.2 元。维持买入评级。
- **风险提示：**1) 代理游戏流水不达预期；2) 公司内生与外延发展不达预期；3) 市场竞争加剧；4) 汇率波动风险；5) 市场整体风险偏好下行。

图表 1：易幻网络截止 2016 年 12 月 15 日的股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：易幻网络主要游戏数据

游戏名称	主要代理运营区域	上线时间	2016 年 1-8 月总流水 (万美元)	2016 年 1-8 月月均流水 (万美元)
六龙御天	台湾、韩国、香港	港台：2015 年 10 月； 韩国：2016 年 3 月	7457.22	932.1525
三国志 PK (一统天下)	韩国	2014 年 1 月	825.44	103.18
神雕侠侣	港澳台	2013 年 12 月	342.01	42.75125
天龙八部 3D	台湾、马来西亚、 新加坡	2015 年 1 月	514.03	64.25375
妖姬三国	港台、东南亚	2013 年 11 月	187.91	23.48875

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 《六龙御天》月度数据

月份	当月总流水 (美元)	累计注册用户数 (人)	当月付费用户数 (人)	当月活跃用户数 (人)	付费用户人均 ARPPU 值 (美元)
2015-10	512,330	133,118	11,948	133,086	43
2015-11	7,928,291	793,528	93,862	736,012	84
2015-12	11,912,380	1,253,304	101,802	698,010	117
2016-01	10,561,150	1,469,032	79,204	478,209	133
2016-02	9,905,377	1,610,596	59,363	373,761	167
2016-03	10,576,133	2,115,143	79,284	701,008	133
2016-04	12,259,659	2,426,369	81,698	577,017	150
2016-05	10,388,837	2,727,404	63,625	543,122	163
2016-06	8,049,241	2,805,223	41,865	269,507	192
2016-07	6,673,773	2,865,479	31,694	207,603	211
2016-08	6,158,059	2,913,833	24,905	173,839	247

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。