

天舟文化(300148.SZ)

业绩预计高增长，收购并表贡献大

 评级：**增持** 前次：**增持**

 目标价(元)：**21.09**

分析师 康雅雯 联系人 熊亚威

S0740515080001

021-20315097

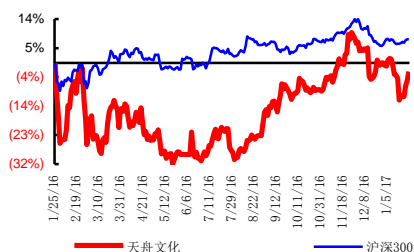
kangyw@r.qlzq.com.cn xiongyw@r.qlzq.com.cn

2017年01月24日

基本状况

总股本(百万股)	650
流通股本(百万股)	506
市价(元)	20.29
市值(百万元)	13,187
流通市值(百万元)	10,263

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)	515.76	544.28	966.36	1,643.6	1,830.9
营业收入增速	57.27%	5.53%	77.55%	70.08%	11.40%
归属于母公司的净利润	118.26	176.22	233.94	395.28	454.55
净利润增长率	481.86	49.01%	32.76%	68.97%	14.99%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.42	0.36	0.61	0.70
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	53.01	42.18	56.37	33.36	29.01
PEG	0.11	0.86	1.72	0.48	1.94
每股净资产(元)	5.01	4.57	6.63	7.24	7.94
每股现金流量	0.50	0.51	0.44	0.74	0.81
净资产收益率	6.70%	9.14%	5.43%	8.40%	8.81%
市净率	3.55	3.85	3.06	2.80	2.56
总股本(百万股)	351.96	422.35	649.95	649.95	649.95

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**天舟文化发布 2016 年年度业绩预告，预计实现归母净利润 2.15 亿元-2.5 亿元，同比增长 22.01%-41.87%。公司同时发布了重大资产重组停牌公告。
- **点评：**
- **业绩高增长，源于收购公司并表。**假设公司全年实现归母净利润为预告业绩区间的中值 2.33 亿元，则同比 2015 年增长 32.39%。第四季度单季归母净利润预计为 1.18 亿，与 2016 年前三季度归母净利润 1.15 亿元相当。主要由于报告期内并购广州游爱网络技术有限公司和人民今典科教传媒有限公司合并新增所致。
- **游戏贡献大部分业绩。**公司的业绩主要来自四部分：公司原有图书发行业务、控股子公司人民今典、全资子公司神奇时代及游爱网络。其中人民今典承诺 2016 年业绩不低于 0.89 亿元，于 2016 年 6 月并表；神奇时代承诺 2016 年业绩不低于 1.66 亿元；游爱网络承诺 2016 年业绩不低于 1.2 亿元，于 2016 年 9 月并表。神奇时代与游爱网络两家游戏公司业绩贡献占比预计达 8 成左右。
- **图书发行业务平稳，收购公司完成业绩对赌概率极大。**公司四部分主要业绩来源有三部分来自并购公司，原有的图书发行业务预计与去年相差不大，净利润在 2 千万元左右，其他三部分则按照对赌业绩计算，结果在业绩预告区间内，收购公司完成业绩对赌概率极大。
- **停牌进行重大资产重组，或加速游戏布局。**根据公司在 2015 年 12 月 16 日的对外投资公告，公司以 6000 万元增资持有初见科技 15% 的股权，并约定若初见科技 2016 年前三季度实现净利润 5,200 万元及以上或 2016 年度实现净利润达 7,000 万元及以上，天舟文化有权收购公司剩余股权。初见科技在去年 10 月

IOS 发行商收入榜中表现亮眼由百名开外跃升至第八位，代理游戏《乱轰三国志》排名居前，利润有望达到约定数额。我们推测此次重大资产重组或与初见科技相关。

- **坚定转型步伐，发挥资源优势，“游戏+教育”双轮驱动新增长。**传统图书发行业务不景气，公司坚定转型步伐，积极布局教育资源与服务、移动互联网娱乐、优秀文化的传承与传播三大领域。通过外延并购，公司已成功切入游戏与教育领域，与原有产业形成有效对接，发挥资源优势。游戏方面，游戏市场 IP 化、精品化成为趋势，公司拥有大量的 IP，可助力公司游戏业务脱颖而出。教育方面，公司通过教材教辅积累了一批学生资源，通过互联网教育布局，可以打通线上线下。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测天舟文化 2016-2018 年预计实现收入分别为 9.66 亿元、16.44 亿元、18.31 亿元，同比增长 77.55%、70.08%、11.40%；实现归母净利润 2.34 亿元、3.95 亿元、4.55 亿元，同比增长 32.76%、68.97%、14.99%，对应 2016-2018 年 EPS 分别为 0.36 元、0.61 元、0.70 元，根据当前股价对应 PE 分别为 56.37 倍、33.36 倍、29.01 倍。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 公司转型发展不达预期；3) 公司后续整合不达预期；4) 市场竞争加剧；5) 市场整体风险偏好下行。

图表 1: 天舟文化财务报表预测
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	328	516	544	966	1,644	1,831
增长率	17.16%	57.3%	5.5%	77.5%	70.1%	11.4%
营业成本	-234	-281	-236	-471	-763	-826
%销售收入	71.4%	54.6%	43.3%	48.7%	46.4%	45.1%
毛利	94	234	309	496	881	1,005
%销售收入	28.6%	45.4%	56.7%	51.3%	53.6%	54.9%
营业税金及附加	-3	-1	-2	-5	-7	-7
%销售收入	0.8%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%
营业费用	-41	-44	-42	-58	-98	-110
%销售收入	12.4%	8.5%	7.7%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-33	-53	-74	-109	-242	-278
%销售收入	9.9%	10.2%	13.7%	11.3%	14.7%	15.2%
息税前利润 (EBIT)	18	137	191	324	534	611
%销售收入	5.5%	26.5%	35.0%	33.5%	32.5%	33.3%
财务费用	8	5	8	4	10	14
%销售收入	-2.6%	-1.0%	-1.4%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-5	-8	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	26	-8	10	10
%税前利润	10.9%	1.2%	11.8%	—	1.8%	1.6%
营业利润	25	136	207	319	554	634
营业利润率	7.5%	26.3%	38.0%	33.1%	33.7%	34.6%
营业外收支	5	8	15	1	2	2
税前利润	30	144	221	321	556	636
利润率	9.1%	27.8%	40.7%	33.2%	33.8%	34.7%
所得税	-9	-25	-44	-64	-111	-127
所得税率	31.3%	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	20	119	177	257	445	509
少数股东损益	0	1	1	23	49	54
归属于母公司的净利润	20	118	176	234	395	455
净利率	6.2%	22.9%	32.4%	24.2%	24.0%	24.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	20	119	177	257	445	509
少数股东损益	0	0	0	23	49	54
非现金支出	10	14	25	8	8	8
非经营收益	-6	-2	-25	7	-12	-12
营运资金变动	22	43	38	13	42	19
经营活动现金净流	46	175	215	306	532	578
资本开支	-3	4	24	1,519	-2	-2
投资	-259	-194	-83	-44	0	0
其他	5	2	2	-8	10	10
投资活动现金净流	-251	-197	-105	-1,571	12	12
股权募资	0	226	0	2,172	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-10	-8	-12	0	-26	0
筹资活动现金净流	-10	218	-12	2,172	-26	0
现金净流量	-214	196	98	907	518	589

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	355	496	498	1,382	1,851	2,386
应收款项	51	71	62	116	194	206
存货	60	40	21	58	90	93
其他流动资产	16	221	44	68	93	99
流动资产	482	829	625	1,625	2,227	2,784
%总资产	75.5%	40.9%	30.0%	35.0%	42.5%	48.1%
长期投资	111	27	250	294	294	294
固定资产	38	44	61	57	49	41
%总资产	6.0%	2.1%	2.9%	1.2%	0.9%	0.7%
无形资产	0	1,126	1,125	2,642	2,642	2,642
非流动资产	156	1,199	1,461	3,018	3,010	3,003
%总资产	24.5%	59.1%	70.0%	65.0%	57.5%	51.9%
资产总计	639	2,027	2,086	4,643	5,238	5,786
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	83	237	123	233	381	413
其他流动负债	10	15	24	67	70	77
流动负债	93	253	147	301	451	490
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	93	253	147	301	451	490
普通股股东权益	537	1,765	1,929	4,309	4,704	5,159
少数股东权益	9	10	10	33	82	136
负债股东权益合计	639	2,027	2,086	4,643	5,238	5,786

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.134	0.336	0.417	0.360	0.608	0.699
每股净资产(元)	3.528	5.014	4.567	6.630	7.238	7.937
每股经营现金净流(元)	0.305	0.496	0.508	0.437	0.743	0.806
每股股利(元)	0.000	0.000	0.040	0.040	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.79%	6.70%	9.14%	5.43%	8.40%	8.81%
总资产收益率	3.20%	5.83%	8.45%	5.04%	7.55%	7.86%
投入资本收益率	15.56%	9.07%	12.79%	9.72%	16.17%	18.68%
增长率						
营业总收入增长率	17.16%	57.27%	5.53%	77.55%	70.08%	11.40%
EBIT增长率	-24.11%	657.97%	39.17%	69.89%	64.91%	14.37%
净利润增长率	6.96%	481.86%	49.01%	32.76%	68.97%	14.99%
总资产增长率	5.74%	219.07%	2.87%	122.62%	12.80%	10.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.9	37.7	39.5	40.0	39.0	37.0
存货周转天数	87.9	65.0	47.6	45.0	43.0	41.0
应付账款周转天数	98.1	109.9	157.9	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	46.4	28.9	35.0	22.2	11.8	9.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.12%	-27.95%	-25.67%	-31.84%	-38.67%	-45.06%
EBIT利息保障倍数	-2.1	-25.7	-25.1	-86.7	-51.5	-44.0
资产负债率	14.09%	12.46%	7.00%	6.48%	8.60%	8.48%

来源: 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。