

## 公司信心坚定，资产整合如期推进

### 投资要点

- **事件：**天舟文化发布公告，拟回购股份用作股权激励和员工持股计划的储备，回购价格不超过 17.2 元/股，回购金额在 2 亿到 3 亿之间，资金来源主要是通过自筹资金解决。
- **股份回购再次显示公司信心。**我们认为，公司回购部分股份用作对未来公司核心人员进行激励的措施，一方面显示出公司对于股价的坚定信心；另一方面，更加说明了公司对于长远发展的提前布局，以及通过股份的形式和核心人员进行利益绑定，使得公司未来的发展更加有保障。另外，公司管理层和核心业务人员，主要是两家游戏研发公司的主要业务把控人员，也已经通过各种方式完成了对公司股票的增持，所以，无论大股东还是核心员工，均显示了其对公司发展的坚定信心。
- **并购初见科技剩下的股权。**公司前期公告拟收购初见科技剩下的 73% 的股权(已经收购了 27%)，收购价格为 11.78 亿，初见科技承诺 2017-2019 年的业绩不低于 1.4 亿、1.7 亿、2.1 亿。我们认为，公司过去虽然在游戏的研发领域已经有较深的布局，但是一直缺乏对于游戏渠道端的资源把控制，现在完成了对初见科技的收购以后，公司在游戏发行领域的布局已经完成，整个游戏产业链也完成了整合，未来神奇时代以及游爱网络将和初见科技形成良好的协同效应，在研发和发行上互相配合，实现上市公司利益的最大化。
- **初见科技手握多款精品游戏。**目前，初见科技主要运营的游戏包括《乱轰三国志》(月流水两千万上下)等经典作品，另外初见科技因为是主要发行方，在流水分成上比例非常高，部分作品流水分成超过 50%。另一方面，公司今年还代理了包括《齐天战神》、《永恒岛》、《吞噬天地》等多款值得期待作品；同时公司还储备了包括《太古神王》、《器张狂仙》等 IP 的全版权，未来对于 IP 的全产业链开发值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46 元、0.57 元、0.71 元，由于公司从 1 月 24 日停牌到现在，传媒板块指数下跌 16%，所以导致公司复盘第一个交易日出现补跌。我们认为公司资产结构优质，将是二线游戏龙头的有力竞争者之一，考虑到目前并购尚未完成，暂不作投资评级建议。
- **风险提示：**资产整合或不及预期、游戏运营或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	779.94	1091.92	1364.89	1706.12
增长率	43.30%	40.00%	25.00%	25.00%
归属母公司净利润(百万元)	243.57	389.87	477.43	596.07
增长率	38.22%	60.18%	22.52%	24.82%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.46	0.57	0.71
净资产收益率 ROE	5.78%	8.08%	9.01%	10.11%
PE	49	30	25	20
PB	2.67	2.45	2.23	2.01

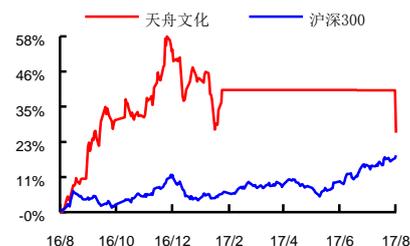
数据来源: Wind, 西南证券

### 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)	8.45
流通 A 股(亿股)	6.58
52 周内股价区间(元)	14.01-22.86
总市值(亿元)	118.38
总资产(亿元)	49.60
每股净资产(元)	6.77

### 相关研究

1. 天舟文化(300148): 整合稳步推进, 业绩持续增长 (2017-04-18)
2. 天舟文化(300148): 抚平波动、稳健增长 (2016-11-02)
3. 天舟文化(300148): 业绩稳步回暖、后期空间较大 (2016-08-29)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	779.94	1091.92	1364.89	1706.12	净利润	256.47	389.87	477.43	596.07
营业成本	300.44	374.85	474.57	600.04	折旧与摊销	14.61	17.47	107.46	164.73
营业税金及附加	3.53	4.95	6.18	7.73	财务费用	-8.01	-3.23	-3.58	-5.12
销售费用	63.72	88.11	109.78	137.73	资产减值损失	17.58	25.77	23.38	43.10
管理费用	119.05	158.00	202.92	250.27	经营营运资本变动	160.22	-690.26	120.97	-93.74
财务费用	-8.01	-3.23	-3.58	-5.12	其他	-137.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	17.58	14.48	16.55	16.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>303.86</b>	<b>-260.38</b>	<b>725.66</b>	<b>705.04</b>
投资收益	-0.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1537.29	0.00	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	880.32	1.86	-0.31	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-656.97</b>	<b>1.86</b>	<b>-190.31</b>	<b>-210.15</b>
<b>营业利润</b>	<b>283.23</b>	<b>454.75</b>	<b>558.46</b>	<b>699.26</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	19.56	15.95	16.93	17.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>302.79</b>	<b>470.70</b>	<b>575.38</b>	<b>716.30</b>	股权融资	2186.20	0.00	0.00	0.00
所得税	46.32	80.83	97.95	120.24	支付股利	-16.89	0.00	0.00	0.00
净利润	256.47	389.87	477.43	596.07	其他	-1070.56	3.18	3.58	5.12
少数股东损益	12.90	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1098.75</b>	<b>3.18</b>	<b>3.58</b>	<b>5.12</b>
归属母公司股东净利润	243.57	389.87	477.43	596.07	<b>现金流量净额</b>	<b>745.74</b>	<b>-255.35</b>	<b>538.93</b>	<b>500.00</b>
资产负债表（百万元）					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1483.44	1200.41	1719.12	2181.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	263.78	667.81	610.30	730.21	销售收入增长率	43.30%	40.00%	25.00%	25.00%
存货	22.78	34.96	41.66	57.08	营业利润增长率	37.00%	60.56%	22.81%	25.21%
其他流动资产	6.11	8.55	10.69	13.36	净利润增长率	44.90%	52.01%	22.46%	24.85%
长期股权投资	172.81	172.81	172.81	172.81	EBITDA 增长率	40.25%	61.82%	41.23%	29.67%
投资性房地产	3.71	1.86	2.17	2.32	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	57.77	49.22	140.68	194.87	毛利率	61.48%	65.67%	65.23%	64.83%
无形资产和开发支出	2802.63	2793.71	2784.80	2775.88	三费率	22.41%	22.24%	22.65%	22.44%
其他非流动资产	131.82	131.82	131.82	131.81	净利率	32.88%	35.70%	34.98%	34.94%
<b>资产总计</b>	<b>4944.85</b>	<b>5061.16</b>	<b>5614.04</b>	<b>6260.23</b>	ROE	5.78%	8.08%	9.00%	10.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.49%	5.19%	8.92%	9.88%
应付和预收款项	282.09	147.15	205.59	234.30	ROIC	11.82%	12.16%	13.46%	16.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.16%	42.95%	48.53%	50.34%
其他负债	225.93	87.37	104.37	125.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>508.02</b>	<b>234.51</b>	<b>309.96</b>	<b>360.09</b>	总资产周转率	0.22	0.22	0.26	0.29
股本	649.95	844.93	844.93	844.93	固定资产周转率	13.50	22.18	10.86	9.90
资本公积	3094.17	2899.18	2899.18	2899.18	应收账款周转率	5.54	2.57	2.34	2.85
留存收益	597.56	987.43	1464.86	2060.92	存货周转率	10.48	10.96	10.73	10.87
归属母公司股东权益	4341.73	4731.54	5208.97	5805.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.32%	--	--	--
少数股东权益	95.11	95.11	95.11	95.11	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4436.83</b>	<b>4826.65</b>	<b>5304.08</b>	<b>5900.15</b>	资产负债率	10.27%	4.63%	5.52%	5.75%
负债和股东权益合计	4944.85	5061.16	5614.04	6260.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.65	8.98	8.26	8.81
					速动比率	3.60	8.81	8.11	8.64
					股利支付率	6.93%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	289.83	468.99	662.34	858.87	每股收益	0.29	0.46	0.57	0.71
PE	48.60	30.36	24.79	19.86	每股净资产	5.25	5.71	6.28	6.98
PB	2.67	2.45	2.23	2.01	每股经营现金	0.36	-0.31	0.86	0.83
PS	15.18	10.84	8.67	6.94	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	25.81	22.39	15.07	11.08					
股息率	0.14%	--	--	--					

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 20 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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn