

剥离汽配资产聚焦主业，游戏龙头有望迎来估值修复

2018年7月26日

肖明亮(分析师)	叶锐(研究助理)
电话:	020-88832290
邮箱:	xiaoml@gzgzs.com.cn
执业编号:	A1310517070001

强烈推荐 (维持)

现价:	12.42
目标价:	14.53
股价空间:	20.38%

事件:

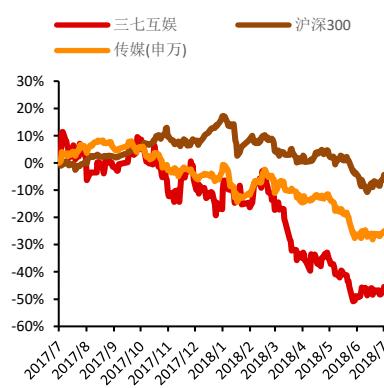
7月25日公司公告，拟向公司控股股东、实际控制人之一吴绪顺出售持有的汽车部件公司100%股权。吴绪顺将以其持有的部分公司股份为对价认购上述标的资产，资产价值为9亿，交易价格为11.77元/股，认购方式包括但不限于向公司协议转让或大宗交易转让其持有的公司股权。

核心观点:

- 剥离盈利能力低的传统汽车零部件板块，夯实游戏业务长远发展基础** 公司汽车零部件业务盈利贡献逐年下降，从16年净利润占比的3%降至17年的0.71%，净利率不足3%，整体盈利能力较差，不符合上市公司的长期战略。随着资产剥离的完成，公司将聚焦于文化创意产业，竞争力得到提升。同时，由于本次交易以回购吴氏股份的方式支付对价，流通股数量将减少7646万股，每股收益提升0.8%，间接增厚股东权益。此外，本次交易还涉及部分管理人调整，预计公司治理结构将得到改善。
- 吴氏以股份作为购买汽配资产的支付方式，间接缓解了其今年以来的减持对市场造成的抛压** 出于优化股东结构、解决资金需求的考虑，今年以来吴氏持续通过二级市场减持公司股份，上半年累计减持1.05亿股，占总股本的4.9%。尽管期间公司高管胡宇航承接了部分筹码，吴氏减持仍对市场情绪产生较大影响，年初以来公司股价下跌39%。通过此次交易，吴氏家族将有7646万股被回购注销，一定程度缓解了后续对市场的抛压。交易完成后吴氏家族持股比例为19%，仍是公司的控股股东和实际控制人，根据最新的减持计划，在10月31日前，吴家还将通过集合竞价及大宗交易的方式减持不超过总股本4%的股份。
- 产品运营能力优异，代理产品流水过亿** 17年底公司对业务策略进行微调。以前公司业务形态是以RPG为主，SLG为辅，以流量经营为打法。如今公司开始“多元+传奇”的布局，传奇只作为攻坚的主打，商业化游戏多元化才是公司目前经营核心。目前公司代理的产品《鬼语迷城》、《仙灵觉醒》稳定贡献月流水1亿以上。后续将陆续推出屠龙破晓（奇迹类）、修仙题材H5游戏，我们认为，依靠公司“多元+传奇”战略的不断深化以及优异的运营能力，公司将逐步摆脱对传奇类游戏的依赖，同时也有效规避流量成本飙升所带来的经营压力，并有望依靠日渐丰富的产品矩阵重回高速增长之列。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司2018-2020年归母净利分别为20.39、24.93、30.84亿元，对应EPS分别为0.99/1.22/1.51元，对应当前股价12.48、10.21、8.25倍PE。
- 风险提示：**产品上线不及预期，IP改编不及预期风险。

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
三七互娱	6.65	-18.75	-34.97
沪深300	-0.75	-6.81	-16.42
传媒(申万)	1.97	-14.54	-20.10

基本资料

总市值 (亿元)	243.94
总股本 (亿股)	20.48
流通股比例	55.65%
资产负债率	30.86%
大股东	李卫伟
大股东持股比例	18.79%

联系人：陆韵如

邮箱：luyr@gzgzs.com.cn

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6188.83	6559.19	7525.20	8903.34
同比(%)	17.93%	5.98%	14.73%	18.31%
归属母公司净利润	1620.58	2037.93	2492.14	3083.22
同比(%)	51.43%	25.75%	22.29%	23.72%
毛利率(%)	68.52%	69.58%	71.66%	73.64%
ROE(%)	26.97%	24.98%	25.34%	26.28%
每股收益(元)	0.79	0.99	1.22	1.51
P/E	16.46	12.48	10.21	8.25
P/B	3.79	2.90	2.45	2.03
EV/EBITDA	5.90	9.73	7.59	5.60

附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度		2017	2018E	2019E	2020E	会计年度		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产		3962	6124	7816	9918	营业收入		6189	6559	7525	8903
现金		1581	4321	5789	7803	营业成本		1948	1996	2133	2346
应收账款		885	850	868	859	营业税金及附加		27	41	41	47
其它应收款		388	190	234	271	营业费用		1908	1968	2258	2671
预付账款		284	265	280	276	管理费用		777	656	753	890
存货		102	80	156	166	财务费用		29	-14	-50	-73
其他		723	417	490	543	资产减值损失		351	113	140	163
非流动资产		5198	4554	4618	4629	公允价值变动收益		0	0	0	0
长期投资		377	582	479	531	投资净收益		256	50	50	50
固定资产		292	285	276	262	营业利润		1518	1850	2301	2908
无形资产		45	13	-9	-34	营业外收入		403	277	300	310
其他		4483	3674	3872	3870	营业外支出		4	4	6	6
资产总计		9160	10678	12434	14547	利润总额		1917	2123	2596	3211
流动负债		1518	1103	1152	1112	所得税		80	85	104	128
短期借款		372	5	10	10	净利润		1836	2038	2492	3083
应付账款		742	721	732	726	少数股东损益		216	-1	-1	-1
其他		404	377	411	376	归属母公司净利润		1621	2039	2493	3084
非流动负债		355	442	587	588	EBITDA		2090	2253	2708	3305
长期借款		311	414	552	552	EPS (摊薄)		0.75	0.95	1.16	1.44
其他		44	28	35	36						
负债合计		1873	1545	1740	1700	主要财务比率					
少数股东权益		270	269	268	267	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
股本		2148	2148	2148	2148	成长能力					
资本公积		1973	1973	1257	541	营业收入增长率		17.9%	6.0%	14.7%	18.3%
留存收益		2919	4743	7021	9890	营业利润增长率		30.3%	21.9%	24.4%	26.3%
归属母公司股东权益		7040	8864	10426	12579	归属于母公司净利润增长率		51.4%	25.8%	22.3%	23.7%
负债和股东权益		9160	10678	12434	14547						
现金流量表						盈利能力					
						毛利率		68.5%	69.6%	71.7%	73.6%
						净利率		29.7%	31.1%	33.1%	34.6%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E		ROE		27.0%	24.8%	25.1%	26.2%
经营活动现金流	1811	3263	2316	2997		ROIC		23.9%	21.8%	22.2%	22.9%
净利润	1836	2039	2493	3084		偿债能力					
折旧摊销	160	144	162	167		资产负债率		20.5%	14.5%	14.0%	11.7%
财务费用	29	-14	-50	-73		净负债比率		37.95%	27.75%	33.05%	34.06%
投资损失	-256	-50	-50	-50		流动比率		2.61	5.55	6.78	8.92
营运资金变动	-4	621	-102	-54		速动比率		2.54	5.48	6.65	8.77
其它	47	522	-137	-77		营运能力					
投资活动现金流	-1368	-29	-120	-128		总资产周转率		0.80	0.66	0.65	0.66
资本支出	-1019	-40	-70	-55		应收账款周转率		7.28	7.56	8.76	10.31
长期投资	40	26	-19	-47		应付账款周转率		2.70	2.73	2.94	3.22
其他	-389	-15	-30	-26		每股指标(元)					
筹资活动现金流	310	-494	-729	-854		每股收益(最新摊薄)		0.75	0.95	1.16	1.44
短期借款	-1	-367	5	0		每股经营现金流(最新摊薄)		0.84	1.52	1.08	1.40
长期借款	311	104	138	0		每股净资产(最新摊薄)		3.28	4.13	4.85	5.86
普通股本增加	63	0	0	0		估值比率					
资本公积金增加	1038	0	-716	-716		P/E		16.00	12.72	10.40	8.41
其他	-1101	-230	-156	-138		P/B		3.68	2.93	2.49	2.06
现金净增加额	754	2740	1468	2014		EV/EBITDA		6.52	9.90	7.75	5.74

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。