

世纪华通 (002602.SZ) 增持 (维持评级)

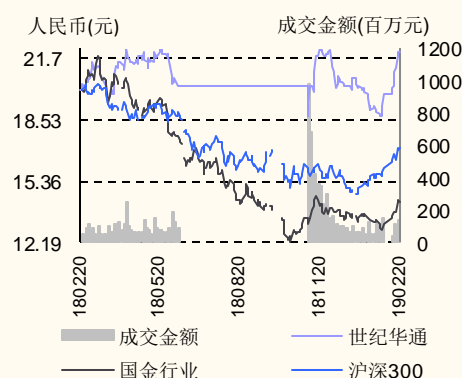
公司点评

市场价格 (人民币): 22.05 元

目标价格 (人民币): 24.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,640.08
总市值 (百万元)	51,481.38
年内股价最高最低 (元)	22.21/18.73
沪深 300 指数	3451.93
中小板综	8419.30



相关报告

1. 《逐鹿国内，剑指海外：A 股最大游戏公司的进击之路-世纪华通首次...》，2018.12.0

世纪华通收购盛大游戏获批，A 股最大游戏公司即将起航

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.490	0.762	0.480	0.631	0.633
每股净资产 (元)	4.27	4.92	9.96	10.98	12.00
每股经营性现金流 (元)	0.69	0.19	-0.03	1.03	1.08
市盈率 (倍)	95.66	44.59	46.08	35.04	34.89
净利润增长率 (%)	23.44%	55.47%	43.06%	31.50%	0.43%
净资产收益率 (%)	11.48%	15.50%	7.71%	9.19%	8.45%
总股本 (百万股)	1,027.09	1,027.09	2,334.76	2,334.76	2,334.76

来源：公司年报、国金证券研究所 备注：不考虑盛大游戏并表

事件简评

- 2019年2月20日，世纪华通发布公告，宣布上市公司发行股份和支付现金收购盛大游戏的交易事项获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会工作会议核准。
- 盛大游戏成立于1999年，是国内老牌端游厂商，目前已完成手游化转型，其核心竞争力包括以下几点：1、研发和代理了大量MMO游戏，在MMO品类上有着深厚的研发和运营经验，仅次于网易；2、拥有包括《传奇》《龙之谷》在内的端游IP储备，在“端转手”逻辑下，具备显著的竞争优势；3、深度绑定腾讯，可以充分借助腾讯的导量和运营能力。在第二梯队厂商中，盛大游戏交给腾讯代理的产品数量最多，合作时间最长，产品综合表现最好，盛大游戏还获得了腾讯30亿战略投资。
- 除盛大游戏外，世纪华通2014年收购了七酷和天游，2018年收购点点互动，三家厂商都是优质标的。七酷有着出众的研发能力，曾推出《择天记》《魔力宝贝》，天游不仅拥有知名端游《街头篮球》，旗下还有页游平台，点点互动位列2018年中国手游厂商出海收入榜首，在2018年中国出海手游收入产品榜上，点点互动旗下《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》都跻身TOP5。SLG产品玩法较深，生命周期极长，在研发和买量推广两个环节都有着较高的竞争壁垒，点点互动在海外有着巨大的先发优势。
- 2018H1，世纪华通营收38.95亿，游戏业务营收25.03亿，占比64%，盛大游戏并表后，世纪华通游戏业务营收将远超完美世界、三七互娱，成为A股最大的游戏公司。2019年，盛大游戏将上线《龙之谷：世界》《庆余年》《辐射避难所online》《命运歌姬》等重磅产品，前景值得期待。

投资建议

- 在考虑盛大游戏2019年2月底并表的情况下，我们预计世纪华通2018年/2019年/2020年营收分别为78.43亿/169.89亿/184.87亿，对应EPS分别为0.49元/1.13元/1.22元，给予世纪华通24倍2019年P/E，高于行业平均水平，对应目标价24元，维持“增持”评级。

风险提示

- 估值偏高，新游延期，新游表现不达预期，限售股解禁：公司2019年2月11日有36302.12万股解禁，占总股本15.55%。

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,026	3,456	3,491	7,843	8,746	9,311	货币资金	533	567	481	3,098	3,799	5,213
增长率		14.2%	1.0%	124.7%	11.5%	6.5%	应收账款	896	879	1,135	2,233	2,418	2,497
主营业务成本	-2,088	-2,288	-2,458	-4,526	-4,973	-5,427	存货	388	413	474	558	572	595
%销售收入	69.0%	66.2%	70.4%	57.7%	56.9%	58.3%	其他流动资产	58	76	230	806	813	819
毛利	938	1,168	1,033	3,317	3,773	3,884	流动资产	1,874	1,936	2,319	6,695	7,601	9,125
%销售收入	31.0%	33.8%	29.6%	42.3%	43.1%	41.7%	%总资产	37.0%	35.2%	36.2%	39.5%	42.2%	46.4%
营业税金及附加	-25	-28	-26	-39	-44	-47	长期投资	13	291	559	757	787	807
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,085	1,118	1,202	1,310	1,399	1,469
营业费用	-147	-175	-186	-1,451	-1,539	-1,639	%总资产	21.4%	20.3%	18.7%	7.7%	7.8%	7.5%
%销售收入	4.8%	5.1%	5.3%	18.5%	17.6%	17.6%	无形资产	2,079	2,115	2,279	7,830	7,890	7,927
管理费用	-268	-355	-358	-392	-350	-372	非流动资产	3,197	3,568	4,094	10,238	10,417	10,544
%销售收入	8.9%	10.3%	10.3%	5.0%	4.0%	4.0%	%总资产	63.0%	64.8%	63.8%	60.5%	57.8%	53.6%
息税前利润 (EBIT)	498	610	462	1,435	1,840	1,827	资产总计	5,071	5,504	6,414	16,932	18,019	19,669
%销售收入	16.5%	17.6%	13.2%	18.3%	21.0%	19.6%	短期借款	296	271	303	602	0	0
财务费用	-15	-17	-16	10	52	93	应付款项	542	615	740	1,514	1,660	1,806
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	-0.1%	-0.6%	-1.0%	其他流动负债	115	128	255	238	285	297
资产减值损失	-31	1	-12	0	0	0	流动负债	952	1,015	1,299	2,355	1,946	2,103
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	125	60	0	0	0	0
投资收益	0	-5	509	150	150	150	其他长期负债	0	30	18	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	52.9%	11.4%	8.7%	8.6%	负债	1,077	1,105	1,317	2,355	1,946	2,103
营业利润	452	588	953	1,320	1,736	1,744	普通股股东权益	3,984	4,385	5,050	14,528	16,020	17,509
营业利润率	14.9%	17.0%	27.3%	16.8%	19.8%	18.7%	少数股东权益	10	14	48	50	53	57
营业外收支	13	5	8	0	0	0	负债股东权益合计	5,071	5,504	6,414	16,932	18,019	19,669
税前利润	465	594	961	1,320	1,736	1,744	比率分析						
利润率	15.4%	17.2%	27.5%	16.8%	19.8%	18.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-55	-87	-176	-198	-260	-262	每股指标						
所得税率	11.9%	14.6%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.397	0.490	0.762	0.480	0.631	0.633
净利润	410	507	785	1,122	1,476	1,483	每股净资产	3.879	4.269	4.916	9.956	10.978	11.999
少数股东损益	2	4	2	3	3	4	每股经营现金净流	0.464	0.695	0.194	-0.030	1.029	1.078
归属于母公司的净利润	408	503	783	1,120	1,473	1,479	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	13.5%	14.6%	22.4%	14.3%	16.8%	15.9%	回报率						
							净资产收益率	10.24%	11.48%	15.50%	7.71%	9.19%	8.45%
							总资产收益率	8.04%	9.15%	12.20%	6.61%	8.17%	7.52%
							投入资本收益率	9.95%	11.01%	6.98%	6.50%	8.11%	7.26%
							增长率						
							主营业务收入增长率	76.72%	14.21%	1.01%	124.68%	11.51%	6.47%
							EBIT增长率	100.13%	22.36%	-24.25%	151.24%	32.20%	-2.17%
							净利润增长率	95.00%	23.44%	55.47%	43.06%	31.50%	0.43%
							总资产增长率	20.77%	8.54%	16.53%	164.00%	6.42%	9.16%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	64.8	64.6	72.5	65.0	63.0	61.0
							存货周转天数	71.5	63.9	65.9	45.0	42.0	40.0
							应付账款周转天数	45.6	52.9	59.4	62.0	62.0	62.0
							固定资产周转天数	124.0	115.2	123.7	58.7	55.1	53.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-2.80%	-5.36%	-3.49%	-17.12%	-23.64%	-29.68%
							EBIT利息保障倍数	33.6	36.9	29.5	-120.0	-29.7	-16.1
							资产负债率	21.25%	20.07%	20.53%	13.91%	10.80%	10.69%

来源：公司年报、国金证券研究所 备注：不考虑盛大游戏并表

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	2
增持	0	0	0	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.67	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

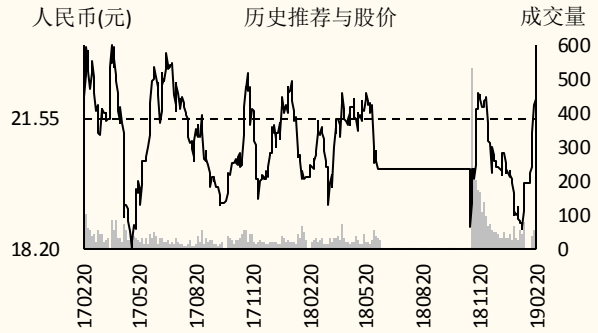
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-09	增持	20.93	24.00~24.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 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%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH