



证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

收购美生元获有条件通过， 手游新引擎启动

事件

3月17日晚间，公司公告，发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的重大资产重组事项获得中国证监会并购重组审核委员会有条件审核通过。

简评

公司前期公告拟以20元/股发行1.45亿股，以及现金支付对价5.1亿元，合计作价34亿元，收购苏州美生元信息科技有限公司100%股权。此外，向天津紫田发行股份1700万股，发行价格为17.8元/股，募集资金不超过3.03亿元，扣除发行费用后用于支付本次交易的现金对价。我们认为，此次公司收购事项获证监会审核通过，公司双主业战略正式推进。

帝龙新材为装饰纸龙头，2015年业绩承压。帝龙新材是全国最大的装饰纸生产商，产品包括装饰纸、高性能装饰纸、氧化铝和PVC装饰材料四大系列。2015年公司实现营业收入8.95亿元，同比增长3.24%，实现归母净利润0.86亿元，同比下降13.38%，其中四季度收入增长6.5%，净利润下滑49%。业绩承压的主要因素除受宏观经济影响，国内外市场需求下降，公司产能及效益未能如期释放外，还有以下原因：（1）2015年公司长期待摊费用摊销额为42.69万元，同比增长7.94%，报告期内实施股权激励计划费用摊销增加；（2）2015年下半年实施煤改气方案，对燃煤锅炉及相关生产线进行淘汰及技改，相应增加费用、成本且计提了相应的减值准备（资产减值损失889万，同比增长220.6%）；（3）此次实施重大资产重组，导致2015年中介机构费增加686万，同比增长622.42%。

美生元手游行业翘楚，铸造手游+装饰双主业。

（1）美生元实力雄厚，为行业翘楚：美生元主营业务为移动游戏的研发和发行。据测算，2015年度中国移动单机游戏市场规模约为91.14亿，美生元2015年占中国移动游戏的市场份额约为1.05%，占中国移动单机游戏市场份额约为4.86%，为国内移动游戏行业翘楚。

（2）渠道资源丰富：美生元收入来源主要为单机游戏发行收入，发行游戏产品数量、渠道商数量、可提供结算与变现通道的SP服务商数量为收入主要驱动因素。2015年1-9月，与美生元建立业务合作关系的渠道商有175家，SP服务商有416家，发行游戏有79款，迅速增长的渠道为美生元游戏发行和实现营收

帝龙新材 (002247)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2016年3月21日

当前股价：25.85元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-5.52/-8.74	15.79/29.75	61.45/78.84
12月最高/最低价(元)		42.52/14.61
总股本(万股)		26448.45
流通A股(万股)		22231.70
总市值(亿元)		63.42
流通市值(亿元)		53.31
近3月日均成交量(万)		791.45
主要股东		
浙江帝龙控股有限公司		18.5%

股价表现



相关研究报告

16.01.05	收购美生元，打造手游新主业
15.08.03	宏观疲软、募投放慢等致业绩增速暂缓

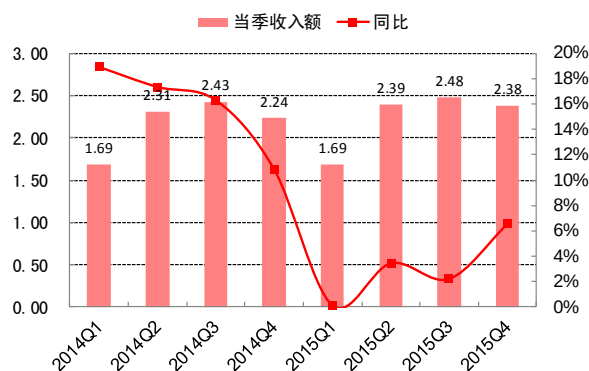
提供了有力的支撑。

(3) 盈利模式多样: 2015 年 8 月, 在巩固移动单机游戏发行业务基础上, 公司通过联合发行模式运营了第一款联网手游《斗破苍穹》, 并基于既有合作渠道资源开展移动广告业务, 形成了覆盖移动游戏产业链多环节的业务发展模式。

(4) 高额业绩承诺: 美生元在 2015-2017 年度实现的合并报表归属于母公司股东的净利润(扣除美生元因股份支付而产生的损益, 包括: 美生元已实施管理层激励确认的股份支付费用; 美生元对火凤天翔、杭州哲信的股份支付处理产生的无形资产摊销) 分别不低于 1.8 亿、3.2 亿、4.68 亿, 其中, 根据 2015 年美生元未经审计的财务报表, 其 2015 年的业绩承诺已经达到, 高成长性的业绩承诺彰显未来发展信心。

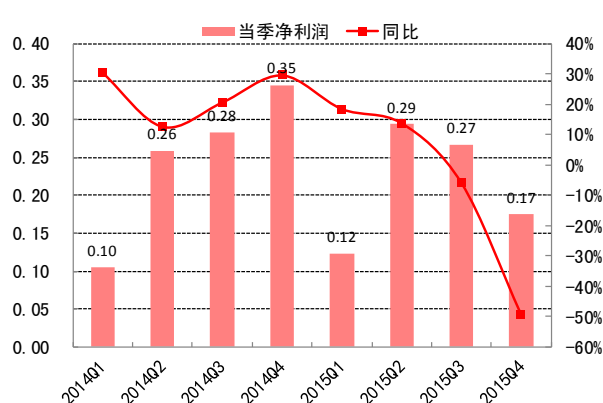
投资建议: 公司主业稳健, 假设公司 2016 年中顺利完成收购, 2016 年下半年可并表, 主业整体是保持 10% 左右的增速, 公司 2016、2017 年净利润额分别为 2.54、5.72 亿, 对应定增后 4.26 亿总股本, EPS 分别为 0.60、1.34 元, 对应 PE 分别为 43、19 倍, 从市值看, 公司主业 1-1.2 个亿净利, 我们给予 15 倍左右估值, 手游初步给予 50 倍左右估值, 假设 2016 年下半年并表, 2016 年市值即可达 94 亿, 2017 年如顺利完成业绩承诺, 市值进一步大幅增长可期, 维持“买入”评级。

图 1: 帝龙新材当季收入及同比增速(亿元)



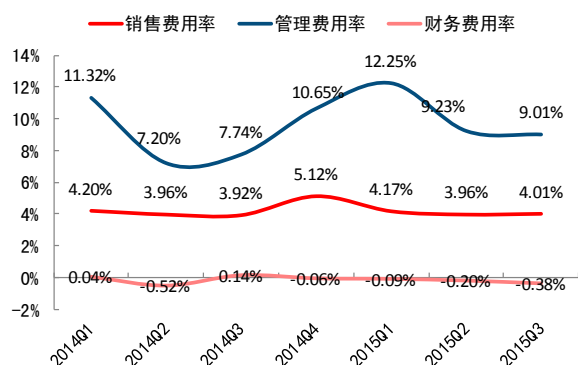
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 2: 帝龙新材当季净利润及同比(亿元)



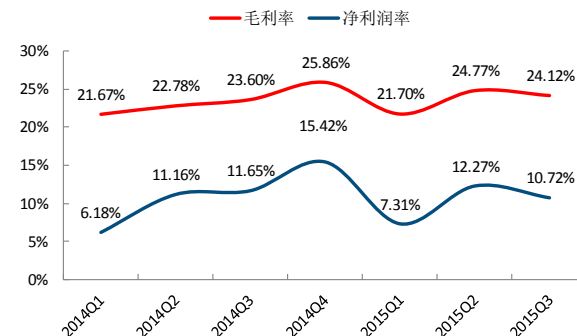
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 3: 帝龙新材管理费用率上升, 销售及财务费用率下降



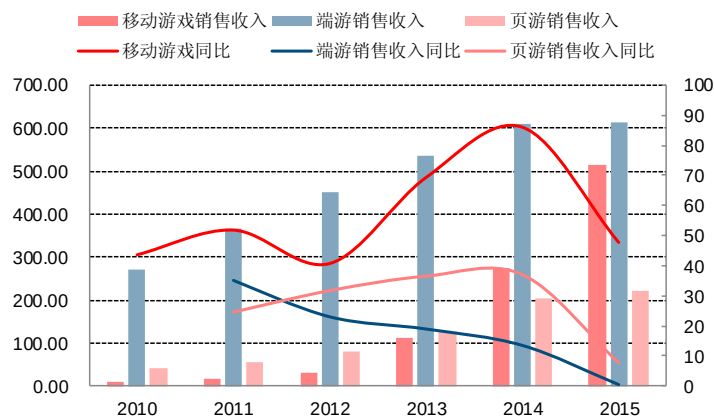
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 4: 帝龙新材毛利率及净利率均有所下滑



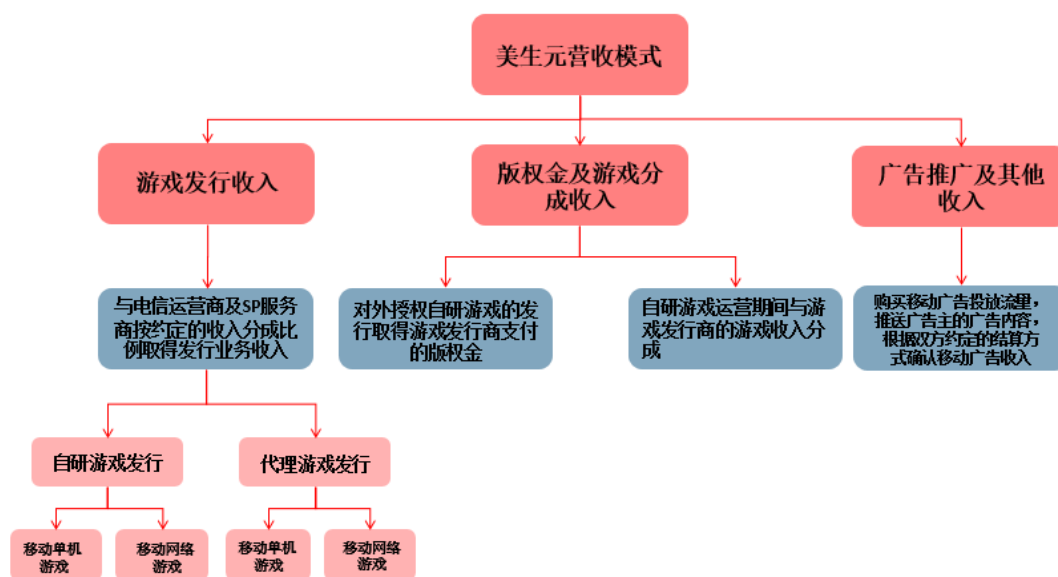
资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 5：2010-2015 年中国游戏市场保持高速增长（亿元，%）



资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

图 6：美生元营收模式



资料来源：公司公告 中信建投研究发展部



表 1：本次发行股份及支付现金购买资产的对价支付情况

交易对方	拟出售美生元股权	对价		
		金额（亿元）	发行股数（万股）	支付现金（亿元）
余海峰	37.98%	12.91	6456.6	
肇珊	17.49%	5.95	2973.3	
天津乐橙	15.00%	5.10	-	5.1
杭州哲信	8.60%	2.92	1462	
聚力互盈	8.21%	2.79	1395.7	
火凤天翔	6.00%	2.04	1020	
周团章	1.79%	0.60	304.3	
杰宇涛	1.79%	0.60	304.3	
前海盛世	1.07%	0.36	181.9	
霍尔果斯水泽	1.07%	0.36	181.9	
袁隽	1.00%	0.34	170	
合计	100.00%	34.34	14450	5.1

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

表 2：美生元主营业务收入构成情况（万元）

类型	2013 年		2014 年		2015 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
移动单机游戏发行业务	3,534.99	96.30%	6,192.64	97.79%	24,741.66	87.87%
移动网络游戏发行业务	-	-	-	-	152.67	0.54%
版权金及游戏分成	-	-	-	-	341.64	1.21%
广告推广及其他	135.80	3.70%	139.79	2.21%	2,922.33	10.38%
合计	3,670.79	100.00%	6,332.42	100.00%	28,158.31	100.00%

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

表 3：美生元具体盈利驱动要素分析

	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
平均每月付费人次（万）	52.38	76.32	249.38
SP 合作数量（家）	20	53	416
CP 合作数量（家）	5	8	16
渠道合作数量（家）	15	129	175
运作游戏数量（个）	9	14	79

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2009-2010 年中国纺织工业协会行业研究，2011 年鲁证期货商品研究，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

研究服务

研究助理：张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队，所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622