

中文传媒 (600373) \传媒

——低估值手游出海龙头,《乱世王者》即将上线

事件:

智明星通和腾讯合作,根据智明星通自主研发的移动游戏Clash of Kings 游戏引擎,由腾讯旗下天美工作室研发的移动网络游戏《乱世王者》预计将于7月上线。

投资要点:

➤ 《乱世王者》是腾讯首款战争策略类手游,根据中文传媒旗下智明星通自主研发的移动游戏《列王的纷争Clash of Kings》授权游戏引擎,由《王者荣耀》研发团队天美工作室研发,值得关注。

《列王的纷争》是中文传媒旗下智明星通的主力产品,于14年下半年在海外上线,在全球主要国家均取得了较好的市场反响,在美国、日本、欧盟等高度成熟的游戏市场进入了排行榜的前列,成为近年来在海外市场表现最为出色的中国游戏,根据APP ANNIE2017年5月的报告,《列王的纷争》在 Google Play上全球游戏排名第十。

《乱世王者》作为腾讯首度进军SLG手游市场的探索者,腾讯给予比较高的关注,由《王者荣耀》《天天爱消除》《天天酷跑》的研发团队天美工作室研发,SLG作为策略游戏,对战斗平衡性、可玩性、随机性、社交性有更高要求,生命周期也较长。该款游戏预计7月上线,中文传媒有望获得该款游戏一定比例的流水分成。

➤ 《全面战争》预计今年三季度或四季度在海外全面推广,大IP有保障。16年3月中文传媒公告智明星通向世嘉欧洲购买TOTAL WAR™: KING'S RETURN (《全面战争:王者归来》) IP 进行游戏开发,交易金额900万美元,能够和公司自有产品COK相互配合,稳固占领战争类SLG游戏细分市场。

➤ 现有游戏流水稳定,新游戏流水逐步提升。

目前公司的主力游戏仍是《列王的纷争》(COK),2016年月平均流水超过

投资建议:

 推荐
首次覆盖

当前价格:

23.65 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,378/1,282
流通 A 股市值 (百万元)	30,565
每股净资产 (元)	8.30
资产负债率 (%)	38.95
一年内最高/最低 (元)	24.45/18.95

一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号: S0590515090003

电话: 0510-85607875

邮箱: xuyi@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	11,601.62	12,775.84	13,393.10	14,535.16	15,675.93
增长率 (%)	10.46%	10.12%	4.83%	8.53%	7.85%
EBITDA (百万元)	1,400.06	1,572.54	1,898.79	2,230.03	2,506.16
净利润 (百万元)	1,057.96	1,295.36	1,568.56	1,907.86	2,213.37
增长率 (%)	30.75%	22.44%	21.09%	21.63%	16.01%
EPS (元/股)	0.77	0.94	1.14	1.38	1.61
市盈率 (P/E)	30.62	25.01	20.65	16.98	14.64
市净率 (P/B)	3.32	2.94	2.63	2.32	2.04
EV/EBITDA	21.88	18.29	14.74	11.26	9.37

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.5 亿元，2017 年一季度流水下降至 2.73 亿元，主要由于推广营销费用占收入的比例下降，由 2016 年的 32%下降至 2017 年一季度的 15%，因此，虽然收入有所下降，但利润提升。此外，除了 COK 以外，公司 2011 年底上线的《Age of Warring Empire》目前月流水仍有 1500 万以上，《Clash of Queens》2016 年 2 月上线，目前月流水 3000 万，代理游戏中《MR：魔法英雄》2015 年 4 月推出，月流水 3000 万以上，今年二季度上线的《奇迹暖暖》目前月流水近 500 万。

➤ **动视暴雪合作的《使命召唤》手游，为未来几年储备主力游戏。**

2017 年 3 月智明星通与动视暴雪公司达成合作，两方将联合对《Call Of Duty：使命召唤》IP 进行手游研发和发行，动视暴雪是全球最大游戏开发和发行商，使命召唤系列是其拥有的数十年家喻户晓的知名品牌。2009 年 11 月，《使命召唤：现代战争 2》首日销售额打破史上首日销售额最高游戏的吉尼斯纪录。双方的合作方式为动视暴雪将《Call of Duty：使命召唤》的版权授权给智明星通，双方基于此款 IP 联合开发运营一款手机游戏产品，智明星通不用支付版权金，游戏研发及推广费用由双方共同承担，双方分成比例为渠道后流水的 50%，合作时间为新游戏全球上线后 3 年时间（可自动续期 1 年）。

➤ **出版业务稳健增长，公司少儿图书实力强，并有望受益于江西国企改革。**

公司出版业务稳健增长，据开卷数据，公司 2016 年图书零售市场排名及份额继续保持高速增长，码洋占有率排名由第十位升至第七位。2016 年全年，各全资图书出版社电商销售码洋突破 5 亿元，同比增长超 50%；“双十一”期间的电商销售码洋 0.9 亿元，公司旗下 7 家出版社有 3 家出版社分别进入了同类前十名。其中在全国 29 家少儿类出版社中，二十一世纪出版社集团排名第 2 位，继续保持地方少儿社第一的领跑地位。2016 年 7 月，江西省发布了《关于打造国有企业改革“江西样板”的实施意见》，提出着力在构建充满活力的市场化经营机制上打造样板，重组整合、创新发展一批国有企业，支持江西出版集团做大做强。

➤ **盈利预测及估值。**

我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司净利润分别为 15.69 亿、19.08 亿和 22.13 亿，同比增长 21.09%、21.63%和 16.01%，对应 EPS 分别为 1.14 元、1.38 元和 1.61 元，PE 分别为 19.07x、15.69x、13.52x，考虑到公司业绩稳健增长，游戏产品生命周期长，游戏团队稳固，今年下半年即将上线的爆款有望形成爆款，后期 IP 储备充足，为未来三年业绩提供保障，同时有望受益国企改革，当前估值较低，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新游戏推出进度低于预期的风险；原有主力游戏流水大幅下滑的风险。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,550.59	5,075.36	5,783.61	8,785.15	10,534.1	营业收入	11,601.6	12,775.8	13,393.1	14,535.1	15,675.9
应收账款+票据	2,131.24	1,567.41	2,342.32	1,899.80	2,669.22	营业成本	7,458.81	7,740.47	8,015.58	8,510.03	8,973.38
预付账款	2,490.68	1,949.82	2,100.00	2,150.00	2,200.00	营业税金及附加	24.75	41.25	42.86	46.51	50.16
存货	940.11	1,022.31	1,032.97	1,149.09	1,151.77	营业费用	1,707.43	1,910.93	1,846.91	2,014.57	2,257.33
其他	199.38	321.59	321.59	321.59	321.59	管理费用	1,155.37	1,652.98	1,700.92	1,845.97	1,990.84
流动资产合计	10,325.6	9,953.61	11,597.6	14,322.7	16,893.8	财务费用	-49.93	-67.77	-77.32	-121.99	-175.44
长期股权投资	491.50	574.01	574.01	574.01	574.01	资产减值损失	213.99	241.95	220.00	230.00	240.00
固定资产	1,258.33	1,090.17	1,130.67	975.79	610.91	公允价值变动收益	8.17	-4.64	0.00	0.00	0.00
在建工程	310.99	375.38	200.00	0.00	0.00	投资净收益	34.22	8.90	0.00	0.00	0.00
无形资产	959.47	939.88	860.08	780.28	700.49	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3,059.62	4,454.19	4,366.91	4,279.64	4,192.36	营业利润	1,133.59	1,260.29	1,644.15	2,010.07	2,339.65
非流动资产合计	6,079.91	7,433.63	7,131.68	6,609.72	6,077.77	营业外净收益	86.61	109.58	50.00	50.00	50.00
资产总计	16,405.5	17,387.2	18,729.2	20,932.4	22,971.5	利润总额	1,220.20	1,369.87	1,694.15	2,060.07	2,389.65
短期借款	441.30	130.59	0.00	0.00	0.00	所得税	58.24	88.88	118.59	144.20	167.28
应付账款+票据	2,389.95	2,234.70	2,550.72	2,529.89	2,827.35	净利润	1,161.96	1,280.99	1,575.56	1,915.86	2,222.37
其他	2,094.13	2,713.82	2,530.16	3,124.50	2,975.79	少数股东损益	104.00	-14.37	7.00	8.00	9.00
流动负债合计	4,925.37	5,079.11	5,080.88	5,654.39	5,803.13	归属于母公司净利	1,057.96	1,295.36	1,568.56	1,907.86	2,213.37
长期带息负债	700.00	727.52	727.52	727.52	727.52	主要财务比率					
长期应付款	12.78	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	455.59	363.40	363.40	363.40	363.40	成长能力					
非流动负债合计	1,168.37	1,090.93	1,090.93	1,090.93	1,090.93	营业收入	10.46%	10.12%	4.83%	8.53%	7.85%
负债合计	6,093.75	6,170.04	6,171.80	6,745.31	6,894.06	EBIT	28.84%	13.38%	21.00%	19.87%	14.25%
少数股东权益	551.33	204.05	211.05	219.05	228.05	EBITDA	25.35%	12.32%	20.75%	17.45%	12.38%
股本	1,377.94	1,377.94	1,377.94	1,377.94	1,377.94	归属于母公司净利	26.99%	22.44%	21.09%	21.63%	16.01%
资本公积	5,436.15	5,439.85	5,439.85	5,439.85	5,439.85	获利能力					
留存收益	2,945.48	4,187.26	5,520.54	7,142.22	9,023.59	毛利率	35.71%	39.41%	40.15%	41.45%	42.76%
股东权益合计	10,310.9	11,209.1	12,549.3	14,179.0	16,069.4	净利率	10.02%	10.03%	11.76%	13.18%	14.18%
负债和股东权益总	16,405.5	17,387.2	18,729.2	20,932.4	22,971.5	ROE	10.84%	11.77%	12.71%	13.67%	13.97%
现金流量表						ROIC	21.04%	15.25%	19.77%	22.13%	30.14%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	1,094.93	1,222.54	1,529.06	1,869.36	2,175.87	资产负债	37.14%	35.49%	32.95%	32.22%	30.01%
折旧摊销	221.57	236.34	281.95	291.95	291.95	流动比率	2.10	1.96	2.28	2.53	2.91
财务费用	43.73	26.85	-77.32	-121.99	-175.44	速动比率	1.87	1.70	2.02	2.27	2.66
存货减少	210.95	-224.26	-10.66	-116.13	-2.68	营运能力					
营运资金变动	-772.18	865.16	-792.73	966.03	-670.67	应收账款周转率	5.75	8.97	6.11	8.39	6.27
其它	204.54	196.67	220.00	230.00	240.00	存货周转率	7.93	7.57	7.76	7.41	7.79
经营活动现金流	1,003.54	2,323.30	1,150.31	3,119.23	1,859.03	总资产周转率	0.71	0.73	0.72	0.69	0.68
资本支出	200.94	281.40	200.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资	3,523.91	3,358.83	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.77	0.94	1.14	1.38	1.61
其他	2,801.87	2,519.59	46.50	46.50	46.50	每股经营现金流	0.73	1.69	0.83	2.26	1.35
投资活动现金流	-922.98	-1,120.6	-153.50	46.50	46.50	每股净资产	7.08	7.99	8.95	10.13	11.50
债权融资	641.55	-287.38	-130.59	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	877.99	2.81	0.00	0.00	0.00	市盈率	30.62	25.01	20.65	16.98	14.64
其他	235.53	-69.30	-157.96	-164.19	-156.57	市净率	3.32	2.94	2.63	2.32	2.04
筹资活动现金流	1,755.07	-353.87	-288.55	-164.19	-156.57	EV/EBITDA	21.88	18.29	14.74	11.26	9.37
现金净增加额	1,839.17	880.47	708.25	3,001.54	1,748.97	EV/EBIT	25.99	21.53	17.31	12.96	10.61

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064