

世纪华通 (002602)

证券研究报告

2018年11月13日

298 亿收购盛跃完成全体系布局，积极关注后续过会情况

世纪华通拟以 298 亿现金+股份方式收购盛跃网络，并募集 61 亿配套资金，用于补充上市公司流动资金。其中：

1) 公司拟向宁波盛杰支付现金 29.29217 亿元，购买其持有的盛跃网络 9.83% 股权，**问询函反馈宁波盛杰全部获得现金对价主要由于自身资金需求**；2) 拟向除宁波盛杰之外的盛跃网络其余 28 名股东发行 14.127646 亿股股份，购买其合计持有的盛跃网络 90.17% 股权。3) 公司 2018 年半年度权益分派方案已于 2018 年 10 月 31 日实施完毕 (**10 送 6 已于 10 月 31 日实施完毕**)，本次发行价格调整为 **19.02 元/股**，不考虑配套募集资金发行股份数量的影响占交易完成后上市公司总股本的 37.70%；4) 上市公司拟采用询价方式非公开发行股票募集本次重组的配套资金，募集资金总额不超过 **61 亿元 (初始方案为 31 亿元)**，发行对象为不超过 10 名合格投资者，本次募集配套资金将用于支付本次交易中的现金对价及补充上市公司流动资金。5) 本次交易不会导致上市公司控制权的变化，不构成重组上市。

公司已于 11 月 6 日晚公告《针对深交所问询函的回复公告》，**问询函核心如下**：1) 本次重大收购前交易双方的背景及出资情况梳理，表示本次收购不存在规避重组上市认定标准的情形；2) 盛跃网络的实质经营主体——盛大游戏私有化回归流程，对私有化异议股东的诉讼问题，曜瞿如等交易标的对方承诺全部承担，不会对上市公司及收购标的后续经营产生影响；3) 盛跃网络及其子公司 Actoz (亚拓士) 与娱美德 Wemade 关于“传奇”IP 方面的纠纷梳理，其中含 18 年三七互娱出品游戏《屠龙破晓》、《传奇霸业手游》的权益所属问题的法律意见；4) 盛跃网络 18-20 年承诺业绩 20/25/30 亿元的合理性解释，公告表示预测盛跃网络 18-20 年营收为 51.77/78.45/92.18 亿元，增速为 23.44%/51.52%/17.5%，毛利率由于加大自主游戏运营规模将有所下降，费用率将有所下降；5) 盛跃网络游戏产品历史数据及 18 年待上线游戏情况，其中 18 年 11 月将上线《光明勇士》、《命运歌姬》、《辐射避难所 online》等游戏。

投资建议：根据公司最新业绩情况以及收购方案我们下调前期盈利预测，不考虑盛跃网络资产注入，我们最新预测公司 18-20 年净利润由 16.34/19.19/22.08 亿下调至 10.7/13.0/15.9 亿，同比增速 37%/21%/22%，考虑本次收购盛跃网络以及配套融资 61 亿元的摊薄，公司体量有望达到 473+61+298=832 亿，18-20 年备考利润达 30.7/38.0/45.9 亿，长期看公司有望成为海内外研发一体的国际娱乐公司。结合前述情况且公司 10 月 25 日公告以资本公积每 10 股转增 6 股，将目标价修正为 24.85 元。由于公司停牌时间近 5 个月，游戏行业受版号问题及市场影响估值中枢有所下行，但考虑公司近期 10~20 亿回购释放积极信号对冲估值下行风险，因此不必过度悲观，给予“买入”评级。

风险提示：游戏市场监管风险、公司产品推出延后及表现不及预期、并购无法完成的风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,455.90	3,490.82	8,978.39	10,565.92	12,105.37
增长率(%)	14.21	1.01	157.20	17.68	14.57
EBITDA(百万元)	733.17	1,086.99	1,284.36	1,539.67	1,870.02
净利润(百万元)	503.46	782.74	1,072.24	1,300.87	1,593.11
增长率(%)	23.44	55.47	36.98	21.32	22.46
EPS(元/股)	0.22	0.34	0.46	0.56	0.68
市盈率(P/E)	93.91	60.40	44.09	36.34	29.68
市净率(P/B)	10.78	9.36	6.37	5.53	4.76
市销率(P/S)	13.68	13.54	5.27	4.47	3.91
EV/EBITDA	64.89	31.44	36.22	28.36	23.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.25 元
目标价格	24.85 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,334.76
流通 A 股股本(百万股)	1,277.06
A 股总市值(百万元)	47,278.81
流通 A 股市值(百万元)	25,860.49
每股净资产(元)	9.82
资产负债率(%)	11.12
一年内最高/最低(元)	36.97/18.23

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《世纪华通-季报点评:18Q1 并表提升增速，18 年继续关注公司背靠腾讯生态带来的持续成长性》 2018-05-01
- 《世纪华通-年报点评报告:17 年业绩符合预期，预计 18Q1 成增速拐点》 2018-04-25
- 《世纪华通-公司点评:与三七互娱确定三年战略合作，A 股两大游戏公司竞合共赢》 2018-04-20

1. 核心观点

11月6日晚披露最新交易方案，拟以298亿现金+股份方式收购盛跃网络，并募集61亿配套资金，用于补充上市公司流动资金。

- 1) 上市公司拟向曜瞿如等29名交易对方以发行股份及支付现金的方式购买其合计持有的盛跃网络100%股权，标的资产交易价格预估为298亿元。
- 2) 拟向宁波盛杰支付现金29.29217亿元，购买其持有的盛跃网络9.83%股权，**问询函反馈宁波盛杰全部获得现金对价主要由于自身资金需求。**
- 3) 拟向除宁波盛杰之外的盛跃网络其余28名股东发行14.127646亿股股份，购买其合计持有的盛跃网络90.17%股权。公司2018年半年度权益分派方案已于2018年10月31日实施完毕（10送6已于10月31日实施完毕），**本次发行价格调整为19.02元/股**，不考虑配套募集资金发行股份数量的影响占交易完成后上市公司总股本的37.70%。
- 4) 上市公司拟采用询价方式非公开发行股票募集本次重组的配套资金，募集资金总额不超过**61亿元（初始方案为31亿元）**，发行对象为不超过10名合格投资者。本次募集配套资金将用于支付本次交易中的现金对价及补充上市公司流动资金。
- 5) 盛跃网络18-20年承诺扣非净利润分别为20/25/30亿元，对应同比增速分别为33%/25%/20%，若不达承诺业绩将由曜瞿如、上虞熠诚、上虞吉仁优先以股份进行补偿，不足数以现金进行补偿。
- 6) 本次交易不会导致上市公司控制权的变化，不构成重组上市。

盛跃网络回归A股，与点点互动强强联合，有望成为跨国性游戏全产业链公司。

- 1) 点点互动业务网络覆盖美国、欧洲、中东、东南亚等多个国家和地区，拥有与国际知名游戏社交平台多年良好的合作关系和健全的国际化发行网络。
- 2) 盛跃网络继承了原纳斯达克上市公司盛大游戏的网络游戏业务、主要经营性资产与核心经营团队，深耕端游领域多年，拥有雄厚的顶级IP资源储备，形成手游、端游、页游三个产品条线的完整布局。
- 3) 本次交易完成后，世纪华通将在资源互通、IP互通、资本运作等角度为盛大游戏提供支持，盛跃网络注入可以增强公司整体游戏研发水平，IP管理能力，成为公司打造新文化生态圈的催化剂。精品代理+全球发行双叠加，未来业绩可期，世纪华通有望成为A股横跨国内外的全产业链游戏公司。

前三季度上市公司业绩表现符合预期，受点点互动并表影响各项指标变化明显。

- 1) 2018年10月28日公司发布2018年三季报，点点并表带动前三季度高速增长，18Q1-Q3营收62.28亿，同比增长153.1%；归母净利润8.80亿，同比增长23.1%；扣非归母净利润6.82亿，同比增长137.3%。
- 2) **公司全年业绩指引归母净利润10.0亿-11.5亿，同比上升27.76%-46.92%；根据我们的拆分，18Q4预计实现归母净利润中线在1.95亿，同比上升186.5%，环比上升15.2%。**
- 3) 18年前三季度公司综合毛利率为34.20%，同比上升5.90pcpts，主要系点点互动并表提高高毛利率的游戏运营收入占比。
- 4) 18年前三季度公司销售费用率同比上升12.7pcpts至18.2%，主要系点点互动并表所致。
- 5) 18年前三季度公司管理费用率下降2.9pcpts至6.9%（公司三季度财报将管理费用和研发费用分列，此处将二者加总作为报告期内管理费用，保持与上一报告期口径一致），主要系点点互动并表所致，受益于游戏运营业务的低管理费用率。

6) 18 年前三季度公司财务费用率下降 0.8ppts 至 -0.3%，主要系点点互动并表所致及募集资金利息收入增加。

背靠腾讯生态增强游戏发行能力。2018 年公司有包括《择天记》、《魔力宝贝》在内的多款游戏和腾讯进行深度合作。18 年盛跃网络《传奇世界 3D》在腾讯平台发行，未来还将会持续有头部作品与腾讯深入合作。本次重组交易完成后腾讯拥有上市公司 4.95% 的股份，成为公司第五大股东。

公司近期拟回购 10~20 亿元彰显管理层信心。公司于 10 月 16 日披露回购计划，将在六个月内以集中竞价交易的方式回购公司股份用于后期实施股权激励计划、员工持股计划等。本次回购资金总额为 10~20 亿元，回购价格不超过人民币 42.25 元/股。在上述条件下，预计可回购 2,366.86 万~4,733.73 万股，约占公司总股本的 1.62%~3.24%。

2. 重组预案解读

本次收购方案落地以及盛跃网络（盛大游戏）的增长趋势，与我们首次覆盖报告以及年报点评观点基本一致。

标的资产预估及作价情况：本次交易标的为盛跃网络 100% 股权（经营实体为开曼群岛注册的 Shanda Games Limited），预估基准日为 2018 年 4 月 30 日，初步确定采用市场法的预估结果 310 亿元作为盛跃网络 100% 股权的预估值。盛跃网络 17 年扣非归母净利润为 15 亿元，对应本次预估值的市盈率为 20.67 倍。截至 2018 年 4 月 30 日，盛跃网络未经审计的归属于母公司所有者权益为 113.93 亿元，预估增值率为 172.10%，对应本次预估值的市净率为 2.72 倍。2018 年 5 月 21 日盛跃网络股东会作出分红决议，向全体股东分红 12 亿元。基于预估结果及标的公司分红情况，上市公司收购盛跃网络 100% 股权的交易价格预估作价为人民币 298 亿元。

交易支付方式、发行股份和募集配套资金安排：

上市公司拟向曜瞿如等 29 名交易对方以发行股份及支付现金的方式购买其合计持有的盛跃网络 100% 股权。标的资产交易价格预估为 298 亿元。

其中拟向宁波盛杰支付现金 29.29217 亿元，购买其持有的盛跃网络 9.83% 股权，**问询函反馈宁波盛杰全部获得现金对价主要由于自身资金需求；**

拟向除宁波盛杰之外的盛跃网络其余 28 名股东发行 14.127646 亿股股份，购买其合计持有的盛跃网络 90.17% 股权，公司 2018 年半年度权益分派方案已于 2018 年 10 月 31 日实施完毕（10 送 6 已于 10 月 31 日实施完毕），**本次发行价格调整为 19.02 元/股，不考虑配套募集资金发行股份数量的影响占交易完成后上市公司总股本的 37.70%。**

上市公司拟采用询价方式非公开发行股票募集本次重组的配套资金，**募集资金总额不超过 61 亿元（初始方案为 31 亿元），发行对象为不超过 10 名符合相关规定条件的合格投资者。本次募集配套资金将用于支付本次交易中的现金对价及补充上市公司流动资金。**

交易前后上市公司股权结构变化，不构成重大资产重组：

实际控制人未发生变更，不会导致上市公司控制权的变化。不考虑配套募集资金，依据本次预计发行新增股份数量测算，上市公司的控股股东仍为华通控股，持有上市公司 11.66% 的股份，华通控股、鼎通投资、王苗通及其配偶王娟珍合计持有上市公司 15.25% 的股份。本次交易完成后，交易对方中由华通控股控制的曜瞿如将持有上市公司 6.64% 的股份。**因此本次交易完成后王苗通及其一致行动人合计持有上市公司 21.89% 的股份，王苗通及其一致行动人仍为上市公司的实际控制人。考虑配套融资，按照配套融资发行数量上限测算，本次交易完成后王苗通及其一致行动人持有上市公司 19.46% 的股份比例，仍为上市公司的实际控制人。**

交易完成后腾讯将成为上市公司第五大股东。2018 年 1 月 12 日，曜瞿如将其持有的盛跃网络 11.83% 的股权作价 29.85 亿元转让给林芝腾讯（与我们前期点评预计腾讯持股比例在 10-15% 基本一致），按照 298 亿的交易价格计算，林芝腾讯所持股价值 35.25 亿元，较

年初投资额增值 5.40 亿元。本次交易完成后林芝腾讯后将持有世纪华通股份 4.95% (不考虑配套融资情况), 成为实际控制人王苗通、邵恒、王信、菁尧投资之后的第五大股东。

本次交易所涉及股份锁定期 36 个月。

图 1: 本次交易前后上市公司股权结构变化情况, 不考虑配套融资情况 (单位: 万元)

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑配套融资)	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
华通控股	43,680.00	18.71%	43,680.00	11.66%
鼎通投资	9,495.55	4.07%	9,495.55	2.53%
王苗通	3,570.43	1.53%	3,570.43	0.95%
王娟珍	405.25	0.17%	405.25	0.11%
曜曜如	-	-	24,868.47	6.64%
小计	57,151.23	24.48%	82,019.70	21.89%
邵恒	30,479.63	13.05%	30,479.63	8.13%
王信	25,466.55	10.91%	25,466.55	6.80%
菁尧投资	19,343.95	8.29%	19,343.95	5.16%
永丰国际	16,002.00	6.85%	16,002.00	4.27%
华毓投资	12,659.52	5.42%	12,659.52	3.38%
汤奇青	9,920.10	4.25%	9,920.10	2.65%
趣点投资	9,495.55	4.07%	9,495.55	2.53%
华聪投资	4,298.66	1.84%	4,298.66	1.15%
林芝腾讯	-	-	18,539.09	4.95%
吉运盛	-	-	12,421.50	3.31%
道颖投资	-	-	12,421.50	3.31%
华侨城资本	-	-	10,664.87	2.85%
上虞熠诚	-	-	7,833.83	2.09%
上虞吉仁	-	-	7,833.83	2.09%
上海华璨	-	-	6,366.02	1.70%
国华人寿	-	-	6,210.75	1.66%
上海馨村	-	-	5,030.71	1.34%
上虞砾颐	-	-	4,086.32	1.09%

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑配套融资)	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
小计	57,151.23	24.48%	82,019.70	21.02%
王信	25,466.55	10.91%	25,466.55	6.53%
吉运盛	-	-	12,421.50	3.18%
上虞吉仁	-	-	7,833.83	2.01%
小计	25,466.55	10.91%	45,721.88	11.72%
邵恒	30,479.63	13.05%	30,479.63	7.81%
宁波盛杰	-	-	15,400.72	3.95%
本次其他交易对方	-	-	96,152.66	24.64%
其他股东	120,378.22	51.56%	120,378.22	30.85%
合计	233,475.62	100.00%	390,152.81	100.00%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 1) 本次交易对手中的吉运盛、上虞吉仁为上市公司董事、首席执行官王信控制的合伙企业, 王信目前持有世纪华通 10.91% 的股份; 2) 截止 2018 年 8 月, 世纪华通董事、副总经理邵恒实际持有宁波盛杰 100% 股权, 为本次现金支付对价实际交易方, 邵恒目前持有世纪华通 13.05% 的股份。

标的公司情况：标的公司盛跃网络为收购整合盛大游戏资产而特别设立的主体，主要经营实体为其控制的盛趣信息、蓝沙信息、盛绩信息、数龙科技等下属企业。盛跃网络继承了原纳斯达克上市公司盛大游戏的网络游戏业务、主要经营性资产与核心经营团队，是全球领先的网络游戏开发商、运营商和发行商，产品主要为客户端游戏与移动网络游戏，属于网络游戏行业。公司深耕端游领域多年，拥有雄厚的顶级 IP 资源储备，目前已形成移动、端游、页游三个产品条线的完整布局，在研发、发行、运营、授权等多个行业细分领域表现突出。

业绩承诺：目前各方初步确定盛跃网络 2018 年、2019 年、2020 年承诺扣非净利润分别为 20 亿元、25 亿元、30 亿元，对应同比增速分别为 33%、25%、20%，补偿期内每个会计年度末对标的资产进行减值测试，计算减值测试补偿金额。业绩承诺补偿方为瞿瞿如、上虞熠诚、上虞吉仁，优先以股份作为补偿，不足数以现金补偿。

图 2：盛跃网络 2013-2017 年净利润情况

单位：万元

2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
162,798	99,660	67,999	158,709	174,258

注：2013 年-2015 年净利润为 Shanda Games 净利润；2016 年、2017 年为盛跃网络扣除当期股份支付费用影响后净利润。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：盛跃网络 2016-2018 年前四个月财务状况

单位：万元

报表项目	2018 年 1-4 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	107,415.38	419,441.14	376,111.22
营业成本	23,624.62	108,735.88	70,019.06
毛利润	83,790.76	310,705.26	306,092.16
毛利率	78.01%	74.08%	81.38%
管理费用	33,031.93	210,827.51	230,978.12
净利润	54,340.24	52,563.54	41,907.94
归母净利润	55,200.65	52,246.01	17,540.95
扣除股份支付费用后净利润	54,340.24	174,258.19	158,709.24
扣除非经常性损益后归属于母公司净利润	53,956.96	158,527.68	-0.06

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：盛跃网络 17 年营收达 41.9 亿元，同比增长 11.52%，营收保持平稳增长。

盛跃网络 16-17 年净利润较低主要是受股份支付分别计入当期管理费用 11.68 亿元、12.17 亿元影响所致。

图 4：盛跃网络 2018-2020 年承诺业绩

单位：万元

报表项目	2018 年 5-12 月	2019 年度	2020 年度
营业收入	410,324.09	784,466.21	921,759.70
净利润	159,617.21	249,434.22	296,788.53

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：盛跃网络 2018-2020 年承诺业绩分别为 20 亿/25 亿/30 亿。

图 5：盛跃网络 2018-2020 年预测收入情况（受益于《光明勇士》等头部游戏上线 19 年营收大幅增长）

单位：万元

项目	历史数据			预测数据		
	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-4 月	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入	376,111.22	419,441.14	107,415.38	517,739.47	784,466.21	921,759.70
增长率	-	11.52%	-	23.44%	51.51%	17.50%

资料来源：公司公告、天风证券研究所；

图 6：盛跃网络 2018-2020 年预测毛利率情况（由于加大自主游戏运营规模将有所下降）

报表项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度
综合毛利率	71.08%	59.46%	59.43%

资料来源：公司公告、天风证券研究所；

图 7：盛跃网络 2018-2020 年预测期间费用情况（由于营收提升费用相对稳定，费用率预计下降）

单位：万元

项目	2018 年 1-4 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
销售费用	8,391.50	7.81%	21,561.90	5.14%	24,561.45	6.53%
管理费用	33,031.93	30.75%	210,827.51	50.26%	230,978.12	61.41%
财务费用	1,792.18	1.67%	8,452.01	2.02%	-24,793.83	-6.59%
合计	43,215.61	40.23%	240,841.42	57.42%	230,745.74	61.35%

注：报告期内标的公司财务费用主要为汇兑损益，标的公司现金充足，预计未来不会产生借款，预测未来不会产生利息支出，因此忽略财务费用影响。

资料来源：公司公告、天风证券研究所；

图 8：盛跃网络主要游戏产品及其占自主运营模式收入比（单位：万元）（按 18 年 1-4 月收入，自主运营模式中核心游戏贡献为《热血传奇》、《龙之谷》、《冒险岛》、《传奇世界》、《最终幻想 14》等）

游戏产品	2018 年 1-4 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
《热血传奇》	15,656.85	25.50%	49,972.82	23.65%	58,133.02	24.89%
《传奇世界》	4,713.96	7.68%	20,579.31	9.74%	17,625.29	7.54%
《龙之谷》	6,159.61	10.03%	25,031.69	11.84%	27,042.76	11.58%
其 1：《龙之谷》 （中国）	5,567.54	9.07%	21,947.97	10.39%	23,441.97	10.03%
其 2：《Dragon Nest》 （海外）	592.06	0.96%	3,083.71	1.46%	3,600.79	1.54%
《冒险岛》	5,831.34	9.50%	19,970.00	9.45%	17,725.28	7.59%
《永恒之塔》	3,492.11	5.69%	13,907.76	6.58%	15,893.17	6.80%
《最终幻想 14》	4,649.40	7.57%	9,167.08	4.34%	5,125.55	2.19%
《传奇 3》	1,962.64	3.20%	9,090.11	4.30%	9,595.91	4.11%
《传奇永恒》	1,957.84	3.19%	6,865.55	3.25%	24,019.04	10.28%
《FF14》（海外）	2,082.74	3.39%	6,587.07	3.12%	4,757.34	2.04%
《风云》	1,455.99	2.37%	4,797.11	2.27%	4,591.49	1.97%
合计	47,962.49	78.12%	165,968.49	78.53%	184,508.86	78.98%

注：1、《Dragon Nest》（海外）和《FF14》（海外）的运营系统位于韩国，其他游戏的运营系统位于中国境内；2、《Dragon Nest》（海外）游戏主要由《Dragon Nest_North America》游戏（以下简称“《Dragon Nest》（北美版）”）和《Dragon Nest_Southeast Asia》游戏（以下简称“《Dragon Nest》（东南亚版）”）组成。《Dragon Nest》（北美版）于 2016 年 9 月起由 Eyedentity Games, Inc.（SouthKorea）运营，主要在北美市场发行运营；《Dragon Nest》（东南亚版）游戏于 2017 年 9 月起由 Eyedentity Games, Inc.（SouthKorea）运营，主要在东南亚市场发行运营。

资料来源：公司公告、天风证券研究所；

图 9：盛跃网络主要游戏产品及其占授权运营模式收入比（单位：万元）

游戏产品	2018 年 1-4 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
《龙之谷手游》	4,952.19	11.09%	75,331.52	36.90%	-	-
《热血传奇手游》	12,153.75	27.21%	48,865.46	23.94%	89,714.80	65.85%
《传奇世界手游》	9,293.27	20.81%	43,587.70	21.35%	-	-
合计	26,399.21	59.11%	167,784.68	82.18%	89,714.80	65.85%

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：按 18 年 1-4 月收入，自主运营模式中核心游戏贡献为《热血传奇手游》、《传奇世界手游》、《龙之谷手游》等

图 10: 盛跃网络“传奇”类 IP 游戏 2016-2018 年前四个月营收及毛利占比 (单位: 万元)((公司对“传奇” IP 系列产品的依赖程度逐年下降, 16 年至 18 年前四个月营业收入占比分别为 48.99%、28.28%和 28.01%, 毛利占比为 50.45%、31.92%和 29.65%。非“传奇” IP 类游戏包括《龙之谷》、《传奇世界》、《最终幻想》、《永恒之塔》、《风云》等)

项目	2018 年 1-4 月	2017 年度	2016 年度
“传奇” IP 营业收入小计 (a)	30,085.16	118,622.94	184,261.04
“传奇” IP 毛利小计 (b)	24,847.49	99,180.84	154,408.45
标的公司营业收入 (c)	107,415.38	419,441.14	376,111.22
标的公司毛利 (d)	83,790.76	310,705.26	306,092.16
“传奇” IP 系列产品营业收入占比 (e=a/c)	28.01%	28.28%	48.99%
“传奇” IP 系列产品毛利占比 (f=b/d)	29.65%	31.92%	50.45%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: “传奇”及“传奇世界”为不同 IP, 详见问询函“传奇” IP 纠纷部分。

图 11: 盛跃网络 2018 年待上线游戏列表

游戏名称	类型	上线时间
光明勇士	手游模型 MMO	2018 年 11 月
辐射避难所 Online	手游模型卡牌	2018 年 11 月
金装裁决	手游模型 MMO	2018 年 11 月
雄图霸业	手游模型 MMO	2018 年 12 月
王女降临	手游模型卡牌	2018 年 11 月
命运歌姬	手游模型卡牌	2018 年 11 月
女神进化论	手游模型卡牌	2018 年 11 月
全民主公 2	手游模型卡牌	2018 年 11 月

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 1: 盛跃网络 IP 资源情况

IP 名称	IP 属性	IP 类型	IP 版权来源
传奇	游戏	玄幻 MMO	与他人共有自有
传奇世界	游戏	武侠 MMO	研发自有
龙之谷	游戏	动作 RPG	研发自有
神无月	游戏	卡牌	研发自有
千年	游戏	玄幻 MMO	研发自有
地城之光	游戏	动作 RPG	研发自有
英雄年代	游戏	武侠 MMO	研发自有
星辰变	文学	玄幻	外部授权
鬼吹灯	文学	盗墓	外部授权
盘龙	文学	西方玄幻	外部授权
魔界	游戏	玄幻 MMO	外购自有

雪中悍刀行	文学	玄侠	外部授权
彩虹岛	游戏	横版动作	研发自有
星辰杀	游戏	武侠 MMO	研发自有
生肖传说	游戏	武侠 MMO	外购自有
零世界	游戏	玄幻 MMO	研发自有
诸侯	游戏	武侠 MMO	外购自有
风云	游戏	武侠 MMO	外购自有
星尘传说 online	游戏	玄幻 MMO	外购自有
超级绿	漫画	都市	投资自有
武零后	漫画	英雄	投资自有
疯狂赛车	游戏	休闲竞速	研发自有
梦幻国度	游戏	休闲	研发自有
纵横天下	游戏	武侠 MMO	研发自有
三国总动员	游戏	休闲	研发自有
盛大富翁	游戏	休闲	研发自有
全城热斗	游戏	武侠 MMO	研发自有
星界传说	游戏	武侠 MMO	研发自有
悍将传世	游戏	武侠 MMO	研发自有
传世群英传	游戏	武侠 MMO	研发自有
求魔	游戏	玄幻 MMO	研发自有
城市总动员	游戏	休闲	研发自有
麻球盒子	游戏	休闲	外购自有
仙境世界	游戏	休闲	研发自有
重生时代	游戏	玄幻 MMO	研发自有
缘分搜索	游戏	休闲	研发自有
宠物生活	游戏	休闲	研发自有
战神图	游戏	休闲	研发自有
宝石大作战	游戏	休闲	研发自有
Gpets	游戏	休闲	研发自有
DJ 国度	游戏	休闲	研发自有
切客花园	游戏	休闲	研发自有
神迹	游戏	武侠 MMO	研发自有
推推侠	游戏	休闲	研发自有
迪斯尼梦幻飞板	游戏	休闲	研发自有
泡泡岛	游戏	格斗	研发自有
只言片语	游戏	休闲	研发自有
怪物总动员	游戏	休闲	研发自有
羊羊与狼狼	游戏	休闲	研发自有
蛋糕总动员	游戏	休闲	研发自有
龙城战记	游戏	动作 RPG	研发自有

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：盛跃网络核心技术名称①

核心技术名称	技术功能	来源
MMO 游戏通用框架 GMMOFramework	GMMOFramework 开发框架是标的公司在深耕网络游戏开发十多年的基础上自主研发的适合快速开发 MMO 类型游戏项目的开发框架，包含完整的客户端、服务器、工具链。该游戏框架积累大量 MMO 游戏开发经验和功能代码，新 MMO 项目只需要在框架基础上增加少量游戏特色模块即可。该开发框架极大提高游戏研发效率，保证游戏研发质量。标的公司使用此框架已经开发出多款优秀网络游戏，是标的公司成为网络游戏行业标杆企业的重要基石。	自研
全球通服游戏框架 GGSAFramework	GGSAFramework 全球通服游戏框架是标的公司自主研发的支持快速开发支撑大用户数的通服类型策略/养成/卡牌网络游戏开发的游戏开发框架。	自研
自适应渲染引擎 GRender	GRender 是标的公司自主研发的自适应渲染引擎，在 Unity3D 商业套件基础上，封装了大量功能和优化代码以及完整的美术资源工作链，同时支持主流前向渲染管理和次世代延迟渲染管线，可以根据运行设备的不同自行选取适合该设备的渲染方式，根据设备的硬件性能选择性的开启适合该设备的若干渲染效果，并在游戏运行过程中，实时监测运行帧率，动态调整参数，保证渲染效果与运行流畅度得到很好地平衡。	自研
游戏支撑系统 GBase	GBase 游戏支撑系统是标的公司自主研发的游戏研发运营支持系统，主要包含崩溃收集分析模块、整包和资源更新模块、推送服务模块、社交分享模块、社交集服务模块与手游安全服务模块等六大模块，具有提供自动更新、崩溃收集、消息推送、社交分享、游戏语音、视频直播、手机安全等游戏支持功能，为游戏研发与运营提供有效支撑。	自研
立体式防外挂系统	标的公司自主研发的游戏防外挂技术系统，通过一系列安全工具包完成，通过在游戏客户端保护和采集，在协议链路端监控和匹配，并通过后端数据分析一系列检测和监控过程的配合，对整个游戏过程进行全方位防外挂监控。	自研

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 13：盛跃网络核心技术名称②

核心技术名称	技术功能	来源
自动化运维 PaaS 平台	标的公司自主研发的一站式的自动化运维平台。该平台包含大容量并发、高效的文件分发、收集、命令执行通道，以及丰富自动化运维基础功能模块，并且提供简单且强大的图形化自助编排系统，以及完善的 PaaS 环境，帮助实现快速的作业编排或 WEBAPP 开发和部署，形成作业或 WEBAPP，为业务的开区、扩缩容、发布等复杂场景的提供自动化操作解决方案。	自研
游戏云平台	游戏云平台是全新打造的基础设施云，整合了业界先进的计算、网络、存储虚拟化技术，实现了弹性计算、专有网络、高效云盘等功能，为丰富的游戏业务场景提供了高效、灵活、稳定的 IaaS 支持。	购买
手机云测试平台	手机云测试平台是针对手机游戏测试打造的综合性平台，能够实现手机快速兼容性测试，实现 Unity3D 引擎开发游戏的 UI 控件识别的自动化，通过录制修改等功能快速新建及修改自动化脚本，通过平台进行批量自动化测试，实时对手机进行调试及使用，支持多点触控技术，满足项目组对快速远程借用手机的需求。	自研
舆情监控平台	该平台通过爬虫技术，实时收录各类平台的用户舆情信息，包括 IOS 榜单、Android 渠道、百度贴吧、热门论坛等。通过语句分析技术拆词分词，对关键词、情感词、热词进行多维度（如时间、出现频率、正负面等）的分析展示，已积累通用词库 3000+。该平台帮助项目组实现产品版本运营品质口碑的实时监控及多维度分析。	自研
防沉迷系统	防沉迷系统是标的公司根据新闻出版总署施行的《网络游戏防沉迷系统》要求，在充分理解并领会其精神后自主研发的，通过防沉迷认证方案来认定游戏玩家实际年龄，凡未满 18 周岁的未成年玩家或未通过防沉迷认证的玩家均将受到防沉迷系统的限制，主要功能是自动计算并累计被防沉迷玩家在线时长，到达特定累计时长后通知游戏服务器，由游戏服务器处理用户收益，通过这个系统向未成年人普及健康游戏时间概念，使未成年人能够科学控制游戏的间隔时间，获得充分的休息、学习时间，合理的游戏。	自研

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：盛跃网络核心游戏运营数据（客户端）

游戏名称	项目	月活跃用户（个）	月付费用户（个）	ARPPU 值（元）	月流水（万元）
《热血传奇》	2018 年 4 月	334,509	67,403	636.48	4,290.07
	同比	-68.1%	-15.5%	39.6%	17.9%
	环比	-6.8%	-11.2%	33.6%	18.7%
	历史峰值	2,461,652	125,010	636.48	5,165.86
《传奇世界》	2018 年 4 月	138,268	26,012	578.98	1,506.04
	同比	-24.9%	-33.7%	32.9%	-11.9%
	环比	-6.7%	-7.6%	-1.2%	-8.6%
	历史峰值	408,456	66,074	585.72	2,012.50

《龙之谷》	2018 年 4 月	189,846	21,587	571.51	1,233.72
	同比	-65.4%	-62.4%	77.3%	-33.3%
	环比	-27.3%	-5.4%	-10.5%	-15.4%
	历史峰值	786,498	78,721	954.67	2,794.22
《冒险岛》	2018 年 4 月	266,434	39,409	436.81	1,721.42
	同比	-13.0%	-12.1%	6.4%	-6.5%
	环比	-6.7%	-13.6%	42.3%	22.9%
	历史峰值	1,170,518	71,621	498.74	2,840.80
《永恒之塔》	2018 年 4 月	63,840	4,748	1119.94	531.75
	同比	-64.6%	-48.3%	-0.6%	-48.6%
	环比	-2.9%	-0.9%	0.8%	-0.1%
	历史峰值	398,576	27,026	1355.62	1,777.88
《Dragon Nest》(北美版)	2018 年 4 月	23,070	1,006	68.09	6.85
	环比	25.9%	21.1%	-46.2%	-34.9%
	历史峰值	96,705	1,264	157.68	19.93
《Dragon Nest》(东南亚版)	2018 年 4 月	84,070	6,133	24.78	15.20
	环比	-5.6%	146.3%	-43.2%	39.8%
	历史峰值	118,003	6,133	59.31	15.20
《最终幻想 14》(中国)	2018 年 4 月	182,796	137,716	64.95	894.47
	同比	71.7%	97.3%	4.4%	106.1%
	环比	-3.5%	-4.9%	-14.4%	-18.6%
	历史峰值	252,619	161,146	117.05	1,756.33
《FF14》(海外)	2018 年 4 月	40,804	21,473	43317.71	93,016.12
	同比	-17.0%	-9.3%	9.1%	-1.1%
	环比	-1.4%	-5.3%	19.4%	13.1%
	历史峰值	69,115	28,122	46565.81	123,521.44
《传奇 3》	2018 年 4 月	58,426	10,526	472.26	497.10
	同比	-42.9%	-22.5%	6.3%	-17.7%
	环比	-4.6%	-20.7%	47.5%	16.9%
	历史峰值	143,670	25,468	642.42	864.91
《传奇永恒》	2018 年 4 月	24,187	22,580	232.6	525.21
	同比	-58.5%	-60.1%	136.3%	-5.7%
	环比	-10.1%	-8.9%	28.8%	17.3%
	历史峰值	443,706	333,897	345.98	3,176.41
《风云》	2018 年 4 月	35,166	6,699	261.69	175.31
	同比	-16.5%	-25.6%	25.3%	-6.8%
	环比	-10.9%	-0.6%	-53.9%	-54.1%
	历史峰值	59,833	14,610	716.07	600.41

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018 年 4 月数据为公告所披露的最新数据；《Dragon Nest》(北美版)、《Dragon Nest》(东南亚版) 对应货币为美元，《FF14》(海外版) 对应的语言为韩元

表 3：盛跃网络核心游戏运营数据（移动端）

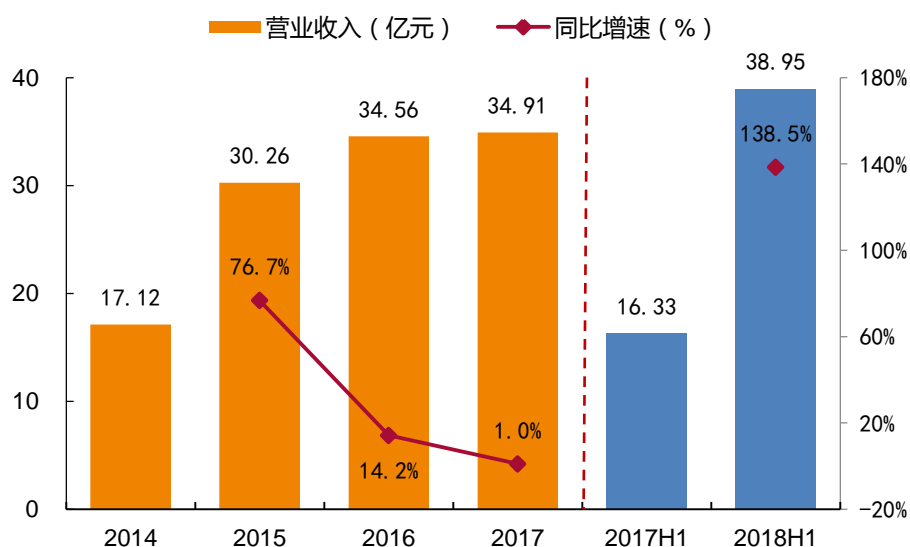
游戏名称	项目	月活跃用户（个）	月付费用户（万个）	ARPPU 值（元）	月流水（万元）
《龙之谷手游》	2018 年 4 月	57	10	441.92	4,361.75
	同比	-91.2%	-92.8%	32.0%	-29.7%
	环比	-16.0%	-10.1%	5.5%	-0.6%
	历史峰值	1,653	440	537.41	89,224.60
《热血传奇手游》	2018 年 4 月	73	17	610.02	10,223.94
	同比	-28.4%	18.7%	-22.9%	-8.5%
	环比	3.4%	32.8%	-7.7%	22.6%
	历史峰值	287	59	1319.67	38,659.73
《传奇世界手游》	2018 年 4 月	36	7	1107.3	7,396.76
	同比	-67.7%	-69.2%	49.9%	-53.8%
	环比	2.2%	-13.1%	13.2%	-1.6%
	历史峰值	223	39	1123.41	17,025.23

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 财报解读

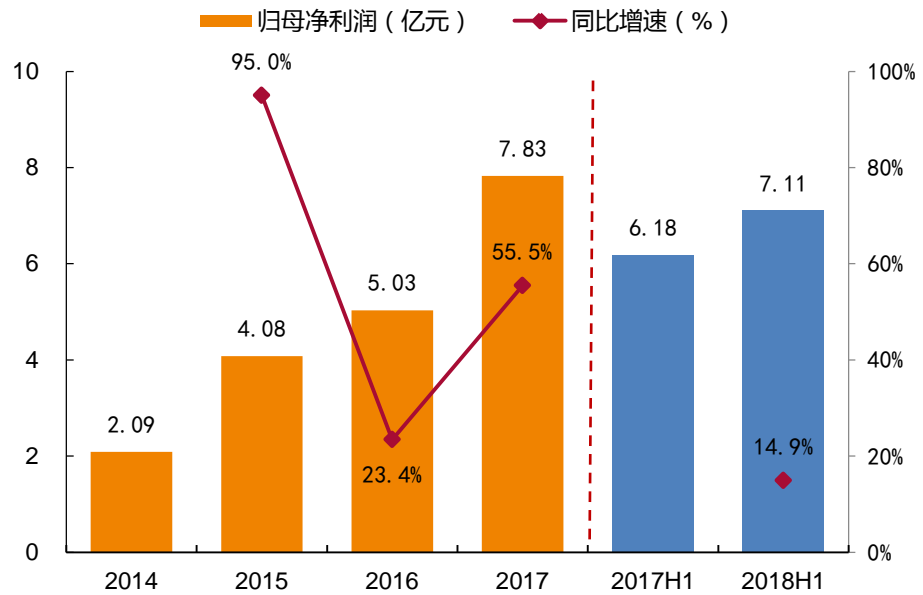
世纪华通 2018Q1-Q3 实现营收 62.28 亿，同比增长 153.1%；归母净利润 8.80 亿，同比增长 23.1%，处于预告中线左右；扣非归母净利润 6.82 亿，同比增长 137.3%，报告期内增长主要系点点互动并表导致。

图 14：世纪华通 2014-2017 年，2017Q1-Q3-2018Q1-Q3 营业收入及同比增速



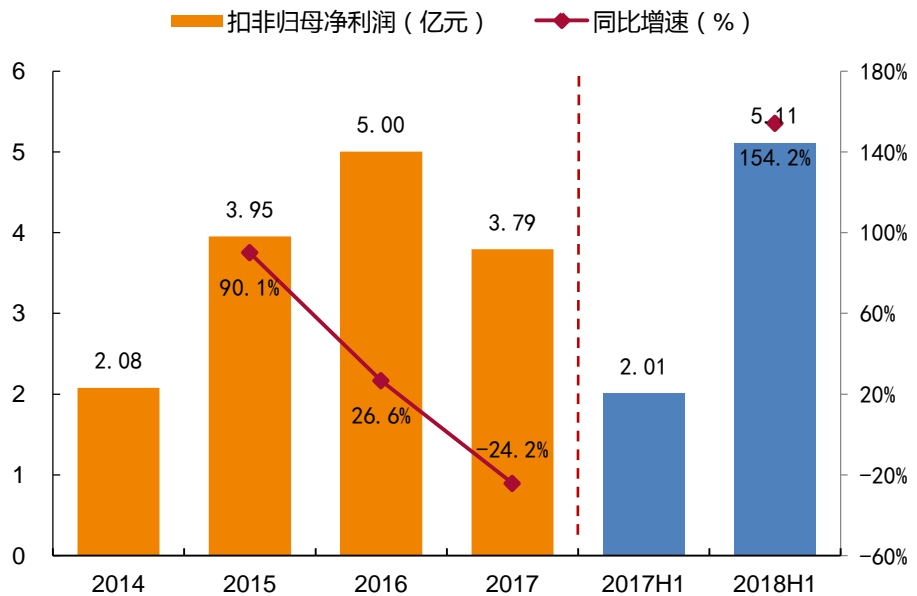
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15: 世纪华通 2014-2018 年, 2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 归母净利润及同比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 2018 净利润取指引中线

图 16: 世纪华通 2014-2017 年, 2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 扣非归母净利润及同比

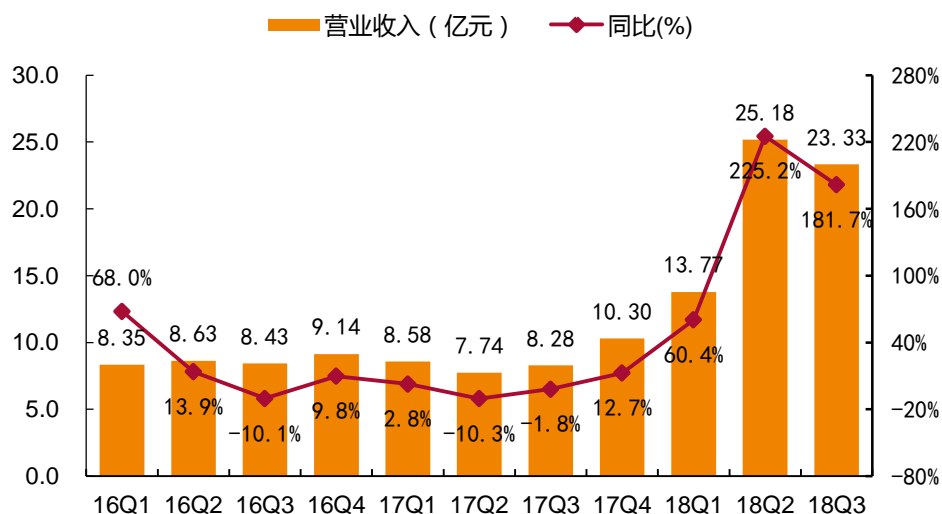


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

公司 18Q3 实现营收 23.33 亿, 同比增长 181.7%; 归属于上市公司股东净利润 1.69 亿, 同比增长 75.4%, 扣非归母净利润 1.71 亿, 同比增长 98.6%。

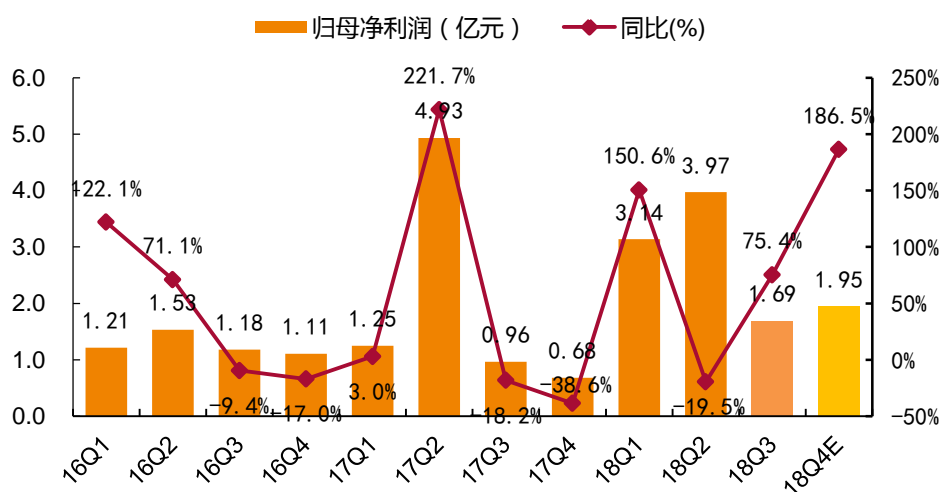
根据公司 2018 年全年业绩指引归母净利润 10.0 亿-11.5 亿, 同比上升 27.76%-46.92%。根据我们的拆分, 18Q4 预计实现归母净利润中线在 1.95 亿, 同比上升 186.5%, 环比上升 15.2%。

图 17：世纪华通 2016Q1-2018Q3 营业收入及同比



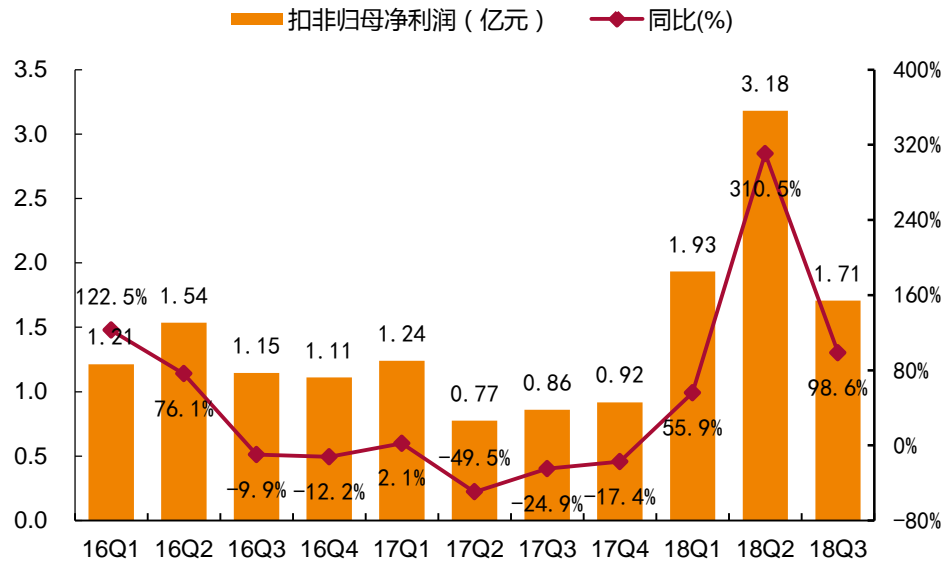
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：世纪华通 2016Q1-2018Q4E 归母净利润及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018Q4E 净利润取指引中线

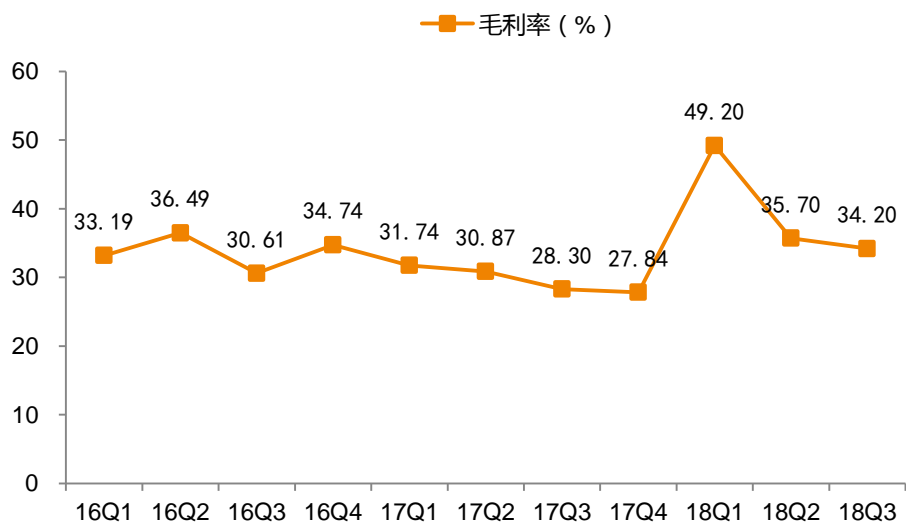
图 19：世纪华通 2016Q1-2018Q3 扣非归母净利润及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从毛利率看，公司 18Q3 综合毛利率为 34.20%，同比上升 5.90pcpts，主要系点点互动并表提高游戏运营收入占比，导致综合毛利率上升。

图 20：世纪华通 2016Q1-2018Q3 毛利率情况

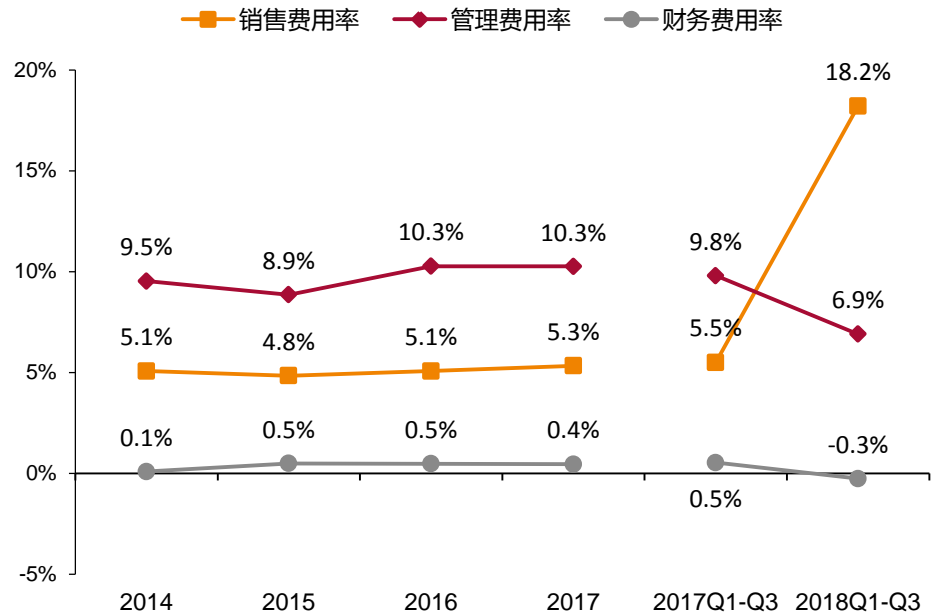


资料来源：公司公告、天风证券研究所

从三项费用率看，公司 18Q1-Q3 销售费用 11.31 亿，同比上升 743.3%，销售费用率同比上升 12.7pcpts 至 18.2%；管理费用 4.31 亿，同比上升 61.4%，管理费用率下降 2.9pcpts 至 6.9%（公司三季度财报将管理费用和研发费用分列，此处将二者加总作为报告期内管理费用，保持与上一报告期口径一致）；财务费用-0.19 亿，同比下滑 273.0%，财务费用率下降 0.8pcpts 至-0.3%。

- 1) 销售费用率提升主要系点点互动并表所致，同时 17H1 天游七酷无游戏大作上线，18Q1-Q3《择天记》、《魔力宝贝》的上线带来推广费用的提升。
- 2) 管理费用率下降主要系点点互动并表所致，受益于游戏运营业务的低管理费用率。
- 3) 财务费用率下降主要系点点互动并表所致及募集资金利息收入增加。

图 21：世纪华通 2014-2017 年,2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 三项费用率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

参照中报的业绩拆分，18H1 世纪华通游戏运营业务、塑料件业务、铜杆加工件业务分别实现营收 22.95、8.96、3.21 亿元，营收占比分别为 58.9%、23.0%、8.2%。

3.1. 传统业务

2017H1 公司将汽车零部件经营性资产划转至全资子公司华通车业。18H1 世纪华通塑料件业务实现营收 8.96 亿元，同比上升 12.4%，成本端发生同等幅度上升，毛利率同 17H1 相比未发生改变为 20.4%。铜杆加工件业务营收同比上升 8.1%。

表 4：世纪华通 2014-2018H1 塑料件业务拆分

年份	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
收入 (亿元)	12.75	13.99	15.77	17.04	7.97	8.96
同比(%)		9.7%	12.7%	8.1%	6.7%	12.4%
成本 (亿元)	9.44	10.28	11.67	13.07	6.34	7.12
同比(%)		8.9%	13.5%	12.0%	15.6%	12.4%
毛利 (亿元)	3.32	3.71	4.10	3.97	1.63	1.83
毛利率(%)	26.0%	26.5%	26.0%	23.3%	20.4%	20.4%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 5：世纪华通 2015-2018H1 铜杆加工件业务拆分

年份	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
收入 (亿元)	5.46	6.00	6.08	2.97	3.21
同比(%)		9.8%	1.3%	2.1%	8.1%
成本 (亿元)	5.39	5.95	5.96	2.92	
同比(%)		10.3%	0.2%	1.4%	
毛利 (亿元)	0.07	0.05	0.12	0.05	
毛利率(%)	1.3%	0.9%	1.9%	1.5%	

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018H1 未给出成本数据

3.2. 游戏业务

18H1 世纪华通游戏运营业务实现营收 22.95 亿元，同比增长 547.2%，营业成本 9.72 亿元，同比增长 822.6%，主要系：

- 1) 全球顶级游戏发行商点点互动于 2018 年 2 月完成并表；
- 2) 天游七酷 17 年无游戏大作上线，18Q1 公司推出《择天记》、《魔力宝贝》等游戏带来较高的推广成本及 IP 分成，18H1 毛利率同比下降 12.7pcpts 至 57.6%。

表 6: 世纪华通 2014-2018H1 游戏运营业务拆分

年份	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
收入 (亿元)	0.60	6.57	9.16	6.91	3.55	22.95
同比(%)		987.2%	39.5%	-24.5%	-1.0%	547.2%
成本 (亿元)	0.24	1.98	2.44	2.27	1.05	9.72
同比(%)		709.3%	23.4%	-6.8%	-3.8%	822.6%
毛利 (亿元)	0.36	4.59	6.72	4.64	2.49	13.22
毛利率(%)	59.6%	69.9%	73.4%	67.1%	70.3%	57.6%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

点点互动海外发行连创佳绩，多方合作加强应对市场需求变化能力，提升公司业绩弹性。点点互动发行的两款 SLG《阿瓦隆之王》(在美国 iOS 畅销榜中保持在 50 以内)和《火枪纪元》(在美国 iOS 畅销榜中保持在 30 以内)表现优秀，FunPlus 在 App Annie 的中国 APP 发行商出海收入排行榜中多次摘得首位，支撑上市公司全年业绩。2018 年一季度点点互动投资韩国游戏公司 Kakao Games(腾讯为其第二大股东)发力韩国游戏市场，持股占比约 1.19%，未来有望背靠腾讯生态持续发力海外市场，推动公司海外收入上升。4 月 19 日，公司与三七互娱签订三年战略合作协议，双方就产品类型和市场区域形成双互补。

本次重组交易完成后腾讯拥有上市公司 4.95%的股份，成为公司第五大股东。腾讯拥有微信、QQ 以及应用宝等众多分发平台，在手游发行领域具有强大优势，17 年腾讯占手游市场规模占比达 54%。未来腾讯将与世纪华通优势互补，双方利益更趋一致，研运合作继续深化，推动双方 IP 开发与代理发行的双赢合作良性循环。我们认为公司未来将背靠腾讯生态增强游戏发行实力，构建海内外研发一体娱乐公司。

表 7: 公司主要产品 iOS 畅销榜排名 (截至 2018 年 10 月)

	游戏名称	上线时间	iOS 畅销榜排名
七酷	魔力宝贝	2018 年 7 月	78
	择天记	2018 年 1 月	100
点点互动	阿瓦隆之王	2016 年	46
	火枪纪元	2017 年 9 月	18

资料来源: App Annie、天风证券研究所; 注: 公司处于各排行榜 100 名以外的游戏未作列示

表 8: 公司产品储备情况

所属公司	产品名称	游戏类型	上线日期	发行平台	游戏版本号
盛大 (体系外)	光明勇士	MMO RPG	2018 年 Q4	腾讯	有
	龙之谷世界	MMO RPG	2019 年上半年	腾讯	无
	Thinker Island 生存岛	休闲类	2018 年	盛大游戏	无
	辐射避难所 OL	策略类	2018 年	盛大游戏	无
	TOP 刀锋之怒	ARPG	2018 年	盛大游戏	有
点点互动	Townkins	3D 模拟经营类	2018-2019 年	海外	-
	螺旋境界线	二次元类手游	2018-2019 年	海外	-
	螺旋英雄谭	二次元类手游	2018-2019 年	海外	-
天游 (哥们网)	未知岛屿	探索类手游	2018 年	-	无
	仲裁之刃	RPG	2018 年	-	有
	剑魂榜	RPG	2018 年	-	有

	龙城独霸	RPG	2018年	-	无
七酷	仙境传说	RPG	2018年	-	无

资料来源：游戏产业网、公司公告，天风证券研究所

图 22: Funplus (点点互动) 在中国 APP 发行商出海收入排行榜名列前茅

中国 App 发行商*出海**收入排行榜 iOS & Google Play 综合, 2018年6月			中国 App 发行商*出海**收入排行榜 iOS & Google Play 综合, 2018年7月			中国 App 发行商*出海**收入排行榜 iOS & Google Play 综合, 2018年8月			中国 App 发行商*出海**收入排行榜 iOS & Google Play 综合, 2018年9月		
排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	FunPlus	=	1	FunPlus	=	2	FunPlus	▼1	1	FunPlus	▲1
2	IGG	=	2	网易	▲1	1	网易	▲1	2	网易	▼1
3	网易	=	3	IGG	▼1	3	IGG	=	3	IGG	=
4	智明星通	=	4	智明星通	=	4	智明星通	=	4	智明星通	=
5	易幻网络	=	5	腾讯	▲1	5	腾讯	=	5	Game168	▲2
6	腾讯	▲1	6	龙创悦动	▲2	6	龙创悦动	=	6	腾讯	▼1
7	卓机网络	▲4	7	易幻网络	▼2	7	Game168	▲1	7	龙创悦动	▼1
8	龙创悦动	▲2	8	Game168	▲3	8	龙腾简合	▲1	8	创酷互动	▲1
9	昆仑	▼1	9	龙腾简合	▲3	9	创酷互动	▲5	9	龙腾简合	▼1
10	Tap4Fun	▲2	10	Tap4Fun	=	10	敦煌网络	▲41	10	游族	▲5

资料来源：App Annie，天风证券研究所

图 23: Funplus (点点互动)《阿瓦隆之王》美国 iOS 畅销榜排名



资料来源：App Annie，天风证券研究所

图 24: Funplus (点点互动)《火枪纪元》美国 iOS 畅销榜排名



资料来源：App Annie，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	567.01	481.13	718.27	3,243.52	2,292.71
应收账款	620.46	800.31	2,853.91	1,446.43	3,480.47
预付账款	18.70	54.81	109.24	80.69	131.56
存货	413.44	473.89	1,506.32	786.27	1,775.67
其他	316.07	509.19	1,371.18	783.87	1,630.70
流动资产合计	1,935.68	2,319.33	6,558.92	6,340.77	9,311.11
长期股权投资	59.43	127.49	127.49	127.49	127.49
固定资产	1,090.57	1,182.71	1,128.18	1,073.65	1,019.12
在建工程	27.57	19.18	19.18	19.18	19.18
无形资产	174.21	166.20	147.99	129.77	111.56
其他	2,216.45	2,598.87	2,537.42	2,485.56	2,485.56
非流动资产合计	3,568.24	4,094.44	3,960.25	3,835.65	3,762.91
资产总计	5,503.92	6,413.77	10,519.17	10,176.42	13,074.02
短期借款	194.00	231.43	382.98	0.00	0.00
应付账款	357.88	508.68	1,425.17	813.74	1,688.22
其他	462.63	558.51	1,221.45	742.94	1,381.99
流动负债合计	1,014.51	1,298.62	3,029.60	1,556.67	3,070.21
长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.00	18.00	18.00	18.00	18.00
非流动负债合计	90.00	18.00	18.00	18.00	18.00
负债合计	1,104.51	1,316.62	3,047.60	1,574.67	3,088.21
少数股东权益	14.39	47.59	47.59	47.59	47.59
股本	1,027.09	1,027.09	2,334.76	2,334.76	2,334.76
资本公积	1,894.99	1,883.50	2,015.44	2,015.44	2,015.44
留存收益	3,357.21	4,025.74	5,089.23	6,219.40	7,603.47
其他	(1,894.26)	(1,886.77)	(2,015.44)	(2,015.44)	(2,015.44)
股东权益合计	4,399.42	5,097.15	7,471.57	8,601.75	9,985.81
负债和股东权益总	5,503.92	6,413.77	10,519.17	10,176.42	13,074.02

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	507.20	784.66	1,072.24	1,300.87	1,593.11
折旧摊销	165.90	180.62	72.74	72.74	72.74
财务费用	18.80	22.07	17.15	25.00	30.00
投资损失	5.41	(508.83)	(180.00)	(180.00)	(180.00)
营运资金变动	16.78	(318.54)	(2,358.76)	1,704.96	(2,408.31)
其它	(0.33)	38.90	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	713.77	198.88	(1,376.63)	2,923.58	(892.47)
资本支出	237.14	421.76	0.00	0.00	0.00
长期投资	59.43	68.05	0.00	0.00	0.00
其他	(829.34)	(643.28)	174.52	180.46	181.52
投资活动现金流	(532.77)	(153.47)	174.52	180.46	181.52
债权融资	331.00	303.43	457.65	74.56	73.74
股权融资	(16.05)	(22.16)	1,434.73	(16.00)	(21.00)
其他	(519.25)	(380.55)	(453.13)	(637.35)	(292.60)
筹资活动现金流	(204.30)	(99.29)	1,439.25	(578.79)	(239.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(23.30)	(53.87)	237.14	2,525.25	(950.81)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,455.90	3,490.82	8,978.39	10,565.92	12,105.37
营业成本	2,287.93	2,458.18	5,485.80	6,351.17	7,097.38
营业税金及附加	28.16	26.49	72.72	85.58	98.05
营业费用	175.33	186.15	1,714.87	2,070.92	2,433.18
管理费用	354.75	358.11	673.38	771.31	859.48
财务费用	16.53	15.67	17.15	25.00	30.00
资产减值损失	(0.69)	12.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.41)	508.83	180.00	180.00	180.00
其他	10.81	(1,027.92)	(360.00)	(360.00)	(360.00)
营业利润	588.49	952.95	1,194.47	1,441.93	1,767.28
营业外收入	14.00	9.07	2.20	8.42	6.56
营业外支出	8.58	0.93	5.29	4.93	3.72
利润总额	593.91	961.09	1,191.37	1,445.42	1,770.12
所得税	86.71	176.43	119.14	144.54	177.01
净利润	507.20	784.66	1,072.24	1,300.87	1,593.11
少数股东损益	3.75	1.92	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	503.46	782.74	1,072.24	1,300.87	1,593.11
每股收益(元)	0.22	0.34	0.46	0.56	0.68

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.21%	1.01%	157.20%	17.68%	14.57%
营业利润	30.14%	61.93%	25.34%	20.72%	22.56%
归属于母公司净利润	23.44%	55.47%	36.98%	21.32%	22.46%
获利能力					
毛利率	33.80%	29.58%	38.90%	39.89%	41.37%
净利率	14.57%	22.42%	11.94%	12.31%	13.16%
ROE	11.48%	15.50%	14.44%	15.21%	16.03%
ROIC	13.77%	20.81%	25.24%	19.80%	32.73%
偿债能力					
资产负债率	20.07%	20.53%	28.97%	15.47%	23.62%
净负债率	2.81%	4.05%	7.12%	21.76%	-17.46%
流动比率	1.91	1.79	2.16	4.07	3.03
速动比率	1.50	1.42	1.67	3.57	2.45
营运能力					
应收账款周转率	5.33	4.91	4.91	4.91	4.91
存货周转率	8.63	7.87	9.07	9.22	9.45
总资产周转率	0.65	0.59	1.06	1.02	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.34	0.46	0.56	0.68
每股经营现金流	0.31	0.09	-0.59	1.25	-0.38
每股净资产	1.88	2.16	3.18	3.66	4.26
估值比率					
市盈率	93.91	60.40	44.09	36.34	29.68
市净率	10.78	9.36	6.37	5.53	4.76
EV/EBITDA	64.89	31.44	36.22	28.36	23.86
EV/EBIT	78.63	35.66	38.40	29.77	24.83

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com