

## 中文传媒(600373)/

## 利润增速改善, 手游 IP 新作值得期待

**评级: 买入(维持)**

市场价格:

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师: 熊亚威

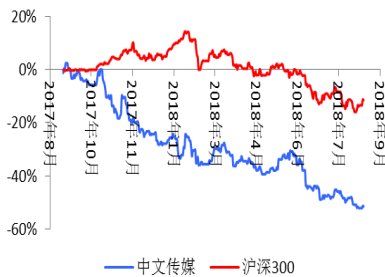
执业证书编号: S0740517090002

电话:

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,377.94
流通股本(百万股)	1,377.94
市价(元)	11.10
市值(百万元)	15,295.13
流通市值(百万元)	15,295.13

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 【中泰传媒】中文传媒(600373) 2018年一季度经营数据点评: 业务整体平稳, 游戏环比持续改善
- 2 【中泰传媒】中文传媒(600373) 2017年年报点评: 转型效果显著, 游戏贡献近半业绩
- 3 【中泰传媒】中文传媒(600373) 2017年经营数据点评: 出版发行表现超预期, 游戏营收 Q4 回暖

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,775.84	13,306.05	13,904.8	14,808.6	15,430.6
增长率 yoy%	10.12%	4.15%	4.50%	6.50%	4.20%
净利润	1,295.36	1,451.74	1,636.99	1,868.63	2,107.34
增长率 yoy%	22.44%	12.07%	12.76%	14.15%	12.77%
每股收益(元)	0.94	1.05	1.19	1.36	1.53
每股现金流量	1.71	1.09	1.58	1.98	0.49
净资产收益率	11.77%	11.91%	12.24%	12.49%	12.82%
P/E	11.81	10.54	9.34	8.19	7.26
PEG	0.88	0.80	0.77	0.61	0.55
P/B	1.39	1.25	1.14	1.02	0.93

备注:

**投资要点**

- **事件:** 中文传媒发布 2018 年半年度报告, 公司上半年实现营收 60.08 亿元, 同比增长 0.27%, 实现归母净利 8.52 亿, 同比增长 7.22%。Q2 单季营收同比增长 2.81%, 归母净利同比增长 24.87%。  
子公司智明星通上半年实现营收 17.52 亿元, 同比减少 16.82%; 净利润 4.08 亿元, 同比增长 21.32%。
- **营收平稳, 利润增速改善, 净利率稳中有升。** 公司整体营收与去年基本持平, 归母净利的同比增速从 Q1 单季的-4.77%提升到 Q2 单季的 24.87%。上半年毛利率相比去年同期降低 2.63pct, 我们认为主要由于高毛利的游戏业务占比下滑、低毛利的传统业务占比上升所致。但净利率依然实现了 0.92pct 的增长, 主要由于销售费用率相比去年同期大幅下降 4.42pct。
- **出版发行业务稳定, 其中发行业务单季实现同比两位数增长。** 上半年出版业务营收与毛利与去年同期基本持平, 发行营收则增长 6.17%, Q2 单季同比增速达 10.17%, 毛利率也略微增长 0.57pct。
- **游戏业务: 销售费用继续下降, 利润持续释放。**
  - **销售费用大幅下降, 利润持续释放。** 费用率从去年同期的 20.3%下降至 7.71%。净利润同比增长 21.32%, 销售费用下降成为利润增长的主要驱动力, 这是由于主打产品 COK 所处的生命周期所致。
  - **营收结束两个季度的环比增长。** 2018 年 Q2 单季营收环比下降 16.89%, 结束了连续两个季度的环比增长。COK2018 年 Q2 月均流水 1.64 亿, 环比下滑 13.18%, 仍展现出了较强的生命力。其他游戏月均流水为 9983 万元, 环比下滑, 但乱世王者、奇迹暖暖等表现亮眼。
  - **利润率持续提升。** 进入 2018 年, 智明星通净利率突破 20%, 从 2016 年的 12.87%到 2017 年的 18.21%, 再到 2018 上半年的 23.26%。
- **储备 IP, 进行长线布局, 或将诞生自研爆款接力 COK。** 智明星通从世嘉欧洲购得《Total War: King's Return》的手游改编权, 同时联手动视暴雪将对《使命召唤》进行研发。我们预测《使命召唤》有望于 Q4 上线, 或接力 COK 成为新的自研爆款。代理的《恋与制作人》也有望于年底前在海外上线。
- **团队军心稳定, 活力有望进一步释放。** “后对赌时代”公司与智明管理层签订

新一轮考核与激励协议。同时智明星通已挂牌新三板，我们认为公司有望获得市场化的定价，优化治理结构，在江西省推进国企深化改革及机制创新、中文传媒欲打造文化国企改革“江西样板”的背景下，公司有望在后续激励机制创新方面取得突破。

- **在手现金充裕，有望获得海外机构青睐，新加坡政府投资公司成为第十大股东。**截至 2018 上半年，中文传媒在手现金达 64.52 亿元，使得公司在财务成本及并购重组、分红潜力上更具优势。同时纳入 MSCI 新兴市场指数，有望获得国内外机构更多的关注及资金配置。根据中报披露数据，新加坡政府投资公司 GIC Private Limited 新进成为公司第十大股东，持股占比 0.44%。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测中文传媒 2018-2020 年实现营收分别为 139.05 亿元、148.09 亿元、154.31 亿元，同比增长 4.5%、6.5%、4.2%；实现归母净利润分别为 16.37 亿元、18.69 亿元、21.07 亿元，同比增长 12.76%、14.15%、12.77%；对应 EPS 分别为 1.19 元、1.36 元、1.53 元。维持买入评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 新游戏开发进度不达预期；3) 汇兑损益风险；4) 系统性风险；

图表 1: 中文传媒财务报表预测 (百万元)

2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>12,775.8</b>	<b>13,306.0</b>	<b>13,904.8</b>	<b>14,808.6</b>	<b>15,430.6</b>	<b>成长性</b>					
7,740.5	8,495.8	8,894.8	9,052.3	9,354.2	营业收入增长率	10.1%	4.2%	4.5%	6.5%	4.2%
41.2	44.7	55.6	52.3	56.0	营业利润增长率	11.9%	17.6%	10.4%	14.8%	13.6%
1,910.9	1,085.1	1,257.5	1,549.8	1,557.2	净利润增长率	22.4%	12.1%	12.8%	14.2%	12.8%
1,653.0	2,022.6	1,977.3	2,344.9	2,384.9	EBITDA增长率	9.6%	17.4%	4.6%	10.7%	12.2%
-67.8	17.5	-106.6	-170.5	-197.6	EBIT增长率	10.8%	20.6%	6.3%	11.8%	13.4%
241.9	259.3	150.0	120.0	160.0	NOPLAT增长率	8.8%	29.9%	0.3%	11.8%	13.4%
-4.6	-12.6	-56.2	9.9	12.1	投资资本增长率	-32.3%	66.6%	-9.2%	-21.9%	28.9%
63.1	117.6	85.5	88.7	97.3	净资产增长率	8.7%	10.6%	9.5%	11.7%	9.7%
<b>1,314.5</b>	<b>1,545.4</b>	<b>1,705.6</b>	<b>1,958.5</b>	<b>2,225.4</b>	<b>利润率</b>					
55.4	-46.8	17.9	8.8	-6.7	毛利率	39.4%	36.2%	36.0%	38.9%	39.4%
<b>1,369.9</b>	<b>1,498.6</b>	<b>1,723.5</b>	<b>1,967.4</b>	<b>2,218.7</b>	营业利润率	10.3%	11.6%	12.3%	13.2%	14.4%
88.9	46.5	86.2	98.4	110.9	净利润率	10.1%	10.9%	11.8%	12.6%	13.7%
<b>1,295.4</b>	<b>1,451.7</b>	<b>1,637.0</b>	<b>1,868.6</b>	<b>2,107.3</b>	EBITDA/营业收入	11.4%	12.8%	12.9%	13.4%	14.4%
					EBIT/营业收入	9.8%	11.3%	11.5%	12.1%	13.1%
6,519.0	6,117.9	7,312.7	9,740.1	10,021.9	<b>运营效率</b>					
17.1	99.7	43.5	53.4	65.5	固定资产周转天数	33	33	34	29	25
1,403.1	1,659.4	1,897.8	1,823.5	1,968.7	流动营业资本周转天数	-3	5	29	10	13
164.3	365.6	11.5	425.6	70.6	流动资产周转天数	323	330	363	369	394
1,949.8	1,397.2	3,596.5	1,017.3	3,550.8	应收帐款周转天数	48	41	46	45	44
1,022.3	1,053.5	1,246.4	1,036.1	1,318.2	存货周转天数	28	28	30	28	27
325.0	2,296.6	947.7	1,189.8	1,478.0	总资产周转天数	514	532	551	541	559
880.7	727.0	554.2	720.6	667.3	投资资本周转天数	123	127	145	115	111
-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
574.0	799.8	879.8	959.8	1,039.8	ROE	11.8%	11.9%	12.2%	12.5%	12.8%
587.9	641.1	691.1	741.1	791.1	ROA	6.8%	7.1%	7.4%	8.3%	8.3%
1,090.2	1,363.3	1,246.6	1,127.4	1,005.7	ROIC	22.4%	43.1%	25.9%	31.9%	46.3%
375.4	92.8	112.8	132.8	152.8	<b>费用率</b>					
939.9	873.4	822.1	770.8	719.4	销售费用率	15.0%	8.2%	9.0%	10.5%	10.1%
3,003.0	2,993.6	2,707.5	2,731.3	2,638.9	管理费用率	12.9%	15.2%	14.2%	15.8%	15.5%
<b>18,851.8</b>	<b>20,480.7</b>	<b>22,070.0</b>	<b>22,469.4</b>	<b>25,488.7</b>	财务费用率	-0.5%	0.1%	-0.8%	-1.2%	-1.3%
130.6	880.3	-	-	-	三费/营业收入	27.4%	23.5%	22.5%	25.1%	24.3%
1,942.8	1,767.1	2,095.0	1,971.7	2,144.5	<b>偿债能力</b>					
877.3	558.3	1,557.6	395.3	1,546.1	资产负债率	40.5%	39.5%	38.5%	32.5%	34.7%
2,984.2	3,841.2	3,351.5	3,540.9	3,853.5	负债权益比	68.2%	65.3%	62.6%	48.2%	53.1%
27.5	26.5	-	-	-	流动比率	1.92	1.84	2.15	2.59	2.45
1,680.3	1,014.6	1,492.8	1,395.9	1,301.1	速动比率	1.75	1.69	1.97	2.41	2.27
<b>7,642.7</b>	<b>8,088.1</b>	<b>8,496.8</b>	<b>7,303.8</b>	<b>8,845.1</b>	利息保障倍数	-18.40	85.74	-14.99	-10.49	-10.26
<b>204.1</b>	<b>199.2</b>	<b>199.5</b>	<b>199.9</b>	<b>200.3</b>	<b>分红指标</b>					
1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	DPS(元)	0.12	0.40	0.24	0.32	0.42
9,584.4	10,865.2	11,995.7	13,587.8	15,065.4	分红比率	12.8%	38.0%	20.4%	23.7%	27.4%
<b>11,209.1</b>	<b>12,392.6</b>	<b>13,573.2</b>	<b>15,165.6</b>	<b>16,643.6</b>	股息收益率	0.8%	2.5%	1.5%	2.0%	2.6%
					<b>业绩和估值指标</b>					
1,281.0	1,452.0	1,637.0	1,868.6	2,107.3	EPS(元)	0.94	1.05	1.19	1.36	1.53
236.3	250.4	188.1	190.5	193.0	BVPS(元)	7.99	8.85	9.71	10.86	11.93
241.9	259.3	-	-	-	PE(X)	16.8	15.0	13.3	11.7	10.4
4.6	12.6	-56.2	9.9	12.1	PB(X)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
26.9	123.8	-106.6	-170.5	-197.6	P/FCF	8.1	-155.0	17.2	7.2	24.1
-63.1	-117.6	-85.5	-88.7	-97.3	P/S	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
-14.4	0.3	0.3	0.4	0.4	EV/EBITDA	9.9	9.1	7.7	5.6	4.8
256.3	-1,981.6	594.3	911.8	-1,341.2	CAGR(%)	13.4%	13.2%	12.1%	13.4%	13.2%
<b>2,357.4</b>	<b>1,503.2</b>	<b>2,171.4</b>	<b>2,722.0</b>	<b>676.8</b>	PEG	1.3	1.1	1.1	0.9	0.8
<b>-1,120.6</b>	<b>-2,519.4</b>	<b>280.6</b>	<b>-187.6</b>	<b>36.4</b>	ROIC/WACC	2.2	4.1	2.5	3.1	4.4
<b>-353.9</b>	<b>571.5</b>	<b>-1,257.2</b>	<b>-107.0</b>	<b>-431.3</b>	REP	1.9	0.6	1.0	0.9	0.5

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。