

## 中文传媒(600373)/传媒

## 利润增速持续改善，公司拟回购股份彰显信心

**评级：买入(维持)**

市场价格：10.00

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：熊亚威

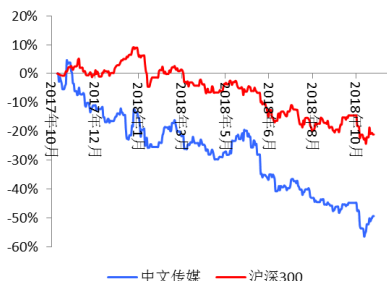
执业证书编号：S0740517090002

电话：

Email: xiongyw@r.qlzq.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)     | 10.00     |
| 市值(百万元)   | 13,779.40 |
| 流通市值(百万元) | 13,779.40 |

**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年中报点评：利润增速改善，手游IP新作值得期待
- 2 【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
- 3 【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

**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  | 1,634.44 | 1,854.58 | 2,079.29 |
| 增长率 yoy%  | 22.44%    | 12.07%    | 12.58%   | 13.47%   | 12.12%   |
| 每股收益(元)   | 0.94      | 1.05      | 1.19     | 1.35     | 1.51     |
| 每股现金流量    | 1.71      | 1.09      | 1.56     | 1.98     | 0.46     |
| 净资产收益率    | 11.77%    | 11.91%    | 12.22%   | 12.40%   | 12.67%   |
| P/E       | 10.64     | 9.49      | 8.43     | 7.43     | 6.63     |
| PEG       | 0.81      | 0.75      | 0.70     | 0.57     | 0.52     |
| P/B       | 1.25      | 1.13      | 1.03     | 0.92     | 0.84     |

备注：

**投资要点**

- **事件 1：**中文传媒发布 2018 年三季度报告，公司前三季度实现营收 89.88 亿元，同比下降 0.02%，实现归母净利 12.07 亿元，同比增长 9.56%。Q3 单季营收同比增长-0.6%，归母净利同比增长 15.62%。
- **事件 2：**中文传媒拟以集中竞价交易方式回购股份，回购的资金总额不低于人民币 1.5 亿元且不超过人民币 6 亿元，回购股份的价格为不超过人民币每股 15.00 元，期限为自股东大会审议通过回购股份预案之日起不超过 6 个月。
- **营收平稳，利润增速持续改善。**公司整体营收与去年基本持平，归母净利的同比增速从 Q1 的-4.77%到上半年的 7.22%再到前三季度的 9.56%，持续改善。前三季度资产减值损失比去年同期增加 2650.75 万元，主要由于股市不景气公司所持金融资产减值所致，若不考虑此部分影响，业绩增速将更高。
- **盈利能力增强，毛利率同比下降，净利率同比上升。**毛利率相比去年同期降低 1.8pct，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以及纸张等成本增加所致。但净利率依然实现了 1.18pct 的增长，主要由于销售费用率相比去年同期大幅下降 3.86pct。
- **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。**前三季度出版业务营收与毛利同比略微下滑，发行营收则增长 10.5%，Q3 单季同比增速达 19.6%，呈现出逐季加速态势，毛利率也略微增长 0.52pct。
- **游戏业务：销售费用继续下降，利润持续释放，对 COK 依赖度持续降低。**
  - **销售费用大幅下降，利润持续释放。**费用率从去年同期的 20.32%下降至 9.17%。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。
  - **对 COK 依赖度持续降低，其他游戏月均流水同比大幅增长。**2018 年游戏业务前三季度营收同比下降 15.82%，COK2018 年 Q3 单季月均流水 1.5 亿，环比下滑 8.5%，仍展现出了较强的生命力。其他游戏 Q3 月均流水为 1.12 亿元，环比增长 12.28%，同比增长 61.92%，乱世王者、奇迹暖暖、食之契约等表现亮眼。
- **对外 IP 新游或诞生自研爆款，代理业务持续强化；对内发力小程序。**
  - 海外方面《使命召唤》、《全面战争》、《恋与制作人》等 IP 大作有望于 Q4

开始陆续上线，同时公司也在强化代理发行业务，尤其在二次元领域不断储备，逐渐从研发型公司升级为平台型公司。

➤ 国内方面发力小程序，《开心农场 2》等小游戏活跃度不断提升。

- **团队军心稳定，活力有望进一步释放，公司拟回购股份彰显对未来信心。**“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。公司拟回购股份价格上限高出目前股价约 50%，彰显对未来发展信心。
- **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、香港中央结算有限公司等境外机构陆续成为前十大股东。**中文传媒在手现金保持在 60 亿元左右，使得公司在财务成本及并购重组、分红潜力上更具优势。中报以来，新加坡政府投资公司 GIC Private Limited、香港中央结算有限公司陆续新进成为公司前十大股东。
- **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 16.34 亿元、18.55 亿元、20.79 亿元，同比增长 12.76%、13.47%、12.12%；对应 EPS 分别为 1.19 元、1.35 元、1.51 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）**

| 利润表        | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    | 财务指标        | 2016   | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 12,775.8 | 13,306.0 | 13,904.8 | 14,808.6 | 15,430.6 | 成长性         |        |       |        |        |        |
| 减：营业成本     | 7,740.5  | 8,495.8  | 8,982.0  | 9,128.3  | 9,412.3  | 营业收入增长率     | 10.1%  | 4.2%  | 4.5%   | 6.5%   | 4.2%   |
| 营业税费       | 41.2     | 44.7     | 55.6     | 52.3     | 56.0     | 营业利润增长率     | 11.9%  | 17.6% | 10.2%  | 14.1%  | 13.0%  |
| 销售费用       | 1,910.9  | 1,085.1  | 981.7    | 1,484.9  | 1,523.8  | 净利润增长率      | 22.4%  | 12.1% | 12.6%  | 13.5%  | 12.1%  |
| 管理费用       | 1,653.0  | 2,022.6  | 2,138.4  | 2,298.4  | 2,389.1  | EBITDA增长率   | 9.6%   | 17.4% | 4.5%   | 10.1%  | 11.6%  |
| 财务费用       | -67.8    | 17.5     | -106.5   | -170.3   | -197.1   | EBIT增长率     | 10.8%  | 20.6% | 6.2%   | 11.1%  | 12.7%  |
| 资产减值损失     | 241.9    | 259.3    | 180.0    | 170.0    | 160.0    | NOPLAT增长率   | 8.8%   | 29.9% | 0.1%   | 11.1%  | 12.7%  |
| 加：公允价值变动收益 | -4.6     | -12.6    | -56.2    | 9.9      | 12.1     | 投资资本增长率     | -32.3% | 66.6% | -8.9%  | -22.2% | 29.3%  |
| 投资和汇兑收益    | 63.1     | 117.6    | 85.5     | 88.7     | 97.3     | 净资产增长率      | 8.7%   | 10.6% | 9.5%   | 11.7%  | 9.6%   |
| 营业利润       | 1,314.5  | 1,545.4  | 1,702.9  | 1,943.8  | 2,195.9  | 利润率         |        |       |        |        |        |
| 加：营业外净收支   | 55.4     | -46.8    | 17.9     | 8.8      | -6.7     | 毛利率         | 39.4%  | 36.2% | 35.4%  | 38.4%  | 39.0%  |
| 利润总额       | 1,369.9  | 1,498.6  | 1,720.8  | 1,952.6  | 2,189.2  | 营业利润率       | 10.3%  | 11.6% | 12.2%  | 13.1%  | 14.2%  |
| 减：所得税      | 88.9     | 46.5     | 86.0     | 97.6     | 109.5    | 净利率         | 10.1%  | 10.9% | 11.8%  | 12.5%  | 13.5%  |
| 净利润        | 1,295.4  | 1,451.7  | 1,634.4  | 1,854.6  | 2,079.3  | EBITDA/营业收入 | 11.4%  | 12.8% | 12.8%  | 13.3%  | 14.2%  |
| 资产负债表      | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    | EBIT/营业收入   | 9.8%   | 11.3% | 11.5%  | 12.0%  | 13.0%  |
| 货币资金       | 6,519.0  | 6,117.9  | 7,297.7  | 9,732.9  | 9,977.9  | 运营效率        |        |       |        |        |        |
| 交易性金融资产    | 17.1     | 99.7     | 43.5     | 53.4     | 65.5     | 固定资产周转天数    | 33     | 33    | 34     | 29     | 25     |
| 应收账款       | 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     | 14     |
| 应收票据       | 164.3    | 365.6    | 11.5     | 425.6    | 70.6     | 流动资产周转天数    | 323    | 330   | 364    | 369    | 394    |
| 预付账款       | 1,949.8  | 1,397.2  | 3,645.5  | 1,007.1  | 3,589.5  | 应收账款周转天数    | 48     | 41    | 46     | 45     | 44     |
| 存货         | 1,022.3  | 1,053.5  | 1,269.0  | 1,032.7  | 1,336.3  | 存货周转天数      | 28     | 28    | 30     | 28     | 28     |
| 其他流动资产     | 325.0    | 2,296.6  | 947.7    | 1,189.8  | 1,478.0  | 总资产周转天数     | 514    | 532   | 552    | 542    | 559    |
| 可供出售金融资产   | 880.7    | 727.0    | 554.2    | 720.6    | 667.3    | 投资资本周转天数    | 123    | 127   | 145    | 115    | 111    |
| 持有至到期投资    | -        | -        | -        | -        | -        | 投资回报率       |        |       |        |        |        |
| 长期股权投资     | 574.0    | 799.8    | 879.8    | 959.8    | 1,039.8  | ROE         | 11.8%  | 11.9% | 12.2%  | 12.4%  | 12.7%  |
| 投资性房地产     | 587.9    | 641.1    | 691.1    | 741.1    | 791.1    | ROA         | 6.8%   | 7.1%  | 7.4%   | 8.3%   | 8.2%   |
| 固定资产       | 1,090.2  | 1,363.3  | 1,246.6  | 1,127.4  | 1,005.7  | ROIC        | 22.4%  | 43.1% | 25.9%  | 31.6%  | 45.7%  |
| 在建工程       | 375.4    | 92.8     | 112.8    | 132.8    | 152.8    | 费用率         |        |       |        |        |        |
| 无形资产       | 939.9    | 873.4    | 822.1    | 770.8    | 719.4    | 销售费用率       | 15.0%  | 8.2%  | 7.1%   | 10.0%  | 9.9%   |
| 其他非流动资产    | 3,003.0  | 2,993.6  | 2,707.5  | 2,731.3  | 2,638.9  | 管理费用率       | 12.9%  | 15.2% | 15.4%  | 15.5%  | 15.5%  |
| 资产总额       | 18,851.8 | 20,480.7 | 22,126.6 | 22,448.5 | 25,501.3 | 财务费用率       | -0.5%  | 0.1%  | -0.8%  | -1.2%  | -1.3%  |
| 短期债务       | 130.6    | 880.3    | -        | -        | -        | 三费/营业收入     | 27.4%  | 23.5% | 21.7%  | 24.4%  | 24.1%  |
| 应付账款       | 1,942.8  | 1,767.1  | 2,132.9  | 1,968.0  | 2,173.8  | 偿债能力        |        |       |        |        |        |
| 应付票据       | 877.3    | 558.3    | 1,578.4  | 390.9    | 1,562.5  | 资产负债率       | 40.5%  | 39.5% | 38.7%  | 32.5%  | 34.9%  |
| 其他流动负债     | 2,984.2  | 3,841.2  | 3,351.5  | 3,540.9  | 3,853.5  | 负债权益比       | 68.2%  | 65.3% | 63.0%  | 48.1%  | 53.5%  |
| 长期借款       | 27.5     | 26.5     | -        | -        | -        | 流动比率        | 1.92   | 1.84  | 2.14   | 2.59   | 2.44   |
| 其他非流动负债    | 1,680.3  | 1,014.6  | 1,492.8  | 1,395.9  | 1,301.1  | 速动比率        | 1.75   | 1.69  | 1.96   | 2.41   | 2.26   |
| 负债总额       | 7,642.7  | 8,088.1  | 8,555.5  | 7,295.6  | 8,890.8  | 利息保障倍数      | -18.40 | 85.74 | -14.99 | -10.41 | -10.14 |
| 少数股东权益     | 204.1    | 199.2    | 199.5    | 199.9    | 200.3    | 分红指标        |        |       |        |        |        |
| 股本         | 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   | 0.41   |
| 留存收益       | 9,584.4  | 10,865.2 | 11,993.7 | 13,575.1 | 15,032.3 | 分红比率        | 12.8%  | 38.0% | 20.4%  | 23.7%  | 27.4%  |
| 股东权益       | 11,209.1 | 12,392.6 | 13,571.1 | 15,152.9 | 16,610.5 | 股息收益率       | 1.2%   | 4.0%  | 1.5%   | 2.0%   | 2.6%   |
| 现金流量表      | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    | 业绩和估值指标     | 2016   | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 净利润        | 1,281.0  | 1,452.0  | 1,634.4  | 1,854.6  | 2,079.3  | EPS(元)      | 0.94   | 1.05  | 1.19   | 1.35   | 1.51   |
| 加：折旧和摊销    | 236.3    | 250.4    | 188.1    | 190.5    | 193.0    | BVPS(元)     | 7.99   | 8.85  | 9.70   | 10.85  | 11.91  |
| 资产减值准备     | 241.9    | 259.3    | -        | -        | -        | PE(X)       | 10.6   | 9.5   | 8.4    | 7.4    | 6.6    |
| 公允价值变动损失   | 4.6      | 12.6     | -56.2    | 9.9      | 12.1     | PB(X)       | 1.3    | 1.1   | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| 财务费用       | 26.9     | 123.8    | -106.5   | -170.3   | -197.1   | P/PCF       | 5.1    | -97.9 | 11.0   | 4.5    | 16.0   |
| 投资收益       | -63.1    | -117.6   | -85.5    | -88.7    | -97.3    | P/S         | 1.1    | 1.0   | 1.0    | 0.9    | 0.9    |
| 少数股东损益     | -14.4    | 0.3      | 0.3      | 0.4      | 0.4      | EV/EBITDA   | 9.9    | 9.1   | 3.2    | 1.5    | 1.2    |
| 营运资金的变动    | 256.3    | -1,981.6 | 581.4    | 930.3    | -1,357.6 | CAGR(%)     | 13.1%  | 12.7% | 12.1%  | 13.1%  | 12.7%  |
| 经营活动产生现金流  | 2,357.4  | 1,503.2  | 2,156.1  | 2,726.6  | 632.8    | PEG         | 0.8    | 0.7   | 0.7    | 0.6    | 0.5    |
| 投资活动产生现金流  | -1,120.6 | -2,519.4 | 280.6    | -187.6   | 36.4     | ROIC/WACC   | 2.2    | 4.2   | 2.5    | 3.0    | 4.4    |
| 融资活动产生现金流  | -353.9   | 571.5    | -1,256.8 | -103.9   | -424.2   | REP         | 1.9    | 0.6   | 0.4    | 0.2    | 0.1    |

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。