

姚记扑克 (002605.SZ) 文化用品与娱乐行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

蔡益润

联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

开发庞大客户群, 公司业绩估值可双重受益

事件

姚记扑克发布公告: (1) 公司与北京联众共同出资 200 万元成立姚联互动娱乐有限公司 (暂定名, 其中公司出资 98 万元, 持股 49%), 推出“姚记联众扑克在线”门户网站, 另外北京联众将提供联名游戏大厅。姚记则在第 55 张扑克牌上通过动态编码等形式吸引用户进入两个门户, 分享新注册用户与合作服务上产生的现金收入。如有涉及第三方的广告推广活动, 广告费也由姚联互动收取。(2) 公司与 91 移动签署合作备忘录, 计划利用扑克牌广告资源推广 91 移动的互联网应用服务。双方尚未签署最终法律文件, 也未披露合作细节。

评论

合作重点在于将公司庞大实体用户转化为网络用户, 分享潜在互联网增值收入: 北京联众成立于 1998 年, 是国内最早开发棋牌类网游的网络服务商, 也是目前国内棋牌种类最丰富的棋牌游戏平台, 拥有近 2 亿注册用户。91 移动作为网龙网络 (0777.HK) 的控股子公司, 是中国领先的移动应用软件和手机游戏运营商, 用户达数千万。姚记年销售扑克牌近 7 亿副, 其深入二三级市场和中西部地区的庞大用户群是吸引网络运营商的关键。合作双方的客户重合度较高, 延伸顺畅, 广告传递较精准。与腾讯等竞争对手不同, 姚联互动专注于棋牌类游戏, 其目标客户为注重游戏体验的棋牌爱好者, 通过提供高质量服务、组织网络比赛等方式增强用户粘性、提高付费用户转化率, 并进一步开发用户资源带来的广告价值。未来不排除公司继续与其他公司进行类似合作的可能。

我国网络平台类游戏付费市场和网络广告市场具有较高成长潜力: 根据 iResearch 数据, 2011 年中国整体网络游戏付费市场规模达 414 亿元, 增速 17.5%, 预计 2013 年可达 503 亿元, 复合增速 10% (图表 1)。其中, 平台类游戏 2011 年占整个网络游戏付费市场的比例为 6.6%, 规模达 27 亿元, 预计 2013 年将提升至 8.7%, 规模达 44 亿元, 复合增速 27% (图表 2)。2011 年中国网络广告市场规模达 512 亿元, 同比增速 57%, 预计未来两年复合增速可达 40% 以上, 2013 年规模可达千亿元 (图表 3)。

本次合作对公司是利好: 决定合作发展的关键在于扑克用户转化为网站用户的转化率、用户付费率及客户粘性。如合作成功, 那么公司可获得: (1) 现金分成直接增厚业绩。按协议, 姚记将在协议生效后第一、二年投入至少 2 亿副牌用于宣传“联名游戏大厅”和“姚记联众扑克在线”, 平均 1 亿副/年, 按每人年均消费 3 副扑克牌计算, 即为 3000 万名客户, 假设有 20% 客户转化为门户网络的用户, 按照一般棋牌游戏类用户付费率 3-4%、每用户平均收入 15 元/月计算, 则可产生 3240-4320 万元现金收入; 假设姚记扑克的分成比例为 30%, 则产生 972-1296 万元收入 (这基本等于利润)。(2) 通过进入网络棋牌游戏领域, 对冲扑克牌实体销售受到的网络冲击, 稳定业绩。(3) 未来可能进一步开发网络用户资源的广告价值, 并提升公司估值。如果合作不成功, 则由于是开发现有资源, 不增加额外成本, 因此公司的沉没成本有限, 不会影响传统业务发展。

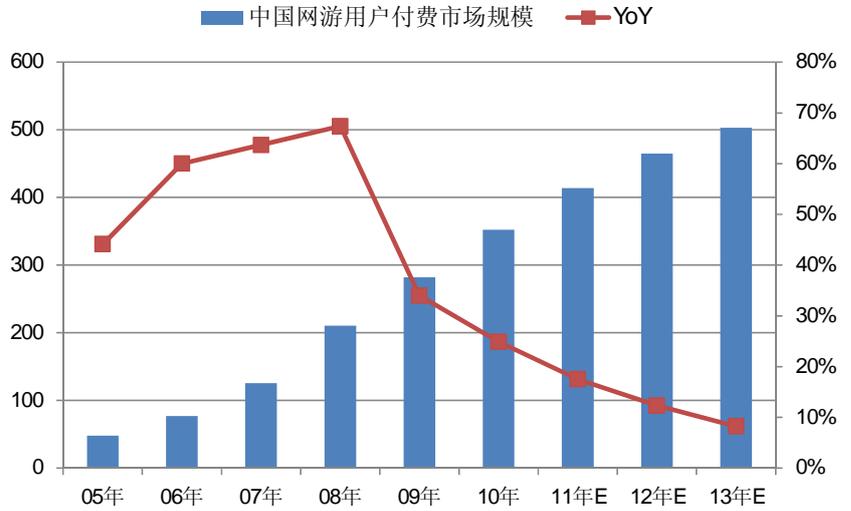
公司传统业务 2012 年将受益于份额提升和纸价下降: 我们维持前期对于公司传统业务的观点, 认为 2012 年公司将受益于行业的抗周期性、部分小企业退出市场带来的份额提升、纸价下跌带来的毛利率上涨 (图表 4、5), 从而获得良好增长。

风险提示: 扑克牌用户转化为棋牌门户网站用户比例低于预期, 未能与 91 移动最终签署合作协议。

盈利预测和投资建议

由于具体分成比例等合作细节尚未披露, 我们暂时维持前期盈利预测: 预计公司 12-14 年收入分别为 7.75、8.97、1.03 亿元, 增速 18.3%、15.8%、15.0%, EPS 分别为 1.02、1.18、1.36 元, 净利润增速为 31%、16% 和 16%, 复合增速 21%。如果公司与北京联众的合作能够实现 972 万元利润, 参考互联网和手机游戏相关公司估值 (图表 6), 给予 12 年 30 倍估值, 则对应 2.9 亿元市值。现价 23.15 元对应 12 年 22.7 倍, 估值不算便宜。考虑到可能的业绩增厚以及估值提升, 暂时维持“买入”评级。我们将持续跟踪公司发展动态。

图表1: 我国网游用户付费市场规模及增速



单位: 亿元

来源: iResearch, 国金证券研究所

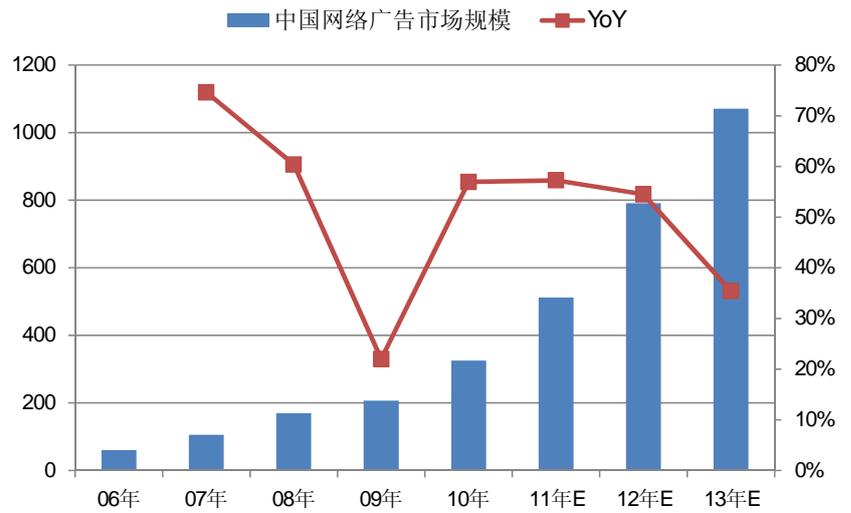
图表2: 我国平台类游戏付费市场规模及增速



单位: 亿元

来源: iResearch, 国金证券研究所

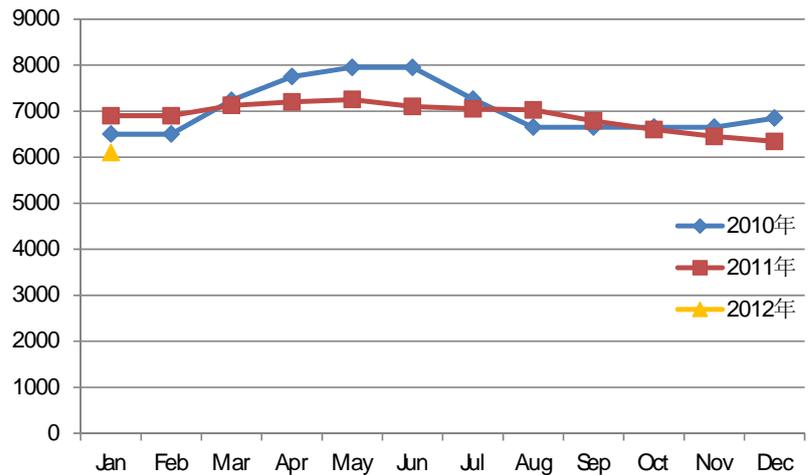
图表3: 我国网络广告市场规模及增速



单位: 亿元

来源: iResearch, 国金证券研究所

图表4: 白卡价格从2011年9月开始下降



单价: 元/吨

来源: 晨鸣纸业, 国金证券研究所

图表5: 纸价下跌提升公司传统业务毛利率

	2011年	2012年E
售价	0.90	0.88
成本	0.72	0.69
其中: 纸张成本	0.50	0.46
其他成本	0.21	0.23
毛利率	20.4%	21.7%

来源: 国金证券研究所

图6: 互联网游戏和手机游戏相关公司估值比较

代码	简称	收盘价	EPS					EPS YoY			3年复合 增速	PE		
			2012/3/8	2010A	2011E	2012E	2013E	11/10	12/11	13/12		11EPS	12EPS	13EPS
300113	顺网科技	26.35	0.34	0.52	0.84	1.11	53%	62%	31%	48.4%	50.6	31.2	23.7	
002261	拓维信息	22.61	0.27	0.36	0.71	0.95	33%	95%	33%	51.4%	62.0	31.8	23.8	
002148	北纬通信	22.9	0.27	0.18	0.54	0.72	-33%	197%	33%	38.4%	125.0	42.1	31.6	
300052	中青宝	14.36	0.27	0.40	0.54	0.68	48%	33%	27%	35.8%	35.5	26.6	21.0	
平均		-	-	-	-	-	-	-	-	46.1%	79.2	35.0	26.4	

来源: Wind, 国金证券研究所

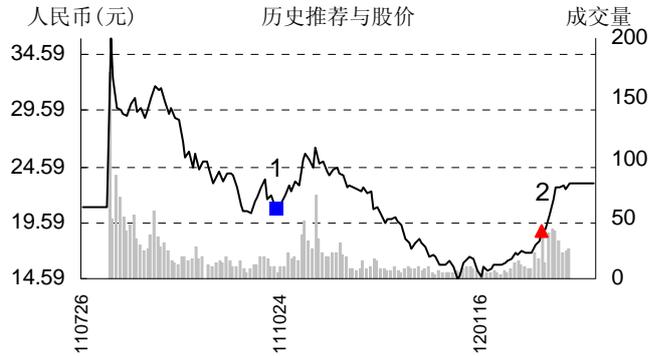
附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	368	451	567	655	775	897	货币资金	14	33	45	300	360	360
增长率		22.7%	25.6%	15.6%	18.2%	15.8%	应收款项	9	5	17	13	15	17
主营业务成本	-295	-347	-451	-521	-607	-703	存货	141	187	250	257	299	347
%销售收入	80.3%	76.8%	79.6%	79.6%	78.3%	78.4%	其他流动资产	4	14	3	10	11	13
毛利	72	105	115	134	168	194	流动资产	168	239	315	580	685	736
%销售收入	19.7%	23.2%	20.4%	20.4%	21.7%	21.6%	%总资产	48.2%	51.7%	46.4%	53.5%	53.4%	54.0%
营业税金及附加	-1	-1	0	-2	-2	-2	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	固定资产	125	167	274	385	481	514
营业费用	-6	-7	-5	-8	-10	-13	%总资产	36.1%	36.3%	40.3%	35.5%	37.5%	37.6%
%销售收入	1.6%	1.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	无形资产	54	53	89	117	115	112
管理费用	-12	-17	-22	-27	-32	-35	非流动资产	180	223	365	505	597	628
%销售收入	3.3%	3.8%	3.9%	4.2%	4.1%	3.9%	%总资产	51.8%	48.3%	53.6%	46.5%	46.6%	46.0%
息税前利润 (EBIT)	54	79	88	97	124	144	资产总计	348	462	680	1,085	1,283	1,364
%销售收入	14.6%	17.5%	15.5%	14.8%	16.0%	16.1%	短期借款	90	81	117	28	117	52
财务费用	-7	-5	-5	-4	0	-1	应付款项	74	152	209	242	281	326
%销售收入	2.0%	1.0%	0.9%	0.6%	0.1%	0.1%	其他流动负债	34	15	5	28	31	34
资产减值损失	0	-1	0	1	0	0	流动负债	198	248	331	298	429	412
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	65	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	198	248	396	298	429	412
营业利润	47	74	83	94	124	143	普通股股东权益	149	213	285	787	854	952
营业利润率	12.7%	16.4%	14.7%	14.3%	16.0%	16.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	10	11	4	3	4	负债股东权益合计	348	462	680	1,085	1,283	1,364
税前利润	51	84	94	97	127	147	比率分析						
利润率	13.9%	18.6%	16.7%	14.9%	16.4%	16.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-12	-20	-23	-25	-32	-37	每股指标						
所得税率	22.9%	23.4%	24.7%	25.6%	25.0%	25.0%	每股收益	0.561	0.916	1.015	0.775	1.016	1.180
净利润	39	64	71	72	95	110	每股净资产	2.133	3.049	4.064	8.413	9.135	10.185
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.705	1.397	1.008	1.318	1.164	1.368
归属于母公司的净利润	39	64	71	72	95	110	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	10.7%	14.2%	12.5%	11.1%	12.3%	12.3%	回报率						
							净资产收益率	26.32%	30.04%	24.98%	9.21%	11.13%	11.59%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.31%	13.89%	10.44%	6.68%	7.41%	8.09%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	17.29%	20.58%	14.22%	8.88%	9.59%	10.75%
净利润	0	0	0	72	95	110	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	N/A	22.73%	25.63%	15.57%	18.25%	15.82%
非现金支出	0	0	0	12	16	20	EBIT增长率	N/A	47.41%	11.33%	10.31%	27.77%	15.93%
非经营收益	0	0	0	3	1	1	净利润增长率	N/A	63.13%	10.83%	2.01%	31.11%	16.11%
营运资金变动	0	0	0	36	-4	-3	总资产增长率	N/A	32.80%	47.40%	59.44%	18.25%	6.36%
经营活动现金净流	0	0	0	123	109	128	资产管理能力						
资本开支	-22	-67	-161	-149	-106	-46	应收账款周转天数	3.9	5.3	7.0	6.0	5.8	5.6
投资	0	1	0	-1	0	0	存货周转天数	87.2	172.9	177.0	180.0	180.0	180.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	26.7	50.6	44.5	45.0	45.0	46.0
投资活动现金净流	-22	-66	-161	-150	-106	-46	固定资产周转天数	116.5	130.1	132.7	164.8	175.2	172.7
股权募资	0	0	0	442	-15	0	偿债能力						
债权募资	-5	-9	101	-154	89	-65	净负债/股东权益	51.11%	22.67%	48.06%	-34.57%	-28.44%	-32.30%
其他	-15	-9	-11	-6	-17	-17	EBIT利息保障倍数	7.4	17.0	16.7	24.9	315.0	188.0
筹资活动现金净流	-20	-18	90	282	57	-82	资产负债率	57.04%	53.76%	58.19%	27.49%	33.42%	30.21%
现金净流量	-42	-84	-71	255	60	0							

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-20	持有	21.06	18.00 ~ 20.00
2	2012-02-16	买入	18.92	20.40 ~ 20.40

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B