顺网科技（300113）

专注网游产业提升公司价值

2012. 12. 31

	王聪(高级分析师)	何晨(研究助理)
电话：	020-88836109	020-88836112
邮箱：	wangc_a@gzgzhs.com.cn	hec@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310512110004	

事件：

我们近期对公司进行了调研。

- **战略方面：**1、网吧云海平台，公司提出“打造领先的互联网娱乐平台”的发展方针，确立了在网吧的根据地优势，在网游行业具备渠道及玩家优势。云游戏对公司相当是一个全新的平台，有二个优势，即先发优势（国内外竞争对手较少）和平台优势（在产业链中处于价值核心）2、3 年的规划。一个是蝌蚪的游戏联运，一个是游戏代理（有望加大页游代理），另一个是游戏产业链的深挖（点卡）。13 年公司有望进入海外的网吧市场，超募资金主要着重游戏产业链运作。
- **业务方面：**1、云游戏，受制于宽带的影响，最终的发展可能是三方（运营商+内容+服务）合作的模式，公司更看重和有优势的运营商合作（如中国电信）。2、广告方面，网游行业仍是成长性的行业，一是游戏形式/设备/场合的增长，二是游戏人口的增长，由 20 岁左右向上下两端扩张；老用户维持稳定，但更重要的是付费用户数量的增长；公司主要采取 CPT 模式，预计星传媒 12 年做到 1.5 亿，13 年广告收入有望保持 50%增速。
- **投资观点：**1、游戏行业仍处成长阶段，即将进入全民网游时代；2、公司发展战略确定为围绕游戏产业做平台型公司，定位准确可有效激发公司资源优势。
- **未来催化剂：**云游戏的落地推广好于预期；游戏产业相关的外延性扩张。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 94.84 万元、145.27 万元和 200.48 万元，EPS 分别为 0.72 元、1.10 元和 1.52 元，对应 PE 分别为 48、26 和 16。结合网游行业的景气度及公司业绩的成长性，首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**平台广告效果不达预期，云游戏进展不达预期；。

指标（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	172.69	284.05	452.17	610.22
(+/-%)	22.65%	64.49%	59.18%	34.95%
净利润	63.69	94.84	145.27	200.48
(+/-%)	40.24%	48.91%	53.17%	38.01%
每股收益（元）	0.48	0.72	1.10	1.52
市盈率（P/E）	53.58	35.98	23.49	17.02
市净率（P/B）	4.59	4.09	3.54	2.97
PEG	1.10	0.68	0.62	-

谨慎推荐(首次)

现价：	25.83
目标价：	33.81
股价空间：	**30%**

通信行业

股价走势

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
顺网科技	-19.87%	-19.21%	15.64%
通信行业	14.6%	-6.39%	-9.1%
沪深 300	16.48%	8.15%	2.24%

基本资料

总市值	8.63
总股本	1.32
流通股比例	42.69%
资产负债率	9.44%
大股东	华勇
大股东持股比例	45.2%

附表：公司财务预测表

资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	900.44	1055.91	1231.97	1441.60
现金	255.44	331.32	406.89	496.08
应收账款	173.69	207.13	260.56	309.65
其它应收款	33.44	33.04	55.56	48.04
预付账款	21.68	33.54	34.28	48.40
存货	409.83	450.42	467.92	536.57
其他	6.35	0.48	6.76	2.86
非流动资产	282.92	293.09	316.88	344.55
长期投资	0.01	0.01	0.01	0.01
固定资产	261.88	270.88	292.41	317.41
无形资产	4.56	5.43	6.71	8.13
其他	16.47	16.76	17.74	19.00
资产总计	1183.35	1349.00	1548.85	1786.15
流动负债	499.25	632.90	804.61	1004.57
短期借款	153.85	255.41	386.73	531.33
应付账款	204.07	269.06	289.81	334.03
其他	141.33	108.43	128.07	139.21
非流动负债	37.55	33.59	33.05	32.45
长期借款	4.26	3.51	2.94	2.31
其他	33.29	30.09	30.11	30.14
负债合计	536.80	666.50	837.67	1037.02
少数股东权益	5.91	5.73	5.38	4.83
归属母公司股东权	640.65	676.78	705.81	744.31
负债和股东权益	1183.35	1349.00	1548.85	1786.15

利润表	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	933.87	1104.39	1356.30	1653.60
营业成本	674.22	804.33	978.03	1185.30
营业税金及附加	3.51	5.33	5.86	7.11
营业费用	77.03	86.14	105.11	124.02
管理费用	116.56	143.57	162.76	180.24
财务费用	27.36	16.57	16.95	16.54
资产减值损失	11.61	19.33	16.95	16.54
公允价值变动收益	0.08	0.03	0.04	0.05
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	23.65	29.16	70.67	123.90
营业外收入	22.23	20.00	25.00	25.00
营业外支出	1.00	1.00	1.00	1.00
利润总额	44.88	48.16	94.67	147.90
所得税	11.84	12.21	24.48	37.87
净利润	33.04	35.95	70.19	110.03
少数股东损益	-2.46	-0.18	-0.35	-0.55
归属母公司净利润	35.50	36.13	70.54	110.58
EBITDA	77.26	84.75	138.83	201.29
EPS（元）	0.16	0.17	0.32	0.51

现金流量表	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	100.92	40.55	71.09	114.79
净利润	33.04	35.95	70.19	110.03
折旧摊销	32.38	36.59	44.16	53.39
财务费用	27.36	16.57	16.95	16.54
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	16.95	-48.44	-60.17	-65.15
其它	-8.81	-0.12	-0.03	-0.02
投资活动现金流	-81.03	-46.72	-67.90	-81.04
资本支出	30.71	13.41	23.74	27.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-50.31	-33.31	-44.16	-53.38
筹资活动现金流	8.43	-98.85	-34.11	-79.27
短期借款	84.18	-79.35	24.84	9.89
长期借款	-0.22	-0.75	-0.57	-0.63
其他	-75.53	-18.76	-58.38	-88.53
现金净增加额	28.33	-105.03	-30.92	-45.51

主要财务比率	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	9.58%	18.26%	22.81%	21.92%
营业利润	-26.39%	23.27%	142.36%	75.32%
归属母公司净利润	8.81%	1.77%	95.23%	56.77%
获利能力				
毛利率	27.80%	27.17%	27.89%	28.32%
净利率	3.54%	3.26%	5.17%	6.65%
ROE	5.11%	5.27%	9.87%	14.69%
ROIC	4.14%	3.84%	6.40%	8.60%
偿债能力				
资产负债率	45.36%	49.41%	54.08%	58.06%
净负债比率	24.45%	38.06%	54.93%	71.37%
流动比率	1.80	1.67	1.53	1.44
速动比率	0.98	0.96	0.95	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.87	0.94	0.99
应收帐款周转率	5.51	5.80	5.80	5.80
应付帐款周转率	3.46	3.40	3.50	3.80
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.17	0.32	0.51
每股经营现金	0.46	0.19	0.33	0.53
每股净资产	2.96	3.12	3.26	3.43
估值比率				
P/E	50.26	48.06	25.53	16.02
P/B	2.79	2.64	2.53	2.40
EV/EBITDA	26.80	24.74	15.50	10.96

装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

姚玮　电力设备与新能源行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，3 年证券研究经验,2011 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012 年 9 月加入广证恒生，主要研究方向电力设备与新能源、高端装备等。

周娅　机械及汽车行业，高级分析师

CPA，四川大学管理科学与工程硕士，具备工科、生产管理和财务金融复合背景，3 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

戎毅仁　机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士，2 年机械行业上市公司工作经验，2 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

王聪　TMT行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，3 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年中国证券报“金牛分析师”第 1 名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

肖超　TMT行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士，曾就职比利时 IMEC 研究所。拥有 5 年国内外计算机、电子行业工作经验，3 年证券研究经验，对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

何晨　TMT行业，高级研究员

浙江大学工学硕士，5 年大型移动运营商规划工作经验，在行业发展和公司运作方面具备深刻研究经验。2011 年加入广州证券，主要研究方向通信设备、计算机软件等。

姬浩　电力设备与新能源行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，主要研究方向新能源及能源装备等。

广证恒生：

地　址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电　话：020-88836132，020-88836133
邮　编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。