

姚记扑克 (002605.SZ)

造纸行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

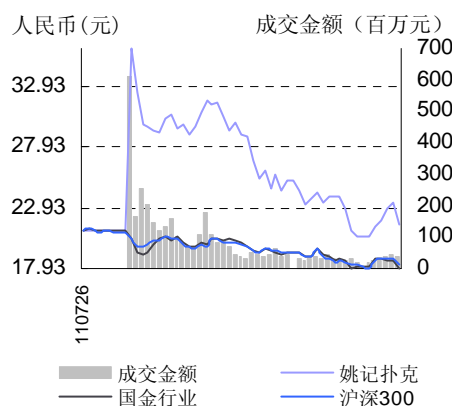
市价(人民币): 21.62元

目标(人民币): 18.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	18.80
总市值(百万元)	2,021.47
年内股价最高最低(元)	36.06/20.50
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



收入低于预期, 毛利率预期稳中有升

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.916	1.015	0.805	1.000	1.151
每股净资产(元)	3.05	4.06	7.51	8.21	9.23
每股经营性现金流(元)	1.40	1.01	1.15	0.94	1.16
市盈率(倍)	N/A	N/A	27.37	22.02	19.14
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	41.83	41.83	41.83
净利润增长率(%)	63.13%	10.83%	7.57%	24.28%	15.08%
净资产收益率(%)	30.04%	24.98%	10.72%	12.17%	12.46%
总股本(百万股)	70.00	70.00	95.00	95.00	95.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 姚记扑克今年1-9月实现收入4.46亿元, 同比增长9.9%, 其中7-9月实现收入1.41亿元, 同比增长32.4%。1-9月, 公司净利润为4998万元, 同比增长1.14%, 其中7-9月净利润为1231万元, 同比增长44.3%。
- 公司预计11年全年净利润变动幅度同比增减变动幅度为-10%-20%。

经营分析

- **公司收入增速低于预期:** 公司1-6月增速过低(仅为2%)的原因是上半年部分地区受到水灾影响, 经销商不愿进货; 这部分需求被推迟至7-9月, 也解释了7-9月的高增长(图表1)。公司加大广告宣传后, 第四季度收入增速有望延续较快增长。
- **毛利率滞后于纸价变化, 预计未来稳中有升:** 公司毛利率取决于纸张价格, 滞后约3个月。1H10纸张价格的上涨体现在3Q10, 1H11纸张价格的下跌也反映在3Q11中(图表2)。预计未来随着纸张价格的下降, 公司毛利率可呈稳中有升的趋势。
- **费用投入增加和政府补助减少降低了净利润增速:** 销售费用绝对值和相对值均明显上升, 可能是由于广告的作用尚未显现。政府补助减少导致营业外收入减少了33%, 约184万元。未来如达到营销目的, 销售收入增长可使得销售费用率下降。
- **预收账款和经营活动现金流量大幅增加, 有利有弊:** 公司预收账款增加171%, 经营活动产生的现金流量净额增加118%。**利:** 首先, 这表明公司对经销商处于强势地位, 现金流状况良好; 其次, 如无意外, 这些预收账款将在第四季度确认收入, 可支撑第四季度收入增长; **弊:** 有可能对经销商产生资金压力。

盈利调整

- 我们下调盈利预测10%: 2011-2014年营业收入分别为6.54、7.73、8.87和10.02亿元, 增速为15%、18%、15%和13%。净利润为0.76、0.95、1.09和1.25亿元, 增速为7.6%、24%、15%和14.5%。EPS为0.81、1.00、1.15和1.32元。

投资建议

- 现价对应27X11PE/22X12PE, 估值仍较高, 我们给予持有评级。

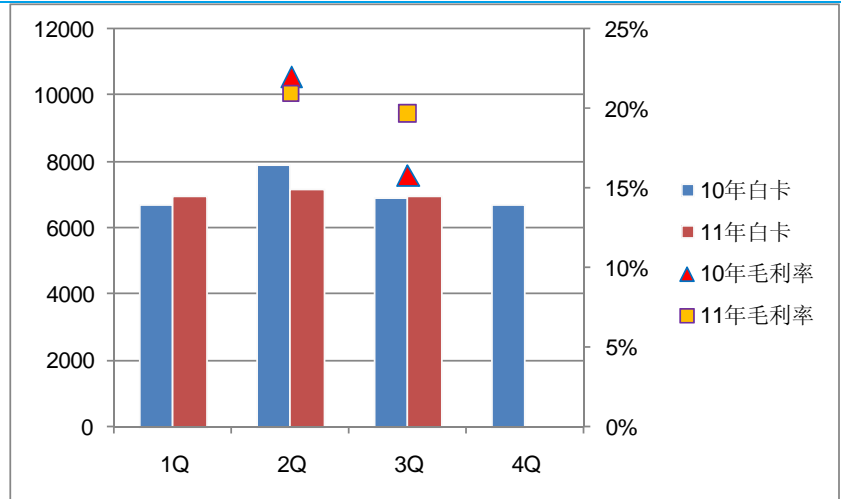
王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

图表1: 利润表分析

(百万元)	1H10	3Q10	10年 1-9月	1H11	3Q11	11年 1-9月	3Q11 同比	1-9月 同比	点评
营业收入	299	106	406	305	141	446	32%	9.9%	1H11 增速过慢拖累了前三季度增长, 7-9月表现出较好的恢复迹象, 4Q 可望保持较快增长。
毛利率	22.1%	15.8%	20.4%	21.0%	19.7%	20.6%	+3.9	+0.2	随纸张价格波动、滞后约3个月; 预计未来随着纸张价格下降, 毛利率将稳中有升。
销售费用率	0.6%	1.1%	0.7%	0.7%	2.0%	1.1%	+0.9	+0.4	绝对值和相对值均明显上升, 可能是广告作用尚未显现。
毛利率-费用率	21.5%	14.7%	19.7%	20.3%	17.8%	19.5%	+3.0	-0.2	
管理费用率	3.5%	5.5%	4.0%	3.5%	5.8%	4.2%	+0.3	=0.2	
财务费用率	0.7%	1.4%	0.9%	1.0%	0.3%	0.8%	-1.1	-0.1	
-资产减值损失	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	+0.4	+0.2	
+营业外收支	0.9%	2.2%	1.3%	1.0%	0.2%	0.7%	-2.0	-0.4	减少原因是政府补助减少。
利润总额	18.3%	10.3%	16.2%	16.6%	11.5%	15.0%	+1.1	-1.2	费用投入加大、政府补助减少导致利润率降低。
-所得税费用	4.6%	2.3%	4.0%	4.2%	2.7%	3.8%	+0.4	-0.2	
归属于母公司所有者净利润率	13.7%	8.0%	12.2%	12.3%	8.7%	11.2%	+0.7	-1.0	

来源: 聚源数据, 国金证券研究所

图表2: 公司毛利率取决于纸张价格, 滞后约3个月



单位: 元/吨

注: 由于数据可得性原因, 其中2Q毛利率是指1H毛利率。

来源: 纸业易贸, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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)-61356534	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: 518000
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: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B