

姚记扑克 (002605.SZ)

造纸行业

评级: 买入 上调评级

业绩点评

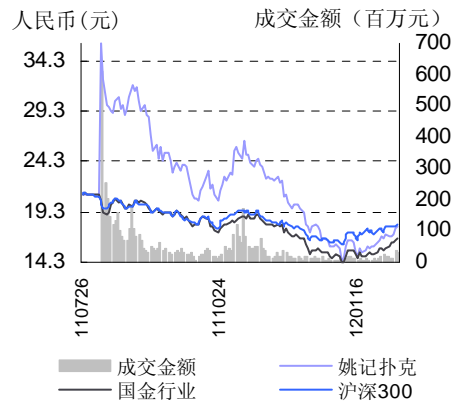
市价(人民币): 17.90元

12年收入有望稳定增长, 净利率将提高

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)	23.50
总市值(百万元)	1,673.65
年内股价最高最低(元)	36.06/14.59
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《收入低于预期, 毛利率预期稳中有升》, 2011.10.20

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

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	0.775	1.016	1.180
每股净资产(元)	3.05	4.06	8.41	9.13	10.19
每股经营性现金流(元)	1.40	1.01	1.32	1.16	1.37
市盈率(倍)	N/A	N/A	23.09	17.61	15.17
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%	2.01%	31.11%	16.11%
净资产收益率(%)	30.04%	24.98%	9.21%	11.13%	11.59%
总股本(百万股)	70.00	70.00	93.50	93.50	93.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2011 年营业收入 6.55 亿元, 增速 15.6%, 达到预期。归属于上市公司股东净利润 0.73 亿元, 同比增速 2%, 小幅低于预期。

经营分析

- 公司收入达到预期, 毛利率低于预期: 公司 3Q11 和 4Q11 单季营业收入恢复增长, 增速分别为 32% 和 30%, 拉动全年销售收入增速达到 15.6%。其中, 3Q 有补库存、基数低的原因, 4Q 有春节提前的影响。但纸价从 9 月开始下降, 尚未反映在公司利润表中, 因此毛利率低于预期, 导致净利润增速较低。
- 预计公司 12 年收入有望保持稳定增长: 扑克牌行业抗周期性较强, 原理类似于“口红效应”。另一方面, 11 年纸价高涨, 迫使部分小企业退出市场, 因此公司有望继续提升市场份额。
- 毛利率提高和财务费用率下降将提高 12 年净利率: 假设 2012 年白卡价格下降 8% (国金造纸研究员预计降幅为 7-10%), 除纸张外其他成本上涨 6%, 我们的测算结果表明, 公司毛利率可提升 1.3 个百分点。另外, 从 4Q11 开始, 公司使用闲置募集资金补充运营资金, 有望降低 12 年财务费用 (这一点尚未充分反映在 11 年利润表中)。

盈利调整

- 我们预计公司 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 31.1%、16.11% 和 15.5%, 复合增速 20.7%。

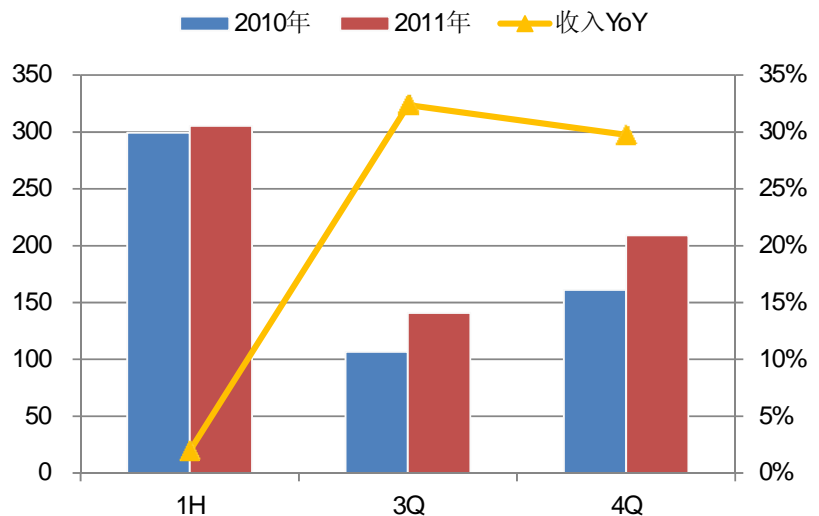
投资建议

- 2012 年公司收入增长稳定、净利率提高, 因此净利润可望获得快速增长, 13 年和 14 年纸价平稳, 预计公司净利润将保持较稳定的增长。现价 17.90 元对应 17.6 × 12EPS, 上调评级至“买入”。

公司收入增速超预期，毛利率低于预期

- 公司发布业绩快报：2011 年营业收入 6.55 亿元，增速 15.6%，符合预期。归属于上市公司股东净利润 0.73 亿元，同比增速 2%，小幅低于预期。
- 11 年下半年公司销售收入增速喜人，带动全年收入增长。
 - 2011 年上半年，受到四川等销售强势地区发生水灾的影响，公司收入增速仅 1.8%，但 3Q11 和 4Q11 单季收入恢复快速增长，增速分别为 32% 和 30%（图表 1），拉动全年销售收入增速达到 15.6%。其中，3Q 季度有补库存、基数低的原因，4Q 有春节提前的影响。
 - 由于公司的毛利率主要取决于纸价，费用率比较平稳且下降空间较小，因此收入增速对净利润增长影响重大。公司的销售收入达到预期有助于提振市场信心。

图表1: 11 年下半年公司销售收入增长喜人

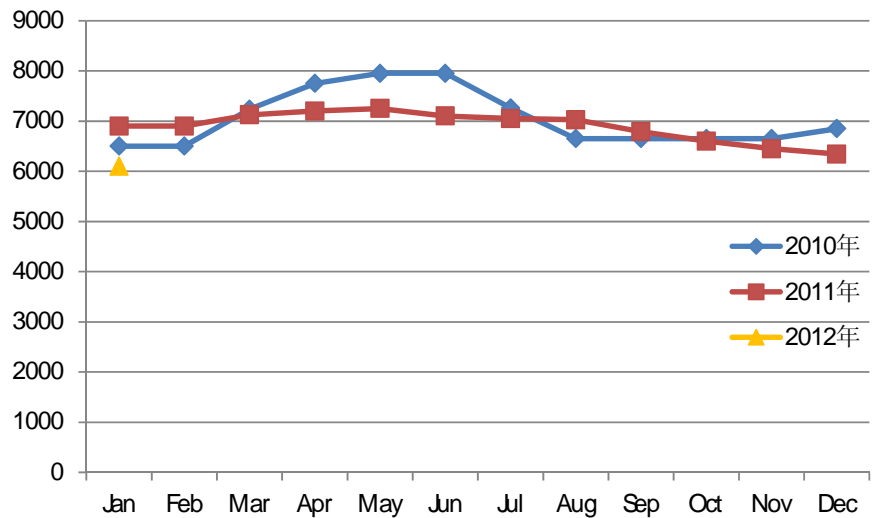


单位：百万元

来源：国金证券研究所

- 纸价下跌较晚，导致毛利率低于预期：纸价从 11 年 9 月才开始下跌，而扑克用纸需经 3 个月改性，因此尚未体现在公司利润表中，导致毛利率低于预期。

图表2: 白卡价格从9月开始下降, 晚于预期



单价: 元/吨

来源: 晨鸣纸业, 国金证券研究所

预计公司 12 年净利润可快速增长

■ 公司 12 年收入有望保持稳定增长:

- 根据经验, 扑克牌行业抗周期性较强, 原理类似“口红效应”: 经济下滑背景下, 高端娱乐首先受到冲击, 而扑克牌是一种较好的替代品。
- 小企业退出行业有助于公司提升份额: 11 年纸价高涨, 迫使部分小企业退出市场, 因此公司有望提升市场份额。

■ 由于 2012 年纸价下跌, 公司的毛利率将提高:

- 纸张占扑克牌总成本的比重约为 70%, 因此纸价是影响公司毛利率的最重要因素。
- 如果纸张价格上涨, 公司出厂价也会小幅上涨, 但不能完全弥补纸价上涨, 因此毛利率下降; 反之, 如果纸价下跌, 公司出厂价也会小幅下降, 但不会达到纸价的跌幅, 因此毛利率上升。
- 2012 年 1 月, 我们追踪的白卡价格已同比下降 11.6%。根据国金造纸研究员预测, 2012 年白卡价格降幅约为 7-10%, 13 年和 14 年纸价平稳。
- 据我们测算, 假设 2012 年纸价下跌 8%, 其他成本上涨 6%, 则毛利率将上升约 1.3 个点 (图表 3)。

图表3: 毛利率测算过程

	2011 年	2012 年
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

- 公司使用募集资金补充运营资金，将减少财务费用。
 - 募集资金于 2011 年 9 月到账，因此 11 年财务费用仍较高。考虑到公司正在使用闲置募集资金补充运营资金，预计 12 年开始财务费用将明显下降。

盈利预测及投资建议

- **盈利预测：**我们预计公司 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 31.1%、16.11%和 15.5%，复合增速 20.7%。
- **投资建议：**2012 年公司收入增长稳定，净利率有望提升，因此净利润可望获得快速增长；13 年和 14 年纸价平稳，预计公司净利润将保持较稳定的增长。现价对应 $17.6 \times 12\text{EPS}$ ，上调评级至“买入”。

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	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.33

来源：朝阳永续

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

来源：国金证券研究所

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为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