

姚记扑克 (002605.SZ)

文化用品与娱乐行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

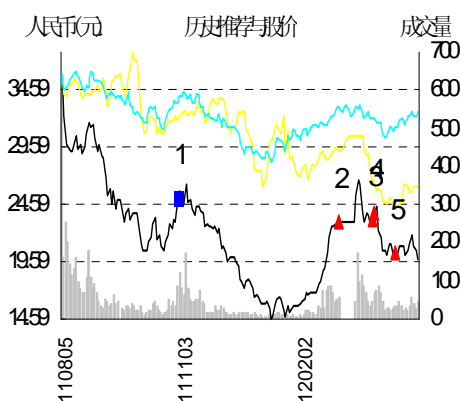
市价(人民币): 19.90元

1Q12 销量增速喜人, 毛利率提升开始体现

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) | 1,860.65 |
| 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

- 《毛利率超历史高位,推动业绩超预期》, 2012.3.26
- 《谨慎开发客户资源,主营业务保持稳健》, 2012.3.12
- 《合作开发庞大客户群,业绩估值可双重受益》, 2012.3.9

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiy@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 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.760 | 0.776 | 1.101 | 1.263 | 1.449 |
| 每股净资产(元) | 4.06 | 8.09 | 9.06 | 10.20 | 11.52 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.01 | 1.08 | 2.41 | 0.96 | 1.24 |
| 市盈率(倍) | N/A | N/A | 18.08 | 15.76 | 13.73 |
| 行业优化市盈率(倍) | 47.34 | 41.37 | 41.83 | 41.83 | 41.83 |
| 净利润增长率(%) | 11.27% | 2.09% | 41.86% | 14.73% | 14.77% |
| 净资产收益率(%) | 24.98% | 9.59% | 12.14% | 12.38% | 12.58% |
| 总股本(百万股) | 93.50 | 93.50 | 93.50 | 93.50 | 93.50 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 姚记扑克 2011 年实现营业收入 6.55 亿元, 同比增速 16%; 净利润 0.73 亿元, 同比增速 2%。一季度公司实现收入 1.99 亿元, 同比增速 31%; 净利润 0.30 亿元, 同比增速 46%, 符合预期。

经营分析

- 一季度公司销量增速喜人, 看好全年需求增长: 1Q12 公司扑克牌销量约 2.3 亿副, 同比增长约 40%, 增速喜人。其原因主要是公司加大促销力度, 另外一季度天气不佳也有利于扑克牌销售。我们看好公司的扑克牌需求增长: “姚记”品牌在扑克牌爱好者中美誉度高, 使用粘性强, 有望逐步占领低档扑克牌的份额; 从地域来看, 公司在湖南、福建、安徽、山东、贵州等多地仍有提升份额的空间和能力; 同时扑克牌是价格便宜的娱乐用品, 受益于“口红效应”, 抗周期性较强。不确定性主要来自供给端, 因为募投项目尚处于筹建期, 产能释放可能较慢。
- 纸价下降对毛利率的提升作用逐步显现: 1Q12 公司毛利率为 21.6%, 同比提高仅 0.6 个百分点, 原因在于 1、2 月份销售的牌所用纸张为去年 10、11 月购买, 而纸价从去年 12 月才开始下降, 因此对毛利率的提升作用未充分反映。3 月份单月毛利率水平已升至约 24%, 表现出良好的上升趋势。预计今年纸价大幅上升的概率很小, 因此全年毛利率可维持高位。
- 公司积极主动, 在加强主营业务的同时谋求新发展: 公司通过与经销商合资成立销售公司来调动经销商积极性, 更好地分配销售资源, 促进新市场的开发; 并于去年获得一项发明专利, 展示了技术实力。另外, 公司与北京联众、91Limited 合作, 利用第 55 张牌开发庞大的实体用户资源, 预计可于今年年中形成收入, 有望提升公司的业绩和估值。
- 公司现金流良好, 经营稳健: 公司净利润现金含量高于 100%, 表明净利润质量较高, 现金流良好; 公司存货周转速度稳健; 应收账款周转速度虽下降较快, 但周转率仍很快, 显示了较强运营能力(图表 3)。

盈利调整

- **传统扑克牌业务：**维持前期盈利预测，预计公司 12-14 年收入分别为 7.58、8.70、9.92 亿元，增速为 15.7%、14.7%、14.1%，EPS 为 1.10、1.26、1.45 元，净利润增速为 42%、15%、15%，复合增速 23.2%。
- **与北京联众的合作业务：**姚记在未来 2 年投入 2 亿副扑克牌资源，平均 1 亿副/年，按每人年均消费 3 副扑克牌计，即为 3000 万名客户，假设有 20% 客户转化为门户网络的用户，按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，基本等于利润。

投资建议

- 若不计算北京联众合作业务可能贡献的利润，目前股价 19.90 元对应 $18.06 \times 12\text{EPS}$ ；若与联众的合作能实现 972 万元利润，参考可比公司给予 30 倍 12 年估值，则可增加市值 2.9 亿元。考虑到后续可能的其他合作带来的业绩增厚以及估值提升，且现价已较高点回调 25%，维持“买入”评级。

风险提示

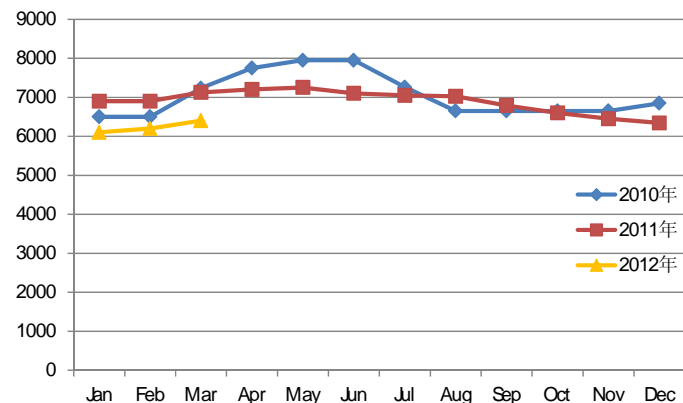
- 产能释放低于预期。
- 下半年纸张价格上涨超预期。
- 网络游戏用户转化率低于预期。

图表1: 利润表分析

| (百万元) | | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 | 4Q11 同比 | 4 11 环比 | 1Q12 | 1Q12 同比 | 1Q12 环比 | 点评 |
|----------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|-------|------------|------------|--|
| 单季 收入 及增 速 | 营业收入 | 151 | 154 | 141 | 209 | 29.7% | 48.4% | 199 | 31.3% | -4.9% | 在公司促销及天气推动下, 1Q12 销量增长约40% |
| | 收入 YoY | | -49% | 32% | 30% | | | 31% | | | |
| 利润 表结 构百 分比 | 毛利率 | 21.0% | 21.1% | 19.7% | 20.1% | -0.05 | 0.40 | 21.6% | 0.61 | 1.46 | 纸价下降对毛利率的提升从3月份开始体现, 虽然1Q12提升不明显, 但3月单月毛利率已接近24% |
| | -销售费用率 | 0.8% | 0.7% | 2.0% | 1.9% | 0.85 | -0.11 | 1.7% | 0.94 | -0.11 | 公司加大促销力度, 销售费用率上升 |
| | 毛利率-费用率 | 20.2% | 20.4% | 17.8% | 18.3% | -0.90 | 0.50 | 19.8% | -0.33 | 1.56 | |
| | -管理费用率 | 3.2% | 3.7% | 5.8% | 4.1% | 0.42 | -1.72 | 3.1% | -0.09 | -0.96 | |
| | -财务费用率 | 0.9% | 1.2% | 0.0% | -0.9% | -1.97 | -1.24 | -1.1% | -1.95 | -0.18 | 募投资金贡献利息收入 |
| | -资产减值损失 | -0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.50 | -0.01 | 0.1% | 0.37 | 0.11 | |
| | +公允价值变动收益 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.00 | 0.00 | 0.0% | 0.00 | 0.00 | |
| | +投资收益 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.00 | 0.00 | 0.0% | 0.00 | 0.00 | |
| | +营业外收支 | 2.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | -3.76 | -0.04 | 2.8% | 0.62 | 2.66 | |
| | =利润总额 | 18.2% | 15.0% | 11.5% | 14.8% | -3.07 | 3.29 | 20.0% | 1.75 | 5.22 | |
| | -所得税费用 | 4.7% | 3.8% | 2.7% | 4.0% | -0.44 | 1.23 | 5.0% | 0.27 | 1.04 | |
| -少数股东损益 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.00 | 0.00 | 0.0% | 0.00 | 0.00 | | |
| 归属母公司所有者净利润率 | 13.5% | 1.2% | 8.7% | 10.8% | -2.64 | 2.06 | 15.0% | 1.48 | 4.19 | | |
| 单季 净利 润及 增速 | 净利润 | 20 | 17 | 12 | 23 | 4.3% | 83.4% | 30 | 45.7% | 32.0% | |
| | 净利润 YoY | | -58% | 44% | 4% | | | 46% | | | |

来源: 聚源数据, 国金证券研究所

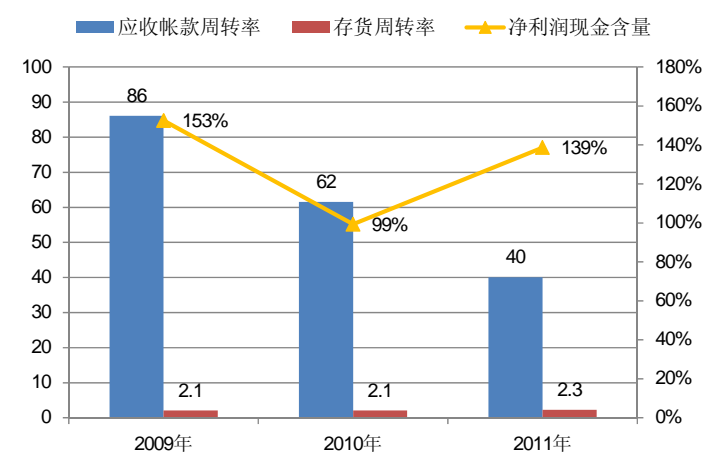
图表2: 3个月改性时间使得白卡价格下降从3月开始反映在成本中



单位: 元/吨

来源: 晨鸣纸业, 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司现金流良好, 经营稳健



附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入 | 451 | 567 | 655 | 758 | 870 | 992 |
| 增长率 | | 25.6% | 15.6% | 15.7% | 14.7% | 14.1% |
| 主营业务成本 | -347 | -451 | -521 | -582 | -670 | -764 |
| %销售收入 | 76.8% | 79.6% | 79.6% | 76.8% | 77.0% | 77.0% |
| 毛利 | 105 | 115 | 134 | 176 | 200 | 228 |
| %销售收入 | 23.2% | 20.4% | 20.4% | 23.2% | 23.0% | 23.0% |
| 营业税金及附加 | -1 | 0 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业费用 | -7 | -5 | -9 | -10 | -12 | -15 |
| %销售收入 | 1.5% | 0.8% | 1.4% | 1.3% | 1.4% | 1.5% |
| 管理费用 | -17 | -22 | -27 | -31 | -34 | -37 |
| %销售收入 | 3.8% | 3.9% | 4.2% | 4.1% | 3.9% | 3.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 79 | 88 | 96 | 133 | 152 | 174 |
| %销售收入 | 17.5% | 15.5% | 14.6% | 17.6% | 17.5% | 17.6% |
| 财务费用 | -5 | -5 | -2 | 3 | 2 | 2 |
| %销售收入 | 1.0% | 0.9% | 0.3% | -0.4% | -0.3% | -0.2% |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 74 | 83 | 94 | 134 | 153 | 176 |
| 营业利润率 | 16.3% | 14.7% | 14.4% | 17.7% | 17.6% | 17.7% |
| 营业外收支 | 10 | 11 | 4 | 3 | 4 | 5 |
| 税前利润 | 83 | 94 | 98 | 137 | 157 | 181 |
| 利润率 | 18.5% | 16.7% | 14.9% | 18.1% | 18.1% | 18.2% |
| 所得税 | -20 | -23 | -25 | -34 | -39 | -45 |
| 所得税率 | 23.5% | 24.7% | 25.7% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润 | 64 | 71 | 73 | 103 | 118 | 136 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 64 | 71 | 73 | 103 | 118 | 136 |
| 净利率 | 14.2% | 12.5% | 11.1% | 13.6% | 13.6% | 13.7% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 0 | 0 | 73 | 103 | 118 | 136 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 0 | 0 | 27 | 13 | 16 | 20 |
| 非经营收益 | 0 | 0 | 7 | -3 | -3 | -3 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | -5 | 112 | -41 | -37 |
| 经营活动现金净流 | 0 | 0 | 101 | 225 | 90 | 116 |
| 资本开支 | -67 | -161 | -23 | -140 | -115 | -15 |
| 投资 | 1 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -66 | -161 | -23 | -141 | -115 | -15 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 440 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -9 | 101 | -172 | -20 | 58 | -47 |
| 其他 | -9 | -11 | -73 | 0 | -14 | -14 |
| 筹资活动现金净流 | -18 | 90 | 194 | -20 | 45 | -61 |
| 现金净流量 | -84 | -71 | 272 | 64 | 20 | 40 |

来源：公司年报、国金证券研究所

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金 | 33 | 45 | 296 | 360 | 380 | 420 |
| 应收款项 | 5 | 17 | 19 | 21 | 29 | 39 |
| 存货 | 187 | 250 | 207 | 255 | 303 | 356 |
| 其他流动资产 | 14 | 3 | 7 | 8 | 12 | 13 |
| 流动资产 | 239 | 315 | 529 | 644 | 724 | 828 |
| %总资产 | 51.7% | 46.4% | 59.5% | 56.7% | 54.9% | 58.1% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 167 | 274 | 272 | 374 | 481 | 484 |
| %总资产 | 36.3% | 40.3% | 30.6% | 32.9% | 36.4% | 34.0% |
| 无形资产 | 53 | 89 | 87 | 115 | 113 | 110 |
| 非流动资产 | 223 | 365 | 360 | 492 | 596 | 596 |
| %总资产 | 48.3% | 53.6% | 40.5% | 43.3% | 45.1% | 41.9% |
| 资产总计 | 462 | 680 | 889 | 1,136 | 1,320 | 1,424 |
| 短期借款 | 81 | 117 | 10 | 10 | 69 | 22 |
| 应付款项 | 152 | 209 | 96 | 267 | 285 | 310 |
| 其他流动负债 | 15 | 5 | 26 | 32 | 33 | 36 |
| 流动负债 | 248 | 331 | 132 | 309 | 386 | 368 |
| 长期贷款 | 0 | 65 | 0 | -20 | -20 | -20 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 248 | 396 | 132 | 289 | 366 | 348 |
| 普通股股东权益 | 213 | 285 | 757 | 848 | 953 | 1,077 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 462 | 680 | 889 | 1,136 | 1,320 | 1,424 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.683 | 0.760 | 0.776 | 1.101 | 1.263 | 1.449 |
| 每股净资产 | 3.049 | 4.064 | 8.094 | 9.065 | 10.197 | 11.517 |
| 每股经营现金净流 | 1.397 | 1.008 | 1.076 | 2.408 | 0.964 | 1.238 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 29.92% | 24.98% | 9.59% | 12.14% | 12.38% | 12.58% |
| 总资产收益率 | 13.83% | 10.44% | 8.16% | 9.06% | 8.95% | 9.51% |
| 投入资本收益率 | 20.56% | 14.22% | 9.27% | 11.91% | 11.36% | 12.11% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 22.73% | 25.63% | 15.55% | 15.72% | 14.73% | 14.13% |
| EBIT增长率 | 47.41% | 11.33% | 8.47% | 39.15% | 14.08% | 14.78% |
| 净利润增长率 | 62.50% | 11.27% | 2.09% | 41.86% | 14.73% | 14.77% |
| 总资产增长率 | 32.80% | 47.40% | 30.58% | 27.87% | 16.15% | 7.95% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 5.3 | 7.0 | 9.5 | 10.0 | 12.0 | 14.0 |
| 存货周转天数 | 172.9 | 177.0 | 160.2 | 160.0 | 165.0 | 170.0 |
| 应付账款周转天数 | 50.6 | 44.5 | 36.8 | 42.0 | 40.0 | 38.0 |
| 固定资产周转天数 | 130.1 | 132.7 | 111.2 | 111.1 | 150.1 | 132.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 22.67% | 48.06% | -37.76% | -43.63% | -34.76% | -38.85% |
| EBIT利息保障倍数 | 17.0 | 16.7 | 56.2 | -41.9 | -64.9 | -75.9 |
| 资产负债率 | 53.76% | 58.19% | 14.82% | 25.40% | 27.74% | 24.41% |

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 | 2 | 9 | 10 | 11 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |

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 |
| 2 2012-02-16 | 买入 | 18.92 | 20.40~20.40 |
| 3 2012-03-09 | 买入 | 25.47 | N/A |
| 4 2012-03-12 | 买入 | 26.70 | N/A |
| 5 2012-03-26 | 买入 | 22.27 | N/A |

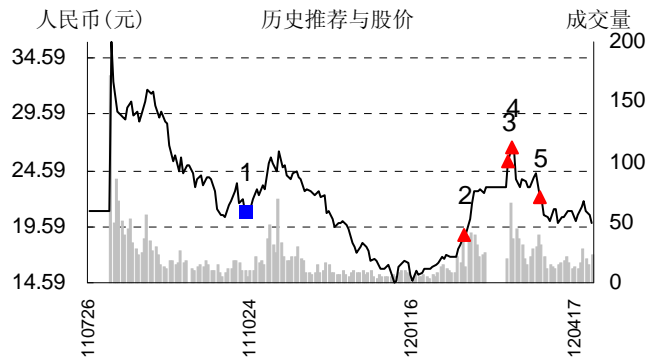
来源：国金证券研究所

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 |