

姚记扑克 (002605.SZ)

传统业务增长确定，新模式值得期待

评级： 增持
前次： 增持
目标价 (元)：
22.00-24.20

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740510120017

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhuja@r.qlzq.com.cn

sungd@r.qlzq.com.cn

2012年5月29日

基本状况

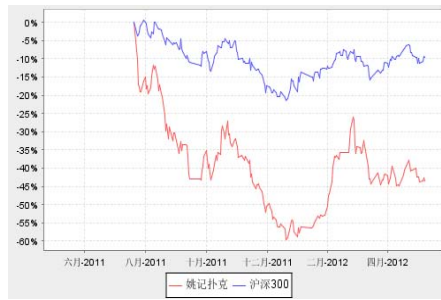
总股本(百万股)	93.50
流通股本(百万股)	23.50
市价(元)	20.38
市值(百万元)	1905.53
流通市值(百万元)	478.93

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	566.79	654.95	698.09	837.59	1,042.19
营业收入增速	25.63%	15.55%	6.59%	19.98%	24.43%
净利润增长率	10.83%	2.09%	41.93%	20.56%	22.69%
摊薄每股收益(元)	1.02	0.78	1.10	1.33	1.63
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	20.76	18.47	15.32	12.49
PEG	0.00	9.92	0.44	0.75	0.55
每股净资产(元)	4.06	8.09	9.20	10.52	12.15
每股现金流量	1.01	1.08	1.98	1.49	1.90
净资产收益率	24.98%	9.59%	11.98%	12.62%	13.40%
市净率	0.00	1.99	2.21	1.93	1.67
总股本(百万股)	70.00	93.50	93.50	93.50	93.50

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

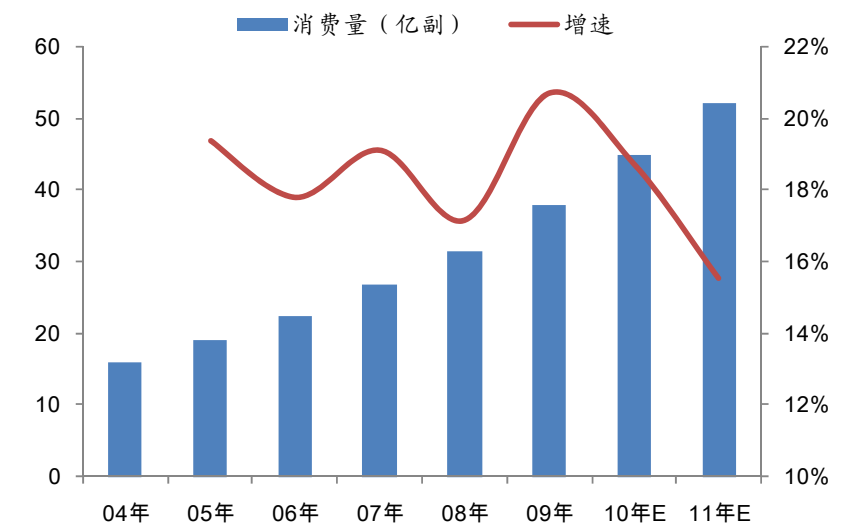
- **量：行业持续增长确保销量无忧。**国内消费升级是行业增长的主动力，随着国民生活水平的提高，行业后期仍然具有持续增长的动力；随着我国的消费升级，行业整体将趋向于高端市场集中，公司作为行业龙头，其市场占有率将稳步提升。
- **价：产品均价有望上涨。**2011年下半年，公司提高了产品售价，其单价由2010年的0.85元/副提高到0.92元/副。去年下半年的提价行为对公司产品均价的提升影响将延续到今年。在公司今年不再提价的前提下，我们预计公司2012年产品的均价将小幅提升至0.94元/副左右。
- **盈利能力：原材料价格下降促进毛利率提升。**公司基本将2012年的白卡纸成本已锁定，较2011年进货均价下降大约10%左右，将拉动毛利率快速提升。目前，造纸行业基本面较差，预计2012年白卡纸价格仍将延续低位。我们通过计算（出厂均价为0.94元/副），2012年其毛利率水平有望达到24%左右。
- **渠道整合提升公司竞争力。**公司将与经销商合资成立销售公司，公司占40%股权，但为实际控制人，因此合并报表。其目的在于更好的整合目前经销商在行业内的人脉及关系，调动他们的积极性，资源共享，开拓市场，从而保证产能扩张后，销售得以顺利实现。
- **新模式有望带来新的增长点，更利于提升公司估值。**公司前期公告，将分别与北京联众、91移动进行合作，其主体都是利用公司产品进行广告服务合作。公司资源所在于其销量高达7亿副扑克所对应的几亿客户及覆盖全国的经销商渠道。因此，公司后期有望在电商及网络游戏的大市场中抢得一块蛋糕。
- 我们预计公司2012-2014年EPS分别1.10元、1.33元和1.63元，对应的动态市盈率分别为18倍、15倍和12倍，给予公司2012年20-22倍PE，目标价为22-24.2元，给予“增持”的投资评级。

量：行业持续增长确保销量无忧

国内消费升级是行业增长的主动力

- 扑克属于快速消费品范畴，与其他快消品一样，其消费量的多少与居民收入水平联系紧密。2004年至2009年期间，国内扑克牌销售量由约16亿副增至约38亿副，年复合增长率高达18.8%。根据中国文教体育用品协会2011年3月的预测数据，至2015年，国内扑克牌市场年消费量将由2009年的38亿副上升至每年70亿副左右，年均复合增长率仍将达13%。

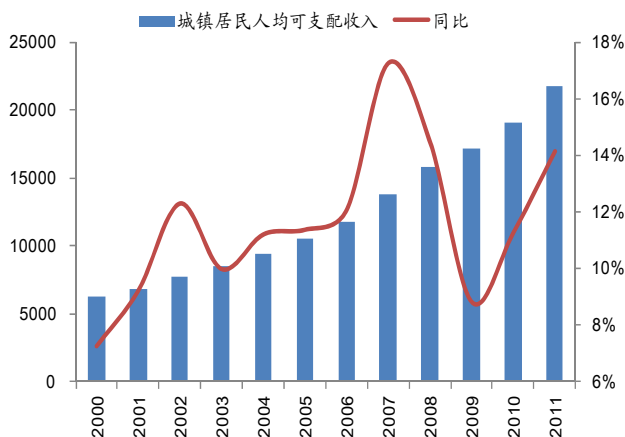
图表 1: 我国扑克消费量增长情况



来源：齐鲁证券研究所

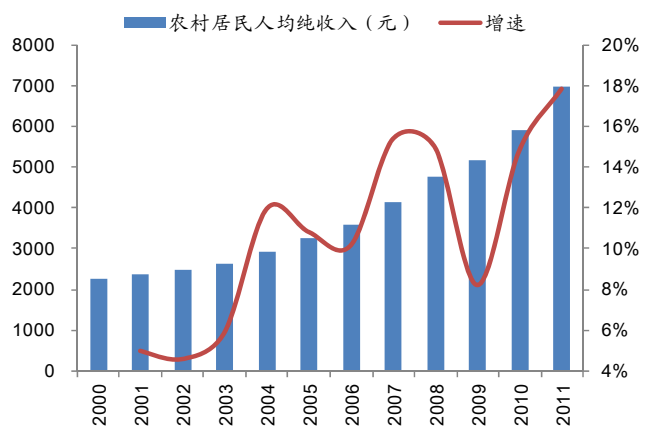
- 我们认为，虽然由于基数及经济增速下滑等原因，后期扑克消费增速将较前几年下滑，但随着国民生活水平的提高，行业仍然有持续增长的动力。

图表 2: 我国城镇居民人均可支配收入快速增长



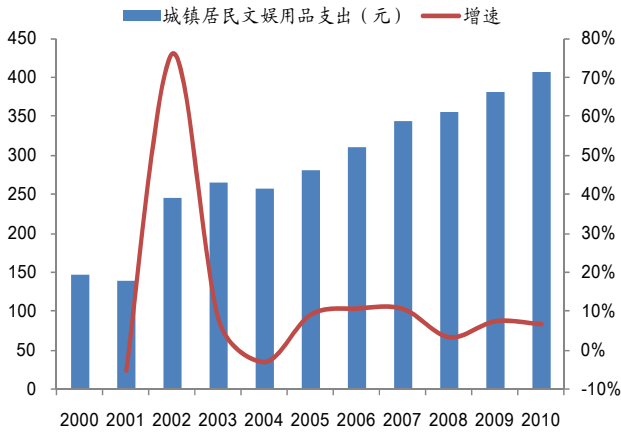
来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 我国农村居民人均纯收入增长较快

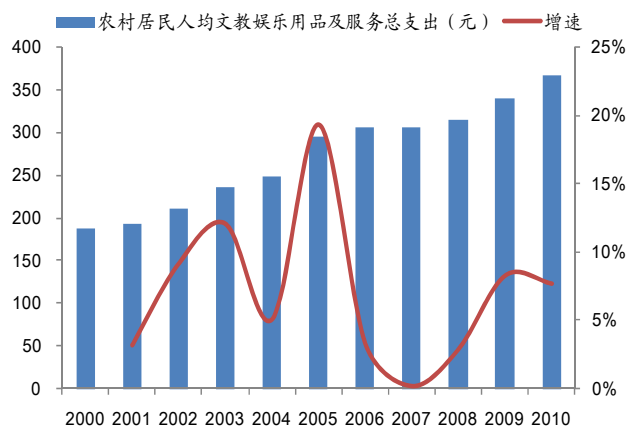


来源：齐鲁证券研究所

- 随着收入的增长，我国无论城镇居民还是农村居民，其在文娱用品方面的支出亦呈现水涨船高的态势。

图表 4: 城镇居民文娱用品支出稳步上扬


来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 农村居民文娱支出逐步增长


来源：齐鲁证券研究所

- 此外，消费水平的提升亦促使扑克更新率的快速提升。根据《现状及动态》调查显示，现如今消费者经常更新扑克，只有 9%的消费者会重复使用扑克牌至寿命殆尽。

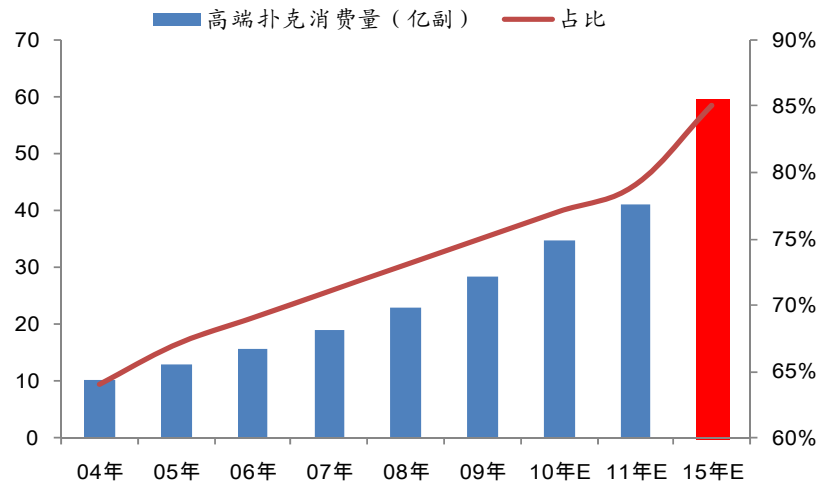
图表 6: 扑克更新率加速促进消费量增长

消费者使用习惯	人数比例
家中常备扑克牌	1%
计划在外进行扑克牌活动时自备扑克牌	23%
进行扑克牌活动前就近购买扑克牌	87%
购买的扑克牌会反复使用，直到使用寿命将尽	9%
经常更新扑克牌	99%
扑克牌作为一次性消耗品使用（不重复使用）	21%

来源：齐鲁证券研究所

产品结构高档化促进产业集中度提升，公司市场占有率将稳步提升

- 按照生产工艺及原材料的不同，扑克牌可划分为高端扑克与一般扑克两大类。高端扑克与一般扑克相比，在挺度、耐折度、和手感等各个方面都具有明显优势。
- 目前前六大企业市场占有率大概为 50%左右，这意味着我国扑克另一半市场的消费量仍由非专业化生产企业及中小企业来供应。随着我国的消费升级，行业整体将趋向于高端市场集中，2004-2009 年高端扑克消费量的比重已经从 64%提升至了 75%，年均提升幅度约为 2%。我们认为，未来 5 年高端扑克将进一步挤压一般扑克市场，市场占有率也将升至 85%-90%左右。

图表 7: 高端扑克占比将稳步上升


来源: 齐鲁证券研究所

- 公司目前的产能为 7 亿副/年, 在 2010 年时的市场占有率大概为 14% 左右。随着公司上市的先发优势逐步显现, 募投项目逐步投产, 渠道整合逐步完善, 公司的市场占有率有望呈现稳步提升的态势。

图表 8: 国内主要扑克厂商产能状况

公司名称	产能 (亿副)
上海姚记扑克股份有限公司	7
宁波三A集团有限公司	5
浙江万盛达实业有限公司	3.5
浙江宾王扑克有限公司	3
浙江武义钓鱼实业有限公司	3
江苏三兔集团有限公司	2

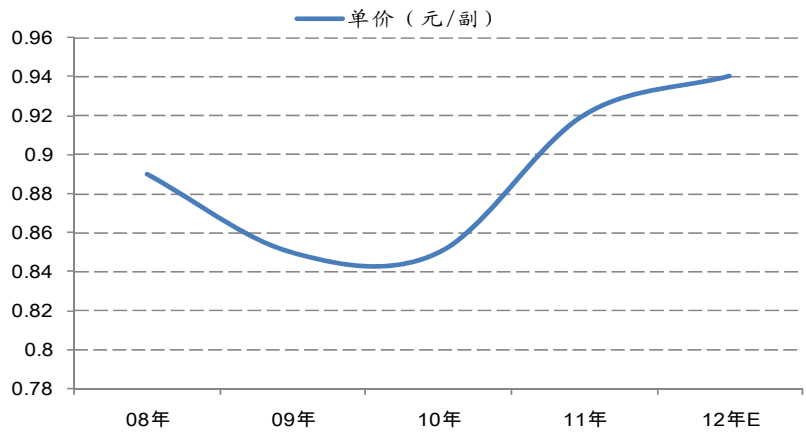
来源: 齐鲁证券研究所

价: 产品均价有望上涨

提价效应延续, 今年产品均价有望小幅上升

- 2011 年, 为了抵御纸张、人工等生产要素上涨的影响, 公司于下半年提高了产品售价, 其单价由 2010 年的 0.85 元/副提高到 0.92 元/副。
- 今年, 公司目前虽然未对产品进行提价, 但由于去年下半年的提价行为对产品全年均价的提升影响将延续到今年。在公司今年不再提价的前提下, 我们预计公司 2012 年产品的均价将小幅提升至 0.94 元/副左右。

图表 9: 公司历年产品均价情况



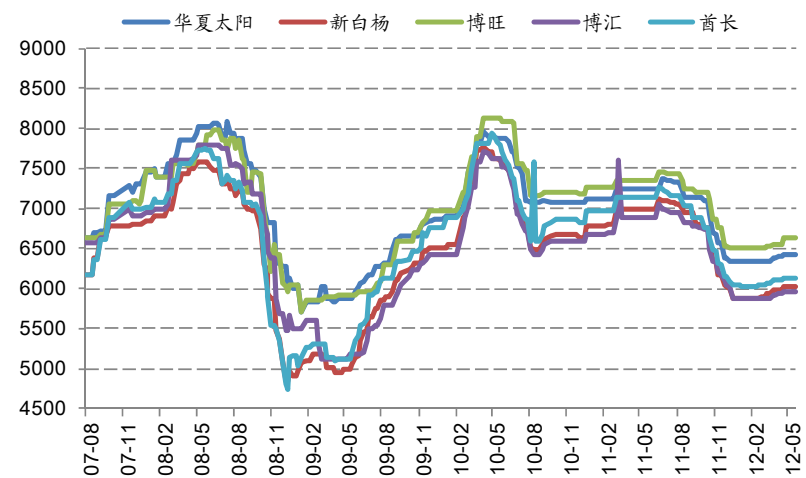
来源: 齐鲁证券研究所

盈利能力: 原材料价格下降促进毛利率提升

白卡纸价格下降促进成本大幅下降, 拉动毛利率快速回升

- 公司成本占比最大的一块就是白卡纸, 其在成本中的占比大概达到了67-68%。目前, 造纸行业仍然面对产能过剩的较大压力, 经济放缓对行业需求也有较大影响。预计2012年白卡纸价格仍将延续低位。

图表 10: 白卡纸价格走势



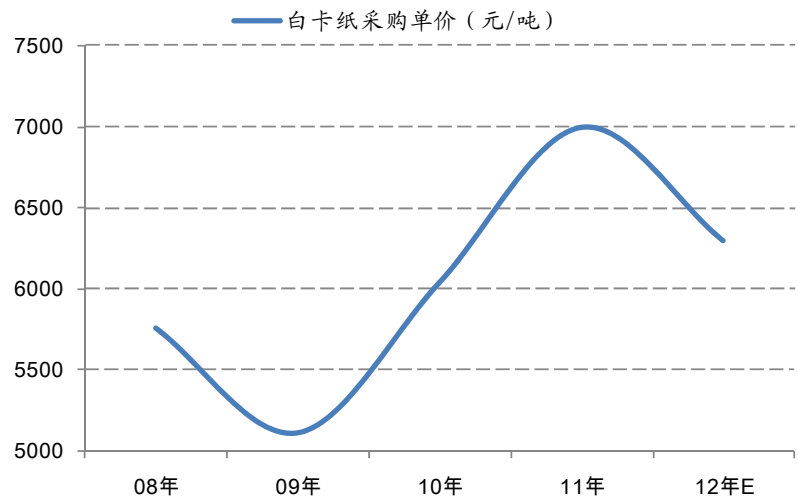
来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 白卡纸新增产能情况

厂家	产能 (万吨/年)	预期投产时间
博汇	75	2012年下半年
广西金桂浆纸	60	2012年8月
万国太阳	60	2012年10月
APP宁波纸厂	100	2013年底或2014年初

来源: 齐鲁证券研究所

- 公司通过前期储备及陆续的原材料订货, 基本将2012年全年的白卡纸成本锁定在6300元/吨左右, 较2011年7000元/吨的进货均价下降大约10%左右, 将拉动毛利率快速提升。

图表 12: 公司历年白卡纸采购价格


来源: 齐鲁证券研究所

- 最大成本的白卡纸全年的成本已基本锁定, 大致在6300元/吨左右, 考虑到人工、折旧及其他成本趋于上升的情况, 我们预计白卡纸的成本占比大约在68%左右。我们预计公司2012, 每万副扑克需0.77吨左右白卡纸, 其每万副扑克的成本大致为7082元。因此出厂均价按0.94元/副计算, 其毛利率水平大致为24%左右。

图表 13: 公司毛利率预测

	白卡采购单价 (元/吨)	万副耗纸 (吨)	万副耗纸成本 (元)	成本占比	万副总成本 (元)	单价 (元/副)	万副收入 (元)	毛利率
08年	5760	0.84	4838	67.37%	7182	0.89	8900	19.31%
09年	5113	0.83	4244	65.00%	6529	0.85	8500	23.19%
10年	6041	0.77	4652	69.00%	6741	0.85	8500	20.69%
11年	7000	0.77	5390	74.00%	7284	0.92	9200	20.83%
12年E	6300	0.77	4851	68.50%	7082	0.94	9400	24.66%

来源: 齐鲁证券研究所

渠道整合提升公司竞争力

- 目前公司的销售网络覆盖我国东北、西南、华东、东南等地区, 包括二十多个省市。在各地挑选具备实力的一级经销商, 采取买断模式, 先付款后发货, 且经销商不得销售其他品牌的扑克商品。随着公司市场区域的拓展, 经销商数量也在不断增加, 至2010年, 公司一级经销商数量分别为75家、88家以及91家, 二级经销商总数达到458家, 基本形成覆盖全国的营销网络。

图表 14: 公司渠道建设情况

区域	覆盖范围	一级经销商数量	一级经销商下属区域经销商数量 (由一级经销商供货)
华东区	上海、山东、江苏、安徽、浙江	28	175
东北区	黑龙江、吉林、辽宁	24	95
西南区	云南、贵州、四川、重庆	12	30
华北区	山西、河北、北京、内蒙古	4	41
东南区	广东、广西、福建、海南	15	63
其他	湖南、湖北、江西、新疆、甘肃、青海、陕西、宁夏等	8	54
合计		91	458

来源: 齐鲁证券研究所

- 公司前期公告, 将与经销商合资成立销售公司, 公司占40%股权, 但为实际控制人, 因此合并报表。其目的在于更好的整合目前经销商在行业内的人脉及关系, 调动他们的积极性, 共享资源, 共建渠道, 保证产能扩张后, 销售得以顺利实现。公司对销售公司的销售定价方式为按前三年的平均毛利率进行成本加成。

新模式有望带来新的增长点，更利于提升公司估值

- 公司前期公告，将与北京联众共同出资成立姚记互动娱乐有限公司（暂定名）。合资子公司注册资本为人民币200万元，其中公司持有标的公司49%的股权。
- 主要合作内容：北京联众将为本次合作提供特别定制版本的“联名游戏大厅”，并提供与网络产品相关的人力资源及技术性资源，另外北京联众已创建的扑克世界及其他游戏将和公司进行全面合作，双方共同合作推出的活动将以“姚记联众扑克在线”命名；公司将于合作协议生效后的前两年投入总计不少于2亿副扑克牌为“联名游戏大厅”和“姚记联众扑克在线”做广告宣传，广告宣传具体包括但不限于：在扑克牌的第55张牌、牌盒及扑克本身的广告位，并通过动态编码形式，吸引用户进入联名游戏大厅和“姚记联众扑克在线”。
- 利润分配：公司、北京联众、合资子公司将按照合作协议约定的分成比例共同享有“联名游戏大厅”和“姚记联众扑克在线”门户网站上注册的新用户在合作服务上消费的所有现金收入。涉及合资子公司为第三方的广告投入或者广告推广活动的费用，也将由合资子公司收取。
- 合作有望提升公司估值。通过本次合作，公司将大举进军扑克文化娱乐产业及休闲网络棋牌游戏领域，并且有望打破原有传统盈利模式，逐步向平台型公司领域发展，同时增加广告等文化产业业务，为公司带来新的利润增长点。而新业务的逐步开展，将有望提升公司的估值水平。
- 此外，公司同时公告与91移动签订了合作谅解备忘录，其主要内容如下：合作双方同意将公司的扑克牌相关广告资源作为91移动的移动互联网应用服务的发布渠道，开展战略合作；91移动将为公司在91移动运营的移动互联网平台上针对本次合作特别建立推广专区，并以合作分成的形式与公司合作，将公司的广告资源作为91移动的衍生推广渠道。具体合作方式及分成比例以最终法律文件为准；公司将投入其拥有的扑克牌广告资源，为91移动在移动互联网平台上针对本次合作特别建立的推广专区提供广告资源，对合作业务服务进行推广和宣传，具体分配和进度将由双方签署详细文件予以确定；合作期限不少于两年。
- 公司资源所在于，其销量高达7亿副扑克所对应的几亿客户，同时覆盖全国的经销商渠道亦是电商所不具备的优质资源。因此，公司的“第55张牌”广告增值服务拥有良好的客户资源及推广渠道，后期有望在电商、及网络游戏的大市场中抢得一块蛋糕。

业绩预测

- 我们预计公司2012-2014年EPS分别1.10元、1.33元和1.63元，对应的动态市盈率分别为18倍、15倍和12倍，给予公司2012年20-22倍PE，目标价为22-24.2元，给予“增持”的投资评级。

图表 15: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	655	698	838	1,042	货币资金	296	379	425	584
增长率	15.6%	6.6%	20.0%	24.4%	应收款项	19	14	18	23
营业成本	-521	-527	-632	-792	存货	207	216	285	353
% 销售收入	79.6%	75.4%	75.4%	76.0%	其他流动资产	7	11	14	12
毛利	134	171	206	251	流动资产	529	619	741	973
% 销售收入	20.4%	24.6%	24.6%	24.0%	% 总资产	59.5%	59.5%	60.8%	68.5%
营业税金及附加	-2	-1	-2	-2	长期投资	0	0	0	0
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	272	313	358	313
营业费用	-9	-9	-11	-14	% 总资产	30.6%	30.1%	29.4%	22.0%
% 销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	无形资产	87	107	118	132
管理费用	-27	-29	-34	-40	非流动资产	360	421	477	446
% 销售收入	4.2%	4.1%	4.0%	3.8%	% 总资产	40.5%	40.5%	39.2%	31.5%
息税前利润 (EBIT)	96	132	159	195	资产总计	889	1,040	1,218	1,419
% 销售收入	14.6%	18.9%	19.0%	18.7%	短期借款	10	0	0	0
财务费用	-2	5	6	8	应付款项	96	166	221	261
% 销售收入	0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	26	14	14	22
资产减值损失	0	0	0	0	流动负债	132	181	234	283
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	132	181	234	283
营业利润	94	137	166	203	普通股股东权益	757	860	984	1,136
营业利润率	14.4%	19.7%	19.8%	19.5%	少数股东权益	0	0	0	0
营业外收支	4	0	0	0	负债股东权益合计	889	1,040	1,218	1,419
税前利润	98	137	166	203					
利润率	14.9%	19.7%	19.8%	19.5%	比率分析				
所得税	-25	-34	-41	-51		2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标				
净利润	73	103	124	152	每股收益 (元)	0.776	1.101	1.328	1.629
少数股东损益	0	0	0	0	每股净资产 (元)	8.094	9.195	10.523	12.152
归属于母公司的净利润	73	103	124	152	每股经营现金流 (元)	1.076	1.977	1.491	1.896
净利率	11.1%	14.7%	14.8%	14.6%	每股股利 (元)	0.660	0.000	0.000	0.000
					回报率				
现金流量表 (人民币百万元)					净资产收益率	9.59%	11.98%	12.62%	13.40%
	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.16%	9.90%	10.19%	10.73%
净利润	73	103	124	152	投入资本收益率	15.08%	20.58%	21.33%	26.51%
少数股东损益	0	0	0	0	增长率				
非现金支出	27	31	38	48	营业总收入增长率	15.55%	6.59%	19.98%	24.43%
非经营收益	7	0	0	0	EBIT增长率	8.47%	38.04%	20.56%	22.58%
营运资金变动	-5	51	-22	-23	净利润增长率	2.09%	41.93%	20.56%	22.69%
经营活动现金净流	101	185	139	177	总资产增长率	30.58%	17.08%	17.11%	16.49%
资本开支	23	92	94	17	资产管理能力				
投资	0	0	0	0	应收账款周转天数	9.1	5.7	6.2	6.7
其他	0	0	0	0	存货周转天数	160.2	149.3	164.8	162.8
投资活动现金净流	-23	-92	-94	-17	应付账款周转天数	36.8	39.7	42.9	41.0
股权募资	440	0	0	0	固定资产周转天数	113.0	117.7	116.9	106.2
债权募资	-172	-10	0	0	偿债能力				
其他	-73	0	0	0	净负债/股东权益	-37.76%	-44.06%	-43.15%	-51.44%
筹资活动现金净流	194	-10	0	0	EBIT利息保障倍数	56.2	-24.7	-24.8	-24.2
现金净流量	272	83	46	160	资产负债率	14.82%	17.35%	19.24%	19.94%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。