

姚记扑克 (002605.SZ)

文化用品与娱乐行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 17.76元
目标(人民币): 20.96-23.34元

毛利率再创新高, 推动业绩超预期

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)	27.72
总市值(百万元)	16.61
年内股价最高最低(元)	25.91/14.16
沪深300指数	2247.91
中小板指数	4767.92



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	1.027	1.190	1.375
每股净资产(元)	4.06	8.09	8.87	9.81	10.94
每股经营性现金流(元)	1.01	1.08	2.32	0.91	1.19
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.37	16.73	14.48
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%	32.40%	15.80%	15.57%
净资产收益率(%)	24.98%	9.59%	11.58%	12.13%	12.57%
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

- 姚记扑克发布三季报: 2012年1-9月营业收入为4.66亿元, 同比增长4.6%, 略低于预期; 净利润0.70亿元, 同比增长39.4%, 超我们的预期。其中第三季度营业收入1.53亿元, 同比增长8.5%, 净利润0.24亿元, 同比增长91.8%。
- 预计2012年度归属于上市公司股东的净利润增速为20-50%。

经营分析

- **第三季度收入增速较慢, 源于季节因素和基数较高:** 公司第三季度收入增速低于预期, 且预收款为0.25亿元, 低于年初水平, 因此排除了收入确认的因素。我们认为原因一是去年同期纸价较高, 公司利用大宗采购优势曾获得一些原材料销售收入, 而今年没有这项收入; 二是三季度本属淡季, 且去年同期基数较高(3Q11单季营业收入1.41亿元, 同比增长32%), 因此增速较慢。第三季度公司与联众的合作尚未产生收入, 并产生57万元亏损, 预计今年实现盈利有一定困难, 但仍期待其未来发展。
- **原材料价格环比下降推动毛利率进一步上升, 是净利润超预期的主因:** 第三季度单季毛利率高达26.8%, 环比二季度单季毛利率提高2.3个百分点, 原因是纸张价格环比二季度继续下降, 是推动业绩超预期的主因。由于去年三季度开始纸价下行, 预计第四季度毛利率提升幅度将小幅缩小。
- **姚记销售公司的成立有助于理顺利益关系, 激发经销商积极性:** 公司将扑克牌以不低于前三年毛利率的价格全部售予姚记销售公司, 由后者统一布局后售予原一级经销商。今后提价等市场操作将由销售公司来完成, 其差价则形成销售公司的利润来源。入股销售公司的大经销商可按持股比例获得销售公司的利润分成。因此未来大经销商将更有涨价和开拓市场的动力, 而中小经销商可从销售公司获得一定支持, 化解涨价后可能产生的销量下降并共同开发市场, 从而理顺利益关系, 更好地激发经销商积极性。
- **公司与91移动的合作正在商谈中, 尚需等待。**

盈利调整

- **扑克牌业务:** 我们维持盈利预测, 预计2012-14年收入为7.22、8.36和9.59亿元, 同比增长10%、16%和15%; EPS为1.027、1.190和1.375元, 净利润增速为32.4%、15.8%和15.6%。

相关报告

1. 《2Q 毛利率如期提升, 收入不达预期》, 2012.8.28
2. 《1Q12 销量增速喜人, 毛利率提升开始体现》, 2012.4.26
3. 《毛利率超历史高位, 推动业绩超预期》, 2012.3.26

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

- **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 12 元/月计算，则可产生 2592-3456 万元现金收入；假设姚记扑克的分成比例为 30%，则产生 778-1037 万元收入，需扣除少量比赛运营和推广费用。

投资建议

- 考虑到公司的三年复合增速达到 21%，我们给予扑克牌业务 16-18 × 13EPS，对应市值为 17.8-20.0 亿元。若与联众的合作能实现 600 万元利润，给予 30 倍 13 年估值，则可增加市值 1.8 亿元。合计市值为 19.6-21.8 亿元，对应目标价 20.96-23.34 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 产能释放低于预期。
- 网络游戏用户转化率低于预期。

图表1：姚记扑克利润表分析

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12	1-3Q12	点评
								同比	同比	
单季收入及增速	营业收入	305	141	446	314	153	466	8.5%	4.6%	非主营收入减少、淡季因素、基数较高
	收入YoY		32%	10%	2.8%	9%	5%			
利润表结构百分比	毛利率	21.0%	19.7%	20.6%	22.7%	26.8%	24.0%	7.13	3.42	纸价环比下降，推动毛利率进一步提高
	-销售费用率	0.7%	2.0%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	-0.50	0.30	
	毛利率-费用率	20.3%	17.8%	19.5%	21.3%	25.4%	22.6%	7.63	3.12	
	-管理费用率	3.5%	5.8%	4.2%	4.6%	5.4%	4.9%	-0.45	0.65	
	-财务费用率	1.0%	0.3%	0.8%	-1.5%	-1.6%	-1.5%	-1.90	-2.32	
	-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.19	0.09	
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.1%	-0.37	-0.12	
	+营业外收支	1.0%	0.2%	0.7%	1.9%	0.4%	1.4%	0.26	0.65	
	=利润总额	16.6%	11.5%	15.0%	19.6%	21.2%	20.1%	9.71	5.14	
	-所得税费用	4.2%	2.7%	3.8%	4.9%	5.3%	5.0%	2.59	1.29	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.03	0.00		
归属于母公司所有者净利润率	12.3%	8.7%	11.2%	14.7%	15.4%	14.9%	6.70	3.73		
单季净利润及增速	净利润(百万元)	37.7	12.3	50.0	46.1	24	70	91.8%	39.4%	
	净利润YoY		44%	1%	22.3%	92%	39%			

来源：聚源数据，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	451	567	655	722	836	959	货币资金	33	45	296	360	380	420
增长率		25.6%	15.6%	10.3%	15.7%	14.7%	应收款项	5	17	19	20	28	38
主营业务成本	-347	-451	-521	-555	-644	-738	存货	187	250	207	243	291	344
%销售收入	76.8%	79.6%	79.6%	76.8%	77.0%	77.0%	其他流动资产	14	3	7	8	12	13
毛利	105	115	134	168	192	220	流动资产	239	315	529	631	711	814
%销售收入	23.2%	20.4%	20.4%	23.2%	23.0%	23.0%	%总资产	51.7%	46.4%	59.5%	56.2%	54.4%	57.7%
营业税金及附加	-1	0	-2	-2	-2	-2	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	167	274	272	374	481	484
营业费用	-7	-5	-9	-11	-12	-13	%总资产	36.3%	40.3%	30.6%	33.3%	36.8%	34.3%
%销售收入	1.5%	0.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	无形资产	53	89	87	115	113	110
管理费用	-17	-22	-27	-34	-36	-38	非流动资产	223	365	360	492	596	596
%销售收入	3.8%	3.9%	4.2%	4.7%	4.3%	4.0%	%总资产	48.3%	53.6%	40.5%	43.8%	45.6%	42.3%
息税前利润 (EBIT)	79	88	96	121	143	167	资产总计	462	680	889	1,123	1,306	1,411
%销售收入	17.5%	15.5%	14.6%	16.8%	17.1%	17.4%	短期借款	81	117	10	17	92	62
财务费用	-5	-5	-2	3	1	0	应付款项	152	209	96	254	274	300
%销售收入	1.0%	0.9%	0.3%	-0.4%	-0.2%	0.0%	其他流动负债	15	5	26	42	43	46
资产减值损失	-1	0	0	-1	-1	-1	流动负债	248	331	132	313	409	408
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	65	0	-20	-20	-20
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	248	396	132	293	389	388
营业利润	74	83	94	123	143	166	普通股股东权益	213	285	757	829	917	1,022
营业利润率	16.3%	14.7%	14.4%	17.0%	17.1%	17.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	10	11	4	5	5	5	负债股东权益合计	462	680	889	1,123	1,306	1,411
税前利润	83	94	98	128	148	171	比率分析						
利润率	18.5%	16.7%	14.9%	17.7%	17.7%	17.9%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-20	-23	-25	-32	-37	-43	每股指标						
所得税率	23.5%	24.7%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.683	0.760	0.776	1.027	1.190	1.375
净利润	64	71	73	96	111	129	每股净资产	3.049	4.064	8.094	8.871	9.811	10.936
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.397	1.008	1.076	2.316	0.906	1.194
归属于母公司的净利润	64	71	73	96	111	129	每股股利	0.000	0.000	0.660	0.250	0.250	0.250
净利率	14.2%	12.5%	11.1%	13.3%	13.3%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	29.92%	24.98%	9.59%	11.58%	12.13%	12.57%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	13.83%	10.44%	8.16%	8.55%	8.51%	9.11%
净利润	0	0	73	96	111	129	投入资本收益率	20.56%	14.22%	9.27%	10.98%	10.81%	11.75%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	0	27	12	16	20	主营业务收入增长率	22.73%	25.63%	15.55%	10.26%	15.75%	14.68%
非经营收益	0	0	7	-4	-3	-1	EBIT增长率	47.41%	11.33%	8.47%	26.54%	17.82%	17.04%
营运资金变动	0	0	-5	113	-40	-36	净利润增长率	62.50%	11.27%	2.09%	32.40%	15.80%	15.57%
经营活动现金净流	0	0	101	217	85	112	总资产增长率	32.80%	47.40%	30.58%	26.37%	16.34%	7.99%
资本开支	-67	-161	-23	-138	-114	-15	资产管理能力						
投资	1	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	5.3	7.0	9.8	10.0	12.0	14.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	172.9	177.0	160.2	160.0	165.0	170.0
投资活动现金净流	-66	-161	-23	-139	-114	-15	应付账款周转天数	50.6	44.5	36.8	42.0	40.0	38.0
股权募资	0	0	440	0	0	0	固定资产周转天数	130.1	132.7	111.2	116.6	156.2	137.3
债权募资	-9	101	-172	-13	75	-30	偿债能力						
其他	-9	-11	-73	0	-26	-27	净负债/股东权益	22.67%	48.06%	-37.76%	-43.77%	-33.59%	-36.95%
筹资活动现金净流	-18	90	194	-13	49	-57	EBIT利息保障倍数	17.0	16.7	56.2	-40.7	-99.4	-444.0
现金净流量	-84	-71	272	64	20	40	资产负债率	53.76%	58.19%	14.82%	26.12%	29.78%	27.52%

来源：公司年报、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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	4	5	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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。

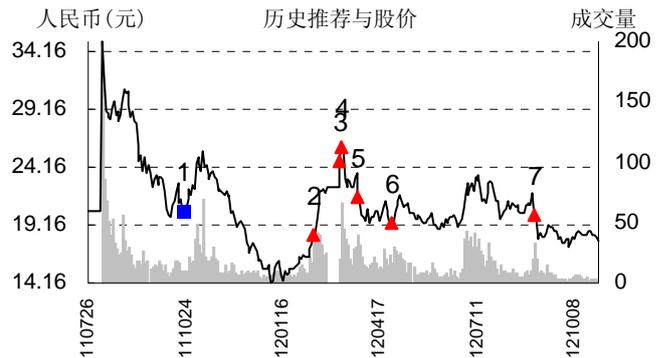
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

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	中性	20.44	18.00 ~ 20.00
2 2012-02-16	增持	18.36	20.40 ~ 20.40
3 2012-03-09	增持	24.72	N/A
4 2012-03-12	增持	25.91	N/A
5 2012-03-26	增持	21.61	N/A
6 2012-04-26	增持	19.35	N/A
7 2012-08-28	增持	19.93	N/A

来源：国金证券研究所



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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