研究所
证券分析师：刘金沪　S0350510120005
0755-83704943　liujh01@ghzq.com.cn
联系人：崔励
0771-5539092　cuil01@ghzq.com.cn
实习生：陆恺

步步为营，不断突破的扑克牌行业龙头

——姚记扑克(002605)深度研究报告

投资要点：

- **扑克牌群众基础广泛，市场前景广阔**　扑克牌在我国有着庞大的消费群体，据统计：全国人均扑克牌的年消费量约为 3 副。预计至 2015 年，国内扑克牌市场年销量将由 2009 年的 38 亿副上升至年 70 亿副。随着国民生活水平的提高，对扑克牌的品质也有了更高的要求，消费者越来越倾向于高端扑克的购买。而高端扑克的生产要求厂商必须有相应的资金实力和专业化水准，以及相关专用固定资产和原材料的购置，这必然导致一批非专业化的民营企业被淘汰出局，行业集中度有待提高，利润空间有望上升。

- **姚记扑克是颇有潜力的扑克牌行业龙头**　公司对品牌建设有强烈的意识，积极冠名国内大型体育赛事，通过网络选拔等方式在全国较大省市定期举办“姚记扑克大赛”，树立了良好的品牌形象。庞大的营销网络是其发展成功的最大法宝，如今，姚记扑克又通过开拓互联网领域，以期实现新的盈利增长点。主要原材料白卡纸价格自去年起开始下跌，目前正处于相对低位，公司 2012 年业绩增长确定。

- **毛利率上升趋势未改，IPO 修补产能短板**　公司 2012-14 年的总体情况将是“毛利率上升”与“募投产能建成并达产”两者之间“你方唱罢我登场”的局面，从净利润的角度看，公司未来三年保持 25%的复合增长是大概率事件。由于主要原材料“晨鸣白卡”的价格持续走低，公司今年三季度产品毛利率同比上升六个百分点，从原材料储备情况看，该趋势维持至 2013 年二季度末是大概率事件。此外，公司上市后预计用 2 年时间建成年产 6 亿副扑克的生产基地（即 2013 年下半年完工，2014 年达产），这将使公司扑克产能提高到 13 亿副，从而弥补未来三年原材料价格上涨带来的业绩下滑风险。

- **估值及投资建议**　2012-14 年 EPS 分别为 1.05 元、1.28 元和 1.57 元，对应 PE 为 17 倍、14 倍和 11 倍，考虑到公司是全国扑克牌细分市场的代表性企业和当之无愧的龙头，优质资产注入、渠道进一步整合，募投项目顺利进行等利好将促使公司营收规模和盈利能力快速提升，未来两年业绩成长的动力和弹性充足，市场开拓得当的话有超预期的可能，首次给予“增持”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	655	681	785	1,011
增长率(%)	16%	4%	15%	29%
净利润（百万元）	73	99	120	147
增长率(%)	2%	36%	21%	23%
摊薄每股收益（元）	0.78	1.05	1.28	1.57
ROE(%)	9.6%	12.5%	14.5%	16.8%

目　　录

1、扑克行业概况：群众基础广泛，龙头公司前景广阔 3
1.1、中国已成为世界最大的扑克牌生产和消费国 3
1.2、高端扑克代替一般扑克已是行业趋势 4
1.3、市场竞争激烈，行业集中度有待提高 5
2、姚记扑克：颇有潜力的扑克牌行业龙头 6
2.1、强大的营销网络是公司最大的核心优势 6
2.2、上海姚记销售有限公司成立，渠道整合进一步提升公司竞争力 7
2.3、网络业务开拓有望带来新的业绩增长点 7
2.4、原材料价格下跌，毛利率明显提升 8
2.5、研发实力雄厚，建立技术壁垒 9
3、IPO 修补产能短板，公司得到全方位显著提升 10
4、财务分析：结构日趋稳健，盈利稳中有升 10
4.1、盈利能力：主要盈利和运营财务指标尚可 10
4.2、运营能力：运营效率得到逐步改善 11
5、盈利预测：12-14 年 EPS 分别为 1.05、1.28 和 1.57 元 12
6、估值 13
6.1、绝对价值评估 20~21 元 13
6.2、相对价值评估 19~27 元 14
7、风险提示 15

1、扑克行业概况：群众基础广泛，龙头公司前景广阔

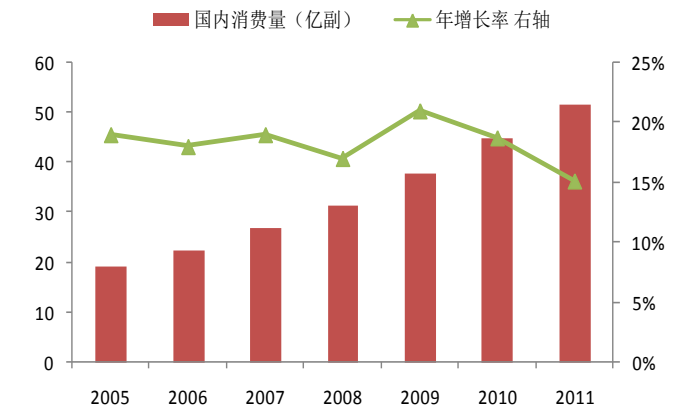
作为享受闲暇、联络感情的工具，扑克牌以其特有的简朴魅力、独特的国际性通用语言，得到不同地区、不同阶层人民的广泛喜爱。扑克的制造工艺相对简单，进入门槛并不高，加之消费者广泛分布在全国各地，这就导致在初期大量的厂商进入并过度竞争，削薄利润。

但随着居民收入水平的提升和消费升级的深入，消费者对优质品牌扑克的需求逐渐上升。以姚记扑克为代表的民族领军企业有望顺应该趋势，通过产品升级逐步提升产品单价和产业集中度，行业格局从而有望优化，龙头公司将持续分享产能吸收充分的市场成长和集中度提升带来的红利。

1.1、中国已成为世界最大的扑克牌生产和消费国

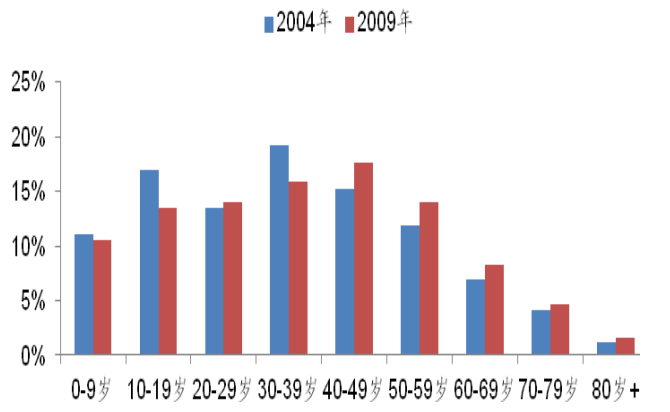
从上世纪的 1931 年，我国出品第一幅扑克牌至今，扑克牌行业已走过了整整 80 个春秋。截止 2010 年，中国已成为世界最大的扑克牌生产国及消费国。我国所生产的扑克牌以国内消化为主，以 2009 年为例，国内扑克销量约占国产扑克牌生产总量的 85%。2004—2009 年，国内扑克牌销售量由 16 亿副增至约 38 亿副，年复合增长率达 18.8%。

图 1、国内扑克牌消费量 6 年增长 150%



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

图 2、我国 40 至 80 岁中老年群体比例上升趋势确定



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

根据中国文教体育用品协会在 2011 年 3 月发表的《中国扑克牌行业发展现状及动态》预测，至 2015 年，国内扑克牌市场年消费量将由 2009 年的 38 亿副上升至年 70 亿副，年复合增长率达 13%。由于我国人均收入不断增长，消费者对扑克牌的更新频率加快，老人休闲娱乐时间会更多，加之我国人口增长及人口老龄化趋势确定，扑克牌需求总量未来仍有巨大的增长空间，2012 年国内市场估计已超过 50 亿副。

在我国城市及乡镇农村，扑克牌活动的参与程度较高，约占九成。其中七成参与者表示会购买扑克牌。在购买者中，年均购买次数超过 2 次以上，而年均购买量则超过 4 副。全国人均扑克牌的年消费量约为 3 副。

表 1、扑克牌市场消费者抽样调研（2009 年）

消费区域	调查时间	参与率	购买率	购买次数	购买量
城市	国庆长假	61%	23%	——	——
	过去一年	89%	71%	2.8	5.8
乡镇农村	国庆长假	78%	29%	——	——
	过去一年	93%	68%	2.3	4.8

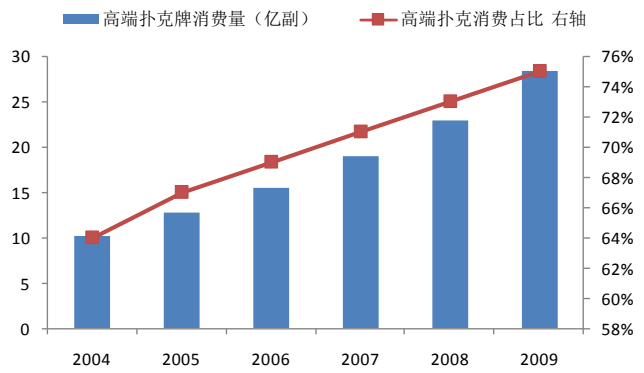
资料来源：中国文教体育用品协会网站《中国扑克牌行业发展现状及动态》（2011 年 3 月）

相对于下游消费需求，解决产能问题更为紧迫，我们认为，虽然由于基数高及经济增速下滑等原因，后期扑克消费增速将相对放缓，但随着国民生活水平的提高和扑克牌玩法的不断创新，行业仍然具备持续的增长动力。

1.2、高端扑克代替一般扑克已是行业趋势

按原材料和生产工艺的不同，扑克牌生产可分为高端扑克与一般扑克两大类。一般扑克价格低廉，而高端扑克在图案印刷、挺度、弹性、滑度、耐折度、层间结合强度、耐用性、不透光性等各个方面都具有明显的优势。早前，因为很多厂商都是从其他印刷行业转行过来或是兼营生产扑克的非专业化民营企业，因此生产一般扑克的比较多，随着消费升级，由于品质、使用手感、耐用度、环保等方面与高端扑克差距明显，一般扑克已越来越不适应市场，出现产能过剩，而高端扑克却是供不应求，2004—2009 年，高端扑克消费量占市场总量比例逐步提高，从 64%升至 75%。年均提升 2%。我们认为，高端扑克已是行业发展的必然趋势，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%—95%左右。

图 3、高端扑克牌消费占比激增，提高产能、占领市场是关键



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

1.3、品牌建设成为国内扑克牌生产企业未来决胜关键

高端扑克牌生产过程需要专业生产设备及原材料的支持，如扑克牌专业用纸，专用油墨，专业印刷设备及专用上光技术，并需要配备专业技术人员及研发团队，而这些意味着大资本的投入，因此，我们认为在高端扑克牌趋势下，行业将进行一次集中整合，小企业将被淘汰或兼并，过度竞争将减弱，厂商的定价能力增强，做强做大的品牌企业，可以获得品牌溢价。

2006 年 4 月，国家体育总局社体中心将升级扑克运动列为在全国推广和发展的社会体育项目，经国家体育总局主管部门批复，该项目已开始在全国试行发展。从行业政策看，扑克牌作为社会体育项目，未来的发展得到国家体育总局的支持和推广，普及率和参与度将继续提高，因此未来市场需求水平亦得到有力保障。

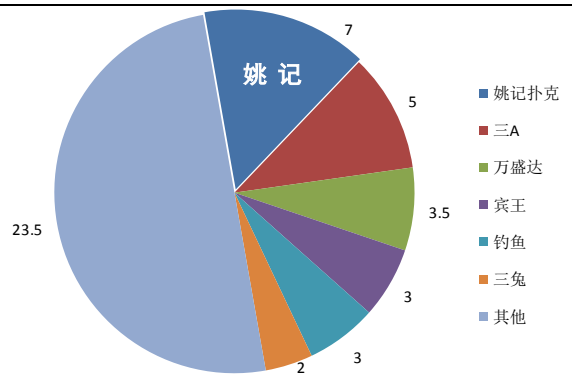
在发达国家，优秀的文教体育用品企业始终坚持自主品牌的建设，以此不断提高产品质量、细分品牌、提升品牌价值及客户忠诚度。这使得在像美国拉斯维加斯的地方，虽然中国扑克牌的质量与国外品牌相同，但售价明显低于具有百年扑克生产历史的美国蜜蜂牌。未来，随着国内扑克牌品牌形象的提升，国内扑克牌企业也将因其品牌认知度获得更高的溢价。品牌建设已成为国内扑克牌生产企业未来发展的关键。

1.3、市场竞争激烈，行业集中度有待提高

由于一般扑克牌行业进入壁垒较低，大量由印刷类企业或兼营的相关公司从事扑克牌生产，目前约有 100 多家厂商，集中在长三角区域。过多的非专业化生产企业导致低水平市场竞争激烈，主要体现为价格战。随着消费者收入水平提高，价格优势会渐渐消退，人们会更趋向于购买高端扑克，行业格局由此趋向集中。

在竞争中，依托产品研发和销售网络的建设，业内已涌现出一批行业知名品牌，主要为姚记、宾王、钓鱼、三 A、三兔、万盛达等 6 大品牌。2009 年六个品牌国内市场占有率约为 50%，占据国内扑克市场的半壁江山，而作为行业龙头的姚记扑克 2009 年市场占有率为 14%，产销量位列行业第一。

图 4、公司扑克产能业内领先（亿副）



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

从整个扑克牌市场来看，CR6 约为 50%，根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准，扑克牌产业市场结构大致为低集中寡占型，这与我们推测的行业将从分散走向集中整合的趋势相符。

2、姚记扑克：颇有潜力的扑克牌行业龙头

“小商品，大乾坤”，姚记扑克作为扑克行业第一股于 2011 年 8 月 5 日在深交所中小板成功上市，这对于继续增强公司综合竞争力，实现公司由民族品牌向国际品牌提升的战略目标具有深远的意义。

公司的主营业务是各类扑克牌的设计、生产和销售，目前姚记扑克涵盖 40 多种花型的产品，以高端扑克牌为主，其在行业内已处于龙头地位。公司采用全自动生产线结合自主研发的部分核心设备，使用高端扑克牌专用纸张，专业上光技术和环保油墨，生产出具有光泽亮、弹性好、材质佳、耐折性优、光滑度高、手感细腻等特点的高品质扑克牌产品。公司主要采用传统的经销商分销方式，通过各级经销商实现产品的快速销售，目前销售网络已覆盖黑龙江、辽宁、吉林、四川、重庆、江苏等二十多个省市。2010 年公司的扑克牌产量已排名行业第一。

2.1、强大的营销网络是公司最大的核心优势

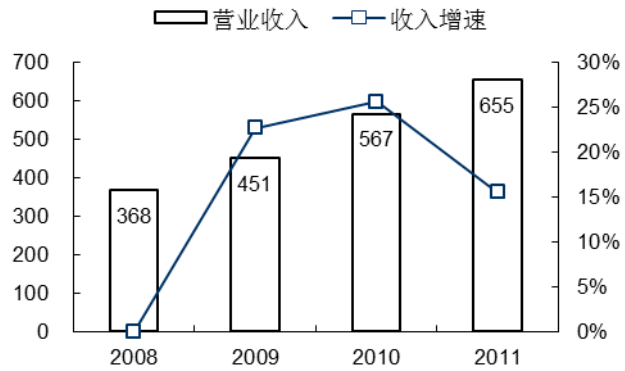
扑克牌作为个人快速消费品，具有受众群体大，客户群分散的特点，只有销售渠道足够渗透到社区棋牌室、街道杂货店、各类集市大卖场，才会带来销量的实质性增加，故公司采用传统大经销商区域化管理模式，已建立了成熟的全国性销售网络，和一级经销商采取“买断式销售”模式，并限定一级经销商只能销售姚记扑克，另外公司还采取“款到发货”的销售模式保障货款安全。2008—2010 年，公司一级经销商数量分别为 75 家，88 家以及 91 家，二级经销商总数达到 458 家，基本形成覆盖全国的营销网络。随着公司市场区域的拓展，以及上市后很多公司都是慕名前来合作，经销商数量在不断增加。

2011 年，在公司销售团队的努力下，东北、西南、广东、北京等几大市场的销售业绩都取得了一定程度的增长，特别是湖南市场，增幅在 30%以上，成为过去一年中增长最快的区域，华南市场也实现了逐步向江浙等周边地区的渗透，拓展态势良好；新疆、福建、山东、贵州、安徽、湖北等地的市场也有进一步增长，山西省、江西省、陕西省的市场份额也在进一步的扩大。同时公司加大了开发新市场、发展新客户方面的投入，陆续开拓了广西省、海南省、河南省的周口市、商丘市、信阳地区等市场，为募投项目产能的陆续释放打下了良好的基础。

公司扑克牌近年来销售业绩一直较好，产销率维持在 96%以上水平。2008—2011 年扑克销量分别为 4.1 亿副、5.3 亿副、6.7 亿副和 6.7 副，CAGR 为 18.02%；营业收入从 3.68 亿元增长到 6.55 亿元，CAGR 为 21.23%，11 年增速 15.6%，较前两年放缓，原因是受四川等销售强势地区发生水灾影响，1H11 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%，拉动全年销售收入增速至 15.6%，符合预期；归属母公司的净利润从 3930 万元增至 7254 万元，CAGR 为 22.67%。

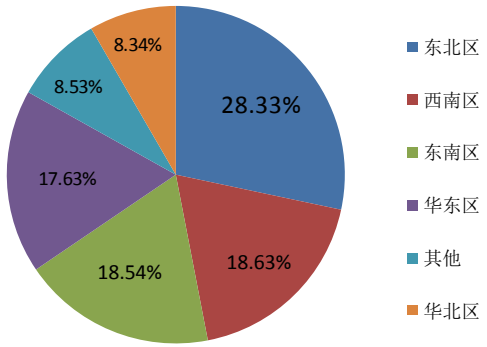
1Q12 公司的销售费用增加了 225 万，同比增长了 184%，这是因为公司增加广告宣传费所致，进一步提高品牌知名度，为后续产能的释放打下基础。

图 5、姚记扑克营业收入增速有所放缓



资料来源：同花顺 iFinD、国海证券研究所

图 6、东北及南部地区是公司营收主要来源



资料来源：同花顺 iFinD、国海证券研究所

2.2、上海姚记销售有限公司成立，渠道整合进一步提升公司竞争力

2012 年 3 月 29 日，公司发布与一级经销商合作设立上海姚记销售有限公司公告，公司占 40%股权，但为实际控制人，因此合并报表。此次销售模式的改革可以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，共拓市场，从而保证产能扩张后，销售得以顺利实现。

2.3、网络业务开拓有望带来新的业绩增长点

公司立足于扑克牌生产销售的稳健发展，同时，努力开拓相关的衍生产品和行业，比如，姚记和联众网络的合作就是一种对于线下棋牌和线上休闲类游戏互动的探索。此次合作由姚记扑克和北京联众电脑技术有限责任公司（以下简称“北京联众”）共同出资 200 万元设立姚联互动娱乐有限公司，其中姚记扑克持有 49%的股权，北京联众持股 51%。 北京联众作为网络棋牌类游戏的先行者，具有强大的研发能力和运营能力，其是国内最早开发棋牌类网游的网络服务商，也是目前国内棋牌种类最丰富的棋牌游戏平台，拥有近 2 亿注册用户，而姚记作为最大的传统扑克牌生产商，年销售扑克牌近 7 亿副，其深入二三级市场和中西部地区的庞大用户群是吸引电商的最关键因素。姚记和北京联众的合作可以理解为强强联合。根据与北京联众的合作内容，姚记将利用扑克的第 55 张牌、牌盒和扑克牌本身的广告位，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”，两年将投入不少于 2 亿副扑克用于宣传。姚记扑克总经理姚朔斌表示，公司希望此类新增业务产生的收益在未来 4-5 年内能超过实体扑克的收益。合资公司明年的营收有望达到 6000 万元。我们认为，通过进入网络棋牌游戏领域，不但不会削弱主营业务，反而可以对冲扑克牌实体销售受到的网络冲击。姚记扑克也能因此从营业模式单一的扑克生产企业，拓展到棋牌类平台游戏领域。此次合作方式是给客户提供增值服务，不会让客户感到广告的骚扰，即使实施后发现

用户反感这种方式，公司可以考虑停止合作，由于合作投入的成本极其有限，因此不会影响传统业务的发展。如果合作成功，公司可获得现金分成增厚业绩，因此我们认为，本次合作对公司是利好。

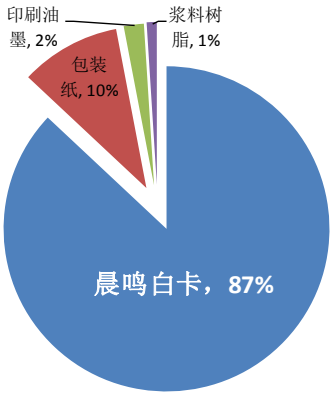
公司在今年的 3 月 8 日与 91 移动签署了合作备忘录，同意将扑克牌相关广告资源作为 91 移动的移动互联网应用服务的发布渠道，对合作业务进行推广和宣传。91 移动是专注于移动互联网领域的移动应用软件和手机游戏的开发和运营业务的移动互联网企业，拥有 91 手机助手、安卓市场等基于移动互联网领域 91 系列移动互联网品牌产品，为网龙网络有限公司(00777.HK)控股子公司。此类合作有望打破原有的传统盈利模式，进军网络游戏领域分享收益，同时增加广告等文化产业业务，为公司带来新的利润增长点。从而提高公司的估值。

数据显示，网络应用的多样化并未影响扑克行业的发展，至 2010 年，我国网民参与网络游戏规模超 3 亿，较 2007 年增长了 2.5 倍，而扑克消费仍然保持平均 18.8%的复合增长率。

2.4、原材料价格下跌，毛利率明显提升

公司的原材料为生产扑克牌产品所需的扑克牌专用纸、包装用纸、印刷油墨、浆料树脂及其他材料。其中，扑克牌专用纸是最主要的生产原材料。本公司的扑克牌专用纸由晨鸣纸业供应，质量相对于其他几大竞争对手是最好的。晨鸣纸业作为在中国境内及中国香港同时上市的行业著名企业，造纸经验丰富，供应能力稳定，能够满足公司纸张的采购需要。公司掌握高品质扑克牌生产所需的扑克牌专用纸应具备的纸张规格，通过与晨鸣纸业长期合作，双方关系良好、购销稳定，双方签订的购销合同中具有排他性条款，约定晨鸣纸业生产的扑克牌卡纸产品在合同期内不得销售给其他用户。中国作为造纸大国，国内拥有先进工艺技术的大型造纸企业数量众多，在公司提供扑克牌专用纸纸张规格的基础上，该类纸张的生产供应不受特定厂商限制。若公司与晨鸣纸业现时合同所约定的合作关系终止，公司更换新的纸张供应商虽不存在障碍，但仍需付出一定的时间成本，因此公司仍然存在主要原材料、及原材料供应商相对单一的风险。

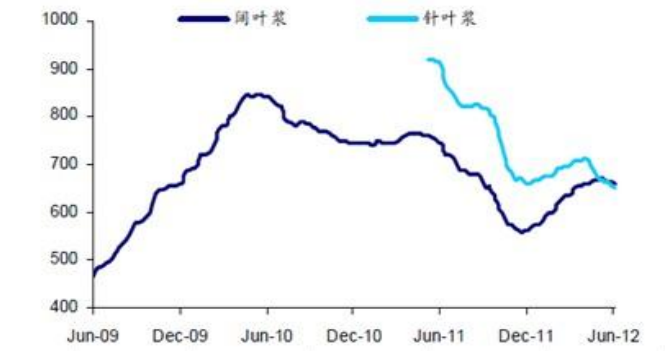
图 7、白卡纸占公司原材料成本比例超过 85%



资料来源：公司公告、国海证券研究所

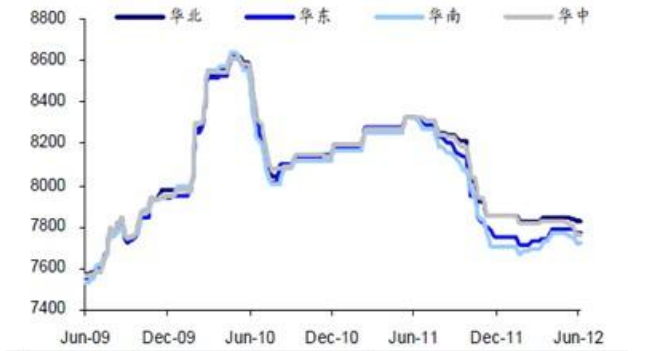
扑克牌专用白卡纸主要原材料为木浆，因此国际木浆价格的波动会通过扑克牌专用纸的价格浮动间接传导至扑克牌行业。目前各类木浆价格均维持在 4600 元/吨左右，与 2011 年平均价格 6200 元/吨相比出现了大幅回调；为规避原材料价格反弹带来的成本上升风险，确保中长期毛利率受益于木浆价格的走低，公司在成本下降时大量进行的战略性纸张采购，提前锁定利润。未来两年，在产能高速扩张的大背景下，即使晨鸣白卡价格将于经济企稳后有所反弹，公司利润仍将维持平稳增长。

图 8、纸浆价格指数有回落趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 9、白卡纸均价下调



资料来源：纸业联讯、国海证券研究所

由于扑克用纸必须经过至少 3 个月的改性，才能够投产使用，因此虽然纸价从 11 年 9 月才开始下跌，但不能充分体现在 11 年公司年报中，导致报表毛利率小幅低于预期。但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，因此这一优势将在到来的中报显现，拉动毛利率快速提升。我们认为，晨鸣白卡的价格明年上半年将继续维持低位震荡态势，公司 2013 年 1-6 月毛利率有望进一步提升。

2.5、研发实力雄厚，建立技术壁垒

公司具有领先的创新、设计开发能力。公司研发的扑克牌加工专用自动上光机（YD-950×4）于 2008 年获得了中国轻工业联合会科学技术进步二等奖。该上光机对上光干燥效率、保温效果进行较大改进，有效控制产品变形等问题，产品质量得以提高。公司 2009 年开始实施高新技术印刷系统更新升级项目，从德国引进国际先进的海德堡印刷机，有效地提高了生产效率并降低单位能耗。

公司掌握“上下分层输送纸方式”技术，能在生产过程中实现纸张连续且分上、下层交替输送，提高生产效率。公司掌握“纸张分切后的有序收集方式”技术，能保证分切后纸张的前后次序不变，缓解工人配牌的劳动强度，减少收集过程中扑克牌丢失的发生。一张印有各种花色的大“扑克”牌从机器中出来，迅速被切割成许多张，同时边料也被自动切除。姚记扑克总经理姚朔斌指着被切下来的环形细长边料说，“这在全世界已经达到最细，所以最大限度地节约了纸张，一张纸正好可以切成两副扑克牌。”边线光滑的扑克被迅速地叠在一起，在机器的运作下，套上外包装，然后装箱。整个流程均为机器操作，工人只需要操作机器即可。我们认为，强大的研发实力和高效的生产线是公司可持续发展的内生动力。

3、IPO 修补产能短板，公司得到全方位显著提升

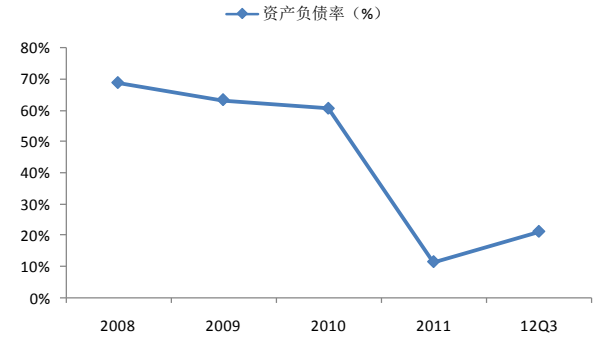
姚记扑克产品竞争力较强，在上市前产量已位居国内扑克行业首位。之前生产规模受到产业瓶颈的限制，无法完全满足市场的需要，上市后该问题成功得到了解决，而且公司将有能力进一步扩大产品市场份额。

此次 IPO 共向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）股票 2,350 万股，发行价为每股人民币 21 元，共计募集资金 49,350 万元，扣除发行费用后募集资金净额为 43,963.85 万元。此次募集资金主要用于投入年产 6 亿副扑克牌的生产基地建设项目，项目达到预定可使用状态的日期是 2013 年 8 月。截止 2011 年末，项目已投入金额 11090.45 万元，投资进度为 30.58%。

同时，公司使用全部超募资金 7700.85 万元偿还了银行贷款，使用闲置募集资金暂时补充流动资金，财务费用因此大幅减少，业绩也得到增长。

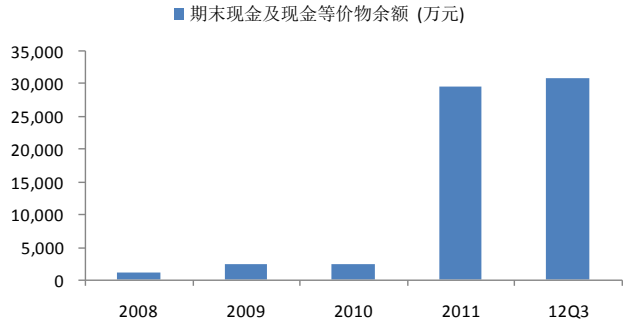
当募投项目达产后，将面临一个产能消化风险。我们认为，由于国内扑克牌市场年消费量将由 2009 年的 38 亿副上升至年 70 亿副，加之一家扑克牌企业产销量的关键在于其营销网络，而这正是姚记扑克的最主要的优势，这种优势在姚记销售成立后得到了进一步的巩固，而且公司产品为高端扑克牌，一直就是行业发展趋势，因此产能消化不是问题。问题在于产能消化后，公司同样又面临业绩增长出现真空期的问题，而就目前形势来看，公司和北京联众、91 移动等企业的合作正是对解决该类问题的尝试，如果成功，将成为公司新的业绩增长点。

图 10、上市融资使公司资产负债率显著下行



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11、上市后，公司手头现金充足



资料来源：同花顺 iFinD、国海证券研究所

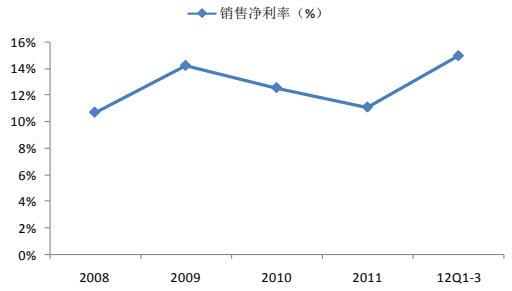
4、财务分析：结构日趋稳健，盈利稳中有升

4.1、盈利能力：主要盈利和运营财务指标尚可

整体毛利率表现尚可，销售费用率逐步提升，但总体费用率有所下降。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%，预测年报净利润同比增长幅度约为 40%。

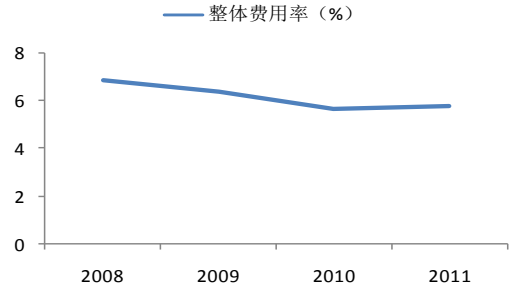
近年来，公司盈利能力保持稳定，净利率稳中有升；上市后，资产负债率从 08 年的 68.7%下降到 11 年的 11.3%，一举步入稳健阶段。资本结构的优化将提高股东收益。

图 12、公司 1-3 季度净利率创新高



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13、公司整体费用率呈现下降趋势

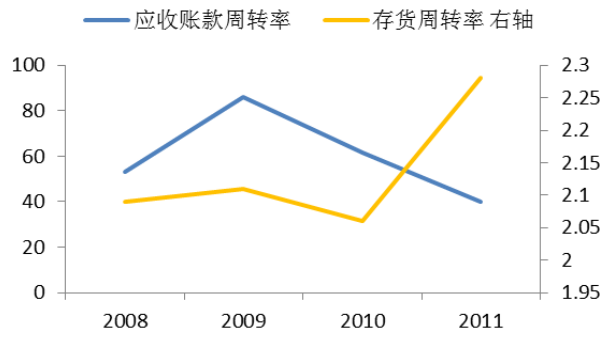


资料来源：WIND、国海证券研究所

4.2、运营能力：运营效率得到逐步改善

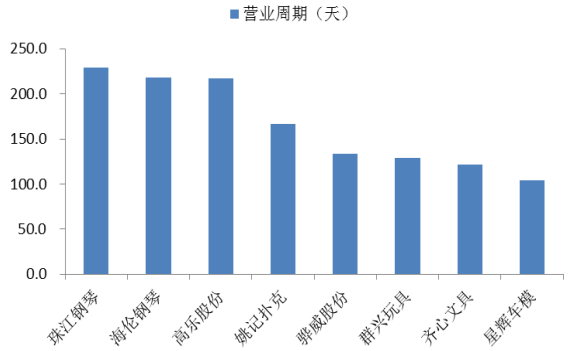
公司存货周转速度稳健；应收账款周转速度虽下降较快，但周转率仍很快，我们把这种下降理解为销售渠道扩张和维系的有效手段。营运效率逐步改善。

图 14、公司运营效率呈现逐年提升态势



资料来源：WIND、国海证券研究所

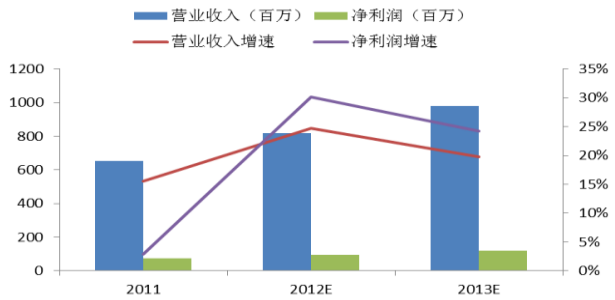
图 15、运营能力较文娱用品行业上市公司略有优势



资料来源：WIND、国海证券研究所

扣除所得税影响后，我们预计公司 12-13 年归属母公司净利润为 9900 万和 12000 万，对应 EPS 分别为 1.05 元和 1.28 元。

图 16、预计公司净利润 12-13 年复合增长 25%以上



资料来源：公司公告、国海证券研究所

5、盈利预测：12、13 年 EPS 分别为 1.05、1.28 元

2012 年全年净利润同比变动幅度的预计范围:归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为:20%～50%,业绩变动的原因说明:受我国宏观经济状况的影响,扑克牌行业的市场呈平稳增长态势,公司经营业绩继续保持 20%-50%的增长,预期公司业务仍将维持稳定增长态势。

盈利预测主要假设:

1. 公司扑克牌主业增速 25%，与 2011 年相比有所提升；净利率由于原材料均价下降和渠道的开拓增速从 2%大幅增至 31%；

2. 政府税收和补贴政策保持稳定。

预计 2012、2013 年每股收益分别为 1.05、1.28 元

表 2、盈利预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	655	681	785	1,011
增长率(%)	16%	4%	15%	29%
净利润（百万元）	73	99	120	147
增长率(%)	2%	36%	21%	23%
摊薄每股收益（元）	0.78	1.05	1.28	1.57
ROE(%)	9.6%	12.5%	14.5%	16.8%

资料来源：国海证券研究所

6、估值

6.1、绝对价值评估 20~21 元

DDM 法：每股 21.25 元

表 3、DDM 估值

DDM估值模型							
测算年度	2012						人民币百万元
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		50%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	7	15%	50%				
永续阶段		3%	70%				
折现率							
无风险收益率	3.0%						
风险溢价	8.0%						
β系数	1						
风险折现率	11.00%						
三阶段模型							
第一阶段	2012	2013	2014				
净利润	98.53	119.53	147.14				
股息	49.27	59.77	73.57				
折现值	49.27	53.84	59.71				
小计	162.82						
第二阶段	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	169.21	194.59	223.78	257.34	295.94	340.34	391.39
股息	84.60	97.29	111.89	128.67	147.97	170.17	195.69
折现值	61.86	64.09	66.40	68.79	71.27	73.84	76.50
小计	482.76						
永续阶段	2022	2023...					
净利润	403.13						
股息	282.19						
折现值	99.38	1242.28					
小计	1341.67						
总计	1987.24						
每股（元）	21.25						

资料来源：国海证券研究所

FCFF 估值法：每股 20.01 元

表 4、FCFF 估值

FCFF估值模型					
测算年度	2012				
Assum					
贝塔β	1.00	股权资本成本Ke	17.0%	适用税率	25.0%
无风险利率	3.0%	债务成本Kd	5.6%		
市场预期收益率	10.00%	债务比率D/（D+E）	1%	WACC值	16.9%

第一阶段	2012E	2013E	2014E
EBIT	126.63	156.87	193.73
息税后利润NOPLAT	94.98	117.66	145.30
折旧与摊销	28.65	28.66	32.79
营业现金毛流量	123.63	146.31	178.09
追加营运资本	-59.53	-10.36	-0.39
资本支出	-0.05	-50.05	-35.04
减值准备	-0.13	-0.13	-0.13
FCF	183.08	206.59	213.39
APV	183.08	176.68	156.06

第二阶段			
期初FCF	213.39	中期年限	7
FCF增长率	5.00%	实际增长率	-10.20%

永续阶段			
期初FCF	300.26		
FCF增长率	3%	实际增长率	-11.91%

第一阶段		
SubTotal PV	515.82	
第二阶段		
SubTotal PV	719.94	
永续阶段		
SubTotal PV	635.09	

Total PV	1870.85	备注
发行在外股份数	93.50	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值
每股价值	20.01	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股

资料来源：国海证券研究所

6.2、相对价值评估 19~26 元

PE 法：综合文娱用品和包装印刷两行业，19~27 元

参考 2012 年 11 月 15 日收盘价 17.88 元，对应 2012-2014 年动态市盈率分别为 17、14 和 11 倍。作为典型的消费品，我国文娱用品行业对 CS 非银行石油石化（结构）长期存在着 1.5~2.0 的 PE 估值溢价，考虑到姚记扑克虽然被归属于文娱用品，但就其业务属性来看更偏向于包装印刷行业，而我国包装印刷行业相对于 CS 非银行石油石化（结构）长期存在着 1~1.5 倍左右的 PE 估值溢价。依据整体法计算，目前 CS 非银行石油石化（剔除负值）11 年 PE 和 12~13 年的动态 PE 分别为 18.9/15.2/12.4，2012~13 年文娱用品行业的 PE 估值倍数分别为 1.76、1.70 倍，包装印刷行业的 PE 估值倍数分别为 1.04、1.0 倍，均位于各自行业长期估值溢价区间之内。

综合文娱用品和包装印刷两行业的长期估值溢价，以 1.25~1.75 倍计算，2012 年公司可享 19~26 倍 PE 估值，对应的合理价值为 19.95~27.30 元，因此，我们

认为公司当前估值安全合理，首次给予“增持”评级。

7、风险提示

1、网络游戏用户转化率低于预期，消费者对新业务反感，从而向网络领域的进军受阻；

2、欧债危机还没有得以有效解决，国际形势的不确定性影响纸张价格的不确定性，虽然今年纸张成本已基本锁定，但如果纸张持续上涨，必将在后期的购买中拖累盈利能力；

3、原材料及原材料供应商单一风险：公司成本相对纸浆及白卡纸价格较为敏感，两者的剧烈波动将对公司毛利率有较大程度影响；公司更换其他供应商，产生的时间成本；

4、网络扑克游戏替代传统实体扑克活动的风险：虽然实体扑克能给客户带来更多的真实体验，并且能促进感情联络，但网络扑克毕竟增加了客户的选择面，从而必将吸引走一部分实体扑克客户，公司向网络领域的进军也正是为了对冲这部分风险，但成效还有待观察。

表 5、财务预测与估值

证券代码：	002605.sz	股票价格：	17.88	投资评级：	增持	日期：	2012/11/15

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力				
ROE	10%	12%	14%	17%
毛利率	20%	24%	25%	24%
期间费率	6%	4%	4%	4%
销售净利率	11%	14%	15%	15%
成长能力				
收入增长率	16%	4%	15%	29%
利润增长率	2%	36%	21%	23%
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.74	0.82	0.98
应收账款周转率	34.18	34.18	34.18	34.18
存货周转率	2.52	3.84	4.87	5.62
偿债能力				
资产负债率	15%	14%	14%	15%
流动比	4.01	4.25	4.35	4.03
速动比	2.44	3.17	3.41	3.16

每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
EPS	0.78	1.05	1.28	1.57
BVPS	8.09	8.43	8.84	9.35
估值				
P/E	23.04	16.97	13.99	11.36
P/B	2.21	2.12	2.02	1.91
P/S	2.55	2.46	2.13	1.65

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	296	379	426	473
应收款项	19	20	23	30
存货净额	207	136	122	138
其他流动资产	7	0	(5)	(7)
流动资产合计	**529**	**535**	**565**	**633**
固定资产	199	200	250	285
在建工程	72	92	62	42
无形资产及其他	87	87	78	70
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**889**	**915**	**957**	**1031**
短期借款	10	10	10	10
应付款项	65	58	58	76
预收帐款	27	28	33	42
其他流动负债	29	29	29	29
流动负债合计	**132**	**126**	**130**	**157**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**132**	**126**	**130**	**157**
股本	94	94	94	94
股东权益	757	788	827	874
负债和股东权益总计	**889**	**914**	**957**	**1031**

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**655**	**681**	**785**	**1011**
营业成本	521	520	591	770
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	9	7	7	10
管理费用	27	25	27	34
财务费用	2	(4)	(2)	(2)
其他费用/（-收入）	0	0	0	0
营业利润	**94**	**131**	**159**	**196**
营业外净收支	4	2	2	2
利润总额	**98**	**133**	**161**	**198**
所得税费用	25	34	41	51
净利润	73	99	120	147
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**73**	**99**	**120**	**147**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**101**	**210**	**160**	**132**
净利润	73	99	120	147
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	27	29	29	33
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	1	83	12	(48)
投资活动现金流	**(23)**	**(20)**	**(61)**	**(41)**
资本支出	7	(0)	(50)	(35)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	**5**	**(67)**	**(81)**	**(100)**
债务融资	(172)	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	226	0	0	0
现金净增加额	**83**	**123**	**18**	**(9)**

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。感谢实习生刘江对本报告的贡献。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓 名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
胡 建	010-88576898-832	13693335969	huj03@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓 名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn