

姚记扑克 (002605.SZ) 文化用品与娱乐行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

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

投资中国杂技团，继续进军文化产业

事件

姚记扑克于 2012 年 12 月 24 日与北京演艺集团有限公司（京演集团）、中国银泰投资有限公司（银泰投资）签订《中国杂技团有限公司增资意向书》，拟以现金向中国杂技团有限公司（中杂公司）增资，增资完成后将持有中杂公司 30% 股权。

评论

中杂公司具有较高杂技水平，但市场化程度低：中杂公司前身为成立于 1950 年的中华杂技团，1953 年更名为中国杂技团，2006 年转企改制为中杂公司。原股权结构为北京市政府直属的国有独资公司——京演集团持股 85.36%，银泰投资持股 14.64%。中杂公司成立以来，先后在国内外比赛中获得 48 项金奖、5 项荣誉奖（截止 2010 年），同时经常参与国家和北京市的对外文化交流活动，具有很高的技术水平和行业地位。但是公司长期处于国资体系中，市场化运作较弱，收入规模偏小。2011 年，中杂公司营业收入为 2351 万元，净利润 402 万元，今年前三季度营业收入为 1575 万元，净利润 888 万元。相比之下，市场化运作较好的上海杂技团每年票房收入可达 6500 万元以上。

民营资本进入或可提高中杂公司市场化程度，增强盈利能力：2012 年 7 月，文化部下发了《关于鼓励和引导民间资本进入文化领域的实施意见》，鼓励民间资本投资演艺、娱乐等文化产业，因此中杂公司希望借此机会引入民营资本，提高市场化程度。若本次合作顺利达成，姚记扑克计划加强中杂公司的市场营销，帮助其打造融杂技、舞蹈、音乐、戏剧、魔术、多媒体技术于一体的演出，以拓展业务，增强盈利能力。同时，扑克是一种重要的杂技和魔术道具，公司希望将杂技魔术作为品牌传播的载体，通过冠名演出的方式进行宣传。本次具体投资额度尚未确定，预计将用权益法核算。

风险因素：作为民营企业，姚记扑克缺乏和体制内企业合作的经验，可能发生沟通不畅；姚记扑克在商业演出领域的经验和人脉较为薄弱；目前双方仅达成初步意向，后续存在合作中止的风险。

盈利预测

传统业务：由于产能限制，公司今年的收入增速较为有限，明年有望加快，但是今年原材料价格下降幅度超过预期，根据国金轻工研究员观点，明年纸价有望保持低位运行，后年可能小幅回升；因此我们下调公司今年收入预测 3.5%，上调毛利率 1 个百分点，并小幅上调盈利预测 2.2%：预计 2012-2014 年公司营业收入为 6.97、8.06 和 9.25 亿元，同比增速 6.35%、15.8%和 14.7%，EPS 分别为 1.05、1.23 和 1.38 元，净利润增速为 35%、17%和 12%。考虑到纸张价格的下跌，不排除年报超预期的可能。由于投资中杂公司尚未签署正式协议，因此我们暂不考虑其可能带来的

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 10%（原假设 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 2592-1728 万元现金收入；假设姚记扑克的分成比例为 30%，则产生 389-519 万元收入，需扣除少量比赛运营和推广费用。

估值和投资建议

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 18.4-20.7 亿元。若与联众的合作能实现 300 万元利润，给予 30 倍 13 年估值，则可增加市值 0.9 亿元。合计市值为 19.3-21.6 亿元，对应目标价 20.63-23.09 元，存在 1-14% 的上涨空间，维持“增持”评级。

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	697	806	925
增长率		25.6%	15.6%	6.3%	15.7%	14.7%
主营业务成本	-347	-451	-521	-528	-611	-706
%销售收入	76.8%	79.6%	79.6%	75.8%	75.8%	76.4%
毛利	105	115	134	169	195	218
%销售收入	23.2%	20.4%	20.4%	24.2%	24.2%	23.6%
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	-11	-12
%销售收入	1.5%	0.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
管理费用	-17	-22	-27	-33	-35	-37
%销售收入	3.8%	3.9%	4.2%	4.7%	4.3%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	79	88	96	124	147	166
%销售收入	17.5%	15.5%	14.6%	17.8%	18.3%	18.0%
财务费用	-5	-5	-2	3	2	1
%销售收入	1.0%	0.9%	0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-1	0	0	-1	-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	126	148	167
营业利润率	16.3%	14.7%	14.4%	18.1%	18.4%	18.0%
营业外收支	10	11	4	5	5	5
税前利润	83	94	98	131	153	172
利润率	18.5%	16.7%	14.9%	18.8%	19.0%	18.6%
所得税	-20	-23	-25	-33	-38	-43
所得税率	23.5%	24.7%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	64	71	73	98	115	129
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	98	115	129
净利率	14.2%	12.5%	11.1%	14.1%	14.3%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	0	73	98	115	129
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	27	12	16	20
非经营收益	0	0	7	-5	-3	-2
营运资金变动	0	0	-5	113	-38	-35
经营活动现金净流	0	0	101	219	90	112
资本开支	-67	-161	-23	-138	-114	-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	-139	-114	-15
股权募资	0	0	440	0	0	0
债权募资	-9	101	-172	-15	69	-31
其他	-9	-11	-73	0	-25	-27
筹资活动现金净流	-18	90	194	-15	44	-57
现金净流量	-84	-71	272	64	20	40

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	19	27	36
存货	187	250	207	231	276	329
其他流动资产	14	3	7	7	11	13
流动资产	239	315	529	618	694	798
%总资产	51.7%	46.4%	59.5%	55.7%	53.8%	57.2%
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%	33.7%	37.3%	34.7%
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%	44.3%	46.2%	42.8%
资产总计	462	680	889	1,110	1,290	1,394
短期借款	81	117	10	15	84	53
应付款项	152	209	96	242	260	287
其他流动负债	15	5	26	41	42	45
流动负债	248	331	132	299	387	386
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	279	367	366
普通股股东权益	213	285	757	832	923	1,028
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	462	680	889	1,110	1,290	1,394

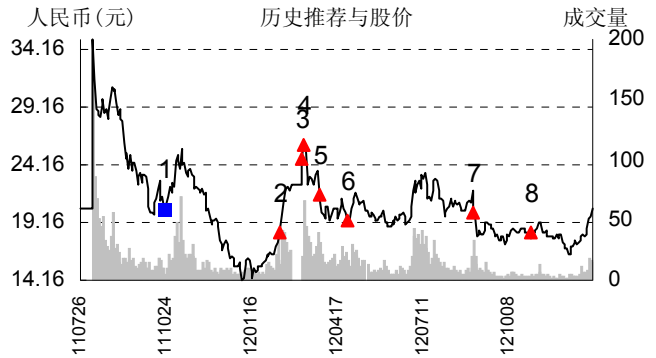
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.683	0.760	0.776	1.050	1.229	1.376
每股净资产	3.049	4.064	8.094	8.894	9.873	10.999
每股经营现金净流	1.397	1.008	1.076	2.338	0.962	1.202
每股股利	0.000	0.000	0.660	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	29.92%	24.98%	9.59%	11.80%	12.45%	12.51%
总资产收益率	13.83%	10.44%	8.16%	8.84%	8.91%	9.23%
投入资本收益率	20.56%	14.22%	9.27%	11.22%	11.18%	11.76%
增长率						
主营业务收入增长率	22.73%	25.63%	15.55%	6.35%	15.75%	14.68%
EBIT增长率	47.41%	11.33%	8.47%	29.34%	19.01%	13.11%
净利润增长率	62.50%	11.27%	2.09%	35.30%	17.09%	11.95%
总资产增长率	32.80%	47.40%	30.58%	24.94%	16.21%	8.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.3	7.0	9.8	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	120.9	161.9	142.3
偿债能力						
净负债/股东权益	22.67%	48.06%	-37.76%	-43.91%	-34.21%	-37.60%
EBIT利息保障倍数	17.0	16.7	56.2	-40.8	-85.2	-190.7
资产负债率	53.76%	58.19%	14.82%	25.09%	28.45%	26.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
8	2012-10-29	增持	18.35	20.96 ~ 23.34

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net