

# 高乐股份 (002348)

## 转内销，或将迎来高增长

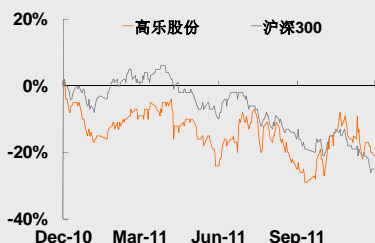
### 推荐 (维持)

现价: 11.02 元

#### 主要数据

行业	造纸印刷
公司网址	www.goldlok.com
大股东/持股	兴昌塑胶五金厂有限公司 /0.42%
实际控制人/持股	兴昌塑胶五金厂有限公司/31.17%
总股本(百万股)	237
流通 A 股(百万股)	61
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	26.10
流通 A 股市值(亿元)	6.70
每股净资产(元)	4.75
资产负债率(%)	6.2

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《2011 年玩具行业中期策略：选股依照从区域到品类》

#### 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060209040123  
22627143  
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 国内玩具消费增速维持在 20%左右

与欧美主要玩具市场形成对比，国内玩具市场的消费增速维持在 20%左右，我们认为玩具行业增长驱动力主要是消费升级，其次是婴儿潮。儿童人均消费支出不断上升，2007-2009 年儿童人均消费复合增速为 19.52%；龙年生育心态和生育制度放宽的因素将可能导致 2012 年生育高峰。

#### 看好儿童消费的抗周期属性

正如 Mattel 总结的，在经济低迷时，家长会为自己节省开支而孩子不知道。比较各主要玩具消费国 2009 年儿童人均消费和人均 GDP 发现，儿童人均消费均“跑赢”人均 GDP。2012 年中国的 GDP 增速将放缓（平安证券宏观组），我们看好儿童消费的抗周期属性。

#### 向“大公司”学习多品类营销

多品类运营可以有效降低公司的经营风险；并有效拓展市场份额。从欧美经验看，玩具业内的大公司是多品类运营的公司，原因是玩具消费趋势变化快、品类多且易于模仿。

#### 对渠道缺乏议价能力造就高乐“转内销”机遇

玩具品牌商的渠道终端以专卖店和超市/大卖场为主，2007 年和 2008 年欧洲专卖店和大卖场的销售占比约为 65%；中国则是以百货和超市/大卖场为主，2009 年和 2010 年的销售占比约为 55%。我们认为原因是：1) 玩具消费趋势变化快、品类多且易于模仿；2) 消费单价和频次较低，单一品类无法支撑零售终端。

品牌商对渠道缺乏议价意味着缺乏渠道壁垒，这一点为“转内销”的公司提供了机会。

#### 6 个月目标价 12.32 元，维持推荐评级。

目前，A 股玩具公司的 2011 年平均 PE 约为 25 倍，考虑到国内玩具市场的高成长性，我们认为给予高乐股份 28 倍的 PE 是合理的，对应 2011 年 EPS 0.44 元，6 个月的目标价为 12.32 元，维持“推荐”评级。

#### 风险提示：原油价格大幅波动；产品设计不被市场接受

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	333	378	436	513
YoY(%)	8.6	13.6	15.4	17.4
净利润(百万元)	68	103	85	98
YoY(%)	-6.3	52.3	-17.9	16.0
毛利率(%)	33.8	33.3	33.4	33.6
净利率(%)	20.4	27.3	19.4	19.2
ROE(%)	6.3	9.0	7.0	7.6
EPS(摊薄/元)	0.29	0.44	0.36	0.42
P/E(倍)	38.6	25.3	30.9	26.6
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.0

## 正文目录

一、 玩具消费热情不减，增速有望保持在 20%左右.....	4
1.1 中国玩具尚属于新兴市场，年均增速在 20%左右。.....	4
二、 业内公司难以构筑核心竞争力，但具有抗周期属性.....	7
2.1 难以构筑核心竞争力.....	7
2.2 行业抗周期属性使得儿童消费具有相对优势.....	10
三、 类“大公司”经营并且具有超预期可能.....	11
3.1 效仿美泰，多品类战略降低经营风险.....	11
3.2 国内渠道开拓可能超预期.....	14
四、 盈利预测和估值.....	14

## 图表目录

图表 1	世界玩具市场增幅在约 5% 单位：美元/人	4
图表 2	玩具市场逐渐走向分散 单位：%	4
图表 3	欧美人口结构基本稳定 单位：%	4
图表 4	欧美儿童人均消费提升缓慢 单位：美元/人	4
图表 5	世界玩具市场的增速在 5%左右	5
图表 6	中国玩具市场增速高于世界水平，约 20%	5
图表 7	育龄妇女人数稳定增长 单位：亿人，%	6
图表 8	新生儿呈稳定增长态势 单位：万人	6
图表 9	2009 年儿童人均消费 单位：美元/人	6
图表 10	中国儿童人均消费能力逐年提升	6
图表 11	中国儿童消费品市场逐渐偏向于高端及中高端消费	7
图表 12	EBIT 利润率并没有随着公司的发展呈逐步上升趋势	7
图表 13	收入增速均呈 W 型	8
图表 14	美泰基本以折价交易	8
图表 15	2006 年至今 Hasbro 的 3 次溢价交易均与《变形金刚》系列的影视化有关	8
图表 16	欧洲主要玩具消费国的 TOP 5 各不相同	9
图表 17	玩具公司的价值链局限于中上游	9
图表 18	欧洲五国的玩具销售渠道以玩具专卖店为主	10
图表 19	中国玩具销售渠道中百货和超市/大卖场占据了半壁江山	10
图表 20	经济低迷时人均儿童消费相对于人均 GDP 具有相对优势	11
图表 21	公司根据需求调整各类玩具的销售比重	11
图表 22	主营毛利率较为稳定 单位：%	12
图表 23	营业利润率较为稳定 单位：%	12
图表 24	2009 年 1-6 月前 5 名客户 单位：%	12
图表 25	2008 年前 5 名客户 单位：%	12
图表 26	因开发适销产品而导致的价格提升	13
图表 27	因技术创新品而导致的价格提升	13
图表 28	公司根据需求调整各类玩具的销售比重	14
图表 29	主要盈利预测	16

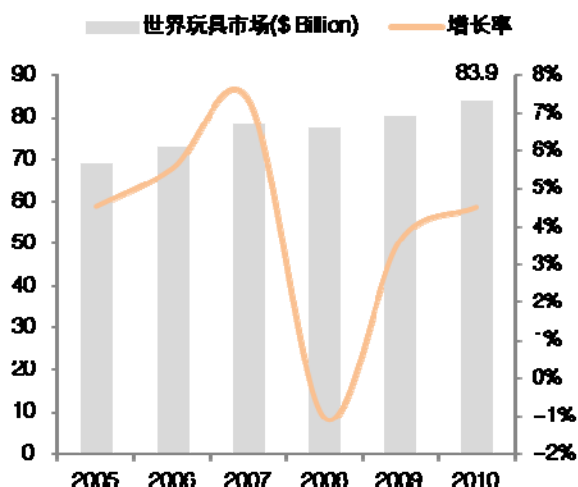
## 一、玩具消费热情不减，增速有望保持在 20%左右

### 1.1 中国玩具尚属于新兴市场，年均增速在 20%左右

#### ■ 世界玩具增速在 5%左右并逐渐走向分散

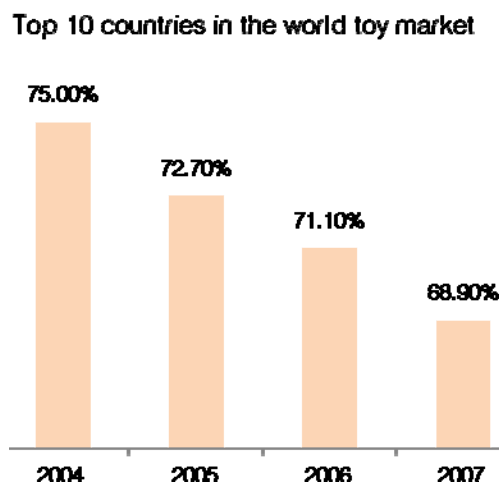
世界玩具的主要消费国是北美、欧洲和亚洲，2009 年市场份额分别为 30%，28%和 29%。受年龄层结构和金融危机的影响，近年世界玩具消费的增速在 5%左右，并有走向分散的趋势，如亚洲玩具消费市场份额的提升。我们认为随着新兴经济体的崛起，走向分散的这一趋势还将延续，新兴玩具市场值得关注。

图表1 世界玩具市场增幅在约5% 单位：美元/人



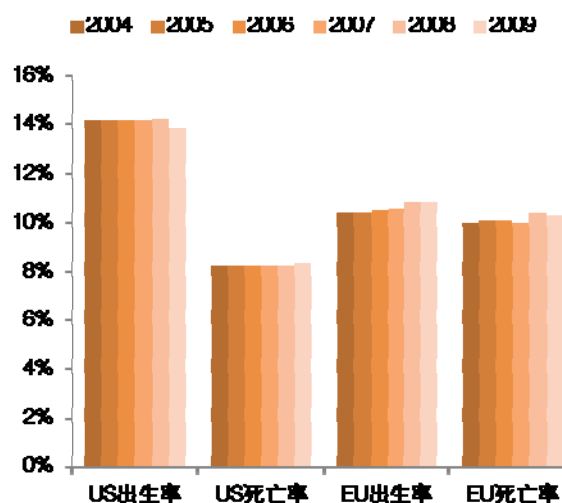
资料来源：NPD，平安证券研究所整理

图表2 玩具市场逐渐走向分散 单位：%



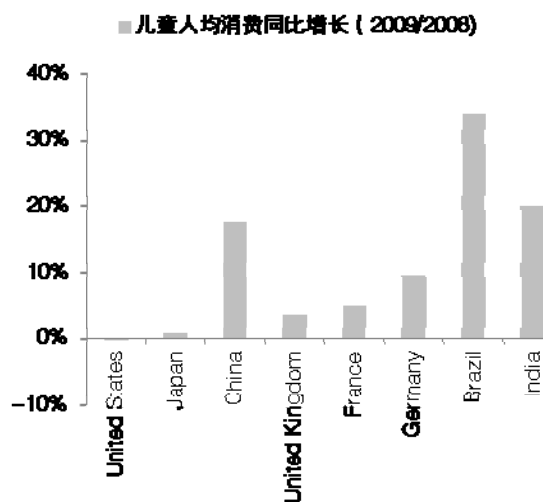
资料来源：NPD，平安证券研究所整理

图表3 欧美人口结构基本稳定 单位：%



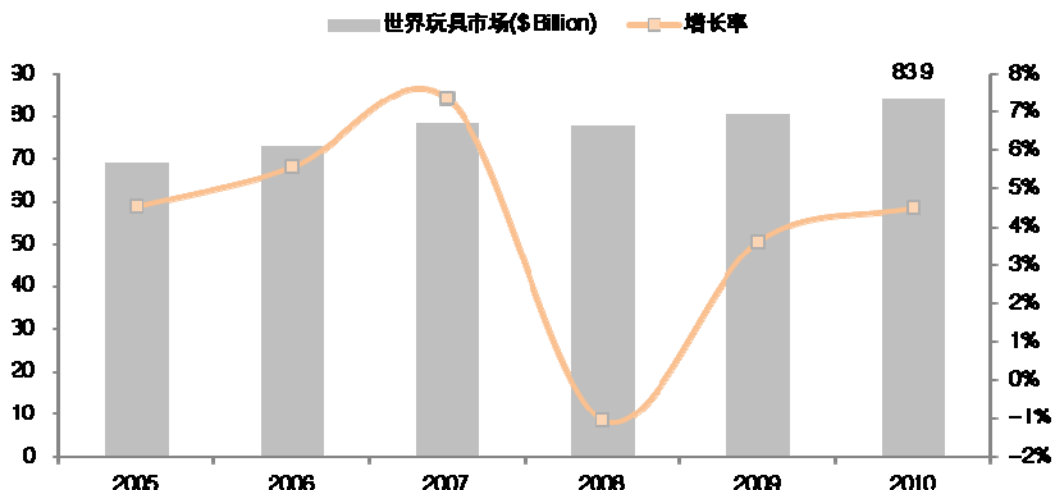
资料来源：EuroStat, Factsheet，平安证券研究所整理

图表4 欧美儿童人均消费提升缓慢 单位：美元/人



资料来源：NPD，平安证券研究所整理

图表5 世界玩具市场的增速在5%左右

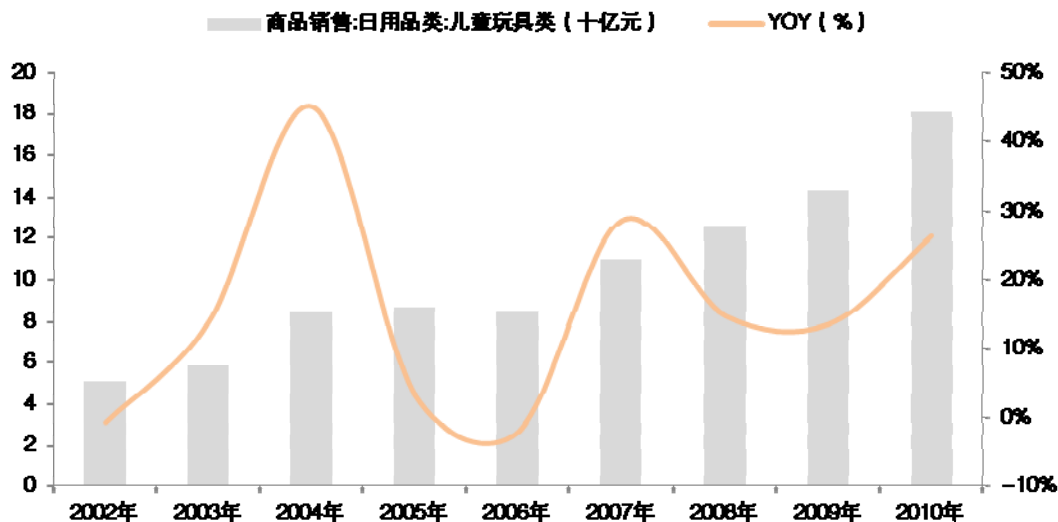


资料来源: NPD, 平安证券研究所整理

■ 中国玩具市场增速约 20%，并可能持续

受婴儿潮和消费升级推动，中国玩具市场增长保持在 20%左右。婴儿潮预示着中国庞大的玩具消费群体，消费升级代表着消费者对高附加值玩具的认同，以上两者促成了中国玩具行业的价格量齐升。

图表6 中国玩具市场增速高于世界水平，约20%



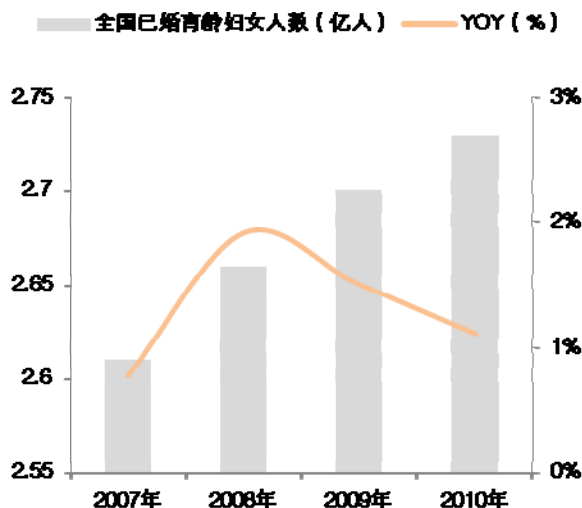
资料来源: CEIC, 平安证券研究所整理

➢ 婴儿潮带来量的提升，但效果有限

中国第四次婴儿潮已经到来。1949 年以来，中国历史上出现过三次人口出生高峰，第一次是在上世纪 50 年代，第二是在 1963~1976 年，第三次是在 1985~1990 年。据中国人口与计划生育委员会预测，在 2016 年前，我国将迎来建国以来的第四次“婴儿潮”，新生儿将保持每年 1600 万~1800 万人的增长水平。截止 2011 年 11 月，全国 31 个省均已开放双独家庭的“二胎”生育政策，对未来新生儿增长形成政策上的支撑。

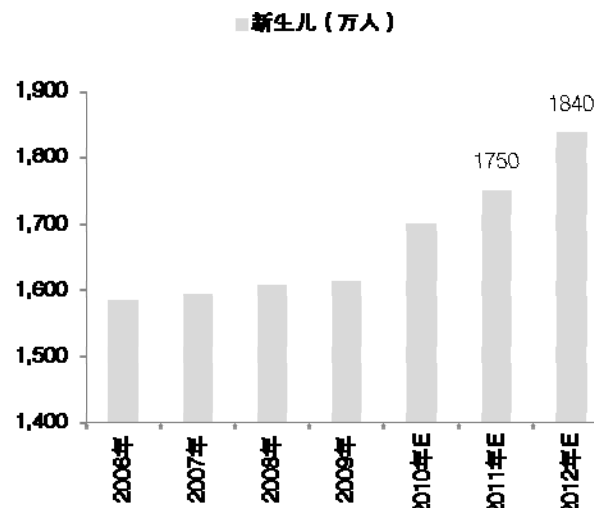
龙宝宝情节将可能促成 2012 年生育小高潮。在中国文化中，龙很特殊，虽未真实存在过，但几千年来却植根于中国人的心中，国人心中的恋龙情结也一直未变。专家预计，龙年婴儿较往年婴儿增长 5%。(腾讯育儿)

图表7 育龄妇女人数稳定增长 单位：亿人，%



资料来源：NPD，平安证券研究所整理

图表8 新生儿呈稳定增长态势 单位：万人

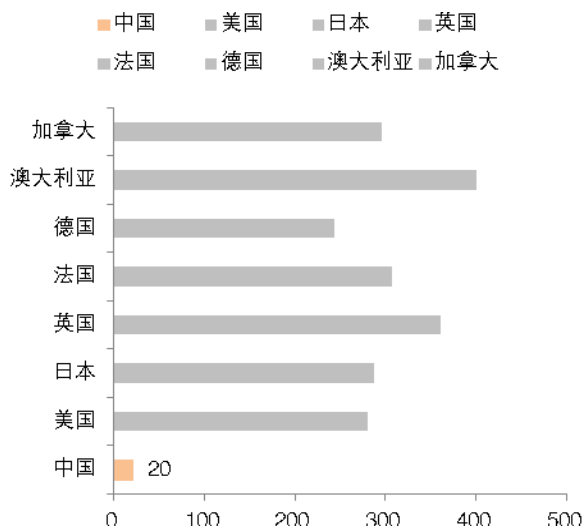


资料来源：NPD，平安证券研究所整理

➢ 消费升级带来价的提升，效果明显

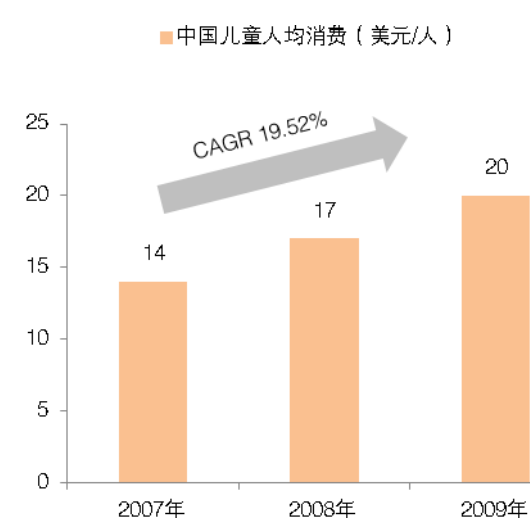
消费升级的基调并没有改变，我们认为儿童消费升级会持续存在。2009 年中国儿童的人均消费为 20 美元/人，较 2008 年同比上升 17.65%，与发达国家仍相差 10 倍有余 (NPD 资讯)。

图表9 2009年儿童人均消费 单位：美元/人



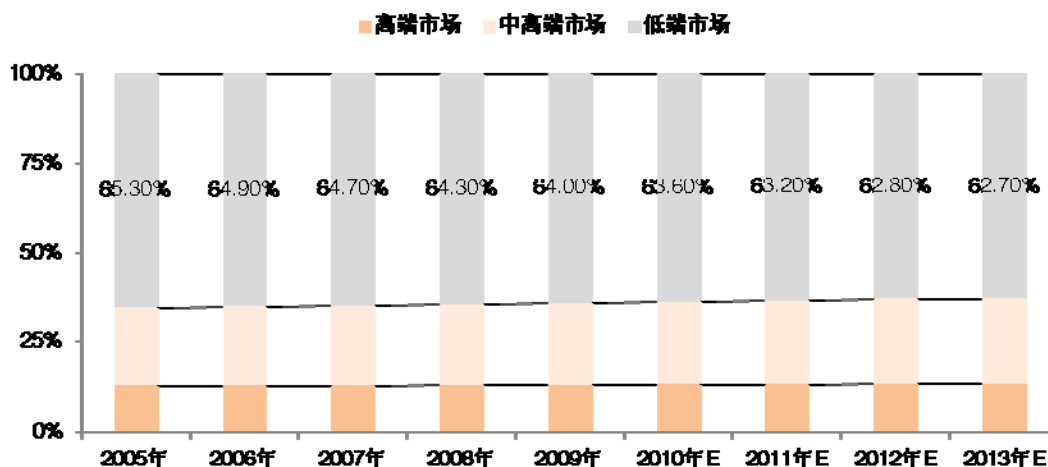
资料来源：NPD，平安证券研究所整理

图表10 中国儿童人均消费能力逐年提升



资料来源：NPD，平安证券研究所整理

图表11 中国儿童消费品市场逐渐偏向于高端及中高端消费



资料来源：好孩子上市材料，平安证券研究所整理

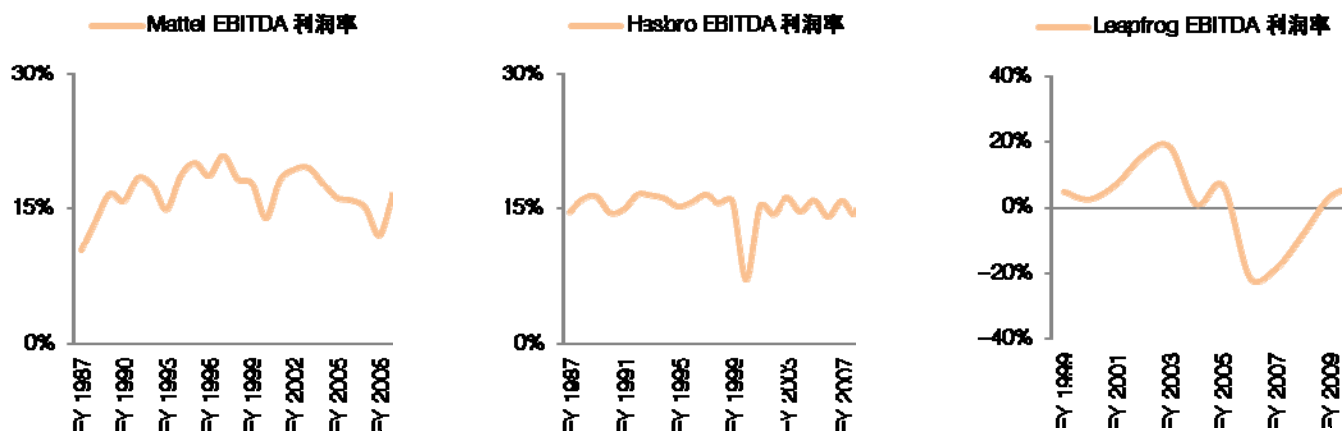
## 二、 业内公司难以构筑核心竞争力，但具有抗周期属性

### 2.1 难以构筑核心竞争力

我们认为玩具行业具有两个基本特征，分别是 1) 品类较多、消费趋势变化快；2) 对渠道缺乏议价能力。参照美国的经验，业内的“大”公司并非是“强”公司，主要表现为业内的公司业绩呈现 W 形状，未出现持续上升的态势，即便是美国市场占有率较高的 Mattel 和 Hasbro 也是如此，我们认为这是由玩具行业的特征决定的。

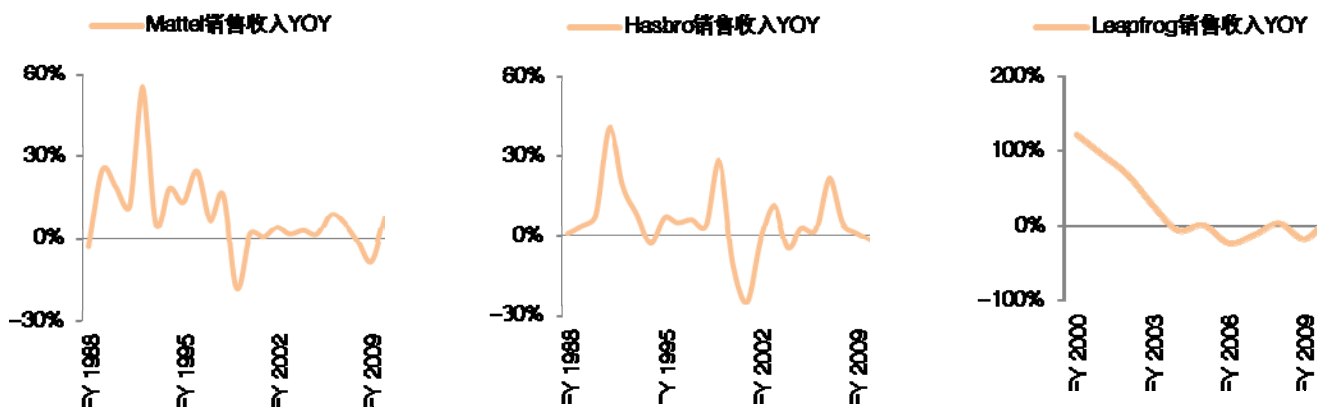
从资本市场的角度看，从 2006 年至今，在没有重大利好的刺激下，玩具公司基本以相对于大盘折价交易。Mattel 基本是折价交易，而 Hasbro 出现了 3 个溢价交易的时期。原因是 Mattel 的产品种类丰富，虽然业绩和盈利能力均较为稳定，但面临的一个问题是某产品的热销可能会被其他品类抵消。以 Hasbro 为例，近期溢价交易源于市场对《变形金刚 3》较高的预期。

图表12 EBIT利润率并没有随着公司的发展呈逐步上升趋势



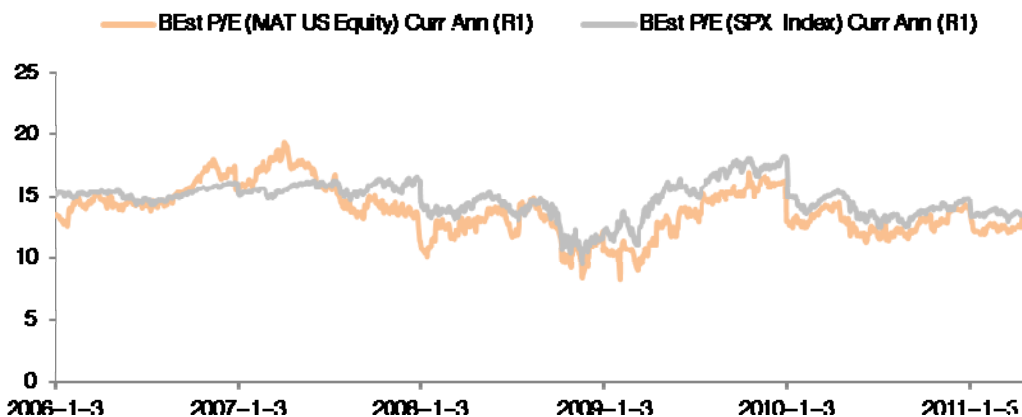
资料来源：彭博资讯，平安证券研究所整理

图表13 收入增速均呈W型



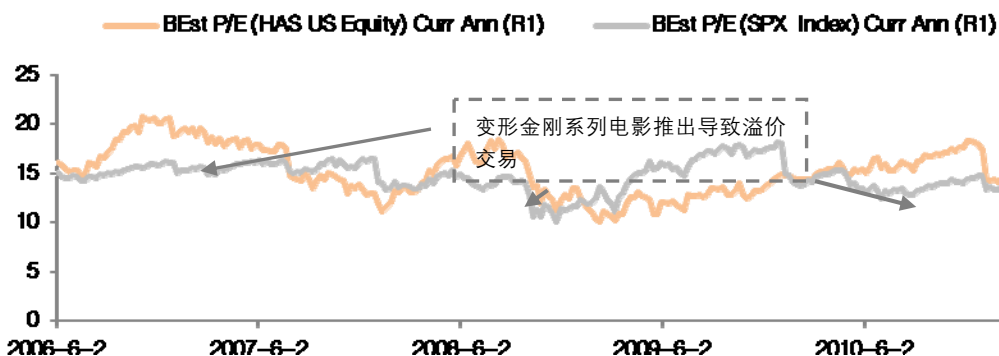
资料来源：彭博资讯，平安证券研究所整理

图表14 美泰基本以折价交易



资料来源：彭博资讯，平安证券研究所整理

图表15 2006年至今Hasbro的3次溢价交易均与《变形金刚》系列的影视化有关



资料来源：彭博资讯，平安证券研究所整理

➢ 品类多、消费变化快



由于儿童的喜好变化较快，且受文化和地域的影响，每个儿童的喜好各不一样，造成了玩具品类多和消费变化快的特征。同时也因为这个原因，据 NPD 统计，欧洲主要玩具消费国的热销玩具各不相同。

图表16 欧洲主要玩具消费国的 TOP 5各不相同

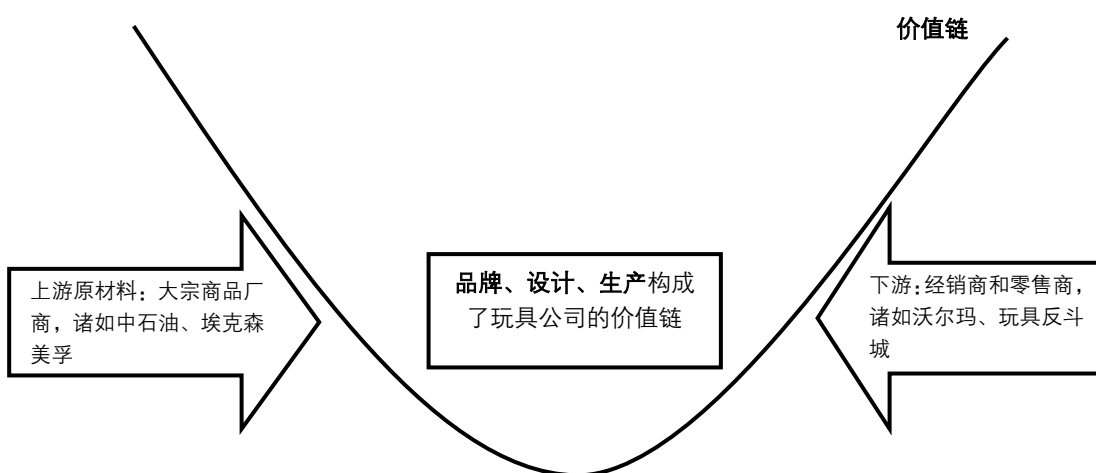
Top 5 Selling Items Ranked in Value		United Kingdom		Germany	
Kidizoom Camera	Vtech	Kidizoom Digitalkamera Ab 4J	Vtech		
Fur Real Biscuit My Lovin Pup	Hasbro	Playmobil Christmas	Playmobil		
Ben 10 15Cm Action	Bandai	Grosser Gelaendewagen	Lego		
Baby Annabell Doll	Zapf Creation	Wer War S	Ravensburger		
Kid Tough Digital Camera Asst	Mattel	R C Bulldozer Mit Motor	Lego		
Spain		Romania		Poland	
Mickey Clubhouse Playset	Famosa	Digital Camera	Vtech	Ciccibello Bua	Preziosi-Gig
Mack Mega Camion Aventuras	Mattel	Pyramide	Playmobil	Samby - San Bernardo	Preziosi-Gig
Nenuco Peluqueria C Nenuco Ni	Famosa	V Smile Pocket	Vtech	Barbie Forever II Camper	Mattel
Reloj Omnitrix Dx	Bandai	Manege	Playmobil	Baby Amore Pipi Popo	Preziosi-Gig
Gormiti 2 Atomic - La Isla	Giochi Preziosi	V Smile Jeux Educatifs	Vtech	MyLife Console New Pack	Preziosi-Gig
Hungary		Poland		Australia	
Computador Noddy	Lexibook	Scrabble Original	Mattel	Razor Ripstik Casterboard	Funtastic
Barbie Muses In Training Asst	Mattel	Zab Mlp Kucyk Interakt R Owy	Hasbro Toys	Elmo Live	Mattel
Boneca Nenuco Escola C 2 Bone	Famosa	Bar.Pawdz.Domek Barbie J9507	Mattel	Intex Pool Frame Set 15ft	Hunter Over.
Nenuco Peluqueria C Nenuco Ni	Famosa	Kubu Interaktywny	Imc Toys	Round Trampoline 8Inch	Action Sports
V Smile Consola	Concentra	Bionicle Mistika 08	Lego	Ben 10 Alien Force Dx Omnitrix	Jnh

资料来源：NPD，平安证券研究所整理

➢ 对渠道缺乏议价能力

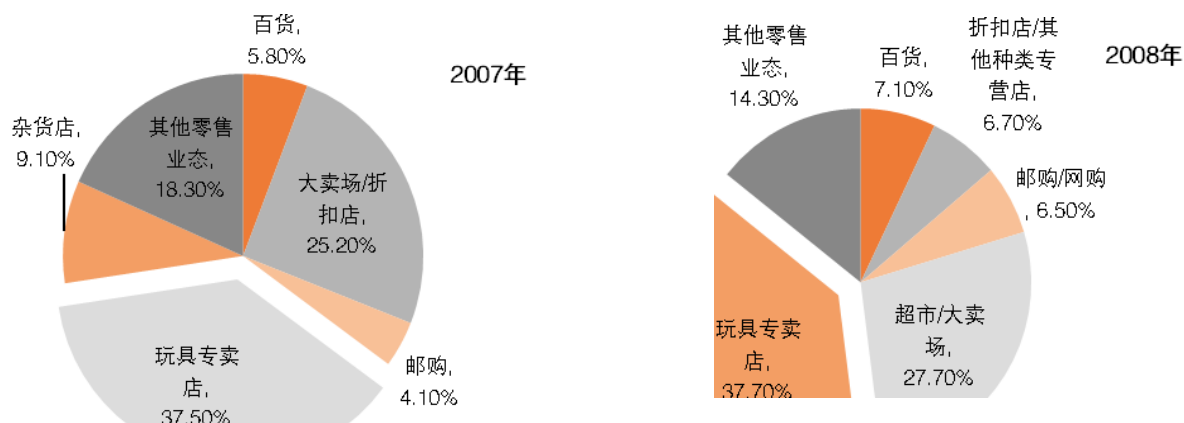
目前，国内玩具销售的模式大多是经销商在超市/大卖场或百货中设立专柜的模式，零售商自采的比较少。就整个行业来说，单一品牌的专卖店非常之少，欧洲的销售渠道 1/3 在玩具专业连锁店手上。以美泰为例，美泰于 2010 年 6 月在上海开设全球首家旗舰店，名为芭比上海，其中的芭比款式超过 1600 款，店面的面积达到 3500 平方米，结果在 2011 年 3 月夭折。

图表17 玩具公司的价值链局限于中上游



资料来源：平安证券研究所整理

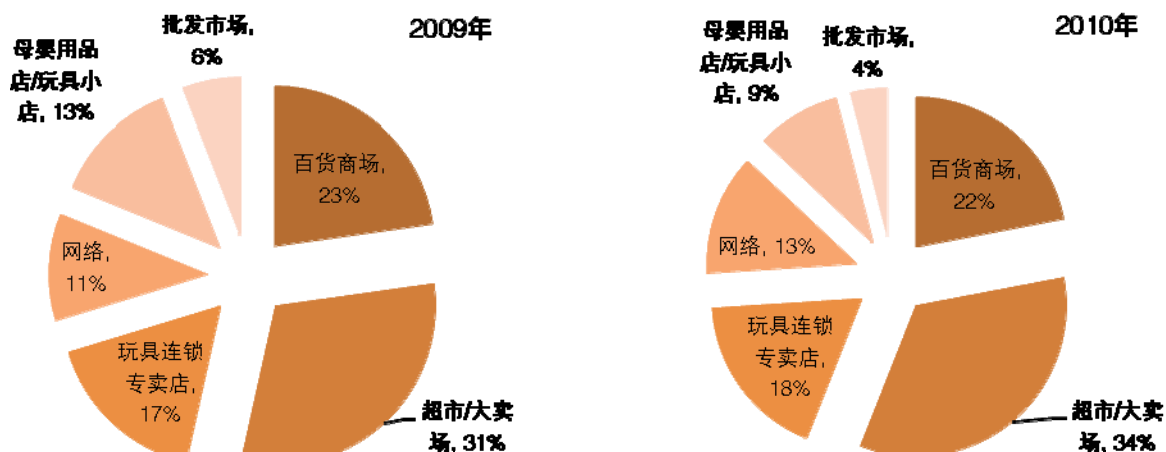
图表18 欧洲五国的玩具销售渠道以玩具专卖店为主



资料来源：欧洲玩具协会，平安证券研究所整理

\*欧洲五国包括：英国，德国，法国，意大利和西班牙

图表19 中国玩具销售渠道中百货和超市/大卖场占据了半壁江山



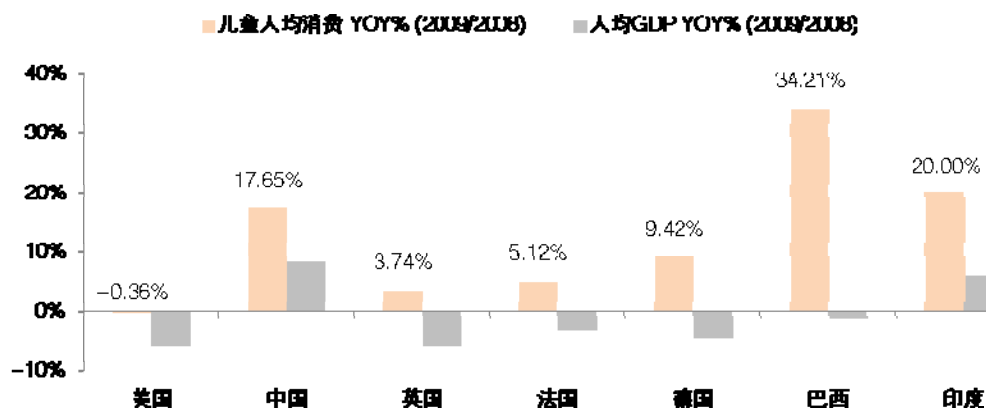
资料来源：《玩具》，平安证券研究所整理

## 2.2 行业抗周期属性使得儿童消费具有相对优势

正如 Mattel 认为的，由于消费者和使用者的分离，在经济低迷时，家长会为自身节省开支，而不会为孩子节省。2009 年主要玩具消费国的儿童人均消费均跑赢人均 GDP。

平安证券宏观组认为，中国的 GDP 会在 2012 年放缓至 8.5%。我们认为在经济增速放缓的大背景下，儿童消费可以获得相对优势。

图表20 经济低迷时人均儿童消费相对于人均GDP具有相对优势



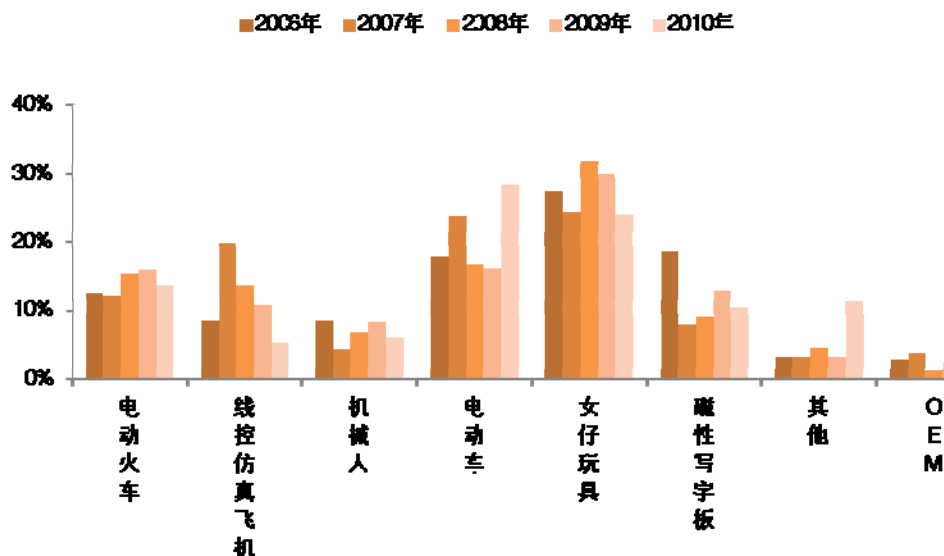
资料来源: NPD, Wind资讯, 平安证券研究所整理

### 三、 类“大公司”经营并且具有超预期可能

#### 3.1 效仿美泰，多品类战略降低经营风险

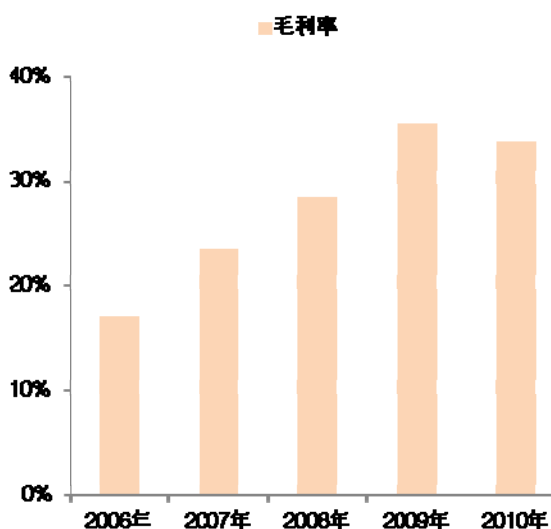
在 A 股上市的玩具企业中，高乐股份的经营战略是多品类营销，原因取决于行业特征，即玩具品类多且消费趋势变化较快。公司采取多品类经营的最大的优势是可以通过调整热销品类降低经营风险。报告期内公司的各品类的销售占比会根据市场的实际需求做出一定的调整。通过品类调整毛利率和营业利润率水平均表现得较为平稳。

图表21 高乐股份根据需求调整各类玩具的销售比重



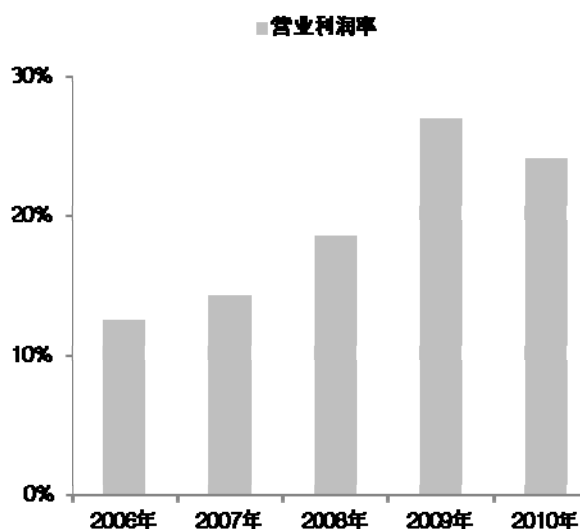
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所整理

图表22 主营毛利率较为稳定 单位：%



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表23 营业利润率较为稳定 单位：%



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

我们认为支撑公司多品类运营的要素有两个，分别是 1) 稳定的客户源，特别是综合零售商；2) 以市场为导向的研发模式。

➤ 稳定的客户源

公司已经累计了 300 个以上的客户，其中不乏诸如玩具反斗城和沃尔玛这样的综合零售商。与零售商对接的好处是可以快速的了解市场的需求，这对判断多变的玩具消费趋势是有帮助的。

图表24 2009年1-6月前5名客户 单位：%

序号	客户名称	占收入比例	客户性质
1	TOYS "R" US (玩具反斗城)	7.46%	零售商
2	J.J.A.S.A (加加亚有限公司)	3.55%	批发商
3	WOOLWORTH TRADING S.A.DE C.V. (伍尔沃斯有限公司)	3.47%	零售商
4	EDITIONS PHIDAL INC (菲都出版有限公司)	2.96%	批发商
5	DAVID HALSALL INTERNATIONAL LTD (大卫豪斯国际有限公司)	2.14%	批发商
合计		19.57%	

资料来源：招股书，平安证券研究所整理

图表25 2008年前5名客户 单位：%

序号	客户名称	占收入比例	客户性质
1	ANDALI CLOTHING(DUBAI) CO.,LTD (恩得利服饰(迪拜)有限公司)	4.77%	批发商
2	WAL-MART (沃尔玛)	3.91%	零售商
3	TOYS "R" US (玩具反斗城)	3.82%	零售商
4	TESCOINTERNATIONAL SOURCING LTD (乐购国际采购公司)	2.52%	零售商
5	GROUP CASINO-EMC DISTRIBUTION LTD (卡西诺公司)	2.08%	零售商
合计		17.10%	

资料来源：招股书，平安证券研究所整理

➤ 以市场为导向的研发模式

坚持以市场为导向，公司销售部门通过每年参加香港、纽约、纽伦堡国际三大玩具展会、商场现场考察，以及影视文化新出现的形象、现代最新的流行趋向，确定要开发的新产品方向。研发中心在接到市场反馈的开发提案后，依次要经过从外观设计、功能结构设计、手板模型、开模试做到最后的批量生产五个阶段。

公司 2011 上半年自行研发出体感式对战机械人，以类似于 Wii 的操作模式，在北京玩具展吸引了不少玩家。

**图表26 因开发适销产品而导致的价格提升**

产品系列	具体产品	时尚潮流	价格变动
电动火车	中火车	火车由原来的卡通型向仿真型转换，仿真型更加贴近现实中的火车类型，真实感强	2008 年比 2007 年价格上升 15.09%、2009 年增长 5.28%
电动车	无线电遥控车	由于越野时尚的流行，将无线电遥控车车轮更换为大轮，越野性、可玩性更强	三年一期价格环比增幅 16.47%、16.96%、16.53%
女仔玩具	MODERN COMFORT	虽然该系列与 SWEET HOME 同属生活玩具系列，但 MODERN COMFORT 的设计款式更加贴近现代时尚	MODERN COMFORT 比 SWEET HOME 价格提升 20%以上

资料来源：招股书，平安证券研究所整理

**图表27 因技术创新品而导致的价格提升**

产品系列	具体产品	功能提升	价格变动
线控飞机	大飞机	利用前引擎盖开闭与后引擎同时翻转、机翼在一定范围自由伸展收缩、玩具手控盒按钮平衡杠杆机构及导弹发射功能四项专利技术，使飞机功能增强	2007 年、2008 年、2009 年 1-6 月环比增幅 10.89%、11.31%、-2.3%

机器人	机器人	第一代产品为线控机器人，后公司推出第二代无线遥控机器人，并新增更多功能	价格上升 50% 以上， 2009 年第二代价格上升 10.86%
	一人战士	新增上半身左右超 360°旋转的新功能	2007 年、2008 年、2009 年 1-6 月价格环比增幅 10.62%、8.08%、0.62%、
其他	收银机	2007 年增加货币敏感识别功能	2007 年、2008 年、2009 年 1-6 月售价环比增加 50.11%、6.8%、-2.54%。

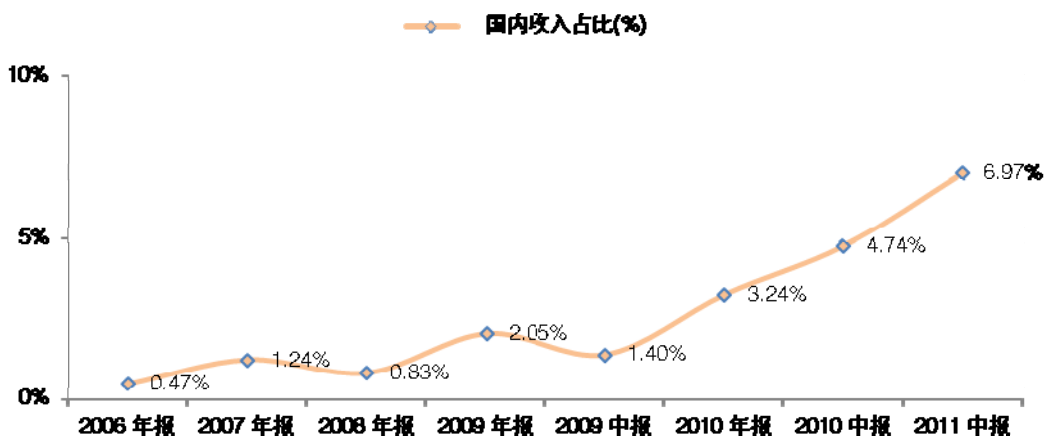
资料来源：招股书，平安证券研究所整理

### 3.2 国内渠道开拓可能超预期

正是因为玩具品牌商对渠道缺乏议价能力，导致了玩具行业的渠道壁垒较低，出口转内销可能比预期的容易。高乐股份目前已经成立了专门的事业部负责国内的渠道拓展，今年的国内销售预计达到 3000 万左右，2012 年则有望实现 5000 万。

国内渠道成为了公司新的增长点。报告期内，公司国内玩具市场的销售收入呈加速上升的趋势，在欧美各国玩具消费处于低迷状态之时，国内市场无疑是公司业绩的强心剂。

图表28 高乐股份根据需求调整各类玩具的销售比重



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

## 四、 盈利预测和估值

- 毛利率基本保持稳定

公司的主要原材料是塑胶料，原材料占生产成本超过 60%，而塑胶料占原材料成本约为 65%-70%，塑胶料价格是影响生产成本的主要因素。根据平安证券宏观组的判断，2012 年原油价格将可能在 100 美元/桶震荡，大幅上升的可能性不大。

因此，我们认为公司在 2012 年的毛利率水平会较为稳定，提升主要来自于新产品受市场认可。预计 2012 年-2013 年综合毛利率分别为 33.43%，33.55%。

➤ 销售费用率会出现上升态势

2011 年 1-3 季度，销售费用率分别为 4.48%，2.47%和 3.59%，高于 2%-3%的平均水平，其中主要原因是国内市场开拓产生了一定的销售费用。开拓国内市场已经成为公司未来的主要战略，我们预计 2012 年-2013 年的销售费用率分别为 4.3%和 4.5%。

➤ 收入增速逐年提升

欧美各国的经济形势尚不明朗，我们对出口形势持谨慎态度，预计公司未来 2-3 年的玩具出口增速在 5%-10%。收入的增长点主要来自于国内市场，预计 2012 年国内市场的销售收入可以达到近 6000 万，较今年增长 100%，占主营收入约为 15%。目前，公司国内市场较为畅销的玩具是电动类玩具。由于国内玩具市场毛绒玩具较受欢迎，预计明年公司可能布局国内女仔玩具市场。

➤ 营业外收入大幅提升 2011 年业绩

今年公司收到政府补助约 3000 万，增厚 EPS 约 0.13 元。我们认为政府补助的不确定性较强，因此假设 2012 年营业外收支约 100 万。

➤ 估值：6 个月目标价 12.32

目前，A 股玩具公司的 2011 年平均 PE 约为 25 倍，考虑到国内玩具市场的高成长性，我们认为给予高乐股份 28 倍的 PE 是合理的，对应 2011 年 EPS 0.44 元，6 个月的目标价为 12.32 元，维持“推荐”评级。

图表29 主要盈利预测

产品类别	项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
电动火车	销售额(百万元)	45.64	49.30	45.91	61.31	69.47	82.29
	YOY	54.72%	8.02%	-6.88%	33.55%	13.30%	18.45%
	占比	15.54%	16.09%	13.80%	16.22%	15.92%	16.05%
	毛利率	26.17%	41.03%	36.43%	37.00%	37.00%	37.00%
线控仿真飞机	销售额(百万元)	40.27	32.92	17.80	15.13	15.88	17.00
	YOY	-14.73%	-18.24%	-45.94%	-15.01%	5.00%	7.00%
	占比	13.71%	10.74%	5.35%	4.00%	3.64%	3.32%
	毛利率	31.33%	33.25%	38.40%	38.00%	39.00%	39.00%
机械人	销售额(百万元)	20.30	25.22	20.34	35.37	43.71	55.08
	YOY	96.90%	24.26%	-19.36%	73.88%	23.60%	26.00%
	占比	6.91%	8.23%	6.11%	9.35%	10.02%	10.75%
	毛利率	28.31%	36.26%	34.94%	35.50%	36.00%	36.00%
电动车	销售额(百万元)	49.58	49.64	94.76	113.83	134.83	162.80
	YOY	-13.07%	0.12%	90.90%	20.12%	18.45%	20.75%
	占比	16.88%	16.20%	28.48%	30.11%	30.89%	31.76%
	毛利率	24.87%	30.57%	32.58%	31.50%	31.50%	31.50%
女仔玩具	销售额(百万元)	94.18	91.71	80.12	65.96	72.69	83.96
	YOY	60.68%	-2.61%	-12.64%	-17.68%	10.21%	15.50%
	占比	32.06%	29.93%	24.08%	17.44%	16.66%	16.38%
	毛利率	30.64%	39.83%	38.29%	38.00%	38.50%	39.00%
磁性学习写字板	销售额(百万元)	26.61	39.68	34.28	30.28	35.87	41.43
	YOY	39.68%	49.13%	-13.62%	-11.67%	18.45%	15.50%
	占比	9.06%	12.95%	10.30%	8.01%	8.22%	8.08%
	毛利率	24.56%	26.70%	29.24%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	销售额(百万元)	13.58	10.14	37.72	46.90	54.17	59.72
	YOY	71.29%	-25.35%	272.04%	24.34%	15.50%	10.25%
	占比	4.62%	3.31%	11.34%	12.40%	12.41%	11.65%
	毛利率	35.76%	36.63%	25.87%	26.00%	26.00%	26.00%
OEM	销售额(百万元)	3.57	7.81	1.82	9.32	9.78	10.27
	YOY	-60.76%	119.07%	-76.74%	412.65%	5.00%	5.00%
	占比	1.21%	2.55%	0.55%	2.46%	2.24%	2.00%
	毛利率	17.31%	32.55%	24.94%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	销售额(百万元)	293.72	306.44	332.75	378.09	436.40	512.54
	YOY	23.03%	4.33%	8.58%	13.63%	15.42%	17.45%
	占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	28.38%	35.53%	33.80%	33.32%	33.43%	33.55%

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	995	902	868	934	<b>营业收入</b>	333	378	436	513
现金	658	538	448	441	营业成本	220	252	291	341
应收账款	133	170	196	231	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	112	132	153	179	营业费用	10	15	19	23
预付账款	17	10	12	14	管理费用	24	26	31	36
存货	64	50	58	68	财务费用	-5	-2	-2	-2
其他流动资产	11	1	1	1	资产减值损失	3	1	1	1
<b>非流动资产</b>	153	305	391	413	公允价值变动收益	0	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	74	199	273	320	<b>营业利润</b>	80	87	99	115
无形资产	33	32	30	29	营业外收入	1	35	1	1
其他非流动资产	46	74	88	65	营业外支出	1	1	0	0
<b>资产总计</b>	1148	1207	1259	1347	<b>利润总额</b>	80	121	100	116
<b>流动负债</b>	28	28	8	9	所得税	12	18	15	17
短期借款	20	0	0	0	<b>净利润</b>	68	103	85	98
应付账款	4	5	6	7	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	3	23	3	3	<b>归属母公司净利润</b>	68	103	85	98
<b>非流动负债</b>	36	36	36	36	EBITDA	88	92	110	130
长期借款	36	36	36	36	EPS (元)	0.46	0.44	0.36	0.42
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	64	64	44	45					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	148	237	237	237	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	762	673	673	673	<b>成长能力</b>				
留存收益	175	233	303	388	营业收入	8.6%	13.6%	15.4%	17.4%
归属母公司股东权益	1084	1143	1215	1302	营业利润	-3.0%	8.3%	13.6%	16.2%
<b>负债和股东权益</b>	1148	1207	1259	1347	归属于母公司净利润	-6.3%	52.3%	-17.9%	16.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.8%	33.3%	33.4%	33.6%
					净利率(%)	20.4%	27.3%	19.4%	19.2%
					ROE(%)	6.3%	9.0%	7.0%	7.6%
					ROIC(%)	13.5%	10.9%	10.3%	10.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	5.5%	5.3%	3.5%	3.4%
					净负债比率(%)	88.18%	88.13%	81.24%	79.45%
					流动比率	36.16	32.76	104.45	100.27
					速动比率	33.84	30.93	97.46	92.95
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.32	0.35	0.39
					应收账款周转率	3	2	2	2
					应付账款周转率	66.78	54.85	53.54	53.96
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.44	0.36	0.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.30	0.18	0.18
					每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.83	5.13	5.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.59	25.35	30.86	26.60
					P/B	2.41	2.29	2.15	2.01
					EV/EBITDA	23	22	18	15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-13	72	43	43
净利润	68	103	85	98
折旧摊销	13	8	13	17
财务费用	-5	-2	-2	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-85	-33	-55	-72
其他经营现金流	-4	-4	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-153	-150	-99	-39
资本支出	153	160	100	40
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	10	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	769	-42	-33	-11
短期借款	-41	-20	0	0
长期借款	36	0	0	0
普通股增加	38	89	0	0
资本公积增加	750	-89	0	0
其他筹资现金流	-15	-22	-33	-11
<b>现金净增加额</b>	602	-120	-90	-7

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257