

2012 年有望迎来开门红，维持买入评级

公司研究简报

◆2011 年收入增长 36.9%，净利润增长 45.3%，EPS 为 0.51 元：

公司发布 2011 年报，收入同比增长 36.9% 至 4.44 亿元，其中四季度实现收入 1.18 亿元，较去年同期增长 33.9%（前三季度同比增速为 38%）。

分产品看，车模增长 44.9% 至 3.99 亿元；玩具车增长 36.3% 至 2612 万元。分区域看，国内实现销售收入 1.47 亿元，连续两年同比增速超 60%（达到 62%），国内收入占比为 33%；欧洲作为公司最重要的销售区域（占比 39.5%），在不利的宏观环境下，延续快速增长势头，业务收入达到 1.75 亿元，同比增速为 31%；亚洲、非洲和大洋洲的增速分别为 75%、80% 和 259%；美国是唯一一个业务萎缩的区域，收入负增长 36% 至 3054 万元。

2011 年净利润较去年同期增长 45.3% 至 8112 万元，其中四季度实现净利润 2121 万元，与 2010 年同期相比增长 35.7%（前三季度净利润增速为 49%）。2011 年 EPS 为 0.51 元，利润分配方案为每 10 股派 1 元。

预计 2012 年 1 季度净利润为 1552 万元，同比增长 30%。

◆毛利率稳步提升，期间费用率控制出色：

2011 年公司毛利率为 33.8%，其中车模业务的毛利率为 34.7%，与 2010 年比下滑 1 个百分点；玩具车毛利率则提升 4.6 个百分点至 27%。毛利率的提升主要来自车模业务占比增加。

2011 年公司期间费用率为 14.2%，其中销售费用率为 9.9%，较去年同期提升 1 个百分点，主要原因在于拓展内销市场，加大市场营销力度；管理费用率在规模效应的作用下，同比下滑 1.5 个百分点至 5.4%。

◆内外并重，纵横延伸，未来成长性仍值得期待：

2011 年全球车模市场规模为 1200 亿元，公司的占比仅 0.4%。在欧洲经济大环境不佳的情况下，公司主打的普及型车模，凭借性价比优势更容易得到消费者青睐，与此同时，公司亦积极拓展欧洲的车模新兴市场，2011 年来自俄罗斯的收入同比增长 183%。

内销方面，国内车模市场目前仍处于导入期，公司一方面加大品牌宣传力度，一方面将渠道从一线城市向二线省会及较发达地级市下沉。凭借其不俗的竞争力和先发优势，我们继续看好其在国内发展的前景。此外，值得注意的是，在内销占比不断提升的过程中，海外经济波动对公司施加的经营风险逐步降低。

在坚持内外并重发展路线的同时，公司积极向纵横延伸。横向领域，公司现已进入婴童车模领域，打开未来成长的另一扇门。虽然 2011 年四季度婴童车模已开始对外销售，但整个项目需待 2012 年 4 月才能完全发挥效力。同时在婴童车模生产初期，因分摊前期研发等费用以及产能利用率、成品率处爬坡期，毛利率需一定时间才能提升至预定状态。我们判断今年 2 季度婴童车模业务有望令公司的业绩增长提速。

纵向领域，包装、塑料占生产成本比例为 15%、30%，公司通过参股为其提供包装的树业环保（持股 28.5%），以及收购汕头 SK 67.375% 的股权，向上游拓展，削弱原料对盈利能力的影响。

买入（维持）

当前价/目标价：14.85 / 18.34 元

目标期限：6 个月

分析师

姜浩

(执业证书编号：S0930511120001)

021-22169125

jianghao@ebsec.com

市场数据

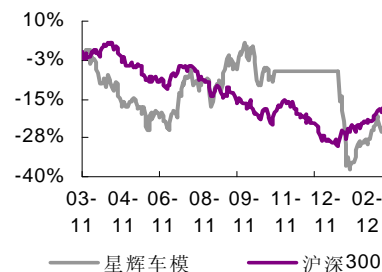
总股本(亿股)：1.58

总市值(亿元)：23.52

一年最低/最高(元)：11.62/39.00

近 3 月换手率：31.72%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|--------|--------|
| 相对 | 3.91 | -24.27 | -3.25 |
| 绝对 | 8.67 | -17.13 | -21.51 |

相关研报

吹响进军高端市场的号角，彰显凌云的壮志雄心

.....2011-07-28
成长依旧不俗，俄罗斯和内销市场或成未来两年重要看点

.....2011-07-17

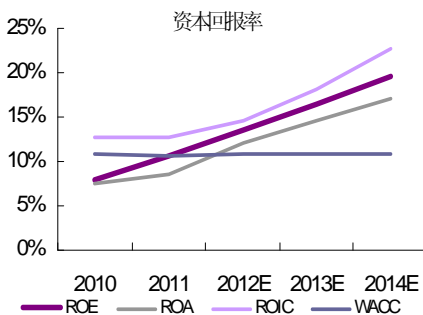
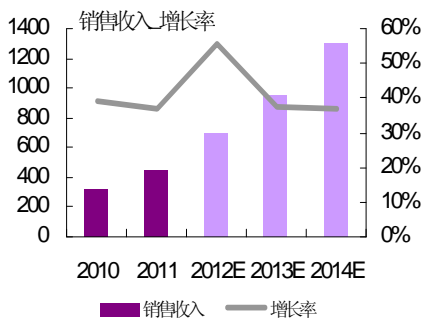
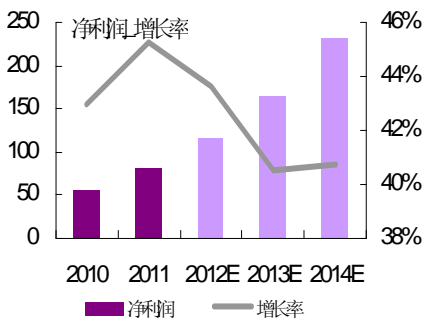
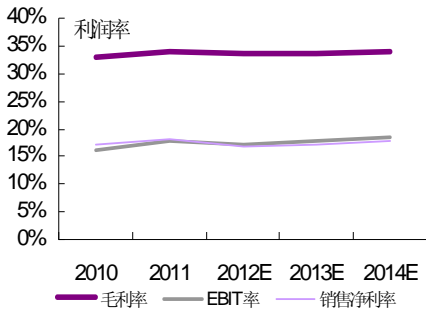
◆当前股价具备吸引力，维持“买入”评级：

我们预计 2012 年公司玩具主业的净利润将增长 44%至 1.17 亿元，对应 EPS 为 0.74 元；汕头 SK 将贡献 EPS0.12 元。我们分别给予玩具和树脂业务 23 倍、11 倍 PE，则合理股价为 18.34 元，当前股价具备吸引力，维持“买入”评级。

◆风险提示：

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 325 | 444 | 691 | 949 | 1,299 |
| 营业收入增长率 | 39.10% | 36.92% | 55.47% | 37.39% | 36.86% |
| 净利润（百万元） | 56 | 81 | 117 | 164 | 230 |
| 净利润增长率 | 42.95% | 45.25% | 43.65% | 40.55% | 40.71% |
| EPS（元） | 0.35 | 0.51 | 0.74 | 1.03 | 1.45 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.02% | 10.62% | 13.48% | 16.48% | 19.61% |
| P/E | 42 | 29 | 20 | 14 | 10 |



| 利润表 (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 325 | 444 | 691 | 949 | 1,299 |
| 营业成本 | 218 | 294 | 458 | 630 | 857 |
| 折旧和摊销 | 9 | 16 | 7 | 11 | 15 |
| 营业税费 | 2 | 4 | 6 | 9 | 12 |
| 销售费用 | 29 | 44 | 70 | 93 | 125 |
| 管理费用 | 23 | 24 | 35 | 47 | 62 |
| 财务费用 | -3 | -5 | -2 | -2 | -3 |
| 公允价值变动损益 | 5 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 14 | 15 | 20 | 26 |
| 营业利润 | 62 | 94 | 136 | 192 | 271 |
| 利润总额 | 65 | 96 | 137 | 193 | 272 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 55.85 | 81.12 | 116.52 | 163.77 | 230.44 |

| 资产负债表 (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 749 | 943 | 959 | 1,120 | 1,344 |
| 流动资产 | 477 | 420 | 361 | 481 | 687 |
| 货币资金 | 376 | 301 | 160 | 205 | 311 |
| 交易型金融资产 | 5 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 20 | 25 | 43 | 59 | 81 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 5 | 3 | 11 | 15 | 20 |
| 存货 | 66 | 75 | 136 | 187 | 255 |
| 可供出售投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 89 | 91 | 93 | 96 |
| 固定资产 | 117 | 219 | 315 | 375 | 411 |
| 无形资产 | 60 | 71 | 68 | 64 | 61 |
| 总负债 | 52 | 179 | 94 | 126 | 169 |
| 无息负债 | 44 | 71 | 88 | 120 | 163 |
| 有息负债 | 8 | 108 | 6 | 6 | 6 |
| 股东权益 | 697 | 764 | 865 | 993 | 1,175 |
| 股本 | 79 | 158 | 158 | 158 | 158 |
| 公积金 | 530 | 463 | 474 | 491 | 514 |
| 未分配利润 | 87 | 145 | 234 | 346 | 505 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 现金流量表 (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 53 | 102 | 39 | 110 | 159 |
| 净利润 | 56 | 81 | 117 | 164 | 230 |
| 折旧摊销 | 9 | 16 | 7 | 11 | 15 |
| 净营运资金增加 | 21 | 6 | 92 | 69 | 92 |
| 其他 | -33 | -1 | -175 | -134 | -179 |
| 投资活动产生现金流 | -193 | -434 | -65 | -32 | -6 |
| 净资本支出 | 195 | 184 | 80 | 50 | 30 |
| 长期投资变化 | 0 | 89 | -2 | -2 | -3 |
| 其他资产变化 | -387 | -708 | -143 | -80 | -34 |
| 融资活动现金流 | 504 | 72 | -116 | -33 | -47 |
| 股本变化 | 40 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -31 | 100 | -102 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 20 | 27 | 17 | 32 | 43 |
| 净现金流 | 363 | -262 | -141 | 45 | 106 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 39.10% | 36.92% | 55.47% | 37.39% | 36.86% |
| 净利润增长率 | 42.95% | 45.25% | 43.65% | 40.55% | 40.71% |
| EBITDA 增长率 | 21.98% | 51.88% | 32.43% | 44.63% | 41.67% |
| EBIT 增长率 | 15.77% | 48.38% | 51.30% | 43.01% | 42.50% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 42 | 29 | 20 | 14 | 10 |
| PB | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 13 | 22 | 17 | 12 | 8 |
| EV/EBIT | 16 | 27 | 18 | 13 | 9 |
| EV/NOPLAT | 18 | 32 | 22 | 15 | 10 |
| EV/Sales | 3 | 5 | 3 | 2 | 2 |
| EV/IC | 2 | 4 | 3 | 3 | 2 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 32.96% | 33.85% | 33.66% | 33.59% | 34.02% |
| EBITDA 率 | 19.18% | 21.27% | 18.12% | 19.08% | 19.75% |
| EBIT 率 | 16.29% | 17.65% | 17.18% | 17.88% | 18.62% |
| 税前净利润率 | 20.09% | 21.54% | 19.89% | 20.35% | 20.92% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 17.21% | 18.26% | 16.87% | 17.26% | 17.74% |
| ROA | 7.46% | 8.60% | 12.15% | 14.62% | 17.15% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 8.02% | 10.62% | 13.48% | 16.48% | 19.61% |
| 经营性 ROIC | 12.73% | 12.69% | 14.61% | 18.07% | 22.68% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 10.81 | 2.43 | 4.11 | 4.01 | 4.22 |
| 速动比率 | 9.31 | 2.00 | 2.56 | 2.45 | 2.66 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 92.51 | 7.07 | 139.51 | 160.29 | 189.54 |
| 有形资产/有息债务 | 90.94 | 8.01 | 142.79 | 169.32 | 205.96 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.35 | 0.51 | 0.74 | 1.03 | 1.45 |
| 每股红利 | 0.20 | 0.10 | 0.22 | 0.31 | 0.44 |
| 每股经营现金流 | 0.33 | 0.64 | 0.25 | 0.69 | 1.00 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -1.01 | -0.68 | -0.39 | 0.24 | 0.62 |
| 每股净资产 | 4.40 | 4.82 | 5.46 | 6.27 | 7.42 |
| 每股销售收入 | 2.05 | 2.81 | 4.36 | 5.99 | 8.20 |

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易团队 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----------------|---------------|-------------|-----------------------|
| 北京 | 王汗青(总经理) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com |
| | 郝辉 | 010-68561722 | 13511017986 | haohui@ebsecn.com |
| | 黄怡 | 010-68567231 | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com |
| | 梁晨 | 010-56513153 | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com |
| 企业客户 | 孙威(执行董事) | 010-68567231 | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com |
| | 吴江 | 010-68561595 | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com |
| | 杨月 | 010-68561606 | 18910037319 | yangyue1@ebsecn.com |
| 上海 | 李大志(销售交易部总经理助理) | 021-22169128 | 13810794466 | lidz@ebsecn.com |
| | 严非(执行董事) | 021-22169086 | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com |
| | 王宇 | 021-22169131 | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com |
| | 周薇薇 | 021-22169087 | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | 13917191862 | xuyf@ebsecn.com |
| | 韩佳 | 021-22169491 | 13761273612 | hanjia@ebsecn.com |
| | 冯诚 | 021-22169083 | 18616830416 | fengcheng@ebsecn.com |
| 深圳 | 黎晓宇(副总经理) | 0755-83024434 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com |
| | 黄鹏华(执行董事) | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com |
| | 张晓峰 | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com |
| | 江虹 | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebsecn.com |
| 富尊财富中心 | 罗德锦 | 0755-83024064 | 13609618940 | luodj@ebsecn.com |
| | 濮维娜(副总经理) | 021-62152373 | 13301619955 | puwn@ebsecn.com |
| | 陶奕 | 021-62152393 | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com |
| | 戚德文 | 021-22169152 | 15821755866 | qidw@ebsecn.com |
| | 顾超 | 021-22169485 | 18616658309 | guchao@ebsecn.com |