产能受限收入增长乏力，补贴减少导致业绩下滑

中性首次

中报业绩:

上半年，报告期内，公司实现营业收入 1.96 亿元，同比增长 2.65%，实现营业利润 4756.83 万元，同比增长 5.66%，实现净利润 3973.77 万元，同比下滑-31.55%，主营业务毛利率为 33.05%，同比下降 0.06%。

报告摘要:

- **外销小幅下滑，内销基数小增长快。**报告期内，内销收入 2589 万元，同比增长 94.44%，主要得益于公司加大力度开拓国内市场，扩大内销比例；外销收入 1.69 亿元，同比下滑 4.65%，其中拉丁和欧盟销售同比减少 17.94%、22.6%，主要由于全球经济依然较为动荡，受现有产能限制，对于品种较多但数量较少的产品订单有所取舍。我们认为，随着募投项目的投产及公司加大力度开拓国内市场，未来内销业务将继续保持高速增长，成为一个新的业绩增长点。
- **收入微增，产能受限。**报告期内，公司营业收入同比增长 2.65%，收入微增，主要受制于目前的产能，其中玩具车类别收入同比增长 32.33%；女仔玩具收入同比增长 18.59%，主要得益于女孩玩具系列中新开发产品（公仔系列），公司适当作出让利给予客户；贸易玩具收入同比增长了 43%，主要得益于公司优化贸易玩具的品类，严格控制采购成本。而画板、机械人、火车等营业收入都有大幅下降，同比减少 36.6%、46.53%、24.38%。我们认为，目前全球经济的不景气及募投项目 2013 年 6 月才能投产，短期内公司业绩难以有好的突破。
- **政府补贴减少，净利率下降。**上半年，政府补贴减少，营业外收入从 2627 万元下降到 3 万元，降幅达到 99.89%。销售费用率为 3.52%，较去年上升 1.05%；管理费用率为 7.58%，较去年上升 0.77%。
- **给予“中性”评级。**预计 2012-2014 年公司实现销售收入 3.63、3.99 和 4.79 亿元，EPS 分别为 0.30、0.37、0.39 元，我们看好公司在海内外拥有的自主品牌，募投产能投产及内销业务的增长，公司是走在上升通道，未来具有业绩拐点的玩具企业，建议中长期关注。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	333	352	363	399	479
增长率(%)	9%	6%	3%	10%	20%
归属母公司净利	68	89	71	87	93
增长率(%)	-6%	31%	-20%	23%	7%
每股收益(EPS)	0.66	0.37	0.30	0.37	0.39
PE	47	21	25	20	19

造纸轻工研究组

联系人:

曾知

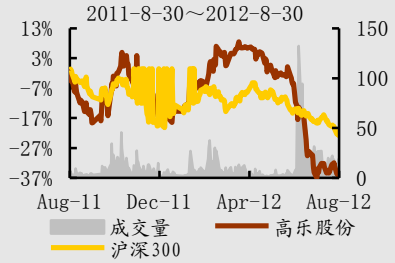
电话：021-51782235

Email：zengzhi@hysec.com

分析师:

赵曦（S1180511010008）

市场表现



利润表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	**352**	**363**	**399**	**479**
营业成本	238	246	270	324
毛利	**114**	**116**	**129**	**155**
%营业收入	*32.3%*	*32.1%*	*32.4%*	*32.3%*
营业税金及附加	3	3	3	4
%营业收入	*0.8%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.8%*
销售费用	16	17	19	24
%营业收入	*4.5%*	*4.6%*	*4.8%*	*5.0%*
管理费用	27	28	31	37
%营业收入	*7.6%*	*7.8%*	*7.8%*	*7.8%*
财务费用	-4	-11	-2	5
%营业收入	*-1.0%*	*-2.9%*	*-0.6%*	*1.0%*
资产减值损失	0	0	0	1
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	**75**	**79**	**78**	**84**
%营业收入	*21.2%*	*21.8%*	*19.5%*	*17.5%*
营业外收支	30	5	25	25
利润总额	**105**	**84**	**103**	**109**
%营业收入	*29.7%*	*23.2%*	*25.8%*	*22.7%*
所得税费用	16	13	16	16
净利润	89	71	87	92
归属于母公司所有者的净利润	**88.8**	**71.4**	**87.4**	**92.5**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.37**	**0.30**	**0.37**	**0.39**

现金流量表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	**134**	**-55**	**-31**	**-35**
取得投资收益收回现金	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-160	-247	-181	0
其他	-373	0	0	0
投资活动现金流净额	**-533**	**-247**	**-181**	**0**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	11	-67	57	85
筹资成本	47	-18	-33	-42
其他	-124	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-67**	**-85**	**24**	**43**
现金净流量	**-465**	**-387**	**-188**	**8**

资产负债表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	615	228	40	48
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	140	144	158	190
存货	55	57	62	75
预付账款	2	3	3	4
其他流动资产	8	9	10	12
流动资产合计	**821**	**441**	**274**	**329**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	216	440	584	539
无形资产	32	31	29	28
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	137	274	410	547
资产总计	**1207**	**1185**	**1298**	**1443**
短期贷款	67	0	57	142
应付款项	7	7	8	10
预收账款	1	1	2	2
应付职工薪酬	1	1	2	2
应交税费	0	0	0	1
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	**78**	**12**	**70**	**157**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	2	4	6	8
负债合计	**80**	**16**	**76**	**165**
归属于母公司所有者权益	1127	1170	1222	1278
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**1127**	**1170**	**1222**	**1278**
负债及股东权益	**1207**	**1185**	**1298**	**1443**

基本指标

EPS	0.375	0.301	0.369	0.391
BVPS	4.76	4.94	5.16	5.40
PE	20.00	24.89	20.33	19.20
PEG	14.54	18.09	14.78	13.96
PB	1.58	1.52	1.45	1.39
EV/EBITDA	14.05	16.58	15.71	13.80
ROE	7.9%	6.1%	7.1%	7.2%

分析师简介:

曾知：宏源证券研究所造纸轻工行业研究员，上海交通大学安泰经济与管理学院本硕，2012 年加盟宏源证券研究所，此前任职于光大证券研究所。

目前主要研究覆盖轻工品牌消费类公司：索菲亚、美克股份、星辉车模、高乐股份、齐心文具、劲嘉股份

机构销售团队					
华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。