

评级：首次关注（维持）
轻工制造
公司年报点评
证券研究报告

分析师 景殿英 S1080512080002
 研究助理 兰越 S1080112080023
 电话：0755-83026802
 邮件：lan Yue@fcsc.cn

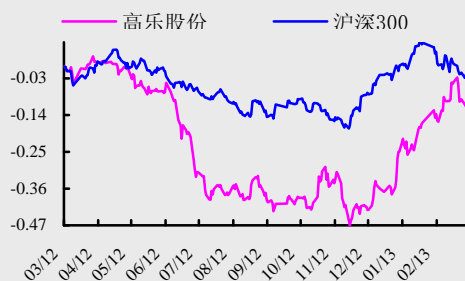
高乐股份(002348)——市场结构优化，拐点尚待明年

交易数据

上一日交易日股价（元）	11
总市值（百万元）	2,605
流通股本（百万股）	198
流通股比率（%）	83.81

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	1,120
每股净资产（元）	4.73
市净率（倍）	2.33
资产负债率（%）	5.93

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件：

3月20日，高乐股份（002348）发布2012年业绩公告，报告期内，公司实现营业收入39195.6万元，较去年同期增加3961万元，增长11.24%；实现归属上市公司股东净利润6440.1万元，比去年同期减少2438.1万元，eps 0.27元，比上年同期下降27.45%。公司拟每10股转增10股，同时派发现金股利1元（含税）。

点评：

- **扣除政府补贴影响，净利润与11年持平。**2012年公司获得的政府补贴仅有3万元，为近年最低。其中，2011年获得政府补贴3027万元，增厚当年eps约0.11元，扣除政府补贴的营业外收入影响，12年eps增幅为1.9%，与11年持平。
- **营业成本上升，期间费用控制良好。**由于人民币升值、劳动力成本上升等多重压力下，公司12年毛利率下跌2.69个百分点至29.64%，其中收入占比最大的女仔玩具毛利率出现大幅下降。报告期内公司三费控制良好，比上年减少4.98%。
- **内销扩张为亮点，市场结构优化。**公司以外贸出口发家，08年开始全力开拓国内市场，成果逐渐显现。12年国内市场收入占比14.85%，毛利率为41.95%，明显高于其他地区，利润贡献高达20.99%。面对外部宏观环境的复杂变化，公司及时调整产业结构，向高毛利率市场加速集中，整个亚洲市场增速明显提升。
- **募投项目推迟至年底，业绩拐点尚待明年。**追加超募资金后的“电子电动玩具生产建设项目”推迟至13年年底达产，届时将在2012年1300万套产量的基础上，新增1041万套的高端玩具产能。我们预计部分产能可在下半年陆续投放，依托公司自主玩具品牌及成熟的营销渠道，看好募投产品的市场前景，公司将获得产品毛利率和销量的双重提升，有望打破上市以来乏善可陈的表现，明年迎来业绩拐点。



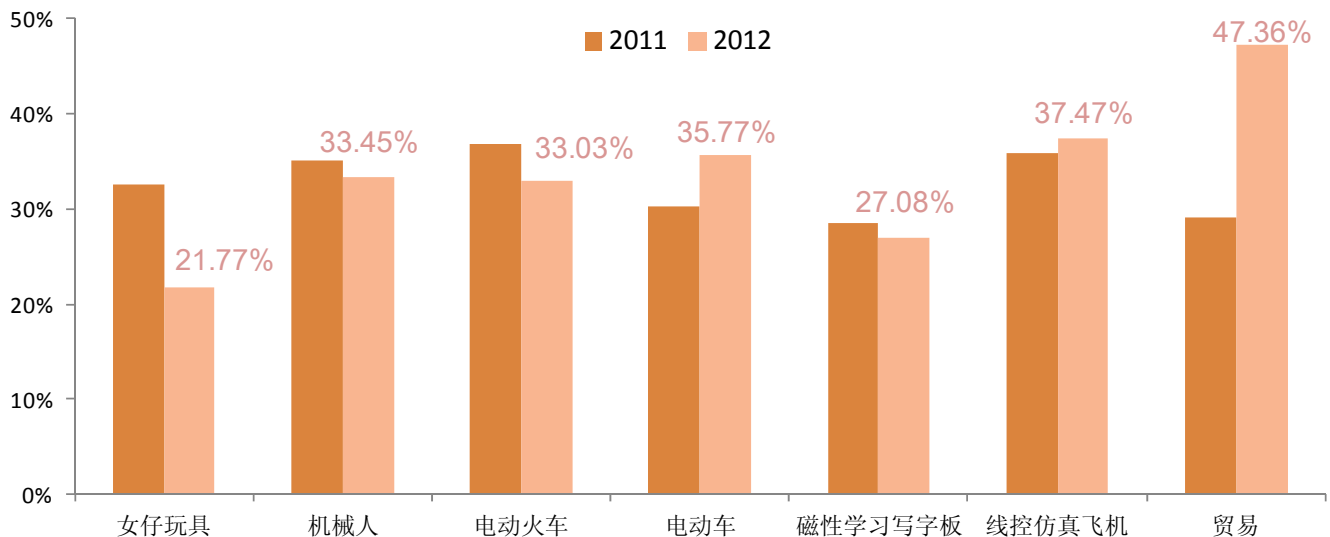
1 扣除政府补贴影响，净利润与 11 年持平

公司在营业收入稳步增长的同时，净利润出现较大幅度下滑，主要是由于 12 年获得的政府补贴仅有 3 万元，为近年最低。其中，2011 年获得政府补贴 3027 万元，增厚当年 eps 约 0.11 元，扣除政府补贴的营业外收入影响，12 年 eps 增幅为 1.9%，与 11 年持平。

2 营业成本上升，期间费用控制良好

由于人民币升值、劳动力成本上升等多重压力下，公司 12 年毛利率下跌 2.69 个百分点至 29.64%，其中收入占比最大的女仔玩具毛利率出现大幅下降。

图 1 高乐股份 12、11 年产品毛利率对比



资料来源：公司公告、第一创业研究所

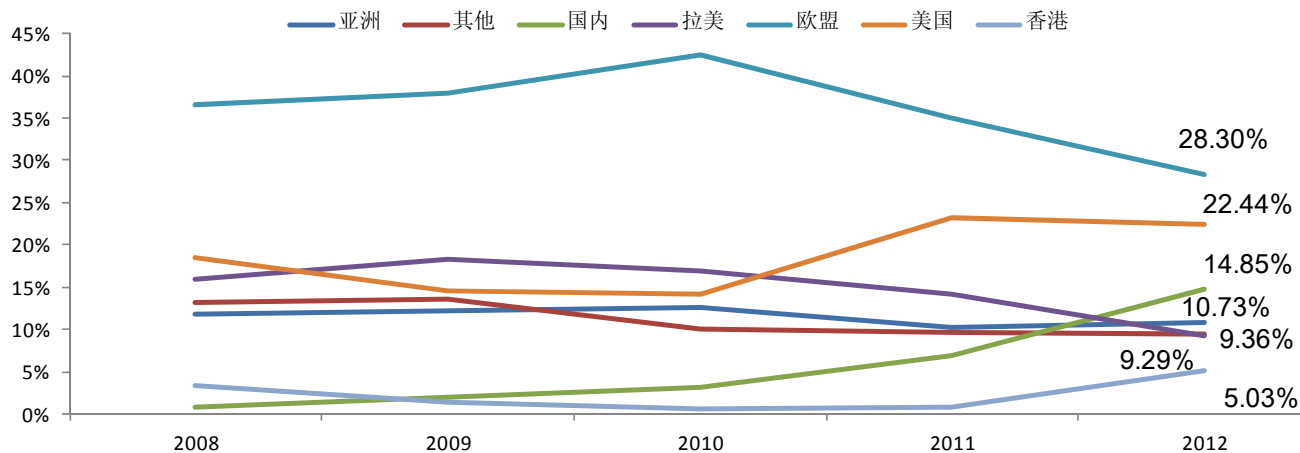
报告期内公司三费控制良好，比上年减少 4.98%，其中销售费用和管理费用占营业收入的比例基本与去年持平，而财务费用则由于汇兑损失的显著下降，比去年减少 868 万元。

3 内销扩张为亮点，市场结构优化

公司以外贸出口发家，08 年开始全力开拓国内市场，成果逐渐显现。12 年国内市场收入占比 14.85%，毛利率为 41.95%，明显高于其他地区，利润贡献高达 20.99%。



图 2 高乐股份分地区收入构成变动



资料来源：公司公告、第一创业研究所

公司面对外部宏观环境的复杂变化，及时调整产业结构，向高毛利率市场加速集中，整个亚洲市场增速明显提升。

表 1 分地区营业收入变动趋势

地区	毛利率%	营业收入变动%
国内	41.95%	137.26%
亚洲	34.5%	15.45%
香港	30.79%	574.79%
其他	30.73%	8.29%
拉丁	28.93%	-27.59%
欧盟	27.65%	-9.99%
美国	21.46%	7.49%

资料来源：公司公告、第一创业研究所

4 募投项目推迟至年底，业绩拐点尚待明年

公司 10 年 IPO 的募投项目由于地址变更有所延误，导致公司发展持续受到产能瓶颈的压制。追加超募资金后的“电子电动玩具生产建设项目”再次推迟至 13 年年底达产，届时将在 2012 年 1300 万套产量的基础上，新增 1041 万套的高端玩具产能。

表 2 高乐股份 IPO 募投项目产能分布

产品名称	数量（万套）
互动游戏玩具系列	155
无线电遥控系列	120
日常生活配套相关类玩具系列	150
益智教育玩具系列	120
婴幼儿玩具系列	496



合计

1041

资料来源：公司公告、第一创业研究所

依托公司自主玩具品牌及成熟的营销渠道,看好募投产品的市场前景。我们预计部分产能可在下半年陆续投放,公司将获得产品毛利率和销量的双重提升,有望打破上市以来乏善可陈的表现,14年迎来业绩拐点。



风险提示:

- 募投产品销售不达预期
- 人民币升值及出口退税率下降
- 原材料塑料价格大幅波动



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	784	493	556	676	营业收入	392	443	540	675
现金	517	211	212	250	营业成本	276	306	367	453
应收账款	144	158	194	242	营业税金及附加	2	3	3	4
其他应收款	22	26	31	39	营业费用	19	21	26	33
预付账款	4	4	5	6	管理费用	30	34	41	52
存货	86	86	104	130	财务费用	-12	-2	0	-0
其他流动资产	11	9	10	9	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	406	753	766	746	公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	128	517	532	514	营业利润	77	81	103	135
无形资产	226	225	223	221	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	52	11	11	11	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1190	1246	1322	1422	利润总额	76	83	104	136
流动负债	69	54	57	60	所得税	12	13	16	21
短期借款	56	40	40	40	净利润	64	70	88	115
应付账款	8	9	11	14	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	5	5	5	6	归属母公司净利润	64	70	88	115
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	84	129	190	234
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.30	0.37	0.49
其他非流动负债	2	2	2	2					
负债合计	71	56	58	62	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	237	237	237	237	成长能力				
资本公积	673	673	673	673	营业收入	11.2%	13.0%	22.0%	25.0%
留存收益	212	282	356	454	营业利润	3.3%	5.7%	25.8%	31.8%
归属母公司股东权益	1120	1190	1264	1361	归属于母公司净利润	-27.4%	8.7%	25.5%	31.4%
负债和股东权益	1190	1246	1322	1423	获利能力				
					毛利率(%)	29.6%	31.0%	32.0%	33.0%
					净利率(%)	16.4%	15.8%	16.3%	17.1%
					ROE(%)	5.8%	5.9%	7.0%	8.5%
					ROIC(%)	8.6%	6.7%	8.1%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	5.9%	4.5%	4.4%	4.3%
					净负债比率(%)	78.57%	71.86%	68.52%	64.96%
					流动比率	11.43	9.13	9.83	11.31
					速动比率	10.17	7.54	7.99	9.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.36	0.42	0.49
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	35.53	34.70	36.08	36.46
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.37	0.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.45	0.48	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.03	5.34	5.75
					估值比率				
					P/E	40.43	37.19	29.64	22.56
					P/B	2.33	2.19	2.06	1.91
					EV/EBITDA	25	16	11	9

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135