

公司研究

轻工制造/家用轻工/文娱用品

群兴玩具 (002575)

——收购三洲核能，从玩具到核电大跨越

主要观点：

◆玩具业务迎来“两孩”红利。近年来国内玩具行业受到成本不断上升、智能手机等智能移动终端普及的冲击，行业呈现低速增长态势，但未来几年，国内玩具行业将迎来“两孩”政策红利。2015年国内玩具行业主营业务收入2106.8亿元，累计同比增长7.2%。2016年全面两孩政策实施后，预计到2020年，每年因政策因素新出生人口净增300多万，较2015年新出生人口增幅将达到20%左右。新生婴儿数量增长提速，将促进玩具市场消费增长。群兴玩具国内市场营业收入占比近60%，据此测算，“两孩”红利将拉动公司营业收入超过10%的增长。

◆拟收购三洲核能，打造“核电+军工”第二主业。①收购方案：公司拟发行股份收购三洲核能100%股权，标的资产的交易价格暂为16亿元；②配套融资：向三洲特管、中广核资本、国核富盈等8名合格投资者定增募集配套资金81,396.00万元。国内三大核电集团中核、中广核、国电投间接参与本次交易或配套融资。重组完成后，三洲核能在订单获取方面具有先天优势。③利润承诺：三洲特管、华夏人寿承诺三洲核能2016-2018年度三年归属于母公司所有者的净利润分别不低于1.21亿元、1.93亿元、2.82亿元，三年合计不低于5.96亿元，且不低于评估报告确定的盈利预测数。

◆核电市场空间巨大、军品订单高增长。“十三五”期间每年至少开工建设7台核电机组，核电设备年均需求将超过560亿元。此外在“一带一路”战略指引下，核电装备将在未来有较大的可能先于核电技术在海外订单上取得突破；从三洲核能接受军品订单情况来看，军品市场对高品质特殊管道及管配件的需求也在不断快速

投资评级	买入
评级变动	首次
总股本	5.89亿股
流通股本	5.89亿股
ROE(加权)	2.03%
每股净资产	1.52元
当前股价	10.97元

注：上述财务数据截止2015年年报

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc. com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路2号
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司

增长，预计市场每年增长速度可达30%-40%；未来几年，各大型设备需求行业尤其是核电和军工行业将对大型锻件产业发展起巨大拉动作用。

◆**三洲核能核心竞争力突出。**三洲核能创下行业“四个国内第一”，承接了国内二代和二代半核反应堆近60%的主管道订单，现已成功交付15套机组的核岛主管道（含预制），并长期为国内各核电站提供管件备品备件。目前正在研制核电三代技术，并已取得重大进展，为后续发展提供了技术支撑。

投资建议：

我们预计公司玩具业务2016-2017年的净利润分别为2536万元、2686万元，我们给予玩具业务2016年70倍P/E，对应市值17.75亿元；三洲核能2016年承诺净利润为1.21亿元，目前核电行业P/E中位值69.46倍，给予三洲核能2016年65倍P/E，对应市值为78.65亿元。综合考虑，三洲核能收购完成后，公司的合理市值达到96.40亿元，当前市值为67.85亿元，公司估值仍有较大上升空间，我们首次给予其“买入”投资评级。

风险提示：

三洲核能收购事项未被核准；“两孩”政策对玩具业务影响低于预期。

主要财务数据及预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	500.88	404.16	319.38	264.60	288.99
增长率%	-0.77%	-19.31%	-20.98%	-17.15%	9.22%
归属母公司股东净利润（百万元）	24.47	14.87	18.19	25.36	31.11
增长率%	-43.85%	-39.25%	22.34%	39.42%	22.71%
基准股本（百万）	267.60	267.60	588.72	588.72	588.72
每股收益（元）	0.09	0.06	0.03	0.04	0.05
净资产收益率%	2.71%	1.65%	2.03%	2.82%	3.45%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

说明：本盈利预测不包括三洲核能数据



目 录

1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 玩具业务迎来“两孩”红利	6
3. 拟收购三洲核能，打造“核电+军工”第二主业	7
3.1 拟收购三洲核能-切入核电、军工产业	7
3.2 核电市场空间巨大、军品订单高增长	8
3.3 创下行业“四个国内第一”，承接了国内核电近六成主管道订单	9
3.3 三洲核能盈利预测	10
4 盈利预测	11

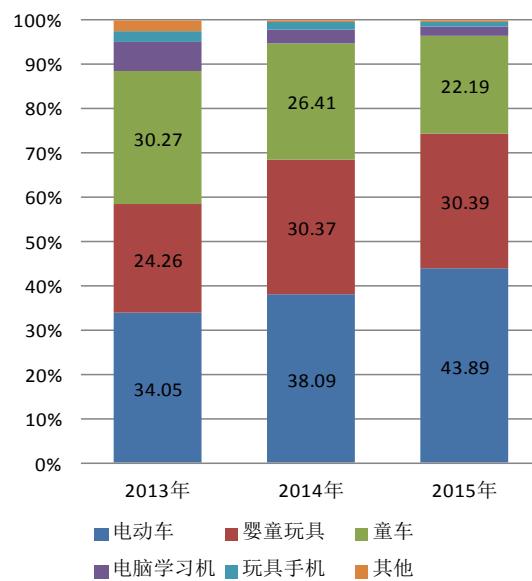


1 公司基本情况

1.1 公司主营业务情况

公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一，十多年来一直专注于电子电动玩具的研发设计、生产及销售业务。产品包括童车、电脑学习机、电动车、婴童玩具和玩具手机等五大系列，主要畅销欧美、中东、东南亚以及国内各大中城市。公司今年1月份发布公告，拟收购三洲核能100%股，该收购完成后，公司将形成“玩具+核电军工”双主业。

图表1 公司营业收入结构

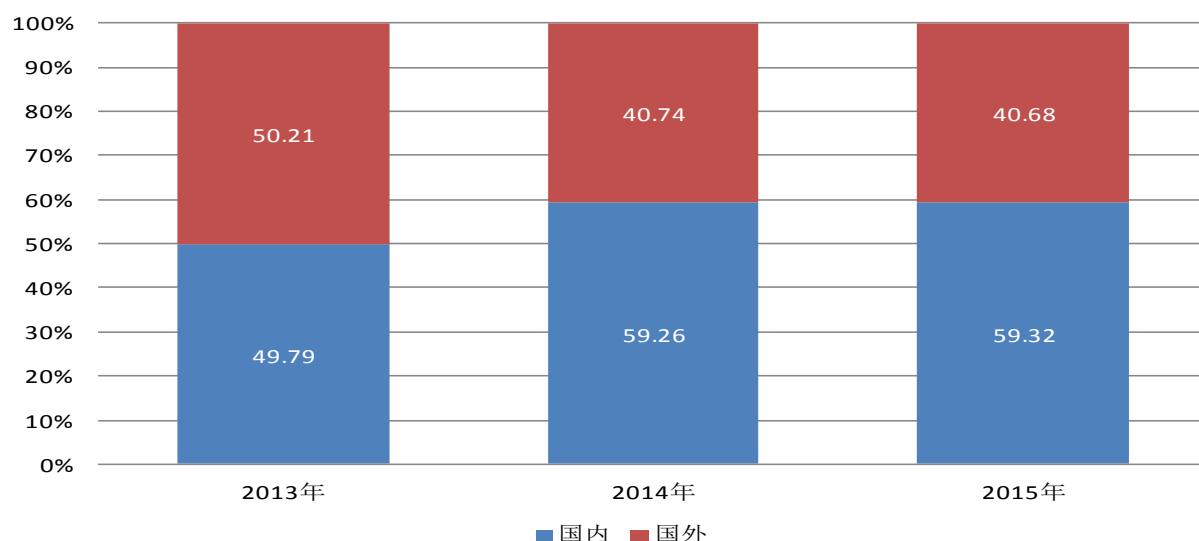


图表2 公司毛利结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表3 国内外营业收入占比（%）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



2015年公司实现营业收入3.19亿元，同比增长-20.98%；实现净利润1818.64万元，同比增长22.34%。2015年营业收入国内占比59.32%，国外占比40.68%。

1.2 公司主要财务数据概览

图表4 近5年来公司营业收入及同比增速



图表5 近5年来归属母公司净利润及同比增速



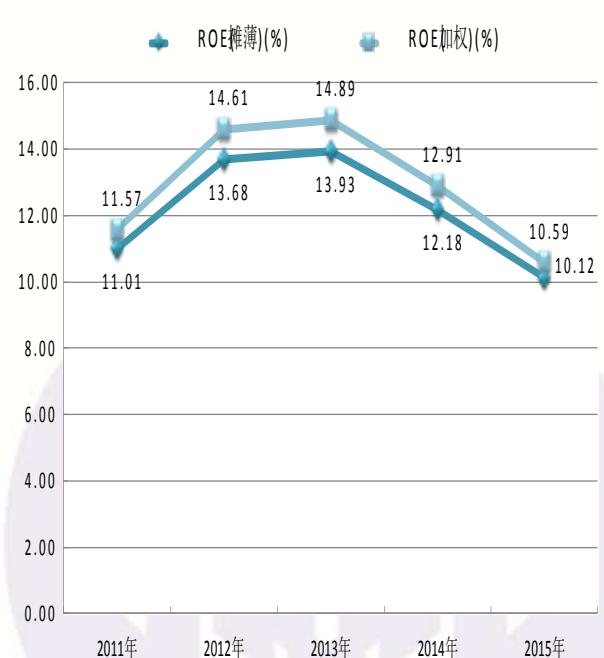
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表6 近5年来公司销售毛利率与净利率



图表7 近5年来公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



公司所处行业属于传统劳动密集型产业，市场集中度低、竞争激烈，品牌效应不明显，同质化严重，附加值较低。同时，近年来经济增速放缓，原材料和劳动力成本上涨，传统出口竞争优势不断弱化，部分出口订单和产业向新兴经济体转移；欧、美等国玩具安全和环保标准的提高加重了国内出口企业的检测成本；智能手机等智能移动终端的普及对玩具行业造成一定的冲击；乌克兰危机导致公司东欧市场订单萎缩。受上述多个不利因素的影响，公司营业收入增速呈下滑态势，2013-2015年，公司营业收入同比增长分别为3.17%、-17.43%、-20.08%。

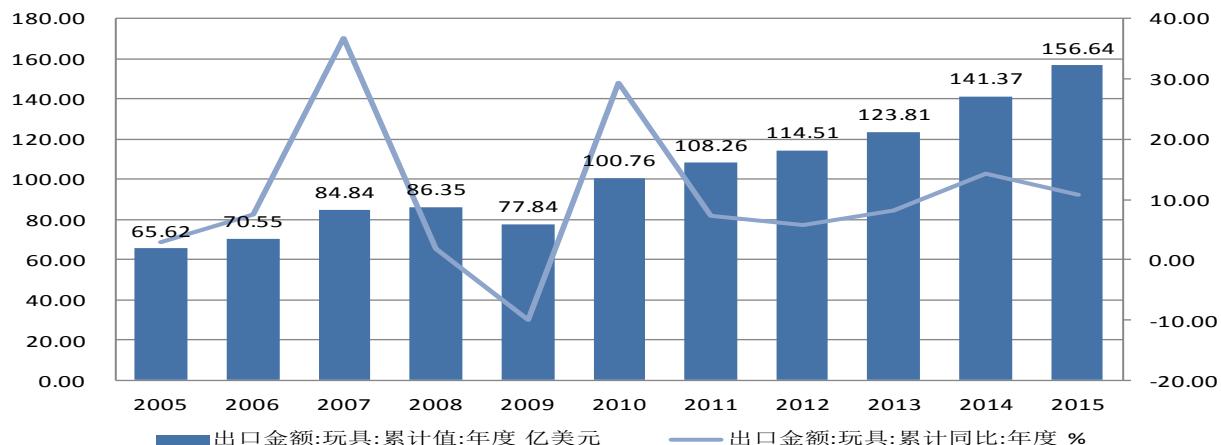
2 玩具业务迎来“两孩”红利

近年来国内玩具行业受到成本不断上升、智能手机等智能移动终端普及的冲击，行业呈现低速增长态势，但未来几年，国内玩具行业将迎来“两孩”政策红利。

2014年，全球玩具市场零售额近868.27美元，根据Euromonitoer预测，到2018年全球玩具市场零售额将达981.14亿美元，2014-2018年年均复合增长率为3.10%。海关总署统计数据显示，2015年我国玩具出口156.64亿美元，同比增长10.80%。2015年国内玩具行业主营业务收入2106.8亿元，累计同比增长7.2%；利润总额106.2亿元，累计同比增长9.6%。

根据《中共中央、国务院关于实施全面两孩政策改革完善计划生育服务管理的决定》，从2016年开始实施全面两孩政策。据卫计委等部门的研究结果，实施全面两孩政策后，预计到2020年因政策的因素约新增1700万人出生，每年净增超过300多万。统计局的数据显示，2015年出生人口1655万人，全面两孩政策后，新出生人口增幅将达到20%左右。新生婴儿数量增长提速，将促进玩具市场消费增长。群兴玩具国内市场营业收入占比近60%，据此测算，“两孩”红利将拉动公司营业收入超过10%的增长。

图表8 玩具出口金额及增速



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

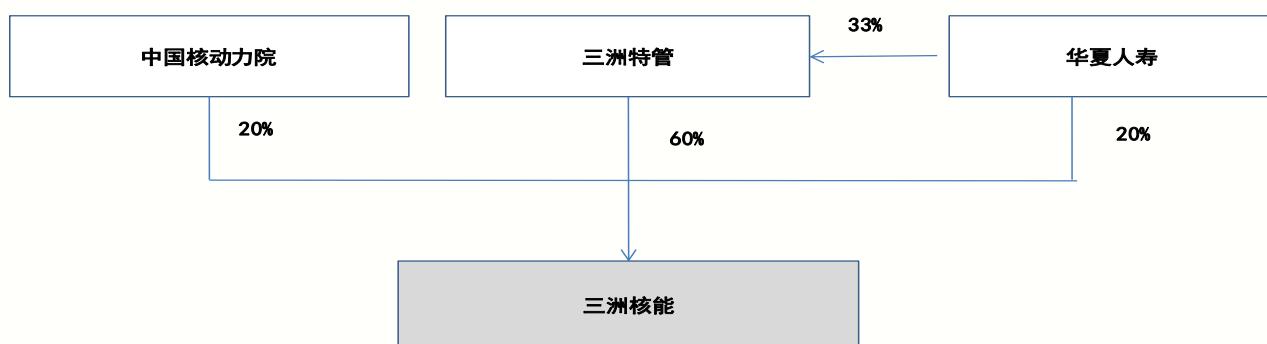


3. 拟收购三洲核能，打造“核电+军工”第二主业

3.1 拟收购三洲核能-切入核电、军工产业

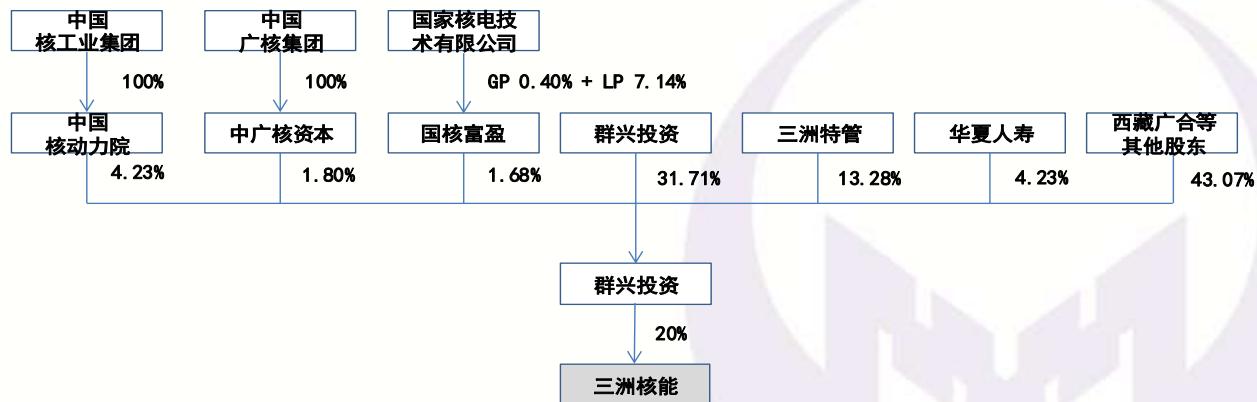
交易方案概述：公司今年1月6日发布公告，拟向三洲特管、中国核动力院和华夏人寿发行股份购买其合计持有的三洲核能100%股权，标的资产的交易价格暂为16亿元，发行价格为9.09元/股；同时向三洲特管、中广核资本、国核富盈、西藏广合、中合国能、永图沃通、北加凯隆、信合精诚等8名合格投资者定增募集配套资金81,396.00万元，发行价格为11.97元/股，募集资金将用于标的公司第三代核能用关键零部件先进制造生产技术改造建设项目、支付本次交易相关中介机构费用，剩余部分用于补充上市公司流动资金。需要关注的是，本次重组标的方的股东及募集配套资金的认购对象中核、中广核、国电投是目前国内核电站的主要投资方和运营商（业主），也是国家三大拥有核电运营资质的企业，显示他们三大集团对三洲核能未来发展前景的信心。重组完成后，三洲核能在订单获取方面具有先天优势。

图表9 三洲核能收购前股权结构图



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表10 三洲核能收后（含配套资金）股权结构图



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

利润承诺及补偿安排:根据三洲特管、华夏人寿与上市公司签署的《利润承诺及补偿协议》，三洲特管、华夏人寿承诺三洲核能 2016-2018 年度三年归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1.21 亿元、1.93 亿元、2.82 亿元，三年合计不低于 5.96 亿元，且不低于评估报告确定的盈利预测数。

利润补偿协议同时承诺，若三洲核能累计实现的净利润超过承诺利润，则超过部分的 40%以现金方式奖励给三洲核能届时在职的主要管理人员和核心技术人员，但奖励总金额不超过 2 亿元。我们认为该协议的奖励力度大，将起到充分的激励效果，利于稳定核心管理和技术团队。

三洲核能是国内最大核电二代、二代改进型主管道供应商，是某军用产品的唯一合格供应商，服务于核电、军工、石化等行业，是业内大型骨干企业，核电产品主要为核电主管道、核级压力容器、热交换器、核级锻件、核级管配件及核电用特殊材料等；民品主要为民品特种钢管、管配件、锻件等；军品及其他主要为某军用产品、管配件、锻件及加工劳务等；其他业务主要为特种钢管贸易、产品测试费等。

3.2 核电市场空间巨大、军品订单高增长

核电建设速度加快，为核电设备带来巨大的市场空间。根据核能行业协会的统计数据，2015 年我国投入商业运行的核电机组共 28 台，总装机容量达到 2642.7 万千瓦，约占全国电力总装机容量的 1.75%。截至 2015 年 12 月底，全球在建核电机组共 67 台，其中中国 24 台，装机容量 2654.9 万千瓦（数据来源：中国核建首次公开发行 A 股股票招股说明书），中国在建机组数占到全球总数的 35.8%，在建规模继续居全球首位。根据《核电中长期发展规划（2011-2020）》，我国 2020 年在运核电机组装机容量将达 5800 万千瓦、在建核电机组装机容量 3000 万千瓦。若以每台机组装机容量 100 万千瓦推算，“十三五”期间每年至少开工建设 7 台机组，考虑“十三五”国内三代核电技术将大规模采用 AP1000 机型，以 AP1000 机型单位投资预算 16000 元/千瓦-17000 元/千瓦测算，则每年的核电建设总投资将超过 1120 亿元，按核电设备投资占比 50%计算，核电设备年均需求将超过 560 亿元。

此外在“一带一路”战略指引下，核电装备将在未来有较大的可能先于核电技术在海外订单上取得突破。

军品订单高速增长。随着我国国防建设力度的加强，国防事业对高精尖战略性武器的需求日益增大，军用设备行业将需要大量高端管材、锻件，这也将为军用设备行业带来巨大的市场空间。国家十三五规划纲要指出：“改革国防科研生产和武器装备采购体制机制，加快军工体系开放竞争和科技成果转化，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域。”2016 年 3 月中共中央政

治局审议通过的《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》把军民融合发展上升为国家战略，这为三洲核能迈入高精尖战略武器范畴提供了契机。从三洲核能接受军品订单情况来看，军品市场对高品质特殊管道及管配件的需求也在不断快速增长，预计市场每年增长速度可达 30%-40%。

核电和军工拉动大型锻件产业发展。大型锻件与大型铸件相比，具有更优异的金属性能，主要用于重大装备的关键和重要部件。大型锻造工艺复杂，是重大装备制造的关键技术之一，是衡量一个国家制造业发展水平和先进程度的重要标志之一。为突破重大装备国产化过程中面临的大件供应瓶颈，摆脱对国外厂商的依赖，2009 年国务院颁布《装备制造业调整和振兴规划》，明确指出要提升大型锻件产品制造水平，并出台了一系列政策支持大型锻件的设计、制造，为大型锻件行业未来发展提供了强有力的政策支持。电力、冶金、石化、船舶、重型机械、航空航天等行业的发展将对大型锻件产生巨大需求。未来几年，各大型设备需求行业尤其是核电和军工行业将对大型锻件产业发展起巨大拉动作用。

3.3 创下行业“四个国内第一”，承接了国内核电近六成主管道订单

三洲核能在核电军用设备研发和制造行业创下了“四个国内第一”的业绩，即：

- 国内第一家获得《民用核安全设备制造许可证》从而具有核电站主管道制造资格的企业
- 国内第一家实现百万千瓦级核电站主管道成套生产和预制从而成为国内第一家实现核电站主管道国产化并具有成套核电主管道制造业绩的企业、
- 国内第一家能够按照美国 ASME 标准和法国 RCC-M 标准进行生产并成为国内第一家实现核电站主管道“走出去”的企业、
- 国内第一家攻克某军用关键设备难题并成为某军用产品唯一合格供应商的企业。

核电主管道设备是连接核岛反应堆压力容器、蒸汽发生器和主泵等关键部件的大型厚壁承压管道，被称作核电站的“主动脉”。目前，三洲核能的核电主管道产品已成功应用于岭澳核电站、红沿河核电站、宁德核电站、福清核电站、阳江核电站、防城港核电站和巴基斯坦恰希玛核电站，核级管件（弯头、三通及异径管等）成功应用于福清核电站、昌江核电站、红沿河核电站、宁德核电站、防城港核电站、阳江核电站，承接了国内二代和二代半核反应堆近 60%的主管道订单，现已成功交付 15 套机组的核岛主管道（含预制），并长期为国内各核电站提供管件备品备件。

在国家重启核电的大背景下，三洲核能紧跟行业发展，同时采取改进型传统工艺和研发创新工艺推进三代核电主管道的研发和制造。

目前正在研制核电三代技术，并已取得重大进展，为后续发展提供了技术支撑。2015 年，“华龙一号”示范工程——福清核电 5、6 号机组和防城港核电 3 号机组以及“华龙一号”海外首堆

巴基斯坦卡拉奇项目均已开工建设，进展顺利。阿根廷项目签署框架合同，英国项目签署投资协议。“华龙一号”在国际市场开发取得重大突破。在“华龙一号”占据国内外市场的大好机遇下，三洲核能将通过过硬的技术和产品质量占领市场，具有良好的发展前景和较强的持续盈利能力。

3.4 三洲核能盈利预测

■ 核电产品

核电主管道方面，按照我国核电发展规划，根据三洲核能的行业地位、市场份额情况和未来年度在核电产品的经营计划，2016年预计有1-2台机组的主管道订单，预计实现收入0.8-1.2亿元；预计2017-2019年期间每年至少能取得2-3台机组的主管道订单，年均可实现收入约2亿元。

核级锻件方面，2017-2019年国内核电设备将迎来高速增长期，核级锻件市场容量年均增长率将达15%-20%。根据三洲核能与战略合作伙伴达成的初步意向，2016年预计有1.5-2亿元核级锻件销售订单，2017-2019年核级锻件销售收入年均增长率可达到20%左右。

此外，核级压力容器及核级管配件方面，三洲核能具有核三级压力容器生产资质，并拥有国内高温气冷堆、快中子堆、NP军用堆压力容器及管配件等供货经验。随着技术改造项目的完成，三洲核能相关产品产能将得到提升，核级压力容器及核级管配件板块也会实现较强的收入增速。

■ 军用产品

三洲核能目前拥有冶炼、静态铸造、离心铸造、锻造、推（压）制、热处理、机加工、焊接、无损检测等9项核心技术，覆盖核电主管道、某军用产品及管配件生产全流程，在核级材料和产品的制造工艺上积累了丰富经验，拥有一支稳定的高素质研发团队，是我国某军用产品的唯一合格供应商。根据三洲核能的经营规划及接受军品订单情况，2016年预计有1.8-2.3亿元军用产品订单，2017-2019年军品销售收入年均增长率可达到30%以上。

■ 民用产品

三洲核能依靠核级设备和核级技术生产民用管道，在工艺和质量方面显著优于同行业其他厂家，得到业界一致好评。在我国核电行业建设重启后，三洲核能资源主要集中于核电主管道、军用设备及相关产品生产，并同时兼顾高端民用产品。根据三洲核能的经营规划及接受民用产品订单情况，2016年预计有1.3-1.8亿元民用产品订单，2017-2019年民品产品销售收入年均增长率可达到10%以上。



4 盈利预测

图表 11 盈利预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	500. 88	404. 16	319. 38	264. 60	288. 99
增长率%	-0. 77%	-19. 31%	-20. 98%	-17. 15%	9. 22%
归属母公司股东净利润 (百万元)	24. 47	14. 87	18. 19	25. 36	31. 11
增长率%	-43. 85%	-39. 25%	22. 34%	39. 42%	22. 71%
基准股本 (百万)	267. 60	267. 60	588. 72	588. 72	588. 72
每股收益 (元)	0. 09	0. 06	0. 03	0. 04	0. 05
净资产收益率%	2. 71%	1. 65%	2. 03%	2. 82%	3. 45%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

说明：本盈利预测不包括三洲核能数据

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。