

邦宝益智 (603398.SH) 家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

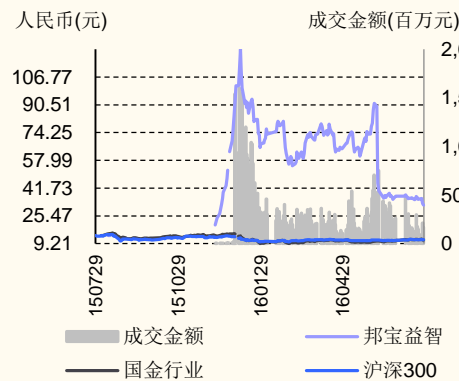
公司点评

市场价格(人民币): 31.82元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	52.80
总市值(百万元)	6,720.38
年内股价最高最低(元)	123.01/13.97
沪深300指数	3221.14
上证指数	2994.32



相关报告

1. 《邦宝益智(603398.SH)深度研究-教育、文化比翼飞,本...》, 2016.6.20
2. 《邦宝益智2015年年报点评-产能放量需待明年,文化、教育延伸...》, 2016.4.25
3. 《邦宝益智研究简报-益智玩具稳发展,文化、教育比翼飞》, 2016.3.5

生产改造升级, 期待产能释放, 继续看好教育、文化双主线布局

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.82	0.69	0.33	0.50	0.66
每股净资产(元)	2.68	5.62	2.78	3.01	3.45
每股经营性现金流(元)	1.00	0.66	0.42	0.54	0.72
市盈率(倍)	0	134	95	64	48
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	9.43%	12.55%	6.88%	48.74%	32.99%
净资产收益率(%)	30.46%	12.26%	12.04%	16.54%	19.18%
总股本(百万股)	72.00	96.00	211.20	211.20	211.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2016年上半年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元、3,353.3 万元和 2,962.5 万元, 同比分别下降 2.45%、增长 4.39%和 4.57%。实现全面摊薄 EPS0.14 元/股, 基本符合我们的预期。

经营分析

- **生产改造升级奏效, 毛利率上升带动利润增长。**2016 年上半年, 公司对原有部分设备进行改造升级, 通过加大技术研发力度、着重工艺改进等工作, 加快新技术的运用转化, 将部分原有生产线改造成全自动化生产线, 降低综合成本。上半年虽然玩具产品整体收入下降了 2.51%, 但是毛利率提高了 2.98 个百分点, 直接带动了公司利润增长。
- **行业空间巨大: 消费升级、政策催化、二孩政策。**近年来, 我国玩具行业持续中、高速发展。2016 年 1-4 月, 全国玩具行业主营业务收入 579.4 亿元, 同比增长 7.6%, 玩具出口金额为 248.6 亿元, 同比增长 5.7%。我国玩具行业发展潜力较大, 主要受益于以下三个因素。1) 消费升级: 中国正经历的第三次消费升级直接推动教育、文化、娱乐和旅游等行业的发展。2) 政策催化: 国家和社会对学前教育发展的支持力度在不断提高, 幼儿园数量和幼儿在园人数快速增长。2009-2014 年, 我国幼儿园数量增长了 51.9%, 至 2014 年全国已有幼儿园 20.99 万所。3) 二孩政策: 根据卫计委的测算, “全面二孩”政策实施后, 每年将新增 250 万个新生儿, 玩具消费的主力人群显著扩容。
- **募投项目稳步推进, 产能瓶颈即将突破。**公司注塑机近年来基本处于满负荷, 甚至超负荷生产状态。2012 年-2015 年, 注塑机产能利用率分别为 101.4%、97.00%、100.61%和 100.82%。2015 年底, 公司 IPO 上市筹资 3.02 亿元, 用于投资建设益智玩具生产基地项目。项目预计将于 2017 年上半年建成, 开始逐步释放产能, 公司注塑能力将从现有的 6,850 吨扩张至超过 15,000 吨 (增幅超过 1.2 倍); 益智玩具生产能力将在目前 25.82 万套/年的基础上增加 32 万套。目前公司募投项目的厂房基建工作已进入后期阶段, 同时为了加快募投项目整体进度, 争取建设项目早日达产, 公司还进行

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

了部分募投项目实施地点变更，预计募投项目将在 2017 年下半年正式投入生产，届时公司产能受限的局面将得到充分缓解。

- **延伸产业布局，“教育+文化”战略值得期待。**公司是本土最大的积木类益智玩具制造商，国内市场份额仅次于乐高。在夯实主业基础上，公司通过与教育机构合作，开发“邦宝积木教育包”，形成独特的“教具-教材-师资培训”营销模式，是目前唯一通过教育部认证的建构类产品。公司通过与国内外一流教育心理学专家合作，专门针对公司产品在教育领域的应用开展相关研究，同时积极参与国家教育部-华南师范大学重点项目“积木构建活动对幼儿思维发展的影响”申报工作，目前该项目已成功通过全国教育科学规划领导小组办公室课题评审。2016 年 7 月，由于与收购标的的资产价格未达成一致意见，公司公告终止收购某文化娱乐公司，我们认为，虽然本次收购已经终止，但是无论从海外对标公司乐高近年来通过“教育+文化”战略领跑全球玩具产业，还是从国内玩具同业的成功转型经验来看，公司未来在泛文化领域积极寻找优质产业资源，延伸产业布局，扩大品牌价值和影响力值得期待。

风险因素

- 原材料波动风险；产能释放不达预期；“教育包”产品+服务推广不利；向教育和文化领域产业延伸不达预期。

盈利预测与投资建议

- 作为国内益智玩具领导品牌，公司产能瓶颈即将突破，带来玩具制造主业恢复高速增长。同时，我们看好公司“教育+文化”产业延伸战略布局带来的业绩和估值同步提升。我们维持公司 2016-2018 年 EPS0.33/0.50/0.66 元/股的预测（三年 CAGR28.4%），对应 PE 分为 95/64/48 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	278	299	309	330	501	675	货币资金	61	60	347	385	411	483
增长率		7.4%	3.6%	6.6%	51.9%	34.8%	应收款项	6	5	5	6	9	13
主营业务成本	-186	-197	-192	-213	-327	-446	存货	44	42	43	50	77	105
%销售收入	66.9%	66.1%	62.0%	64.5%	65.3%	66.0%	其他流动资产	5	5	0	6	8	10
毛利	92	101	117	117	174	230	流动资产	116	112	394	447	506	611
%销售收入	33.1%	33.9%	38.0%	35.5%	34.7%	34.0%	%总资产	47.6%	43.7%	68.6%	67.7%	67.5%	69.1%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-2	-2	-3	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	122	140	173	196	217	238
营业费用	-10	-11	-19	-13	-19	-24	%总资产	50.1%	54.3%	30.0%	29.6%	29.0%	26.9%
%销售收入	3.7%	3.7%	6.2%	3.8%	3.7%	3.5%	无形资产	4	4	6	14	24	34
管理费用	-18	-19	-23	-21	-31	-42	非流动资产	128	145	180	213	243	274
%销售收入	6.6%	6.3%	7.3%	6.4%	6.3%	6.1%	%总资产	52.4%	56.3%	31.4%	32.3%	32.5%	30.9%
息税前利润 (EBIT)	62	69	73	82	122	162	资产总计	244	257	575	660	749	885
%销售收入	22.3%	23.2%	23.6%	24.8%	24.3%	23.9%	短期借款	26	20	0	0	0	0
财务费用	-1	0	2	7	8	9	应付款项	32	35	23	38	59	79
%销售收入	0.4%	-0.1%	-0.5%	-2.3%	-1.6%	-1.4%	其他流动负债	5	5	6	29	43	57
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	流动负债	63	59	29	67	101	137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	5	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	67	64	35	67	101	138
营业利润	61	68	75	89	130	171	普通股股东权益	177	193	540	587	636	730
营业利润率	21.8%	22.9%	24.3%	27.1%	25.9%	25.3%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	1	1	2	1	1	1	负债股东权益合计	244	257	575	660	749	885
税前利润	62	69	77	90	131	172	比率分析						
利润率	22.3%	23.1%	25.0%	27.3%	26.1%	25.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-10	-11	-13	-20	-26	每股指标						
所得税率	13.4%	14.8%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	每股收益	0.34	0.37	0.31	0.33	0.50	0.66
净利润	54	59	66	77	111	146	每股净资产	2.46	2.68	5.62	2.78	3.01	3.45
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.90	1.00	0.66	0.42	0.54	0.72
归属于母公司的净利润	54	59	66	71	105	140	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.11	0.16	0.22
净利率	19.3%	19.7%	21.4%	21.4%	21.0%	20.7%	回报率						
							净资产收益率	30.28%	30.46%	12.26%	12.04%	16.54%	19.18%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	21.99%	22.86%	11.51%	10.71%	14.04%	15.80%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	26.44%	27.73%	11.57%	11.73%	15.97%	18.35%
净利润	54	59	66	77	111	146	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.66%	7.43%	3.58%	6.60%	51.93%	34.76%
非现金支出	10	12	12	12	14	16	EBIT 增长率	12.78%	11.67%	5.21%	12.08%	48.91%	32.73%
非经营收益	1	1	0	-1	-1	-1	净利润增长率	10.76%	9.43%	12.55%	6.88%	48.74%	32.99%
营运资金变动	0	0	-15	1	-9	-10	总资产增长率	8.72%	5.26%	123.55%	14.82%	13.50%	18.15%
经营活动现金净流	65	72	64	88	115	152	资产管理能力						
资本开支	-41	-24	-42	-43	-43	-46	应收账款周转天数	1	2	3	2	2	2
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	88	80	81	86	86	86
其他	3	1	1	0	0	0	应付账款周转天数	45	38	37	45	45	45
投资活动现金净流	-38	-23	-41	-44	-43	-46	固定资产周转天数	104	97	93	92	62	47
股权募资	0	0	312	0	-22	0	偿债能力						
债权募资	-6	-6	-20	-6	0	1	净负债/股东权益	-19.75%	-20.71%	-64.23%	-64.87%	-63.50%	-64.52%
其他	-30	-45	-26	0	-23	-35	EBIT 利息保障倍数	52.0	-420.9	-47.3	-10.9	-14.9	-17.7
筹资活动现金净流	-37	-51	266	-6	-45	-34	资产负债率	27.39%	24.96%	6.10%	10.13%	13.53%	15.55%
现金净流量	-10	-3	288	38	27	72							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-05	买入	54.81	75.00~82.00
2	2016-04-25	买入	64.55	N/A
3	2016-06-20	买入	38.74	49.50~49.50

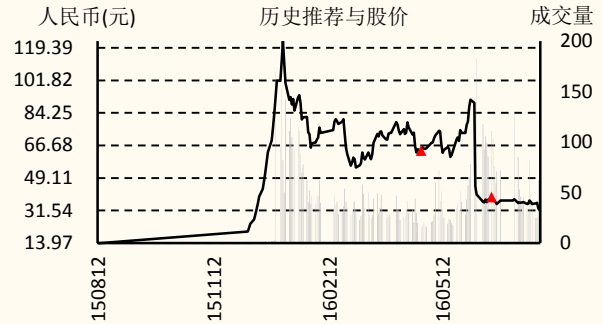
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD