

湘财证券研究所

TMT 研究小组

张良卫

Tel: 021-68634510-8227

Email: zlw2889@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634518-8331

Email: cg2012@xcsc.com

发行股本: 3800 万股

发行总股本: 14800 万股

投资要点

- **拥有自主品牌的玩具生产企业。**公司主要从事玩具的研发、生产和销售，主要产品包括电动火车、机器人、电动车、线控仿真飞机、女仔玩具、磁性学习写字板等，产品规格品种达 1,000 余种。公司坚持自主品牌战略，研发能力强，销售网络广泛，主要销往国外市场，正积极准备开拓国内市场。公司拥有品牌、渠道、技术优势，有助于维持公司较高的毛利率水平，从而提升公司的核心竞争力。
- **玩具行业竞争激烈，但发展空间巨大。**世界玩具市场空间巨大，05 年全球玩具市场销售额已经超过 1000 亿美元，而中国的玩具出口是世界玩具供应的重要力量，全球 75% 的玩具由我国生产，广东省占据我国玩具出口总量的 70% 左右。同时国内的玩具消费市场也将逐步启动，玩具市场前景可观。
- **募投项目增加产能，有望带动公司快速发展。**本次募集资金主要用于“电子电动玩具生产建设项目”及“新建研发中心项目”，均围绕主营业务进行，并着重扩大现有生产规模。电子电动玩具生产建设项目建成后将达到每年 452 万套玩具的生产能力；新建研发中心项目将提高公司产品的技术含量，加强公司新产品设计能力，增强产品市场竞争能力，对公司持续快速发展做出贡献。
- **估值及投资评级。**我们预计公司 09-11 年摊薄后每股收益为 0.50、0.69 和 0.85 元，根据同行业公司的估值水平，综合考虑公司的成长性，行业的成长空间，我们给予 2010 年的合理 PE 为 28-32 倍，合理投资价值为 19.32-22.38，建议询价区间为 20-23 元。
- **风险提示：**国外市场消费回落风险，汇率风险，原材料价格波动风险。

高乐玩具重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	294	310	384	461
收入同比(%)	23%	6%	24%	20%
归属母公司净利润	48	76	105	129
净利润同比(%)	60%	60%	38%	23%
毛利率(%)	28.4%	37.0%	39.0%	38.0%
ROE(%)	24.8%	24.6%	9.4%	10.4%
每股收益(元)	0.31	0.50	0.69	0.85

目录

1 公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股本情况	4
1.3 公司发展战略	5
2 玩具行业竞争激烈，但发展空间巨大	5
2.1 全球玩具行业正发生产业转移	5
2.2 国内玩具行业“大而不强”	6
2.3 行业进入门槛不高，但高端厂商竞争力强	7
2.4 中国玩具出口决定全球供需	8
2.5 玩具市场未来容量巨大	9
3 品牌、渠道、技术三大优势提升竞争力	10
3.1 差异化打造自主品牌	10
3.2 销售、采购“双分散”，取得上下游议价能力	11
3.3 技术优势、功能创新是提价的灵魂	12
4 募投项目有望带动公司快速发展	13
4.1 电子电动玩具生产建设项目	13
4.2 新建研发中心项目	14
5 盈利预测与估值分析	15
5.1 盈利预测	15
5.2 估值水平	15
6 风险提示	15
6.1 国外市场消费回落风险	15
6.2 汇率风险	15
6.3 原材料价格波动的风险	16

图目录

图 1：股权结构图	5
图 2：中国玩具出口稳步增长	6
图 3：广东玩具出口增长迅速	7
图 4：2006 年国内玩具出口地区分布	9
图 5：玩具工艺生产开始回暖	9
图 6：公司各类产品比重情况	10
图 7：公司自主品牌比重一直维持在 95%以上	10
图 8：各类渠道销售变化情况	11
图 9：公司前 5 大销售客户情况	11
图 10：生产成本构成	11
图 11：主要原材料供应商的采购情况	11
图 12：公司研发投入占营收比重逐年提升，3 年翻一番	12
图 13：2007 H1 慧聪玩具市场各类玩具受关注情况	13

表目录

表 2 公司本次发行前后股本情况	4
表 3：公司主要产品的特点和消费人群	10
表 4 高乐股份募投项目	13
表 5：新产品潜在意向客户	14
表 6：可比公司估值水平	15

1 公司概况

1.1 公司简介

公司主要从事玩具的研发、生产和销售,主要产品包括电动火车、机器人、电动车、线控仿真飞机、女仔玩具、磁性学习写字板等,产品规格品种达 1,000 余种。

公司自设立以来,一贯坚持自主品牌战略,自主品牌产品比例高达 90% 以上,远销全世界近百个国家和地区,目前已发展为我国玩具行业中拥有自主品牌、研发能力强、销售网络广泛、生产技术处于行业领先地位的企业之一。公司目前是国内最大的电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板、机器人玩具出口企业,并为行业内国内自主品牌玩具第三名,自主品牌出口电子电动玩具第二名。电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板在欧美市场占有率处于领先地位。公司自有的“GOLDLOK”品牌玩具在欧盟、拉美、俄罗斯、日本、美国、中东及亚洲国家享有较高市场知名度,是我国玩具行业出口的龙头企业。

公司研发中心拥有 78 名研发技术人员,在国内同行业中位居前列,并在香港子公司专设研发中心分支机构,充分发挥其第一时间掌握国际市场产品设计时尚趋势和第一时间投入产品研发的功能;公司在玩具产品结构和功能设计方面拥有 14 项专利和诸多非专利技术,在同类产品竞争中处于优势地位。同时,公司是玩具行业为数不多的国家级高新技术企业,是广东省玩具行业两家具有省级工程技术研发中心的企业之一。

公司销售网络遍及欧洲、美国、拉美、亚洲等区域,客户 300 余家,涵盖玩具专卖连锁店、超市、百货商店、玩具零售商等终端渠道和贸易批发商等,终端渠道商家基本为各渠道的领导者。同时,公司也积极的开拓国内市场。

1.2 公司股本情况

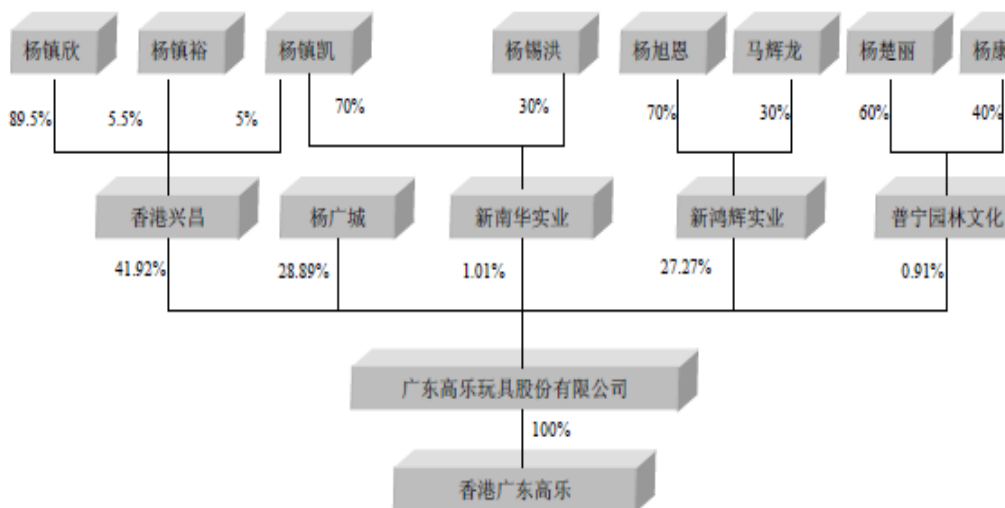
表 1: 公司本次发行前后股本情况

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
一、有限售条件流通股	11,000	100.00%	11,000	74.32%
香港兴昌	4,611.00	41.92%	4,611.00	31.16%
杨广城	3,178.00	28.89%	3,178.00	21.47%
新鸿辉实业	3,000.00	27.27%	3,000.00	20.27%
新南华实业	111.00	1.01%	111.00	0.75%
普宁园林文化	100.00	0.91%	100.00	0.67%
二、本次发行流通股	0	0	3,800	25.68%
合计	9,000	100.00%	14,800	100.00%

资料来源: 招股说明书

公司本次发行前总股本为 11,000.00 万股，本次发行股份为 3,800.00 万股，占公司发行后总股本的 25.68%。本次发行前，公司实际控制人为杨氏家族。发行前，杨氏家族直接或间接持有本公司 91.52% 的股权，本次发行后直接或间接持有本公司 68.01% 的股权，仍为本公司的实际控制人。

图 1：股权结构图



资料来源：招股说明书

1.3 公司发展战略

公司以“高兴快乐、开心事业”为宗旨，充分利用公司研发设计、质量控制及覆盖全球的营销物流网络优势，通过加大研发投入、丰富产品结构、加强质量控制、扩大生产能力等有效举措，进一步巩固提升公司核心竞争力，拓展全球营销市场，继续做大做强，力争将公司打造成为全球知名的国际性玩具企业。

公司计划将高科技含量电子类产品作为公司未来发展的基础，致力于不断提高产品的科技含量，不断创新开拓产品的外观、结构和功能，为市场提供高附加值产品，同时以提高国内自主品牌形象为己任，稳步提升“GOLDLOK”品牌在全球市场的公众形象、影响力和行业地位。

2 玩具行业竞争激烈，但发展空间巨大

2.1 全球玩具行业正发生产业转移

从世界玩具行业主导厂商来看，美国孩之宝、美泰，丹麦乐高，日本万代、任天堂、tommy 公司等行业龙头的规模巨大，品牌效应、研发能力、设计能力以及营销能力方面的优势非常明显。玩具行业属于劳动密集型产业，由于受到原材料价格及人工成本上涨等因素影响，欧美日等经济发达国家普遍进行产业结构调整 and 战略转移，把生产环节向发展中国家转移，公司自身主要通过品

牌、设计、渠道来控制关键环节，以此谋求更大的发展。

与此同时，以中国为代表的发展中国家由于在劳动力、资源、材料等方面存在优势，玩具行业借欧美日转移生产之际取得了迅速发展，但其竞争主要集中在中低档产品或为国外知名厂商贴牌生产，目前全球75%的玩具来自中国。随着全球经济的发展，民众的消费水平和企业的技术水平都在不断提高，玩具产品结构的调整也在加快，行业发展前景值得期待。2005年世界玩具市场销售额已高达1,000亿美元，保持年均约6%的增长势头。

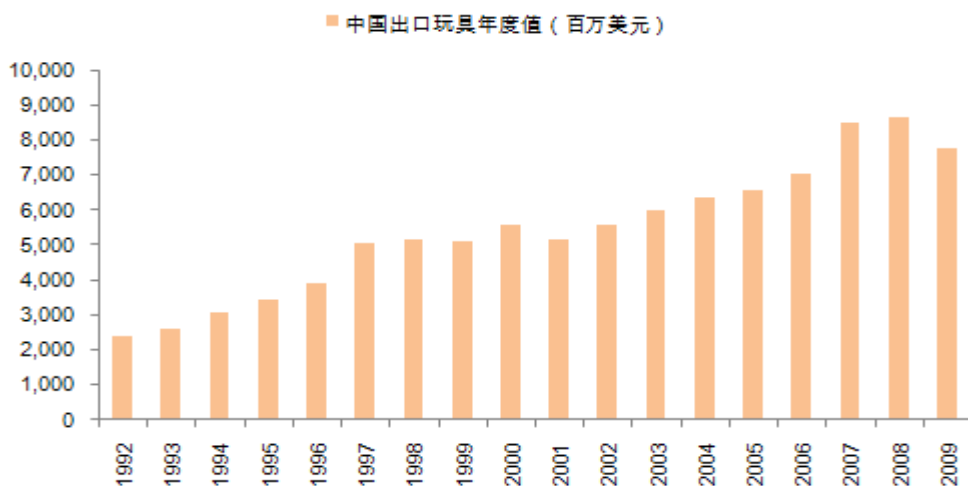
根据预测，在2015年前，我国人口增长将保持每年1500万~2000万人的水平，这将成为我国玩具消费的一个重要群体和增长点。新的生育高峰期主要群体是改革开放初期出生的一代独生子女，这些独生子女在关注孩子成长的花费方面主要表现出两个特征：一是舍得在孩子身上投入，更关注玩具质量而非价格；二是越来越重视儿童的素质教育，这将会带来一个全新的儿童玩具消费市场。

2.2 国内玩具行业“大而不强”

2009年1-11月，玩具制造业产值稳定增长，出口继续呈现小幅下降。玩具制造业工业销售产值当月同比增长13.82%，累计增长7.62%；玩具制造业当月产销率98.14%，同比减少0.66%，累计产销率98.02%，同比增长0.75%；出口交货值当月同比增加5.68%，累计减少4.07%。

凭借低廉的劳动力成本以及多年的发展经验，中国目前已经成为全球最大的玩具生产国和出口国。我国玩具产品出口到100多个国家和地区，玩具已成为我国出口五大支柱商品之一。2002年以来，我国玩具出口量值已经连续攀升5年，年平均增幅18%，增长势头良好。

图 2：中国玩具出口稳步增长

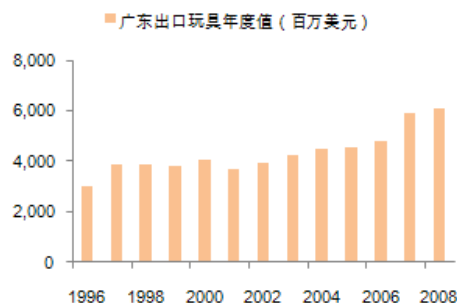


资料来源：海关总署，湘财证券研究所

从区域分布来看，中国玩具的生产和出口主要集中在华南和华东等经济发达地区。2008年国内出口前三位分别是广东省、山东省和浙江省，玩具出口总

金额分别为170.60 亿美元、39.43亿美元和15.50 亿美元，分别占我国出口总额的66.89%、15.46%和6.08%，显示了广东省在国内玩具生产及出口的龙头地位。但是，中国的玩具行业经过这些年的发展，规模逐渐扩大，但还是“大而不强”。首先，2006年出口超过1,000万美元的企业仅为111家，占企业总数的1%，而90%以上的企业年出口额少于100万美元。2007年行业经过整顿，有所好转，但仍然存在行业规模小而散，集中化、组织化程度较低，缺乏规模大的玩具生产商。其次，缺乏玩具开发人才，缺乏品牌效应。我国玩具企业基本上以OEM形式进入国际市场，在全国8,000家玩具生产企业中，虽然有3,000家获得出口许可证，但其出口的七成以上玩具均属来料加工或来样加工，核心研发及设计环节仍在国外。

图 3：广东玩具出口增长迅速



资料来源：广东省统计局，湘财证券研究所

广东玩具主要生产区域珠三角地区如深圳、东莞、珠海的企业主要以OEM贴牌为主，品牌效应不明显，销售手段单一，竞争严峻，直接导致了目前我国玩具产品出口“一高三低”，即出口量高、产品技术含量低、品牌附加值低、经济效益低的现象。因为贴牌生产，此类企业没有研发资金投入，没有玩具安全性能分析能力，仅仅从事简单来样加工，造成近来玩具大幅召回并引致大规模倒闭现象。

但有些优势厂商也意识到OEM经营模式的依赖性和局限性，早在多年前就注重自主品牌对外销售，通过加大研发投入和外观设计创新，极力打造品牌效应，同时提高全系列产品供应能力和销售模式创新等手段以摆脱OEM经营模式，成功地形成了自身技术和品牌优势，获得国内外消费者的广泛认可，在各自细分市场居于相对优势地位。本公司重点依托多年海外市场品牌和营销渠道建设，近年来“GOLDLOK”品牌在国际市场占有重要地位，也一跃成为中国自主品牌出口的领先企业。

2.3 行业进入门槛不高，但高端厂商竞争力强

1、品牌影响力是未来决定产品市场占有率的重要因素。

国内玩具行业品牌少，名牌更少，原因是有能力自创品牌的大型生产企业多做贴牌生产，为了避免影响原来的贴牌生产，为保持客户的关系而较少做自创品牌；而中小企业想自建品牌也限于研发和设计能力，这成为中国玩具行业

的一大弱点。同时，品牌获得认同需要长时间巨大的投入，新进企业品牌也很难在短时间获得市场的普遍认同。

2、产品研发设计能力不足是国内厂商普遍存在的问题。

面对瞬息万变的消费市场和消费者对产品功能、质量、价格以及外观等诸多方面的差异化需求，玩具企业既要顺应时尚，又要善于引导流行趋势，这需要企业具备强大的产品创新意识和创新能力，同时需要制造商强大的市场调研能力和设计实现能力的配套支持。

由于欧美市场玩具进口技术标准的不断提升，不少企业无法达到产品技术要求，正面临随时被淘汰的严峻考验。眼前这些濒临危机的企业所面对的现实，使玩具企业意识到产品研发设计是进入玩具行业并获得生存的主要障碍之一。

3、绿色壁垒和安全壁垒成为新进入企业的准入障碍之一。

北美和欧洲是世界玩具消费的主要市场。ROHS、WEEE、REACH 等指令的出台，标志着以欧盟为代表的发达国家和地区越来越注重环保和安全要求。

因此，努力提高自身产品的各项质量保证安全标准，达到各主要出口市场不断提升的新进口技术标准要求或通过加强管理以消化绿色壁垒给企业带来的额外成本，成为行业内所有企业必须面对的问题。

4、材料及工艺技术水平限制。

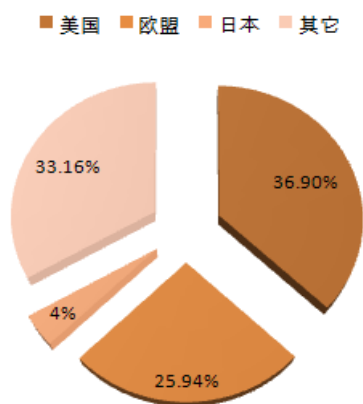
低成本地生产高质量、多样化的产品需要先进的设备与工艺。作为与儿童直接接触的日常用品，新材料、新功能的不断采纳，工艺性的不断改进和生产过程中的大量工艺革新对产品种类的多样性、产品品质和外观有决定性的影响；而采用先进工艺与设备前期投入较大，技术积累周期较长，生产组织较复杂，对员工的素质要求较高，对于新进入本行业的企业会带来相应的限制。

随着生活水平的提高和消费意识的改变，特别是对玩具这类直接接触人身器官的娱乐用品，人们越来越注重产品的环保和安全性能，而品牌对消费者来说无疑是质量的重要保证。

2.4 中国玩具出口决定全球供需

全球 75%的玩具由我国生产，从我国玩具产品出口分布看，基本可判断全球需求状况，2006 年对美国出口额达 65.50 亿美元，与 2005 年的 57.90 亿美元相比，增长 13.20%，占我国玩具出口总额的 36.90%；欧盟排名第二，累计金额为 46.07 亿美元，同比增长 28.44%，占我国玩具出口总额的 25.94%，其中英、法、德、西班牙四国累计 29.17 亿美元，占我国玩具出口总额的 16.40%；日本排名第三为 7.90 亿美元，与 2005 年的 7.59 亿美元相比下降 5.3%，占我国玩具出口总额的 4%左右。目前除中国外，其他一些玩具的主要生产地区有德国、法国、巴西、西班牙、越南、印度等国家，但规模很小。

图 4：2006 年国内玩具出口地区分布



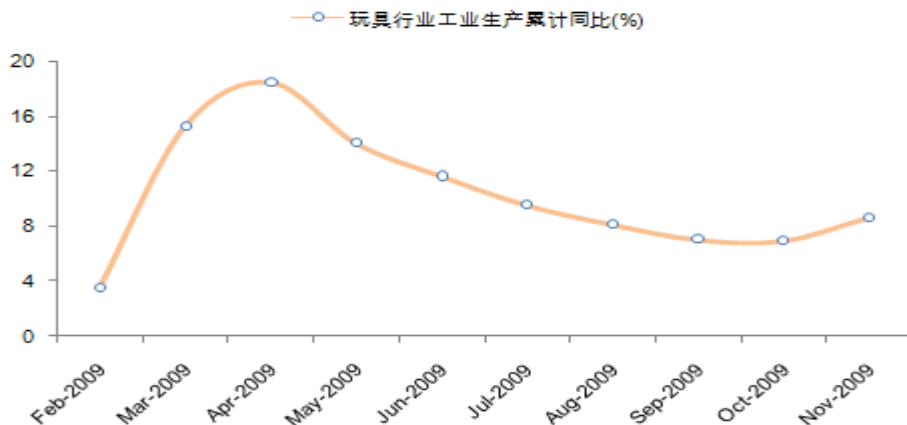
资料来源：湘财证券研究所

据中国玩具协会相关数据,自 2004 年以来,中国玩具行业规模逐年扩大,但利润率呈下降趋势,主要原因在于行业内大多数企业都以贴牌生产为主,利润空间受挤,在面对环保升级、质量控制成本提高的情况下,不能有效应对国际市场需求,也无法向国际玩具采购商转移上升成本,从而造成行业利润率下滑。自主创新、打造品牌、建立自己的核心竞争力已经成为玩具企业可持续发展的必经之路。

2.5 玩具市场未来容量巨大

从国内方面看,目前中国人均玩具消费水平偏低,中国儿童玩具人均年消费只有约 30 元,远远低于国际水平。根据国家统计局 2007 年 3 月公布的人口抽样调查:2005 年内地 14 岁以下少年儿童 2.65 亿,而中国经济处于良好的增长期,未来可以保持 8%-9%的增速。随着经济持续增长和城乡居民收入显著提高,国内整个购买力有较大而迅速的提高。

图 5：玩具工艺生产开始回暖



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

从国际方面看，随着全球经济的稳步增长，发达国家扩大了对玩具这类有益孩童成长产品的需求，且需求稳步上升，特别是美国、欧盟和日本。美国是世界最大的玩具消费市场，儿童人均玩具消费达 340 美元，玩具销量占世界总销量的 30%。欧盟每年进口玩具 60 亿-90 亿欧元，其中从中国进口的占 66%-80%，也是中国的重要玩具出口市场。发展中国家随着经济增长带来的消费模式更新将进一步刺激全球玩具市场的需求潜力转变为现实购买力，为中国玩具业的发展壮大提供了更加广阔的市场空间。

3 品牌、渠道、技术三大优势提升竞争力

3.1 差异化打造自主品牌

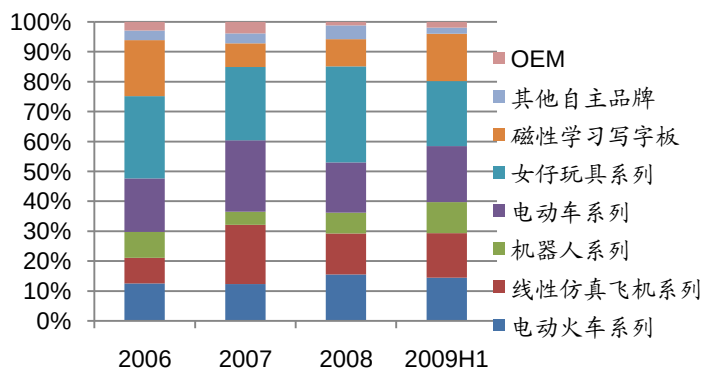
公司产品按销售种类划分主要包括电动火车系列、线控仿真飞机系列、机器人系列、电动车系列、女仔玩具系列、磁性学习写字板系列等，自主品牌产品合计占营业收入 95%以上，这些玩具产品系列也是电子电动玩具市场的主要消费品。

表 2：公司主要产品的特点和消费人群

类别	产品主要功能和特点	适宜消费群
电动火车	以电池提供动力，仿真火车身，可前进、后退、配有扯动	3-8 岁儿童
线性仿真飞机	仿真声音、闪灯、前进、转弯、抬头、仿真螺旋桨转动、机翼张开、收缩	3-8 岁儿童
机器人	电动、无线遥控前进、后退、转身、四肢可活动	5 岁以上
电动车	前进、后退、转弯、加速	3 岁以上
女仔玩具	灯光、仿真各种家务声音	3 岁以上
磁性学习写字板	磁粉显色、擦写无污染，可语音提示	3 岁以上

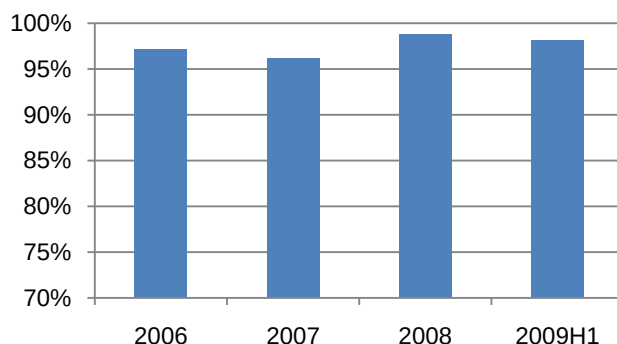
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 6：公司各类产品比重情况



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 7：公司自主品牌比重一直维持在 95%以上



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

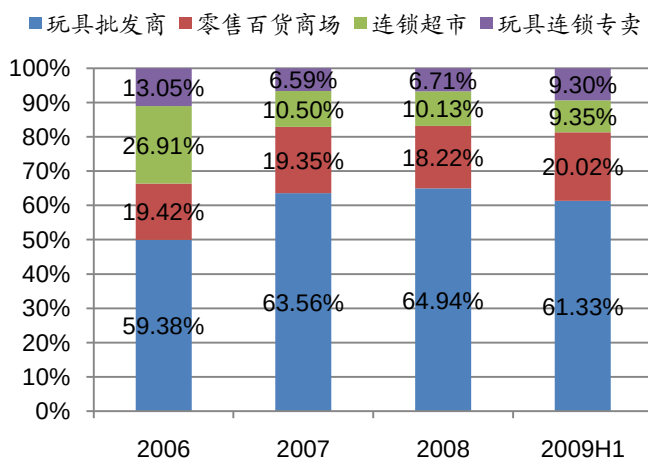
国外品牌竞争激烈，公司产品多为中档产品，通过性价比优势避免与国

外高档品牌竞争；公司拥有 6 大系列自主品牌，在大部分为贴牌产品的国内玩具厂商中取得竞争优势。总之，公司通过走差异化路线、打造自主品牌，取得了自身独特的产品优势。

3.2 销售、采购“双分散”，取得上下游议价能力

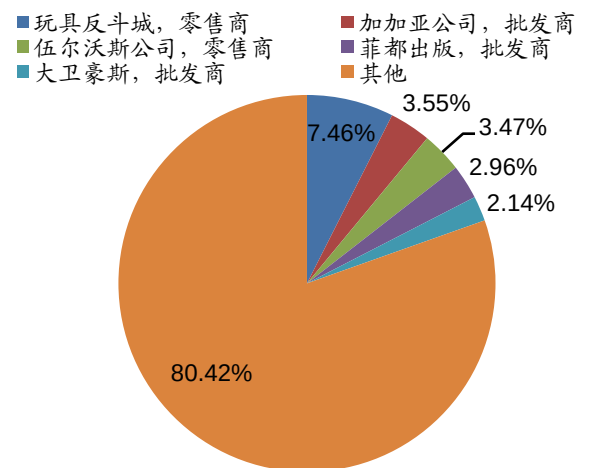
公司的销售渠道主要分为大型连锁零售商和玩具批发商，近年来通过大型连锁零售商实现销售所占比重逐年下降，2009 年略有上升，而通过玩具批发商实现销售所占比重逐年上升，2009 年略有下降。

图 8：各类渠道销售变化情况



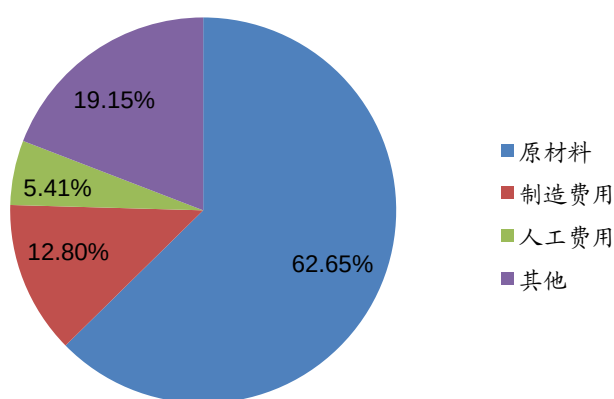
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 9：公司前 5 大销售客户情况



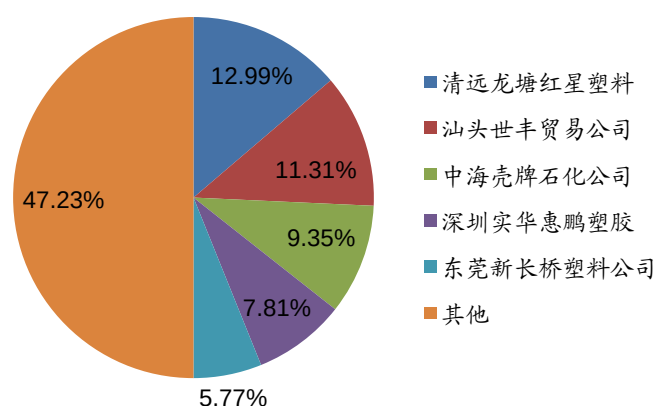
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 10：生产成本构成



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 11：主要原材料供应商的采购情况



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司与玩具零售商、批发商均为直接与其签订销售合同，出口玩具的批发商均为国外客户，内销玩具的批发商为国内客户；公司充分利用市场环境变化，扩大市场份额，拓展批发销售渠道，减少客户依赖性；并在销售上采用自主定价，保证了产品的盈利水平。公司现已有 300 多个客户，坚持对单一客户设置

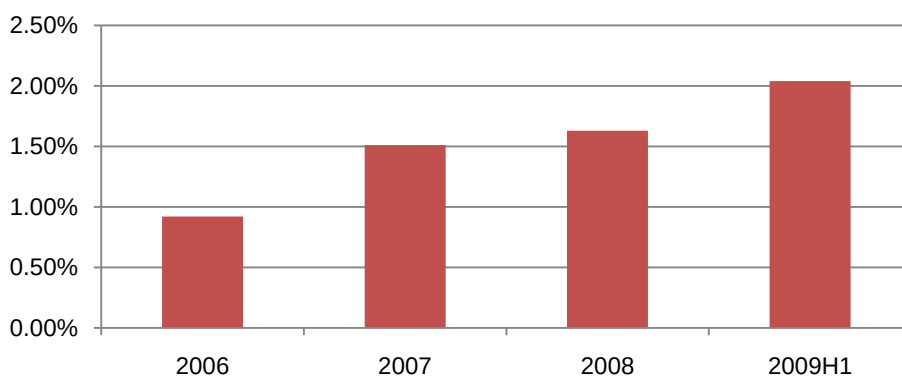
销售额 15% 的上限，使前五名客户集中度由 2006 年 36.73% 降到 17.10% 左右，摆脱了对大客户的依赖，有利于公司提价政策的顺利实施，也增强了产品的市场竞争力。

公司的生产成本中，原材料占 2/3 左右，包括零配件在国内均有充足的货源，部分高档原料从韩国和香港地区进口。公司采取与销售类似的策略，对供应商的采购设置上限，前 5 大供应商的比重单个不超过 15%，合计占 50% 左右，摆脱了对单个供应商的依赖，同时也获取了对单个供应商的一定议价能力。

3.3 技术优势、功能创新是提价的灵魂

公司注重产品创新，研发费用占比逐年提高，2009 年上半年超过 2%，是 2006 年的 2 倍以上；通过技术优势，努力提高产品的附加值，公司从国内众多的玩具 OEM 厂商中脱颖而出。

图 12：公司研发投入占营收比重逐年提升，3 年翻一番



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司研发了十余项核心专利技术和非专利技术，不断适应市场需求开发出新的产品及功能，新技术在产品中的应用使产品的功能性、科技性、可玩性更强，从而推动公司产品价格不断提升；公司凭借玩具行业多年的经验，具备极强的市场信息捕捉能力，能敏锐判断新兴流行趋势，据此及时投入研发并向市场推出紧俏产品，从而获取较高的销售价格；公司的玩具为儿童消费型产品，公司通过不断更新产品外观及包装，提升产品档次，以外观的质感、包装的新颖美观吸引眼球，以小改款实现新价格。

4 募投项目有望带动公司快速发展

本次募集资金拟投资项目总投资额为人民币 23442万元，分别为“电子电动玩具生产建设项目”及“新建研发中心项目”，均围绕主营业务进行，并着重扩大现有生产规模。

表 3:高乐股份募投项目

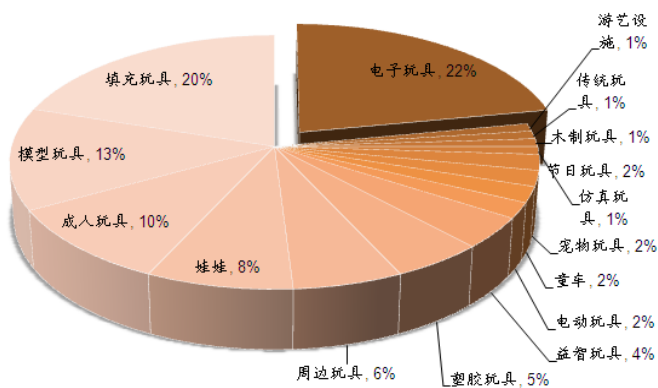
项目名称	项目投资额(万元)	占比
电子电动玩具生产建设项目	19741	84.2%
新建研发中心项目	3701	15.8%
合计	23442	100%

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

4.1 电子电动玩具生产建设项目

公司近年来高速发展，经过多年品牌塑造，公司产品设计新颖、科技含量高，趣味性强，市场需求日益增大，产品供不应求，但生产场地和设备生产能力不足的问题逐渐凸现，成为公司做大做强的瓶颈。

图 13：2007 H1 慧聪玩具市场各类玩具受关注情况



资料来源：慧聪网玩具市场

该项目生产的是包括互动游戏玩具系列、无线电飞机系列、日常生活配套相关类系列、LCD 画面语音教学系列等电子电动玩具，具有良好的市场前景。据中国社会调查事务所的调查，我国城市消费者购买玩具，首选智慧型玩具，其次电子类玩具，第三为高档毛绒和布制装饰玩具。在农村消费者中，首选电子类玩具，其次拼装型玩具，第三为中低档的毛绒和布制玩具。

项目建成后将达到每年 452 万套玩具的生产能力，其中互动游戏玩具系列 125 万套、无线电飞机系列 100 万套、日常生活配套相关类系列 125 万套、LCD

画面语音教学系列102万套。各类产品目前虽处于开发阶段,但已有许多客户提出需求意向。

表 4: 新产品潜在意向客户

产品系列	存在潜在意向需求的客户
互动对打机器人	Toys “R” us、J.C Penny、欧尚、家乐福、DIVERSE MARKETING、Tesco
互动赛车	Toys “R” us、Walgreens、DIVERSE MARKETING、PAWADU PTY.LTD、沃尔玛、欧尚、家乐福、LK-99
遥控飞机	Group Casio、Toys “R” us、MAGIC TOYS、LK-99、Playtech International
保险箱、电动厨房	TRIMARK INTERNATIONAL INC.、沃尔玛、Tesco、LK-99
LCD 动画语音教学玩具	Editonal phidal Inc.、Mark Goldstein Sales、WRT World Enterprises

资料来源: 招股意向书, 湘财证券研究所

该项目投资19741万元, 经济计算期为11 年, 项目建成投产后第一年生产负荷为80%; 第二年及以后各年生产负荷为100%。项目建成达产后, 预计年平均销售收入36230 万元, 可实现年平均利润总额9247 万元, 净利润6936 万元。

4.2 新建研发中心项目

随着公司生产规模的不断扩大, 市场要求的不断提高, 目前公司研发中心渐渐显现技术人才不足、专用检测设备不足、工作场地不足等问题, 另外, 玩具产品更新换代越来越快, 产品生命周期越来越短, 且对玩具的安全性、可靠性越来越重视, 从而对企业加大技术创新, 加强新产品开发提出了更高要求。该项目增加研发检测设备, 有效提高公司产品的新颖度、趣味性、智力性、安全性等方面的研究, 深化各项技术和风格在现有产品及新系列产品上的应用。项目总投资3701万元, 建设期1年, 项目投入运作后, 将提高公司产品的技术含量, 加强公司新产品设计能力, 并加速产品的更新换代, 增强产品市场竞争能力, 对公司持续快速发展作出贡献。

5 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

- 1、 **销售收入：**公司主要包括六类主要玩具，根据前几年的收入增长率，我们预计未来仍有望维持这样的增长水平，2009 年主要受金融危机影响，增长比较缓慢，2010 年将恢复增长，2011 年由于募投项目产能的释放为公司的未来增长提供了保证。09-11 年营业收入分别增长 5.55%，24%，20%。
- 2、 公司具有较强的成本转移能力，预计毛利率未来几年将维持一个较为稳定的水平，我们预计公司 09-11 年毛利率分别为 37%，39%，38%。
- 3、 管理费用与销售费用率略有上升，募集资金将会带来财务费用的大幅减小。
- 4、 公司 09-11 年公司享受的所得税率分别为 15%，15%，15%。

我们预计 09-11 年收入分别增长 5.55%，24%，20%，而净利润分别增长 60%，38%，23%，EPS 分别为 0.50，0.69，0.85 元。

5.2 估值水平

公司的业务模式参考 A 股市场没有完全相同的公司，同样做玩具的奥飞动漫由于有文化属性因而享受更高的估值，而星辉车模也因为汽车文化属性发行市盈率达到 43 倍，我们综合考虑公司的成长性，行业的成长空间，给予 2010 年合理 PE28-32 倍，合理投资价值为 19.32-22.38，建议询价区间为 20-23 元。

表 5：可比公司估值水平

代码	公司	09EPS	10EPS	09PE	10PE
002292	奥飞动漫	0.65	0.92	79	56

资料来源：湘财证券研究所

6 风险提示

6.1 国外市场消费回落风险

公司产品主要出口，美国、欧盟为主要出口地区，目前这些国家和地区玩具生产企业很少，主要依赖从我国进口，但这些国家的贸易政策多变，这些国家和地区贸易壁垒和行业标准如果发生变化，将对公司产品出口欧盟和美国产生一定的影响。

6.2 汇率风险

公司大部分产品出口，结算主要采用美元。人民币汇率波动会给公司带来以下影响：一是汇兑损益，公司自接受订单、采购原辅料、生产到出口，整个业务周期达半年，因此人民币汇率波动会导致本公司出现汇兑损益，二是出口产品的价格竞争力，若人民币汇率波动，公司产品在国际市场的性价比优势将会改变，从而影响本公司的经营业绩。

6.3 原材料价格波动的风险

公司玩具产品按材质分类属于塑胶玩具，原材料主要使用各种塑胶料，近年来，由于石化产品价格波动剧烈，公司采购的塑胶料价格随之变动。塑胶料价格上升，将增加成本、降低利润；塑胶料价格下降，将降低成本、增加利润。公司将努力开拓高附加值功能减小原材料价格波动给公司盈利能力带来的风险，但未来原材料价格如大幅波动，仍将影响公司的经营业绩。

附：高乐股份财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009	2010	2011	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	153	160	820	947	营业收入	294	310	384	461
现金	45	50	691	796	营业成本	210	195	235	286
应收账款	80	78	96	115	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	4	3	4	5	营业费用	6	6	10	12
预付账款	4	9	8	10	管理费用	13	16	21	28
存货	20	21	21	21	财务费用	10	4	-4	-15
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	107	299	334	338	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	62	254	290	294	营业利润	55	89	123	151
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	10	10	10	10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	260	459	1154	1285	利润总额	56	90	124	152
流动负债	67	148	38	39	所得税	9	13	19	23
短期借款	61	141	30	30	净利润	48	76	105	129
应付账款	6	6	7	9	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	-0	1	1	0	归属母公司净利润	48	76	105	129
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	64	101	134	152
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.50	0.69	0.85
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	67	148	38	39	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	110	152	152	152	营业收入	23.0%	5.6%	24.0%	20.0%
资本公积	12	12	712	712	营业利润	59.7%	63.3%	38.3%	22.7%
留存收益	71	148	253	382	归属于母公司净利润	59.5%	60.3%	38.0%	22.6%
归属母公司股东	192	311	1117	1246	获利能力				
负债和股东权益	260	459	1154	1285	毛利率 (%)	28.4%	37.0%	39.0%	38.0%
现金流量表					净利率 (%)	14.4%	16.2%	24.6%	27.4%
单位: 百万元					ROE (%)	24.8%	24.6%	9.4%	10.4%
会计年度	2008	2009	2010	2011	ROIC (%)	26.0%	19.7%	22.2%	24.1%
经营活动现金流	46	86	98	110	偿债能力				
净利润	48	76	105	129	资产负债率 (%)	26.0%	32.2%	3.3%	3.0%
折旧摊销	0	8	14	16	净负债比率 (%)	90.81	95.63	79.87	76.93
财务费用	10	4	-4	-15	流动比率	2.28	1.08	21.83	24.28
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.98	0.94	21.28	23.75
营运资金变动	0	-2	-18	-21	营运能力				
其他经营现金流	-11	-0	-0	0	总资产周转率	1.28	0.86	0.48	0.38
投资活动现金流	-54	-200	-50	-20	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	54	200	50	20	应付账款周转率	36.45	32.54	36.67	36.63
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.50	0.69	0.85
筹资活动现金流	11	118	593	15	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.57	0.64	0.72
短期借款	26	80	-111	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.27	2.05	7.35	8.20
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	42	0	0	P/E				
资本公积增加	0	0	700	0	P/B				
其他筹资现金流	-15	-4	4	15	EV/EBITDA				
现金净增加额	2	5	641	105					

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。