

建议申购

搭乘国内品牌玩具发展启程之帆

估值区间: 19.00 元

2011 年 4 月 11 日

群兴玩具 IPO 投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	10,000
本次发行股数(万)	3,380
发行后总股本(万)	13,380
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例%
广东群兴投资有限公司	59.80
陈明光	3.36
梁健峰	3.36

公司为国内玩具企业龙头之一,考虑国内玩具品牌发展处于起帆之期,参考 A 股行业内同类上市公司 30 倍估值,给予公司二级市场定价 19 元,对应公司 10 年 PE 倍 43 倍,11 年 PE30 倍,建议积极申购。

□ 公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业。公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一,2009 年公司电动童车市场占有率居国内自主品牌企业第二位。

□ 玩具市场进一步提升空间来自新兴市场及国内需求。

(1) 俄罗斯、巴西、中东等新兴市场受金融危机影响较小,对中国玩具的进口量呈现较快增长,市场需求强劲,成为中国玩具出口的主要地区。

(2) 国内玩具行业发展的有利因素:

- 1、市场容量巨大,消费水平提升促进需求进一步增长;
- 2、产品消费结构的提升;
- 3、技术进步推动玩具产业的革新;
- 4、国家对玩具行业的规范促进了行业的长期良性发展;
- 5、关税政策的有利变动。

□ 品牌优势+研发能力为公司主要竞争优势。公司拥有自主的研发设计能力,能根据市场变化快速研发设计各种畅销产品,同时,客户与市场结构的灵活性确保企业的定价能力,品牌优势+研发能力为公司主要竞争优势,是公司较高利润率的保证。

□ 预测 2011、2012、2013 (摊薄) EPS 分别为 0.62 元、0.88 元、1.22 元,同比增长 45%、41%、39%。

□ 建议积极申购。公司为国内玩具企业龙头之一,考虑国内玩具品牌发展处于起帆之期,参考 A 股行业内同类上市公司 30 倍估值,给予公司二级市场定价 19 元,对应公司 10 年 PE 倍 43 倍,11 年 PE30 倍,建议积极申购。

□ 风险提示: (1) 公司主要原材料塑料随石油价格大幅波动影响; (2) 出口退税政策变化的风险; (3) 所得税优惠政策的风险; (4) 汇率变动的风险。

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090203100044

濮冬燕

021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090209030275

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(万元)	359	466	543	709	994
同比增长	17%	30%	17%	31%	40%
营业利润(万元)	42	63	93	133	186
同比增长	57%	49%	47%	43%	40%
净利润(万元)	39	58	83	117	163
同比增长	72%	48%	45%	41%	39%
每股收益(元)	0.29	0.43	0.62	0.88	1.22
ROE	14%	23%	9%	12%	16%

资料来源: 招商证券

正文目录

一、玩具市场进一步提升空间来自新兴市场及国内需求.....	4
(一)北美和欧洲是世界玩具最大消费者，而中国是主要提供国	4
1、北美和欧洲是世界玩具最大消费者	4
2、中国是世界玩具主要提供国	5
(二)进一步提升空间来自新兴市场以及国内需求	6
1、新兴市场玩具需求大幅增长	6
2、我国玩具国内消费提升空间巨大	6
二、搭乘国内玩具品牌发展启程之帆	9
(一)公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业	9
(二)品牌优势+研发能力为公司主要竞争优势	10
(三)募集项目解决公司制约瓶颈	11
3、新建电子电动塑料玩具生产基地项目	11
4、研发检测中心建设项目	12
三、财务分析	13
四、估值及定价分析	16
五、风险提示	17
(一)原材料价格波动风险	17
(二)出口退税政策变化的风险	17
(三)所得税优惠政策的风险	17
(四)外汇汇率变动的风险	17

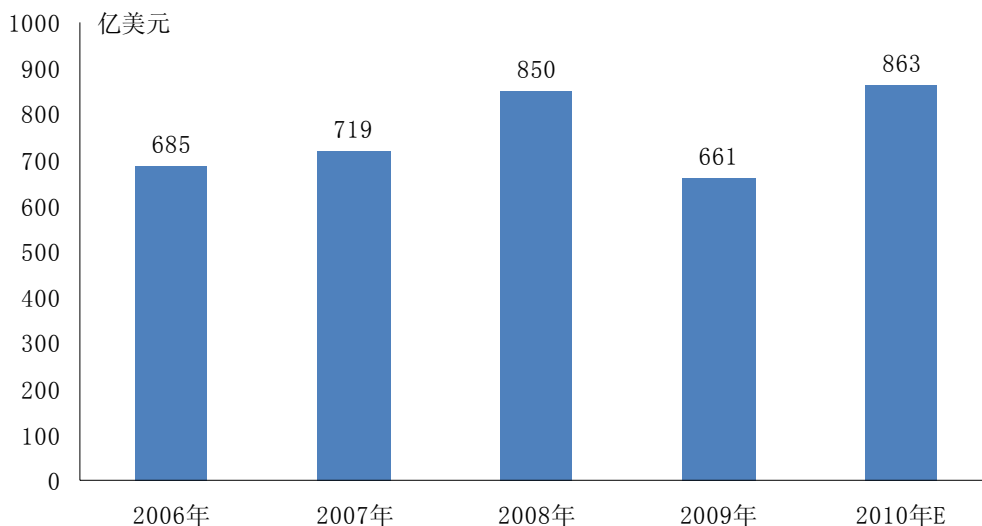
图表目录

图 1: 全球玩具市场近年销售额情况	4
图 2: 世界玩具消费占比情况	4
图 3: 我国玩具出口额	5
图 4: 中国玩具出口情况	5
图 5: 各国儿童年人均消费额	7
图 6: 2006 年至 2009 年人均可支配收入	7
图 7: 中国玩具市场进口额	8
图 8: 公司的股权结构	9
表 1: 本次发行前后公司的股本结构	9
表 2: 公司主要系列产品介绍	10
表 3: 公司竞争优势介绍	10
表 4: 主要竞争对手情况	11
表 5: 募集资金投资项目	11
表 6: 新建电子电动塑料玩具生产基地项目	12
表 7: 公司研发中心项目	12
表 8: 公司主营预测	13
表 9: 营业收入简表	14
表 10: 主要财务指标	15
表 11: 估值对比表	16
表 12: 公司出口退税情况	17
附: 财务预测表	18

一、玩具市场进一步提升空间来自新兴市场及国内需求

(一) 北美和欧洲是世界玩具最大消费者，而中国是主要提供国

图1: 全球玩具市场近年销售额情况

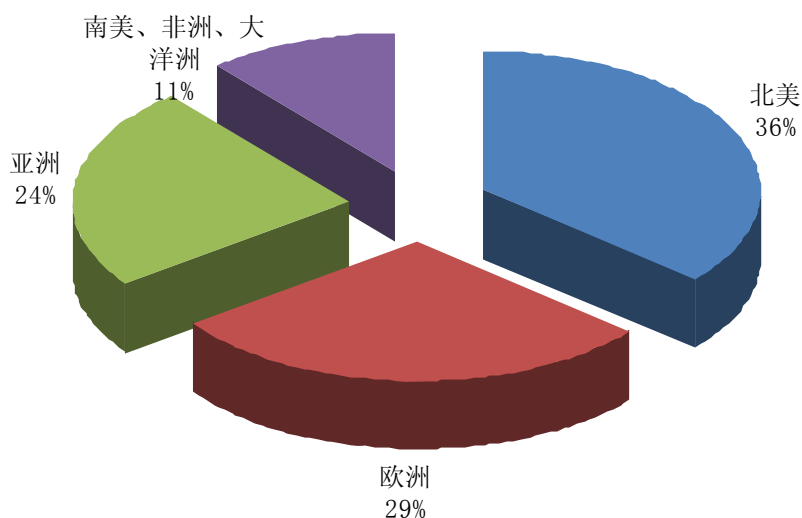


资料来源：中国玩具协会，NPD 集团

2006 年、2007 年、2008 年全球玩具行业的市场销售额分别为 685 亿美元、719 亿美元、850 亿美元，2009 年受全球金融危机影响，需求回落至 661 亿美元。但随着世界经济的不复复苏，需求也在逐渐恢复，根据美国消费调查公司 NPD 预测 2010 年销售额将达 863 亿美元。

1、北美和欧洲是世界玩具最大消费者

图2: 世界玩具消费占比情况



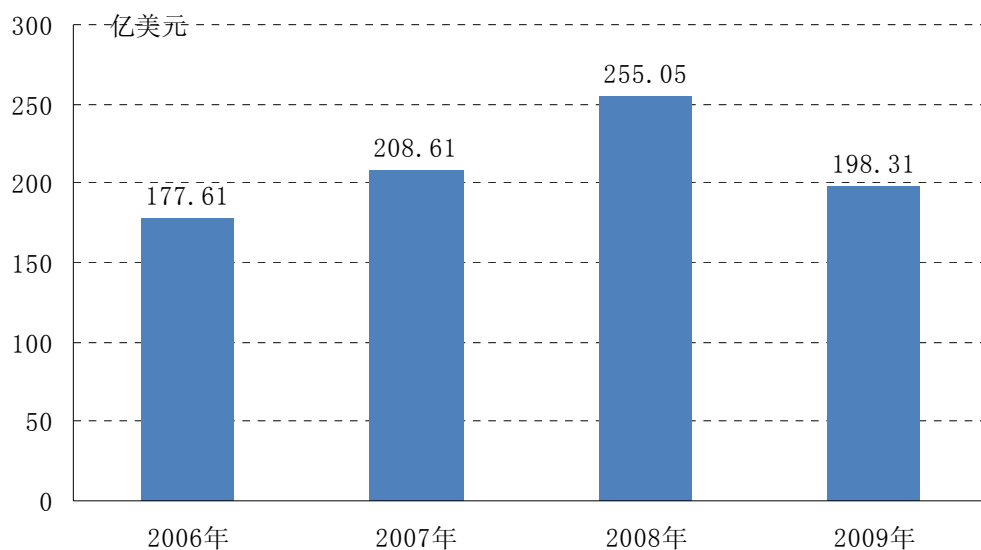
资料来源：公司招股书、NPD 集团

根据 NPD 集团调查显示, 北美和欧洲是世界玩具消费最大的两个地区, 同时也是世界最大的两大玩具进口地区。北美占世界玩具销售总额的 36% (其中美国占 33%), 欧洲占 29%, 亚洲占 24% (日本、中国是主要消费区域), 南美洲、非洲和大洋洲占 11% 的市场份额。

2、中国是世界玩具主要提供国

玩具业已成为我国五大出口支柱产业之一, 同时我国也是全球最大的玩具生产国和出口国, 玩具出口量占全球玩具出口额的 75%, 产品行销世界 100 多个国家和地区。

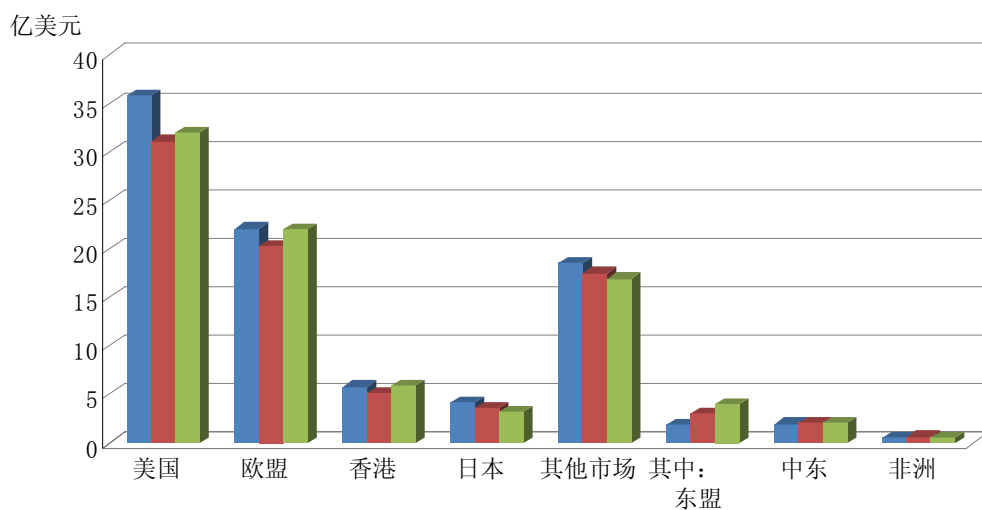
图3: 我国玩具出口额



资料来源: 海关总署

根据中国玩具协会统计, 中国的玩具产品占据了美国进口玩具的 1/3, 欧盟的 2/3 玩具为中国产品, 全球市场上 (中国大陆除外) 超过 2/3 的产品来自中国。

图4: 中国玩具出口情况



资料来源: 公司招股书

（二） 进一步提升空间来自新兴市场以及国内需求

1、新兴市场玩具需求大幅增长

海关统计数据显示，2008 年，俄罗斯、巴西、中东等新兴市场受金融危机影响较小，对中国玩具的进口量呈现较快增长，市场需求强劲，成为中国玩具出口的主要地区。

（1）中东玩具市场

中东每个儿童平均每年在玩具方面的消费额为 327 美元，是继美国之后第二大人均玩具消费最高的地区。同时该地区年人口增长率超过 6%，是世界人口增长最快的地区之一。中东玩具市场每年的销售额为 15 亿美元，并以 11.8% 的年增长速度快速上升。

2005-2009 年，中国对非洲、拉美和中东的出口额从 380 亿美元上升至 1,920 亿美元。中国已经超越美国，成为对中东的最大出口国。

（2）东盟玩具市场

东盟十国中除泰国、印尼有少量玩具生产企业外，市场供应的玩具大部分依靠进口，而其中大部分来自中国，特别是广东。2010 年 1 月 1 日起，中国-东盟自贸区正式启动，由于中国和东盟自由贸易区实施零关税政策，进一步推动了对该地区的玩具出口，2010 年 1-10 月我国对东盟出口玩具 4.04 亿美元，较 2009 年同期增长 69.30%，玩具出口额一举超越日本，成为我国玩具出口的第三大贸易伙伴。

（3）南美玩具市场

在南美洲，中国玩具的主要外销市场包括秘鲁、巴西、智利和阿根廷等国。

中国已成为秘鲁在亚洲第一、世界第二大贸易伙伴。2010 年 3 月 1 日起，我国与秘鲁签署的《自由贸易协定》开始实施，玩具出口秘鲁享受零关税。

巴西也是“年轻”的国家，近两亿人口中，14 岁以下儿童占 24.9%，儿童人口比例远高于发达国家水平。受益于政府稳健的政策，巴西经济保持快速增长。中国是巴西第二大进口国，巴西是全球第七大玩具消费国，2009 年巴西玩具出口 1180 万美元，进口 2.39 亿美元，其中 90% 以上来自中国。

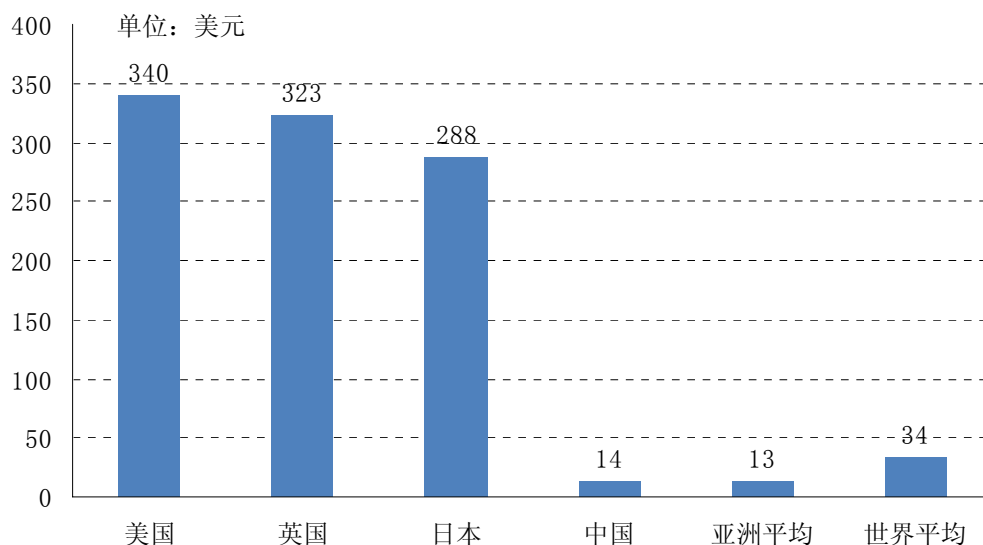
（4）俄罗斯玩具市场

2009 年，俄罗斯 14 岁以下儿童为 2,121 万人，庞大的消费群使得儿童用品市场发展迅速。俄罗斯儿童用品市场容量预计为每年 60 亿美元至 70 亿美元，并以每年 15% 至 20% 的速度增长，其中儿童玩具销售额年增长率为 30%。目前共有 30 多个国家的玩具供应商向俄罗斯提供玩具，其中最主要的是中国。中国制造的儿童玩具，因为品种齐全、价格合理，在俄罗斯市场占有率较高，约占俄罗斯玩具市场份额的 70% 以上。

2、我国玩具国内消费提升空间巨大

（1）中国人均儿童玩具消费额低于世界平均水平

图5：各国儿童年人均消费额



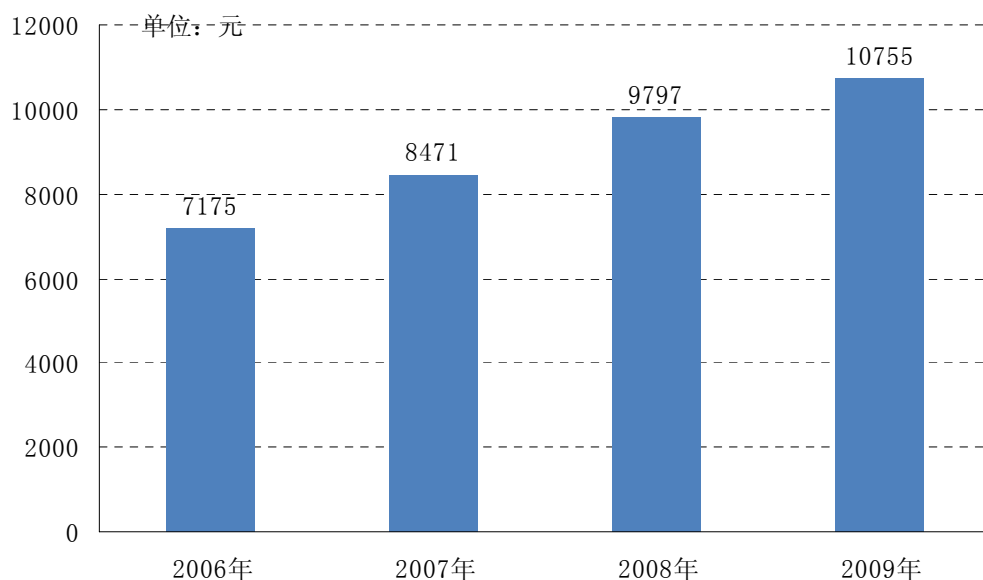
资料来源：NPD 集团

我国儿童人口基数巨大，据国家统计局的统计数据显示，2009 年中国有 2.47 亿名 14 岁以下的儿童，约占我国总人口比重的 18.50%。但是我国儿童人均玩具消费水平远低于发达国家，同时也低于世界平均水平。

(2) 消费水平提升促进需求进一步增长

玩具消费除了与消费习惯和文化习俗有关外，与经济收入也有着直接关系，经济繁荣和生活水平的提高促使玩具消费需求逐渐增加。

图6：2006年至2009年人均可支配收入

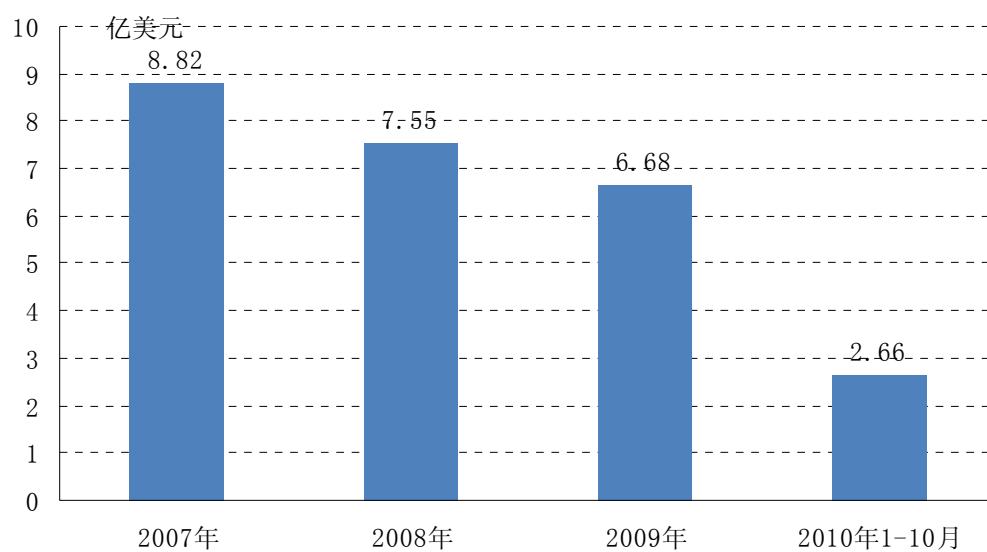


资料来源：国家统计局

(3) 高档玩具进口替代

在中国玩具市场消费金额不断增大的情况下，玩具进口额却呈现下降趋势，主要原因为近年来随着中国玩具企业自主研发能力及品牌知名度的提高，在高端市场的份额逐步增加。

图7：中国玩具市场进口额



资料来源：海关总署

二、 搭乘国内玩具品牌发展启程之帆

(一) 公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业

公司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。依靠前瞻性的市场潮流把握，创新性的自主研发设计，着力建设具有影响力的自主品牌，采取多种方式开拓市场，实现了公司业务的快速发展，在国内外玩具市场上赢得综合竞争优势。

图8: 公司的股权结构



资料来源：公司招股说明书

公司当前股本为 10,000 万股，本次拟发行 3,380 万股，发行后总股本为 13,380 万股，本次拟发行的社会公众股占发行后总股本的 25.26%。

表 1: 本次发行前后公司的股本结构

	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	所占比例 (%)	持股数量 (万股)	所占比例 (%)
广东群兴投资有限公司	8,000	80.0	8,000	59.8
陈明光	450	4.5	450	3.4
梁健峰	450	4.5	450	3.4
林少明	400	4.0	400	3.0
林桂升	400	4.0	400	3.0
李新岗	300	3.0	300	2.2
社会公众股	-	-	3,380	25.3
合计	10,000	100.0	13,380	100.0

资料来源：公司招股书

表 2：公司主要系列产品介绍

大类	品牌	种类
童车	童乐星	电动童车
	童智乐	玩偶车、三轮车
电脑学习机	启智星	电脑学习机
婴童玩具	阿贝鲁	积木玩具、沙滩玩具、智力玩具、婴儿玩具
	极速之星	遥控车
电动车	卡斯兰	工程车
	闪电之星	轨道车
玩具手机	通话王	电话、手机
其他玩具	梦幻之旅	遥控飞机
	IQ 王	游戏机

资料来源：公司招股说明书

（二） 品牌优势+研发能力为公司主要竞争优势

公司拥有自主的研发设计能力，能根据市场变化快速研发设计各种畅销产品，同时，客户与市场结构的灵活性确保企业的定价能力，品牌优势+研发能力为公司主要竞争优势，是公司较高利润率的保证。

表 3：公司竞争优势介绍

	具体表现
行业地位及较高的市场占有率	- 国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一； 2010年7月，公司被省企业联合会、省企业家协会评为“广东省制造业百强企业”、“广东省企业500强”； - 公司海外前五大销售市场为香港、乌克兰、阿联酋、埃及、俄罗斯，2008年、2009年，公司占我国玩具企业向上述市场出口的比例分别为 2.67%、3.54%； 2009年公司电动童车市场占有率居国内自主品牌企业第二位； 2010年10月，公司被中国玩具协会评为“2009-2010 年度中国童车外销优秀生产企业”。
优秀的技术开发能力	- 公司2010年研发费用占公司主营业务收入平均为3.30%； - 公司已经建立了年龄结构合理、创新能力强、务实敬业的研发设计团队。 2009年4月公司被广东省对外贸易经济合作厅授予“重点培育和发展的广东省出口名牌”； 2009年公司童车被广东省科学技术厅评为“广东省高新技术产品”；
自主品牌优势	2010年1月公司电动童车、电动玩具被广东省质量技术监督局评为“广东省名牌产品”，其中电动童车为首批获“广东省名牌产品”荣誉的童车产品； 2010年4月公司童车被广东省科学技术厅评为“2009年广东省第二批自主创新产品”。
产品品质及均衡的产品结构	- 公司通过了ISO9001:2000质量体系认证以及国际玩具协会针对玩具生产企业的商业行为认证，所有产品均通过“3C”认证； - 公司建立了具备一定抗风险能力的均衡产品结构：①价位结构均衡；②适用年龄均衡；③产品“新”“旧”搭配均衡。
销售网络及客户资源	公司当前客户主要集中在国内和众多的新兴市场国家，2009年中国对美国 and 欧盟以外的国家和地区玩具出口占国内玩具出口的33.89%。
区位优势	- 公司位于汕头市澄海区，澄海区是中国轻工业联合会授予的全国唯一的“中国玩具礼品城”； - 澄海区已形成玩具产业的集群优势，包括：①产品配套优势；②政府扶持；③澄海玩具企业众多，且大多企业都有自己的品牌和产品，吸引着众多国内外客户。

资料来源：公司招股说明书

表 4: 主要竞争对手情况

产品种类	主要竞争对手	简要比较
童车	江苏好孩子集团	与公司童车产品存在一定程度竞争,但其童车产品以非电动童车为主,主要销往欧美国家,本公司童车产品以电动童车为主,销售区域是国内市场、中东、南美及东南亚等新兴市场
	浙江佳佳童车有限公司	与公司电动童车产品存在竞争
	安徽省舒城三乐童车有限责任公司	与公司电动童车产品存在竞争
电脑学习机	广东嘉达电子科技股份有限公司	与公司电脑学习机系列存在竞争
	信宇工艺玩具有限公司	与公司遥控车存在竞争
电动 车	广东雄达玩具有限公司	与公司工程车存在竞争,但公司产品多销往海外,销售区域差异大
	汕头市雅得塑胶玩具有限公司	与公司轨道车存在竞争
婴童玩具	美泰、孩之宝、乐高集团等	婴童玩具生产厂商众多,美泰、孩之宝、乐高等多个国际知名玩具企业参与竞争,其产品主要集中在高档玩具市场,公司产品以中档玩具市场为主
玩具手机	汕头市澄海区铭盛塑胶玩具厂	玩具生产厂家众多

资料来源: 公司招股说明书

(三) 募集项目解决公司制约瓶颈

表 5: 募集资金投资项目

单位: 万元	项目名称	投资金额	建设期
1	新建电子电动塑料玩具生产基地项目	21,548	2 年
2	研发检测中心建设项目	4,050	2 年
-	合计	25,598	-

资料来源: 公司招股书

3、新建电子电动塑料玩具生产基地项目

项目的建成将很好的解决公司当前所面临的产能不足的问题,同时优化产品结构,提升盈利能力与市场地位,对公司的未来业务发展具有重要意义。

表 6：新建电子电动塑料玩具生产基地项目

项目名称	新建电子电动塑料玩具生产基地项目			
	产品系列	产量（万辆）	预计销售平均价格（元）	项目产出（万元）
	童车	250	150	37,500
	电动车	600	12.5	7,500
建设内容	电脑学习机	200	22	4,400
	婴童玩具	1,000	3.1	3,100
	合计	2,050	-	52,500
地点	汕头市澄海区岭海工业园			
总投资额	本项目投资为21,548万元，其中建设投资18,670万元，铺底流动资金2,878万元。			
建设规划	项目建设期2 年，运营期13 年。 预计第三年按70%、第四年按80%、第五年按 90%、自第六年开始按100%运行。 项目达产后，项目税后投资利润率29.63%，税后财务内部收益率31.01%，财务净现值20,422万元，税后投资回收期5.23年（含项目建设期两年）。			
预期收益	计算期第3-5年，项目实现营业收入分别为36,750万元、42,000万元和47,250万元，实现净利润分别为4,685万元、5,355万元和6,024万元； 自第六年开始达产100%，每年实现营业收入5.25亿元，实现净利润 6,693万元。			

资料来源：公司招股说明书

4、研发检测中心建设项目

项目将提升公司在研发设计、品质管理等方面的核心竞争力，促进公司长期战略发展。

表 7：公司研发中心项目

项目名称	研发目标
高强度、高韧性童车车身材料的研发	通过不同塑胶材料的配比，同时结合注塑工艺研发具有更高强度、韧性的童车车身材料，以使童车具有更强的抗碰撞能力
拼装电动童车研发	为满足儿童对玩具新颖性的需求，通过配备不同的组装部件，使儿童可以根据个人爱好拼装出不同外形的童车
触摸屏电脑学习机	利用触摸屏技术研发设计触摸屏电脑学习机，使得输入更加直观，提高电脑学习机的趣味性
电脑学习机资料网站建设	建立公司自主的电脑学习机资料网站，让儿童可以从网站下载资料随时更新电脑学习机中的内容
智能电动车	使得遥控车不但具有当前的各种遥控功能外，同时还带有自动驾驶功能及语音识别功能，实现人机互动
智能婴童玩具	研发多维立体机电控制系统，可以实现人、玩具智能对话
玩具新技术开发	长期全面跟踪玩具行业的最新发展动态，适时开发出各种玩具新产品、新工艺

资料来源：公司招股说明书

三、 财务分析

表 8：公司主营预测

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入合计	359	466	543	709	994
童车	43	121	183	280	489
电脑学习机	27	37	46	61	77
电动车	77	122	153	185	220
婴童玩具	83	115	116	134	155
玩具手机	73	27	27	29	31
其他玩具	8	15	18	20	21
进料加工	49	28	0	0	0
其他	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
合计收入增长率	17%	30%	17%	31%	40%
童车	189%	185%	51%	53%	75%
电脑学习机	29%	39%	22%	33%	27%
电动车	4%	58%	26%	21%	19%
婴童玩具	21%	40%	0%	16%	16%
玩具手机	34%	-63%	0%	8%	8%
其他玩具	-52%	93%	22%	8%	8%
进料加工	-16%	-43%	-100%		
其他	10%	-30%	5%	5%	5%
合计毛利率	29%	30%	32%	32%	33%
童车	34%	34%	35%	35%	35%
电脑学习机	30%	31%	31%	32%	32%
电动车	29%	30%	31%	31%	31%
婴童玩具	30%	29%	29%	30%	30%
玩具手机	29%	28%	29%	29%	29%
其他玩具	30%	29%	29%	29%	29%
进料加工	23%	20%			
其他	72%	12%	12%	13%	13%

资料来源：公司招股说明书

表 9：营业收入简表

单位：十万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	359	466	543	709	994
营业成本	255	325	371	481	667
营业税金及附加	2	3	3	4	6
营业费用	18	22	25	33	46
管理费用	40	47	55	72	101
财务费用	3	6	(5)	(13)	(12)
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	42	63	93	133	186
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	45	67	96	136	189
所得税	6	9	13	19	26
净利润	39	58	83	117	163
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	39	58	83	117	163
EPS (元)	0.29	0.43	0.62	0.88	1.22

资料来源：公司招股说明书

表 10: 主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	17%	30%	17%	31%	40%
营业利润	57%	49%	47%	43%	40%
净利润	72%	48%	45%	41%	39%
获利能力					
毛利率	29.1%	30.2%	31.6%	32.2%	32.9%
净利率	10.9%	12.4%	15.4%	16.6%	16.4%
ROE	14.2%	22.9%	9.4%	12.1%	15.8%
ROIC	20.0%	20.6%	7.7%	9.6%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	48.3%	39.1%	12.1%	11.5%	11.4%
净负债比率	26.7%	32.6%	9.9%	9.1%	8.6%
流动比率	1.0	1.5	6.6	6.2	6.1
速动比率	0.6	0.9	5.9	5.4	5.0
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	0.5	0.6	0.9
存货周转率	5.5	5.3	4.8	5.1	5.3
应收帐款周转率	17.4	20.6	20.8	22.1	22.8
应付帐款周转率	11.8	24.3	29.2	31.0	31.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.29	0.43	0.62	0.88	1.22
每股经营现金	0.40	0.42	0.61	0.61	0.79
每股净资产	2.05	1.88	6.62	7.24	7.72
每股股利	0.31	0.00	0.12	0.26	0.73
估值比率					
PE	64.0	43.4	30.0	21.3	15.3
PB	9.1	9.9	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司招股说明书

注：预测数据采用发行后股本测算

四、 估值及定价分析

表 11: 估值对比表

公司	EPS			10E	PE		PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	10E	11E	12E		11E	12E			
高乐玩具	0.47	0.96	1.34	46	22	16	2.9	7.7	31
奥飞动漫	0.51	0.70	0.93	61	45	33	6.0	9.9	80
星辉车模	0.35	0.52	0.88	49	33	19	4.0	8.0	27
骅威玩具	0.55	0.80	1.01	55	37	30	3.3	26.2	26
群兴玩具	0.43	0.62	0.88						
平均 (玩具)				52	34	25	4.1	13	41

资料来源: 招商证券

预测 2011、2012、2013 (摊薄) EPS 分别为 0.62 元、0.88 元、1.23 元, 同比增长 45%、41%、40%。公司为国内玩具企业龙头之一, 考虑国内玩具品牌发展处于起帆之期, 参考 A 股行业内同类上市公司 30 倍估值, 给予公司二级市场定价 19 元, 对应公司 10 年 PE 倍 43 倍, 11 年 PE30 倍。

五、 风险提示

（一） 原材料价格波动风险

公司主要原料塑料随原油价格波动，如果未来油价上涨，将给公司业绩带来不利影响。

（二） 出口退税政策变化的风险

如果未来国家调低出口退税率，则将对公司经营业绩产生负面影响。

表 12： 公司出口退税情况

单位：万元	2010年度	2009年度	2008年度
出口退税金额	1,277	1,786	924
利润总额	6,662	4,507	2,686
出口退税占公司当期利润总额的比重	19.17%	39.64%	34.40%

资料来源：招商证券

（三） 所得税优惠政策的风险

公司于 2008 年 12 月被广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局共同认定为高新技术企业。根据国家规定公司享受 15% 的企业所得税优惠税率，未来公司能否继续享受所得税优惠存在不确定性。

（四） 外汇汇率变动的风险

公司出口主要采用美元结算，汇率波动将导致本公司出现汇兑损益；人民币升值将提高公司产品在出口国的销售价格，进而削弱公司在国外市场的竞争优势。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	126	181	777	766	797
现金	17	48	636	582	541
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	21	24	28	36	51
其它应收款	9	7	9	11	16
存货	51	72	82	106	147
其他	29	30	24	31	43
非流动资产	126	128	230	329	370
长期股权投资	10	0	0	0	0
固定资产	102	98	204	305	348
无形资产	14	29	26	23	21
其他	0	1	1	1	1
资产总计	252	309	1008	1094	1167
流动负债	122	117	118	123	130
短期借款	67	101	100	100	100
应付账款	15	12	14	18	24
预收账款	2	1	1	1	2
其他	37	4	4	4	4
长期负债	0	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	4	4	4	4
负债合计	122	121	122	126	133
股本	64	100	134	134	134
资本公积金	13	29	626	626	626
留存收益	53	59	126	208	273
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	130	188	886	968	1033
负债及权益合计	252	309	1008	1094	1167

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	25	42	82	81	105
净利润			83	117	163
折旧摊销			10	15	19
财务费用			(5)	(13)	(12)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(7)	(38)	(65)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(58)	(16)	(113)	(113)	(60)
资本支出			(113)	(113)	(60)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	41	4	619	(22)	(86)
借款变动			(1)	0	0
普通股增加			34	0	0
资本公积增加			598	0	0
股利分配			(17)	(35)	(98)
其他			5	13	12
现金净增加额	9	31	588	(54)	(41)

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	359	466	543	709	994
营业成本	255	325	371	481	667
营业税金及附加	2	3	3	4	6
营业费用	18	22	25	33	46
管理费用	40	47	55	72	101
财务费用	3	6	(5)	(13)	(12)
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	42	63	93	133	186
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	45	67	96	136	189
所得税	6	9	13	19	26
净利润	39	58	83	117	163
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	39	58	83	117	163
EPS (元)	0.29	0.43	0.62	0.88	1.22

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	17%	30%	17%	31%	40%
营业利润	57%	49%	47%	43%	40%
净利润	72%	48%	45%	41%	39%
获利能力					
毛利率	29.1%	30.2%	31.6%	32.2%	32.9%
净利率	10.9%	12.4%	15.4%	16.6%	16.4%
ROE	14.2%	22.9%	9.4%	12.1%	15.8%
ROIC	20.0%	20.6%	7.7%	9.6%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	48.3%	39.1%	12.1%	11.5%	11.4%
净负债比率	26.7%	32.6%	9.9%	9.1%	8.6%
流动比率	1.0	1.5	6.6	6.2	6.1
速动比率	0.6	0.9	5.9	5.4	5.0
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	0.5	0.6	0.9
存货周转率	5.5	5.3	4.8	5.1	5.3
应收帐款周转率	17.4	20.6	20.8	22.1	22.8
应付帐款周转率	11.8	24.3	29.2	31.0	31.9
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.43	0.62	0.88	1.22
每股经营现金	0.40	0.42	0.61	0.61	0.79
每股净资产	2.05	1.88	6.62	7.24	7.72
每股股利	0.31	0.00	0.12	0.26	0.73
估值比率					
PE	64.0	43.4	30.0	21.3	15.3
PB	9.1	9.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	34.4	22.9	15.9	11.7	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工行业分析师。2010 年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队），2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名。

濮冬燕，经济学学士，09 年至今任造纸轻工行业研究助理，2010 年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

