

审慎推荐-A (首次)

高乐股份 002348.SZ

目标估值: NA

当前股价: 11.84 元

2011年7月8日

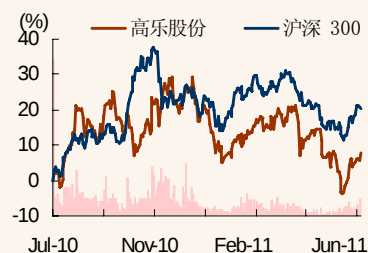
开拓国内玩具市场初见成效

基础数据

上证综指	2794
总股本(万股)	23680
已上市流通股(万股)	6080
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	7
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	6.2%
主要股东	兴昌塑胶五金厂有限
主要股东持股比例	19.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-9	7
相对表现	1	-7	-13



相关报告

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090511040043

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

事件:

年报公布后,我们进行了首次实地调研。公司10年实现销售收入3.32亿元,净利润6780万元,合0.468元EPS,分别同比增8.6%、-6.3%。11年一季报实现收入7937万元,净利润1988万元,分别同比增27.3%、29.1%。此外,公司还给出11年经营目标:进一步加大对国内市场的开拓,确保国内市场销售与去年同比增长100%以上。

评论:

1、公司募投项目逐步投产,产能稳步扩大,享受玩具行业的较快增长。

公司主要玩具产品包括电动火车、机器人、电动车、线控仿真飞机、女仔玩具、磁性学习写字板等。由于玩具消费保持长期稳定增长,且行业集中度在提高之中,目前公司的收入增长瓶颈还是产能。公司产能增量主要来自IPO项目的逐步投产,至12年中期完全投产,公司自有产能将在09年的基础上,增加452万套玩具的生产能力。

2、10年净利润负增长-6.31%的原因:

(1)、塑料涨幅约150%的情况下综合毛利下降1.74%,主要是出口的电动火车下降幅度最大(-4.6%)。

(2)、公开发行股票产生一次性费用;

(3)、公司开始大力开拓国内市场,费用增长。

公司未来随着公司国内业务逐渐开拓,经营业绩将逐年提高。

3、公司未来增长点。

(1)、至12年中期IPO452万套能力完全投产;

(2)、公司长期积淀了稳定的海外营销渠道,国内市场渠道也在快速建立中。公司新增产品品位/品种更丰富,同时开始尝试外包业务,传统产品外发出去,自有产能做高附加值产品。

(3)、公司土地储备充足,现金也充足,(帐上6.57亿元,扣除IPO项目未投1.2亿元的,仍余6.3亿元),在将来玩具行业集中度提高的过程中,公司在丰富玩具品种等方面具备收购或新建的扩张能力。

(4) 公司媒体宣传力度在加强,配合直营和加盟店的建立,志在提高国内玩具市场地位。公司在北京《卡酷动画卫视》少儿频道(不提)进行公司品牌宣传。我们预计未来3年公司市场的复合增长率将超过100%。

4、预估每股收益(最新股本摊薄) 2011年0.39元、2012年0.55元、2013年0.72元。同比分别增长36.9%、和40.6%、31.0%。

5、首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。推荐理由:

- (1)、玩具市场保持长期增长趋势,尤其是国内市场增长,行业环境好;
- (2)、公司现金及土地储备充沛,可取得行业平均增长及份额增长的双增长。
- (3)、虽然国内业务会加大费用,且没有退税会一定程度上降低公司的综合毛利和净利率,但我们是认为国内收入的快速增长对利润的正贡献是主导因素。
- (4)、目前股价对应2011、2012年PE分别为29倍、21倍,三年PEG=0.85,首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

6、风险提示:

- (1)、出口退税率的向下调整;
- (2)、塑料等原材料价格及人力成本的向上波动;
- (3)、国内玩具市场仍处于价格战为主导的阶段,营销特点不同于国际市场。自有品牌出口取得成功的公司在打开国内市场方面,需要有新的摸索与新的手段。

表 1: 电子电动玩具生产建设项目情况

项目名称	电子电动玩具生产建设项目
项目内容	年产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,预计建成的年平均销售收入3.6亿元,.
地点	原实施地点周边环境现已不适合工业生产,2010年12月20日,董事会同意用不超过9500万元的超募资金通过竞买方式购买普宁市国土资源局挂牌出让的位于普宁市池尾街道的四宗土地的土地使用权。
总投资额	投资为1.97亿元,其中建设投资1.71亿元
建设规划	建设期1年(变地址有延期),预计2012年6月30投产。
预期收益	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%。可实现年平均利润总额9247万元,净利润6936万元。内部收益率34.35%,税后投资利润率35.8%,投资回收期4.19年

资料来源:公司招股说明书

表 2: 主营预测

单位: 百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入合计	306	333	434	586	803
电动火车	49	46	62	81	98
线控仿真飞机	33	18	24	40	60
机械人	25	20	29	78	156
电动车	50	95	130	153	202
女仔玩具	92	80	99	132	170
磁性学习写字板	40	34	41	41	41
其他	10	38	49	61	77
合计收入增长率	4%	9%	30%	35%	37%
电动火车	8%	-7%	36%	29%	22%
线控仿真飞机	-18%	-46%	34%	69%	48%
机械人	24%	-19%	43%	169%	99%
电动车	0%	91%	37%	18%	32%
女仔玩具	-3%	-13%	24%	33%	29%
磁性学习写字板	49%	-14%	18%	0%	0%
其他	-25%	272%	30%	25%	25%
合计毛利率	36%	34%	34%	35%	36%
电动火车	41%	36%	36%	37%	37%
线控仿真飞机	33%	38%	38%	39%	39%
机械人	36%	35%	35%	35%	36%
电动车	31%	33%	33%	34%	34%
女仔玩具	40%	38%	38%	39%	39%
磁性学习写字板	27%	29%	29%	29%	29%
其他	37%	26%	30%	31%	32%

资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	306	333	433	585	803
营业成本	198	220	284	380	517
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	6	10	13	18	36
管理费用	15	24	32	29	39
财务费用	5	(5)	4	6	11
资产减值损失	0	3	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	83	80	101	153	201
营业外收入	2	1	10	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	85	80	109	154	201
所得税	13	12	16	23	30
净利润	72	68	93	131	171
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	72	68	93	131	171
EPS (元)	0.31	0.29	0.39	0.55	0.72

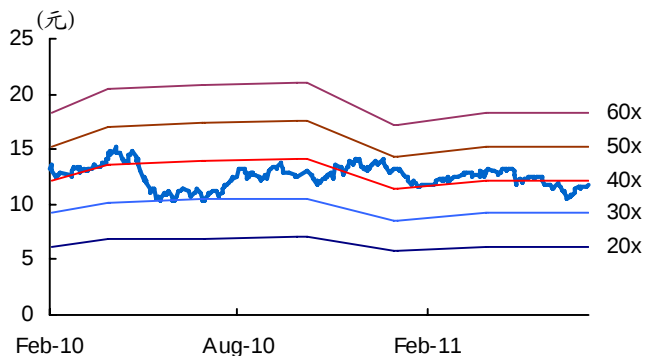
资料来源: 招商证券

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	76	62	107	91	72	79
营业毛利	29	22	36	29	25	27
营业费用	2	2	2	3	4	2
管理费用	3	4	6	3	11	6
财务费用	1	-2	-3	-2	1	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	23	18	32	25	6	17
归母净利润	20	15	27	21	5	20
EPS (元)	0.134	0.104	0.179	0.144	0.030	0.134
主要比率						
毛利率	37.8%	35.8%	34.2%	31.9%	33.8%	33.5%
营业费用率	2.0%	2.7%	1.6%	2.9%	5.7%	3.0%
管理费用率	4.5%	6.4%	5.6%	3.5%	15.3%	7.8%
营业利润率	29.6%	29.3%	29.8%	27.1%	7.6%	21.5%
有效税率	14.9%	15.0%	15.2%	15.1%	13.8%	26.4%
净利率	25.9%	24.7%	24.9%	23.4%	6.2%	25.1%
同比 (YOY)						
收入	-3.9%	26.4%	13.2%	5.6%	-5.2%	27.3%
归母净利润	13%	114%	6.8%	4.1%	-77.3%	29.2%

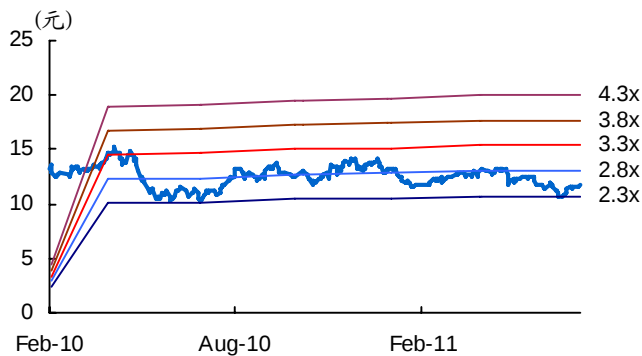
资料来源: 招商证券

图 1: 高乐股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 高乐股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

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	201	995	1150	1076	1098
现金	55	658	719	507	312
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	94	133	174	223	312
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	37	64	82	110	150
其他	14	140	175	236	323
非流动资产	110	153	298	386	368
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	58	74	267	359	343
无形资产	34	33	30	27	24
其他	19	46	1	1	1
资产总计	311	1148	1448	1463	1466
流动负债	67	28	309	311	315
短期借款	61	20	300	300	300
应付账款	2	4	5	7	10
预收账款	0	1	1	2	3
其他	4	2	2	2	2
长期负债	0	36	36	36	36
长期借款	0	36	36	36	36
其他	0	0	0	0	0
负债合计	68	64	345	347	351
股本	110	148	237	237	237
资本公积金	12	762	673	673	673
留存收益	122	175	193	206	206
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	243	1084	1103	1116	1116
负债及权益合计	311	1148	1448	1463	1466

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	58	(13)	39	61	37
净利润	72	68	93	131	171
折旧摊销	0	0	35	61	68
财务费用	0	0	4	6	11
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(92)	(148)	(211)
其它	(14)	(81)	0	12	(2)
投资活动现金流	(21)	(153)	(180)	(150)	(50)
资本支出	0	0	(180)	(150)	(50)
其他投资	(21)	(153)	0	0	0
筹资活动现金流	(27)	769	202	(123)	(182)
借款变动	0	0	280	0	0
普通股增加	0	0	89	0	0
资本公积增加	0	0	(89)	0	0
股利分配	0	0	(74)	(117)	(171)
其他	(27)	769	(4)	(6)	(11)
现金净增加额	10	602	61	(212)	(195)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	306	333	433	585	803
营业成本	198	220	284	380	517
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	6	10	13	18	36
管理费用	15	24	32	29	39
财务费用	5	(5)	4	6	11
资产减值损失	0	3	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	83	80	101	153	201
营业外收入	2	1	10	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	85	80	109	154	201
所得税	13	12	16	23	30
净利润	72	68	93	131	171
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	72	68	93	131	171
EPS (元)	0.31	0.29	0.39	0.55	0.72

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	4%	9%	30%	35%	37%
营业利润	52%	-3%	25%	52%	31%
净利润	52%	-6%	37%	41%	31%
获利能力					
毛利率	35.5%	33.8%	34.5%	35.2%	35.6%
净利率	23.6%	20.4%	21.4%	22.3%	21.3%
ROE	29.8%	6.3%	8.4%	11.7%	15.3%
ROIC	24.6%	5.6%	6.2%	9.3%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	21.8%	5.5%	23.8%	23.7%	23.9%
净负债比率	19.6%	4.9%	23.2%	23.0%	22.9%
流动比率	3.0	36.2	3.7	3.5	3.5
速动比率	2.4	33.8	3.5	3.1	3.0
营运能力					
资产周转率	1.0	0.3	0.3	0.4	0.5
存货周转率	6.9	4.4	3.9	4.0	4.0
应收帐款周转率	3.5	2.9	2.8	3.0	3.0
应付帐款周转率	45.4	66.8	59.8	60.7	61.2
每股资料(元)					
每股收益	0.31	0.29	0.39	0.55	0.72
每股经营现金	0.24	-0.06	0.17	0.26	0.16
每股净资产	1.03	4.58	4.66	4.71	4.71
每股股利	0.10	0.30	0.31	0.50	0.72
估值比率					
PE	38.0	40.6	29.6	21.1	16.1
PB	11.3	2.5	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA	16.1	19.2	12.0	7.6	6.0

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（小组）。

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。