

审慎推荐-A (首次)

群兴玩具 002575.SZ

目标估值: NA
当前股价: 17.74 元
2011 年 7 月 8 日

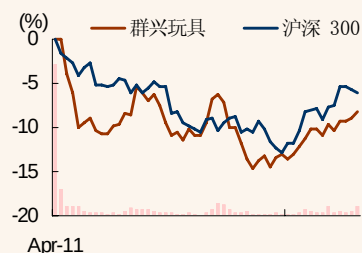
IPO项目投产进度是增长关键

基础数据

上证综指	2794
总股本(万股)	13380
已上市流通股(万股)	2708
总市值(亿元)	24
流通市值(亿元)	5
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	36.9
资产负债率	39.3%
主要股东	
主要股东持股比例	

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-11	-11
相对表现	-4	-9	-31



相关报告

王旭东
021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090511040043

濮冬燕
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

事件:

我们于 IPO 上市一月后,进行了首次实地调研。公 10 年实现营业收入 4.66 万元(同比 29.7%);净利润为 5760 万元(同比 47.6%)。2011 年一季度收入 1.29 亿(同比增 6.23%,净利润 1876 万元(同比 13.4%))。公司给出业务发展目标:电动童车力争成为国内第一品牌,公司将形成以童车为龙头,童车、电脑学习机为重要收入和利润增长来源,电动车、婴童玩具等其他优势产品稳步增长并进的业务态势。

1、公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一。

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,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。玩具行业增长尤其是国内市场的快速增长,为公司提供了良好的成长环境。

2、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。

3、公司未来几年可保持不低于 30%的复合增长

(1) 公司退出低毛利率的来料加工业务,并将玩具手机和部分低毛利率的婴童玩具向较高毛利率的童车转移。

(2) 公司募投项目通过设备先部分到位,部分生产的形式逐步释放,实现生产/销售和持续增长。

6、预估每股收益 2011 年 0.54 元、2012 年 0.67 元、0.80 元。同比分别增长 24.7% 和 24.6%、19.7%。

7、首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。推荐理由

(1) 公司为国内玩具企业龙头之一，尤其是电动童车的龙头企业。电动童车正处于消费的快速增长阶段，公司无疑会享受行业及份额的双增长。

(3) 目前公司现有产能潜力已经不大，如果 IPO 项目的进度关系到公司未来的业绩增长。

(2) 目前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 32 倍、26 倍，三年 PEG=1.4，首次给予“中性-A”的投资评级。

8、风险提示

(1) IPO 项目不能如期进行的风险。

(2) 出口退税率的向下调整。

(3) 塑料等原材料价格及人力成本的向上波动。

表 1：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）
建设内容	童车	250	150	37,500
	电动车	600	12.5	7,500
	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 2.15 亿元，其中建设投资 1.87 万元，铺底流动资金 2878 万元。			
建设规划	项目建设期 2 年，运营期 13 年。本报告写作时（11 年 7 月）尚未开工。			
	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。			
预期收益	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）。			
	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

表 1: 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

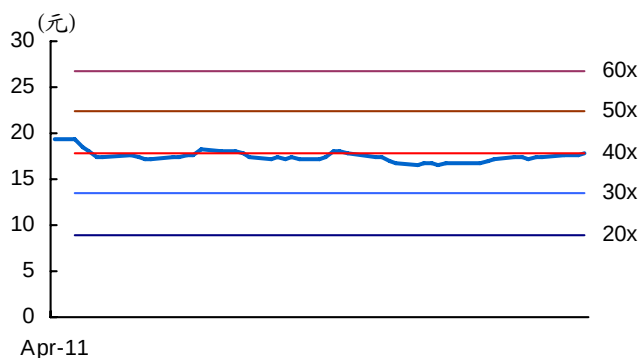
资料来源：公司招股说明书

表 2: 主营预测

单位: 百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入合计	359	466	556	673	807
童车	43	121	163	210	287
电脑学习机	27	37	49	57	71
电动车	77	122	188	240	267
婴童玩具	83	115	109	114	120
玩具手机	73	27	27	29	31
其他玩具	8	15	20	23	29
合计收入增长率	17%	30%	19%	21%	20%
童车	189%	185%	35%	29%	36%
电脑学习机	29%	39%	31%	15%	25%
电动车	4%	58%	54%	28%	11%
婴童玩具	21%	40%	-5%	4%	6%
玩具手机	34%	-63%	0%	8%	8%
其他玩具	-52%	93%	32%	20%	26%
合计毛利率	29%	30%	31%	32%	32%
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%

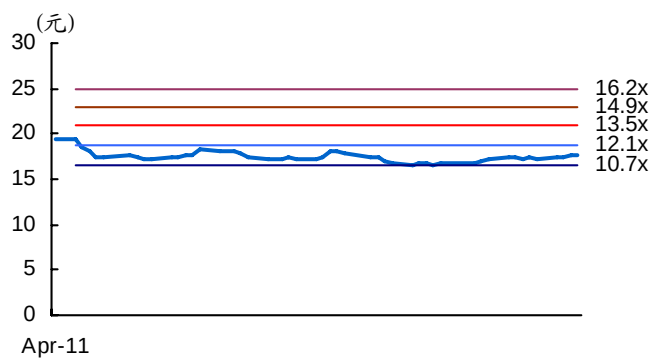
资料来源：招商证券

图 1: 群兴玩具历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 群兴玩具历史 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	126	181	703	599	546
现金	17	48	548	425	338
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	38	40	47
其它应收款	9	7	9	11	13
存货	51	72	84	101	120
其他	29	30	24	23	27
非流动资产	126	128	230	364	443
长期股权投资	10	0	0	0	0
固定资产	102	98	204	341	421
无形资产	14	29	26	23	21
其他	0	1	1	1	1
资产总计	252	309	934	964	989
流动负债	122	117	119	122	125
短期借款	67	101	100	100	100
应付账款	15	12	14	17	20
预收账款	2	1	1	1	1
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	125	129
股本	64	100	134	134	134
资本公积金	13	29	590	590	590
留存收益	53	59	88	115	136
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	130	188	812	838	860
负债及权益合计	252	309	934	964	989

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	25	42	64	89	99
净利润			72	90	107
折旧摊销			10	16	21
财务费用			2	(1)	1
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(20)	(16)	(30)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(58)	(16)	(113)	(150)	(100)
资本支出			(113)	(150)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	41	4	549	(62)	(86)
借款变动			(1)	0	0
普通股增加			34	0	0
资本公积增加			561	0	0
股利分配			(43)	(63)	(86)
其他			(2)	1	(1)
现金净增加额	9	31	500	(123)	(87)

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	359	466	556	673	807
营业成本	255	325	381	459	547
营业税金及附加	2	3	3	4	5
营业费用	18	22	28	34	42
管理费用	40	47	61	74	89
财务费用	3	6	2	(1)	1
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	81	103	124
营业外收入	3	4	4	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	45	67	84	106	127
所得税	6	9	13	16	20
净利润	39	58	72	90	107
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	39	58	72	90	107
EPS (元)	0.29	0.43	0.54	0.67	0.80

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	17%	30%	19%	21%	20%
营业利润	57%	49%	28%	27%	20%
净利润	72%	48%	25%	25%	20%
获利能力					
毛利率	29.1%	30.2%	31.5%	31.8%	32.2%
净利率	10.9%	12.4%	12.9%	13.3%	13.3%
ROE	14.2%	22.9%	8.8%	10.7%	12.5%
ROIC	20.0%	20.6%	7.7%	9.2%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	48.3%	39.1%	13.1%	13.0%	13.0%
净负债比率	26.7%	32.6%	10.7%	10.4%	10.1%
流动比率	1.0	1.5	5.9	4.9	4.4
速动比率	0.6	0.9	5.2	4.1	3.4
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	5.5	5.3	4.9	5.0	4.9
应收帐款周转率	17.4	20.6	17.8	17.3	18.5
应付帐款周转率	11.8	24.3	29.6	30.0	29.8
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.43	0.54	0.67	0.80
每股经营现金	0.40	0.42	0.48	0.66	0.74
每股净资产	2.05	1.88	6.07	6.27	6.43
每股股利	0.31	0.00	0.32	0.47	0.64
估值比率					
PE	60.3	40.9	32.8	26.3	22.0
PB	8.6	9.4	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	24.1	16.0	11.8	9.3	7.5

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。