

业绩短期缺乏爆发性，文化主题对估值有支撑

公司调研简报

◆受累于欧洲债务危机，预计全年业绩基本同 2010 年持平：

公司今年前三季度业绩增长较为平缓，在总收入中占比达到 46% 的国内业务预计全年能够实现 5%-10% 的增长，但欧洲业务预计全年将下滑 42%，制约了整体业绩的表现。虽然公司在欧洲的业务区域集中于东欧，但东欧经济体的发展主要依赖对西欧市场的出口，在西欧饱受债务危机拖累的背景下，东欧经济表现亦受负面影响。

我们预计全年营业收入 4.8 亿元，净利润为 5600 万元，每股收益达到 0.42 元，基本同去年持平。

◆2012 年收入实现正增长是大概率事件，但受制于产能，难有强势表现：

在经历 2011 年的萎缩之后，欧洲业务占公司收入的比例应在 10% 左右，考虑美洲业务的占比更小（今年上半年占比为 2.5%，且包含南美区），我们认为 2012 年即便欧洲和美国经济延续不振的趋势，公司的经营状况不会受到过大的冲击。

而国内市场的稳步发展以及亚洲新兴区域的较快成长应能对其明年收入实现正增长构成支撑。然 IPO 募投产能需待 2013 年 6 月才能投放，在现有产能利用较为充分的条件下，我们认为 2012 年公司的业绩难有强势表现。

◆欧盟新出台的检测标准虽不对公司构成实质影响，但潜在作用值得关注：

欧盟于今年 7 月 20 日正式实施标准更为苛刻的新玩具安全指令，对特定重金属的限制从 8 种增加到 19 种，首次禁用或限用 66 种致敏性芳香剂等，并对生产玩具广泛使用的 15 种邻苯二甲酸盐表示高度关注。

该法令的实施抬高了国内玩具企业进入欧洲市场的门槛，因公司欧洲业务占比不大，其所受影响有限。但大量的小企业未来无法获得欧洲市场的生存空间之后，势必会加大新兴市场出口以及内销市场抢夺的力度，这将导致公司在国内和亚洲市场承受更剧烈的竞争压力，盈利水平能否保持稳定有待检验。

◆我们预计 2011-2012 年净利润基本保持不变，给予“增持”评级：

我们预计 2011-2012 年公司的 EPS 分别为 0.42、0.43 元，目前股价对应 2012 年的 PE 为 36 倍，估值水平偏贵。考虑近期文化投资主题有朝玩具板块延展的趋势，我们认为这将对公司的估值水平构成一定支撑，给予“增持”评级。

◆风险提示：国内市场增长低于预期，新兴市场竞争超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	359	466	476	482	667
营业收入增长率	17.04%	29.72%	2.31%	1.15%	38.46%
净利润（百万元）	39	58	56	57	81
净利润增长率	71.62%	47.58%	-2.92%	2.76%	40.46%
EPS（元）	0.29	0.43	0.42	0.43	0.60
ROE	29.94%	30.65%	6.19%	6.09%	8.01%

增持（首次）

当前价/目标价：15.69/15.69 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人

姜浩

021-22169125

jianghao@ebcn.com

市场数据

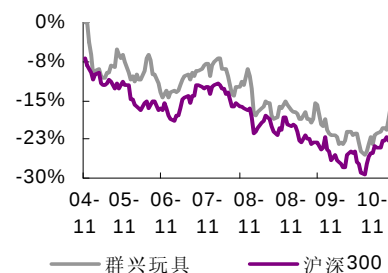
总股本(亿股)：1.34

总市值(亿元)：21.69

一年最低/最高(元)：14.02/20.86

近 3 月换手率：29.87%

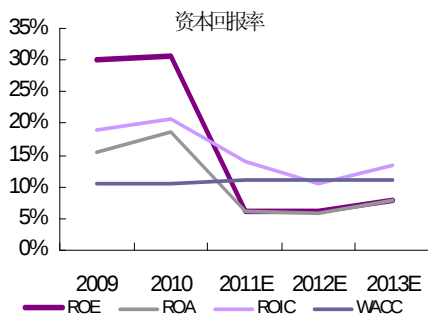
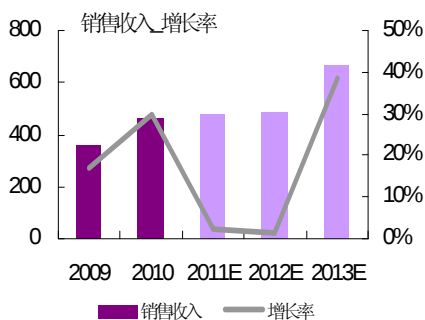
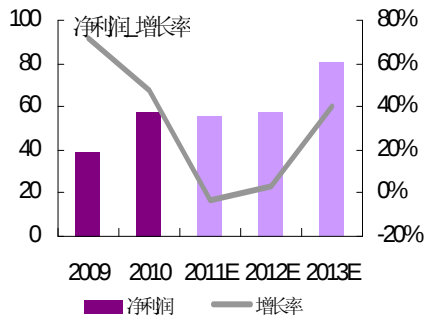
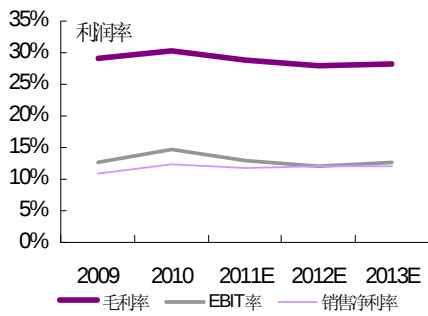
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.56	4.38	0.00
绝对	9.23	2.01	0.00

P/E 54 36 38 37 26



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	359	466	476	482	667
营业成本	255	325	340	347	479
折旧和摊销	5	8	15	20	24
营业税费	2	3	3	3	4
销售费用	18	22	23	24	32
管理费用	40	47	50	50	69
财务费用	3	6	-2	-7	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	42	63	64	66	94
利润总额	45	67	65	67	95
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	39.04	57.61	55.93	57.47	80.72

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	252	309	927	968	1,036
流动资产	126	181	701	649	710
货币资金	17	48	576	525	543
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	21	24	23	24	33
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	9	7	7	7	9
存货	51	72	68	66	86
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	0
固定资产	102	98	176	252	261
无形资产	14	29	27	26	25
总负债	122	121	23	24	28
无息负债	54	20	23	24	28
有息负债	67	101	0	0	0
股东权益	130	188	904	944	1,008
股本	64	100	134	134	134
公积金	21	39	670	676	684
未分配利润	46	49	100	135	190
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	25	42	80	71	56
净利润	39	58	56	57	81
折旧摊销	5	8	15	20	24
净营运资金增加	8	72	-10	-1	57
其他	-27	-96	19	-5	-106
投资活动产生现金流	-58	-16	-113	-113	-29
净资本支出	58	19	114	114	30
长期投资变化	10	0	0	0	0
其他资产变化	-126	-34	-226	-226	-59
融资活动现金流	41	4	561	-10	-8
股本变化	13	36	34	0	0
债务净变化	19	33	-101	0	0
无息负债变化	17	-34	3	1	4
净现金流	9	31	528	-51	19

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.04%	29.72%	2.31%	1.15%	38.46%
净利润增长率	71.62%	47.58%	-2.92%	2.76%	40.46%
EBITDA 增长率	46.99%	51.37%	-1.27%	2.89%	38.11%
EBIT 增长率	47.80%	50.69%	-11.04%	-5.44%	44.93%
估值指标					
PE	54	36	38	37	26
PB	16	11	2	2	2
EV/EBITDA	21	22	21	21	15
EV/EBIT	24	24	26	28	19
EV/NOPLAT	27	28	30	33	23
EV/Sales	3	4	3	3	2
EV/IC	5	6	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	29.11%	30.16%	28.71%	28.01%	28.26%
EBITDA 率	14.10%	16.45%	15.88%	16.15%	16.11%
EBIT 率	12.68%	14.73%	12.81%	11.97%	12.53%
税前净利润率	12.55%	14.30%	13.59%	13.87%	14.23%
税后净利润率 (归属母公司)	10.87%	12.37%	11.74%	11.92%	12.10%
ROA	15.49%	18.66%	6.03%	5.94%	7.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.94%	30.65%	6.19%	6.09%	8.01%
经营性 ROIC	19.10%	20.66%	14.04%	10.61%	13.39%
偿债能力					
流动比率	1.04	1.55	35.70	31.93	29.31
速动比率	0.62	0.93	32.24	28.68	25.76
归属母公司权益/有息债务	1.93	1.87	-	-	-
有形资产/有息债务	3.53	2.78	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.43	0.42	0.43	0.60
每股红利	0.00	0.00	0.13	0.13	0.18
每股经营现金流	0.19	0.32	0.60	0.53	0.42
每股自由现金流(FCFF)	-0.16	-0.17	-0.27	-0.32	0.06
每股净资产	0.97	1.40	6.75	7.06	7.53
每股销售收入	2.68	3.48	3.56	3.60	4.99

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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%至 15%；
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com