

## 产业链延伸的一大步

## 事件:

公司公告重大资产重组。拟以 21560 万现金购买韩国 SKN 持有的汕头 SK 67.375% 的股权, 本次交易完成后公司将拥有汕头 SK 的控股权, 其后将以现金 2300 万增资汕头 SK, 最终控股权达到 70%。汕头 SK 是以 GPPS (通用级聚苯乙烯) 和 HIPS (抗冲击级聚苯乙烯) 等塑料为主要产品, 其应用范围为玩具、家用电器和日用制品等, 目前产量约为 15 万吨/年。

## 研究结论

- **公司自筹资金收购上游企业, 业绩承诺保障增厚盈利。**公司拟以自有资金 2.2 亿元收购上游企业汕头 SK 股权, 该公司主要生产 GPPS 和 HIPS 等塑料产品, 主要客户如汕头玩具企业和美的等家电企业, 需求稳健, 此外, 汕头 SK 公司盈利能力与油价相关 (见图 1), 为了确保收购汕头 SK 盈利, 星辉车模做出了 2012~2014 年业绩承诺, 分别为 2800 万, 3400 万和 4100 万, 将增厚企业业绩 30% 以上。
- **收购上游延伸产业链, 稳定供应, 上市公司中已有先例, 符合产业发展思路。**公司收购了上游的塑料生产企业, 完善了产业链布局, 其毛利率尽管低于公司现有产品的毛利水平, 但能完善产业链有助于减少供应端压力, 这一战略在目前上市公司中均有先例, 如永新股份延伸生产真空镀铝纸, 以及 CPP 和 PE 薄膜, 通产丽星投资中科通产生研发改性塑料等, 这类产品尽管毛利不高, 但从完善产业链角度, 对企业经营有较大的稳定作用, 且未来也可能利用原材料供应优势展开行业内并购, 我们认同企业这一发展思路, 如国外企业万代、美泰等也是通过收购扩张完善产业布局, 见表 2。
- **收购公司资产负债率高、毛利率水平低和资产周转率快属行业现象。**汕头 SK 产品属于改性塑料化工产品, 市场上可比公司有金发科技、银禧科技、普利特等等, 见表 1, 这类企业均有毛利率低, 资产周转率快等特点, 由于汕头 SK 公司产品主要是通用型聚苯乙烯, 毛利率较低, 但资产周转率更高, 另一方面, 公司资产负债率达到 91.8% 的水平, 主要是由于公司办理信用证汇利达等影响, 对应货币资金余额 4.48 亿元, 如将汇利达对应资产负债剔除后汕头 SK 资产负债率为 83.68%。
- **收购后采用分步估值法, 参考可比公司估值水平, 预计约增加市值 3.85 亿元。**假定收购成功后, 按照公司承诺业绩作为参照, 分别是 2012~2014 年 2800 万, 3400 万和 4100 万, 参考可比公司, 如金发科技、银禧科技和普利特的估值水平, 按收购后的股权比例计算, 预计将增加市值 3.85 亿元左右, 见图 2, 基于收购不确定性, 我们维持原盈利预测, 维持公司买入评级。
- **风险因素:**从 SK 经营历史看, 原油成本走高将挤压毛利水平, 且净利率较低导致成本波动时, 业绩弹性较大。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 证券分析师

郑 恺

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209070189

## 联系人

陶林杰

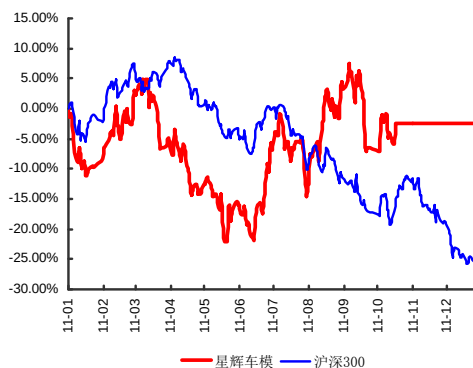
8621-63325888 × 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| 股价 (2011 年 10 月 25 日) | 17.85 元        |
| 目标价格                  | 23.90 元        |
| 总股本/A 股 (万股)          | 15840 / 15840  |
| A 股市值 (亿元)            | 27             |
| 国家/地区                 | 中国             |
| 行业                    | 轻工             |
| 报告发布日期                | 2012 年 1 月 9 日 |

## 股价表现



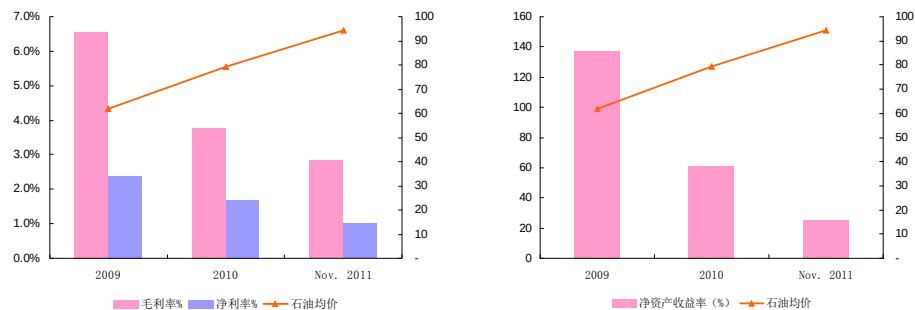
## 重点公司盈利预测及投资评级

|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 325   | 462   | 691   | 859   |
| 同比%        | 39.1% | 42.5% | 49.4% | 24.3% |
| 归属母公司净利润   | 56    | 92    | 135   | 173   |
| 同比%        | 43.0% | 65.1% | 46.8% | 27.7% |
| 毛利率%       | 33.0% | 31.7% | 34.0% | 33.8% |
| ROE%       | 8.0%  | 11.0% | 14.4% | 16.3% |
| EPS (元)    | 0.72  | 0.58  | 0.85  | 1.09  |
| PE (倍)     | 23.4  | 28.9  | 19.7  | 15.4  |

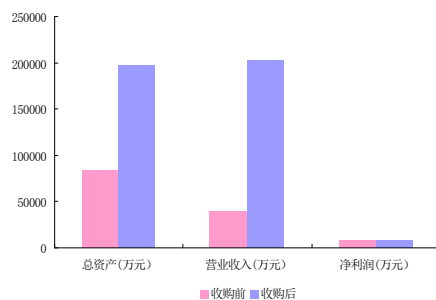
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

## 相关研究报告

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 《马踏飞燕, 汽车名企商誉推广者》 | 2010.4.6  |
| 《新授权, 新起点》        | 2010.7.30 |
| 《股权激励彰显管理层发展信心》   | 2010.11.4 |
| 《收购上游企业完善企业产业链》   | 2011.6.28 |

**图 1：汕头 SK 盈利能力与原油价格负相关**


资料来源：东方证券研究所

**图 2：收购前后，星辉车模公司总资产、收入和净利润均有提升**


资料来源：东方证券研究所

**表 1：汕头 SK 和可比公司财务指标（2011 年 3 季度）比较**

|       | PE 2012E | ROE(TTM) | 资产负债率% | 固定资产周转率 | 销售毛利率% |
|-------|----------|----------|--------|---------|--------|
| 金发科技  | 11.6     | 22.6     | 51.8   | 6.6     | 18.5   |
| 普利特   | 22.6     | 8.1      | 6.2    | 7.1     | 16.1   |
| 银禧科技  | 11.7     | 8.5      | 28.4   | 12.6    | 18.1   |
| 汕头 SK | 11.7     | 24.9     | 83.7   | 16.4    | 2.8    |

注：汕头 SKPE 按收购支付的价格和 2012 年的业绩保障计算

资料来源：Wind，收购报告书，东方证券研究所

**表 2：国际玩具企业均在成长中不断兼并收购其他品牌和公司**

| 厂商            | 主要品牌或产品                                                                                                                                                        | 主要领域           |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 美泰 (Mattel)   | Barbie、American Girl、Monster High、Polly Pocket、Little Mommy、Matchbox、Hot Wheels、Fisher-Price、Dora the Explorer                                                 | 女孩玩具和婴幼儿玩具     |
| 孩之宝 (Hasbro)  | G.I. Joe、Sesame Street、My Little Pony、Star Wars、Transformers、Talk 'n Play、Play-Doh、Mr. Potato Head                                                             | 男孩玩具和婴幼儿玩具     |
| 乐高 (Lego)     | Alien Conquest、Architecture、Atlantis、Mindstorms、Minifigures、Duplo、Cars、Harry Potter、Star Wars                                                                  | 积木玩具、游戏        |
| 万代 (Bandai)   | Harumika、Thundercats、Power Rangers Samurai、Ben 10 Ultimate Alien                                                                                               | 动画及动漫衍生产品      |
| 跳蛙 (LeapFrog) | LeapPad、Leapster Explorer、Tag Reading System、My Own Story Time Pad、Peek-a-Shoe Talking Octopus、Diddj、‘Scout’ s ABC Garden’ App 、LeapPad Explorer 、My Pal Scout | 电子教学           |
| Ty Inc.       | Beanie Babies、Beanie Buddies、Ty Classic、Pinkys Pluffies、Bow Wow Beanies、Alphabet Beanies、Angeline、Ty Girlz、Beanie Babies 2.0、Beanie Boos                       | 毛绒玩具           |
| Takara Tomy   | Tomica、Tomy Tutor、Tomy Pocketmate、Zoids 、Space Pets、Transformers、B-Daman、Licca-chan、Thomas & Friends、Disney、Pokémon、Naruto、Rockman                             | 婴幼儿产品及其他男孩女孩玩具 |
| JAKKS         | Road Champs、NASCAR、Plug It In& Play TV Games、 Black & Decker、McDonalds、Girl Gourmet                                                                            |                |

资料来源：公司网站，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**
**资产负债表**

| 会计年度             | 2010A      | 2011E      | 2012E        | 2013E        |
|------------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>477</b> | <b>499</b> | <b>603</b>   | <b>701</b>   |
| 现金               | 376        | 358        | 403          | 453          |
| 应收账款             | 20         | 28         | 42           | 52           |
| 其他应收款            | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 预付账款             | 5          | 8          | 11           | 14           |
| 存货               | 66         | 96         | 138          | 172          |
| 其他               | 10         | 10         | 10           | 10           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>272</b> | <b>417</b> | <b>461</b>   | <b>516</b>   |
| 固定资产             | 208        | 356        | 402          | 459          |
| 无形资产             | 60         | 58         | 55           | 53           |
| 其他               | 3          | 3          | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>      | <b>749</b> | <b>916</b> | <b>1,064</b> | <b>1,217</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>44</b>  | <b>59</b>  | <b>81</b>    | <b>98</b>    |
| 短期借款             | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 应付账款             | 23         | 34         | 49           | 61           |
| 其他               | 21         | 25         | 32           | 37           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>8</b>   | <b>16</b>  | <b>46</b>    | <b>59</b>    |
| 长期借款             | 7          | 14         | 41           | 52           |
| 其他               | 1          | 2          | 5            | 8            |
| <b>负债合计</b>      | <b>52</b>  | <b>75</b>  | <b>127</b>   | <b>158</b>   |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 股本               | 79         | 158        | 158          | 158          |
| 资本公积             | 518        | 518        | 518          | 518          |
| 留存收益             | 99         | 165        | 260          | 383          |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>697</b> | <b>841</b> | <b>937</b>   | <b>1,060</b> |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>749</b> | <b>916</b> | <b>1,064</b> | <b>1,217</b> |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2010A     | 2011E     | 2012E      | 2013E      |
|----------------|-----------|-----------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>53</b> | <b>66</b> | <b>103</b> | <b>152</b> |
| 净利润            | 56        | 92        | 135        | 173        |
| 折旧摊销           | 6         | 13        | 20         | 26         |
| 财务费用           | 2         | -7        | -8         | -9         |
| 投资损失           | -2        | -11       | -14        | -17        |
| 营运资金变动         | -17       | -26       | -38        | -30        |
| 其他             | 8         | 5         | 8          | 8          |

**利润表**

| 会计年度        | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 2013E      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业收入</b> | <b>325</b> | <b>462</b> | <b>691</b> | <b>859</b> |
| <b>营业成本</b> | <b>218</b> | <b>316</b> | <b>456</b> | <b>568</b> |
| 营业税金及附加     | 2          | 3          | 4          | 5          |
| 营业费用        | 29         | 44         | 68         | 77         |
| 管理费用        | 23         | 21         | 35         | 40         |
| 财务费用        | -3         | -7         | -8         | -9         |
| 资产减值损失      | 1          | 3          | 5          | 4          |
| 公允价值变动收益    | 5          | 0          | 0          | 0          |
| 投资净收益       | 2          | 11         | 14         | 17         |
| 营业利润        | 62         | 95         | 146        | 190        |
| 营业外收入       | 4          | 14         | 14         | 14         |
| 营业外支出       | 1          | 0          | 1          | 1          |
| 利润总额        | 65         | 108        | 159        | 203        |
| 所得税         | 9          | 16         | 24         | 31         |
| 净利润         | 56         | 92         | 135        | 173        |
| 少数股东损益      | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 归属于母公司净利润   | 56         | 92         | 135        | 173        |
| EBITDA      | 71         | 122        | 181        | 233        |
| EPS (元)     | 0.72       | 0.58       | 0.85       | 1.09       |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 营业收入        | 39.1% | 42.5% | 49.4% | 24.3% |
| 营业利润        | 46.7% | 37.2% | 60.0% | 23.6% |
| 归属于母公司净利润   | 43.0% | 65.1% | 46.8% | 27.7% |
| <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 毛利率         | 33.0% | 31.7% | 34.0% | 33.8% |
| 净利率         | 17.2% | 19.9% | 19.6% | 20.1% |
| ROE         | 8.0%  | 11.0% | 14.4% | 16.3% |
| ROIC        | 6.7%  | 9.3%  | 11.9% | 13.4% |
| <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率       | 6.9%  | 8.2%  | 11.9% | 12.9% |
| 负债权益比率      | 7.4%  | 8.9%  | 13.6% | 14.9% |
| 流动比率        | 10.81 | 8.47  | 7.45  | 7.13  |
| 速动比率        | 8.97  | 6.56  | 5.49  | 5.14  |
| <b>营运能力</b> |       |       |       |       |

|         |        |        |        |        |           |       |       |       |       |
|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 投资活动现金流 | -193   | -150   | -55    | -69    | 总资产周转率    | 0.71  | 0.56  | 0.70  | 0.75  |
| 资本支出    | -195   | -162   | -69    | -86    | 应收账款周转率   | 20.33 | 19.30 | 19.67 | 18.20 |
| 长期投资    | 8,409  | 1,146  | 1,375  | 1,650  | 应付账款周转率   | 11.43 | 11.04 | 11.02 | 10.35 |
| 其他      | -8,407 | -1,134 | -1,361 | -1,634 | 每股指标 (元)  |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流 | 504    | 66     | -4     | -32    | 每股收益      | 0.72  | 0.58  | 0.85  | 1.09  |
| 借款增减    | -30    | 7      | 28     | 10     | 每股经营现金流   | 0.67  | 0.42  | 0.65  | 0.96  |
| 普通股增加   | 40     | 79     | 0      | 0      | 每股净资产     | 8.80  | 5.31  | 5.92  | 6.69  |
| 资本公积增加  | 516    | 0      | 0      | 0      | 估值比率      |       |       |       |       |
| 其他      | -22    | -20    | -31    | -42    | P/E       | 23.4  | 28.9  | 19.7  | 15.4  |
| 现金增加额   | 364    | -18    | 44     | 51     | P/B       | 1.9   | 3.2   | 2.8   | 2.5   |
|         |        |        |        |        | EV/EBITDA | 33.0  | 19.5  | 13.2  | 10.2  |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)