

湘财证券研究所

TMT 研究小组

张良卫

Tel: 021-68634510-8227

Email: zlw2889@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

Email: cg2012@xcsc.com

发行股本：1320 万股

发行后总股本：5280 万股

合理投资价值：40.4-45.5

建议询价区间：42-26

投资要点

- ❑ **车模行业发展空间广阔。**全球车模销售额未来将维持稳步增长态势，国内市场有望实现高速增长，车模作为汽车文化的一种衍生品，将随着汽车产业的发展而逐步升温；随着社会经济水平的提高，汽车文化和消费的普及，车模行业发展前景将越来越广阔。
- ❑ **公司具有很强的竞争优势。**作为国内车模行业的龙头企业，公司是车模企业中获得授权数量最多的企业之一，公司自主创新能力强，具有持续获得授权的优势，自主品牌强大，拥有良好的营销网络和客户资源，凭借自身的优势公司将不断的发展壮大。
- ❑ **募投项目增加产能，为开拓市场提供有力保障。**募投项目是在公司原有基础上异地建设车模产品生产基地，以扩大生产规模、适应公司全面丰富产品结构，打造较完整的车模产业链的需求。项目的建成投产将大幅提升公司产能，顺应行业发展和满足业务高速增长的需要，为公司进一步扩大市场份额并提升行业地位提供有力的产能保障；保持公司在动态车模市场地位，打造车模作为汽车推广新媒介的经营模式，从而提高公司未来市场占有率。
- ❑ **估值及投资评级。**我们预计公司 09-11 年摊薄后每股收益为 0.70、1.01 和 1.58 元，根据同行业公司的估值水平，综合考虑公司的文化属性，行业的成长空间，公司的核心优势，我们按照 2010 年的合理 PE40-45 倍为其进行定价，公司的合理的投资价值为 40.4-45.45 元，建议询价区间为 42-46 元。
- ❑ **风险提示：**获取车模授权及再授权，核心人才流失，竞争加剧导致毛利率下滑

星辉车模重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	171	230	299	412
收入同比 (%)	78%	35%	30%	38%
归属母公司净利润	25	37	53	84
净利润同比 (%)	107%	46%	44%	57%
毛利率 (%)	27.6%	30.2%	30.9%	33.0%
ROE (%)	37.7%	31.5%	8.1%	11.3%
每股收益 (元)	0.48	0.70	1.01	1.58
P/E				
P/B				

国内车模行业的龙头企业	3
公司股东和股权结构	4
发行前后股本情况	4
发展空间广阔的车模行业	5
公司在车模行业中具有很强的竞争优势	7
具备持续获得授权的优势	7
自主创新能力强	8
自主品牌优势	8
销售网络及客户资源优势	8
盈利预测与估值分析	9
盈利预测	9
估值水平	10
风险提示	11

图目录

图 1: 公司主要产品分类	3
图 2: 公司的产品以普及型动态车模为主	3
图 3: 公司收入、利润持续高增长	4
图 4: 公司车模业务比重不断上升	4
图 5: 星辉车模发行前股权结构	5
图 6: 全球车模市场销售额及预测	6
图 7: 中国车模市场销售额及预测	6
图 8: 中国汽车保有量带动车模增长	6
图 9: 公司共获得 21 个世界知名汽车品牌授权证书	7
图 10: 公司积极的进行自主创新	8

表目录

表 1: 发行前后股权结构	5
表 2: 主要国家车模产品的消费情况	7
表 3: 募投项目资金投向	9
表 4: 募投项目销售预测	9
表 5: 2008-2010 主营业务收入及其假设	10
表 6: 可比公司估值水平	10

国内车模行业的龙头企业

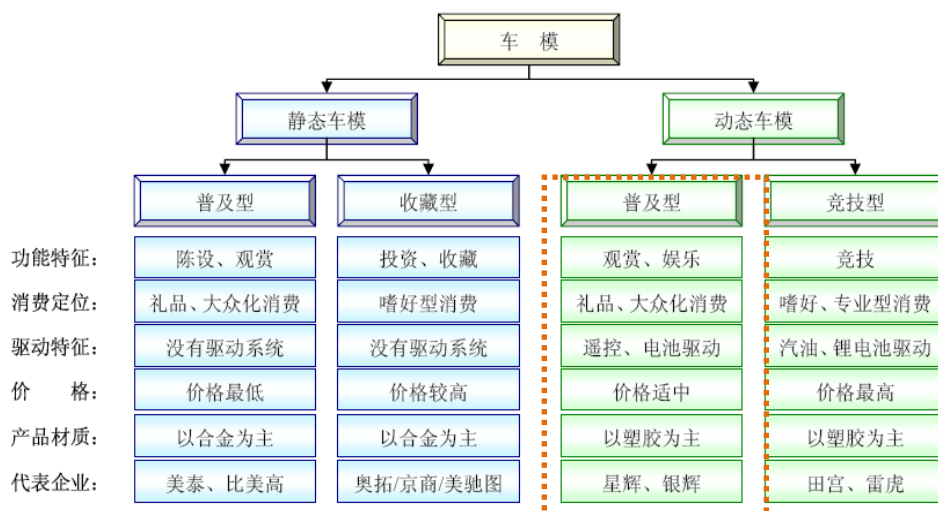
公司以“传承汽车文化，提升生活品位”为使命，致力于车模的研发、生产和销售。公司成立之初，主要从事遥控玩具车和塑胶玩具的经营，自2005年起，公司根据行业发展趋势，抓住汽车普及和车模礼品化的市场契机，进行产品战略创新，将传统玩具和汽车文化相结合，与世界500强企业的知名汽车厂商进行战略合作，获取汽车厂商的授权，借助其品牌影响力和强有力的市场推广，重点发展车模业务。目前，公司已成为国内车模企业中获得授权数量最多的企业之一，是国内车模行业的龙头企业，现公司产品以普及型动态车模为主。

图 1：公司主要产品分类

德系车模	日系车模	美系车模	英系车模	意系车模
				
宝马 X5	Nissan 350Z	悍马	路虎	兰博基尼
				
奔驰 GL-CLASS	雷克萨斯	林肯	Mini Cooper	菲亚特

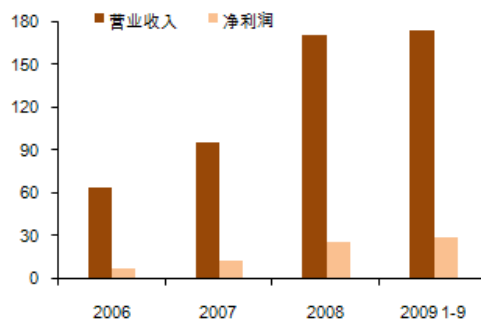
资料来源：招股书，湘财证券研究所

图 2：公司的产品以普及型动态车模为主



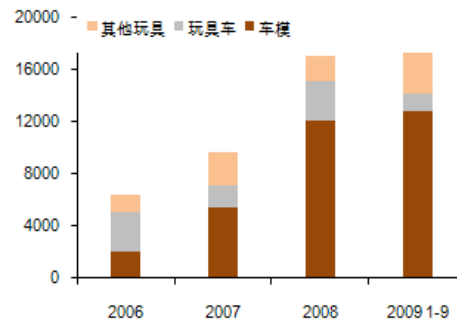
资料来源：招股书，湘财证券研究所

图 3：公司收入、利润持续高增长



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 4：公司车模业务比重不断上升

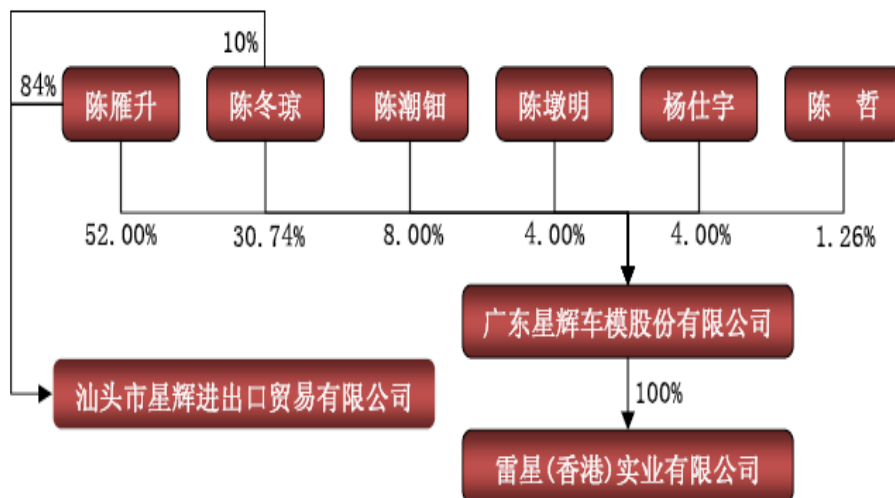


资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司股东和股权结构

公司实际控制人陈雁升、陈冬琼，发行前分别持有本公司52%和30.74%股份，双方为夫妻关系。

图 5：星辉车模发行前股权结构



资料来源：招股书，湘财证券研究所

发行前后股本情况

公司本次发行前总股本为3,960万股，共有6名发起人股东，公司本次发行股份不超过1,320万股，发行后公司总股本不超过5,280万股。本次发行股份占发行后总股本的比例不超过25%。

表 1：发行前后股权结构

发起人名称	发行前		发行后	
	持有股份(万股)	持股比例	持有股份(万股)	持股比例
陈雁升	2,059.20	52.00%	2,059.20	39.00%
陈冬琼	1,217.30	30.74%	1,217.30	23.055%
陈潮钿	316.80	8.00%	316.80	6.00%
陈墩明	158.40	4.00%	158.40	3.00%
杜仕宇	158.40	4.00%	158.40	3.00%
陈哲	49.90	1.26%	49.90	0.945%
社会公众股	-	-	1320.00	25.00%
合计	3,960.00	100%	5,280.00	100%

资料来源：招股说明书

发展空间广阔的车模行业

车模属于玩具产品，是玩具行业中的细分产品，车模玩具主要受益于汽车玩具的普及和玩具礼品化的发展契机，车模作为汽车文化的一种衍生品，将随着汽车产业的发展而逐步升温。随着社会经济水平的提高，汽车文化和消费的普及，以及各种汽车展，各种媒体的推广，车模行业的发展前景广阔。

从2004 年开始，全球车模市场呈现出强劲的增长趋势，2005 年全球车模的销售收入达到399 亿元，同比增长了12.74%；2007 年，车模实现销售额556 亿元，同比增长了19.17%，相比2005 年，增幅上升了6.4 个百分点；2008 年全球汽车模型实现销售收入651 亿元，同比增长了17.09%。从目前的销售形势来看，随着全球汽车文化的普及、动态车模的逐步兴起，迎合礼品市场的普及型静态车模市场也迅速发展，未来车模市场仍将保持高速增长。预计到2010 年，车模产品的销售额将会突破1,000 亿元，未来的发展空间很大。

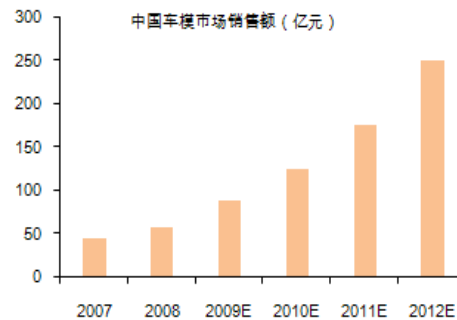
2007 年国内车模行业实现产量1.18 亿具，比2006 年上涨了28.9%，实现销售收入44.6 亿元；2008 年中国车模行业实现销售收入57 亿元，同比增长27.80%。据中国社会经济决策咨询中心预测，未来我国车模市场每年的增长速度将在30%以上，到2010 年，我国车模市场销量将达到2.6 亿具，销售收入将超过120 亿元。

图 6：全球车模市场销售额及预测



资料来源：中国市场调查研究中心

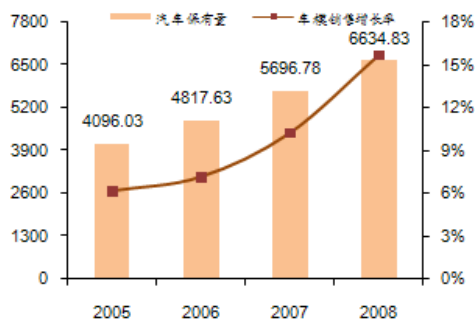
图 7：中国车模市场销售额及预测



资料来源：中国社会经济决策咨询中心

近年来，我国的车模市场随着我国汽车保有量的逐年递增而迎来了快速发展的机遇。随着我国汽车工业的飞速发展和汽车文化的逐步普及，车模行业也将继续保持稳定的增长。由于车模能够为汽车厂商直接带来经济效益，对汽车厂商的形象和产品宣传有极大的帮助，因此汽车厂商需要壮大车模行业，为其创造更大的经济价值。同时，随着以中国为代表的发展中国家汽车工业的崛起，新兴的汽车品牌需要尽快全方位地建立新形象，车模是其所对应汽车档次、质量和品牌的象征，因而新兴汽车厂商需要车模行业的帮助，以提升它们产品的档次和企业的形象，对车模行业形成了新的需求。

图 8：中国汽车保有量带动车模增长



资料来源：中国市场调查研究中心

从美国、欧盟、日本等发达国家车模消费总量来看，与玩具市场一样，这些国家和地区依然是车模消费的主要市场，其人均车模消费量约在3~7具之间，中国的车模消费同发达国家之间还有很大的差距，中国的车模市场发展空间广阔。随着居民生活水平的提高以及我国城镇化进程的加快，国内玩具的消费升级步伐将有望进一步的加快，车模行业将大大受益于国内需求的增长。

表2：主要国家车模产品的消费情况

国别	车模消费总量（百万具）	人口（百万人）	人均消费量（具）
美国	1940	290	6.68
日本	585	127	4.6
欧盟	1667	380	4.38
加拿大	122	32	3.8
澳洲	72	20	3.65
中国	100	1400	0.07

资料来源：中国社会经济决策咨询中心，湘财证券研究所

公司在车模行业中具有很强的竞争优势

具备持续获得授权的优势

企业进行车模的生产首先需要获得汽车厂商的授权，而汽车厂商的授权条件对车模制造商的综合素质要求较高。车模的工艺水平与质量直接影响汽车厂商的品牌形象。与其他企业相比，公司依靠自身研发实力和品牌优势，拥有较强的持续获取授权的能力，不仅在授权数量方面具有显著的优势，同时还具有100%的续约授权记录，奠定了公司在国内车模行业中的领先地位。

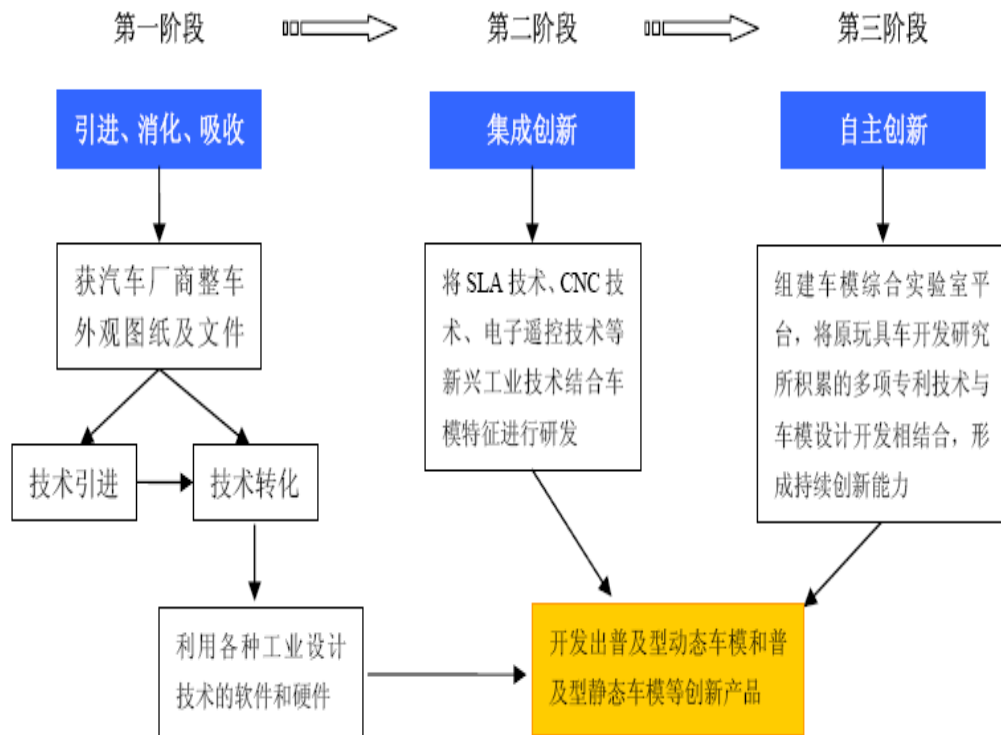
图 9：公司共获得 21 个世界知名汽车品牌授权证书

奔驰  Mercedes-Benz	宝马 	福特 	MiniCooper 	沃尔沃 	本田 	悍马 
凯迪拉克 	路虎  GO BEYOND	林肯 	三菱 	兰博基尼 	大众 	奥迪 
丰田 	日产 	英菲尼迪 	克莱斯勒 	标致 	捷豹 	雷克萨斯 

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

自主创新能力强

图10：公司积极的进行自主创新



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司在车模产品、经营模式以及公司研发管理等多方面进行创新，取得了积极的成效，创新能力已成为公司的核心竞争力，在同行中积累了巨大的优势。

自主品牌优势

公司实行双品牌战略，在车模产品车身上和包装上同时附有汽车品牌和本公司“RASTAR”的品牌标识。与国内大多数ODM、OEM的车模代工企业相比，公司具有明显的自主品牌优势。目前，公司商标“RASTAR”不仅在国内进行了注册，且从2005年开始已在主要出口市场欧盟、日本、美国、澳大利亚、新加坡、韩国、中国香港等36个国家和地区进行了注册，并和授权的知名汽车品牌同时出现在产品上，形成更为强大的品牌优势，为公司的持续市场开拓获得了商标保护。经过多年自主品牌的市场开拓，公司品牌在海外市场的渠道商、终端零售商和消费者心目中具有良好的认知度和影响力，为公司的后续发展奠定了坚实基础。

销售网络及客户资源优势

经过多年的积累，公司目前已经与世界上多个国家的车模代理商建立了长期稳定的合作关系，主要的代理商包括意大利的MONDO和Intercoop、英国的BOOTS、美国的NKOK Inc和Tree House Kids、玩具反斗城、西班牙的NINCO、俄罗斯的TNG、荷兰的Koopman International BV、希腊的JumBo、葡萄牙的

Joincol Importacao E Exportacao Lda、波兰的HH Poland、南非的TEVO、智利的Comercial ECCSA、秘鲁的Tiendas Por Departamento Ripley 等。这些知名车模代理商在当地都具有较强的市场推广能力和覆盖能力，有利于公司将来继续大力拓展欧盟、日本、美国、非洲、澳洲、拉美市场。目前，公司的产品已销往世界47个国家和地区。

募投项目：提升产能，为开拓市场提供有力保障

表3：募投项目资金投向

编号	项目名称	总投资额	募集资金投入金额	
			第一年	第二年
1	品牌车模生产基地建设项目	13,299.20	6086.80	7212.40

资料来源：湘财证券研究所

本项目是在公司原有基础上异地建设车模产品生产基地，以扩大生产规模、适应公司全面丰富产品结构，打造较完整的车模产业链的需求。项目的建成投产将大幅提升公司产能，顺应行业发展和满足业务高速增长的需要，为公司进一步扩大市场份额并提升行业地位提供有力的产能保障；保持公司在动态车模市场地位，打造车模作为汽车推广新媒介的经营模式，提高公司未来市场占有率。

表4：募投项目销售预测

募投生产线	产量=销量（万件）	平均单价	预计销售收入（万元）
动态车模	500	42.00	21,000.00
静态车模	220	22.73	5,000.00

资料来源：招股说明书

项目达产后，公司每年将新增500 万件动态车模和220 万件静态车模的生产能力，预计每年能分别新增动态车模和静态车模销售收入21,000 万元和5,000万元，总计增加销售收入26,000 万元。

盈利预测与估值分析

盈利预测

- 1、销售收入：车模玩具是公司收入的主要来源，也是公司未来战略的重点方向，车模玩具的市场空间广阔，公司受限于产能难以进一步拓展市场，公司 2010 年的产能主要靠租用厂房来解决，2011 年募投项目的产能部分释放将会对公司的产能形成稳定的支撑，车模玩具市场空间广阔，09-11 年车模玩具分别增长 40%，45%，50%；而玩具车以及其他玩具，公司将逐步收缩其业务，预计

玩具车 09-11 年增长率分别为-30%，-15%，-10%；其他玩具 09-11 年增长率分别为 110%，-10%，-20%。

- 2、车模玩具 09-11 年毛利率分别为 35%，34%，35%，保持较高水平缘于产量增加带来的规模效应以及良好的成本转嫁能力。玩具车和其他玩具的毛利率水平呈现下滑态势，同时由于公司主要战略定位于车模玩具，因此这 2 块业务占比也将逐步减小。
- 3、管理费用与销售费用率略有上升，募集资金将会带来财务费用的大幅减小。
- 4、公司 09-11 年享受“高新技术企业”所得税优惠为 15%，15%，15%。

表 5：2008-2010 主营业务收入及其假设

收入	2008	2009E	2010E	2011E
车模玩具	120.25	168.34	244.10	366.15
玩具车	31.46	22.02	18.72	16.85
其他玩具	19.08	40.06	36.05	28.84
增长率				
车模玩具	125.43%	40.00%	45.00%	50.00%
玩具车	81.15%	-30.00%	-15.00%	-10.00%
其他玩具	-23.95%	110.00%	-10.00%	-20.00%
毛利率				
车模玩具	32.19%	35.00%	34.00%	35.00%
玩具车	15.67%	19.00%	18.00%	17.00%
其他玩具	18.69%	16.00%	17.00%	17.00%

资料来源：湘财证券研究所

我们预计 09-11 年收入分别增长 35%，30%，38%，而净利润分别增长 46%，44%，57%，EPS 分别为 0.70，1.01，1.58 元。

估值水平

公司实现了玩具与汽车文化的统一，其业务模式参考 A 股市场没有完全相同的公司，但是有同样拥有文化附加值的玩具企业奥飞动漫可以作为参考，我们综合考虑公司的文化属性，行业的成长空间，公司的核心优势，我们按照 2010 年合理 PE40-45 倍为其进行定价，公司的合理投资价值区间为 40.4-45.5，建议询价区间为 42-46 元。

表 6：可比公司估值水平

代码	公司	09EPS	10EPS	09PE	10PE
002292	奥飞动漫	0.65	0.92	65	46

资料来源：湘财证券研究所

风险提示

1 获取车模授权及再授权的风险

汽车厂商的授权对公司业务影响非常大，如果未来没能继续获得新款车模的授权或现有车款的再授权，公司将存在业绩增长放缓的风险。

2 核心人才流失的风险。

公司保持持续创新及核心技术领先的关键在于公司近年来依托优秀的研发技术团队和大量的研发设计投入，由于公司产品的技术含量较高，一旦核心技术人员流失，将会对研发人员的再培养以及公司经营活动带来一定的影响。

3 竞争加剧，毛利率下滑风险。

尽管车模玩具市场空间广阔，但未来面临的竞争也必将更加激烈，未来随着更多有实力的厂商进入，市场拓展受阻，毛利率可能面临下滑风险。

附：星辉车模财务报表预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010	2011	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	78	101	578	624	营业收入	171	230	299	412	营业成本	124	161	206	276	营业税金及附加	1	1	1	2
现金	7	12	471	473	营业费用	11	16	22	31	管理费用	5	7	10	14	财务费用	1	1	-5	-10
应收账款	6	22	28	43	资产减值损失	0	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
其他应收款	1	2	3	4	营业利润	29	43	63	98	营业外收入	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
预付账款	25	10	14	22	利润总额	29	43	63	98	所得税	4	7	9	15	净利润	25	37	53	84
存货	39	56	61	82	少数股东损益	0	0	0	0	归属母公司净利润	25	37	53	84	EBITDA	30	48	65	102
其他流动资产	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.70	1.01	1.58										
非流动资产	38	67	120	167															
长期投资	0	0	0	0															
固定资产	35	41	93	140															
无形资产	1	23	23	23															
其他非流动资产	2	2	3	4															
资产总计	116	168	698	791															
流动负债	48	50	41	50															
短期借款	29	17	5	5															
应付账款	11	16	20	27															
其他流动负债	9	17	16	18															
非流动负债	0	0	0	0															
长期借款	0	0	0	0															
其他非流动负债	0	0	0	0															
负债合计	48	50	41	50															
少数股东权益	0	0	0	0															
股本	40	53	53	53															
资本公积	2	2	489	489															
留存收益	25	62	116	199															
归属母公司股东	67	117	657	741															
负债和股东权益	116	168	698	791															
现金流量表					单位:百万元					主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010	2011	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	24	36	40	51	成长能力					营业收入	78.3%	34.9%	29.7%	37.8%	营业收入	171	230	299	412
净利润	25	37	53	84	营业利润	99.8%	50.3%	43.7%	57.5%	营业成本	124	161	206	276	营业利润	29	43	63	98
折旧摊销	0	4	7	13	归属于母公司净利润	106.9	45.7%	43.7%	57.5%	营业税金及附加	1	1	1	2	营业外收入	0	0	0	0
财务费用	1	1	-5	-10	获利能力					营业外支出	0	0	0	0	利润总额	29	43	63	98
投资损失	0	0	0	0	毛利率(%)	27.6%	30.2%	30.9%	33.0%	所得税	4	7	9	15	净利润	25	37	53	84
营运资金变动	0	-7	-16	-37	净利率(%)	14.4%	14.9%	16.0%	17.8%	少数股东损益	0	0	0	0	EBITDA	30	48	65	102
其他经营现金流	-2	1	0	1	ROE(%)	37.7%	31.5%	8.1%	11.3%	EPS (元)	0.48	0.70	1.01	1.58					
投资活动现金流	-25	-32	-60	-60	ROIC(%)	29.0%	30.3%	25.4%	27.1%										
资本支出	25	10	60	60	偿债能力					总资产周转率	1.76	1.63	0.69	0.55	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.70	1.01	1.58
长期投资	0	0	0	0	资产负债率(%)	41.8%	29.9%	5.8%	6.3%	应收账款周转率	26	15	11	11	每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.69	0.77	0.96
其他投资现金流	-0	-22	0	0	净负债比率(%)	59.98	34.81	12.27	10.09	应付账款周转率	15.44	12.08	11.56	11.91	每股净资产(最新摊薄)	1.27	2.22	12.45	14.03
筹资活动现金流	5	1	479	10	流动比率	1.61	2.01	14.19	12.59	每股指标(元)									
短期借款	19	-12	-12	0	速动比率	0.80	0.89	12.67	10.92	估值比率									
长期借款	0	0	0	0						P/E									
普通股增加	32	13	0	0						P/B									
资本公积增加	-13	0	487	0						EV/EBITDA									
其他筹资现金流	-33	-1	5	10															
现金净增加额	4	5	460	1															

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。