

湘财证券研究所

机械研究小组

刘金铎

Tel: 021-68634510-8370

E-Mail: lj2861@xcsc.com

仇 华

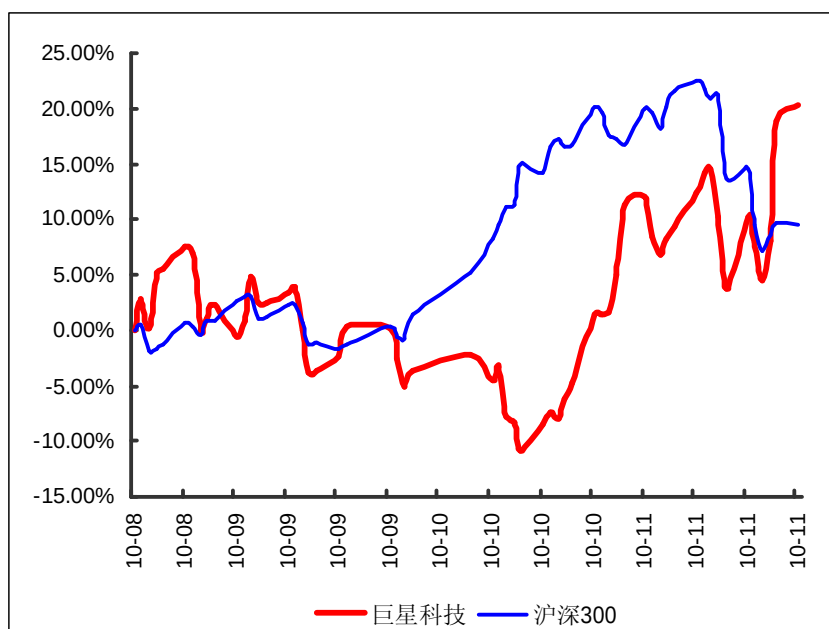
Tel: 021-68634510-8227

E-mail: qh997239@126.com

事件: 近日, 巨星科技 (002444) 股价快速上涨, 创上市新高, 我们对此点评如下:

- q 公司股价低估是上涨的根本动力。** 近日, 公司股价大幅反弹, 涨幅远超大盘指数, 股价表现强劲。我们认为, 公司股价低估是近日股价上涨的根本动力。公司股价低估表现为两个方面: 1) 市场对公司运营模式认识存在误区; 2) 市场对公司业绩低估。

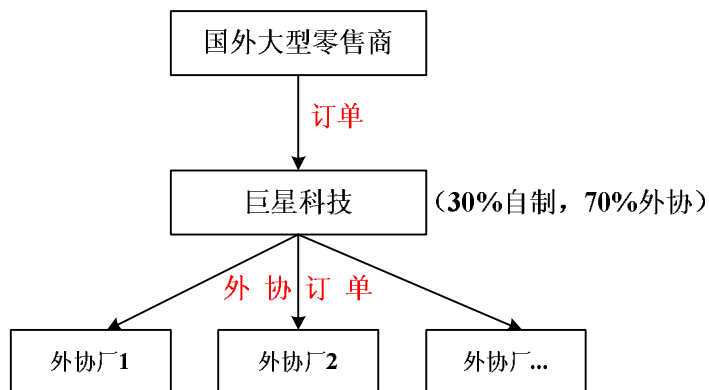
图 1 最近 3 月公司股价走势



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

- q 渠道优势是公司最大优势。** 市场普遍认为公司是生产型企业, 且面向海外市场, 因而不能享受估值优势; 但我们认为公司并非传统生产制造企业, 渠道才是公司最大的优势。公司运营模式为: 国外大型零售商直接向公司下达订单, 通常情况下, 30%-40%的订单由公司自行生产, 60%-70%的订单公司通过外协方式进行加工; 公司在整个产业链中的作用更像一个信息流与商品流的“平台”。

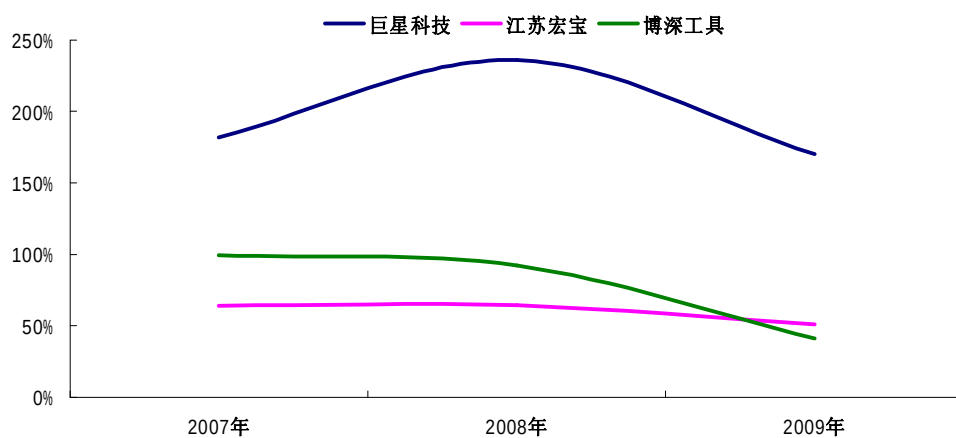
图 2 公司运营模式



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

- q 轻资产运行是公司最大的优势。**由于外协生产比例高，公司呈现“轻资产”运营特点：与同类型公司相比，公司“销售收入/资产”比值（资产周转率）较高，显示出公司“轻资产”特点。

图 3 公司资产周转率对比



数据来源：公司报告，湘财证券研究所

- q 研发与设计能力是公司渠道优势的保证。**经过多年的合作，公司与国外大型零售商形成了稳固的合作关系，并且公司五金产品种类齐全，可为零售商采购提供一站式服务，因而，国外大型零售商愿意与公司进行合作。同时，公司具有100多人的研发与设计队伍，可将国外客户的产品要求在短期内设计、研发出来，得到国外客户认可。

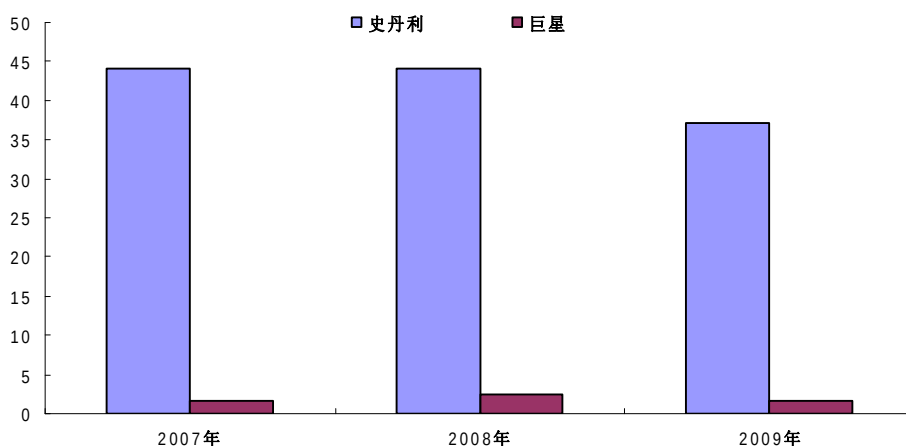
- q 公司未来成长明确，并具有外延式扩张的可能。**从公司发展情况来看，正常年

份下，公司营业收入增幅可达 30%左右（2009 年受金融危机影响，比较特殊），公司上市后实力大增，后续发展能力可期。同时，公司计划通过收购等方式实现外延式扩张，如果实施顺利，则公司发展速度将显著提升。

- q 巨大的空间为公司提供了驰骋的天地。**虽然公司近年获得了迅速的发展，但从相对量来看，公司的发展空间巨大，例如公司虽然是我国手工具出口的龙头，但份额不足 5%；同时，与国外大型企业相比，公司营业收入较小。

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
中国手工具出口额（万美元）	577,842.67	645,058.41	554,682.74
中国手工具出口额（万元） ¹	4,384,044.15	4,466,932.69	3,789,029.62
公司手工具出口额（万元）	131,573.60	175,741.47	145,248.50
公司出口额比重	3.00%	3.93%	3.83%

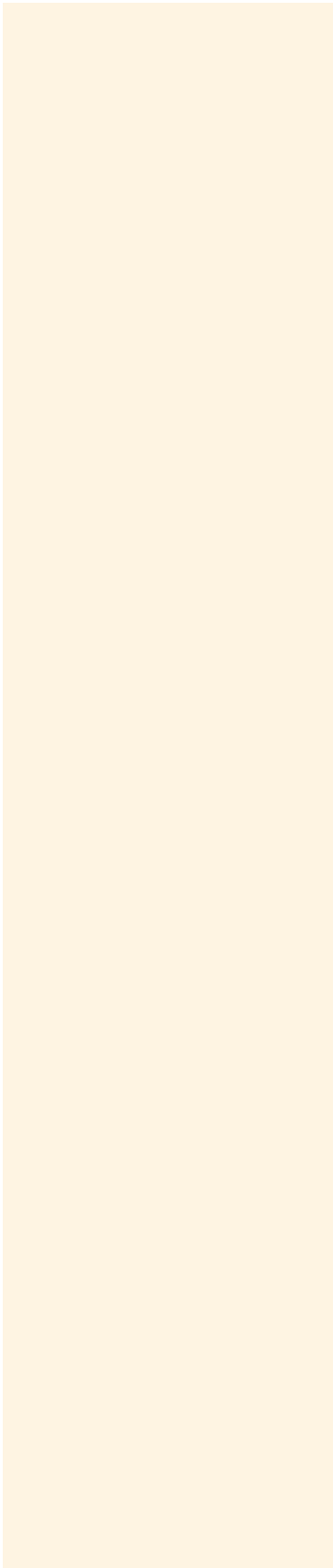
图 4 公司营业收入对比（亿美元）



数据来源：公司报告，湘财证券研究所

- q 内销是公司未来发展的看点。**2010 年下半年，公司看到了国内巨大的市场需求，并积极发展内销。我们认为，内销市场的有效启动需要一个过程，但由于内销市场空间巨大并且获利较高，内销市场是公司未来几年的看点，也是支撑公司业绩的重要保证。

- q 维持买入评级。**预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.21 元、1.59 元，维持买入评级，给予 3-6 个月的目标价为 41 元。



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1564.29	2002.29	2482.84	3103.54
增长率(%)	-18.85%	28.00%	24.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	215.25	307.45	403.36	531.03
增长率(%)	29.65%	42.83%	31.20%	31.65%
每股收益(EPS)	0.849	1.213	1.591	2.095
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.578	1.880	0.635	2.593
销售毛利率	26.93%	28.00%	29.00%	30.00%
销售净利率	14.02%	15.65%	16.55%	17.43%
净资产收益率(ROE)	37.54%	34.90%	31.41%	29.25%
投入资本回报率(ROIC)	75.60%	71.07%	151.91%	104.23%
市盈率(P/E)	32.40	22.68	17.29	13.13
市净率(P/B)	12.16	7.92	5.43	3.84
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1564.29	2002.29	2482.84	3103.54
减: 营业成本	1143.04	1441.65	1762.81	2172.48
营业税金及附加	1.77	2.26	2.80	3.51
营业费用	50.28	64.36	79.80	99.75
管理费用	67.14	85.94	106.57	133.21
财务费用	8.14	-9.61	-17.14	-26.84
资产减值损失	7.27	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	286.65	417.68	547.99	721.43
加: 其他非经营损益	3.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	290.23	417.68	547.99	721.43
减: 所得税	70.90	104.42	137.00	180.36
净利润	219.33	313.26	410.99	541.07
减: 少数股东损益	4.07	5.82	7.63	10.05
归属母公司股东净利润	215.25	307.45	403.36	531.03
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	190.54	672.76	850.81	1534.99
应收和预付款项	476.59	285.43	659.13	521.15

存货	66.45	59.02	94.40	94.68
其他流动资产	0.21	0.21	0.21	0.21
长期股权投资	17.46	17.46	17.46	17.46
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	84.48	71.17	57.86	44.56
无形资产和开发支出	55.36	49.54	43.72	37.90
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	891.10	1155.60	1723.62	2250.95
短期借款	4.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	285.55	240.78	397.82	384.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	289.55	240.78	397.82	384.07
股本	190.00	190.00	190.00	190.00
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	383.47	690.92	1094.28	1625.31
归属母公司股东权益	573.47	880.92	1284.28	1815.31
少数股东权益	28.08	33.89	41.52	51.57
股东权益合计	601.55	914.81	1325.80	1866.88
负债和股东权益合计	891.10	1155.60	1723.62	2250.95
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	146.52	476.61	160.91	657.33
投资性现金净流量	-47.06	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-64.71	5.61	17.14	26.84
现金流量净额	32.30	482.22	178.05	684.17

财务分析和估值指标汇总				
	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率				
毛利率	26.93%	28.00%	29.00%	30.00%
三费/销售收入	8.03%	7.03%	6.82%	6.64%
EBIT/销售收入	18.56%	20.38%	21.38%	22.38%
EBITDA/销售收入	19.40%	21.34%	22.15%	23.00%
销售净利率	14.02%	15.65%	16.55%	17.43%
资产获利率				
ROE	37.54%	34.90%	31.41%	29.25%
ROA	32.58%	35.31%	30.80%	30.86%
ROIC	75.60%	71.07%	151.91%	104.23%
增长率				
销售收入增长率	-18.85%	28.00%	24.00%	25.00%
EBIT 增长率	23.42%	40.58%	30.08%	30.85%

EBITDA 增长率	22.81%	40.75%	28.74%	29.77%
净利润增长率	28.73%	42.83%	31.20%	31.65%
总资产增长率	16.23%	29.68%	49.15%	30.59%
股东权益增长率	60.09%	53.61%	45.79%	41.35%
经营营运资本增长率	61.48%	-54.67%	207.32%	-30.93%
资本结构				
资产负债率	32.49%	20.84%	23.08%	17.06%
投资资本/总资产	48.33%	22.68%	29.00%	16.12%
带息债务/总负债	1.38%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.53	4.23	4.03	5.60
速动比率	2.30	3.98	3.80	5.35
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率				
总资产周转率	1.76	1.73	1.44	1.38
固定资产周转率	18.52	28.13	42.91	69.66
应收账款周转率	3.66	8.82	4.25	7.22
存货周转率	17.20	24.43	18.67	22.95
业绩和估值指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	290.28	408.08	530.84	694.59
EBITDA	303.52	427.21	549.97	713.72
NOPLAT	216.68	306.06	398.13	520.94
净利润	215.25	307.45	403.36	531.03
EPS	0.849	1.213	1.591	2.095
BPS	2.262	3.475	5.066	7.161
PE	32.40	22.68	17.29	13.13
PEG	0.92	N/A	N/A	N/A
PB	12.16	7.92	5.43	3.84
PS	4.46	3.48	2.81	2.25
PCF	47.60	14.63	43.34	10.61
EV/EBIT	17.51	11.29	8.37	5.43
EV/EBITDA	16.75	10.79	8.08	5.29
EV/NOPLAT	23.46	15.06	11.16	7.25
EV/IC	11.81	17.58	8.89	10.40
ROIC-WACC	75.60%	71.02%	151.91%	104.23%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000

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。