

2011-03-09

造纸印刷轻工

星辉车模 300043-SZ

短期催化因素已现，延续高增长确定无疑

◇ 报告起因：公司调研

◆2010 年公司延续高增长态势

2010 年，公司营业收入同比增长 39.1%至 3.24 亿元，净利润达到 5585 万元，较 09 年提升 43%，折合每股收益 0.71 元。

◆全球车模市场未来两年增速接近 25%，国内市场增长超过 40%

从全球车模市场来看，2004 年规模达到 354 亿元，2010 年规模攀升至 1038 亿元，2004-2010 年全球车模的复合增速达到 20%，预计 2011 和 2012 年全球车模市场的增速分别为 24.6%和 24.9%。

就国内情况来看，由于汽车在国内的销量年年大增，汽车文化亦由此逐步盛行起来，这对推动国内车模的销售起到了至关重要的作用，于此同时，国内目前人均拥有车模的数量为 0.3-0.4 部，较美国 6.68 部和日本 4.6 部的人均拥有量相比，普及程度很低，国内的车模行业目前仍处于快速成长期，预计 2011 和 2012 年国内车模市场的增速均将超过 40%。公司车模募投项目将于 2011 年 9 月开始释放产能，再公司追加项目投资之后，新增的车模生产能力将为公司车模业务延续高增长提供更充足的动力。

◆进军婴童车市场，再造车模辉煌

根据 Frost & Sullivan 的调研，2009 年国内婴幼儿耐用品的零售市场规模为 18.05 亿美元，北美和欧洲的市场规模达到 36.73 亿美元和 38.85 亿美元，2010-2014 年国内婴幼儿耐用品市场的复合增速（CAGR）将达到 13.8%，远远高于北美和欧洲市场 5.5%、4.4%的复合增速。

公司利用超募资金 1.3 亿元在福建建设婴童车模生产基地，2011 年 9 月，婴童车模的产能将投产，未来公司将获得婴童电动用车 56 万台和婴童学步车 38 万台的年产能。我们认为公司将凭借车模领域的成功经验和强大的销售网络在婴童车模领域再造辉煌。

◆欧美经济复苏，玩具出口激增，短期催化因素已现

通过对欧元区经济信心指数、Sentix 投资者信心指数以及美国 PMI 和失业率等数据的跟踪，我们认为欧美经济正延续复苏势头，对国内的玩具出口构成利好。

海关数据显示 1 月国内玩具出口 7.9 亿美元，同比增长 38.8%。根据阿里巴巴出口订单指数，1 月玩具行业的出口订单增幅位居各类产品之首，我们由此推断一季度国内玩具行业的出口将表现不俗，短期催化因素已现。

◆未来三年净利润 CAGR 为 48%，目标价 49.44 元，给予“买入”评级

我们认为公司 2011-2013 年净利润复合增速将达到 48%，给予公司 48 倍 PE，对应 2011 年 1.03 元 EPS 预测的目标价为 49.44 元，“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	233	325	538	811	1,137
营业收入增长率	36.60%	39.10%	65.76%	50.70%	40.24%
净利润（百万元）	39	56	81	127	181
净利润增长率	53.90%	42.95%	45.86%	55.94%	42.43%
EPS（元）	0.49	0.71	1.03	1.60	2.28
ROE	38.56%	8.02%	10.69%	14.69%	17.95%
P/E	73	51	35	22	16
P/B	28	4	4	3	3
EV/EBITDA	29	40	25	16	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	37.91 元
目标价格	49.44 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人：

姜浩

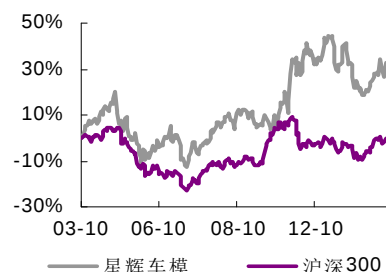
021-22169125

jianghao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	79
总市值(百万元)	2,850
流通比例(%)	37.94%
12 个月最高/最低(元)	50.48/27.30
近 3 月日均成交量(百万股)	0.28
主要股东	陈雁升

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.12	-6.16	28.50
绝对收益	8.41	-2.60	28.84

相关报告：

投资要件

关键假设

1、公司 2011-2013 年整体收入增速分别为 65.8%、50.7%和 40.2%。

其中车模业务的增速为 61.0%、45.0%和 42.1%，行业的高速增长以及公司募投产能将在今年逐步释放，预示着公司未来三年车模业务将保持快速增长。

2011-2013 年婴童车收入分别为 5000 万元、1.25 亿元和 1.8 亿元。

2、我们预计公司 2011-2013 年综合毛利率为 33.0%、33.3%和 33.3%。

其中 2011-2013 年车模的毛利率为 35.0%、34.8%和 34.5；婴童车的毛利率为 30.0%、31.2%和 31.7%。

3、我们预计公司 2011-2013 年期间费用率为 15.0%、14.4%和 13.9%。

其中销售费用率分别为 8.9%、8.7%和 8.5%，管理费用率分别为 7.4%、6.5%和 6.0%，财务费用率分别为-1.3%、-0.8%和-0.6%。

股价上涨的催化因素

1 月国内玩具出口增速达到 38.8%，根据阿里巴巴 1 月出口订单指数，玩具的出口增幅在国内各行各业中位居首位，我们看好一季度国内玩具行业出口的高速增长。

估值和目标价格

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.03、1.60 和 2.28 元，给予 2011 年 48 倍 PE，对应目标价格为 49.44 元，该目标价对应 2012 年 EPS 的 PE 为 31 倍，给予“买入”评级。

投资风险

我们认为公司最大的投资风险来自于原材料价格的大幅上升、人民币升值以及出口退税率下调。

一、公司是国内车模行业的龙头企业

公司是国内车模企业中获得授权数量最多的企业之一,国内车模行业的龙头企业。已经获得宝马、奔驰、奥迪、兰博基尼等 24 个世界知名汽车品牌的 200 款车模生产的品牌授权。

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,主要从事电动玩具汽车和塑胶玩具的经营,公司取得了 ISO9001:2000 质量管理体系认证,并先后通过了欧盟 CE (EN71、EN62115、R&TTE)、ROHS、美国 FCC、ASTM F-963 等国际安全标准认证。公司是国内首批获得 CCC 认证的企业之一,2008 年通过 ICTI 体系认证。产品远销美国、欧洲、港台、东南亚、南非、西班牙、巴西等 40 多个国家和地区。

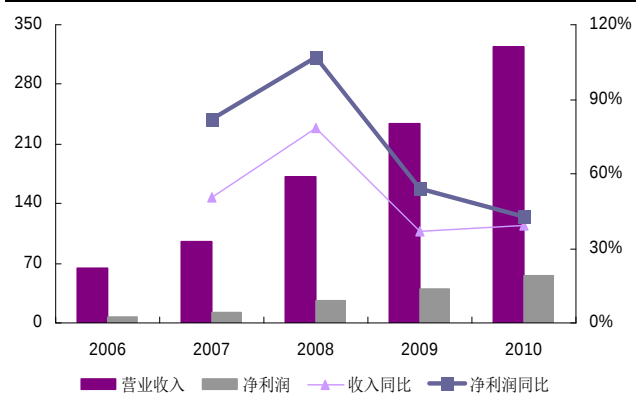
(一) 车模驱动公司业绩持续大幅增长

公司自 06 年以来业绩一直保持快速增长趋势,2006-2010 年收入和净利润的复合增速分别为 50.3%和 69.6%,其中 2010 年收入和净利润的增速达到 39.1%和 42.9%。(见图 1)。

导致公司收入延续高增长趋势的主要原因在于车模业务的迅猛发展,2006-2010 年,车模收入的复合增速达到 95%,即便遭遇 09 年金融危机,车模业务依旧实现 47%的收入增长。(见图 2)

图 1:公司的业绩一直保持快速增长趋势

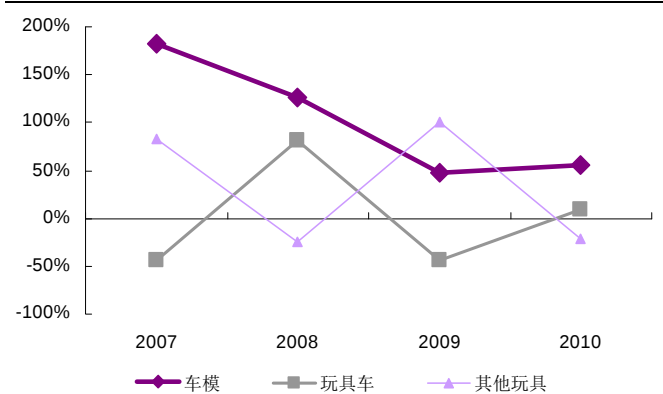
2006-2010 公司收入、净利润及同比增速情况(单位:百万元)



资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 2: 车模的迅速增长是拉动收入快速增长的主要原因

2006-2010 公司各类产品收入增速情况

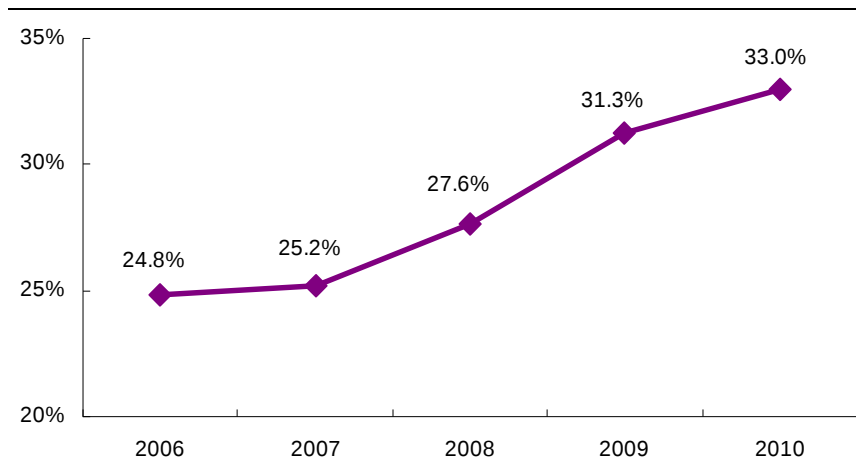


资料来源: 公司财报、光大证券研究所

在收入实现大幅增长的同时,公司的毛利率亦保持不断提升的趋势,令净利润增长更快。2006 年公司综合毛利率为 24.8%,2010 年毛利率提升至 33%,较 06 年增加 8.2 个百分点。(见图 3)

图 3：近几年公司的综合毛利率提升明显

2006-2010 公司综合毛利率情况

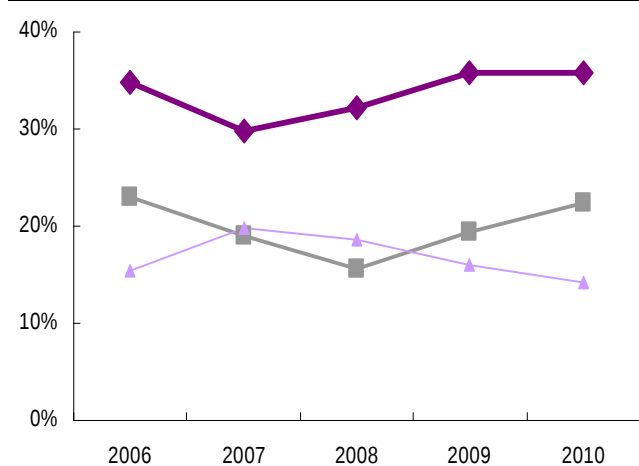


资料来源：公司财报、光大证券研究所

毛利率的不断提升也是受车模业务快速成长所致,公司车模产品的毛利率基本保持在 30%以上, 远高于其他产品 (见图 4)。2006 年车模产品占收入的比例为 29.7%, 2010 年该占比攀升至 84.8% (见图 5)。

图 4：车模的毛利率远高于其他产品的毛利率

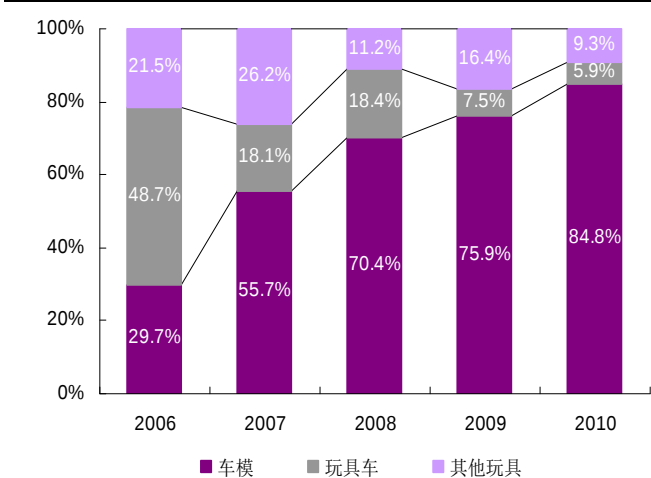
2006-2010 公司车模产品的毛利率情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 5：车模收入占比的持续提升驱增综合毛利率

2006-2010 公司各产品占收入比例情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

国内玩具行业一直在国际上扮演廉价加工制造的角色,类似公司这样能历经金融危机, 盈利能力保持如此突出的企业并不多见。

(二) 公司的收入主要来自欧洲, 但国内的占比提升明显

公司的收入主要来自欧洲和国内, 2010 年来自欧洲的收入占比达到 41.2%, 国内的收入占比达到 28%, 由于公司产能有限, 且北美市场的利润空间较小, 故北美市场对公司的销售额贡献度并不高。

近几年国内市场是公司发展的一大亮点, 2006 年内销收入占总收入的比例仅为 14.7%, 随着国内汽车的热销, 车模市场在汽车文化的带动下发展迅速, 公司利用这一机遇, 使内销收入占比在 5 年里提升 13 个百分点。

表 1: 公司的销售收入主要来自欧洲，内销的占比提升最快

2006-2010 各国家和地区销售额占总收入比例情况

	2006	2007	2008	2009	2010
欧洲	49.2%	37.3%	26.8%	30.6%	41.2%
国内	14.7%	14.5%	19.8%	24.3%	28.0%
亚洲	15.6%	26.4%	20.1%	14.6%	9.1%
北美洲	5.5%	2.4%	2.6%	6.6%	8.6%
南美洲	2.3%	7.3%	6.1%	4.3%	6.2%
中国香港	9.0%	10.3%	22.9%	18.0%	5.6%
非洲	3.7%	1.5%	1.1%	1.6%	1.1%
大洋洲	0.1%	0.4%	0.5%	0.1%	0.3%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

二、行业高增长，公司竞争实力强成就车模飞速发展

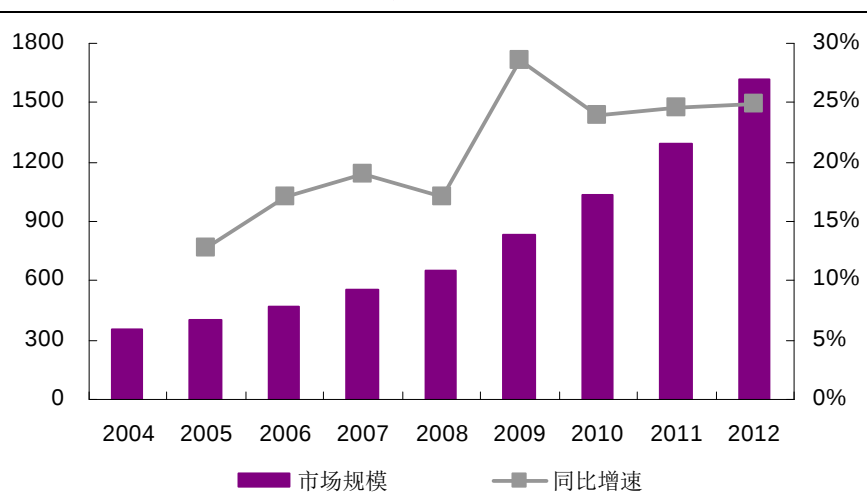
我们认为公司车模产品增长如此之迅猛的原因有两点：1、行业发展迅速；2、公司在车模领域竞争优势明显。也正是基于这两点考量，以及 2011 年 9 月公司募投的车模项目将逐步释放产能（公司已追加投资，募投产能变更为 690 万件动态车模和 280 万件静态车模），我们预计公司未来三年车模的销售收入能够保持 49% 的复合增速。

（一）车模行业发展迅速

从全球车模市场来看，2004 年规模达到 354 亿元，2010 年攀升至 1038 亿元，2004-2010 年全球车模的复合增速达到 20%，预计 2011 和 2012 年全球车模市场的增速分别为 24.6% 和 24.9%。

图 6: 2010-2012 年全球车模市场保持近 25% 的增速

2004-2012 全球车模市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

就国内情况来看，由于汽车在国内的销量年年大增，汽车文化亦由此逐步盛行起来，这对推动国内车模的销售起到了至关重要的作用，于此同时，国内目前人均拥有车模的数量为 0.3-0.4 部，较美国 6.68 部和日本 4.6 部的人均拥有量相比，普及程度很低，故 2007-2010 年车模的复合增速

达到 40%，远高于全球水平。预计 2011 和 2012 年国内车模市场的增速均将超过 40%，行业的高增长为公司的快速发展提供了良好的外部环境。

表 2：美日欧等发达国家车模拥有量显著高于中国

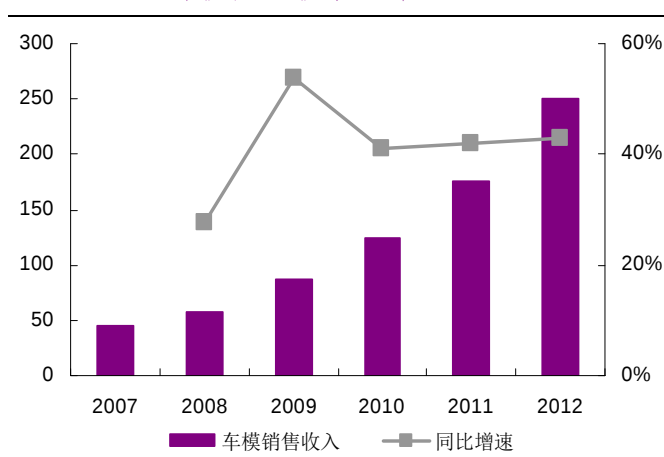
各国人均车模拥有量情况

国别	车模消费总量 (百万具)	人口 (百万人)	人均消费量 (具/人)
美国	1,940	290	6.68
日本	585	127	4.60
欧盟	1,667	380	4.38
加拿大	122	32	3.80
澳洲	72	20	3.65

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 7：2010-2012 年国内车模市场增速达到 40% 以上

2007-2012 国内车模市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

（二）公司在车模领域竞争优势明显

公司作为国内车模行业的龙头企业，竞争优势明显。我们认为其竞争优势主要体现在以下三个方面：

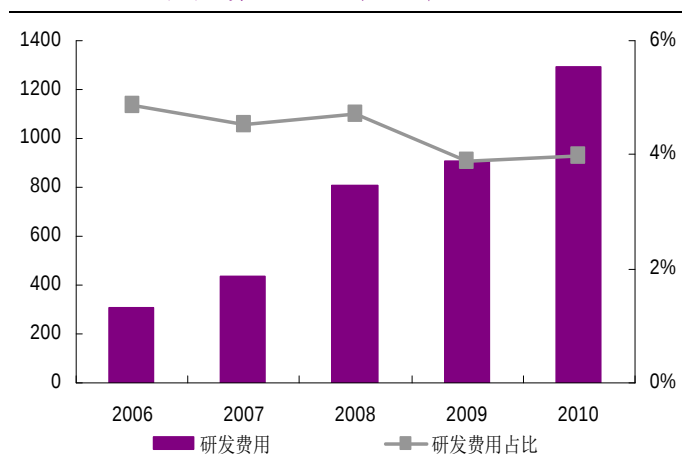
1、公司的研发优势突出

公司自成立以来十分注重自主研发，每年的研发投入占销售收入的比例均在 3.8% 以上。09 年公司被广东省经济贸易委员会、财政厅等机构认定为“广东省企业技术中心”，是国内车模行业唯一一家获得此资格的企业。

基于常年对研发的大力投入，和研发实力的不断增强，公司车模的研发周期从 1 年以上缩短为 4 个月之内，经科学技术部西南信息中心检验，公司的车模实验室已达到了国际先进水平。

图 8：公司十分注重研发投入

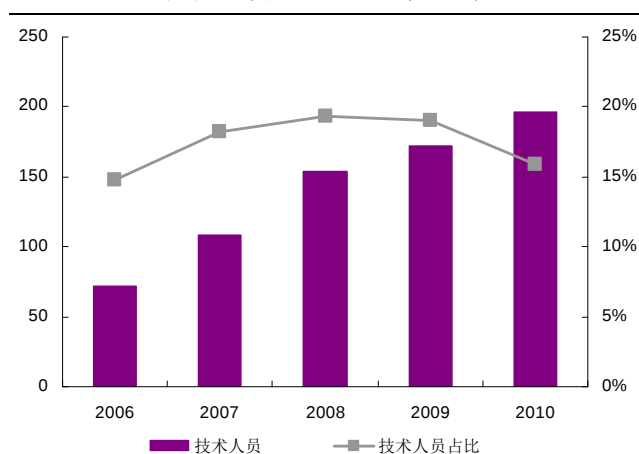
2006-2010 公司研发费用及占比情况（单位：万元）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 9：公司研发力量不断增强

2006-2010 公司研发人员数量及占比情况（单位：人）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

2、公司重视自有品牌的打造

公司同一般的玩具企业另一不同之处在于，其非常重视自有品牌的打造。公司在车模产品和包装上同时附有汽车品牌和自有品牌“RASTAR”。目前公司商标“RASTAR”不仅在国内进行了注册，且从2005年开始已在欧盟、日本、美国、澳大利亚、新加坡、韩国、香港等36个国家和地区进行注册保护。经过多年的苦心经营，公司品牌在海外市场的渠道商、零售终端商河消费者心目中树立起良好的品牌形象。

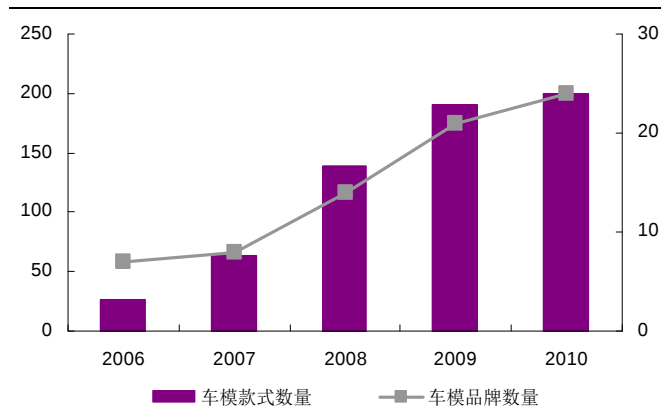
3、授权品牌数量持续增加，强者更强

由于汽车的品牌授权是一种知识产权，受法律保护，车模企业必须获得授权才能生产产品，而且一般汽车厂商仅对几家车模企业进行授权，有些甚至仅授权给一家，品牌授权的知识产权性及排他性意味着已获的品牌授权量是车模企业重要的战略资源。

公司目前已获得24个汽车品牌，总计200款车模的授权证书，在国内排名前列。其中，公司与宝马汽车公司签订的部分车模授权合同为全球独占性授权合同，与保时捷汽车公司签订的授权合同为保时捷汽车公司全系列产品的授权合同。

图 10：现有的品牌授权资源有利于公司获取更多的授权

2006-2010 公司获得汽车品牌和款式的授权情况（单位：个）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 11：国际上大的汽车品牌均已对公司进行授权

2010 年 公司获得车模授权的品牌情况

奔驰	宝马	福特	MiniCooper	沃尔沃	本田
凯迪拉克	路虎	林肯	三菱	兰博基尼	大众
丰田	日产	英菲尼迪	阿斯顿·马丁	标致	捷豹
通用	保时捷	雪佛兰	悍马	奥迪	雷克萨斯

资料来源：公司财报、光大证券研究所

（三）募投项目为后续增长提供充足动力

公司车模的募投项目将于2011年9月开始投产，原有计划建成之后将新增动态车模500万件和静态车模220万件的年生产能力，但公司根据未来的发展规划，追加投资将募投产能提升至新增动态车模690万件和静态车模280万件，募投项目为车模业务后续的高速增长提供充足的动力。

三、进军婴童车市场，再造车模辉煌

根据Frost & Sullivan的调研，2009年国内婴幼儿耐用用品的零售市场规模为18.05亿美元，北美和欧洲的市场规模达到36.73亿美元和38.85亿美元，2010-2014年国内婴幼儿耐用用品市场的复合增速（CAGR）将达到13.8%，远远高于北美和欧洲市场5.5%、4.4%的复合增速。

表 3: 国内婴幼儿用品市场未来的增长显著快于欧美

中国、北美和欧洲婴幼儿用品零售市场情况 (单位: 百万美元)

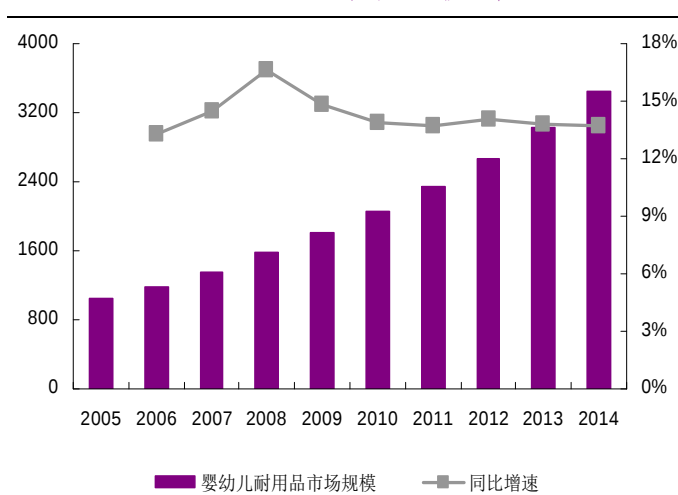
	中国	北美	欧洲
2009 年零售市场规模	1805	3673	3885
2014 年零售市场规模	3450	4778	4632
CAGR (2005-2009)	14.8%	6.9%	3.3%
CAGR (2010-2014)	13.8%	5.5%	4.4%

资料来源: Frost & Sullivan、光大证券研究所

注: 此处婴幼儿的年龄段为新生至 6 岁

图 12: 国内婴幼儿耐用品市场未来复合增速达到 13.8%

2005-2014 国内婴幼儿耐用品零售市场规模 (单位: 百万美元)



资料来源: Frost & Sullivan、光大证券研究所

注: 此处婴幼儿的年龄段为新生至 6 岁

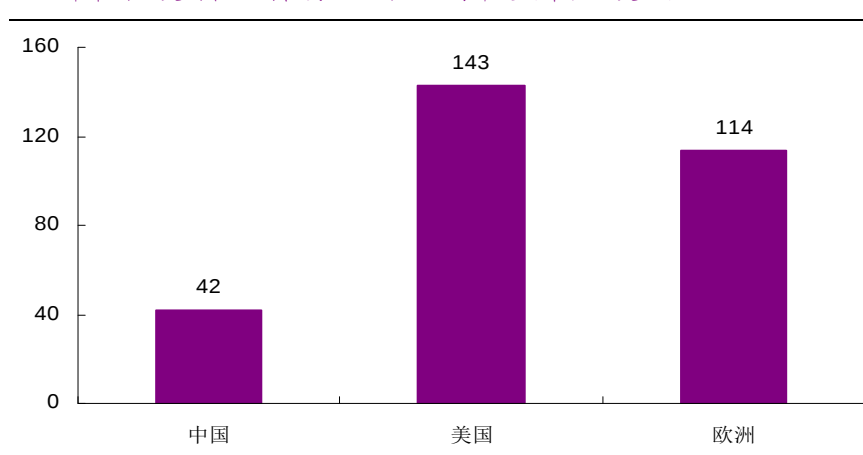
我们认为国内市场增长快于欧美市场的主要原因在于,国内经济的快速发展导致居民收入不断增加,居民收入的增加使得用于婴幼儿的开支增长较欧美更快。

2009 年国内婴幼儿耐用品的人均开支为 42 美元,较美国 143 美元和欧洲 114 美元的开支水平差距明显。随着国内经济的不断发展,居民在婴幼儿用品上的投入将更大,驱动婴幼儿用品市场的较快增长。

根据 Frost & Sullivan 的预测,2009 年国内城镇家庭在婴幼儿用品方面的开支为 75 美元/年,到 2014 年该项开支将增长至 129 美元/年,复合增速达到 10.7%。

图 13: 国内家庭在婴幼儿用品上的开支较欧美明显偏低

2009 年中国、美国和欧洲在婴幼儿用品上的开支 (单位: 美元)



资料来源: Frost & Sullivan、光大证券研究所

注: 此处婴幼儿的年龄段为新生至 6 岁

公司利用超募资金 1.3 亿元在福建建设婴童车模生产基地,婴童车模是获得汽车厂商的授权,外观同真车一样,按真车等比例缩小、适合婴童使用的车模产品,包括婴童学步车、婴童电动车模等。

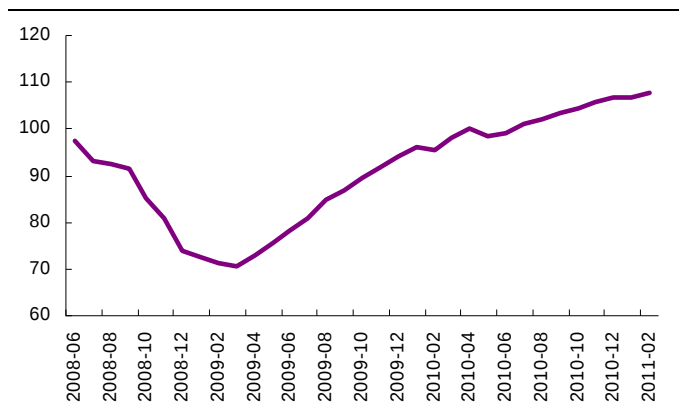
2010 年公司陆续获取兰博基尼、沃尔沃等汽车品牌的婴童车模授权，预计项目建成后的 3 年内，公司将获得 6 个品牌以上 20 款婴童车模的授权。2011 年 9 月，婴童车模项目将投产，未来公司将获得婴童电动用车 56 万台和婴童学步车 38 万台的年产能。我们认为公司将凭借车模领域的成功经验和强大的销售网络在婴童车模领域再造辉煌。

五、欧美经济复苏，玩具出口激增，短期催化因素已现

2 月欧元区经济信心指数、Sentix 投资者信心指数分别上升至 107.8 和 16.7，较 1 月环比上升 0.9%、58%，表明欧洲经济复苏的势头仍保持延续的趋势，尤其是投资者信心指数环比的大幅度上升，显示投资者坚定看好欧洲未来的经济发展前景。

图 14: 欧元区经济信心指数环比上升 0.9%

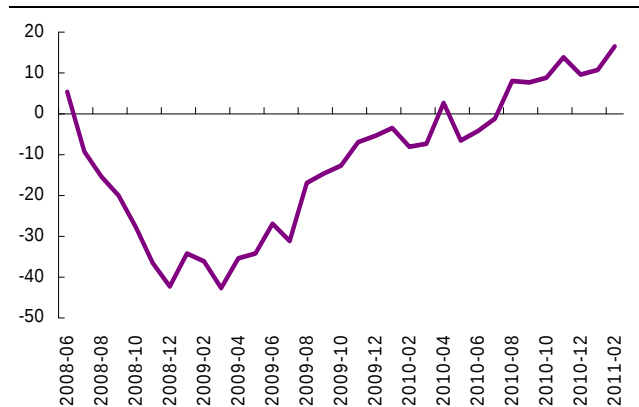
2008/06-2011/02 欧元区经济信心指数情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 15: Sentix 投资者信心指数环比大幅上升 58%

2008/06-2011/02 欧元区 Sentix 投资者信心指数情况

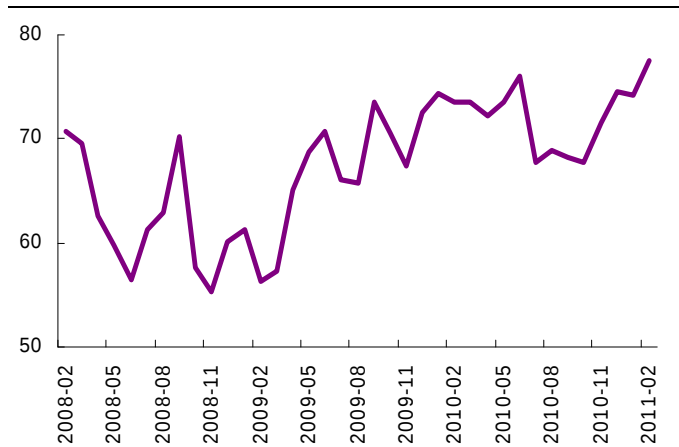


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

于此同时，自 2 月美国密歇根大学消费者信心指数创 08 年 2 月以来的新高 77.5 之后，美国制造业 PMI 指数亦环比上升 1% 至 61.4，此外，2 月美国的失业率下降至 8.9%，这是至 09 年下半年以来，美国的失业率首次降至 9% 以下。

图 16: 美国密歇根大学消费者信心指数创三年新高

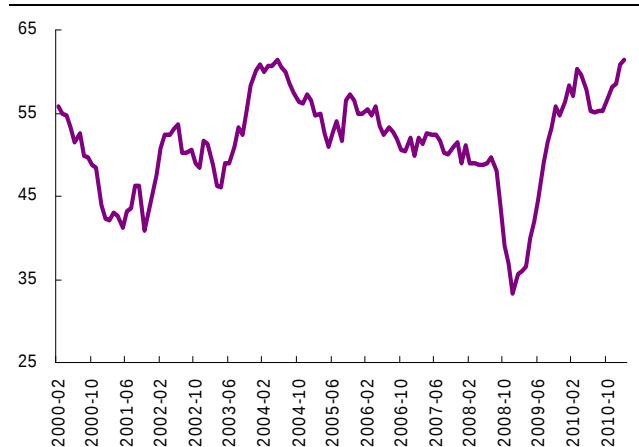
2008/02-2011/02 美国密歇根大学消费者信心指数情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 17: 美国制造业 PMI 指数上升至 61.4

2008/02-2011/02 美国制造业 PMI 指数情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

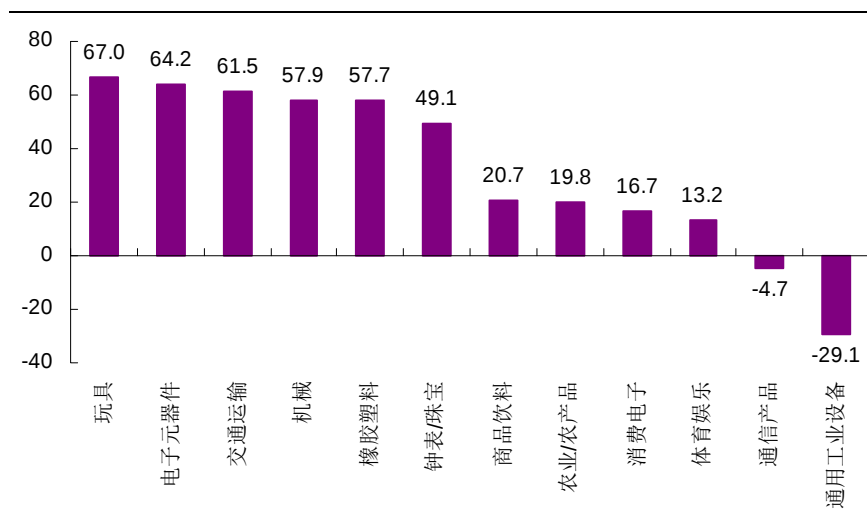
而且我们还想强调一个观点：根据美国劳工部发布的数据，尽管美国当前

招募的工人数量比 1987 年少 33%，但工厂效率提升的幅度超过 57%。这意味着当前美国失业率较高的失业率并不完全是因为经济增长情况所致，生产效率的提升以及大量的加工制造环节外包给新兴经济体亦导致美国本土对工人需求量的减少。所以不能简单依据当前美国就业情况不如以往而得出其经济疲软的结论。实际上种种的数据显示美国经济复苏的情况较为理想。

2010 年，国内玩具出口金额为 100.76 亿美元，与 09 年相比增长 29.4%，2011 年 1 月，国内玩具出口 7.9 亿美元，同比增长 38.8%。根据阿里巴巴出口订单指数，预计 2011 年一季度国内出口同比增速有望达到 23%，其中玩具的出口增长情况在各行各业中表现最为突出。

图 18: 阿里巴巴出口订单指数显示玩具出口的增长势头最强

阿里巴巴 1 月出口订单指数情况



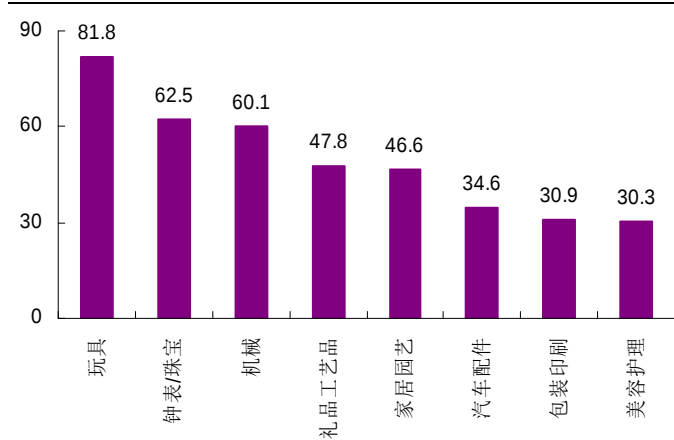
资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

注：阿里巴巴出口订单指数是根据阿里巴巴交易平台上的海量数据汇编而来，指数的大小反映出口增长的强弱水平。

根据阿里巴巴发布的对美国 and 欧盟的出口订单指数情况来看，玩具占据着对欧美出口增长最快的宝座。

图 19: 玩具在对美国出口的各行各业中表现最好

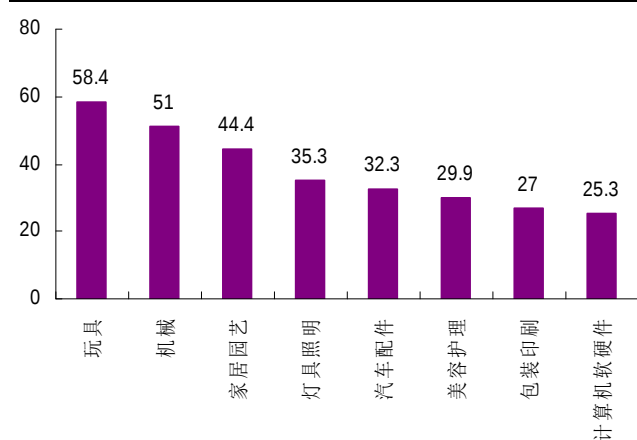
阿里巴巴 1 月对美出口订单指数情况



资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

图 20: 玩具在对欧洲出口的各行各业中表现最好

阿里巴巴 1 月对欧洲出口订单指数情况



资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

六、股权激励将充分激发内部战斗力

公司已公布股权激励草案，首期拟向激励对象授予 170 万份股票期权（年报转增后为 340 万份），其中首次授予 153 万份，预留 17 万份以用于未来一年内授予新引进及晋升的中高级人才和董事会认定的需要激励的人员，期权的行权价格为 32.10 元。

在首次授予的 153 万份中，核心管理人员、技术人员合计 68 人获取了 126.99 万份，占比达到 83%，我们认为公司股权激励草案涉及的人员范围广泛，而且期权行权的要求很高，能在很大程度上激发公司整个管理和研发技术团队的战斗力。

表 4：公司股权激励涉及的人员较多，激励范围较广

公司股权激励草案的详细分配方案

姓名	职务	本次获授的股票期权份数(万份)	占本次授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
陈烽	董事、副总经理、董事会秘书	4.76	3.1%	0.1%
刘渝玲	董事、副总经理	4.56	3.0%	0.1%
卢醉兰	董事、总经理助理、知识产权部经理	4.56	3.0%	0.1%
屠鑫	副总经理	3.90	2.6%	0.0%
刘慧娴	副总经理	3.90	2.6%	0.0%
陈剑丰	财务总监	4.33	2.8%	0.1%
核心管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为需要进行激励的相关人员合计 68 人		126.99	83.0%	1.6%
预留期权数		17.00	10.0%	0.2%
合计		170.00	100.0%	2.2%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 5：公司股权激励所要求的行权条件十分苛刻

公司股权激励草案的行权条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	相比于 2009 年，2010 年营业收入增长率不低于 35%，2010 年净利润增长不低于 45%
第二个行权期	相比于 2009 年，2011 年营业收入增长率不低于 85%，2011 年净利润增长不低于 100%
第三个行权期	相比于 2009 年，2012 年营业收入增长率不低于 140%，2012 年净利润增长不低于 165%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

七、外汇远期合约锁定汇率风险

2011 年公司已经申请的远期结汇总额为 3982 万美元，加权平均的结汇汇率为 6.649，通过同银行签订远期结汇合约，公司锁定了 2011 年大部分汇率风险。

表 6: 通过外汇远期公司已经锁定 2011 年大部分汇率风险

公司签订外汇远期结算合约情况

申请时间	外汇远期起止时间	申请结算金额 (单位: 万美元)	远期美元兑人民币 结算汇率
2010-04-07	2010-5 TO 2011-2	2138	6.789
2010-09-03	2011-3 TO 2011-9	1500	6.758
2010-12-10	2011-8 TO 2011-12	2040	6.547
2011 年全年		3928	6.649

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

八、盈利预测与估值

我们根据以下几个关键假设对公司未来盈利情况进行预测:

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入增速	39.1%	65.8%	50.7%	40.2%
车模	55.5%	61.0%	45.0%	42.1%
婴童车			150.0%	44.0%
玩具车	8.9%	-6.8%	-4.4%	3.0%
其他玩具	-21.3%	-10.1%	-3.5%	2.0%
毛利率	33.0%	33.0%	33.3%	33.3%
车模	35.7%	35.0%	34.8%	34.5%
婴童车		30.0%	31.2%	31.7%
玩具车	22.4%	19.0%	19.0%	18.0%
其他玩具	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%
期间费用率	15.0%	15.0%	14.4%	13.9%
销售费用率	8.9%	8.9%	8.7%	8.5%
管理费用率	6.9%	7.4%	6.5%	6.0%
财务费用率	-0.8%	-1.3%	-0.8%	-0.6%

我们预测公司未来三年净利润分别为 8145 万元、1.27 亿元、1.81 亿元，对应当前股本 2010-2012 年 EPS 分别为 1.03 元、1.60 元和 2.28 元。

当前可比公司 2011 年平均 PE 为 36 倍，2012 年平均 PE 为 27 倍，公司当前的估值水平与同类可比公司相比有所低估，而相较于创业板当前 60 倍以上 PE (TTM) 的估值水平，公司的投资价值更加凸显无疑。

我们认为 2011-2013 年公司净利润的复合增速为 48%，我们给予其 1 倍 PEG，即 48 倍 PE，对应 2011 年 1.03 元的 EPS 预测，目标价为 49.44 元，这个目标价等价于 2012 年 31 倍 PE。

我们认为公司是国内玩具行业中不可多得的拥有自主品牌、较强竞争力和良好成长性的企业，建议投资者积极介入，给予“买入”评级。

表 7:公司具备估值优势

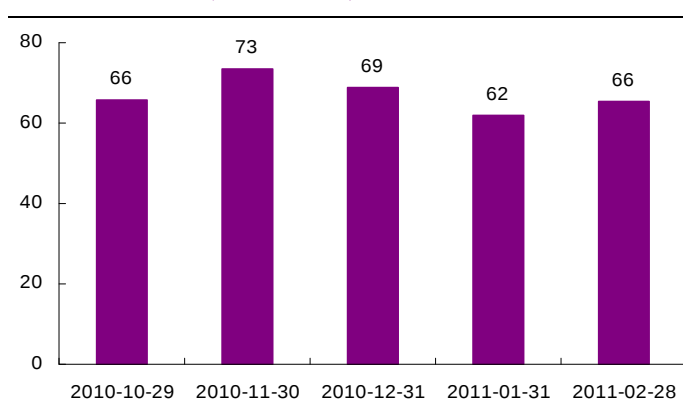
2011/03/09 公司同类企业估值情况

证券简称	当前股价	EPS 市场一致预期		PE	
		2011	2012	2011	2012
高乐股份	20.92	0.96	1.34	22	16
骅威股份	28.05	0.8	1.01	35	28
奥飞动漫	32.00	0.62	0.84	52	38
平均估值				36	27
星辉车模	37.91	1.03	1.6	37	24

资料来源: WIND、光大证券研究所

图 21:在创业板中公司的估值水平亦偏低

2010/10-2011/02 创业板估值水平 (PE TTM)



资料来源: WIND、光大证券研究所

九、投资风险

我们认为公司的投资风险主要来自于原材料价格上涨、人民币升值以及玩具出口退税率下调。

(一) 原材料价格上涨

公司产品的主要原材料为塑料、电子元器件等。塑料作为石油的下游产品,一旦石油价格上涨,塑料的价格亦会走高,增加公司的成本压力,虽然公司具备不俗的成本转嫁能力,但如果石油价格涨幅过大,仍会影响公司的盈利能力。

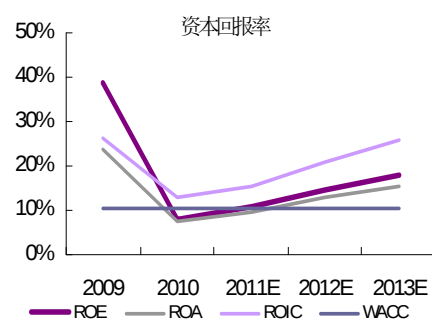
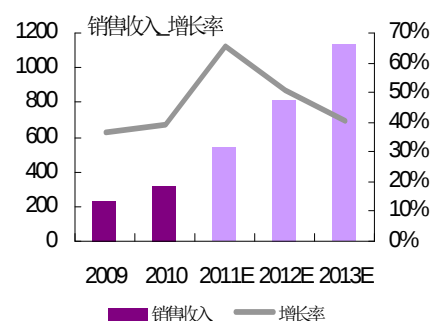
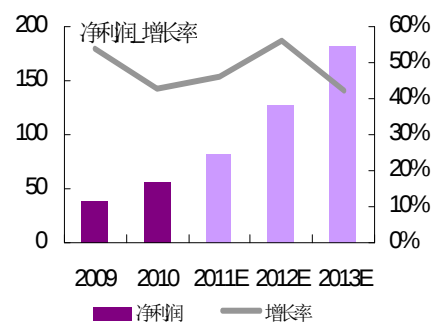
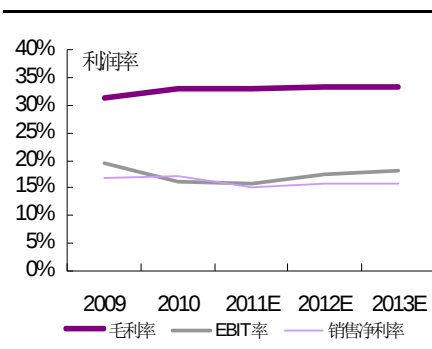
(二) 人民币升值

公司产品以出口为主,虽然公司通过远期外汇合约能很大程度消除汇率风险,但如果人民币短期升值幅度过大,会影响公司产品在海外市场的竞争力,对公司销售不利。

(三) 出口退税率下调

2007 年 6 月 18 日,财政部、国家税务总局通知决定自 2007 年 7 月 1 日起将玩具出口退税率由 13%下调为 11%。2008 年 10 月 21 日,国家决定从 2008 年 11 月 1 日起,玩具出口退税率提高到 14%。2009 年 6 月,玩具出口退税率由 14%上调为 15%。如果国家未来下调玩具出口退税率,将对公司的盈利能力造成一定负面影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	233	325	538	811	1,137
营业成本	160	218	361	541	758
折旧和摊销	5	9	17	22	24
营业税费	1	2	3	4	6
销售费用	18	29	48	71	97
管理费用	7	23	40	53	68
财务费用	2	-3	-7	-6	-7
公允价值变动损益	0	5	0	0	0
投资收益	0	2	1	1	1
营业利润	43	62	94	148	215
利润总额	45	65	96	150	217
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	39.07	55.85	81.45	127.02	180.92

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	164	749	839	975	1,158
流动资产	79	477	505	612	790
货币资金	14	376	348	377	460
交易型金融资产	0	5	0	0	0
应收账款	12	20	33	49	69
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	5	8	13	18
存货	47	66	107	161	225
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	0	0	0	0	0
固定资产	56	117	189	231	250
无形资产	25	60	57	54	52
总负债	63	52	77	110	151
无息负债	25	44	70	103	144
有息负债	38	8	7	7	7
股东权益	101	697	762	865	1,008
股本	40	79	79	79	79
公积金	9	530	539	551	558
未分配利润	53	87	145	235	371
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	47	53	56	96	143
净利润	39	56	81	127	181
折旧摊销	5	9	17	22	24
净营运资金增加	-5	21	56	73	87
其他	8	-33	-99	-125	-148
投资活动产生现金流	-36	-193	-75	-49	-29
净资本支出	36	195	80	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-72	-387	-154	-99	-59
融资活动现金流	-4	504	-9	-18	-31
股本变化	0	40	0	0	0
债务净变化	9	-31	-1	0	0
无息负债变化	5	20	25	33	41
净现金流	7	363	-28	29	83

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	36.60%	39.10%	65.76%	50.70%	40.24%
净利润增长率	53.90%	42.95%	45.86%	55.94%	42.43%
EBITDA 增长率	53.54%	21.98%	65.70%	57.44%	42.33%
EBIT 增长率	51.67%	15.77%	62.44%	64.02%	46.74%
估值指标					
PE	73	51	35	22	16
PB	28	4	4	3	3
EV/EBITDA	29	40	25	16	11
EV/EBIT	32	47	30	18	12
EV/NOPLAT	37	55	35	21	14
EV/Sales	6	8	5	3	2
EV/IC	10	7	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	31.26%	32.96%	32.97%	33.26%	33.34%
EBITDA 率	21.87%	19.18%	19.17%	20.03%	20.33%
EBIT 率	19.57%	16.29%	15.96%	17.37%	18.18%
税前净利润率	19.44%	20.09%	17.82%	18.54%	19.06%
税后净利润率 (归属母公司)	16.75%	17.21%	15.14%	15.67%	15.91%
ROA	23.78%	7.46%	9.71%	13.03%	15.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	38.56%	8.02%	10.69%	14.69%	17.95%
经营性 ROIC	26.37%	12.73%	15.36%	20.66%	25.82%
偿债能力					
流动比率	1.44	10.81	7.25	5.94	5.50
速动比率	57.65%	931.26%	571.28%	438.13%	393.22%
归属母公司权益/有息债务	2.65	92.51	108.62	123.24	143.59
有形资产/有息债务	3.59	90.94	110.95	130.74	157.26
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.71	1.03	1.60	2.28
每股红利	0.15	0.20	0.31	0.48	0.69
每股经营现金流	0.60	0.67	0.70	1.21	1.81
每股自由现金流(FCFF)	0.17	-2.02	-0.56	0.25	1.04
每股净资产	1.28	8.80	9.62	10.92	12.72
每股销售收入	2.95	4.10	6.79	10.23	14.35

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。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

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				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

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，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）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。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。

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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于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。

经营业务许可证编号：z22831000

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。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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与光大证券及其附属机构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。