

收购上游企业完善企业产业链


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**
 股价 (2011 年 6 月 27 日) 15.41 元
 目标价 23.9 元
 行业 轻工制造
 报告发布日期 2011 年 6 月 28 日 星期二

郑 恺
 轻工制造行业高级分析师
 8621-63325888 x 6079
 zhengkai@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860209070189

联系人
 陶林杰
 8621-63325888 x 8502
 taolinjie@orientsec.com.cn

事件

公司公告以现金(自有资金)方式出资 8,421.60 万元增资参股广东树业环保科技股份有限公司, 增资后星辉持有树业公司 28.50% 的股权, 树业公司原股东持有 71.50% 的股权。树业公司是一家主营为印刷包装的企业, 2010 年净利润为 2481 万元, 净资产为 1.03 亿元。树业公司公司为星辉车模提供包装材料等产品。

点评:

- **公司收购上游企业将增厚企业 2011 年业绩 0.05~0.06 元左右, 自有资金收购体现企业良好现金流。**公司收购树业公司 28.5% 的股权, 资金来源为自有资金, 一方面该收购行为体现了企业良好的现金流, (公司每个季度均实现了正经营现金流); 另一方面, 收购将直接增厚公司当年业绩, 我们假设树业公司今年利润增长 30%~40% 左右, 公司的收购静态市盈率为 12.5 倍, 按照 2011 年动态市盈率为 9 倍左右, 与其他包装企业的估值和财务指标比较看, 星辉收购的价格非常合理。

表 1: 树业公司和其他包装企业财务比较

证券简称	销售毛利率%2010	销售净利率%2010	净资产收益率%2010	预测 2011 年增长率	PE2011
美盈森	35.7	19.6	8.6	20.8	29.2
合兴包装	16.9	4.8	8.8	49.9	24.3
永新股份	19.7	9.6	16.1	25.0	19.0
树业科技	25.5	16.2	0.2	40.0	8.9

资料来源: Wind, 东方证券研究所

- **此次参股行为将完善企业产业链, 规避成本波动风险。**公司收购上游企业, 也将完善企业一体化产业链, 由于 2010 年各种成本价格均有上涨, 而包装物产品在成本中占比也在 10% 以上, 因此公司收购了部分上游供应商的股权, 可以通过投资收益熨平其成本波动, 有利于公司长期稳定发展; 另一方面, 树业公司也有做大做强的意愿, 因此以合理的股权吸引投资者入股将在银根紧缩的背景下保持发展的势头。应该说, 此次收购是一个双赢的资本运作。
- **募集资金将有望 7 月中旬前开始投产, 赶上出口旺季。**由于前期雨季和台风等因素影响, 我们预计公司募集资金项目将于 7 月中上旬验厂, 并开始投产, 而这个时候开工也可以赶上出口的旺季, 产能利用水平可以很快得到提升。此外, 公司目前已经生产出保时捷、法拉利等高人气车型, 将很快促进其终端销售。在募集资金项目尚未投产的时间段, 我们预计公司租赁厂房依然保持满负荷运作, 因此我们并不担心募集资金项目推后投产对公司业绩的影响。
- **上调 2011 年盈利预测至 0.58 元, 维持公司买入评级。**基于对树业公司业绩较快增长的假设, 我们小幅上调星辉车模 2011 年业绩达到 0.58 元(原预测为 0.54 元), 维持 2012 年业绩预测 1.00 元。截至 2011 年 1 季度, 公司新取得了法拉利公司所有跑车的授权, 未来新车型的终端出货将拉动公司销量增长, 我们继续看好公司采用他人商誉为自身产品服务的独特盈利模式; 维持公司买入评级, 目标价格 23.9 元。

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。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	170.78	233.29	324.50	545.48	862.65	935.48
增长率(%)	78.29%	36.60%	39.10%	68.10%	58.15%	8.44%
归属母公司股东净利润	25.38	39.07	55.85	91.18	158.50	178.09
增长率(%)	106.95%	53.90%	42.95%	63.28%	73.82%	12.36%
每股收益(EPS)	0.16	0.25	0.35	0.58	1.00	1.12
每股经营现金流	0.16	0.30	0.34	0.40	0.77	1.45
销售毛利率	27.64%	31.26%	32.96%	29.65%	33.83%	34.07%
销售净利率	14.86%	16.75%	17.21%	16.72%	18.37%	19.04%
净资产收益率(ROE)	37.75%	38.56%	8.02%	11.71%	17.20%	16.46%
市盈率(P/E)	95.29	61.92	43.31	26.53	15.26	13.58
市净率(P/B)	35.97	23.88	3.47	3.11	2.63	2.24
股息率(分红/股价)	0.000	0.002	0.007	0.004	0.007	0.007

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	170.78	233.29	324.50	545.48	862.65	935.48
减: 营业成本	123.57	160.36	217.54	383.75	570.83	616.78
营业税金及附加	1.15	1.28	1.77	2.97	4.70	5.10
营业费用	11.07	17.93	28.74	43.64	69.01	74.84
管理费用	4.87	7.47	22.52	24.55	47.45	51.45
财务费用	1.16	2.37	-2.72	-5.05	-1.83	-5.44
资产减值损失	0.01	0.59	1.07	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	1.56	9.90	11.88	14.25
公允价值变动损益	0.00	0.00	4.53	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.94	43.29	61.67	105.53	184.37	207.01
加: 其他非经营损益	0.21	2.05	3.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	29.16	45.34	65.18	105.53	184.37	207.01
减: 所得税	3.77	6.28	9.33	14.34	25.87	28.91
净利润	25.38	39.07	55.85	91.18	158.50	178.09
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	25.38	39.07	55.85	91.18	158.50	178.09
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1.03	7.28	365.69	183.88	256.53	449.09
应收和预付款项	32.37	18.08	30.21	62.68	80.92	74.59
存货	38.80	47.46	65.87	87.63	140.70	106.01
其他流动资产	0.00	0.00	4.53	4.53	4.53	4.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	9.90	21.77	36.03

投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	35.37	57.97	208.04	345.45	362.86	350.28
无形资产和开发支出	1.45	24.91	60.16	138.20	132.03	125.86
其他非流动资产	0.89	1.92	3.14	1.57	0.00	0.00
资产总计	109.90	157.62	737.63	833.84	999.35	1146.38
短期借款	29.00	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	13.65	18.06	33.42	47.56	70.43	57.17
长期借款	0.00	7.80	7.02	7.02	7.02	7.02
其他负债	0.00	0.45	0.51	0.51	0.51	0.51
负债合计	42.65	56.31	40.95	55.09	77.96	64.71
股本	39.60	39.60	79.20	79.20	79.20	79.20
资本公积	2.23	2.23	518.33	518.33	518.33	518.33
留存收益	25.42	59.48	99.16	181.22	323.87	484.15
归属母公司股东权益	67.25	101.31	696.69	778.75	921.39	1081.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	67.25	101.31	696.69	778.75	921.39	1081.68
负债和股东权益合计	109.90	157.62	737.63	833.84	999.35	1146.38
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	24.65	47.91	54.31	63.75	122.36	230.24
投资性现金净流量	-24.93	-36.10	-192.96	-244.22	-40.00	-30.00
筹资性现金净流量	4.52	-3.97	504.41	-1.34	-9.71	-7.69
现金流量净额	3.97	7.60	364.15	-181.81	72.65	192.55

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，未给予投资评级等相关信息。

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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn