

审慎推荐-A (首次)

星辉车模 300043.SZ

目标估值: NA
当前股价: 17.25 元
2011 年 7 月 8 日

车模、童车业务双增长

基础数据

上证综指	2794
总股本(万股)	15840
已上市流通股(万股)	6010
总市值(亿元)	27
流通市值(亿元)	10
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	8.6
资产负债率	7.7%
主要股东	陈雁升
主要股东持股比例	19.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-11	40
相对表现	10	-9	19



相关报告

王旭东
021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090511040043

濮冬燕
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

事件:

(1) 年报公布后, 我们进行了首次实地调研。公司 10 年实现销售收入 3.24 亿元, 同比 39.1%, 净利润 5584 万元, 同比 43.7%, 合 0.72 元 EPS。11 年一季度净利润 1081 万元, 同比增长 81.0%。公司还给出 11 年经营目标: 逐步打造服务型品牌车模战略供应商, 完成产品业务板块的战略布局, 积极开拓婴童车模市场。

(2) 公司 11 月 25 日推出 340 万股股 (占 2.15% 总股本) 股权激励方案, 行权价 15.95 元为期 3 年。行权条件为: 2011-2012 年营业收入相比于 2010 年增长率分别不低于 33% 和 73%, 同期净利润增长率分别不低于 38% 和 84%

1、公司募投项目逐步投产, 产能稳步扩大, 享受玩具行业的较快增长。

生产经营的产品包括车模、玩具车和其他玩具三大类, 其中约 70% 是车模。车模在国际销售稳定, 在国内处于快速增长阶段, 产能是公司利润增长的瓶颈。预计车模生产基地(追加)项目将使公司的车模产能从 08 年的 293 万件增加至 2012 年约 1460 万件。福建童车制造基地进一步适度延伸产品, 保持公司的持续增长动力。

2、10 年、11 年一季度净利润大幅增长的原因:

(1) 公司 IPO 项目 (车模生产基地) 已通过租赁厂房的方式产生增量贡献。项目建成投产后, 公司将累计新增 500 万件动态车模和 220 万件静态车模的年生产能力。

(2) 公司优化产品结构, 10 年公司高附加值车模产品占主营业务收入 84.8%, 11 年一季度比例提高到 86.2%。实现公司 “2010 年的车模销售达到 600 万部, 车模占比超过 80%” 的经营目标。

(3) 车模为附加值较高的产品, 有较强的自主定价权, 能通过新品的方式消化部分成本压力。此外, 公司建立主要原材料价格跟踪、监控体系, 并同主要供应商建立更紧密的合作伙伴关系, 降低原材料价格波动对生产成本造成的影响。

3、公司短中期未来增长点。

(1) 预计 11 年 9 月底, 车模生产基地正式投产; 公司对部分超募资金的使用作出了合理的规划推进募投项目的二期建设。

(2) 预计 11 年 9 月底, 超募资金项目福建童车制造基地投产 (电动用车 56 万台套, 婴童学步车 38 万台套)。公司已经获得 25 个汽车品牌的授权 (其中婴童车取得蓝博基尼、奔驰、沃尔沃的授权), 将汽车品牌与童车结合, 可实行差异化竞争, 取得高端童车市场的优势份额。公司预计, 完全投产后可年实现营业收入 2.53 亿元, 净利润 2891 万元。

(3) 公司 11 年 6 月公告参股“广东树亚环保科技有限公司”, 公司出资 8421 万元, 占 28.5% 股份。与树业公司形成战略合作关系后, 与上游产业链形成互补和延伸, 稳固上游原材料供应, 提高公司竞争力和资金利用率。树业公司 10 年的收入和净利润分别为 1.53 亿元, 2480 万元, 公司的入股市盈率在 12.5 倍。

4、附调研感受

公司领导、经营层保持了良好的发展视野, 对国际大玩具公司从车模起家的发展历程有较深入的研究, 且对国际玩具产业发展趋势保持了较高的敏感度。目前发展至童车产品已经开始了公司的产品有效延伸, 与兰博基尼的品牌衍生品专卖店合作在尝试中, 在休闲需求日益旺盛的中国市场, 不排除从长期角度, 公司在玩具及休闲产业有进一步发展的可能。公司开始在浙江卫视宣传 RASTAR 品牌, 宣传力度的加强可提升公司国内第一“本土车模品牌”的地位。

5、预计实际增长可超过股权激励计划的业绩增长目标

6、预估每股收益 (按最新 1.584 亿股摊薄) 2011 年 0.52 元、2012 年 0.76 元、2013 年 1.06 元。同比分别增 46.1%、47.0%、39.7%。

7、首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。推荐理由

(1) 车模生产基地项目和福建童车项目可保障公司 3-5 年不低 30% 甚至更高的复合增长;

(2) 公司向高端玩具和休闲方向定位发展, 可在玩具制造的基础上适当向休闲文化产业靠拢, 提升估值水平。

(3) 目前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 31.1.1 倍、21.1 倍, 3 年 PEG=0.8, 首次给予“审慎推荐-A”的投资评级, 本轮市场回调中可积极买入。

8、风险提示

(1) 出口退税率的向下调整。

(2) 塑料等原材料价格及人力成本的向上波动。

(3) 车模授权并没有排它性, 一款车可能有 1-3 个甚至 5 个授权生产商。虽然国内大多数车模企业多为国外知名车模企业的 OEM 或 ODM 代工企业, 发展自己品牌的企业较少, 但不排除高利润的车模行业竞争加剧的风险。尤其是国外知名车模企业, 包括京商 (Kyosho)、美驰图 (Maisto)、雷虎科技 (台湾上市公司)、风火轮 (Hot Wheels)、新明 (New Bright)、佳达 (Jada)、奥拓 (Autoart) 等, 通过 OEM 方式参与国内市场的竞争, 加大车模供给, 会在原材料及人力成本提高时, 一定程度上限制车模产品的提升能力。

(4) 股权激励会产生费用, 一定程度上降低公司盈利。

表 1: 车模生产基地项目（加投资后）情况

项目名称	车模生产基地项目
项目内容	项目投产后,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。后追加调整为690万件动态车模和280万件静态车模。
地点	汕头市澄海区上华镇
总投资额	原投资总额为1.33亿元,追加投资后为2.13亿元。
建设规划	预计项目建设周期从原来预计的2011 年9 月延长至2013 年2 月,即到2013 年2月底全部完成并投入生产。但整个项目会采用分期竣工分期投产的原则来进行
预期收益	达产后预计年销售收入为41,685万元,年销售收入比原计划项目增加15,765万元,年实现净利润达到6,630.48万元,年实现净利润比原来增加2,546.05万元。方案调整后,项目内部收益率为21.15%,投资收益率为28.10%,投资回收期为5.7年(含建设期)。

资料来源: 公司招股说明书

表 2: 福建婴童车模制造基地项目情况

项目名称	福建婴童车模制造基地
项目内容	项目规划年产婴童电动用车56 万台套,婴童学步车38 万台套。年实现营业收入25300.00 万元,年可实现净利润为2891.69 万元。
地点	福建省漳州市诏安县工业园区
总投资额	共分三期进行建设,其中第一期投资为1.3亿元。
建设规划	一期18 个月,从2010 年4 月起,至2011 年9 月1日投产。
预期收益	项目计算期11 年,其中建设工期15 个月,验收及试产期3 个月,运营期9 年3 个月。项目建成后2012 年达到设计产能的50%左右,2013 达到设计产能的70%左右。2014 年开始满负荷运行项目内部收益率为16.44%,投资回收期5.9年,毛利率为31.88%,2012 年的净资产收益率为11.96%。

资料来源: 公司招股说明书

表 3: 星辉车模主营预测

单位: 百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入合计	233	325	500	682	786
车模	177	275	395	525	561
玩具车	18	19	20	18	19
其他玩具	38	30	35	35	35
童车	0	0	50	104	171
合计收入增长率	37%	39%	54%	36%	15%
车模	47%	55%	44%	33%	7%
玩具车	-44%	9%	4%	-10%	4%
其他玩具	101%	-21%	16%	0%	0%
童车	0	0	0	108%	64%
合计毛利率	31%	33%	33%	34%	34%
车模	36%	36%	36%	36%	36%
玩具车	19%	22%	23%	23%	24%
其他玩具	16%	14%	14%	15%	15%
童车	0%	0%	31%	32%	32%

资料来源: 招商证券

表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	233	325	500	682	786
营业成本	160	218	334	451	519
营业税金及附加	1	2	3	4	4
营业费用	18	29	44	60	35
管理费用	7	23	35	34	38
财务费用	2	(3)	(1)	2	3
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	5	5	5
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	43	62	92	137	193
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	45	65	95	140	196
所得税	6	9	14	20	28
净利润	39	56	82	120	168
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	39	56	82	120	168
EPS (元)	0.25	0.35	0.52	0.76	1.06

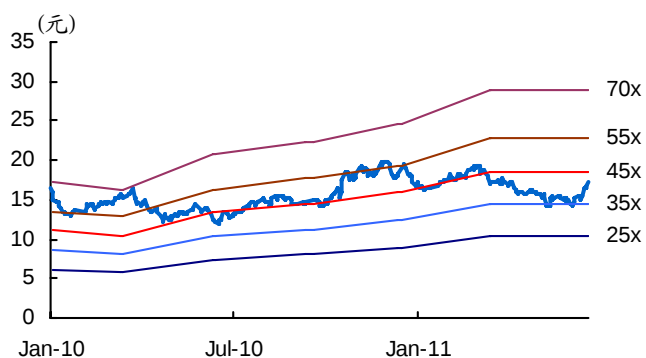
资料来源: 招商证券

表 5: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	54	86	60	50	78	108	88	81
营业毛利	15	30	20	16	23	38	31	26
营业费用	4	6	6	6	7	8	8	9
管理费用	2	2	2	2	4	4	12	4
财务费用	1	1	1	0	-1	-2	0	-1
投资收益	0	0	0	0	0	0	2	0
营业利润	7	21	11	7	13	26	16	15
归母净利润	6	18	11	8	10	22	16	12
EPS (元)	0.079	0.225	0.133	0.106	0.128	0.274	0.197	0.151
主要比率	54	86	60	50	78	108	88	81
毛利率	15	30	20	16	23	38	31	26
营业费用率	4	6	6	6	7	8	8	9
管理费用率	2	2	2	2	4	4	12	4
营业利润率	1	1	1	0	-1	-2	0	-1
有效税率	0	0	0	0	0	0	2	0
净利率	7	21	11	7	13	26	16	15
同比 (YOY)	6	18	11	8	10	22	16	12
收入	0.079	0.225	0.133	0.106	0.128	0.274	0.197	0.151
归母净利润	54	86	60	50	78	108	88	81

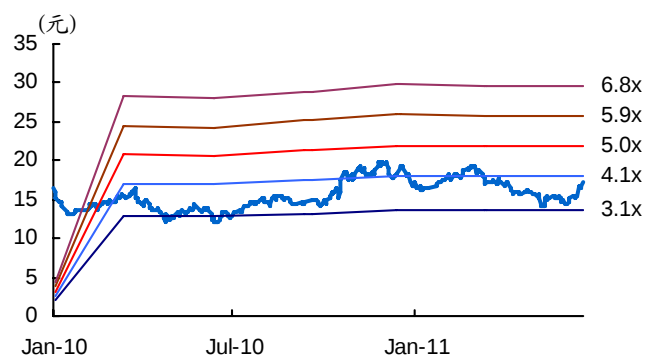
资料来源: 招商证券

图 1: 星辉车模历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 星辉车模历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	79	477	399	359	390
现金	14	376	251	158	160
交易性投资	0	5	5	5	5
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	12	20	30	41	47
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	47	66	100	135	156
其他	6	10	13	18	21
非流动资产	85	272	548	613	607
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	117	491	562	561
无形资产	25	60	54	49	44
其他	4	95	3	2	2
资产总计	164	749	947	972	996
流动负债	55	44	147	160	167
短期借款	30	0	100	100	100
应付账款	15	23	30	41	47
预收账款	3	10	7	9	10
其他	7	11	10	10	10
长期负债	8	8	8	8	8
长期借款	8	7	7	7	7
其他	0	1	1	1	1
负债合计	63	52	155	168	175
股本	40	79	158	158	158
资本公积金	2	518	518	518	518
留存收益	59	99	116	128	145
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	101	697	792	804	821
负债及权益合计	164	749	947	972	996

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	47	53	54	112	180
净利润	39	56	82	120	168
折旧摊销	0	0	24	35	36
财务费用	0	0	(1)	2	3
投资收益	0	0	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	0	0	(45)	(40)	(21)
其它	8	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(36)	(193)	(300)	(100)	(30)
资本支出	0	0	(300)	(100)	(30)
其他投资	(36)	(193)	0	0	0
筹资活动现金流	(4)	504	121	(104)	(148)
借款变动	0	0	99	0	0
普通股增加	0	0	79	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(65)	(108)	(151)
其他	(4)	504	7	5	3
现金净增加额	7	364	(126)	(92)	2

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	233	325	500	682	786
营业成本	160	218	334	451	519
营业税金及附加	1	2	3	4	4
营业费用	18	29	44	60	35
管理费用	7	23	35	34	38
财务费用	2	(3)	(1)	2	3
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	5	5	5
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	43	62	92	137	193
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	45	65	95	140	196
所得税	6	9	14	20	28
净利润	39	56	82	120	168
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	39	56	82	120	168
EPS（元）	0.25	0.35	0.52	0.76	1.06

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	37%	39%	54%	36%	15%
营业利润	50%	42%	49%	49%	41%
净利润	54%	43%	46%	47%	40%
获利能力					
毛利率	31.3%	33.0%	33.2%	33.8%	33.9%
净利率	16.7%	17.2%	16.3%	17.6%	21.4%
ROE	9.6%	4.0%	10.3%	15.0%	20.5%
ROIC	28.2%	7.2%	8.6%	13.0%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	38.3%	6.9%	16.3%	17.2%	17.6%
净负债比率	23.3%	1.0%	11.3%	11.0%	10.7%
流动比率	1.4	10.8	2.7	2.2	2.3
速动比率	0.6	9.3	2.0	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	1.4	0.4	0.5	0.7	0.8
存货周转率	3.7	3.8	4.0	3.8	3.6
应收帐款周转率	25.0	20.3	20.0	19.1	17.8
应付帐款周转率	12.7	11.4	12.5	12.8	11.9
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.35	0.52	0.76	1.06
每股经营现金	1.20	0.67	0.34	0.70	1.14
每股净资产	2.56	8.80	5.00	5.08	5.18
每股股利	0.30	0.20	0.41	0.68	0.96
估值比率					
PE	64.9	45.4	31.1	21.1	15.1
PB	6.3	1.8	3.2	3.2	3.1
EV/EBITDA	34.4	26.3	14.7	9.6	7.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工行业分析师。2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五，2008年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008年新财富公用事业第四名（团队），2007年“21世纪金牌分析师”公用事业第二名。

濮冬燕，经济学学士，09年至今任造纸轻工行业研究助理，2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。