

车模始新贵，星耀终成辉

——自主化品牌 & 产能扩张推动业绩增长

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

20.00 元

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2011 年 07 月 12 日): 17.54 元

报告日期:

2011-07-13

报告关键点:

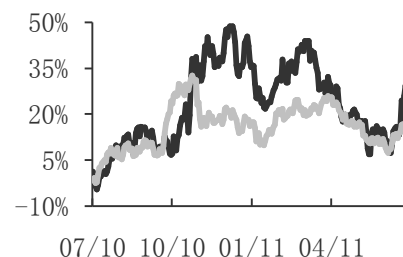
- 普及型车模多元化价值凸显，打开全球中端市场增长空间；
- 在自主化品牌优势及产能扩张的双重驱动下，公司将快速抢占中端市场；
- 预计2011-2013年EPS分别为0.54元、0.73元、1.02元，6个月合理目标价为20元，首次给予“增持-A”投资评级。

报告摘要:

- 普及型车模价值凸显，快速渗透全球市场。在传统车模具有收藏价值及投资价值的基础上，普及型车模为行业带来新的价值体现。其文化价值、娱乐价值、礼品价值的凸显，将为全球车模消费市场迎来新机遇，为行业快速增长打开空间。
- 我国车模市场想象空间巨大。与主要发达国家相比，我国人均车模消费量仅为0.15具，远远落后于美国人均车模消费量的6.68具。假设，如果未来我国人均车模消费量能提升至最低人均车模消费量国家澳洲的一半，即： $3.6/2=1.8$ 具（以最新普查结果城镇人口占比49.68%计算），那么我国车模市场销售量将达到11.63亿具，是2009年销售量2亿具的5.8倍。再则，随着成人玩具市场逐渐在我国的开发、以及我国消费升级带来的新增动力，将共同促进车模市场快速增长，为具有自主化品牌的企业带来广阔空间。
- 自主化品牌 + 产能扩张，双重因素推动公司业绩增长。公司管理层战略眼光独到，从2005年开始实行“双品牌”战略，创建自主化品牌【RASTAR】，提升车模产品附加值。公司产品主要定位于受众群体庞大的普及型车模市场，在全球及我国车模中端市场快速增长的基础上，公司将利用其行业龙头及品牌优势，不断抢占市场，促使国内外车模业务齐头并进。而随着一期募投项目的如期完成、以及二期项目的顺利开展，公司将打破产能瓶颈，为业绩增长提供保障。
- 基于此，我们预计公司2011-2013年将实现销售收入为4.53亿元、6.21亿元及8.38亿元，归属于母公司净利润为0.87亿元、1.19亿元及1.65亿元，其复合增长率分别为37.19%与43.43%。预计2011-2013年EPS分别为0.54元、0.73元及1.02元，首次给予“增持-A”投资评级，6个月合理目标价为20元，对应PE为37倍。风险提示：业务开拓滞后或市场环境发生变化，公司新增产能得不到及时消化的风险；人民币上升带来的汇率风险等。

总市值(百万元)	2,778.34
流通市值(百万元)	1,054.24
总股本(百万股)	158.40
流通股本(百万股)	60.10
12个月最低/最高	14.17/47.60 元
十大流通股股东(%)	55.12%
股东户数	4,805

12个月股价表现



— 星辉车模 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.95	11.90	17.32
绝对收益	16.16	3.79	31.54

 张龙
 021-68766113
 执业证书编号

 首席行业分析师
 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	233.3	324.5	453.4	620.6	837.9
Growth(%)	36.6%	39.1%	39.7%	36.9%	35.0%
净利润	39.1	55.8	86.7	118.6	164.8
Growth(%)	53.9%	43.0%	55.3%	36.8%	38.9%
毛利率(%)	31.3%	33.0%	34.0%	34.3%	34.5%
净利润率(%)	16.7%	17.2%	19.1%	19.1%	19.7%
每股收益(元)	0.25	0.35	0.54	0.73	1.02
每股净资产(元)	0.64	4.40	5.04	5.59	6.35
市盈率	61.2	42.8	28.2	20.6	14.8
市净率	23.6	3.4	3.0	2.7	2.4
净资产收益率(%)	38.6%	8.0%	10.6%	13.1%	16.0%
ROIC(%)	46.7%	42.9%	27.1%	16.3%	20.5%
EV/EBITDA	-	39.1	17.8	13.2	9.8
股息收益率	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%	1.7%

前期研究成果

1. 冲破收藏界，走进千万家

车模（又称汽车模型、仿真车），是必须通过汽车制造商授权，严格依照真车的形状、主要结构及色彩，按一定比例缩小而制作的工艺玩具产品。从传统意义上讲，车模的购买者大多是汽车爱好的收藏者或部分投资者。但是，随着车模价值的日益显现，越来越多的动静态普及型车模受到消费者青睐。

表 1 车模类型及特征对比

		功能特征	消费定位	驱动特征	价格	产品材质	代表企业
动态车模	普及型	观赏、娱乐	礼品、大众化消费	遥控、电池驱动	价格适中	以塑胶为主	星辉、银辉
	竞技型	竞技	嗜好、专业型消费	汽油、锂电池驱动	价格最高	以塑胶为主	田宫、雷虎
静态车模	普及型	陈设、观赏	礼品、大众化消费	没有驱动系统	价格最低	以合金为主	美泰、比美高
	收藏型	投资、收藏	嗜好型消费	没有驱动系统	价格较高	以合金为主	奥拓、京商、美驰图

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.1. 普及型车模价值凸显，快速渗透全球市场

价值体现

普及型车模，是指产品定位于礼品及大众化消费市场的动静态汽车模型，相对于传统车模精而贵且购买群体小的特征而言，其价值主要体现为：文化价值、娱乐价值、礼品价值。

· **文化价值：**不同历史时期的仿真车模，是汽车文化的集中展示，它鲜明反映出汽车文化的沿革与发展。而车模的品牌文化又来源于汽车文化、历史积淀、纪念价值以及制作工艺等各方面。在不断购买车模的过程中，消费者势必对汽车品牌背景、不同设计风格等逐步加深理解，形成天然汽车知识的有效载体。

· **娱乐价值：**随着电子遥控技术的广泛发展，玩具企业纷纷在新产品中加入了电子元素以增强产品的娱乐性。对于车模而言，既是在原有静态车模的收藏价值及投资价值上赋予其大众娱乐性，使其受众群体更加广泛，成为从儿童到青年，再到中老年人的潜在消费品。

· **礼品价值：**车模最早是由汽车制造商作为礼品，赠送给汽车购买者。随着车模消费大众化和普及化发展，其自身娱乐、观赏、收藏价值迎合了广大消费者不断求新、求变、追求时尚个性化的礼品消费需求。而以车模作为礼品，能区别于当前礼品市场同质化的竞争，满足消费者个性化的市场需求。

由此，我们认为正是因为普及型车模种种价值的日益凸显，全球车模消费市场才迎来新机遇，为行业快速增长打开空间。

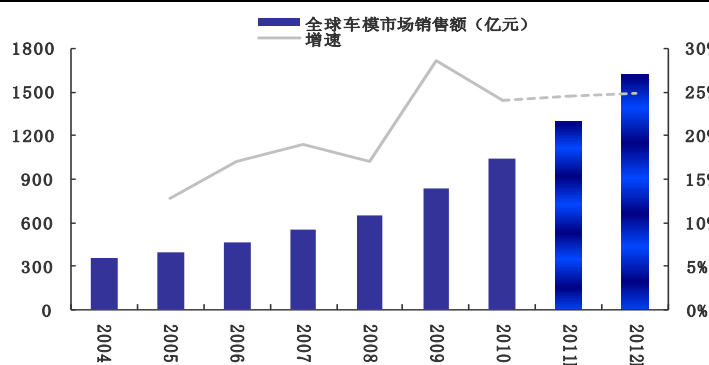
广阔的全球消费市场

基于车模的价值以及汽车与它的特殊联系，我们不难发现车模行业伴随着汽车工业的发展而发展，当汽车消费逐渐进入普及阶段时，车模消费也随之快速增长。根据中国市场调研中心数据显示，预计 2011 年全球市场车模销售额将达到 1293 亿元，同比增长 24.57%。而我国属于车模行业的新兴市场，在经过多年发展后，目前正以快于全球车模市场的速度稳定成长，预计 2011 年我国车模市场将实现销售额 175.6 亿元，

同比增长 41.96%。

图 1 全球车模市场销售额及增速情况

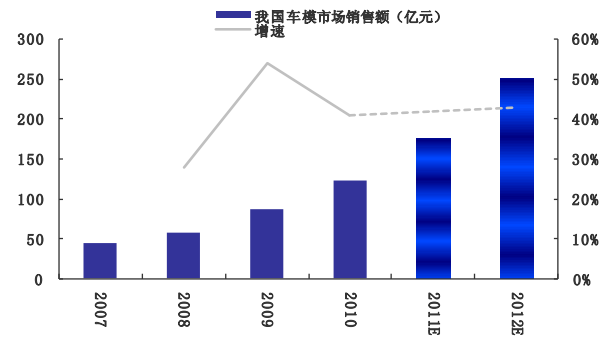
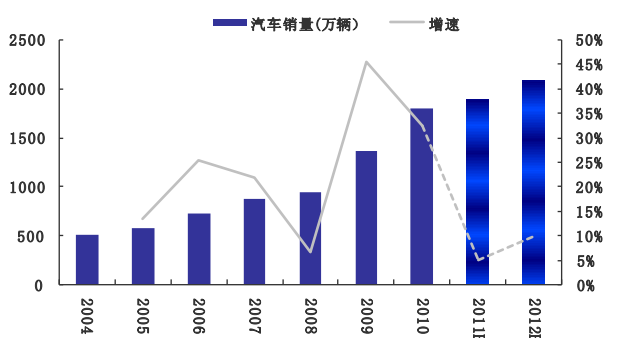
单位：亿元



数据来源：中国社会经济决策咨询中心，安信证券研究中心

图 2 我国汽车销量及增速情况 单位：万辆

图 3 我国车模市场销售额及增速情况 单位：亿元



数据来源：wind，安信证券研究中心

数据来源：中国市场调查研究中心，安信证券研究中心

此外，对比国内外市场，发现欧美、日本等发达国家在车模市场上仍占据主导地位。以 2009 年主要发达国家人均车模消费量为例，美国以人均拥有 6.68 具汽车模型高居榜首，远远高出我国人均消费量 0.15 具。假设：如果未来几年，我国人均消费量能提升至最低人均车模消费量国家澳洲的一半，即 $3.6/2=1.8$ 具（第六次全国人口普查结果显示：中国城镇人口占总人口数的 49.68%），那么车模市场销售量则将达到 11.63 亿具，增长空间十分广阔。

表 2 主要发达国家车模产品的人均消费量

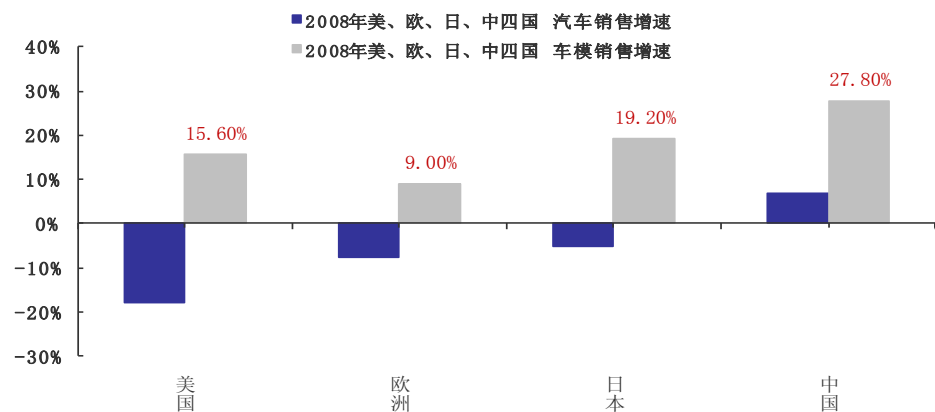
国家	车模消费总量 (百万具)	人口 (百万人)	人均消费量 (具)
美国	1940.00	290	6.69
日本	585.00	127	4.61
欧洲	1667.00	380	4.39
加拿大	122.00	32	3.81
澳洲	72.00	20	3.60
中国	200.32	1300	0.15

数据来源：中国社会经济决策咨询中心，安信证券研究中心

再则，虽然车模与汽车文化、及汽车的普及程度紧密相关，但是汽车属于高端大宗消费品，其成长性往往受经济周期的影响。而车模则属于小宗消费品，它与经济周期的联系相对较少。并且，对于普通消费者而言，购买汽车通常会进行价格对比、自身购买力权衡，以选购性价比最高的汽车商品，较多时候会出现喜爱车款与实际购买车款想违背的情况。此刻，车模的产生正好满足了消费者想拥有却不能拥有真车的心理落差。

观察 2008 年美国、欧洲、日本、中国四国的汽车与车模消费增速情况，虽然 2008 年汽车行业在金融危机中销量受到严重冲击，可车模销售却在当年出现趋势性上涨。基于此，我们认为车模作为汽车的有效载体之一，未来将快速渗透整个消费市场。

图 4 2008 年美国、欧洲、日本、中国四国“汽车 VS 车模”销售增速情况



数据来源：中国社会经济决策咨询中心，安信证券研究中心

1.2. 我国成人玩具市场兴起，为车模消费提供动力

在我国玩具市场，产品的生产、设计和销售主要针对婴幼儿童，比重高达 99%。而在其他发达国家，50%左右的玩具是专门设计与销售给非婴幼儿童消费者，我们将其称为成人玩具市场。以日本为例，成人玩具占据该国玩具市场 65%左右的份额，而美国也有 40%以上的领域专门为成年人服务。为何如此？据心理学家分析认为：人在不同的年龄阶段都会有不同的心理需求。观察成年人的游戏心理发现，它充满猎奇与理智性的色彩，但在现实中无论是生活还是工作又处于过渡的压力环境下，因此他们希望在另一个游戏世界能找回平衡点。

根据中国社会调查事务所调查显示：64%的成年人表示如有条件，会考虑购买适合自己的玩具，其中 33%的群体认为喜欢并愿意购买玩具。如果我们以第六次全国人口普查结果为标准，15-59 岁的人口有 9.4 亿，假设每人仅拥有一件玩具且单价为 30 元，那么我国玩具市场年销售额将高达 282 亿元。再则，业内人士认为，由于现阶段成人玩具市场在我国还处于起步时期，因此行业毛利率相对较高，如零售毛利率普遍维持在 40%~50%之间，而普通玩具则只有 20%左右，这为我国成人玩具市场提供广阔的拓展空间。

而对于车模，它不仅仅是一件儿童玩具。在经过汽车厂商授权，同意其进行仿真生产的时刻起，它代表的就是汽车行业的文化传播者，具有生命力。而成年人在选择玩具时，除了考虑娱乐性，往往将玩具的价值意义放在首位。因此，我们认为车模势必成为成人玩具市场发展中的领军者。

1.3. 自主品牌的时代机遇：从“价格敏感”到“质量敏感”的转变

根据中国玩具协会发布的《中国玩具消费调查报告 2010-2011 年》显示：目前，消费者明显提高了对高、中档价位玩具产品的关注程度。并且，55%的消费者认为安全性、功能性及品牌等方面已成为选购产品的首要因素。特别是一线城市的消费者，80%以上清晰记得玩具品牌的名称，对玩具品牌及质量保证的敏感度相对更好。由此不难看出，随着消费升级的启动，国民追求产品功能化以及健康、环保等服务的要求日益提高，由价格优势为主导的玩具企业已不再符合消费市场。而要在国内市场找到突破口，我们认为玩具企业应该把握以下三点：

- **提升产品的科技含量。**我国玩具企业应走出 OEM 代工及科技低谷，开始向机械智能化、控制电动化、产品多样化的自主品牌创造方向发展。加强与玩具研究机构的合作，推动产品技术的创新，以较强的研发实力跟上玩具更新换代的大潮，为企业品牌自主创造增强动力。

- **将玩具产业与文化相结合经营。**玩具企业在生产玩具时，就应想到该产品不仅仅是一件玩具，而是一件具有娱乐与文化知识相交融的商品。例如汽车模型，它不仅能让消费者在玩的过程中充分享受到娱乐性，还能让其在玩的过程中学习到全球汽车文化的历史演变，将“玩”与“学”进行充分的统一。

- **加强内销渠道的拓展。**据了解，我国是玩具行业的生产及出口大国之一，2010 年实现出口额 2003 亿元、同比增长 10.78%，但国内市场的中高端份额却被国际知名品牌牢牢占据。随着我国消费升级、居民消费习惯的不断演变，玩具企业应在创新企业自主品牌及覆盖国外市场的同时，加大内销渠道的建设，从传统玩具商店走向多元化经营发展。

2. 星辉车模，普及型车模的领军者

自 2005 年起，公司抓住汽车工业快速发展、汽车文化普及和玩具礼品化的市场契机，将玩具与汽车文化相结合，重点发展高附加值的车模产品。截止日前，公司共获得 25 个世界知名汽车品牌 and 200 多款车模生产的授权证书，处于行业龙头地位。同时，公司自主研发能力很强且属于国内少数具有自主品牌优势的企业。2009 年，公司还被广东省经济贸易委员会、财政厅、国税局、地税局、海关广东分署联合认定为“广东省企业技术中心”，是国内车模行业中唯一一家获此资格的企业。

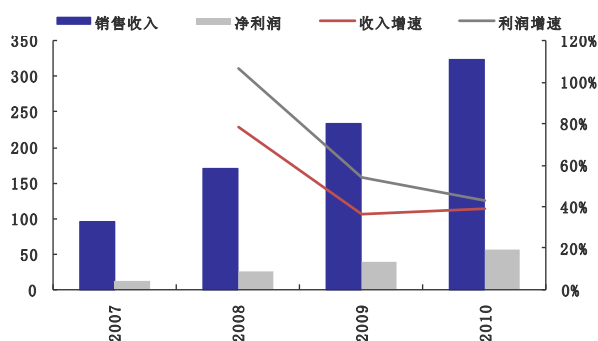
2010 年公司实现销售收入 3.25 亿元，净利润 0.56 亿元，分别同比增长 39.1% 与 42.95%。其中，车模产品随着公司业务的不不断转型和结构优化，目前已占到 84.81%，2010 年国内外共销售模型 600 万件，贡献销售收入 2.75 亿元，同比增长 55.46%，高于公司总收入增速。未来，我们预计公司仍将抓住车模行业的快速发展，持续加大对车模业务的投入，在强化技术研发的同时，优化销售渠道，丰富产品链条。

图 5 公司产品系列介绍

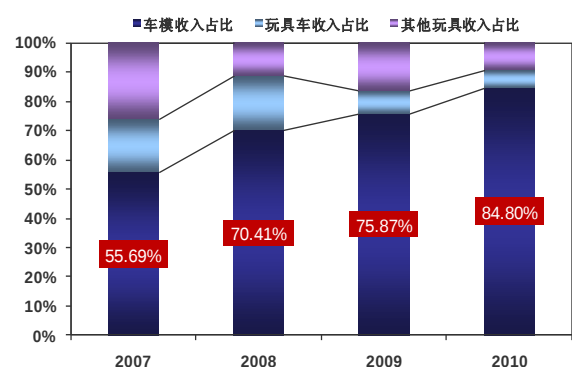
德系车模	日系车模	美系车模	英系车模	意系车模
				
宝马 X5	Nissan 350Z	悍马	路虎	兰博基尼
				
奔驰 GL-CLASS	雷克萨斯	林肯	Mini Cooper	菲亚特

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 6 公司销售收入/净利润及增速情况 单位：亿元 图 7 公司历年收入占比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心



数据来源：wind，安信证券研究中心

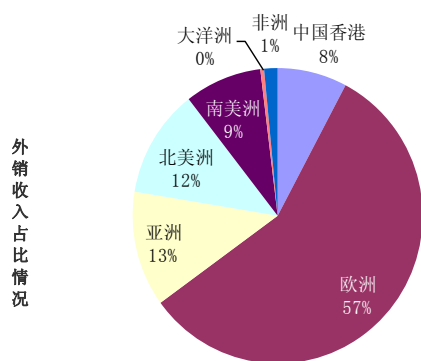
近日，公司公布了 2011 年半年度业绩预期公告，数据显示：上半年归属于上市公司股东的净利润为 2730.44-3351 万元，扣除非经常性损益后的净利润为 2552.21-3402.94 万元，同比增长 50%-100%，符合市场预期。下半年是公司销售旺季，按此预计全年将实现销售收入 4.53 亿元，净利润 0.82 亿元，分别同比增长 39.72% 及 46.99%。

2.1. 齐头并进国内外销售区域，抢占中端市场

公司经过 5 年发展，目前已成功实现差异化产品定位策略，主要将产品定位于受众庞大、上升空间广阔的普及型动静态车模。以动态车模为例，公司在利用传统静态车模作为汽车文化载体的基础上，赋予其产品可操控性。这样不仅降低车模购买者的门槛，还使车模消费逐渐从以“收藏”为主走向“以娱乐和收藏”并重的市场格局，促进了大众化普及型车模的发展，成为该领域行业龙头。更关键的是，与传统电动车相比，公司产品不仅价格上没有贵很多，相反更具有新颖性，使家长在选购产品时更愿意选择寓教于乐的汽车模型。

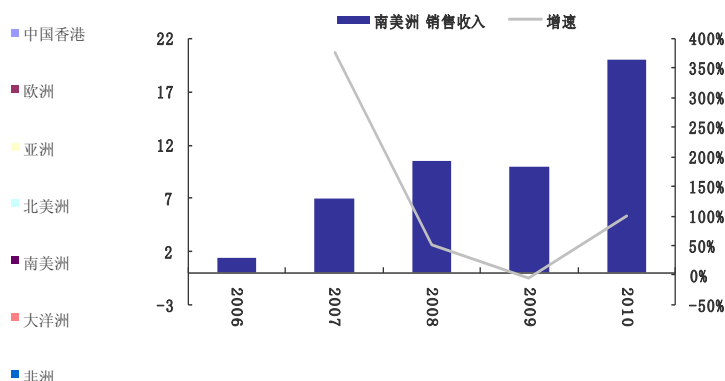
从区域分布上看，公司产品主要以外销为主，2010 年占总收入的 72.04%。其中，以欧洲市场占比最高、达到 57.22%，其次是亚洲、北美洲及南美洲市场。我们知道，发达国家的汽车文化普及程度相对较高，因此车模在发达国家的销售情况一直都相对比较稳定。而新兴市场国家，在经过金融危机后发现，公司业绩无论是收入占比还是增速都有较大幅度上升。以 2010 年南美洲市场为例，其销售收入为 2009 万元，同比增长 101.10%，占外销总收入的 8.6%（2009 年 5.72%）。我们认为该现象的产生，除了公司不断加大对新兴市场国家的覆盖、积极寻找代理商进入此领域外，还因新兴市场国家的居民收入相对提高，已经开始对消费理念加深理解，逐渐形成新的消费习惯。

图 8 2010 年外销收入占比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 9 南美洲销售收入及增速 单位：万元

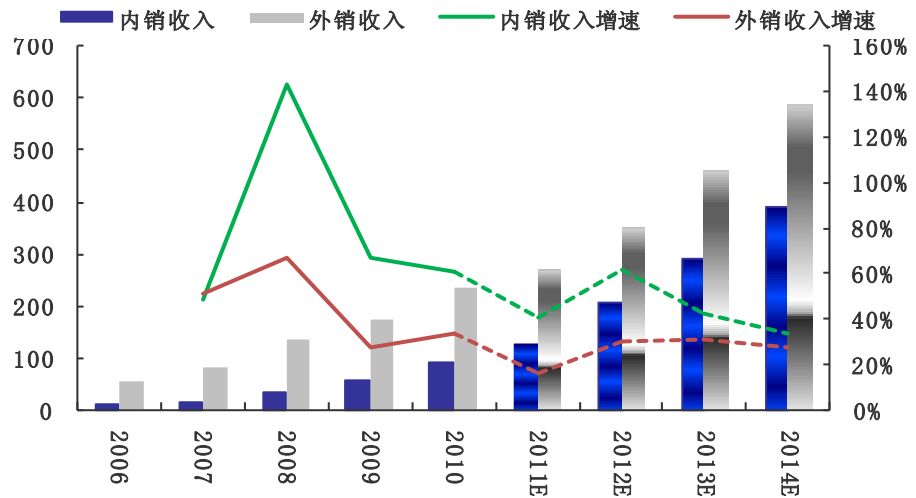


数据来源：wind，安信证券研究中心

另一方面，即星辉车模在我国市场的迅速扩张。汽车模型，从上世纪 80 年代进入中国以来，至今已拥有了一批稳定的消费者，特别是从 90 年代开始，车模需求就以每年不低于 15% 的增速发展。如今，随着国民生活水平的提高、以及汽车文化的逐渐普及，国内车模市场处于迅速成长期，公司作为行业龙头企业，理应分享此增长盛宴。回顾公司 2006-2010 年国内车模业务销售收入，其复合增长率高达 76.59%，销售额占比也由 14.67% 提升至 27.96%。未来几年，随着我国玩具行业由“重价格”到“重质量”的转变，以及成人玩具行业在我国的逐步发展，我们预计 2011 年内销市场增速为 40% 左右，贡献销售收入 1.75 亿元。

图 10 公司销售收入 国内 VS 国外 及增速情况

单位: 亿元



数据来源: wind, 安信证券研究中心

2.2. 自主品牌【RASTAR】，量产仅需 4 个月

金融危机后，国际市场对京商、奥拓等国际知名品牌的高端车模购买意愿下降，而国内为其提供 OEM 和 ODM 的厂商因缺乏自主品牌，获得订单的数量大幅减少，市场竞争力减弱。相比之下，公司管理层的战略眼光独到，自 2005 年起就加大自主品牌建设，实行“双品牌”战略，即：在车模产品车身和包装上同时附有汽车品牌和本公司“RASTAR”的品牌标识。正是基于此，公司才能取得如此多的汽车厂商的授权青睐，一方面为汽车厂商培养各年龄消费群体；另一方面车模销售的增长也为汽车厂商形成天然的广告价值。而公司广告宣传方面，2010 年该项费用上升至 138 万元、同比增长 3375%，今年预计仍将持续加强品牌宣传力度，计划在浙江卫视等受关注度较高的地方投放广告，巩固企业龙头地位。

技术上，为了满足“多品种、多批次、短交期”的订单模式，公司采用以销定产的“柔性生产模式 + 单元生产模式”。柔性生产模式，主要通过加工设备的选用、生产设备的灵活布置、工装夹具的及时更换等方式加以实现；单元生产模式，则主要针对生产线进行管理调整，一条生产线可以同时生产不同型号的产品，一个班组具备生产多个型号产品的能力，使一条生产线可实现“同线多能、整合完成”的功能。相互间如此合理的结合，从根本上有效的利用了产能空档，提高了生产效率。使得公司从获取车模授权到实现量产的平均时间仅为 4 个月（若在产能充足的前提下，15 天左右就可实现产品量产），远远快于行业内大多数需要 8-10 个月甚至 1 年以上才能量产的公司。

3. 战略规划清晰，有效控制原材料成本

随着上游企业原料价格的上涨，日前原材料成本上升对公司盈利快速增长带来一定影响。针对这一现象，公司采取四大措施降低原材料价格波动对生产成本造成的影响：

1) 进一步加强生产管理、优化产品结构、严格产品消耗定额管理等方式进行成本控制；2) 建立主要原材料（塑料/包装材料等）价格跟踪体系，对原材料价格的变化进行实时监控，确保原材料的合理库存量；3) 通过增资控股上游原料企业，有效保障公司原材料供应的稳定性和可靠性，提高核心竞争力；4) 在合理范围内对商品进行提价，以转移原材料成本上升所带来的影响。

2011年6月27日，公司以8421.6万元增资参股广东树业环保科技股份有限公司（以下简称“树业公司”），成为股东之一，占总股本28.5%，树业公司原股东持有71.5%。树业公司，成立于1995年，是一家长期致力于可重复使用的环保购物袋及包装印刷业务的综合性企业。该公司2011年实现营业收入1.53亿元、净利润0.25亿元，在本领域树立了良好的口碑和品牌形象，包括商标4项及实用新型专利5项等。通过本次增资参股，星辉车模将进一步稳固上游原材料供应、并与上游产业形成延伸互补，从而提高资金利用率、完善公司资产结构。

4. 募投项目如期完成，打破产能瓶颈

2010年1月，公司首次发行1320万股普通股，共募集5.67亿元。其中，使用1.33亿元用于“品牌车模生产基地建设项目”（以下简称“品牌车模项目”），使用1.3亿元用于“福建婴童车模制造基地项目”（以下简称“婴儿车模项目”）。截止2010年底，“品牌车模项目”已完成73.46%、“婴儿车模项目”已完成35.07%，待9月安装调试后即可如期投入生产。

品牌车模生产基地建设项目

在上述原有项目基础上，介于2010年以来，经济形势和市场环境发生较大好转，公司销售额得到大幅度提升且未来订单日益增多，使得原有项目的预期产能不能满足未来客户需求。因此，2011年2月，公司追加8000万元资金用于“品牌车模项目”，并预计于2013年2月全部完成，其调整后具体情况为：1) 生产基地建设项目预计将新增建筑面积达30,250平方米，调整后总面积合计为87,230平方米；2) 产能规模将从每年500万件动态车模和220万件静态车模的生产能力扩建至每年690万件动态车模和280万件静态车模的生产能力。

表 3 品牌车模生产基地扩建工程产能变化

	原计划募投项目额度	新增额度	扩建后额度
投资总额（百万元）	132.99	80	212.99
建造面积（平方米）	56980	30250	87230
总产能（万件/年）	720	250	970
其中：动态车模（万件/年）	500	190	690
静态车模（万件/年）	220	60	280
预期销售额（百万元）	259.2	157.65	416.85
预期净利润（百万元）	40.84	25.46	66.30

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

待上述项目达产后，按产品批发价口径计算，预计年新增销售收入为 4.17 亿元，实现净利润 0.66 亿元，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）。

表 4 募投项目达产后各项指标预期情况

单位：百万元

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
经营收入	200.00	259.20	339.20	379.20	416.85	416.85
YOY		29.60%	30.86%	11.79%	9.93%	0.00%
经营成本	140.00	176.26	230.66	257.86	283.46	283.46
毛利	60.00	82.94	108.54	121.34	133.39	133.39
毛利率	30%	32%	32%	32%	32%	32%
经营税金	1.02	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
营业费用	16.00	20.74	27.14	30.34	33.35	33.35
管理费用	11.20	10.37	13.57	15.17	16.67	16.67
财务费用	2.00	2.59	3.39	3.79	4.17	4.17
利润额	29.78	48.05	63.25	70.85	78.01	78.01
YOY		61.36%	31.63%	12.02%	10.10%	0.00%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

福建婴童车模制造基地项目

婴童车模，是指获得汽车厂商授权，进行策划研发、其外观按真车比例缩小，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，其主要消费群体为 24-72 个月以内的婴童。从婴童用品细分市场上看，婴童车在整个消费市场的占比越来越高，已达到 15%，其中电动车模与学步车又分别占到 12%及 24%。随着居民收入的增加以及家庭对孩子健康关注的提高，业内人士认为，上述商品的特性将助推行业的增长，发展前景良好。

表 5 婴童车产品特性（婴童适合车模对应阶段）

车模类型	摇篮车	手推车	学步车	电动车模	运动车系列
婴童年龄	1个月	3个月	6个月	24个月	48个月

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

目前，公司已与宝马公、富豪公司达成 3 款车模的授权意向，预计项目建成后 3 年内，将最少获得 6 个品牌 20 款婴童车模的授权，是国内唯一经授权而生产婴童车模的企业，处于行业领先地位。而该项目的建成对于公司来说，也存在以下三点好处：1) 开发婴童车模，是对现有产品线的补充，有效拓展新的消费群体，把原有车模的消费群体从 6-30 岁延伸到 6 个月-30 岁，满足消费者在自己拥有 RASTAR 的同时，又能为下一代购买同样的产品；2) 随着我国居民消费水平的提高，未来对婴童用品将会有较大需求。公司抓住现有机遇，依靠自身核心竞争力，将产业链延伸至这一细分领域，从而有效扩大产品规模，分散经营风险；3) 与国外大企业相比，公司仍存在总体规模较小、生产能力有限的问题。而本次项目的建成，将提升整体研发实力、扩大生产规模、提高产品质量，以此为基础增强市场竞争力。

表 6 婴童车模项目的预期达产情况

单位：百万元

	2011E	2012E	2013E	2014E
婴童电动车（万套）	16.8	28	39.2	56
婴童学步车（万套）	-	19	26.6	38
婴童电动车模收入	50	100	140	196
婴童学步车模收入	-	25	40	57
收入合计	50	125	180	253

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

5. 盈利及估值

5.1. 盈利预测：产能扩张推动业绩快速增长

综合上述行业及公司分析，我们认为车模行业在汽车文化快速普及的背景下，未来普及型动静态车模价值将得到凸显。公司无论是基于车模行业中端市场空缺的机遇，还是基于我国车模行业仍处于初级发展阶段的机遇，都将以其自主化品牌优势、创新的技术力量、及产能的充足保障迅速抢占市场。在稳定发展国外市场的基础上，积极布局国内，充分享受行业及产能扩张所带来的业绩增长。

公司 2008-2010 年综合毛利率为 27.64%、31.52%及 32.96%，均呈现上升稳定趋势。而销售费用率方面，由于汽车模型款式增加而导致授权费用不断提高，因此我们预测未

来销售费用率有一定程度的上升。基于行业良好的发展机遇以及企业的合理化规划,预计公司 2011-2013 年销售收入为 4.53 亿元、6.21 亿元及 8.38 亿元,归属于母公司净利润为 0.87 亿元、1.19 亿元及 1.65 亿元,综合毛利率为 34%、34.3%及 34.5%。

表 7 公司三大业务预测情况

单位:百万元

		2011E	2012E	2013E	2014E
车模业务	车模收入	398.98	558.57	754.08	980.30
	收入增速	45.00%	40.00%	35.00%	30.00%
	收入占比	88.00%	90.00%	90.00%	90.00%
	车模成本	254.95	357.49	480.35	629.35
	成本增速	44.17%	40.22%	34.37%	31.02%
	成本占比	85.21%	87.67%	87.59%	87.61%
	车模产品毛利率	36.10%	36.00%	36.30%	35.80%
玩具车业务	玩具车收入	24.94	31.03	37.70	43.57
	收入增速	30.11%	24.44%	21.50%	15.56%
	收入占比	5.50%	5.00%	4.50%	4.00%
	玩具车成本	19.35	24.05	29.18	33.77
	成本增速	30.07%	24.28%	21.34%	15.70%
	成本占比	6.47%	5.90%	5.32%	4.70%
	玩具车产品毛利率	22.40%	22.50%	22.60%	22.50%
其他玩具业务	其他玩具收入	29.47	31.03	46.08	65.35
	收入增速	-2.13%	5.30%	48.50%	41.82%
	收入占比	6.50%	5.00%	5.50%	6.00%
	其他玩具成本	24.92	26.22	38.89	55.22
	成本增速	-3.50%	5.24%	48.32%	41.99%
	成本占比	8.33%	6.43%	7.09%	7.69%
	其他玩具产品毛利率	15.45%	15.50%	15.60%	15.50%
销售总额合计	营业收入	453.39	620.64	837.86	1089.22
	收入增速	39.72%	36.89%	35.00%	30.00%
	营业成本	299.22	407.76	548.42	718.34
	成本增速	37.56%	36.28%	34.50%	30.98%
	毛利率	34.00%	34.30%	34.55%	34.05%

数据来源:安信证券研究中心

5.2. 估值与定价: 6 个月合理价格为 20 元

综合上述观点,我们认为车模行业在全球的快速发展、公司品牌的自主化建设、以及产能的如期投放,将共同推动企业业绩增长。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54 元、0.73 元及 1.02 元,对应 PE 为 28、20、15 倍,给予 6 个月目标价为 20 元,对应 PE 为 37 倍,给予“增持-A”的投资评级。

表 8 行业公司比较

公司代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300043	星辉车模	17.25	27.32	0.87	1.19	1.65	0.54	0.73	1.02	32	24	17
002348	高乐股份	11.84	28.04	1.42	1.98	-	0.59	0.83	-	29	21	-
002575	群兴玩具	17.74	23.74	0.83	1.16	1.56	0.62	0.86	1.17	28	20	15
002502	骅威股份	24.30	21.38	0.62	0.76	1.00	0.70	0.87	1.14	25	20	15
002292	奥飞动漫	21.00	86.02	1.86	2.47	3.31	0.45	0.60	0.81	38	29	21
399005	中小板指	6,056.592								37		

数据来源: wind, 安信证券研究中心

6. 风险因素

- 市场推广、营销服务不能很好适应并引导消费者需求, 所带来的销售增长减速风险;
- 业务开拓滞后或市场环境发生变化, 公司新增产能得不到及时消化的风险;
- 人民币上升带来的汇率风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-6-10		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标					
营业收入	233.3	324.5	453.4	620.6	837.9	成长性					
减: 营业成本	160.4	217.5	299.2	407.8	548.8	营业收入增长率	36.6%	39.1%	39.7%	36.9%	35.0%
营业税费	1.3	1.8	2.7	3.5	4.7	营业利润增长率	49.6%	42.5%	65.4%	36.8%	38.9%
销售费用	17.9	28.7	40.1	56.1	74.6	净利润增长率	53.9%	43.0%	55.3%	36.8%	38.9%
管理费用	7.5	22.5	17.0	22.0	26.0	EBITDA 增长率	51.3%	32.3%	103.7%	34.0%	31.0%
财务费用	2.4	-2.7	0.2	-0.7	-2.5	EBIT 增长率	51.7%	29.1%	73.5%	35.7%	37.9%
资产减值损失	0.6	1.1	0.1	0.5	0.4	NOPLAT 增长率	56.1%	28.2%	63.7%	35.7%	37.9%
加: 公允价值变动收益	-	4.5	-	-	-	投资资本增长率	39.6%	158.5%	125.7%	9.8%	7.3%
投资和汇兑收益	-	1.6	8.0	8.0	8.0	净资产增长率	50.6%	587.7%	16.9%	10.9%	13.7%
营业利润	43.3	61.7	102.0	139.5	193.9	利润率					
加: 营业外净收支	2.1	3.5	-	-	-	毛利率	31.3%	33.0%	34.0%	34.3%	34.5%
利润总额	45.3	65.2	102.0	139.5	193.9	营业利润率	18.6%	19.0%	22.5%	22.5%	23.1%
减: 所得税	6.3	9.3	15.3	20.9	29.1	净利润率	16.7%	17.2%	19.1%	19.1%	19.7%
净利润	39.1	55.8	86.7	118.6	164.8	EBITDA/营业收入	21.0%	19.9%	29.1%	28.5%	27.6%
资产负债表						EBIT/营业收入	19.6%	18.2%	22.6%	22.4%	22.8%
货币资金	13.7	376.3	337.9	311.3	318.7	运营效率					
交易性金融资产	-	4.5	4.5	4.5	4.5	固定资产周转天数	70	96	197	243	192
应收账款	13.8	24.9	28.1	40.9	57.2	流动营业资本周转天数	71	52	66	79	81
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	121	308	377	281	230
预付账款	4.3	5.3	10.7	17.6	27.5	应收账款周转天数	15	18	17	17	17
存货	47.5	65.9	91.0	122.7	166.1	存货周转天数	67	64	63	63	63
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	216	506	726	642	503
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	164	246	414	440	353
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	84.2	84.2	84.2	ROE	38.6%	8.0%	10.6%	13.1%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.8%	7.5%	8.0%	10.5%	13.6%
固定资产	55.6	117.0	378.1	458.2	436.2	ROIC	46.7%	42.9%	27.1%	16.3%	20.5%
在建工程	2.4	91.1	71.4	-	-	费用率					
无形资产	24.9	60.2	74.8	92.2	114.1	销售费用率	7.7%	8.9%	8.8%	9.0%	8.9%
其他非流动资产	2.1	3.5	0.2	0.2	0.2	管理费用率	3.2%	6.9%	3.7%	3.5%	3.1%
资产总额	164.3	748.5	1,081.0	1,132.0	1,208.7	财务费用率	1.0%	-0.8%	0.1%	-0.1%	-0.3%
短期债务	30.0	-	207.4	149.0	73.1	三费/营业收入	11.9%	15.0%	12.6%	12.5%	11.7%
应付账款	14.7	23.4	30.4	40.9	56.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	38.3%	6.9%	24.6%	20.2%	15.0%
其他流动负债	10.0	20.3	21.6	31.5	44.9	负债权益比	62.1%	7.4%	32.7%	25.3%	17.7%
长期借款	7.8	7.0	7.0	7.0	7.0	流动比率	1.44	10.81	1.82	2.24	3.29
其他非流动负债	-	0.7	-	-	-	速动比率	0.57	9.30	1.47	1.69	2.33
负债总额	62.9	51.8	266.4	228.5	181.7	利息保障倍数	19.30	-21.64	410.08	-192.28	-77.31
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	39.6	79.2	161.7	161.7	161.7	DPS(元)	0.03	0.10	0.13	0.18	0.25
留存收益	61.7	617.8	652.8	741.8	865.4	分红比率	12.8%	28.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	101.3	696.7	814.5	903.5	1,027.1	股息收益率	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%	1.7%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	39.1	55.8	86.7	118.6	164.8	EPS(元)	0.25	0.35	0.54	0.73	1.02
加: 折旧和摊销	5.4	9.4	29.6	37.9	40.1	BVPS(元)	0.64	4.40	5.04	5.59	6.35
资产减值准备	0.5	0.8	0.1	0.5	0.4	PE(X)	61.2	42.8	28.2	20.6	14.8
公允价值变动损失	-	-4.5	-	-	-	PB(X)	23.6	3.4	3.0	2.7	2.4
财务费用	2.1	1.9	0.2	-0.7	-2.5	P/FCF	181.9	-14.0	-22.4	-235.9	78.3
投资收益	-	-1.6	-8.0	-8.0	-8.0	P/S	10.3	7.4	5.4	3.9	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	39.1	17.8	13.2	9.8
营运资金的变动	0.3	-16.3	-22.8	-31.6	-40.7	CAGR(%)	44.8%	43.4%	35.1%	34.2%	29.7%
经营活动产生现金流量	47.4	52.7	85.8	116.7	154.0	PEG	1.4	1.0	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-36.1	-193.0	-361.9	-56.0	-32.0	ROIC/WACC	4.9	4.5	2.8	1.7	2.2
融资活动产生现金流量	-4.0	504.4	237.4	-87.3	-114.6	REP	-	1.8	1.1	1.7	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034