



家庭及个人用品/必需消费

星辉车模 (300043)

募投项目陆续投产 公司业绩持续增长

王峰
0755-23976228
wangfeng@gtjas.com
编号 S0880511010012

本报告导读:

公司募投项目即将投产,未来两三年全力推进市场销售,结合行业的快速增长的趋势,我们认为公司的增长前景值得期待。

投资要点:

◆ 公司募投项目包括超募项目即将投产,于此同时也推出了股权激励方案,预示着未来两三年公司将进入新一轮增长期。值此时机,我们去公司进行了实地调研,与高管进行了比较充分的沟通。

◆ 产品定位。我们认为公司目前的产品定位在中低端或普及型是比较恰当的,是符合中国产品在国际市场的定位及国内市场还处于成长初期的市场特征的。当然公司也有少量高端铝合金产品,属形象产品,不构成公司业务的重点。

◆ 关于公司销售渠道的建设。公司目前的销售结构大约三分之二是出口,三分之一是国内市场。鉴于公司新产能的投放及欧美经济的不稳定,公司有逐渐加大国内销售渠道建设的趋势。但公司仍会大力开拓国际市场,特别是中东及俄罗斯等东欧市场。在具体渠道建设上,公司仍坚持原有的经销商制度,不会设立自己的直营网点,主要是考虑车模产品较为单一,不宜设立大型的直营店。

◆ 公司募投项目即将投产。汕头车模基地 500 万件动态车模和 220 万件静态车模已进入少量试生产阶段。福建漳州基地婴童车 94 万台项目(其中 56 万台电动车、38 万台学步车),预计 9 月底试生产。

◆ 公司生产能力的释放为公司未来三年的业绩增长奠定基础。根据公司股权激励方案,2011、2012 年每股收益分别为 0.49 元和 0.65 元。我们预测 2011、2012 年每股收益分别为 0.53 元、0.80 元。给予增持评级。目标价 12 个月内 25 元。

◆ 风险提示。15%的所得税率如不能延续,年每股收益要下降 0.04 元。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	233	325	506	757	958
(+/-)%	37%	39%	56%	50%	27%
经营利润(EBIT)	46	54	98	151	185
(+/-)%	54%	17%	82%	54%	22%
净利润	39	56	84	126	158
(+/-)%	54%	43%	51%	50%	25%
每股净收益(元)	0.25	0.35	0.53	0.80	0.99
每股股利(元)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	19.8%	16.6%	19.4%	20.0%	19.3%
净资产收益率(%)	38.6%	8.0%	9.9%	13.0%	14.1%
投入资本回报率(%)	31.7%	14.3%	16.0%	17.8%	17.3%
EV/EBITDA	13.7	15.8	22.6	15.3	12.6
市盈率	70.0	49.0	32.5	21.6	17.4
股息率(%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 25.00

上次预测:

当前价格: 17.27

2011.07.25

交易数据

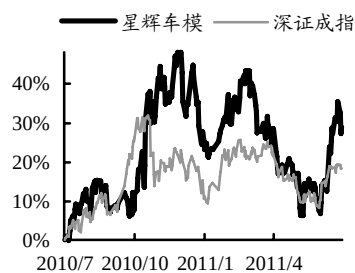
52 周内股价区间(元)	14.17-47.60
总市值(百万元)	2,736
总股本/流通 A 股(百万股)	158/60
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	38%
日均成交量(百万股)	1
日均成交值(百万元)	12

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	693
每股净资产	4.37
市净率	4.0
净负债率	1%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.06	0.08
Q2	0.06	0.11
Q3	0.13	0.19
Q4	0.10	0.15
全年	0.35	0.53

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	20%	2%	30%
相对指数	11%	5%	10%

相关报告

《融合玩具与汽车文化的车模行业领先企...》
2010.01.04

模型更新时间: 2011.07.21

股票研究

必需消费

家庭及个人用品

星辉车模 (300043)

评级: **增持**

上次评级: 首次

目标价格: **25.00**

上次预测:

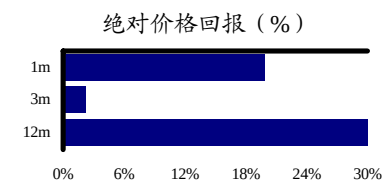
当前价格: 17.27

公司网址

www.rastar.cn

公司简介

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 25 个世界知名汽车品牌的 200 多款车模生产的品牌授权。主要从事电动玩具汽车和塑胶玩具的经营,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。



52 周价格范围

14.17-47.60

市值 (百万)

2,736

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

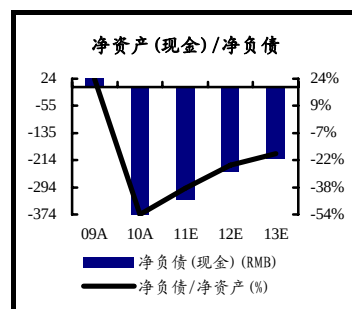
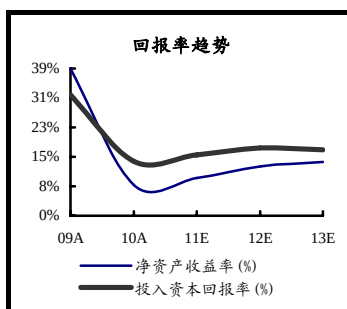
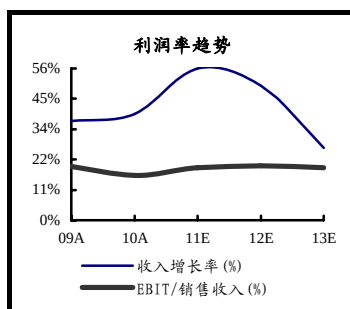
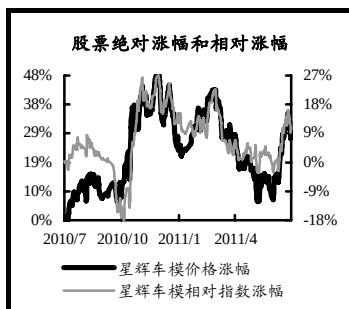
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	233	325	506	757	958
营业成本	160	218	337	495	629
税金及附加	1	2	3	4	5
销售费用	18	29	43	64	81
管理费用	7	23	25	42	57
EBIT	46	54	98	151	185
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2
财务费用	2	-3	0	2	3
营业利润	43	62	100	151	183
所得税	6	9	16	23	28
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	39	56	84	126	158
货币资金、交易性金融资产	14	381	338	258	224
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	58	208	350	488	623
无形及其他资产	27	63	98	134	169
资产合计	164	749	939	1,095	1,270
流动负债	55	44	75	106	126
非流动负债	8	8	8	10	13
股东权益	101	697	853	971	1,121
投入资本(IC)	126	324	523	723	910
NOPLAT	40	46	84	129	157
折旧与摊销	5	9	8	12	15
流动资金增量	11	-12	-34	-31	-18
资本支出	-36	-195	-182	-182	-182
自由现金流	20	-151	-123	-73	-27
经营现金流	47	53	57	112	158
投资现金流	-36	-193	-180	-180	-180
融资现金流	-4	504	80	-12	-12
现金流净增加额	7	364	-43	-80	-34
收入增长率	36.6%	39.1%	55.9%	49.5%	26.6%
EBIT 增长率	53.6%	16.6%	82.4%	53.7%	22.3%
净利润增长率	53.9%	43.0%	50.8%	50.1%	24.6%
利润率					
毛利率	31.3%	33.0%	33.5%	34.5%	34.3%
EBIT 率	19.8%	16.6%	19.4%	20.0%	19.3%
净利率	16.7%	17.2%	16.6%	16.7%	16.4%
净资产收益率(ROE)	38.6%	8.0%	9.9%	13.0%	14.1%
总资产收益率(ROA)	23.8%	7.5%	9.0%	11.5%	12.4%
投入资本回报率(ROIC)	31.7%	14.3%	16.0%	17.8%	17.3%
存货周转天数	98	95	95	95	95
应收账款周转天数	15	18	18	18	18
总资产周转天数	219	513	609	38	33
净利润现金含量	1.21	0.94	0.68	0.89	1.00
资本支出/收入	15%	60%	36%	24%	19%
资产负债率	38.3%	6.9%	8.8%	10.6%	11.0%
净负债率	24.2%	-53.6%	-38.7%	-25.5%	-18.8%
PE	70.0	49.0	32.5	21.6	17.4
PB	6.8	2.0	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.7	15.8	22.6	15.3	12.6
P/S	2.9	4.2	5.4	3.6	2.9
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



1、公司基本概况

公司主要生产销售车模、玩具车及其他玩具等三大类产品。目前中国已是全球最大的汽车消费国，对汽车的认识、欣赏也逐步兴起并深入，对车模的需求并不仅仅局限于玩具这一传统认识，欣赏、收藏等概念逐渐增强。有关部门预计2011年，全球车模的销售将会突破1,200亿元，中国制造在中低端产品线上有着强大的竞争能力。中国国内车模的消费也将面临一个高增长的时期，根据行业数据，车模行业在国内市场的增长将超过30%。从而可以看出，公司所处行业发展空间较大，有利于公司未来的发展。公司目前已签约25家汽车品牌公司约200多款型号的授权。

1.1. 公司产品的销售结构

表 1: : 2010 年公司产品销售及毛利水平构成 单位: 万元

产品	营业收入	成本	毛利率%	收入同 比%	毛利率 同比%	收 入 占比%
车模	27516	17684	35.7	55.5%	-0.16%	84.8%
玩具车	1917	1488	22.4	8.9%	2.9%	5.9%
其它玩具	3011	2582	14.3%	-21.3%	-1.8%	9.3%
合计	32444	21754	32.95%	39.3%	1.56%	100%

资料来源: 2010 年报

公司主导产品为车模，占整个销售额的 85%，且毛利水平远高于玩具车和其它玩具，公司整体毛利水平随着车模销售比例的提升，毛利水平呈现结构性的提升，不仅抵消了原材料、人工成本的上涨，甚至还有所提升。。

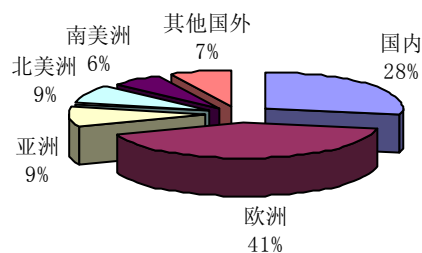
表 2: 公司近两年主要产品的产销量

产品	2010 年			2009 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
车模	728	682	93.6%	445	442	99.3%
玩具车	154	153	99.9%	170	169	99.3%
其它玩具	407	416	102%	524	493	94.1%
合计	1289	1250	97.0%	1139	1104	96.9%

资料来源: 2010 年报

表 2 更清晰地显示出公司产品结构性调整的趋势，高毛利水平的车模增长迅速，而毛利水平较低的玩具车及其它玩具则有所下降，甚至下降的幅度还较大。

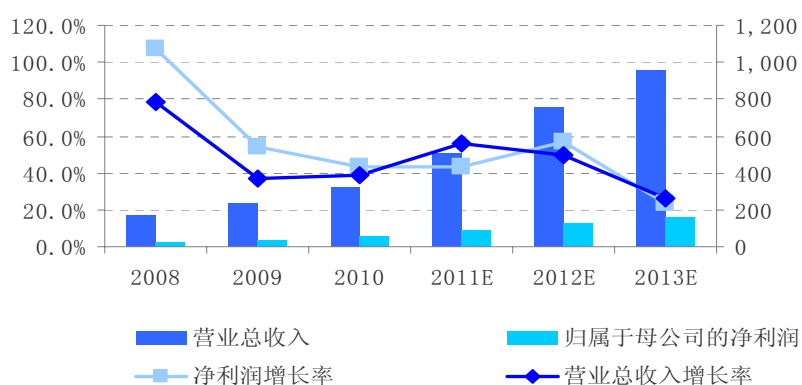
图 1: 2010 年产品销售的地区构成



资料来源：2010 年报

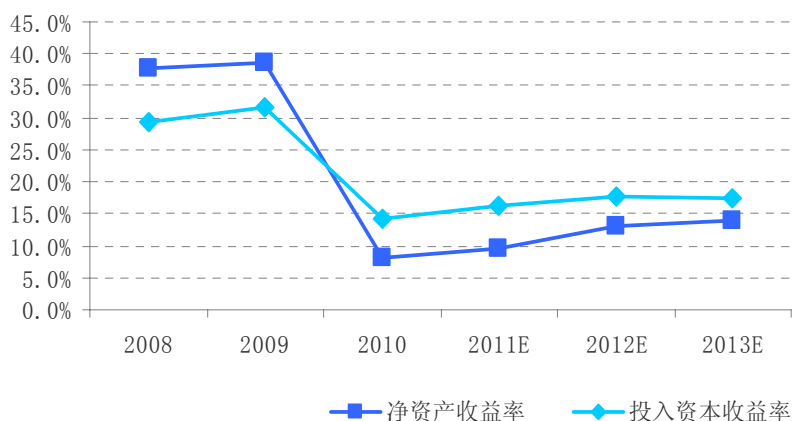
10 年公司国内销售占比为 28%，随着公司加大国内市场开拓的力度，国内市场的份额会逐渐提升。但公司并不会放松对国际市场开发，特别是中东及俄罗斯等东欧有潜力的市场。

图 2：公司收入利润增长状况



资料来源：2010 年报 国泰君安证券

图 3：资本回报率状况



资料来源：2010 年报 国泰君安证券

2、公司股权激励方案评价

激励方案对象共72人，授予的股票期权数量为330万股，股票来源为公司向激励对象定向发行股票。激励对象为公司董事（不包括独立董事）、高级管理人员、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。行权价格为每股15.95元。本计划授予的股票期权自本次激励计划授权日起满12个月后（本次股票期权的授予日为2011年6月10日），激励对象应在未来24个月内分二期行权，可行权数量占获授期权数量比例依次为35%、65%。

行权条件及评价。在股票期权激励计划有效期内，以2010年的净利润及营业收入为基数，2011-2012年相对于2010年的净利润增长率分别不低于38%和84%，2011-2012年相对于2010年的营业收入的增长率分别不低于33%和73%。据此计算，公司2011年、2012年净利润不低于7707万元、10276万元（2010年公司净利润为5585万元），每股收益分别不低于0.49元和0.65元方可行权。我们认为该股权激励方案的行权方案门槛并不低，对二级市场投资有积极的指导意义。

激励计划方案实施对公司相关年度财务状况的影响。

公司选择Black-Scholes模型于2011年6月10日（期权授予日）对本次授予的330份股票期权的公允价值进行测算：公司每份股票期权价值约为3.00元，本次授予的330万份股票期权总价值为990万元。根据本次授予的期权数量，假设各期可行权的股票期权数量不发生变化，从2011年6月开始摊销，则2011年-2013年期权成本或费用摊销情况的预测算结果是：2011年摊销373万元、2012年摊销474万元、2013年摊销142万元。我们已在业绩预测时考虑了此项费用。

3、公司业绩预测及投资建议

公司股权激励方案中2011年、2012年每股收益分别不低于0.49元和0.65元方可行权，我们预测公司实际业绩高于此业绩。

2011年业绩预测假定：

- 1)、车模销量1050万件，比10年的682万件增长54%；
- 2)、车模毛利水平35.5%，与上年35.7%的水平基本持平；
- 3)、玩具车、其他玩具产销量都有所下降，但毛利水平也基本维持原来的水平；
- 4)、婴童车11年销量为6万台，毛利水平为28%；

5)、收购广东树业增加投资收益 500 万元, 抵扣股权成本 373 万元, 所得税按 15% 计算。

2012 年业绩预测假定:

- 1)、车模销量 1400 万件, 比 11 年的 1050 万件增长 33%;
- 2)、车模毛利水平 35.5%, 与上年 35.5% 的水平持平;
- 3)、玩具车、其他玩具产销量进一步下降, 但毛利水平也基本维持原来的水平;
- 4)、婴童车 12 年销量为 40 万台, 毛利水平由 11 年 28%, 提升至 35%;
- 5)、收购广东树业增加投资收益 1100 万元, 抵扣股权成本 474 万元, 所得税按 15% 计算。

更直观的简单的计算是: 每新增销售一个车模数平均按税后盈利 7.5 元计算, 婴童车按每个税后获利 30 元计算, 业绩也大体如此。公司新追加的 8000 多万投资增加的 250 万件车模 (其中动态车模 190 万件、静态车模 60 万件), 预计在 2013 年初投产, 可增加 2013 年的利润贡献。

投资建议:

公司募资项目即将陆续投产, 未来两三年盈利将持续增长, 10-13 年三年时间公司净利润将由 5600 万元增加到 15800 万元, 年复合增长率达到 40% 以上。鉴于公司是创业板公司及较高的增长率, 我们认为给予 30 倍以上的 PE 是合理的。据此我们的投资建议为增持评级, 12 个月的目标价为 25 元。

作者简介：

王峰：复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2003-2010年连续八届《新财富》造纸印刷行业最佳分析师，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

执业资格证书编号：S0880511010012

电话：0755-23976228

邮箱：wangfeng@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		