

巨星科技 002444.SZ

行业数据低于预期，市场份额或明显提升

研究结论

- **美房屋销售数据环比回暖，同比增速低于预期。**根据美国（National Association of Realtors）最新公布的2011年12月存屋（Existing Home Sales）销售数据，2011年1-12月存屋销售同比增速达3.6%。我们的模型参照美国手工具行业进口数据与美国地产销售数据之间的长期关系建立，2011年1-12月的美地产数据同比增长为3.6%；而我们原先的预期为5.66%，具有明显差距因此我们分别下调2011-2013年美房屋销售总量预期两个百分点。
- **下调美手工具行业弹性系数至1.5倍。**基于美国手工具保有量的不断提高、消费市场的持续疲软和对未来经济持续悲观预期，我们认为弹性系数有明显下行的趋势。我们同时相应调整了美国手工具进口金额预测，手工具销售与房屋数据的弹性系数从原来的3倍下调至1.5倍，2012-2013年美手工具进口额预测分别下调19.4%与28%。而针对非美地区出口，主要受到欧洲经济低迷的影响，出口数据深度下滑。我们下调了非美地区手工具出口的增速预期。2011-2013年，分别下调公司非美地区销售增速7.6%、22.7%和34.5%；相应下调公司营业收入7.6%、22.7%和34.5%。
- **在美市场份额逆市提升，毛利率压力不可避免。**根据公司披露的2011年前三季度营业收入数据和美国海关数据的比较，我们分别上调2012至2013年公司在美进口手工具中的市场份额各0.4、0.3和0个百分点。我们预计人民币升值幅度和国内劳动力成本的上移将对公司毛利率形成一定的制约作用，同时考虑到公司的行业地位和客户粘性。我们下调2012-13年公司手工具海外销售毛利率两个百分点，维持现有内销产品的盈利水平。分别相应下调2011-2013年公司综合毛利率0.31、1.77和1.75个百分点。
- **国内市场动态值得关注。**2012年公司主营战略有望集中于内销渠道建设上，在工业领域的探索性尝试获得了良好的回馈。据公司网站披露，工业级用户市场完成多个大订单，客户包括特变电工和深圳地铁。我们预计2013年国内销售有望突破亿元。国内销售占比较低对公司业绩驱动能力有限。
- **盈利预测与投资评级。**核心假设的变动对公司的营业收入预测造成了较为显著的变化。考虑到杭叉股权预计给公司带来的投资收益，我们预计公司2011年-2013年的EPS分别为0.57、0.67和0.77元（原预测为0.65、0.96、1.28元）。根据同行业公司2012年的估值水平，给予市盈率15倍，对应目标价为10.05元，维持公司增持评级，建议长期关注。
- **风险因素：**欧美市场需求的波动，不可抗力对外协产品产能造成的不确定性。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周凤武

8621-63325888 x 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

联系人

胡耀文

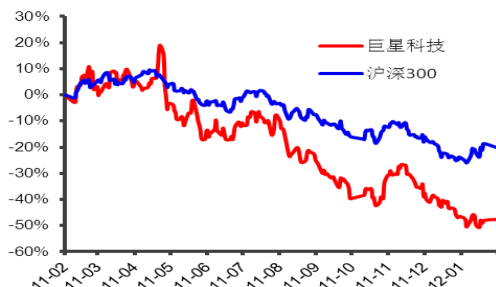
8621-63325888 x 6103

huyaowen@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（2012年2月6日）	9.44元
目标价格	10.05元
总股本/流通股（亿股）	5.07/ 1.27
A股市值（亿元）	45.73
国家/地区	中国
行业	机械制造
报告发布日期	2012年2月7日

股价表现



主要财务指标	重要财务指标				单位:百万元	
	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	1,882	2,144	2,505	2,814		
同比(%)	20%	14%	17%	12%		
归属母公司净利润	268	291	339	392		
同比(%)	24%	9%	17%	16%		
毛利率(%)	29.9%	29.5%	28.1%	28.1%		
ROE(%)	10.3%	11.0%	11.4%	11.6%		
每股收益(元)	1.06	0.57	0.67	0.77		
P/E (倍)	17.22	15.86	13.59	11.76		
P/B (倍)	1.74	1.55	1.37	1.23		
EV/EBITDA	3	4	3	3		

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

根据美国（National Association of Realtors）最新公布的 2011 年 12 月存屋（Existing Home Sales）销售数据，2011 年 1-12 月存屋销售同比达到 3.6%。由于 2011 年美国新屋销售数据达到历史冰点，存屋销售数据基本反映了美国房屋销售的态势。

美国房地产协会公布了 12 月份的存屋销售数据

Year		U.S.	Northeast	Midwest	South	West
2009		4,340,000	590,000	980,000	1,640,000	1,130,000
2010		4,190,000	570,000	910,000	1,630,000	1,080,000
2011		4,260,000	540,000	910,000	1,680,000	1,130,000
Seasonally Adjusted Annual Rate						
2010	Dec	4,450,000	600,000	950,000	1,700,000	1,200,000
2011	Jan	4,640,000	570,000	980,000	1,800,000	1,290,000
2011	Feb	4,220,000	540,000	890,000	1,610,000	1,180,000
2011	Mar	4,360,000	550,000	900,000	1,730,000	1,180,000
2011	Apr	4,270,000	540,000	920,000	1,700,000	1,110,000
2011	May	4,120,000	530,000	870,000	1,630,000	1,090,000
2011	Jun	4,140,000	500,000	880,000	1,640,000	1,120,000
2011	Jul	4,000,000	510,000	890,000	1,620,000	980,000
2011	Aug	4,320,000	540,000	930,000	1,690,000	1,160,000
2011	Sep	4,190,000	540,000	910,000	1,670,000	1,070,000
2011	Oct	4,250,000	510,000	920,000	1,700,000	1,120,000
2011	Nov r	4,390,000	560,000	960,000	1,710,000	1,160,000
2011	Dec p	4,610,000	620,000	1,040,000	1,760,000	1,190,000
vs. last month:		5.0%	10.7%	8.3%	2.9%	2.6%
vs. last year:		3.6%	3.3%	9.5%	3.5%	-0.8%

资料来源：National Association of Realtors、东方证券研究所

根据美国地产销售数据预期差，我们调整了估值模型的核心假设。我们的模型参照美国手工具行业进口数据与美国地产销售数据之间的长期关系建立，2011 年 1-12 月的美地产数据同比增长为 3.6%；而我们原先的预期为 5.66%，具有明显差距。因此我们分别下调 2011 年-2013 年美房屋销售总量预期两个百分点。

在公司的首次报告中，我们根据欧美手工具市场景气度与房地产销售数据密切相关建立了线性关系比列，系数采取了过去 10 年的平均值为 3。过去十年，多变量线性回归显示美国手工具行业月度数据与两季后房地产销售高度相关，但由于保有量的不断提高、美国消费市场的持续疲软和对未来经济持续悲观预期，我们认为弹性系数有明显下行的趋势。我们同时相应调整了美国手工具进口金额预测，手工具销售与房屋数据的弹性系数下调至 1.5 倍，2012-2013 年美手工具进口额预测分别下调为 19.4%与 28%。

针对在美市场份额，通过对现有销售数据的比较，我们分别上调 2012 至 2013 年公司在美进口手工具中的市场份额各 0.4、0.3 和 0 个百分点。

而针对非美地区出口，主要受到欧洲经济低迷的影响，出口数据深度下滑。我们下调了非美地区手工具出口的增速预期。2011年-2013年，分别下调公司营业收入7.6%、22.7%和34.5%

毛利率：我们预计人民币升值幅度和国内劳动力成本的上移将对公司毛利率形成一定的制约作用。考虑公司的行业地位和客户粘性，我们下调2012年公司手工具海外销售毛利率两个百分点。维持现有内销产品的盈利水平。2011年-2013年，分别下调公司综合毛利率0.31、1.77和1.75个百分点。

核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
核心假设						
美国房屋的销售总量	5,526	6,015	6,326	5,418	5,897	6,201
变动幅度				-2.0%	-2.0%	-2.0%
美国手工具进口金额（百万美元）	6,549	8,288	10,002	5,900	6,683	7,200
变动幅度				-9.9%	-19.4%	-28.0%
汇率参数（USD/CNY）	6.50	6.50	6.50	6.45	6.15	6.00
变动幅度				-0.8%	-5.4%	-7.7%
美国市场份额	12.6%	12.9%	13.2%	13.00%	13.20%	13.20%
非美地区出口销售收入同比增速	27.0%	44.8%	36.1%	10.6%	14.7%	11.3%
变动幅度				-60.8%	-67.1%	-68.7%
美手工具进口数据与房地产销售数据比值	2	3	3	1.5	1.5	1.5
分产品盈利预测						
海外销售						
销售收入	2,274	3,173	4,196	2,099	2,436	2,711
变动幅度				-7.7%	-23.2%	-35.4%
毛利率	29.50%	29.50%	29.50%	29.50%	28.00%	28.00%
国内销售						
销售收入	46	68	103	46	68	103
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
销售收入合计	2,320	3,242	4,298	2,144	2,505	2,814
变动幅度				-7.6%	-22.7%	-34.5%
综合毛利率	29.82%	29.82%	29.82%	29.51%	28.05%	28.07%
变动幅度				-1.0%	-5.9%	-5.9%

资料来源：东方证券研究所预测

核心假设的变动对公司的营业收入预测造成了较为显著的变化，尤其是 2012 年与 2013 年因其基数较大下调的幅度也较大。考虑到杭叉股权预计给公司带来的投资收益，预测公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.57、0.67 和 0.77 元（原预测为 0.65、0.96、1.28 元）。

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,320	3,242	4,298	2,144	2,505	2,814
变动幅度				-7.6%	-22.7%	-34.5%
营业利润	446	666	886	392	462	537
变动幅度				-12.2%	-30.6%	-39.5%
归属母公司净利润	328	488	649	291	339	392
变动幅度				-12.1%	-30.4%	-39.3%
每股收益（元）	0.65	0.96	1.28	0.57	0.67	0.77
变动幅度				-12.1%	-30.4%	-39.3%
毛利率(%)	30%	30%	30%	29.51%	28.05%	28.07%
变动幅度				-1.0%	-5.9%	-5.9%
净利率(%)	14%	15%	15%	13.6%	13.6%	13.9%

资料来源：东方证券研究所预测

杭叉股份业绩预测核心假设：

营业收入：2012-2013 年行业协会预测收入增速为 17%；而杭叉作为龙头在改制的过程中有望激发出一定的活力。我们预计 2012-2013 年同比增速将超越行业平均增速。

净利率率：行业竞争加剧可能对公司净利率产生比较负面的作用，我们预计公司净利率率将达到 5.04%。

调整后杭叉股份对公司贡献投资收益分项预测

杭叉股份	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,025.96	3,289.95	3,008.99	4,597.76	5,977.08	7,172.50	8,607.00
同比增速		8.72%	-8.54%	52.80%	30.00%	20.00%	20.00%
净利润	177.96	191.54	151.05	212.56	318.97	373.00	434.22
净利率率	5.88%	5.82%	5.02%	4.62%	5.34%	5.20%	5.04%
母公司净利润占比	57.61%	60.30%	59.63%	56.82%	56.00%	56.00%	56.00%
公司持有杭叉控股股权比例					20%	20%	20%
归属于母公司股东的净利润	102.52	115.50	90.06	120.79	178.62	208.88	243.16
投资收益					11.79*	41.78	48.63

*由于收购日的关系，2011 年投资收益为 9-12 月产生

资料来源：公司公告；东方证券研究所预测

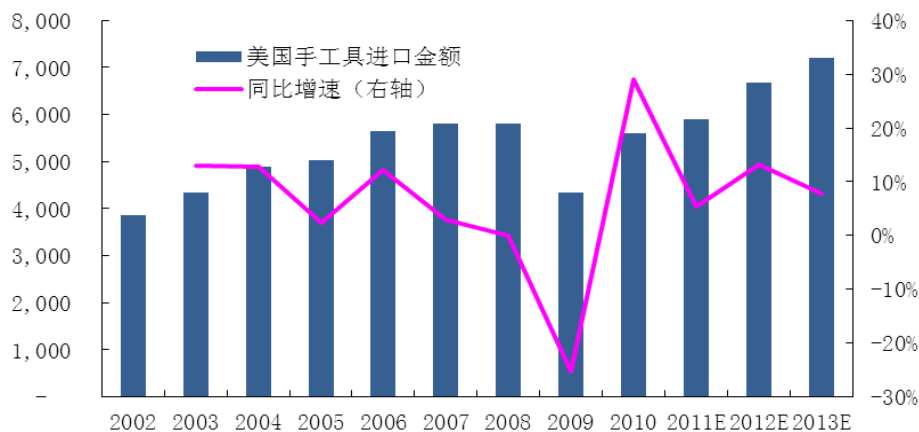
由于进入年报披露期，我们更改估值基准至 2012 年，根据 Wind 一致预期平均每股收益与最新股价同行业 2012 平均 PE 为 19.88 倍。公司盈利预测下调导致了三年复合增速下降至 15%，我们给予行业 25% 的折价进行估值，给予 2012 年 15 倍的相对估值，对应目标价为 10.05，维持公司增持评级，建议长期关注。

同行业相关估值比较

证券代码	证券简称	预测每股 收益平均 值(2011)	预测每股 收益平均 值(2012)	预测每股 收益平均 值(2013)	PE(2011)	PE(2012)	PE(2013)	前收盘价	总市值 (亿元)
002026.SZ	山东威达		0.41			23.81		9.86	17.55
002071.SZ	江苏宏宝	0.13	0.40	0.59	61.82	20.40	14.03	8.24	15.53
300126.SZ	锐奇股份	0.48	0.66	0.85	21.65	15.82	12.25	10.38	16.00
002282.SZ	博深工具	0.35	0.49	0.65	27.25	19.50	14.80	9.59	22.09
					平均值	19.88			
002444.SZ	巨星科技	0.64	0.81	1.02	14.19	11.17	8.89	9.10	47.05

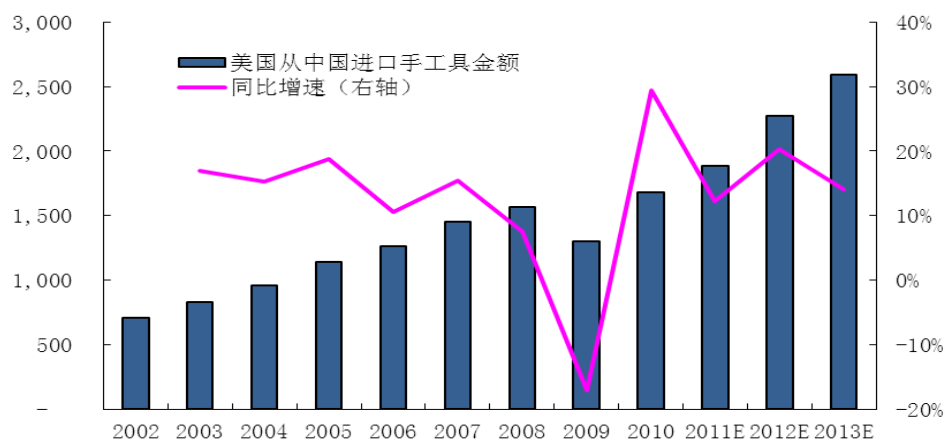
资料来源：Wind、东方证券研究所

调整后美国手工具进口金额预测



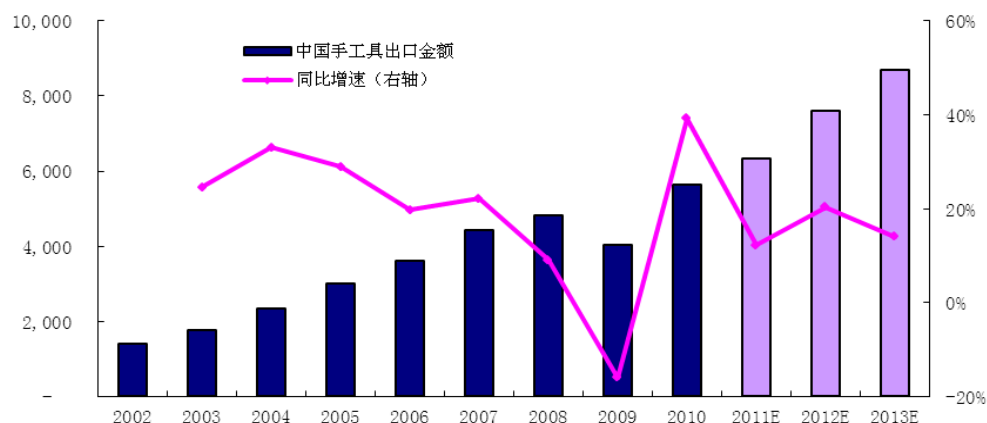
资料来源：CEIC；东方证券研究所预测

调整后美国从中国进口手工具金额预测



资料来源：CEIC；东方证券研究所预测

调整后中国手工具出口金额预测



资料来源：CEIC；东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表			单位:百万元		利润表			单位:百万元	
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,612	2,298	2,446	2,818	营业收入	1,882	2,144	2,505	2,814
现金	1,962	1,509	1,485	1,697	营业成本	1,320	1,512	1,802	2,024
应收账款	486	554	647	727	营业税金及附加	2	2	3	3
其它应收款	56	30	35	39	营业费用	76	90	102	115
预付账款	11	60	108	162	管理费用	94	112	135	152
存货	94	121	144	162	财务费用	33	40	37	29
其他	3	23	27	30	资产减值损失	4	5	5	5
非流动资产	300	750	1,056	1,133	公允价值变动收	-	-	-	-
长期投资	17	266	281	318	投资净收益	0	12	42	49
固定资产	199	403	706	788	营业利润	355	396	462	535
无形资产	71	63	55	47	营业外收入	12	5	5	5
其他	12	18	14	(20)	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	2,911	3,048	3,502	3,951	利润总额	362	399	465	538
流动负债	271	317	361	396	所得税	88	100	116	134
短期借款	7	50	50	50	净利润	274	299	349	403
应付账款	187	181	216	243	少数股东损益	6	8	9	11
其他	76	85	94	103	归属于母公司净	268	291	339	392
非流动负债	-	45	106	116	EBITDA	682	477	558	635
长期借款	-	45	106	116	EPS (元)	1.06	0.57	0.67	0.77
其他	-	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	271	362	467	512	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	33	41	50	61	成长能力				
股本	254	507	507	507	营业收入	20.3%	13.9%	16.8%	12.3%
资本公积	1,704	1,704	1,704	1,704	营业利润	23.7%	11.5%	16.8%	15.7%
留存收益	651	435	775	1,167	归属于母公司净	24.5%	8.6%	16.7%	15.6%
归属母公司股东权益	2,608	2,646	2,985	3,378	获利能力				
负债和股东权益	2,911	3,048	3,502	3,951	毛利率	29.9%	29.5%	28.1%	28.1%
现金流量表					净利率	14.2%	13.6%	13.6%	13.9%
单位:百万元					ROE	10.3%	11.0%	11.4%	11.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.1%	11.8%	11.7%	11.7%
经营活动现金流	473	321	369	305	偿债能力				
净利润	274	299	349	403	资产负债率	9.3%	11.9%	13.3%	13.0%
折旧摊销	294	189	288	261	净负债比率				
财务费用	33	40	37	29	流动比率	9.65	7.25	6.78	7.12
投资损失	(0)	(12)	(42)	(49)	速动比率	9.31	6.87	6.38	6.71
营运资金变动	(162)	(106)	(116)	(111)	营运能力				
其它	34	(90)	(148)	(229)	总资产周转率	0.98	0.72	0.76	0.76
投资活动现金流	(178)	(566)	(417)	(73)	应收账款周转率	4.12	4.12	4.17	4.10
资本支出	(141)	(315)	(429)	(70)	应付账款周转率	6.22	8.20	9.06	8.82
长期投资	-	(249)	(15)	(37)	每股指标 (元)				
其他	(37)	(2)	26	34	每股收益	0.53	0.57	0.67	0.77
筹资活动现金流	1,733	(208)	24	(19)	每股经营现金流	1.87	1.27	1.46	1.20
短期借款	3	43	-	-	每股净资产	5.22	5.89	6.66	7.41
长期借款	-	45	61	10	估值比率				
普通股增加	64	-	-	-	P/E	17.22	15.86	13.59	11.76
资本公积增加	1,704	-	-	-	P/B	1.74	1.55	1.37	1.23
其他	(37)	(296)	(37)	(29)	EV/EBITDA	2.59	3.70	3.16	2.78
现金净增加额	2,028	(453)	(24)	213					

资料来源：东方证券研究所

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