



## 纵横扩张成就细分市场龙头

——星辉车模（300043）2011 年度财报点评

2012 年 3 月 13 日

推荐/首次

星辉车模

财报点评

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

### 事件:

公司 3 月 13 日公布 2011 年报, 营业收入 4.44 亿元, 同比增长 36.92%; 营业利润为 0.938 亿元, 同比增长 52.16%; 归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元, 同比增长 45.25%; 基本每股收益 0.51 元。

### 公司分季度财务指标

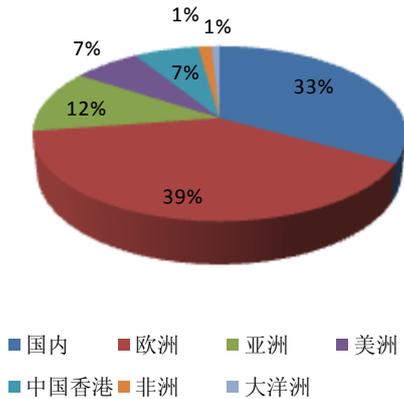
指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入 (百万元)	50.26	78.43	107.72	88.09	81.16	105.09	140.09	117.97
增长率 (%)	52.36%	44.85%	24.73%	47.32%	61.50%	33.98%	30.05%	33.92%
毛利率 (%)	31.42%	29.08%	34.96%	34.85%	32.08%	32.29%	34.99%	35.09%
期间费用率 (%)	15.42%	11.79%	9.95%	23.64%	14.53%	11.56%	14.04%	16.51%
营业利润率 (%)	14.13%	16.45%	24.11%	17.82%	18.37%	20.13%	23.55%	21.01%
净利润 (百万元)	8.37	10.13	21.72	15.63	11.94	19.11	28.86	21.21
增长率 (%)	90.25%	62.11%	21.57%	48.10%	42.64%	88.63%	32.87%	35.75%
每股盈利 (季度, 元)	0.159	0.192	0.274	0.197	0.075	0.121	0.182	0.134
资产负债率 (%)	4.91%	5.47%	6.09%	6.92%	7.74%	12.87%	9.79%	18.99%
净资产收益率 (%)	1.27%	1.55%	3.22%	2.24%	1.72%	2.68%	3.89%	2.78%
总资产收益率 (%)	1.21%	1.47%	3.03%	2.09%	1.59%	2.34%	3.51%	2.25%

### 评论:

#### 积极因素:

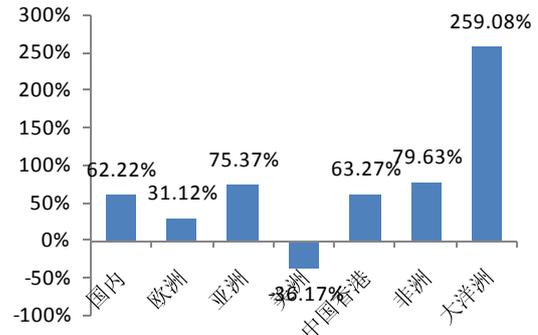
- 销售收入依旧保持快速增长势头, 内销增长为主要推动力。公司第四季度依旧保持较快增速, 单季度同比增速为 34.1%, 较前三季度 38% 的增速略有下滑。内销达到 1.47 亿元, 同比增长 62.22%; 较上半年 54% 的增速大幅提高。出口区域中亚、香港、非洲、大洋洲增速分别为 75%、63%、79.6%; 均保持快速增长。欧洲受经济萎靡影响, 出口增速由上半年的 51% 下滑至下半年的 19.5%。美洲市场继续萎缩, 全年下滑 36%。内销销售占比已经由 2010 年的 27% 上升到 33%。

图 1：公司销售区域（2011 年）



资料来源：公司公告

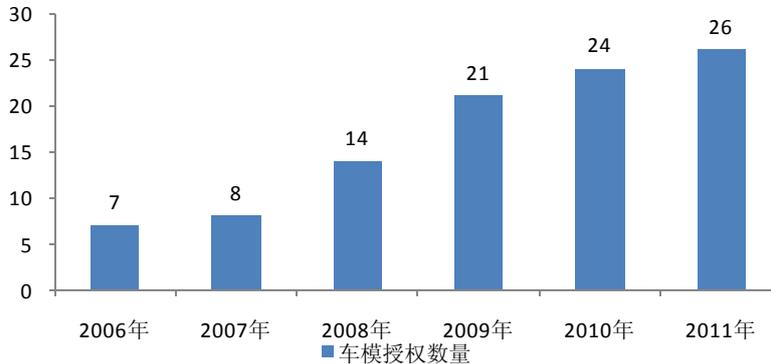
图 2：公司各销售区域增速（2011 年）



资料来源：公司公告

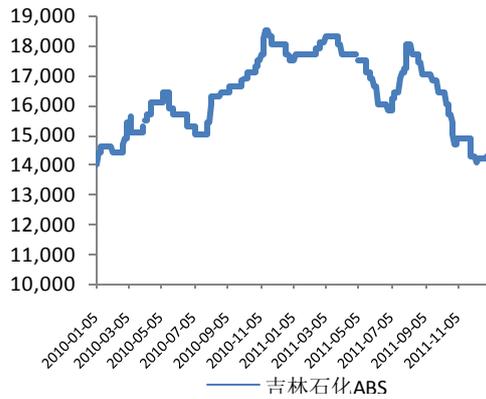
- 授权车模数量稳步扩大。2011年，公司同宝马汽车公司签订全球独占性可转授的授权合同，并新增法拉利汽车公司法拉利全系列跑车所有常规比例动态车模的车模授权。公司已经获得包括婴童车模产品在内的26个品牌的授权。其中，公司同宝马签订的授权合同标志着公司由车模制造商向车模制造和车模授权相结合的车模运营商转型。

图 3：公司授权车模数量

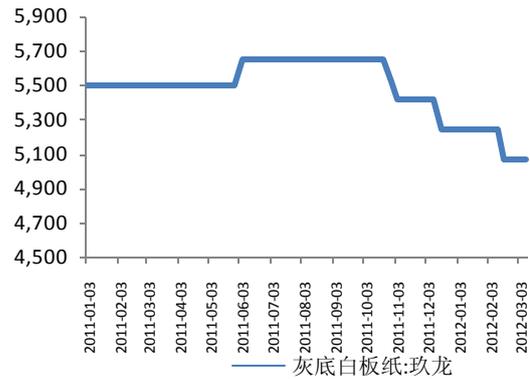


资料来源：公司公告

- 毛利率小幅提升；销售费用率略上升。公司生产成本中，ABS和包装物占原材料的比重超过55%。下半年ABS和包装物的价格大幅下滑；ABS的价格由8月份的18000元/吨下滑到年底的14300元/吨。四季度单季度毛利率为35.09%，较前三季度提升1.5个百分点，创三年新高。受渠道拓展力度加大和授权费用增加影响，公司全年销售费用率上升到9.85%；较去年上升1个百分点。

**图 4: ABS 价格**


资料来源: 吉林石化公告

**图 5: 灰底白板纸价格**


资料来源: 玖龙纸业公告

**消极因素:**

- 受欧洲经济萎靡影响, 作为公司主要的出口区域, 下半年增长率仅为19.5%; 较上半年51%的增速大幅下滑。
- 出口美洲负增长36%, 美洲业务比重由2010年的14.74%下降到7.01%。

**业务展望:**

公司过去两年致力于产品结构的横向拓展与产业链的纵向延伸。在产能提升方面, 公司募投产能和超募资金产相继投产后, 到2013年, 总产能为2011年产能的3倍。在产品线延伸方面, 年产婴童电动用车56万台、婴童学步车38万台的项目已经投产, 另外公司介入收藏车模项目。收藏车模项目将是公司优化产品结构的重要一步。而在产业链延伸方面, 公司已经收购了上游包装产品公司28.5%的股权, 并拟收购汕头SK 67.375%的股权, 后者为公司主要原材料PS的重要供应商。公司未来将成长为中国最大的车模企业; 产品线逐渐丰富, 有效分散单一产品的风险; 原材料控制能力有效增强。

表 1: 公司未来发展方向分析

未来公司发展方向	采取措施	分析
产能扩张	募投项目	2011年9月投产, 新增770万套车模产能, 较之前扩产160%
	超募资金项目	2013年2月投产, 新增250万套车模产能, 届时产能是2010年的3倍
产品线延伸	收藏性车模项目	开工两年投产, 预计2014年初。70万套收藏性车模, 营收5700万。
	婴童车项目	2011年9月投产。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2.5亿元。
产业链延伸	收购上游包装公司股权	2011年6月, 公司斥资8421万元增资参股广东树业环保科技有限公司, 持股比例为28.5%; 后者产品为公司的产品外包装材料。
	收购上游原材料公司股权	2012年1月, 公司公告拟出资2.16亿收购汕头SK 67.375%的股权; 后者产品为公司的原材料之一——PS。

### 盈利预测

我们预测2012年-2014年营业收入为6亿元、7.92亿元和10.3亿元; 同比增长35.1%; 32%和30.1%; 归属于上市公司股东的净利润为1.07亿元、1.40亿元和1.82亿元。每股收益为0.68元、0.89元和1.15元。

### 投资建议:

公司为国内车模行业的龙头企业; 上市后利用超募资金进行纵向和横向扩张; 增强公司核心竞争力。我们看好公司中长期发展。未来三年有望保持30%以上的复合增长率。目前股价对应2012-2014年的PE分别为21.7倍、16.6倍和12.86倍。首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 2: 盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	324.50	444.32	600.00	792.00	1,030.00
(+/-)%	39.10%	36.92%	35.04%	32.00%	30.05%
经营利润(EBIT)(百万元)	58.95	89.13	127.20	166.52	215.55
(+/-)%	29.11%	51.19%	42.72%	30.91%	29.44%
净利润(百万元)	55.85	81.12	107.30	140.54	181.77
(+/-)%	42.95%	45.25%	32.28%	30.98%	29.34%
每股净收益(元)	0.720	0.510	0.677	0.887	1.148

资料来源: 东兴证券

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，从事轻工、造纸行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券