

星辉车模 (300043.SZ)

文化用品与娱乐行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市价(人民币): 14.01元

目标(人民币): 16.91元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	60.10
总市值(百万元)	2,219.18
年内股价最高最低(元)	19.66/11.84
沪深300指数	2901.22



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.987	0.705	0.512	0.655	0.832
每股净资产(元)	2.56	8.80	4.91	5.57	6.40
每股经营性现金流(元)	1.20	0.67	0.48	0.63	0.86
市盈率(倍)	N/A	52.05	28.27	22.10	17.41
行业优化市盈率(倍)	146.13	121.09	84.74	84.74	84.74
净利润增长率(%)	53.90%	42.95%	45.27%	27.92%	26.96%
净资产收益率(%)	38.56%	8.02%	10.43%	11.77%	13.00%
总股本(百万股)	39.60	79.20	158.40	158.40	158.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **星辉遥控车模在内销市场的竞争力较强, 但增长或受行业容量限制:** 据我们测算, 包括遥控车模在内的电动玩具车 2011 年市场容量约为 15 亿元(按出厂价计算), 未来三年增速约 15%。公司的遥控车模依靠品牌影响力大、款式丰富、性价比高形成较强竞争力, 在国内电动玩具车市场的份额迅速提升至 8.9%, 预计未来份额继续提高的步伐将减慢。
- **我国中档婴童电动车模市场存空白, 公司具有竞争优势:** 14 年我国婴童电动车零售市场规模将达 20 亿元, 目前内资企业中仅“好孩子”涉足婴童电动车模, 外资品牌售价过高, 因此中档婴童电动车模市场存在空白。公司可凭借品牌授权资源和高性价比的产品获得发展, 推动业绩增长。
- **专业性和品牌授权粘性维护公司市场地位:** 公司成功抓住“普及型动态车模”市场空白, 利用先发优势建立品牌影响力, 并和汽车厂商建立了强粘性的信任关系, 构筑保护公司的重要壁垒。公司专注车模生产, 注重研发, 集中有限资源获取授权、丰富款式, 提高了车模的竞争力。
- **收购汕头 SK 不改车模主营业务地位:** 汕头 SK 是当地最重要的塑料供应商, 开工率受益于产业集群优势而保持在 90%以上。预计未来净利润可保持稳定增长。我们认为公司收购的目的是控制上游资源, 且对其增长前景有足够认识, 因此不会影响车模的主业地位。

盈利预测及估值

- **玩具业务:** 预计 2011-2014 年营业收入为 4.4、5.9、7.5、9.2 亿元, 同比增速分别为 37%、33%、26%、23%; 净利润为 0.81、1.04、1.32、1.65 亿元, 增速分别为 45%、28%、27%、25%。参考可比公司估值和成长性, 给予公司 24×12PE, 对应市值 24.9 亿元。
- **化工业务:** 谨慎按照利润承诺预测公司 11-14 年净利润为 0.18、0.28、0.34 和 0.41 亿元, 增速分别为 55%、21%、21%。参考可比公司估值, 给予公司 10×12PE, 对应汕头 SK 的 67.4% 股权对应市值为 1.89 亿元。

投资建议

- 公司玩具业务和化工业务的总市值为 26.8 亿元, 目前市值为 22.2 亿元, 存在 20% 的上涨空间, 对应股价 16.91 元, 给予“买入”评级。

风险

- 婴童电动车模销售低于预期; 出口业务增长低于预期。

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiy@gjzq.com.cn

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测及估值.....	4
玩具业务	4
化工业务	4
结论	4
星辉车模：普及型动态车模领导企业	7
动态车模增速受制于行业容量，婴童车模或成利润增长点	8
公司动态车模内销竞争力强，但增长受制于行业容量	8
中档婴童电动车模市场存在空白，公司具有竞争优势	12
出口市场：公司有望获得 15% 的增长	14
专业性和授权品牌粘性维护公司市场地位	15
专业性增强公司竞争力	15
汽车品牌授权粘性维护公司市场地位	16
公司的内销渠道还可加强	16
公司的盈利和运营能力较好	16
收购汕头 SK 不改车模主业地位	18
星辉车模收购上游企业不改车模主业地位	18
聚苯乙烯（PS）行业：供需基本平衡，毛利率可能下降	19
汕头 SK 净利润将获得恢复性增长	20
风险提示	21
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1：玩具行业和化工行业可比公司估值一览	4
图表 2：公司历史市盈率	5
图表 3：星辉车模玩具业务部分的收入分拆	6
图表 4：公司营业收入结构——车模占比迅速提高	7
图表 5：车模的毛利率高于其他玩具	7
图表 6：公司营业收入和净利率均明显增长	7
图表 7：公司内外销分产品收入结构	8
图表 8：星辉车模股权结构	8
图表 9：公司第一期股权激励行权条件	8
图表 10：我国玩具零售市场快速增长	9
图表 11：我国玩具企业销售收入快速增长	9
图表 12：我国玩具市场占世界玩具市场的份额不断上升	9
图表 13：遥控车模与电动玩具车、其他带动力装置的玩具和模型的关系	10

图表 14: 电动玩具车出口额占我国玩具出口总额约 7.5%.....	10
图表 15: 世界和我国电动玩具车市场容量测算 (按终端价计算)	10
图表 16: 公司在内销市场的竞争力较强.....	11
图表 17: 淘宝网上“星辉”是关注指数最高的驱动/遥控模型品牌	11
图表 18: 公司在我国电动玩具车市场的份额迅速提高	12
图表 19: 星辉车模 1: 4 婴童电动车模	12
图表 20: 我国儿童耐用品市场以 14%复合增速成长.....	13
图表 21: 我国儿童耐用品市场结构及增速	13
图表 22: 知名童车企业比较——公司的电动玩具车竞争力较强, 学步车竞争力较弱	13
图表 23: 我国“其他带动力装置的玩具及模型”出口额及增速.....	14
图表 24: 公司分地区出口额: 欧洲步入成熟, 其他市场有待开发	15
图表 25: 公司历年研发支出与占营业收入比重	15
图表 26: 公司内外销渠道示例	16
图表 27: 公司渠道结构	16
图表 28: 公司盈利能力增强	17
图表 29: 公司毛利率已达到国际公司水平	17
图表 30: 公司销售费用率随内销比重上升而上升	17
图表 31: 公司的营业费用率仍低于国际公司水平	17
图表 32: 公司运营能力较强	17
图表 33: 公司现金流状况较好	17
图表 34: 星辉车模玩具业务的成本结构	18
图表 35: 汕头 SK 股权结构	18
图表 36: 聚苯乙烯 (PS) 行业需求结构.....	19
图表 37: 汕头 SK 聚苯乙烯业务的毛利率较低.....	19
图表 38: 我国 PS 行业供给与需求预测	19
图表 39: 我国华南地区 GPPS 和 HIPS 价格	19
图表 40: 2011-2015 年我国苯乙烯产量预测	20
图表 41: 汕头 SK 的产能利用率高, 吨毛利在下降	20
图表 42: 公司运营指标优于行业水平	21

盈利预测及估值

玩具业务

- 盈利预测关键假设（收入分拆见图表3）：
 - 2012-2014年，中国电动玩具车内销市场增速分别为17%、15%、15%，公司的内销市场份额分别为8.8%、9.5%、9.8%、10%，公司的出口增速分别为20%、18%、16%。
 - 假设婴童车模项目从2012年开始、收藏型车模项目从2013年开始贡献收入。
 - 公司的普及型动态车模毛利率由于成本下降呈上升趋势，婴童车模和收藏型车模的毛利率由于规模效应逐渐显现呈上升趋势。
 - 公司销售费用率随内销比重上升而上升，管理费用率随收入规模上升而下降。
- 预计2011-2014年玩具业务营业收入为4.4、5.9、7.5、9.2亿元，同比增速分别为36.9%、33.3%、26.1%、23.1%；净利润为0.81、1.04、1.32、1.65亿元，增速分别为45%、28%、27%、25%。
- 估值：参考行业可比公司估值（图表1）、净利润增速、成长空间，给予玩具业务24×12PE，对应市值为24.9亿元。

化工业务

- 考虑到汕头SK的产能利用率已达90%以上、提升空间小，吨毛利因成本转嫁能力有限而受制于原油价格，因此谨慎起见，按利润承诺预测2012-2014年净利润。
 - 2011年1~11月，汕头SK实现净利润1648万元，根据正中珠江出具的盈利预测审核报告，2011年汕头SK可实现净利润1753万元。
 - 韩国SKN和控股股东陈雁生做出利润承诺，以扣除非经常性损益的净利润为计算依据，2012年度汕头SK经审计的净利润不低于人民币2800万元，2013年不低于人民币3400万元，2014年不低于人民币4100万元，分别对应2013、2014同比增速为21.4%、20.6%。
- 估值：参考行业可比公司估值和净利润增速，给予10×12PE，则汕头SK的67.4%股权对应市值为1.89亿元。

图表1：玩具行业和化工行业可比公司估值一览

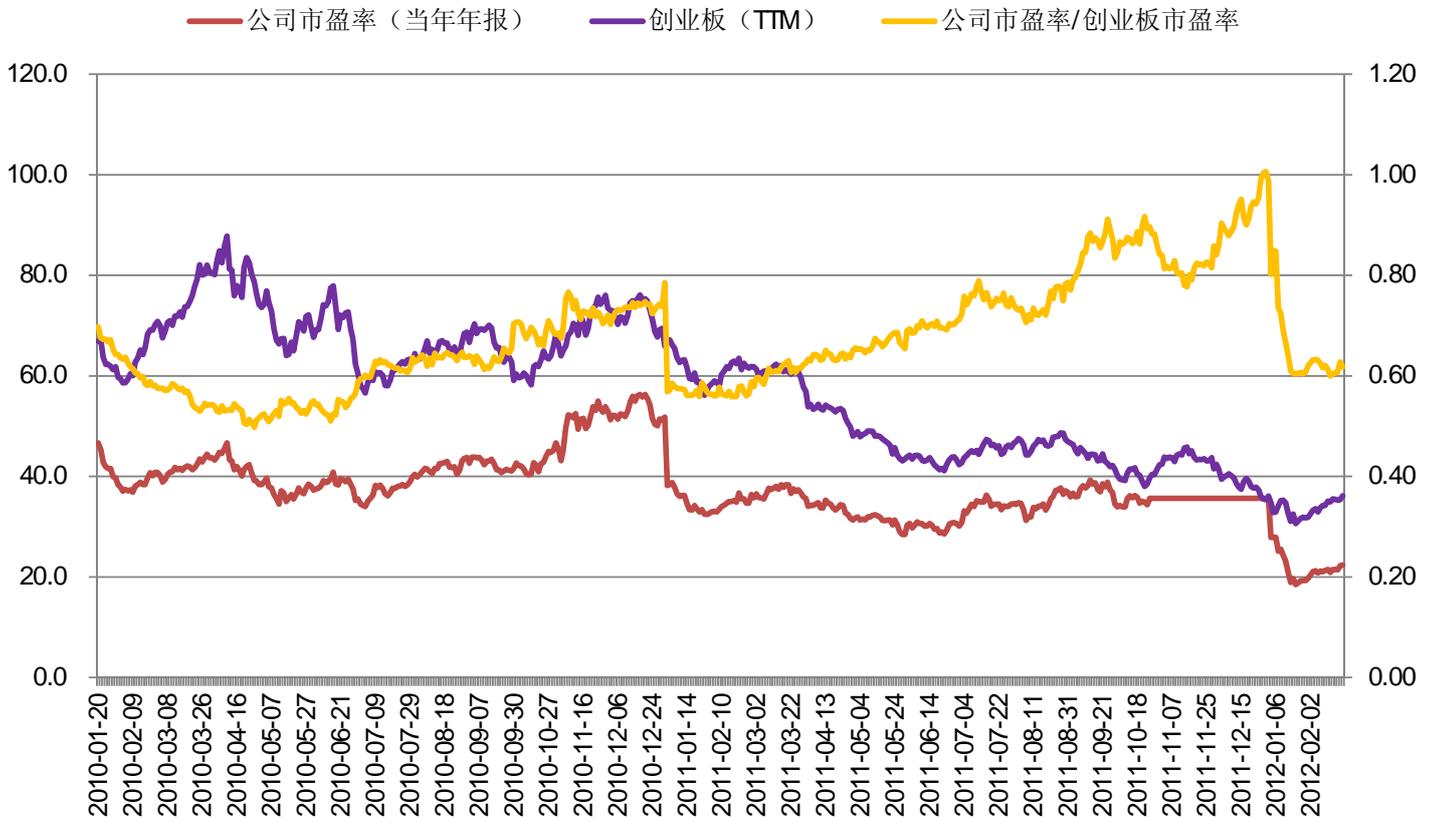
行业	代码	简称	收盘价	EPS				EPS YoY			3年复合 增速	PE		
			2012/3/5	2010A	2011E	2012E	2013E	11/10	12/11	13/12		11EPS	12EPS	13EPS
玩具行业 可比公司	002575.SZ	群兴玩具	13.65	0.43	0.43	0.46	0.60	-1%	9%	29%	11.5%	32.1	29.5	22.9
	002502.SZ	骅威股份	21.21	0.53	0.63	0.73	1.08	17%	16%	48%	26.5%	33.9	29.2	19.6
	002292.SZ	奥飞动漫	27.70	0.32	0.42	0.57	0.77	32%	34%	36%	33.9%	65.7	48.9	36.1
	星辉车模 玩具业务		14.32	0.35	0.51	0.66	0.83	45%	28%	27%	33.1%	28.0	21.9	17.2
	平均		-	-	-	-	-	-	-	-	24.0%	43.9	35.9	26.2
化工行业 可比公司	600143.SH	金发科技	13.29	0.41	0.64	0.85	1.14	55%	32%	34%	40.2%	20.7	15.6	11.7
	002324.SZ	普利特	11.77	0.37	0.33	0.44	0.55	-10%	33%	24%	14.1%	35.2	26.5	21.3
	300221.SZ	银禧科技	17.95	0.50	0.58	0.81	1.07	16%	39%	32%	28.7%	30.9	22.3	16.9
	星辉车模 化工业务		-	0.11	0.18	0.21	0.26	60%	21%	21%	32.7%	-	-	-
	平均		-	-	-	-	-	-	-	-	27.6%	29.0	21.5	16.6

来源：Wind，国金证券研究所

结论

■ 玩具业务和化工业务合计市值为 26.8 亿元，而星辉车模目前市值为 22.2 亿元，存在 20% 的上涨空间，对应股价 16.91 元。给予“买入”评级。

图表2: 公司历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 星辉车模玩具业务部分的收入分拆

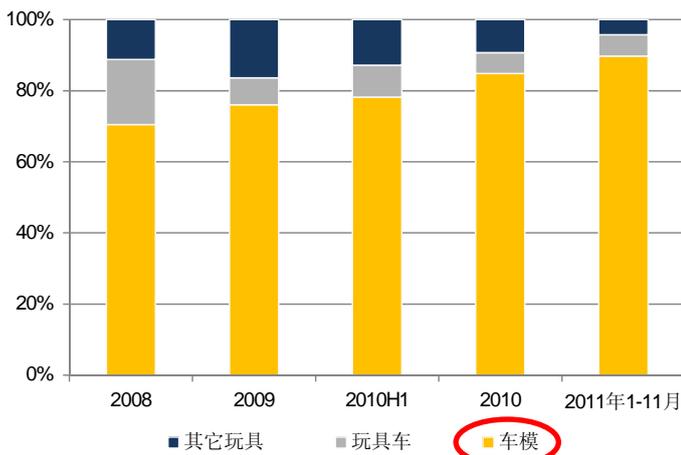
项 目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	说明
普及型动态车模						
销售收入 (百万元)	275.16	399.18	487.18	575.91	670.67	
增长率 (YOY)	61.56%	45.07%	22.05%	18.21%	16.45%	
毛利率	35.73%	34.50%	35.00%	35.50%	36.00%	收购汕头SK后毛利率受益
毛利 (百万元)	98.32	137.72	170.51	204.45	241.44	
占总销售额比重	84.81%	89.86%	82.27%	77.11%	72.92%	
占主营业务利润比重	91.97%	92.13%	84.64%	79.31%	74.85%	
其中: 内销						
玩具车市场规模 (折算到出厂)	1,320.00	1,471.80	1,722.01	1,980.31	2,277.35	
增长率 (YOY)		11.50%	17.00%	15.00%	15.00%	
市场份额	6.25%	8.80%	9.50%	9.80%	10.00%	
销售收入 (百万元)	82.55	129.52	163.59	194.07	227.74	
增长率 (YOY)	104.83%	56.90%	26.31%	18.63%	17.35%	
其中: 出口						
销售收入 (百万元)	192.61	269.66	323.59	381.84	442.93	
增长率 (YOY)	48.15%	40.00%	20.00%	18.00%	16.00%	
婴童车						
平均售价 (元/件)		200.00	220.00	240.00		随市场开拓、婴童电动车模占比提高而提高
增长率 (YOY)		0.00%	10.00%	9.09%		
销售数量 (千件)		300.00	500.00	700.00		
增长率 (YOY)		0.00%	66.67%	40.00%		
销售收入 (百万元)		60.00	110.00	168.00		
增长率 (YOY)		0.00%	83.33%	52.73%		
毛利率		32.00%	33.00%	34.00%		规模效应随市场开拓而显现
毛利 (百万元)		19.20	36.30	57.12		
占总销售额比重		10.13%	14.73%	18.27%		
占主营业务利润比重		9.53%	14.08%	17.71%		
收藏型车模						
平均售价 (元/件)			80.00	90.00		随市场开拓, 消费者认可而提高
增长率 (YOY)			0.00%	12.50%		
销售数量 (千件)			200.00	400.00		
增长率 (YOY)			0.00%	100.00%		
销售收入 (百万元)			16.00	36.00		
增长率 (YOY)			0.00%	125.00%		
毛利率			33.00%	34.00%		规模效应随市场开拓而显现
毛利 (百万元)			5.28	12.24		
增长率 (YOY)			0.00%	131.82%		
占总销售额比重			2.14%	3.91%		
占主营业务利润比重			2.05%	3.79%		
销售总收入 (百万元)	324.44	444.23	592.18	746.91	919.67	
销售总成本 (百万元)	217.54	294.74	390.72	489.13	597.12	
毛利 (百万元)	106.90	149.48	201.46	257.78	322.55	
平均毛利率	32.95%	33.65%	34.02%	34.51%	35.07%	

来源: 国金证券研究所

星辉车模：普及型动态车模领导企业

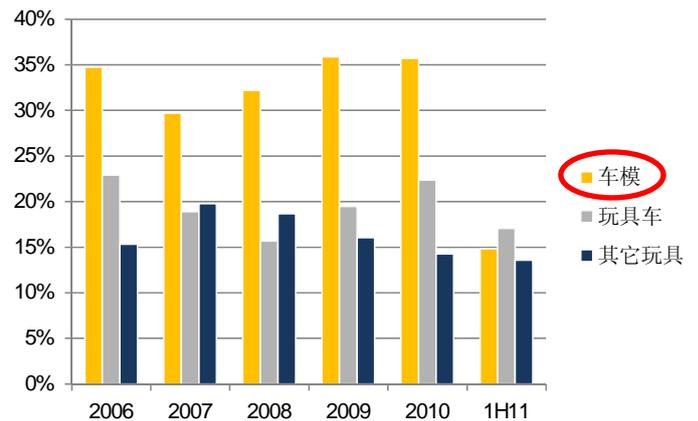
- 星辉车模成立于 2000 年，早期以生产普通塑胶玩具和电动玩具车为主。2005 年，公司注意到国内“普及型动态车模”市场存在空白，遂向专业车模制造商转型，创建自有品牌“RASTAR”，是我国最大的遥控车模生产商。从 2006 年开始，高毛利率的车模产品（图表 5）占公司营业收入的比例迅速提高（图表 4），推动营业收入和净利率大幅增长（图表 6）。
- 目前，公司的主营产品为普及型动态车模，普及型静态车模，并从 2011 年底开始新增婴童电动车模和婴童学步车销售。另外公司的“收藏型静态车模生产项目”正在建设中，预计将于 2013 年投产。

图表4：公司营业收入结构——车模占比迅速提高

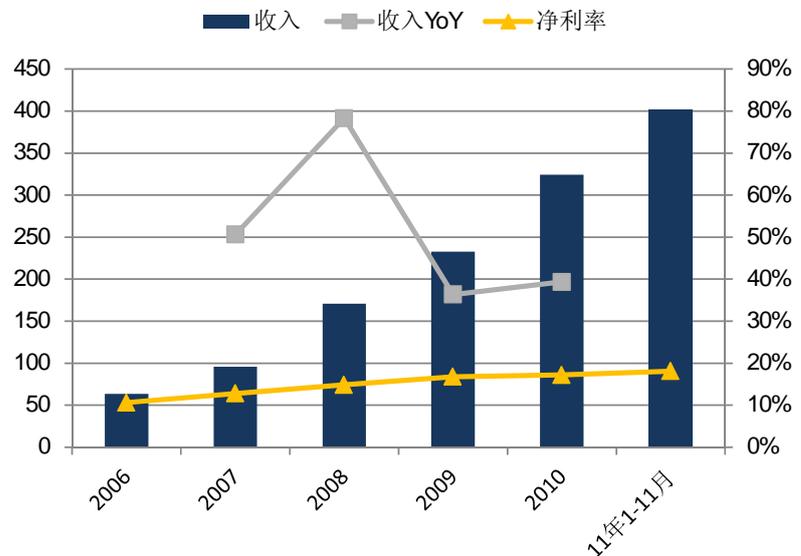


来源：国金证券研究所

图表5：车模的毛利率高于其他玩具



图表6：公司营业收入和净利率均明显增长



单位：百万元

来源：聚源数据，国金证券研究所

- 公司以出口业务为主，05 年后开发国内普及型动态车模市场，内销收入占比不断上升，目前已超过 30%。预计未来内销收入占比将继续上升。

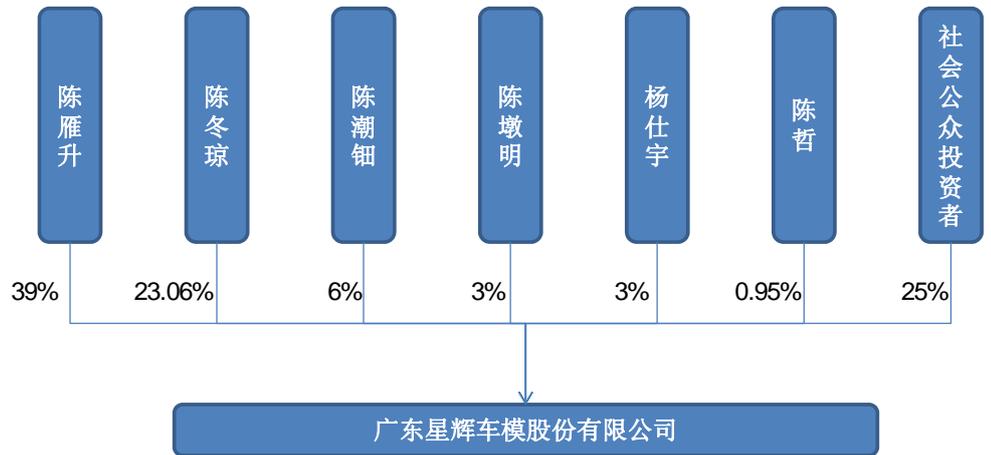
图表7: 公司内外销分产品收入结构

占营业收入比例	2006年	2007年	2008年	2010年	2011E	
内销	车模	0%	5%	13%		
	玩具车	10%	2%	2%		
	其他玩具	5%	7%	5%		
	小计	15%	14%	20%	30%	30%
外销	车模	30%	51%	57%		
	玩具车	39%	16%	16%		
	其他玩具	17%	19%	7%		
	小计	85%	86%	80%	70%	70%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	

来源: 招股书, 聚源数据, 国金证券研究所

- 公司实际控制人为陈雁升、陈冬琼夫妇, 合计持有 62.06% 股份。

图表8: 星辉车模股权结构



来源: 招股书, 国金证券研究所

- 2011 年 6 月, 公司实行了第一期股权激励, 拟向激励对象授予 340 万份股票期权, 激励对象为董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员等 74 人。本次期权采用股票期权形式, 行权价格为 15.95 元。其中, 第一个行权期的业绩考核目标已实现, 激励对象可从今年 6 月开始行权。

图表9: 公司第一期股权激励行权条件

行权期	时间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	2012. 6. 10-2013. 6. 10	35%	相比于 2010 年, 2011 年营业收入增长率不低于 33%, 2011 年净利润增长不低于 38%
第二个行权期	2013. 6. 10-2014. 6. 10	65%	相比于 2010 年, 2012 年营业收入增长率不低于 73%, 2012 年净利润增长不低于 84%

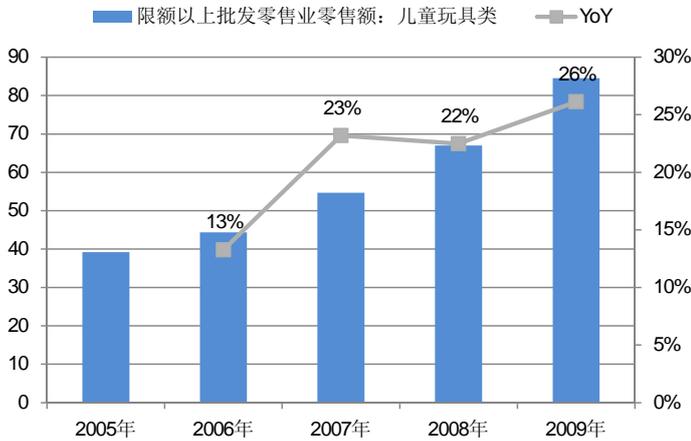
来源: 公司公告, 国金证券研究所

动态车模增速受制于行业容量, 婴童车模或成利润增长点

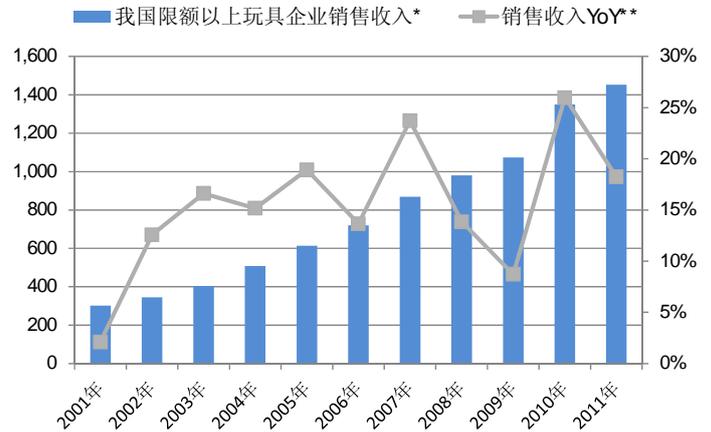
公司动态车模内销竞争力强, 但增长受制于行业容量

- 近年来，我国玩具消费市场增速远高于世界玩具消费市场增速，因此中国玩具市场占世界玩具市场的比重持续上升，预计 2011 年该比例可达 9.6%。未来该比例将继续上升。
- 近年来我国玩具市场增长迅速：2005-2009 年我国限额以上批发零售业儿童玩具类零售额年均复合增速为 21%；我国玩具行业限额以上企业销售收入近 5 年复合增速为 15.1%。

图表10：我国玩具零售市场快速增长



图表11：我国玩具企业销售收入快速增长



注 1：2010 年之前限额是 500 万元以上，2011 年开始限额为 2000 万元以上。

注 2：2010 年之前，每年统计 2、5、8、11 月，因此用 11 月累计数据/11*12 来推算全年销售收入。

来源：国金证券研究所

- NPD 集团数据显示，2008 年我国玩具消费市场规模约为 48 亿元，占全球玩具消费比重约为 6.2%。由于我国玩具消费市场增速远高于世界玩具市场增速，因此我国玩具消费市场占全球玩具消费市场的比例将上升。我们测算结果表明，2011 年我国玩具消费市场规模约为 83 亿美元，占全球玩具消费市场比例为 9.6%（图表 12）。

图表12：我国玩具市场占世界玩具市场的份额不断上升

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
世界玩具消费市场	775	803	833	863	894	924	955
YoY		3.6%	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%
中国玩具消费市场	48	58	70	83	98	114	132
YoY		21%	21%	18%	18%	16%	16%
中国%世界	6.2%	7.2%	8.4%	9.6%	11.0%	12.3%	13.8%

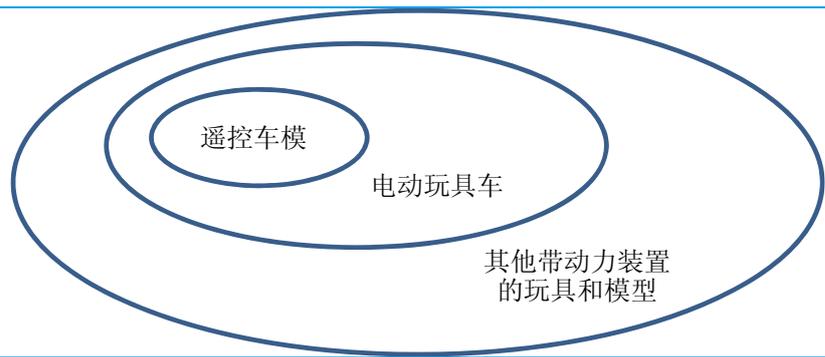
单位：亿美元

注：蓝色底数据来自 NPD，粉色底数据来自国金证券研究所预测。

来源：NPD Group，国金证券研究所

- 星辉车模 80% 的车模产品是遥控车模，因此我们重点讨论遥控车模市场。遥控车模属于电动玩具车范畴（图表 13），因此测算我国电动玩具车市场可以为测算动态车模的市场容量提供参考。根据我们测算，按照出厂价格计算的 2011 年我国电动玩具车市场规模约为人民币 14.7 亿元，未来 3 年复合增速约为 15%。

图表13: 遥控车模与电动玩具车、其他带动力装置的玩具和模型的关系



来源: 国金证券研究所

- 电动玩具车在海关分类中属于“其他带动力装置的玩具和模型”，根据广东省玩具协会提供数据，电动玩具车（不包括电动童车）在该分项中占比约为 70%，据此推算我国电动玩具车出口额约占我国玩具出口总额的 7.5%（图表 14）。

图表14: 电动玩具车出口额占我国玩具出口总额约 7.5%

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
我国玩具出口额	8484	8635	7784	10076	10826
“其他带动力装置的玩具和模型”出口额	914	903	809	1087	1192
其中：电动玩具车占比	70%	70%	70%	70%	70%
电动玩具车出口额%我国玩具出口额	7.5%	7.3%	7.3%	7.6%	7.7%

单位：百万美元

来源：中国海关，广东省玩具协会，国金证券研究所

- 考虑到我国生产的玩具占全球玩具销量的 70%，我国玩具出口结构基本可以反映全球玩具消费结构，因此我们假设在全球玩具消费结构中，电动玩具车占比约为 7.5%。由于电动玩具车在全球领域内已是成熟的玩具品类，因此我们认为该比例已较稳定。
- 在我国，由于电子玩具不如欧美发达，因此预计电动玩具车的消费份额略高于世界玩具车的消费份额，但未来可能随着我国电子玩具的发展而逐步下降。
- 由此我们测算全球和我国电动玩具车市场容量：2011 年我国电动玩具车终端市场容量为 6.8 亿美元，按照 2011 年人民币兑美元平均汇率 6.46 元/美元折算为人民币 44 亿元，再按照“出厂价：终端价=1：3”折算为按出厂价计算的市场容量，为 14.7 亿元。未来，我国电动玩具车行业复合增速约为 15%。

图表15: 世界和我国电动玩具车市场容量测算（按终端价计算）

	2008年	2009年E	2010年E	2011年E	2012年E	2013年E	2014年E
中国玩具消费市场	48	58	70	83	98	114	132
中国电动玩具车市场/中国玩具电动车	8.5%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%
中国电动玩具车市场容量	4.1	4.9	5.8	6.8	7.9	9.1	10.4
中国电动玩具车市场 YoY		19.6%	19.6%	16.6%	16.6%	14.6%	14.6%

单位：亿美元

来源：国金证券研究所

- 需说明的是，除了遥控车模，电动玩具车还包括普通电动玩具车、动漫衍生电动车等非车模电动玩具车。在过去的 2-3 年间，适合大众消费的中档遥控车模被引入国内，对普通电动玩具车形成替代，这是公司内销规模迅速增长的一个重要原因。目前，我国遥控车模占电动玩具车比例为三成左右，未来进一步上升的空间比较有限。
- 在电动玩具车领域，公司的国内外竞争对手有美国佳达（Jada）、香港新明（NewBright）、香港美嘉欣、广东信强、广东环奇等品牌。而公司在内销市场的竞争力较强，表现在授权品牌多、款式丰富、电子渠道铺设完善（图表 16），品牌影响力强（图表 17，“星辉”是淘宝网上品牌关注度最高的驱动/遥控模型品牌）。

图表16：公司在内销市场的竞争力较强

品牌	主营产品介绍	销售区域	授权品牌	价格	不同电商该品牌电动玩具车数量			分析
					当当网	京东商城	卓越亚马逊	
 美国佳达	生产车模	美国、澳洲、东亚、欧洲		20-90元	0	0	0	美国本土车模品牌，在北美竞争力强，尚未进入国内市场
 香港新明	生产遥控车模	北美为主	21个	200-1000元	0	0	0	以出口北美为主，竞争力较强，尚未进入国内市场
 香港银辉	动漫玩具、婴童玩具、智能玩具、遥控飞机等，遥控车较少	出口及内销	少	100-500元	19	27	0	遥控车非公司主要产品，款式少，竞争力较弱
 香港美嘉欣	生产遥控飞机、遥控车等遥控玩具，以遥控飞机为主	以出口为主，内销占比低	6个	100-400元	6	18	19	遥控车非公司主要产品，授权品牌和款式较少，竞争力较弱
 广东环奇	遥控飞机/车/船/坦克等，其中遥控车以音乐车、越野车、赛车为主，车模较少	出口及内销	少	100-400元	14	12	55	动漫概念车与遥控车模间存在竞争关系，根据淘宝品牌指数显示，公司产品有一定竞争力
 广东信强	遥控车模/坦克，以遥控车模为主	出口及内销	5个	100-400元	0	62	2	公司的授权品牌数量和款式较少，规模较小，竞争力较弱
 星辉车模	遥控车模、普及型静态车模、婴童电动车模、婴儿学步车	出口以欧洲、亚洲为主，内销规模较大	26个	100-300元	61	185	69	公司的授权品牌数、款式最丰富，内销网络渠道铺设完善，规模大，品牌影响力强，竞争力强

来源：公司网站，网络资料，国金证券研究所

图表17：淘宝网上“星辉”是关注指数最高的驱动/遥控模型品牌

	品牌	关注指数
No.1	星辉	279
No.2	环奇	98
No.3	Tomy/多美	88
No.4	奥迪双钻	77
No.5	汇乐	27
No.6	双鹰	19
No.7	Attop/雅得	10

来源：淘宝网，国金证券研究所

- 公司在电动玩具车内销市场的份额快速提高，2011 年已达 8.9%。凭借内销竞争优势，预计公司未来市场份额仍可继续上升，但速度将减慢。

图表18: 公司在我国电动玩具车市场的份额迅速提高

	2008年	2009年	2010年	2011年E
公司遥控车模内销收入	0.22	0.40	0.83	1.30
中国电动玩具车市场容量（按出厂价计）	9.5	11.1	13.2	14.7
公司遥控车模内销%中国电动玩具车	2.3%	3.6%	6.3%	8.9%

单位：亿元

来源：公司年报，国金证券研究所

中档婴童电动车模市场存在空白，公司具有竞争优势

- 婴童车模是指获得汽车厂商授权、按照真车等比例缩小、适合婴童使用的车模，包括婴童学步车、婴童电动车模等，兼具童车和车模的属性。公司计划建设婴童电动用车产能 56 万套，婴童学步车产能 38 万套；另外还以 OEM 模式生产儿童安全座椅，丰富产品线。

图表19: 星辉车模 1: 4 婴童电动车模

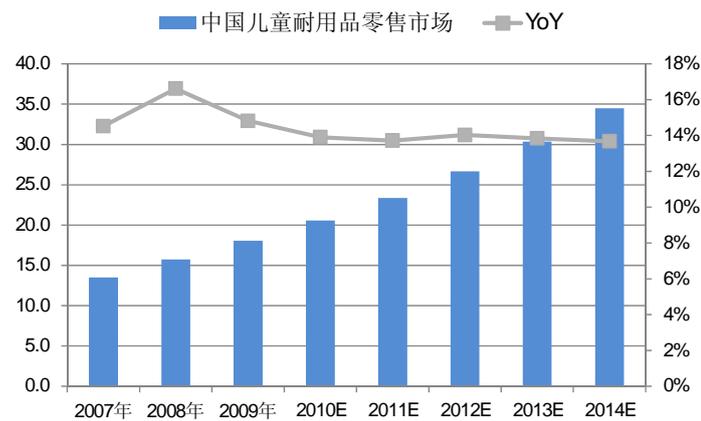


来源：公司官方淘宝店，国金证券研究所

- 根据弗若斯特沙利文报告数据，2009 年中国儿童耐用品零售市场规模为 18.1 亿美元，五年复合增速为 14.8%，预计未来中国儿童耐用品市场仍将以此速度增长，2014 年达到 34.5 亿美元。2009 年我国电动玩具车占全部儿童耐用品零售市场比例为 10.1%，对应零售市场规模为 1.83 亿美元。预计我国电动玩具车市场 2010 年至 2014 年复合增速为 11.1%，对应 2014 年市场容量为 3.1 亿美元，折合人民币约 20 亿元。

图表20: 我国儿童耐用品市场以 14%复合增速成长

图表21: 我国儿童耐用品市场结构及增速



	2009年 市场规模	2010年- 2014年 复合增速	2014年 市场规模
婴儿推车	2.36	12%	4.24
儿童汽车安全座	0.13	31%	0.49
婴儿床	4.31	16%	9.14
自行车及三轮车	3.97	13%	7.45
电动玩具车	1.82	11%	3.09
其他	5.43	13%	10.01

单位: 亿美元

单位: 亿美元

来源: 弗若斯特沙利文报告, 国金证券研究所

- 我国内资企业中仅“好孩子”获得了奔驰和 Mini Copper 两个品牌的婴童电动车模授权, 而外资品牌 Toys Toys 的售价过高, 因此中档婴童电动车模市场尚存在空白, 公司有望凭借车模品牌影响力、真车品牌授权资源、对玩具行业的深刻理解等优势丰富款式、提高婴童电动车模的性价比, 从而提升竞争力, 获得较好发展前景。
- 我国婴童学步车市场上的著名品牌有“好孩子”、“小天使”、“Combi”、“APRICA”等, 均有 20 年以上历史。由于家长选购婴儿学步车时更注重产品的功能性和安全性, 公司在婴童相关领域的知识、技术和品牌积累与专业婴童用品商相比有一定劣势, 且难以用真车品牌形象来弥补, 因此竞争力较弱。

图表22: 知名童车企业比较——公司的电动玩具车竞争力较强, 学步车竞争力较弱

品牌	所属国家	创办时间	主营产品	价格	汽车品牌授权	电动车款式	分析
好孩子	中国	1989年	婴儿推车、儿童汽车安全座、婴儿床、自行车、三轮车等	学步车200-500元, 电动车1500-3000元	已获得奔驰和Mini Copper的婴童电动车模授权	丰富, 但车模款式较少	品牌知名度高, 电动玩具车的款式丰富, 竞争力较强
Toys Toys	意大利	1978年	婴童电动车模	8000-12000元	获得16个品牌授权	丰富	品牌知名度高, 款式和授权品牌数量丰富, 但价格高, 和星辉没有直接竞争
小天使	中国香港	1988年	伞车、推车、安全座椅、学步车、餐椅系列、木床等	学步车价格约300元, 无电动玩具车	无	较少	专注推车、学步车制造, 品牌知名度较高, 竞争力强; 不涉足电动玩具车产品
Combi 康贝	日本	1968年	推车、餐椅摇椅、安全汽座、学步童车、喂奶用品、婴儿服饰等	乘用玩具车价格约为400元左右	无	较少	专注婴童日用品制造, 品牌知名度较高, 竞争力强; 在乘用玩具车领域竞争力较弱
Aprica 阿普丽卡	日本	1947年	婴童汽车安全座椅、婴幼儿手推车、婴儿生活用品	无玩具车参考价格	无	无	专注婴童日用品制造, 品牌知名度较高, 竞争力强; 不涉足电动玩具车产品
星辉车模	中国	2000年	遥控车模、普及型静态车模、婴童电动车模、婴儿学步车	婴童电动车模价格约为1000元左右	已获得奔驰、沃尔沃和兰博基尼的婴童电动车模授权, 未来有望获得更多婴童车模授权	目前较少	在电动玩具车领域, 公司可凭借车模品牌影响力、真车授权资源优势提高竞争力; 在学步车领域, 公司的婴童专业知识较薄弱, 品牌知名度低, 竞争力较弱

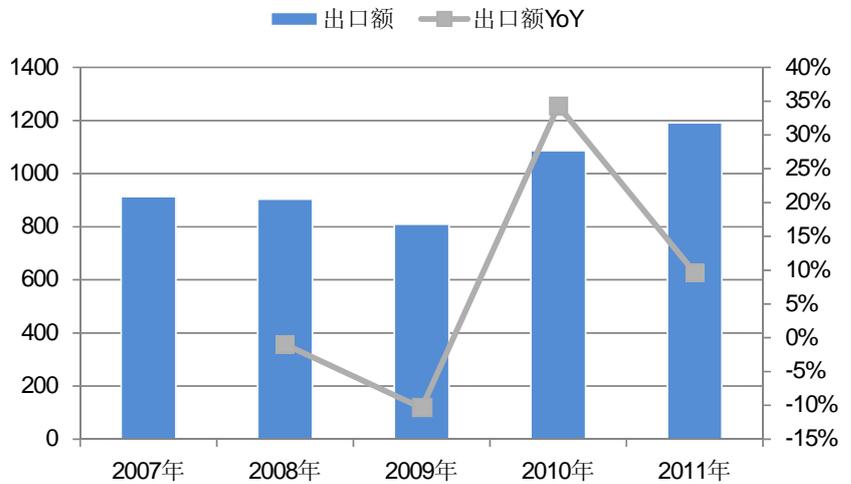
来源: 根据网络资料整理, 国金证券研究所

- 除了婴童车模，公司还在建设收藏型车模生产基地，计划于 2013 年投产，产能将达 70 万台。我们认为，收藏型静态车模的品牌壁垒高、技术要求高，竞争对手以国际品牌企业为主。其中日本的京商（Kyosho）、德国的奥拓（Autoart）技术领先，产品细节逼真，已经奠定高端品牌地位；香港的美驰图（Maisto）、意大利的比美高（Bburago）、德国的迷你切（Minichamps）等已具较高品牌知名度，单价约 100-300 元，公司难以获得明显的价格优势。因此，我们认为公司需要经历一段品牌培育期，预计该项目贡献利润较慢。

出口市场：公司有望获得 15% 的增长

- 2011 年，我国“其他带动力装置的玩具及模型”出口额增速为 9.6%（图表 23，预计 12 年仍将维持较低增速。根据公司出口额估算，2011 年公司在我国出口市场中所占份额约 3.5%，同比提高 0.9 个百分点。

图表23：我国“其他带动力装置的玩具及模型”出口额及增速

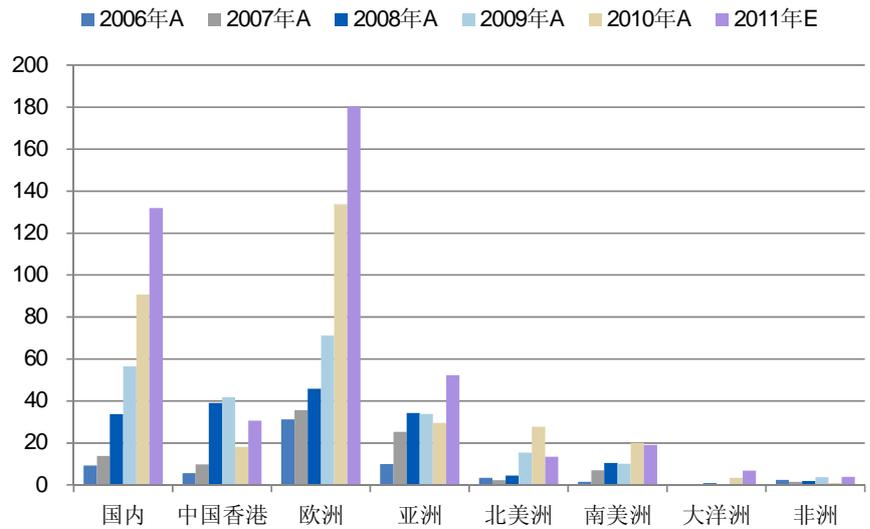


单位：百万美元

来源：中国玩具协会，国金证券研究所

- 公司出口以欧洲为主，过去数年间发展稳健，根据公司披露的 11 年 1-11 月审计报告测算，公司 11 年车模出口增速仍高达 40%，印证了公司的出口竞争力强。
 - 根据公司地区出口额分析，欧洲市场已经逐渐成熟，预计未来增速将降至 10% 左右；但其他地区仍有拓展空间，预计未来可达到 20% 增速；合计出口增速约 15% 左右。

图表24: 公司分地区出口额: 欧洲步入成熟, 其他市场有待开发



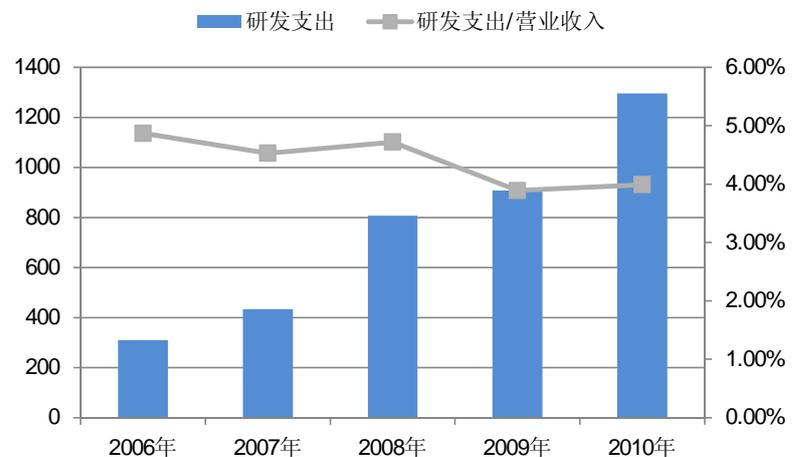
来源: 聚源数据, 国金证券研究所

专业性和授权品牌粘性维护公司市场地位

专业性增强公司竞争力

- 车模是一种比较精细的玩具, 玩家对车模的制作水平有充分的识别力, 这种识别带来的玩耍体验会直接影响到购买选择。因此, 在资源有限的前提下, 专业车模公司能够投入更多资源在细节设计上, 吸引更多消费者。
- 其次, 专业车模商的研发能力更强, 一方面有助于获得原厂的授权, 另一方面也加快了新款推出速度。星辉车模的研发实力更是业内翘楚。
 - 公司研制车模样品仅需 4 个月, 完成样板后实现量产仅需 15 天, 显著快于行业平均研发速度 8-12 个月。截至 2010 年, 公司拥有 196 名技术人员, 占公司员工总数的 16%, 每年投入研发费用占营业收入比重约 4% (图表 18)。
- 第三, 专业车模厂商具有规模优势, 成本更低。

图表25: 公司历年研发支出与占营业收入比重



单位: 万元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

汽车品牌授权粘性维护公司市场地位

- 星辉车模是我国获得品牌授权数最多的车模企业，迄今已获得 26 个汽车品牌、200 多款车型的授权，基本涵盖了主流汽车品牌。丰沛的品牌授权资源保障了公司车模款式多，市场竞争力强。
- 特别，星辉获得德国宝马汽车公司授予的长达 6 年的遥控车模、塑料玩具的全球独占性可转授授权，充分表明了宝马汽车公司对星辉的信任，也印证了公司在遥控车模领域的领先地位。作为回报的一部分，星辉需要帮助宝马公司进行维权。
- 一般而言，汽车厂商授权不是独家授权，但玩具企业要获取授权仍需一定资质。对于汽车厂商来说，车模授权的收入并不会对公司收入产生重要影响，但如果管理不当发生侵权，对汽车品牌带来的伤害却很大，因此他们不愿轻易更换已经合作较久、具有信任基础的厂商。这对新进入者将是一道壁垒。预计公司有望继续保持充足的汽车品牌授权资源。

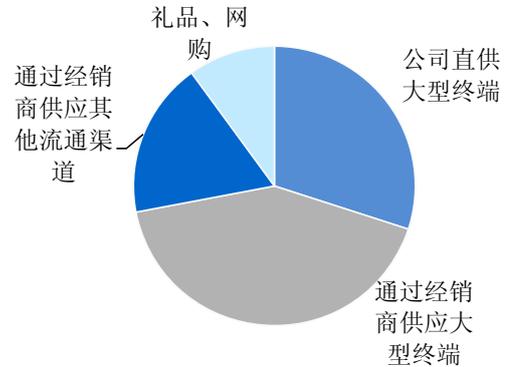
公司的内销渠道还可加强

- 公司对内外销采取不同推广方式和销售渠道，拥有经销商及客户 400 多家，约有六成收入来自经销商。按终端类型分，公司的渠道结构以商超、玩具专卖店等大型终端为主，合计占比达 70%以上；礼品网购占比约 10%，其他渠道占比约 18%。
- 公司在全国共有 800 多个终端网点，我们估算单店收入约 15 万元（对应约 45 万元终端销售收入）。考虑到我国有 333 个地级市，终端网点的密度尚低，还有提升的空间。

图表26：公司内外销渠道示例

分类	示例	
国外渠道	境外代理商	MONDO、TNG、ARTEC
	商场、超市	TESCO、JUMBO
	玩具专卖店	玩具反斗城
	礼品	汽车原厂商
国内渠道	经销商	进入沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐购、麦德龙等超市
	商超直销	物美、联华、丹尼斯
	新兴渠道	汽车 4S 店、新华书店

图表27：公司渠道结构

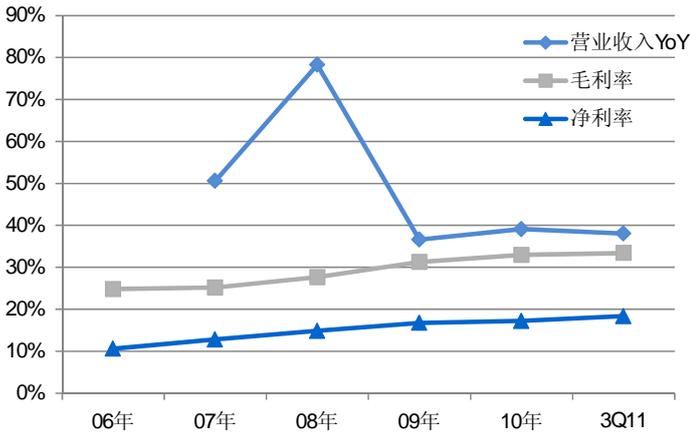


来源：招股书，国金证券研究所

公司的盈利和运营能力较好

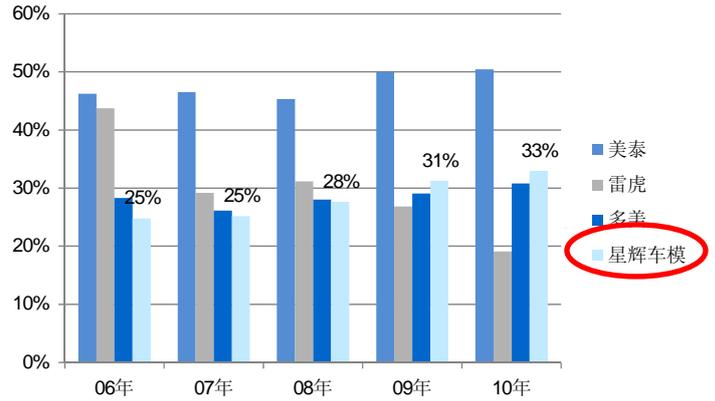
- 公司盈利能力较强，收入增速快，毛利率随着车模占比提高而不断上升，已达到国际公司水平，带动净利率水平上升（图表 28、29）。
- 近年来，公司的销售费用率已随内销比重上升而上升，但公司的营业费用率（管理费用率+销售费用率）仍低于国际企业。预计未来将继续提高，可能会降低净利率水平（图表 30、31）。
- 公司运营能力较好，存货周转速度达到行业平均水平，应收账款周转天数低于行业水平，经营性现金流增长较快（图表 32、33）。

图表28: 公司盈利能力增强

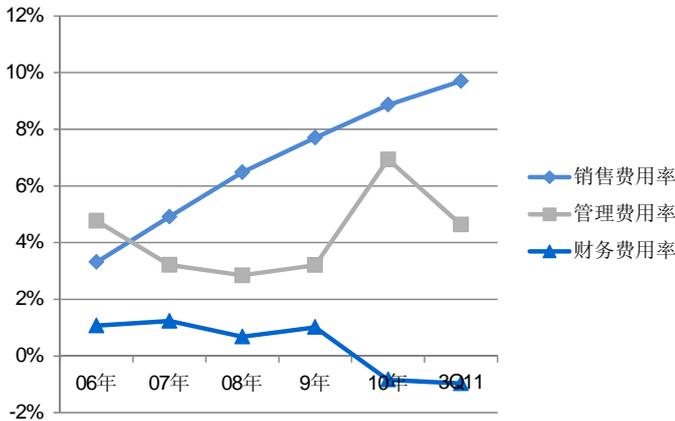


来源: 聚源数据, Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 公司毛利率已达到国际公司水平

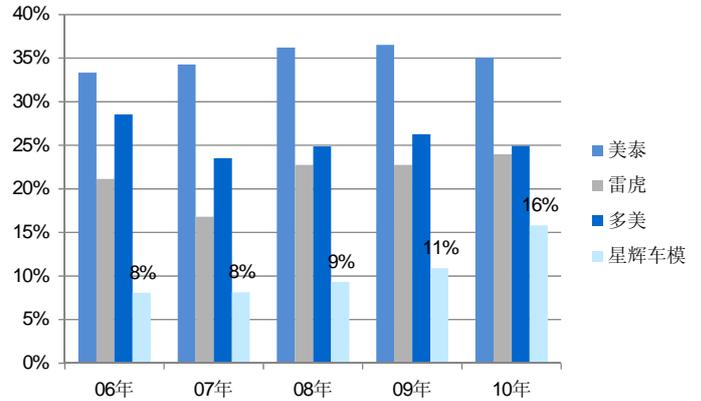


图表30: 公司销售费用率随内销比重上升而上升

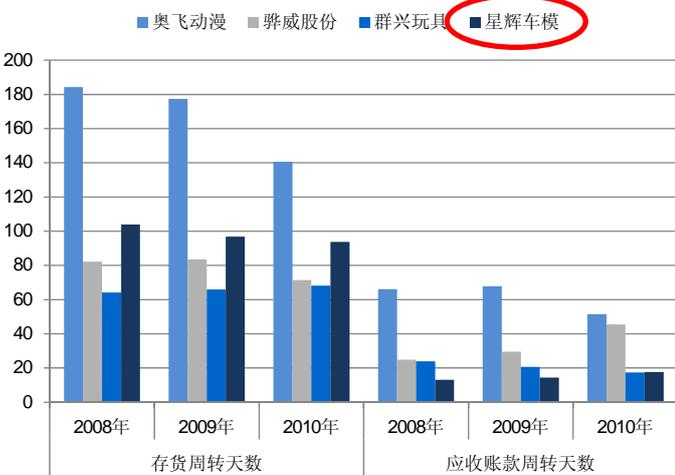


来源: 聚源数据, Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 公司的营业费用率仍低于国际公司水平

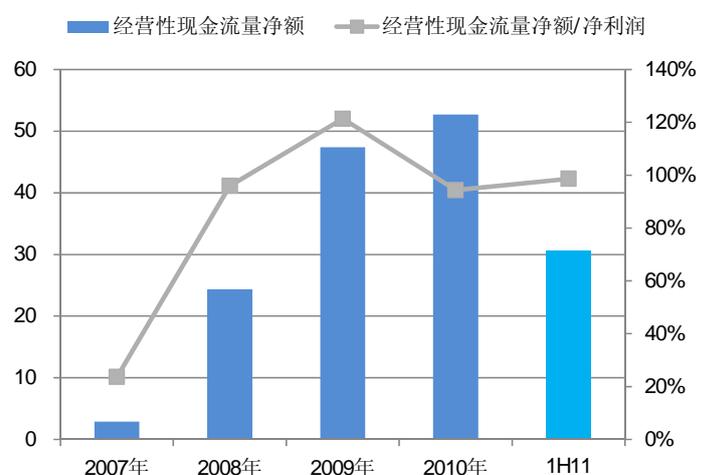


图表32: 公司运营能力较强



来源: 聚源数据, Wind, 国金证券研究所

图表33: 公司现金流状况较好

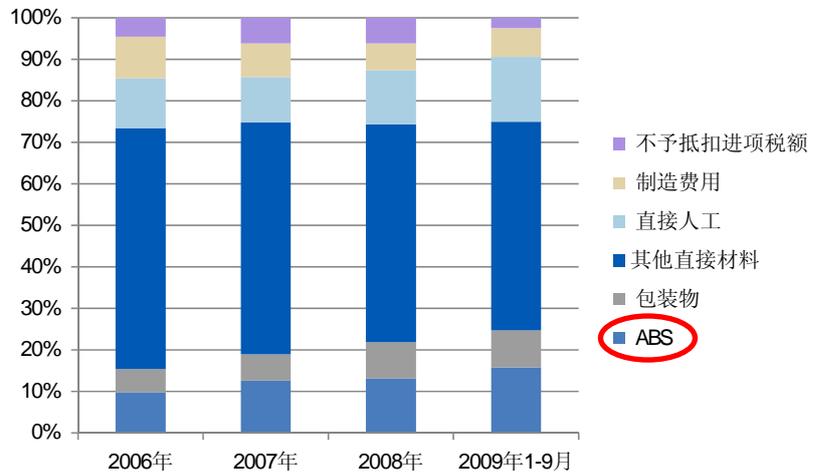


收购汕头 SK 不改车模主业地位

星辉车模收购上游企业不改车模主业地位

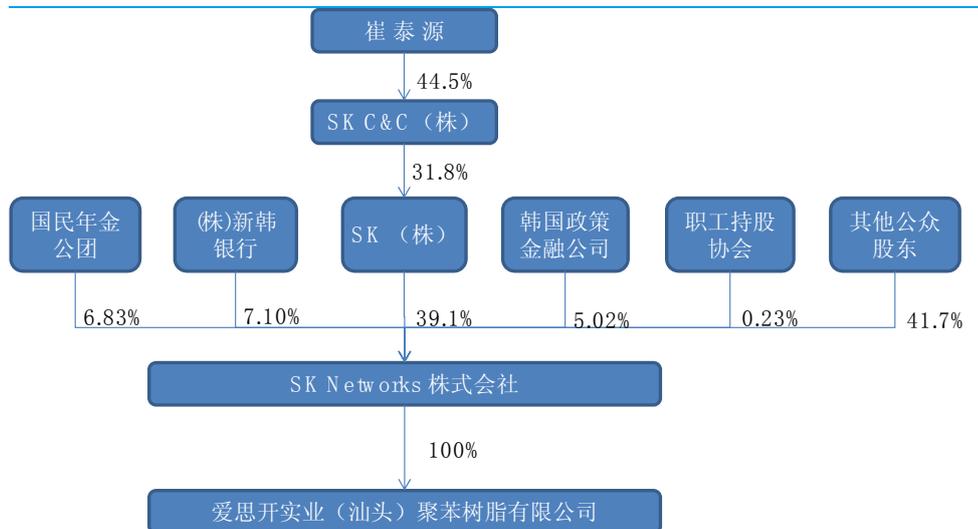
- 星辉车模拟以 2.16 亿元收购持有的汕头 SK 67.4% 股权。我们认为，公司收购汕头 SK 主要是为了控制上游原材料，不改车模的主业地位：
 - 合成树脂占星辉车模原材料的比重超过 30%，原材料成本占主营业务成本 70%，因此合成树脂占星辉车模主营业务成本的比重约为 21%（图表 34）。公司控制上游资源可以有效减缓原材料价格上涨的冲击，平滑业绩波动。
 - 汕头 SK 是潮汕地区最大的塑料供应商，是珠三角地区的重要原料供应商，下游客户中包括群兴玩具等大型玩具厂。公司可以通过控股汕头 SK 提高对市场信息和产业链变动的敏感度。
 - 得益于产业集群优势，汕头 SK 的开工率保持在 90% 以上，运营状况较好，但是吨毛利因原油价格上涨而下降。我们认为，汕头 SK 的净利润可在经历恢复性增长后保持稳定。

图表34：星辉车模玩具业务的成本结构



来源：招股书，国金证券研究所

图表35：汕头 SK 股权结构

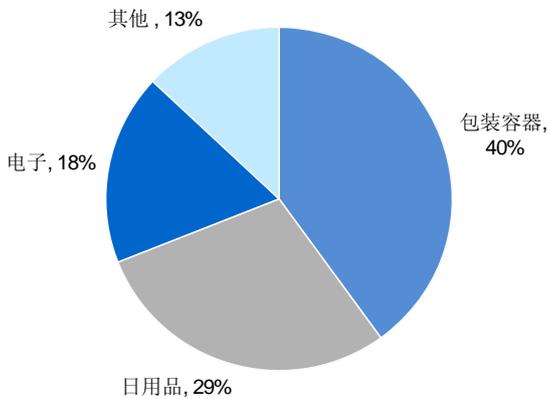


来源：公司公告，国金证券研究所

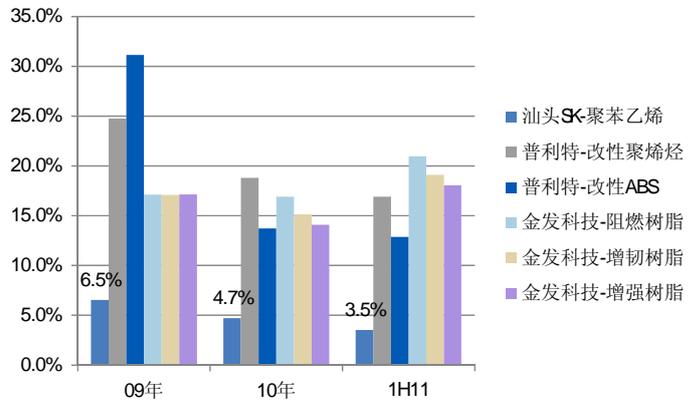
聚苯乙烯 (PS) 行业: 供需基本平衡, 毛利率可能下降

- 汕头 SK 的主要产品是 GPPS 和 HIPS。这两种塑料同属于聚苯乙烯 (PS)，广泛应用于玩具、家用电器和日用品 (图表 36)。其中，在 GPPS 基础上改性的 HIPS 保留了 GPPS 易成型、易着色特点，提高了抗冲击性和韧性，适合生产各种玩具。
- GPPS 和 HIPS 均属于较简单的塑料品种，行业集中度低，毛利率水平较低 (图表 37)。未来 PS 行业的毛利率可能下降：
 - 据国家信息中心数据，2011-2015 年，我国聚苯乙烯 (PS) 的供需趋于平衡 (图表 38)，因此预计未来 PS 的价格将呈稳中有降的趋势。
 - 聚苯乙烯 (PS) 的原材料中 90% 以上是苯乙烯 (SM)，其价格主要受到原油价格影响。据国家信息中心预测，未来 5 年我国苯乙烯产量复合增速约为 6%，增速较慢 (图表 40)，因此预计未来 SM 的价格呈上升趋势。

图表36: 聚苯乙烯 (PS) 行业需求结构

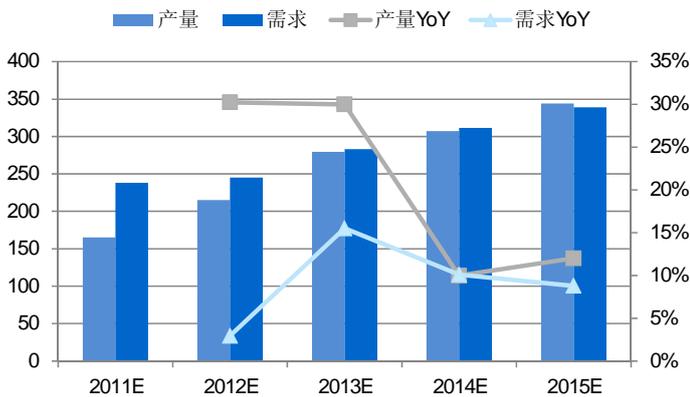


图表37: 汕头 SK 聚苯乙烯业务的毛利率较低



来源: 国家信息中心, 公司年报, 国金证券研究所

图表38: 我国 PS 行业供给与需求预测



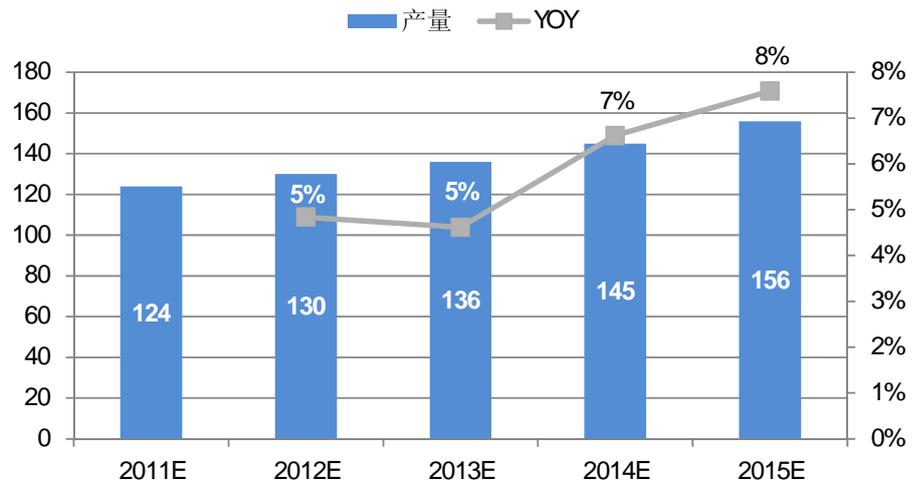
图表39: 我国华南地区 GPPS 和 HIPS 价格



单位: 元/吨

来源: 国家信息中心, 百川资讯, 国金证券研究所

图表40: 2011-2015年我国苯乙烯产量预测



单位: 万吨

来源: 国家信息中心, 国金证券研究所

汕头 SK 净利润将获得恢复性增长

- 汕头 SK 是国内主要的 PS 生产商之一, 拥有 2 条 GPPS、1 条 HIPS 生产线, 年产能达 15 万吨。
- 影响汕头 SK 净利润的因素主要是开工率和吨毛利, 而费用额较低且稳定 (图表 41)。
 - 公司地处我国玩具企业聚集的汕头地区, 是当地最重要的塑料企业。得益于当地需求, 公司保持着 90% 以上的开工率, 高于行业平均开工率水平 70%。
 - 公司吨毛利水平因为不能完全转嫁成本上升而受到石油价格影响。近年来, 公司的吨毛利水平随着原油价格上涨而下降。

图表41: 汕头 SK 的产能利用率高, 吨毛利在下降

	09 年	10 年	11 年 1-11 月
营业收入	1049	1598	1627
其中: 聚苯乙烯收入	1048	1319	1295
销量	14.1	14.2	12.5
产能利用率	94%	94%	90%
聚苯乙烯吨毛利 (元/吨)	483	439	368
销售费用	13	16	12
管理费用	17	16	18
净利润	25	27	16

单位: 百万元, 万吨

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 未来汕头 SK 将获得恢复性的净利润增长, 之后有望保持稳定:
 - 公司在 2010 年和 2011 年收入从事了原材料苯乙烯贸易, 因此收入增长快、毛利率下降。但是由于该项业务 11 年亏损, 导致公司 11 年净利润较低。公司将从 12 年开始停止该业务。

- 预计未来，汕头 SK 仍将维持高开工率，毛利率有望随着公司专注主营业务、提高高毛利率的 HIPS 销售占比而呈回升的态势，从而获得恢复性的净利润增长。之后可望保持稳定。
- 汕头 SK 执行款到发货的销售政策，存货和应收账款周转快，运营情况较好。

图表42: 公司运营指标优于行业水平

	2009年	2010年	11年1-11月
存货周转率-汕头 SK	22.9	24.8	17.6
应收账款周转率-汕头 SK	230	40	36
应收账款周转率-行业	11.1	11.3	
总资产周转率-汕头 SK	1.88	2.33	1.83
总资产周转率-行业	1.16	1.19	

来源：公司公告，华通人，国金证券研究所

风险提示

- 车模出口市场下滑严重的风险。
- 内销市场增速低于预期。
- 婴童电动车模销售低于预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	171	233	325	444	592	747	货币资金	7	14	376	314	278	356
增长率		36.6%	39.1%	36.9%	33.3%	26.1%	应收款项	8	14	25	29	39	49
主营业务成本	-124	-160	-218	-295	-391	-489	存货	39	47	66	74	99	123
%销售收入	72.4%	68.7%	67.0%	66.3%	66.0%	65.5%	其他流动资产	25	4	10	12	15	18
毛利	47	73	107	149	201	258	流动资产	78	79	477	429	430	546
%销售收入	27.6%	31.3%	33.0%	33.7%	34.0%	34.5%	%总资产	67.3%	48.3%	63.7%	51.2%	44.8%	49.2%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-4	-5	-6	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	35	58	208	351	476	516
营业费用	-11	-18	-29	-44	-60	-82	%总资产	30.6%	35.3%	27.8%	41.8%	49.7%	46.4%
%销售收入	6.5%	7.7%	8.9%	10.0%	10.2%	11.0%	无形资产	2	27	63	55	51	47
管理费用	-5	-7	-23	-22	-24	-25	非流动资产	38	85	272	409	529	564
%销售收入	2.8%	3.2%	6.9%	5.0%	4.1%	3.4%	%总资产	32.7%	51.7%	36.3%	48.8%	55.2%	50.8%
息税前利润 (EBIT)	30	46	54	79	112	144	资产总计	116	164	749	838	960	1,110
%销售收入	17.6%	19.8%	16.6%	17.9%	18.9%	19.3%	短期借款	29	30	1	0	0	0
财务费用	-1	-2	3	3	3	3	应付款项	14	18	33	39	52	65
%销售收入	0.7%	1.0%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	6	7	10	14	19	23
资产减值损失	0	-1	-1	0	-1	-1	流动负债	48	55	44	53	71	89
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0	长期贷款	0	8	7	7	7	8
投资收益	0	0	2	10	5	5	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	2.4%	10.5%	4.1%	3.2%	负债	48	63	52	60	78	97
营业利润	29	43	62	92	119	151	普通股股东权益	67	101	697	778	882	1,014
营业利润率	16.9%	18.6%	19.0%	20.8%	20.1%	20.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	4	2	3	4	负债股东权益合计	116	164	749	838	960	1,110
税前利润	29	45	65	95	122	155	比率分析						
利润率	17.1%	19.4%	20.1%	21.4%	20.6%	20.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-4	-6	-9	-14	-18	-24	每股指标						
所得税率	12.9%	13.8%	14.3%	14.5%	15.0%	15.3%	每股收益	0.641	0.987	0.705	0.512	0.655	0.832
净利润	25	39	56	81	104	132	每股净资产	1.698	2.558	8.797	4.913	5.568	6.399
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.615	1.197	0.665	0.476	0.632	0.858
归属于母公司的净利润	25	39	56	81	104	132	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	14.9%	16.7%	17.2%	18.3%	17.5%	17.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	37.75%	38.56%	8.02%	10.43%	11.77%	13.00%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	21.96%	23.78%	7.46%	9.68%	10.81%	11.86%
净利润	25	39	56	81	104	132	投入资本收益率	27.24%	28.55%	6.56%	8.63%	10.71%	11.97%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	3	6	10	15	24	33	主营业务收入增长率	78.29%	36.60%	39.10%	36.90%	33.31%	26.13%
非经营收益	1	2	-4	-13	-8	-8	EBIT增长率	88.38%	53.56%	16.62%	47.03%	41.30%	28.74%
营运资金变动	-5	0	-10	-8	-20	-21	净利润增长率	106.95%	53.90%	42.95%	45.27%	27.92%	26.96%
经营活动现金净流	24	47	52	75	100	136	总资产增长率	48.24%	42.09%	355.71%	12.00%	14.46%	15.71%
资本开支	-25	-36	-195	-149	-140	-63	资产管理能力						
投资	0	0	0	3	0	0	应收账款周转天数	14.1	15.4	19.0	20.0	20.0	20.0
其他	0	0	2	10	5	5	存货周转天数	105.9	98.9	96.1	93.0	93.0	93.0
投资活动现金净流	-25	-36	-193	-137	-135	-58	应付账款周转天数	23.6	28.8	31.9	32.0	32.0	32.0
股权募资	0	0	563	0	0	0	固定资产周转天数	74.1	87.0	131.6	173.9	242.2	251.5
债权募资	19	9	-30	-1	0	1	偿债能力						
其他	-15	-13	-29	0	0	-1	净负债/股东权益	33.29%	24.22%	-53.57%	-39.59%	-30.87%	-34.45%
筹资活动现金净流	4	-4	503	-1	0	0	EBIT利息保障倍数	25.9	19.5	-19.8	-24.0	-40.4	-48.6
现金净流量	4	7	362	-62	-36	78	资产负债率	41.83%	38.32%	6.92%	7.18%	8.10%	8.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	3	6
买入	1	1	5	5	7
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.75	1.76	1.71

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B