

星辉车模 (300043.SZ)

文化用品与娱乐行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

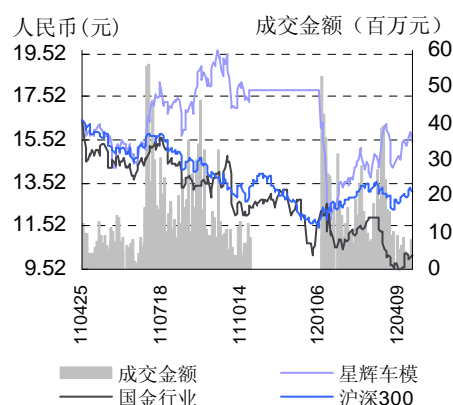
市价(人民币): 15.41元

1Q12 净利润稳定增长, 全年开局良好

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)	2,440.94
年内股价最高最低(元)	19.66/11.84
沪深 300 指数	2901.22



相关报告

1. 《动态车模增长良好, 婴童车模可期待》, 2012.3.13
2. 《婴童车模帮助拓展成长空间》, 2012.3.7

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

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.410	1.024	0.655	0.832	1.044
每股净资产(元)	8.80	4.82	5.49	6.32	7.36
每股经营性现金流(元)	0.67	0.64	0.54	0.86	1.08
市盈率(倍)	N/A	35.83	23.54	18.53	14.77
行业优化市盈率(倍)	146.13	121.09	84.74	84.74	84.74
净利润增长率(%)	42.95%	45.25%	27.82%	27.06%	25.48%
净资产收益率(%)	8.02%	10.62%	11.92%	13.16%	14.17%
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

业绩简评

- 星辉车模 1Q12 实现营业收入 1.05 亿元, 同比增长 29.5%; 净利润 1613 万元, 同比增长 35%, 小幅超预期。

经营分析

- 一季度收入快速增长为全年打开良好开局: 1Q12 公司内销增速为 27.7%, 出口增速为 30.6%, 其中对欧洲和对新兴市场的出口增速基本相同, 均高于行业水平(图表 2), 显示了较强的出口竞争力。特别是公司在经济不振的欧洲市场能够实现高速增长, 殊为不易。婴童车模贡献收入尚小, 主要是受到产能和调试的影响, 但我们仍看好该产品的前景。
- 效率提高和成本管控提升公司毛利率: 一季度公司依靠提升生产效率和加强管理, 令毛利率在成本没有明显下降的情况下同比提高 1.53 个百分点(图表 3、4), 达 33.6%。虽然未来随着在建工程转为固定资产带来折旧提高, 但我们看好公司的成本控制能力, 相信未来毛利率不会大幅下滑。
- 新渠道及终端品牌形象建设提高公司竞争力: 除了传统的商超、经销商、玩具连锁外, 公司开发新渠道——加油站, 并与中油 BP(截止 2008 年有 363 家便利店, 主要分布于广东)、昆仑好客(全国超过 1 万家)、中石化 BP(截止 2011 年有 400 多家加油站, 主要分布于浙江)等合作, 便于精准锁定目标消费者, 有望扩大公司的消费人群(从孩子拓展至成人), 长期看有助于推动公司收入增长, 短期内可能提高销售费用率。
- 应收账款周转放慢, 可以理解: 1 季度公司应收账款周转较慢, 导致经营性现金流减少。但是, 考虑到对玩具商来说, 一季度的订单对全年影响重大, 因此公司适当放宽信用可以理解。

盈利调整和投资建议

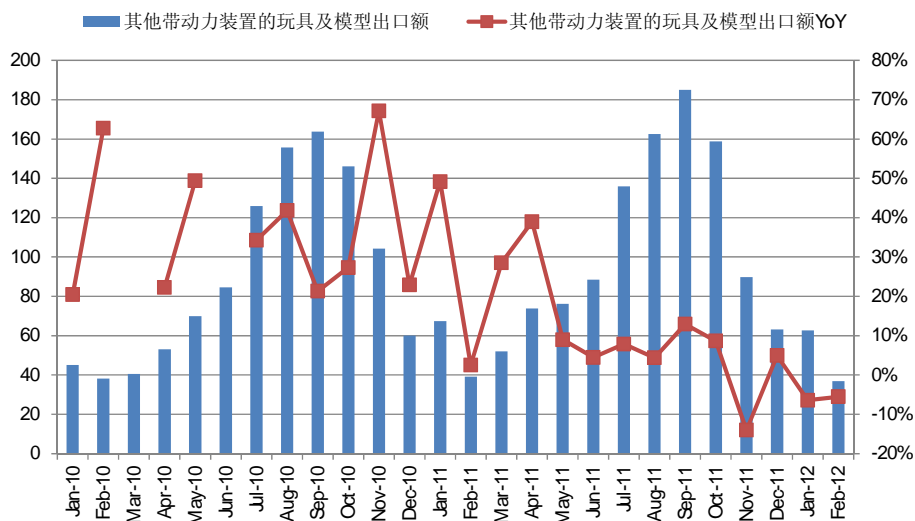
- 维持盈利预测: 玩具业务 12-14 年净利润为 1.04、1.32 和 1.65 亿元, 增速分别为 28%、27%、25%, 参考可比公司估值和成长性给予公司 24-26 × 12PE, 对应市值 24.9-27.0 亿元; 化工业务按照利润承诺预测 12-14 年净利润为 0.28、0.34 和 0.41 亿元, 参考可比公司估值给予 10 × 12PE, 对应汕头 SK 的 67.4% 股权对应市值为 1.89 亿元。合计市值为 26.8-28.8 亿元, 目前市值为 24.4 亿元, 存在 10-18% 上涨空间, 维持买入评级。
- 风险提示: 婴童车模发展低于预期。

图表1: 利润表分析及点评

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q1	1Q12 同比	1Q12 环比	点评
单季收入及增速	营业收入(百万元)	81	105	140	118	105	29.5%	-11%	内销增长 27.7%，出口增长 30.6%，其中对欧洲和新兴市场的出口增速基本相同。一季度是全年淡季，环比下降属正常。
	收入 YoY	62%	34%	30%	34%	29%			
利润表结构百分比	毛利率	32.1%	32.3%	35.0%	35.1%	33.6%	1.53	-1.01	原材料成本虽无明显下降，依靠效率提升和成本管控提升毛利率
	-销售费用率	11.4%	8.6%	9.6%	10.3%	10.7%	-0.72	-1.00	环比上升是因为海外展会多集中在一季度，正常。
	毛利率-费用率	20.7%	23.7%	25.4%	24.8%	22.9%	2.25	-1.02	
	-管理费用率	4.4%	4.5%	4.9%	7.5%	7.7%	3.28	-1.00	股权激励费用增加、购买汕头 SK 的中介费增加。
	-财务费用率	-1.2%	-1.6%	-0.4%	-1.3%	0.7%	1.93	-0.98	新增短期借款
	-资产减值损失	0.0%	0.7%	0.6%	-1.2%	0.6%	0.62	-0.98	应收账款增加，坏账准备随之提高。
	+公允价值变动收益	1.5%	1.0%	0.3%	-4.9%	0.0%	-1.52	-0.95	
	+投资收益	0.4%	0.0%	3.4%	7.3%	3.2%	2.80	-1.04	参股树业环保。
	+营业外收支	1.9%	-0.9%	0.1%	0.9%	0.7%	-1.14	-1.00	
	=利润总额	20.2%	19.3%	23.7%	22.0%	17.3%	-2.90	-1.05	
	-所得税费用	5.5%	1.1%	3.1%	4.0%	2.0%	-3.54	-1.02	去年同期高新技术企业审核尚未通过，暂按 25%计提。今年按 15%计税。
	-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	-1.00	
	归属于母公司所有者净利润率	14.7%	18.2%	20.6%	18.0%	15.4%	0.64	-1.03	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	12	19	29	21	16	35.1%	-24.0%	
	净利润 YoY	423%	89%	36%	-5%	35%			

来源: 国金证券研究所

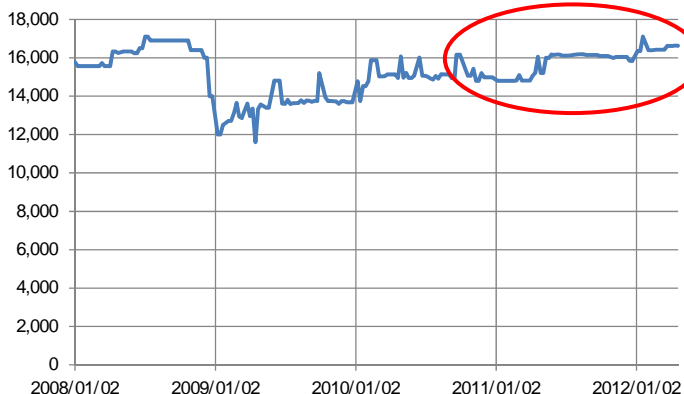
图表2: 2012年1-2月我国“其他带动力装置的玩具及模型出口额”同比下降



单位: 百万美元

来源: 中国玩具协会, 国金证券研究所

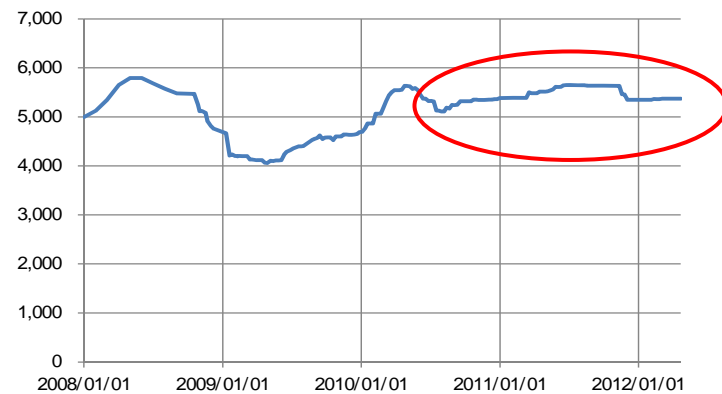
图表3: 原材料ABS塑料价格同比上涨



单位: 元/吨

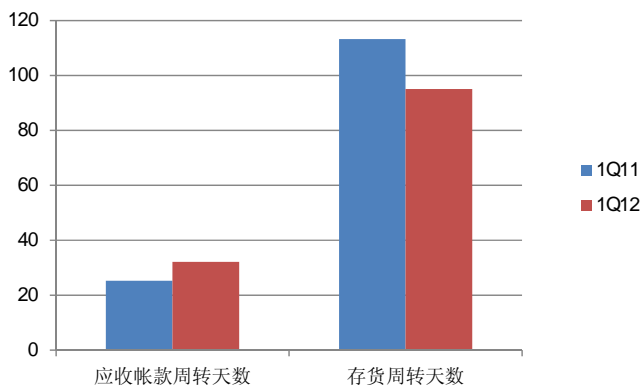
来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 原材料灰底白板纸价格同比基本持平



单位: 元/吨

图表5: 公司1Q12应收账款周转放慢



单位: 天

来源: 聚源数据, 国金证券研究所

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	233	325	444	593	749	922	货币资金	14	376	301	154	233	415
增长率	39.1%	36.9%	33.4%	26.4%	23.1%		应收账款	14	25	28	39	49	60
主营业务成本	-160	-218	-294	-391	-491	-599	存货	47	66	75	99	124	151
%销售收入	68.7%	67.0%	66.2%	66.0%	65.5%	64.9%	其他流动资产	4	10	16	15	18	21
毛利	73	107	150	202	259	324	流动资产	79	477	420	306	423	647
%销售收入	31.3%	33.0%	33.8%	34.0%	34.5%	35.1%	%总资产	48.3%	63.7%	44.5%	32.3%	38.6%	50.5%
营业税金及附加	-1	-2	-4	-5	-6	-7	长期投资	0	0	89	90	89	89
%销售收入	0.6%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	58	208	356	483	521	489
营业费用	-18	-29	-44	-60	-82	-106	%总资产	35.3%	27.8%	37.8%	51.0%	47.5%	38.1%
%销售收入	7.7%	8.9%	9.9%	10.2%	11.0%	11.5%	无形资产	27	63	77	66	60	55
管理费用	-7	-23	-24	-24	-25	-28	非流动资产	85	272	523	641	673	635
%销售收入	3.2%	6.9%	5.4%	4.1%	3.4%	3.0%	%总资产	51.7%	36.3%	55.5%	67.7%	61.4%	49.5%
息税前利润 (EBIT)	46	54	79	112	145	182	资产总计	164	749	943	946	1,096	1,283
%销售收入	19.8%	16.6%	17.7%	18.9%	19.3%	19.8%	短期借款	30	1	102	0	0	0
财务费用	-2	3	5	3	2	4	应付款项	18	33	53	52	65	80
%销售收入	1.0%	-0.8%	-1.1%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	7	10	18	19	24	29
资产减值损失	-1	-1	0	-2	-1	-1	流动负债	55	44	173	71	89	109
公允价值变动收益	0	5	-3	0	0	0	长期贷款	8	7	6	6	6	7
投资收益	0	2	14	5	5	5	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.4%	14.5%	4.1%	3.2%	2.6%	负债	63	52	179	77	95	116
营业利润	43	62	94	118	151	191	普通股股东权益	101	697	764	869	1,001	1,167
营业利润率	18.6%	19.0%	21.1%	19.9%	20.2%	20.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	4	2	4	4	5	负债股东权益合计	164	749	943	946	1,096	1,283
税前利润	45	65	96	122	155	196	比率分析						
利润率	19.4%	20.1%	21.5%	20.6%	20.7%	21.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-6	-9	-15	-18	-24	-30	每股指标						
所得税率	13.8%	14.3%	15.2%	15.0%	15.3%	15.5%	每股收益	0.987	1.410	1.024	0.655	0.832	1.044
净利润	39	56	81	104	132	165	每股净资产	2.558	8.797	4.823	5.489	6.321	7.365
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.197	0.665	0.643	0.543	0.864	1.083
归属于母公司的净利润	39	56	81	104	132	165	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	16.7%	17.2%	18.3%	17.5%	17.6%	17.9%	回报率						
							净资产收益率	38.56%	8.02%	10.62%	11.92%	13.16%	14.17%
							总资产收益率	23.78%	7.46%	8.60%	10.96%	12.02%	12.89%
							投入资本收益率	28.55%	6.56%	7.64%	10.89%	12.18%	13.13%
							增长率						
							主营业务收入增长率	36.60%	39.10%	36.92%	33.45%	26.38%	23.10%
							EBIT增长率	53.56%	16.62%	45.75%	42.73%	29.01%	26.03%
							净利润增长率	53.90%	42.95%	45.25%	27.82%	27.06%	25.48%
							总资产增长率	42.09%	355.71%	26.00%	0.35%	15.85%	16.99%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	15.4	19.0	19.5	20.0	20.0	20.0
							存货周转天数	98.9	96.1	87.8	93.0	93.0	93.0
							应付账款周转天数	28.8	31.9	38.0	32.0	32.0	32.0
							固定资产周转天数	87.0	131.6	180.3	246.5	254.2	193.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	24.22%	-53.57%	-25.53%	-17.10%	-22.76%	-35.05%
							EBIT利息保障倍数	19.5	-19.8	-16.7	-42.3	-63.5	-44.8
							资产负债率	38.32%	6.92%	18.99%	8.13%	8.68%	9.06%

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	6	6	8
买入	0	0	5	5	10
持有	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.54	1.56	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-07	买入	13.80	16.91 ~ 16.91
2 2012-03-13	买入	14.73	16.91 ~ 16.91

来源：国金证券研究所

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