

星辉车模 (300043)

短期主业增长有保证，长期目标市场空间大

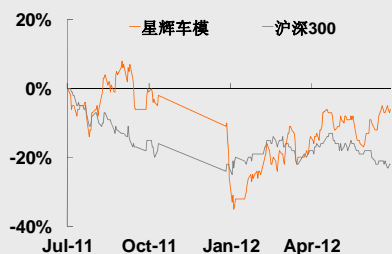
推荐 (首次)

现价: 17.05 元

主要数据

行业	造纸印刷
公司网址	www.rastar.cn
大股东/持股	陈雁升/39.00%
实际控制人/持股	陈雁升、陈冬琼/62.06%
总股本(百万股)	158
流通 A 股(百万股)	60
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	27.17
流通 A 股市值(亿元)	10.31
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	18.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

邵青 投资咨询资格编号
S1060205070049
0755-22622740
shaoqing001@pingan.com.cn

研究助理

赵小燕 一般证券从业资格编号
S1060111080160
021-38638650
zhaoxiaoyan488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 差异化定位铸造国内车模龙头:

车模是汽车文化的载体，随汽车文化的普及，全球车模市场正处于稳步增长时期，中国车模市场正处高增长时期。公司通过定位普及型动态车模自主品牌制造商，与定位中高端的国际知名车模制造商、国内 OEM、ODM 为主的代工企业进行差异化竞争，逐步成长成为国内车模龙头。截止 2011 年底，公司已获得全球 26 个汽车品牌、300 逾款车模的生产授权。

汽车厂商通常在全球范围授权 3~5 家汽车模制造商，领先车模企业获得车模制造授权具一定优势，公司在车模领域有望强者愈强。

■ 开拓步伐持续，目标市场广阔:

2011 年国内车模市场约 120 亿元，并保持 30% 的增长速度。其中，普及动态车模、普通静态车模、高级收藏及竞技性车模各约占三分之一。按此测算，2011 公司国内动态车模市场占比约在 3%。

普及型动态车模市场占有率稳步提升的同时，公司开拓新市场的步伐持续，已开始拓展普通静态车模、高级收藏车模及婴童车模市场。预计 2011 年上述产品国内市场空间约在 120 亿元，数倍于国内普及型动态车模市场。

■ 普及车模增长稳健，婴童车模释放可期

2011 年 4 季度 720 万辆品牌车模生产基地投产，2012 年进入产能释放期。按照公司中报业绩预告估算，2012 年上半年收入增速约在 40%。公司积极进行多层次渠道布局，预计新增产能顺利释放，车模主业增长稳健。

2012 年 2 季度婴童车项目投产。考虑到新产品调试及渠道渗透需一定时间，预计该项目将于 4 季度实现正常生产，并于 2013 年成为另一业绩增长点。

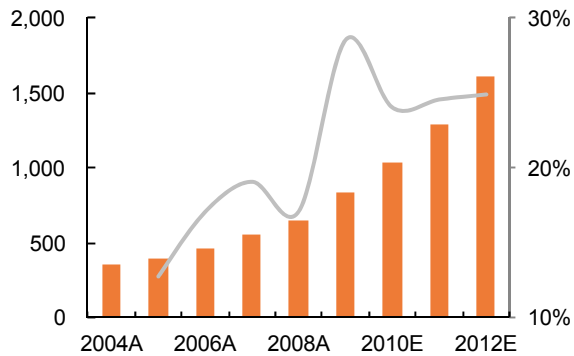
■ 盈利预测与估值

暂不计入 SK 并表后对业绩的影响，预计 2012~2014 年公司 EPS 分别为 0.66、0.86、1.06 元，对应 2012 年 7 月 17 日 17.05 元的收盘价，PE 分别为 25.7、19.9、16.1 倍。短期，产能扩张配合多层次渠道布局保证公司的稳健增长；长期，未来发展的目标市场广阔，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 新产品市场开拓低于预期；外围经济恶化影响出口业务；出口退税率向下调整；成本上涨高于预期等。

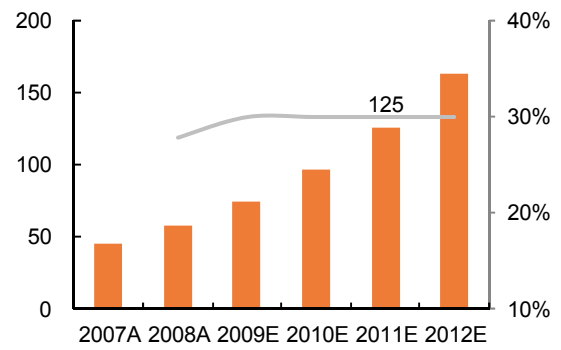
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	325	444	626	785	913
YoY(%)	39.1	36.9	41.0	25.3	16.3
净利润(百万元)	56	81	105	136	168
YoY(%)	43.0	45.3	29.6	29.2	23.4
毛利率(%)	33.0	33.8	34.5	35.1	35.4
净利率(%)	17.2	18.3	16.8	17.3	18.4
ROE(%)	8.0	10.6	12.3	13.7	14.5
EPS(摊薄/元)	0.35	0.51	0.66	0.86	1.06
P/E(倍)	48.5	33.4	25.7	19.9	16.1
P/B(倍)	3.9	3.5	3.2	2.7	2.3

图表1 全球车模市场销售额 (亿元)



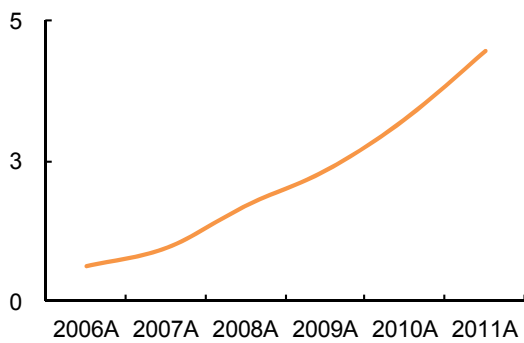
资料来源: 中国市场调查研究中心, 平安证券研究所整理。

图表2 中国车模市场销售额 (亿元)



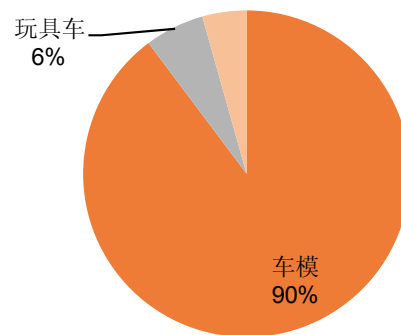
资料来源: 中国市场调查研究中心, 平安证券研究所整理。

图表3 公司销售总额快速增长 (亿元)



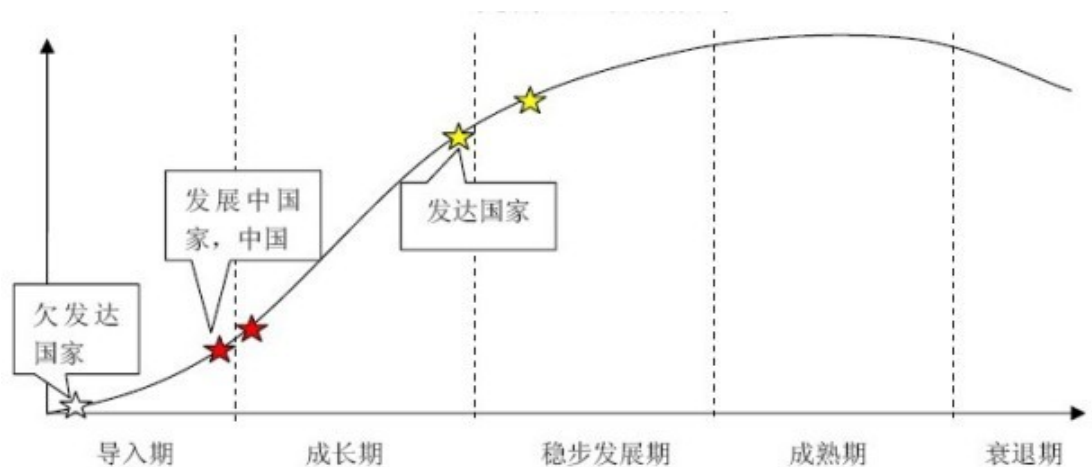
资料来源: 中国市场调查研究中心, 平安证券研究所整理。

图表4 2011年公司车模产品占比近90%



资料来源: 中国市场调查研究中心, 平安证券研究所整理。

图表5 车模行业生命周期曲线



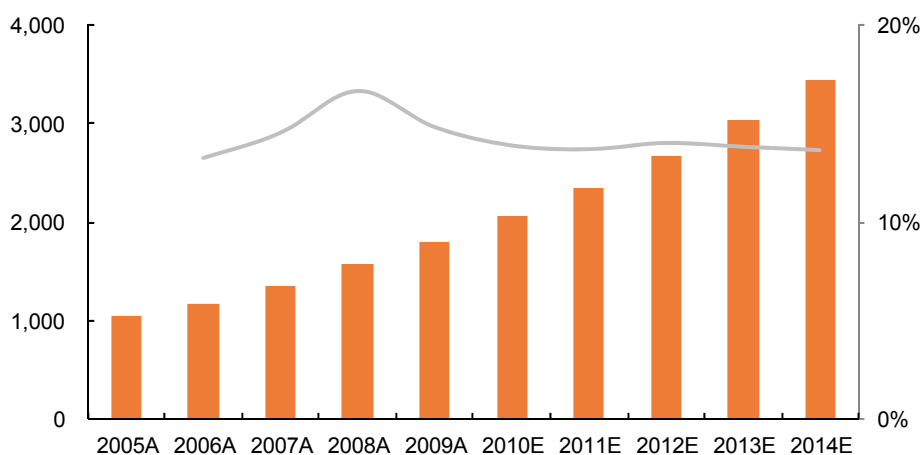
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所整理。

图表6 公司开拓新市场的步伐持续

时间	开拓新市场步伐
2010年1月	投资品牌车模生产基地，设计产能动态车模500万件、静态车模220万件。
2010年3月	投资婴童车项目，第一期设计产能婴儿电动车56万台、婴儿学步车38万台。
2011年2月	追加品牌车模生产基地投资，设计产能增至动态车模690万件、静态车模280万件。
2011年6月	增资树业环保，持有其28.5%股权。
2011年7月	投资收藏型车模项目，设计产能收藏型车模70万件。
2012年1月	拟收购汕头SK67.4%股权。

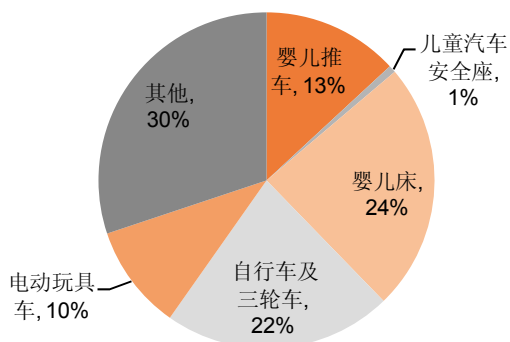
资料来源：公司公告，平安证券研究所整理。

图表7 中国儿童耐用品市场（百万美元）



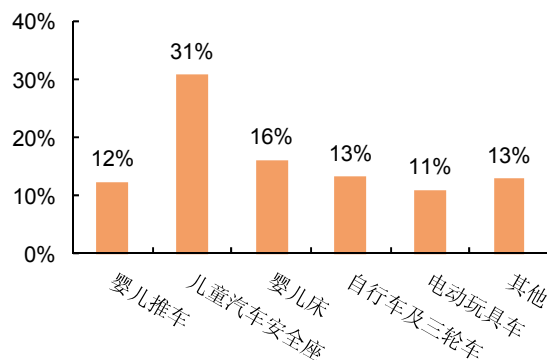
资料来源：Frost&Sullivan，平安证券研究所整理。

图表8 2009年儿童耐用品市场各类型占比



资料来源：Frost&Sullivan，平安证券研究所整理。

图表9 2010~2014年各类婴儿耐用品复合增长率



资料来源：Frost&Sullivan，平安证券研究所整理。

图表10公司计划开拓产品国内市场空间数倍于国内普及型动态车模市场

产品	2011年国内市场容量E(亿元)
普通静态车模	40
高级收藏及竞技型车模	40
婴童车模市场	40
总计	120

注：婴童车模市场计入婴儿推车、电动玩具车及儿童汽车安全座。

资料来源：中国市场调查研究中心，Frost&Sullivan，平安证券研究所整理。

图表11按照公司中报业绩预告估算，2012年上半年收入增速约在40% (万元)

	1Q2012A	2Q2012E	1H2012E
营业收入	10,507	15,526	26,034
YOY%	29%	48%	40%
营业成本	6,976	10,247	17,223
毛利率%	34%	34%	34%
综合费用率%	17%	17%	17%
税前利润	1,745	2,639	4,384
所得税	206	396	602
所得税率%	11%	15%	14%
净利润	1,613	2,244	3,856
YOY%	35%	17%	25%

注：按照公司预测，2012年上半年净利润同比增长10%~40%，本表假定为25%。

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理。

图表12星辉车模业绩预测主要假设 (万元)

产品	收入	2011A	2012E	2013E	2014E
合计	营业总收入	44,425	62,642	78,463	91,276
	YOY%	37%	41%	25%	16%
	综合毛利率%	34%	35%	35%	35%
车模	营业收入	39,873	53,390	58,900	62,700
	YOY%	45%	34%	10%	6%
	毛利率%	35%	35%	35%	35%
玩具车	营业收入	2,612	2,612	2,612	2,612
	YOY%	36%	0%	0%	0%
	毛利率%	27	27%	25%	25%
其他玩具	营业收入	1,940	1,843	1,751	1,664
	YOY%	-36%	-5%	-5%	-5%
	毛利率%	25	25%	24%	24%
童车	营业收入		4,000	12,200	18,300
	YOY%			205%	50%
	毛利率%		35%	38%	38%
收藏型车模	营业收入		800	3,000	6,000
	YOY%			275%	100%
	毛利率%		35%	40%	40%

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	420	358	497	672	营业收入	444	626	785	913
现金	301	188	286	428	营业成本	294	410	509	589
应收账款	25	36	45	52	营业税金及附加	4	6	7	8
其他应收款	3	6	7	9	营业费用	44	55	70	76
预付账款	14	21	25	29	管理费用	24	30	40	46
存货	75	106	131	152	财务费用	-5	1	-2	-3
其他流动资产	2	2	2	2	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	523	591	606	613	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	89	90	90	90	投资净收益	14	0	0	0
固定资产	219	334	384	411	营业利润	94	124	160	197
无形资产	71	71	71	71	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	143	96	61	41	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	943	949	1103	1285	利润总额	96	124	160	197
流动负债	173	88	106	121	所得税	15	19	24	30
短期借款	101	0	0	0	净利润	81	105	136	168
应付账款	38	53	66	77	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	33	35	40	44	归属母公司净利润	81	105	136	168
非流动负债	6	6	6	7	EBITDA	105	161	205	250
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	0.51	0.66	0.86	1.06
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	179	94	113	128	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	158	158	158	158	成长能力				
资本公积	443	443	443	443	营业收入	36.9%	41.0%	25.3%	16.3%
留存收益	165	254	390	558	营业利润	52.2%	31.8%	29.2%	23.4%
归属母公司股东权益	764	855	990	1158	归属于母公司净利润	45.3%	29.6%	29.2%	23.4%
负债和股东权益	943	949	1103	1285	获利能力				
					毛利率(%)	33.8%	34.5%	35.1%	35.4%
					净利率(%)	18.3%	18.3%	16.8%	17.3%
					ROE(%)	10.6%	12.3%	13.7%	14.5%
					ROIC(%)	15.6%	18.2%	21.7%	25.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.0%	10.0%	10.2%	9.9%
					净负债比率(%)	60.30%	6.56%	5.50%	4.86%
					流动比率	2.43	4.07	4.68	5.55
					速动比率	2.00	2.86	3.43	4.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.66	0.76	0.76
					应收账款周转率	19	20	19	18
					应付账款周转率	9.60	8.99	8.52	8.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.66	0.86	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.70	1.02	1.30
					每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.40	6.25	7.31
					估值比率				
					P/E	33.29	25.68	19.88	16.11
					P/B	3.53	3.16	2.73	2.33
					EV/EBITDA	22.97	15.03	11.77	9.67

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	102	111	162	205
净利润	81	105	136	168
折旧摊销	16	36	48	56
财务费用	-5	1	-2	-3
投资损失	-14	0	0	0
营运资金变动	10	-33	-20	-15
其他经营现金流	14	2	1	0
投资活动现金流	-434	-105	-67	-67
资本支出	184	100	60	60
长期投资	-84	1	0	0
其他投资现金流	-334	-5	-7	-7
筹资活动现金流	72	-119	2	3
短期借款	101	-101	0	0
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	79	0	0	0
资本公积增加	-76	0	0	0
其他筹资现金流	-32	-18	2	3
现金净增加额	-262	-113	98	142

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257