安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司动态分析/证券研究报　　星辉车模(300043)

维持评级

休闲用品/家庭耐用消费品

业绩符合预期，独占性授权提升价值

星辉车模 2012 年中报点评

报告关键点：

- 报告期内公司实现归属于母公司净利润0.39亿元、同比增长25.97%；
- 扩张规模，多产业合理布局，抢占独占性授权。
- 维持“增持-A”评级，6个月合理目标价20.00元。

报告摘要：

- **公司业绩符合预期。**报告期内，公司实现营业收入2.41亿元、同比增长29.51%，实现归属于母公司净利润0.39亿元、同比增长25.97%，实现每股摊薄收益0.25元。二季度单季度实现销售收入1.36亿元、同比增长29.57%，实现归属于母公司净利润0.23亿元、同比增长42.49%，业绩符合预期。

- **多产业合理布局，独占性授权提升企业价值。**2012年上半年，公司初步完成了车模、婴童用品、以及原材料等业务的上下游产业链布局，同时获得MINI品牌自行车和滑板车的全球独占性协议，这使得公司再一次提升企业核心竞争力。并且从市场开拓方面看，公司大力对俄罗斯、东欧地区的营销规划，使得欧洲地区报告期内同比增长为32.88%，超出我们此前预期。由此可知，公司管理层战略布局越发合理，公司业绩将得到保障。

- **综合毛利率略增，整体费用控制良好。**报告期内，基于公司对上游原料产业的合理布局，使得车模和其他玩具业务均保持稳定的毛利率水平。同期，销售费用同比增长12.78%、管理费用同比增长95.11%，主要在于公司摊销股权激励成本，研发人员、管理人员人数增加且工资薪金相应提高，以及购买重大资产的中介费用增加所致，但整体控制良好，净利率环比略升为16.21%。

- **维持2012-2014年实现销售收入5.78、7.22、8.68亿元，**净利润0.99、1.31、1.66亿元，期间复合增速分别为24.99%及26.85%。维持2012-2014年EPS分别为0.63、0.83、1.05元，对应PE为26、20、16倍，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价为20.00元，对应2012年PE为32倍。

- 风险提示：管理风险；原材料价格波动风险；外汇风险；市场竞争风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	324.5	444.3	578.4	722.6	867.5
Growth(%)	*39.1%*	*36.9%*	*30.2%*	*24.9%*	*20.1%*
净利润	55.8	81.1	99.1	130.9	165.6
Growth(%)	*43.0%*	*45.3%*	*22.1%*	*32.2%*	*26.4%*
毛利率(%)	33.0%	33.8%	34.0%	34.4%	34.8%
净利润率(%)	17.2%	18.3%	17.1%	18.1%	19.1%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.63	0.83	1.05
每股净资产(元)	4.40	4.82	5.46	6.29	7.33
市盈率	46.0	31.7	25.9	19.6	15.5
市净率	3.7	3.4	3.0	2.6	2.2
净资产收益率(%)	8.0%	10.6%	11.5%	13.1%	14.3%
ROIC(%)	42.9%	23.9%	17.7%	18.7%	20.3%
EV/EBITDA	39.1	26.7	16.5	12.6	9.8
股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

评级： 增持-A

上次评级：增持-A

目标价格： 20.00 元

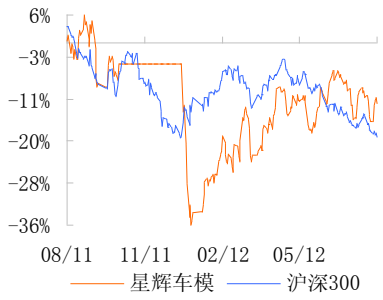
期限：六个月　上次预测：20.00 元

现价（2012 年 08 月 24 日）：16.23 元

报告日期： 2012-08-27

总市值(百万元)	2,570.83
流通市值(百万元)	975.50
总股本(百万股)	158.40
流通股本(百万股)	60.10
12 个月最低/最高	11.62/19.80 元
十大流通股东(%)	52.48%
股东户数	4,267

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.83	11.27	6.71
绝对收益	(3.39)	(1.04)	(12.31)

张殚　　助理行业分析师

021-68765905　　zhangdan@essence.com.cn

执业证书编号　　S1450511080006

前期研究成果

星辉车模：全球独占性授权，向车模运营商转型　2012-08-21

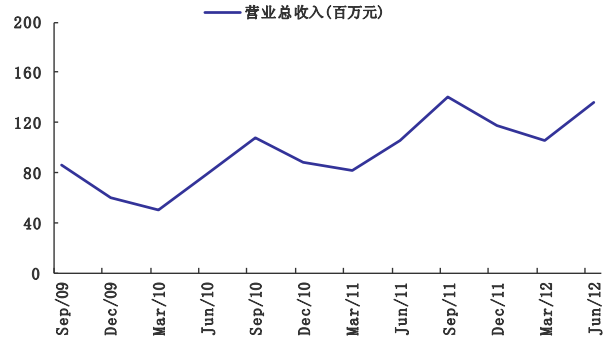
星辉车模：业绩符合预期，海内外业务齐发展　2012-04-25

星辉车模：业绩符合预期，车模授权全新演绎　2012-03-15

1. 创新发展,业绩符合预期

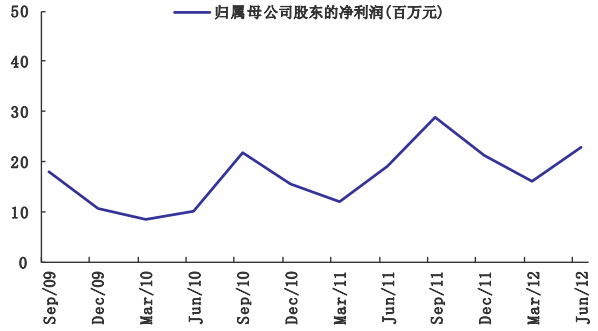
报告期内，公司实现营业收入 2.41 亿元，同比增长 29.51%；实现利润总额 0.44 亿元，同比增长 20.96%；实现净利润 0.39 亿元，同比增长 25.97%；实现归属于母公司净利润 0.39 亿元、同比增长 25.97%，实现每股摊薄收益 0.25 元。公司实现销售净利率为 16.21%，毛利率为 33.66%，同比相对略降略升，整体维持稳定，业绩符合预期。

图 1 公司销售收入情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

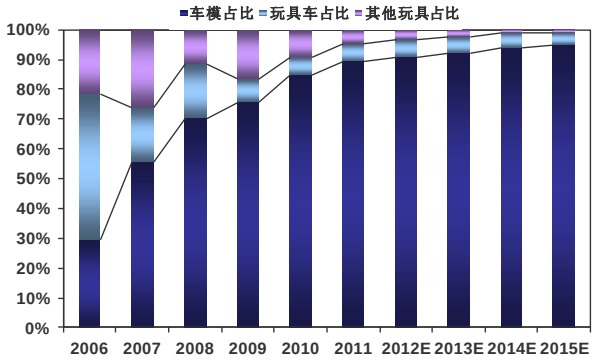
图 2 公司归属于母公司净利润情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

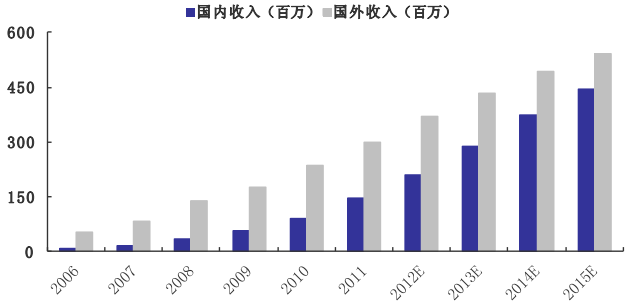
分产品来看，报告期内，随着公司经营规模的逐步扩大及募投项目逐渐投产，公司车模产品销售保持良好发展势头。2012 年上半年度，公司车模业务营业收入同比增长 36.64%，公司车模产品（不包括婴童车模）占主营业务收入 89.89%。同时，得益于公司产品结构调整及加强成本管控等原因，2012 年上半年公司整体业务毛利率同比上涨 1.44 个百分点。报告期内，公司婴童用品业务实现营业收入 786.94 万元，虽然已有一定销售效果，但由于公司婴童车模产品尚处于培育成长期，产品仍需进一步的市场开拓。

图 3 公司产品收入占比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 4 公司区域收入情况



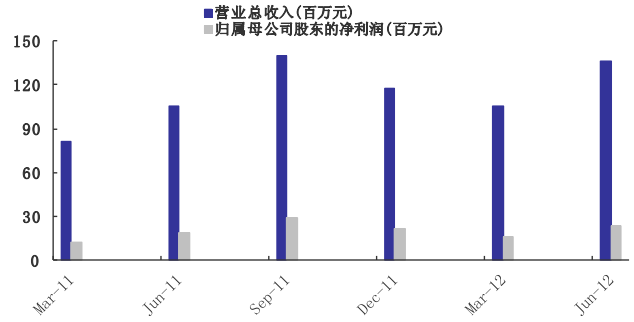
数据来源：wind，安信证券研究中心

从销售区域来看，报告期内公司先后与中油 BP、昆仑好客、中石化 BP 等多家加油站渠道进行合作，精准锁定“有车一族”这一消费人群。同时，公司国内市场实现营业收入比上年同期增长 42.29%；在欧洲市场方面，尽管欧债危机给西欧市场带来了一些不确定性，但随着新兴增长市场如俄罗斯、东欧等的深度开发，公司车模产品的市场需求仍在继续，保持了经营业绩的稳步提升。报告期内，公司欧洲市场实现营业收入比上年同期增长 32.88% 。

2. 二季度业绩符合预期，公司盈利能力稳定

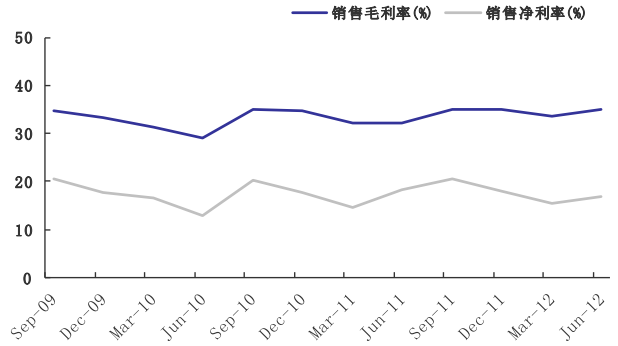
二季度单季度实现销售收入 1.36 亿元、同比增长 29.57%，实现归属于母公司净利润 0.23 亿元、同比增长 42.49%。实现单季度销售净利率 16.9%，毛利率为 33.7%，比一季度略有提高，公司盈利能力稳定。

图 5 单季度收入及净利润情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 6 单季度净利率及毛利率变化情况

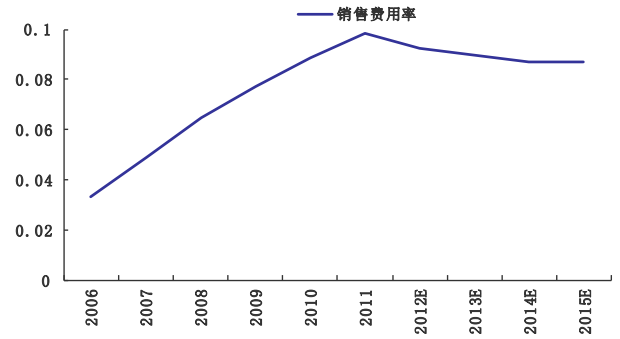


数据来源：wind，安信证券研究中心

3. 管理费用大幅增加，整体费用控制良好

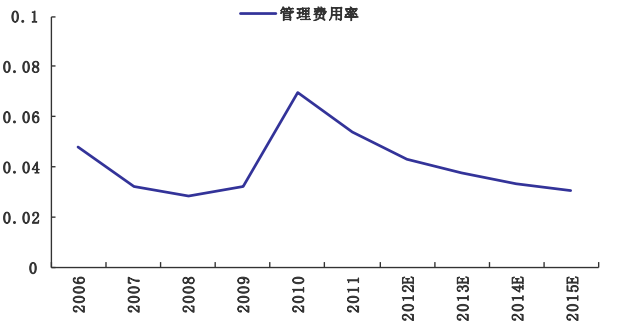
报告期销售费用为 2058.67 万元、同比增长 12.78%，管理费用 1623.88 万元、同比增长 95.11%，主要是公司摊销股权激励成本，研发人员、管理人员人数增加且工资薪金相应提高，以及购买重大资产所产生的中介费用增加所致。但整体费用控制良好，净利率环比略升为 16.21%。

图 7 公司销售费用率变化情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 8 公司管理费用率变化情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

4. 2012 年第三季度业绩预告说明

2012 年上半年，公司初步完成了车模业务、婴童用品业务、原材料业务的战略布局，并再次获得全球独占性授权从而提升企业核心竞争力，预计公司三季度盈利仍保持稳定增长。

5. 盈利与估值

盈利：基于公司多年的自有品牌的积累与合理成本管控形成的产品性价比优势，预计2012-2014年实现销售收入5.78、7.22、8.68亿元，净利润0.99、1.31、1.66亿元，期间复合增速分别为24.99%及26.85%。

表1　公司业务预测情况　　**单位：百万元**

项目		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
产品总收入		63.60	95.79	170.78	232.85	324.44	444.25	578.37	722.62	867.53	987.16
产品总成本		47.82	71.69	123.58	159.46	217.50	293.92	381.96	474.17	565.53	640.81
综合毛利率		24.81%	25.16%	27.64%	31.52%	32.96%	33.84%	33.96%	34.38%	34.81%	35.09%
车模	收入	18.91	53.34	120.25	177.00	275.16	398.73	526.32	668.42	815.48	937.80
	收入增速		182.04%	125.43%	47.20%	55.46%	44.91%	32.00%	27.00%	22.00%	15.00%
	收入占比	29.74%	55.69%	70.41%	76.01%	84.81%	89.75%	91.00%	92.50%	94.00%	95.00%
	成本	12.34	37.49	81.54	113.48	176.84	260.37	343.69	434.48	527.61	604.88
	成本增速		203.78%	117.51%	39.17%	55.84%	47.23%	32.00%	26.42%	21.44%	14.64%
	成本占比	25.81%	52.29%	65.98%	71.16%	81.31%	88.58%	89.98%	91.63%	93.29%	94.39%
	产品毛利率	34.75%	29.72%	32.19%	35.89%	35.73%	34.70%	34.70%	35.00%	35.30%	35.50%
玩具车	收入	30.99	17.36	31.46	17.60	19.17	26.12	33.55	38.30	43.38	39.49
	收入增速		-43.96%	81.15%	-44.04%	8.87%	36.29%	28.43%	14.17%	13.26%	-8.97%
	收入占比	48.72%	18.13%	18.42%	7.56%	5.91%	5.88%	5.80%	5.30%	5.00%	4.00%
	成本	23.88	14.08	26.53	13.66	14.88	19.08	24.49	27.88	31.49	28.63
	成本增速		-41.05%	88.39%	-48.49%	8.87%	28.24%	28.35%	13.86%	12.95%	-9.09%
	成本占比	49.95%	19.64%	21.47%	8.57%	6.84%	6.49%	6.41%	5.88%	5.57%	4.47%
	产品毛利率	22.92%	18.91%	15.67%	22.38%	22.38%	26.96%	27.00%	27.20%	27.40%	27.50%
其它玩具	收入	13.70	25.08	19.08	38.25	30.11	19.40	18.51	15.90	8.68	9.87
	收入增速		83.09%	-23.95%	100.52%	-21.28%	-35.56%	-4.62%	-14.10%	-45.43%	13.79%
	收入占比	21.54%	26.19%	11.17%	16.43%	9.28%	4.37%	3.20%	2.20%	1.00%	1.00%
	成本	11.60	20.12	15.51	32.11	25.82	14.48	13.79	11.81	6.43	7.30
	成本增速		73.51%	-22.91%	107.02%	-19.59%	-43.94%	-4.75%	-14.33%	-45.58%	13.64%
	成本占比	24.25%	28.07%	12.55%	20.14%	11.87%	4.92%	3.61%	2.49%	1.14%	1.14%
	产品毛利率	15.35%	19.78%	18.69%	16.05%	14.25%	25.40%	25.50%	25.70%	25.90%	26.00%

数据来源：wind，安信证券研究中心

估值：综合以上观点，预计2012-2014年EPS分别为0.63、0.83、1.05元，对应PE为26、20、16倍，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价为20.00元，对应2012年PE为32倍。

6. 风险提示

市场竞争风险；超募资金闲置风险；管理风险；流动资金短缺风险。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-8-24

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**324.5**	**444.3**	**578.4**	**722.6**	**867.5**
减:营业成本	217.5	293.9	382.0	474.2	565.5
营业税费	1.8	4.0	3.8	5.1	6.5
销售费用	28.7	43.8	53.6	64.8	75.6
管理费用	22.5	24.0	25.0	27.0	29.0
财务费用	-2.7	-4.7	0.8	0.5	-0.9
资产减值损失	1.1	0.2	-0.4	-	-
加:公允价值变动收益	4.5	-3.2	-	-	-
投资和汇兑收益	1.6	13.8	-	-	-
营业利润	**61.7**	**93.8**	**113.6**	**151.0**	**191.8**
加:营业外净收支	3.5	1.8	3.0	3.0	3.0
利润总额	**65.2**	**95.7**	**116.6**	**154.0**	**194.8**
减:所得税	9.3	14.6	17.5	23.1	29.2
净利润	**55.8**	**81.1**	**99.1**	**130.9**	**165.6**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	376.3	301.2	305.6	336.1	481.1
交易性金融资产	4.5	1.8	1.8	1.8	1.8
应收帐款	24.9	28.0	36.4	45.5	54.7
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	5.3	14.0	23.5	35.4	49.5
存货	65.9	74.8	97.3	120.8	144.1
其他流动资产	-	0.2	0.3	0.5	0.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	89.4	89.5	89.5	89.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	117.0	219.4	409.6	464.1	433.5
在建工程	91.1	136.6	-	-	-
无形资产	60.2	71.2	86.4	104.3	125.7
其他非流动资产	3.5	6.4	6.7	7.2	7.7
资产总额	**748.5**	**943.1**	**1,057.2**	**1,205.2**	**1,388.2**
短期债务	-	101.3	99.7	97.8	95.2
应付帐款	23.4	37.9	47.1	58.5	69.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	20.3	32.7	38.3	45.5	54.2
长期借款	7.0	6.2	6.2	6.2	6.2
其他非流动负债	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
负债总额	**51.8**	**179.1**	**192.3**	**209.3**	**226.8**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	79.2	158.4	158.4	158.4	158.4
留存收益	617.8	607.4	706.5	837.4	1,003.0
股东权益	**696.7**	**764.0**	**864.9**	**995.8**	**1,161.4**

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	55.8	81.1	99.1	130.9	165.6
加:折旧和摊销	9.4	16.1	31.4	38.1	39.6
资产减值准备	0.8	-0.1	-0.4	-	-
公允价值变动损失	-4.5	3.2	-	-	-
财务费用	1.9	0.9	0.8	0.5	-0.9
投资收益	-1.6	-13.8	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-16.3	9.2	-25.7	-26.3	-27.1
经营活动产生现金流量	**52.7**	**101.9**	**105.2**	**143.2**	**177.2**
投资活动产生现金流量	**-193.0**	**-434.1**	**-100.1**	**-110.4**	**-30.4**
融资活动产生现金流量	**504.4**	**72.1**	**-2.6**	**-2.3**	**-1.8**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	39.1%	36.9%	30.2%	24.9%	20.1%
营业利润增长率	42.5%	52.2%	21.0%	33.0%	27.0%
净利润增长率	43.0%	45.3%	22.1%	32.2%	26.4%
EBITDA 增长率	32.3%	52.2%	48.0%	30.0%	21.5%
EBIT 增长率	29.1%	51.2%	28.4%	32.5%	25.9%
NOPLAT 增长率	28.2%	43.8%	30.6%	31.6%	25.4%
投资资本增长率	158.5%	75.7%	25.0%	15.6%	3.6%
净资产增长率	587.7%	9.7%	13.2%	15.1%	16.6%
利润率					
毛利率	33.0%	33.8%	34.0%	34.4%	34.8%
营业利润率	19.0%	21.1%	19.6%	20.9%	22.1%
净利润率	17.2%	18.3%	17.1%	18.1%	19.1%
EBITDA/营业收入	19.9%	22.2%	25.2%	26.2%	26.6%
EBIT/营业收入	18.2%	20.1%	19.8%	21.0%	22.0%
运营效率					
固定资产周转天数	96	136	196	218	186
流动营业资本周转天数	52	40	51	68	72
流动资产周转天数	308	363	275	250	264
应收帐款周转天数	18	18	18	18	19
存货周转天数	64	57	54	54	55
总资产周转天数	506	685	623	564	538
投资资本周转天数	246	358	394	378	343
投资回报率					
ROE	8.0%	10.6%	11.5%	13.1%	14.3%
ROA	7.5%	8.6%	9.4%	10.9%	11.9%
ROIC	42.9%	23.9%	17.7%	18.7%	20.3%
费用率					
销售费用率	8.9%	9.9%	9.3%	9.0%	8.7%
管理费用率	6.9%	5.4%	4.3%	3.7%	3.3%
财务费用率	-0.8%	-1.1%	0.1%	0.1%	-0.1%
三费/营业收入	15.0%	14.2%	13.7%	12.8%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	6.9%	19.0%	18.2%	17.4%	16.3%
负债权益比	7.4%	23.4%	22.2%	21.0%	19.5%
流动比率	10.81	2.43	2.50	2.66	3.32
速动比率	9.30	2.00	1.98	2.07	2.67
利息保障倍数	21.64	18.90	135.34	305.38	204.66
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.10	-	-	-
分红比率	28.4%	19.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.35	0.51	0.63	0.83	1.05
BVPS(元)	4.40	4.82	5.46	6.29	7.33
PE(X)	46.0	31.7	25.9	19.6	15.5
PB(X)	3.7	3.4	3.0	2.6	2.2
P/FCF	-15.0	-42.2	-59.4	132.3	19.2
P/S	7.9	5.8	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	39.1	26.7	16.5	12.6	9.8
CAGR(%)	32.9%	26.8%	25.4%	22.2%	18.0%
PEG	1.4	1.2	1.0	0.9	0.9
ROIC/WACC	4.4	2.4	1.8	1.9	2.1
REP	1.8	1.9	1.9	1.5	1.3

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张殚，安信证券中小板行业助理分析师，武汉大学法学学士，2007 年加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张殚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034