

## 星辉车模(300043.SZ)

### 普及型车模与婴童车模双轮驱动

#### ——公司中期业绩说明会纪要与研究

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

**17.75-19.17**

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740510120017

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@r.qlzq.com.cn

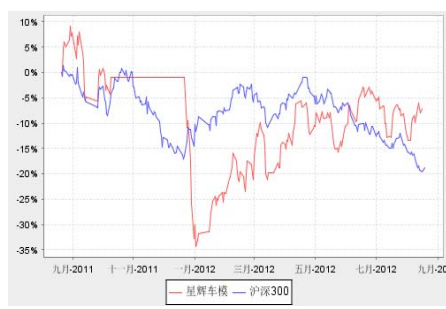
sungd@r.qlzq.com.cn

2012年9月4日

#### 基本状况

总股本(百万股)	158.40
流通股本(百万股)	60.10
市价(元)	16.70
市值(百万元)	2645.28
流通市值(百万元)	1003.75

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	324.50	444.32	634.00	898.50	1,055.50
营业收入增速	39.10%	36.92%	42.69%	41.72%	17.47%
净利润增长率	42.95%	45.25%	39.42%	28.38%	25.23%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.51	0.71	0.92	1.15
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	52.05	34.86	20.71	16.14	12.88
PEG	1.21	0.77	0.53	0.57	0.51
每股净资产(元)	8.80	4.82	5.54	6.45	7.60
每股现金流量	0.67	0.64	0.39	0.87	1.11
净资产收益率	8.02%	10.62%	12.89%	14.20%	15.10%
市净率	4.17	3.70	2.67	2.29	1.95
总股本(百万股)	79.20	158.40	158.40	158.40	158.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

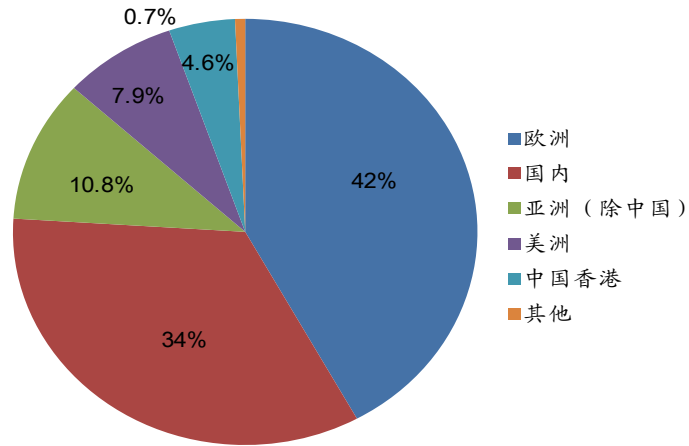
#### 投资要点

- **主要销售市场继续保持快速增长, 公司市场份额继续提升。**欧洲依然是公司最大的销售市场, 国内市场成为公司第二大销售市场。欧洲市场增速较快的原因在于欧洲新兴市场的开拓, 以及公司逐步取代部分国外生产商的市场份额。而国内市场的增长则依然主要依靠公司品牌、渠道的建设以及国内行业的增长。
- **公司汽车品牌授权优势依然突出。**公司目前共取得 28 个品牌的授权, 其中, 公司获得了宝马动态车模的品牌授权为全球独家授权; 同时 MINI 品牌婴童自行车和滑板车及 BMW 品牌婴童车模授权亦为全球独占性授权, 护城河愈加深厚。
- **公司将打造覆盖不同年龄层的消费群体的车模、婴童用品全产品线, 并逐步延伸产业链。**公司将逐步进行品类延伸, 由动态车模向静态车模, 向婴童用品市场拓展延伸, 逐步打造覆盖不同年龄层和消费群体的车模、婴童用品产品线, 开拓更广阔市场空间。该产品线完成之后, 公司将全面覆盖不同年龄层次和消费水平的消费群体, 实现对消费群体的全方面覆盖, 未来的发展空间更为广阔。
- **婴童用品将成为公司未来重点发展项目。**公司的超募项目-福建童车项目已于 2012 年 5 月投产, 在销售渠道建设方面, 大概有 60% 的经销商与车模产品重合, 将主要以商超渠道、母婴渠道为主, 将公司产品的玩具特性与婴儿用品特性进一步结合进行推广。从销售市场方面来看, 前期将主要以出口为主, 公司预计其出口比例将达到 7 成左右, 后期内外销比例将逐步维持在 4:6 左右。
- **我们预计公司 2012、2013 和 2014 年的 EPS 分别为 0.71、0.92 和 1.15 元, 对应的动态市盈率分别为 23 倍、18 倍和 14 倍, 给予公司 2012 年 25-27 倍 PE, 目标价为 17.75-19.17 元, 维持“买入”的投资评级。**

## 主要销售市场继续保持快速增长，公司市场份额继续提升

- 从销售区域收入占比的情况来看，欧洲依然是公司最大的销售市场，上半年的销售占比达到了 42.32%；国内市场则成为公司第二大销售市场，销售占比达到了 34%。

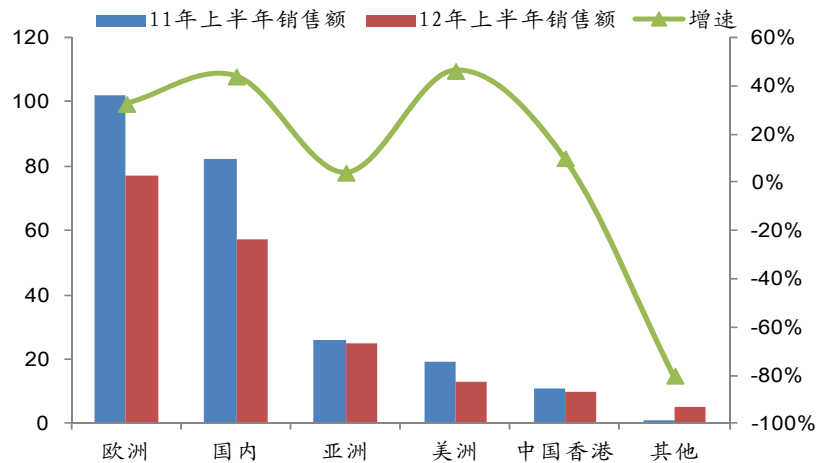
**图表 1: 2012 年中期公司各市场销售占比情况**



来源：齐鲁证券研究所

- 公司主要销售市场增长保持较快速度。其中欧洲市场保持了 32.88% 的增速，其快速增长的原因在于：公司在东欧及俄罗斯市场的开拓，以及在西欧传统市场，公司凭借影响力渐强的品牌和高性价比优势，逐步取代部分国外生产商的市场份额。此外，国内市场公司销售的增速达到了 42.29%，主要原因依然是国内汽车文化的普及，以及车模行业依然处于导入期，行业自然增速较快，同时公司销售渠道的逐步深入以及品牌影响力逐步扩大的结果。

**图表 2: 各市场上半年销售增长情况**



来源：齐鲁证券研究所

## 公司汽车品牌授权优势依然突出

- 公司目前共取得 28 个品牌的授权，包括奔驰、宝马、福特、凯迪拉动、法拉利、英菲尼迪、凯迪拉克等高端、奢侈汽车品牌，共 300 款车型以上车模生产的授权。公司目前在销售收入和品牌授权数量方面均居于国内首位，是第二名的近两倍。其中，公司获得了宝马动态车模的品牌授权为全球独家授权；同时 MINI 品牌婴童自行车和滑板车及 BMW 品牌婴童车模授权亦为全球独占性授权。
- 公司的授权品牌结构较为合理，共分为三个系列，第一为梦想之车系列，如法拉利、兰博基尼等品牌，这一系列是消费者渴望拥有但是消费群稀少的系列，其车模销售的最好；第二为现实中被大众认可的高端车如奔驰、宝马、奥迪等系列，这一系列的车模的陈列展示性也较强；第三为中端车，如丰田、福特、大众等，相对来讲走量较少。

**图表 3: 公司已经获得了 28 个品牌的厂商授权**



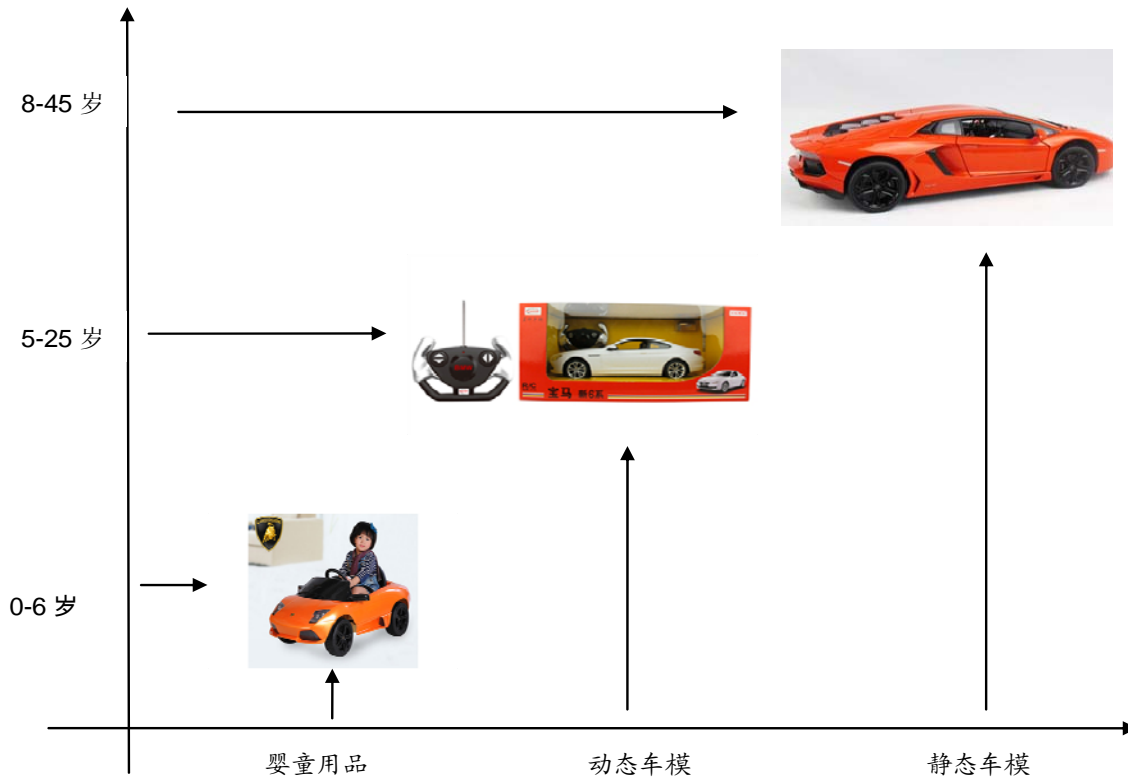
来源：齐鲁证券研究所

- 除了传统的授权方式外，公司还通过转授权（如可将宝马授权转授予第三方，公司获得授权保证金的 50%）与多品类授权（获得宝马 MINI 品牌婴童自行车和滑板车授权），与汽车品牌厂商进行全方位的合作，巩固公司竞争优势。

## 公司打造覆盖不同年龄层的消费群体的车模、婴童用品产业链

- 公司目前产品是以普及型动态及静态车模为主，针对的消费人群主要为 5 岁以上儿童及成人，而通过超募项目——婴童车项目，公司将逐步进行品类延伸，由动态车模向静态车模，向婴童用品市场拓展延伸，逐步打造覆盖不同年龄层和消费群体的车模、婴童用品产品线，开拓更广阔市场空间。
- 该产品线完成之后，公司将全面覆盖不同年龄层次和消费水平的消费群体，实现对消费群体的全方面覆盖，未来的发展空间更为广阔。

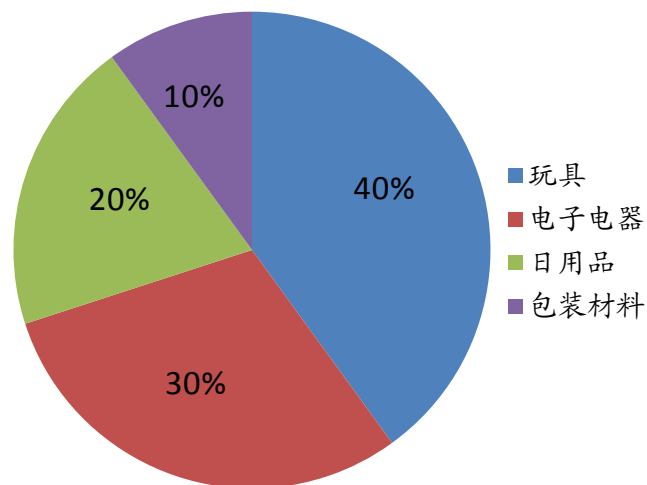
图表 4: 公司将全面覆盖不同年龄层次的消费群体



来源: 齐鲁证券研究所

- 同时, 公司收购汕头 SK 70% 股权, 完成上游产业链的延伸。汕头 SK 以 PS 原材料为主要产品, 其下游客户主要在玩具、电子电器、日用品和包装材料等方面。公司将致力于将其打造为聚合树脂的优质供应商。

图表 5: 汕头 SK 下游客户占比



来源: 齐鲁证券研究所

- 未来，公司将通过产业链的纵深发展以及完整的全覆盖的产品线，进一步发挥公司整体的协同效应，实现原材料业务、婴童用品和车模全方位的相互协同发展。
- 同时，公司未来发展除了对可行性较高的项目投入之外，行业内并购亦将成为公司后期发展壮大的一种方式。

## 婴童用品将成为公司未来重点发展项目

- 公司的超募项目 - 福建童车项目已于 2012 年 5 月投产，新增婴童电动用车 56 万台套，婴童学步车 38 万台套，为今年增长主动力之一。未来公司将实现婴童用品和车模的双轮驱动。
- 目前公司的产品已开发至第二代，与第一代产品相比，其尺寸大小及拆装方便程度均有较大程度提高，而仿真度较高是公司产品的突出优势。
- 在销售渠道建设方面，大概有 60% 的经销商与车模产品重合，同时由于产品外形尺寸较大，将主要以商超渠道为主，同时公司非常注重母婴渠道的开发与推广，将公司产品的玩具特性与婴儿用品特性进一步结合进行推广。
- 从销售市场方面来看，前期将主要以出口为主，公司预计其出口比例将达到 7 成左右，后期内外销比例将逐步维持在 4:6 左右。我们认为主要原因在于，与车模一样，公司产品具有高性价比的优势，海外市场对公司婴童产品更易接受，较国内市场来说开拓更易。
- 而国内市场，由于好孩子、群兴玩具等更早进入到婴童车市场的竞争对手存在，公司产品的市场开拓需花费更多的精力，同时公司产品高性价比的优势亦不复存在。从市场售价方面来看，好孩子的普通婴童车的市场售价普遍在 400 - 500 元/辆左右，而公司产品售价目前则达到了 1000 元，后期随着生产规模的扩大及市场开拓的需要，产品降价将成为大趋势。
- 目前公司婴童车的毛利率仅为 30% 左右，其主要原因在于工人熟练程度不高，产品次品率较高的原因，后期随着生产规模的逐步扩大，工人熟练程度的提升，将对公司产品的毛利率起到正面提升的作用。
- 我们预期下半年公司婴童产品的销售情况将明显好于上半年。

## 车模产品及其他信息

### 与美泰风火轮产品的比较

- 美泰主要取得了法拉利收藏车模的全球独家授权，法拉利在汽车品牌影响力方面是有目共睹的，因此美泰的车模产品亦在行业内具有较高的影响力。

- 而公司则是取得了宝马的独家授权,但宝马的品牌影响力则弱于法拉利,因此公司产品目前短时间内无法撼动美泰的车模产品。
- 从产品尺寸比例来看,美泰产品主要集中在两端(1:18和1:72)。其中1:18的产品毛利最高,而1:72产品则销量最大。公司主打产品的尺寸主要集中在1:12和1:14。
- 从主要销售市场来看,美泰产品主要集中在北美销售,而公司则集中在欧洲,因此暂时两者之间竞争冲突较小。

#### 对各渠道消费者的区分及内销市场细分占比

- 网络渠道购买者主要以车模爱好者为主,超市渠道购买者则主要以大人买给小孩的情况为主,车展会上的购买者则主要以汽车及车模发烧友为主,商场渠道购买者目前爱好者与小孩消费各占一半。
- 对于国内市场,公司目前则主要以北、上、广地区和其他地区进行细分,其销售比例大致为北、上、广地区大致占40%左右,其他地区占60%左右。

#### 盈利预测

- 公司未来业绩增长主要来源于募投项目产能的进一步释放及超募项目的投产。包括:“品牌车模生产基地建设项目”逐步投产至2013年2月完全投产,原产能为500万辆动态车模和220万辆静态车模的生产能力(已于2011年投产),新增产能为190万辆动态车模和70万辆静态车模生产能力,计划于2013年2月投产;超募项目-福建童车项目已于2012年5月投产,新增婴童电动用车56万台套,婴童学步车38万台套,为今年增长主动力之一;超募项目-收藏型车模项目将于2013年7月投产,该项目的投产促进公司将产业链延伸至车模的细分领域,新增产能为70万辆/年。
- 股权激励保证今年业绩保持较快增长。行权条件为:以2010年的净利润及营业收入为基数,2011-2012年相对于2010年的净利润增长率分别不低于38%和84%,2011-2012年相对于2010年的营业收入的增长率分别不低于33%和73%。据此计算,公司2011年、2012年净利润不低于7707万元、10276万元(2010年公司净利润为5585万元),每股收益分别不低于0.49元和0.65元方可行权。公司推出股权激励方案的具体方式为股票期权,行权价格为15.85元/股。
- 我们预计公司2012、2013和2014年的EPS分别为0.71、0.92和1.15元,对应的动态市盈率分别为23倍、18倍和14倍,给予公司2012年25-27倍PE,目标价为17.75-19.17元,维持“买入”的投资评级。

图表 6: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>444</b>	<b>634</b>	<b>899</b>	<b>1,056</b>	货币资金	301	203	295	457
增长率	36.9%	42.7%	41.7%	17.5%	应收款项	28	33	49	60
营业成本	-294	-415	-604	-708	存货	75	112	156	181
%销售收入	66.2%	65.4%	67.3%	67.1%	其他流动资产	16	33	28	36
毛利	150	219	294	347	流动资产	420	381	529	734
%销售收入	33.8%	34.6%	32.7%	32.9%	%总资产	44.5%	39.9%	46.5%	54.7%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-7	长期投资	89	89	89	89
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	356	394	407	389
营业费用	-44	-53	-75	-88	%总资产	37.8%	41.2%	35.8%	29.0%
%销售收入	9.9%	8.4%	8.3%	8.3%	无形资产	77	90	111	130
管理费用	-24	-38	-54	-53	非流动资产	523	574	607	608
%销售收入	5.4%	6.0%	6.0%	5.0%	%总资产	55.5%	60.1%	53.5%	45.3%
息税前利润 (EBIT)	79	124	160	200	<b>资产总计</b>	<b>943</b>	<b>955</b>	<b>1,136</b>	<b>1,342</b>
%销售收入	17.7%	19.5%	17.8%	18.9%	短期借款	102	0	0	0
财务费用	5	3	4	6	应付款项	53	50	77	95
%销售收入	-1.1%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	其他流动负债	18	21	30	37
资产减值损失	0	0	0	0	流动负债	173	71	107	132
公允价值变动收益	-3	0	0	0	长期贷款	6	6	6	6
投资收益	14	4	5	6	其他长期负债	0	0	0	0
%税前利润	14.5%	2.9%	2.8%	2.8%	<b>负债</b>	<b>179</b>	<b>78</b>	<b>114</b>	<b>138</b>
营业利润	94	131	168	212	<b>普通股股东权益</b>	<b>764</b>	<b>877</b>	<b>1,022</b>	<b>1,204</b>
营业利润率	21.1%	20.7%	18.8%	20.0%	少数股东权益	0	0	0	0
营业外收支	2	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>943</b>	<b>955</b>	<b>1,136</b>	<b>1,342</b>
税前利润	<b>96</b>	<b>133</b>	<b>171</b>	<b>214</b>					
利润率	21.5%	21.0%	19.0%	20.3%	<b>比率分析</b>				
所得税	-15	-20	-26	-32		2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>				
净利润	81	113	145	182	每股收益 (元)	0.512	0.714	0.917	1.148
少数股东损益	0	0	0	0	每股净资产 (元)	4.823	5.537	6.454	7.602
归属于母公司的净利润	<b>81</b>	<b>113</b>	<b>145</b>	<b>182</b>	每股经营现金净流 (元)	0.643	0.393	0.868	1.110
净利率	18.3%	17.8%	16.2%	17.2%	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
					<b>回报率</b>				
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>					净资产收益率	10.62%	12.89%	14.20%	15.10%
	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.60%	11.84%	12.78%	13.54%
净利润	81	113	145	182	投入资本收益率	13.89%	17.86%	21.12%	25.61%
少数股东损益	0	0	0	0	<b>增长率</b>				
非现金支出	16	14	19	21	营业总收入增长率	36.92%	42.69%	41.72%	17.47%
非经营收益	-10	-5	-7	-8	EBIT增长率	45.75%	57.65%	28.92%	24.90%
营运资金变动	15	-60	-19	-19	净利润增长率	45.25%	39.42%	28.38%	25.23%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>102</b>	<b>62</b>	<b>137</b>	<b>176</b>	总资产增长率	26.00%	1.26%	18.95%	18.17%
资本开支	184	62	50	19	<b>资产管理能力</b>				
投资	-84	0	0	0	应收账款周转天数	18.5	16.1	16.8	17.3
其他	-165	4	5	6	存货周转天数	87.4	96.5	94.3	93.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-434</b>	<b>-59</b>	<b>-45</b>	<b>-13</b>	应付账款周转天数	38.0	30.6	32.3	33.2
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	138.2	160.2	149.8	135.3
债权募资	101	-101	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他	-30	-1	0	0	净负债/股东权益	-25.53%	-22.58%	-28.40%	-37.59%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>70</b>	<b>-102</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	-16.7	-36.7	-40.8	-33.5
<b>现金净流量</b>	<b>-262</b>	<b>-98</b>	<b>92</b>	<b>162</b>	资产负债率	18.99%	8.16%	10.01%	10.30%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上



重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。