

## 星辉车模 (300043.SZ)

## 文化用品与娱乐行业

评级: 增持 维持评级

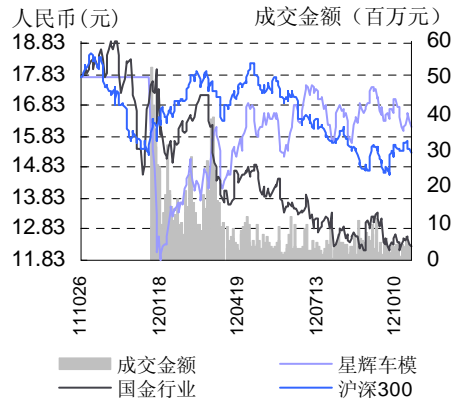
业绩点评

市价(人民币): 16.10元  
目标(人民币): 17.53-19.14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)	25.50
年内股价最高最低(元)	17.73/11.83
沪深300指数	2291.24



## 相关报告

- 《新产品和新渠道推动公司成长》，2012.9.4
- 《内销收入快速增长,婴童车模低于预期》，2012.8.27
- 《再获全球独占性授权印证公司竞争力和进取心》，2012.8.21

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

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

## 主营发展健康, 中介费用和财务费用影响业绩

## 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	0.695	0.949	1.201
每股净资产(元)	8.80	4.82	5.53	6.48	7.68
每股经营性现金流(元)	0.67	0.64	-0.18	0.27	1.11
市盈率(倍)	N/A	35.83	22.59	16.55	13.07
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%	35.74%	36.48%	26.62%
净资产收益率(%)	8.02%	10.62%	12.57%	14.64%	15.64%
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

- 星辉车模发布三季报: 2012年1-9月营业收入为7.0亿元, 同比增长115% (主要原因是从8月开始合并汕头SK报表); 归属于上市公司股东的净利润0.77亿元, 同比增长28.5%。

## 经营分析

- 扣除汕头SK影响后, 净利润增速低于预期:** 自报表合并日至报告期末, 汕头SK实现营业收入2.77亿元, 净利润584万元。若扣除汕头SK影响, 公司的可比营业收入增速为30%, 符合预期; 可比净利润增速为22% (扣除少数股东权益), 增速低于预期的27%。
- 车模业务收入增长良好, 毛利率提升:** 2012年1-9月车模营业收入同比增长29.5%, 低于上半年37%的收入增速, 表明第三季度车模收入增速降至10%左右。其中内销收入增长38%, 低于上半年的42%, 外销收入增长26%, 略高于上半年的24%。同时, 1-9月车模毛利率为35.6%, 同比提高0.6个百分点。收入增速下降、毛利率提高的原因是三季度为旺季, 产能瓶颈限制收入增长, 但同时公司可以挑选毛利率较高的订单。另外三季度基数高也是收入增速放缓的原因。内销收入增长来自渠道的推动, 外销收入的增长一部分来自新兴市场如东欧和俄罗斯, 另一部分来自新产品婴童车模 (目前婴童车模以出口为主)。
- 婴童业务因经验不足, 生产低于预期:** 1-9月婴童用品营业收入为1789万元, 第三季度收入约1千万元, 低于预期, 原因是公司生产经验不足, 为保证质量而放缓生产速度。该业务前三季度毛利率为30%, 与上半年持平。
- 大额中介费用支出令业绩低于预期:** 第三季度公司产生565万元资产重组中介费用, 令业绩低于预期。但该费用为一次性支出, 不影响后续经营。
- 受汕头SK并表影响, 存货、应收账款快速增加, 现金减少, 令财务费用由负转正, 预计将对公司业绩产生持续影响。**

## 盈利调整

- 我们认为, 尽管三季报受一次性中介费用的影响而低于预期, 但是公司的收入增长与毛利率均较稳健, 只是财务费用增加将减少利润, 因此对于传统业务维持今年收入预测, 小幅下调今后三年净利润预测。

- 对于汕头 SK 贡献的利润，我们根据三季报披露数据来预测今年业绩，同时按照利润承诺来预测明后年净利润。
- 由于今年公司从 8 月份并表，明年全年并表，因此明年合并报表的收入和净利润均有较快增长，而汕头 SK 受产能影响，收入增长较慢，令后年收入增速低于传统业务收入增速。
- 按照上述方法进行盈利预测后，我们预计合并报表 2012-2014 年收入为 11.5、20.8、23.8 亿元，同比增速 158%、81%和 15%，净利润为 1.10、1.50 和 1.90 亿元，同比增长 36%、36%和 27%，EPS 为 0.695、0.949、1.201 元。

### 投资建议

- 预计 2013 年净利润中，汕头 SK 贡献 0.23 亿元，传统业务贡献 1.27 亿元，我们给予传统业务 20-22 × 13EPS 对应市值 25.5-28.0 亿元，给予化工业务 10 × 13EPS，乘以股权比例后对应市值 2.29 亿元，合计市值 27.8-30.3 亿元，对应股价 17.53-19.14 元，维持“增持”评级。

图表1: 星辉车模利润表分析

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12 同比	1-3Q12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	186	140	326	241	461	702	228.8%	115.0%	扣除汕头SK影响后收入增速为30%，车模收入增长稳健，婴童产品低于预期。
	收入YoY		30%	38%	29.5%	228.8%	115.0%			受合并报表影响，车模毛利率同比上升，婴童车模毛利率与上半年持平。
利润表结构百分比	毛利率	32.2%	35.0%	33.4%	33.7%	17.3%	22.9%	-17.70	-10.48	
	-销售费用率	9.8%	9.6%	9.7%	8.5%	3.9%	5.5%	-5.68	-4.22	受合并报表影响。
	毛利率-费用率	22.4%	25.4%	23.7%	25.1%	13.4%	17.4%	-12.02	-6.27	
	-管理费用率	4.5%	4.9%	4.6%	6.7%	3.8%	4.8%	-1.11	0.14	受合并报表影响，有565万元中介费用。
	-财务费用率	-1.4%	-0.4%	-1.0%	0.2%	0.7%	0.5%	1.03	1.47	受合并报表及汕头SK运营特点的影响，预计将持续为正。
	-资产减值损失	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	-0.20	-0.04	
	公允价值变动收益	1.2%	0.3%	0.8%	-1.2%	0.3%	-0.2%	0.05	-1.02	
	+投资收益	0.2%	3.4%	0.0%	2.5%	-1.3%	1.4%	-4.73	1.35	广东树业贡献投资收益，合并报表影响。
	+营业外收支	0.3%	0.1%	0.2%	0.0%	0.6%	0.4%	0.50	0.17	
	=利润总额	19.7%	23.7%	21.4%	18.4%	9.9%	12.8%	-13.71	-8.54	
	-所得税费用	15.3%	12.9%	14.2%	11.8%	13.8%	12.8%	0.93	-1.33	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00		
归属于母公司所有者净利润率	16.7%	20.6%	18.4%	16.2%	8.2%	11.0%	-12.38	-7.39		
单季净利润及增速	净利润(百万元)	31.0	28.9	59.9	39.1	38	77	31.2%	28.5%	扣除汕头SK影响(考虑少数股东权益)，净利润增速为22%。
	净利润YoY		36%	78%	26.0%	31%	28%			

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
<b>主营业务收入</b>	<b>233</b>	<b>325</b>	<b>444</b>	<b>1,146</b>	<b>2,077</b>	<b>2,378</b>	货币资金	14	376	301	100	100	168
增长率	39.1%	36.9%	157.9%	81.2%	14.5%		应收款项	14	25	28	89	135	155
<b>主营业务成本</b>	<b>-160</b>	<b>-218</b>	<b>-294</b>	<b>-916</b>	<b>-1,743</b>	<b>-1,970</b>	存货	47	66	75	248	440	497
%销售收入	68.7%	67.0%	66.2%	79.9%	84.0%	82.8%	其他流动资产	4	10	16	31	55	62
<b>毛利</b>	<b>73</b>	<b>107</b>	<b>150</b>	<b>230</b>	<b>333</b>	<b>408</b>	流动资产	79	477	420	468	731	882
%销售收入	31.3%	33.0%	33.8%	20.1%	16.0%	17.2%	%总资产	48.3%	63.7%	44.5%	40.7%	49.4%	56.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>	长期投资	0	0	89	134	133	133
%销售收入	0.6%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	58	208	356	483	554	491
<b>营业费用</b>	<b>-18</b>	<b>-29</b>	<b>-44</b>	<b>-52</b>	<b>-75</b>	<b>-90</b>	%总资产	35.3%	27.8%	37.8%	41.9%	37.4%	31.4%
%销售收入	7.7%	8.9%	9.9%	4.5%	3.6%	3.8%	无形资产	27	63	77	66	60	55
<b>管理费用</b>	<b>-7</b>	<b>-23</b>	<b>-24</b>	<b>-44</b>	<b>-71</b>	<b>-83</b>	非流动资产	85	272	523	684	749	681
%销售收入	3.2%	6.9%	5.4%	3.8%	3.4%	3.5%	%总资产	51.7%	36.3%	55.5%	59.3%	50.6%	43.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>79</b>	<b>126</b>	<b>171</b>	<b>216</b>	<b>资产总计</b>	<b>164</b>	<b>749</b>	<b>943</b>	<b>1,152</b>	<b>1,479</b>	<b>1,563</b>
%销售收入	19.8%	16.6%	17.7%	11.0%	8.2%	9.1%	短期借款	30	1	102	105	151	0
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	应付款项	18	33	53	122	215	244
%销售收入	1.0%	-0.8%	-1.1%	0.4%	0.2%	0.1%	其他流动负债	7	10	18	40	75	85
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	流动负债	55	44	173	267	440	329
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	8	7	6	6	6	7
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.4%	14.5%	9.2%	6.7%	5.3%	<b>负债</b>	<b>63</b>	<b>52</b>	<b>179</b>	<b>273</b>	<b>447</b>	<b>336</b>
<b>营业利润</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>94</b>	<b>127</b>	<b>175</b>	<b>222</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>101</b>	<b>697</b>	<b>764</b>	<b>876</b>	<b>1,026</b>	<b>1,216</b>
营业利润率	18.6%	19.0%	21.1%	11.1%	8.4%	9.4%	少数股东权益	0	0	0	3	7	11
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>164</b>	<b>749</b>	<b>943</b>	<b>1,152</b>	<b>1,479</b>	<b>1,563</b>
<b>税前利润</b>	<b>45</b>	<b>65</b>	<b>96</b>	<b>131</b>	<b>179</b>	<b>227</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.4%	20.1%	21.5%	11.4%	8.6%	9.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>-33</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.8%	14.3%	15.2%	13.5%	14.0%	14.5%	每股收益	0.987	1.410	1.024	0.695	0.949	1.201
<b>净利润</b>	<b>39</b>	<b>56</b>	<b>81</b>	<b>113</b>	<b>154</b>	<b>194</b>	每股净资产	2.558	8.797	4.823	5.530	6.479	7.680
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	每股经营现金净流	1.197	0.665	0.643	-0.184	0.270	1.110
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>39</b>	<b>56</b>	<b>81</b>	<b>110</b>	<b>150</b>	<b>190</b>	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%	9.6%	7.2%	8.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	38.56%	8.02%	10.62%	12.57%	14.64%	15.64%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	23.78%	7.46%	8.60%	9.56%	10.16%	12.17%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	28.55%	6.56%	7.64%	10.99%	12.38%	14.93%
<b>净利润</b>	<b>39</b>	<b>56</b>	<b>81</b>	<b>113</b>	<b>154</b>	<b>194</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	36.60%	39.10%	36.92%	157.85%	81.25%	14.53%
<b>非现金支出</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	EBIT增长率	53.56%	16.62%	45.75%	59.95%	36.14%	25.91%
<b>非经营收益</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	净利润增长率	53.90%	42.95%	45.25%	35.74%	36.48%	26.62%
<b>营运资金变动</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>15</b>	<b>-164</b>	<b>-139</b>	<b>-46</b>	总资产增长率	42.09%	355.71%	26.00%	22.15%	28.41%	5.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>102</b>	<b>-29</b>	<b>43</b>	<b>176</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-36</b>	<b>-195</b>	<b>-184</b>	<b>-138</b>	<b>-95</b>	<b>35</b>	应收账款周转天数	15.4	19.0	19.5	25.0	20.0	20.0
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-84</b>	<b>-43</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	98.9	96.1	87.8	100.0	93.0	93.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-165</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	应付账款周转天数	28.8	31.9	38.0	35.0	32.0	32.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-36</b>	<b>-193</b>	<b>-434</b>	<b>-169</b>	<b>-83</b>	<b>47</b>	固定资产周转天数	87.0	131.6	180.3	127.6	91.7	75.1
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>563</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>9</b>	<b>-30</b>	<b>101</b>	<b>3</b>	<b>46</b>	<b>-150</b>	净负债/股东权益	24.22%	-53.57%	-25.53%	1.12%	5.39%	-13.18%
<b>其他</b>	<b>-13</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	EBIT利息保障倍数	19.5	-19.8	-16.7	26.0	39.0	61.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>503</b>	<b>70</b>	<b>-3</b>	<b>40</b>	<b>-155</b>	资产负债率	38.32%	6.92%	18.99%	23.71%	30.19%	21.50%
<b>现金净流量</b>	<b>7</b>	<b>362</b>	<b>-261</b>	<b>-201</b>	<b>0</b>	<b>68</b>							

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
买入	0	1	8	11	12
增持	0	1	8	11	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.50

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	增持	13.75	16.91 ~ 16.91
2 2012-03-13	增持	14.67	16.91 ~ 16.91
3 2012-04-24	增持	15.82	N/A
4 2012-07-31	增持	15.70	N/A
5 2012-08-21	增持	16.19	16.96 ~ 18.23
6 2012-08-27	增持	16.75	16.96 ~ 18.23
7 2012-09-04	增持	16.93	16.96 ~ 18.23

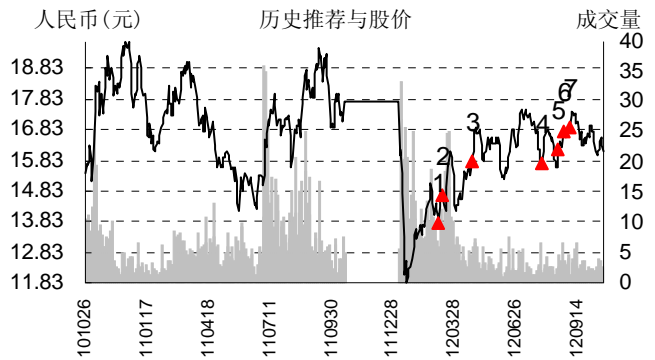
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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