星辉车模

品牌先行，专业立身

买入 **27%** ⬆

目标价格: 人民币 21.96

300043.CH

价格: 人民币 17.34

目标价格基础: 2013 年 26 倍市盈率

板块评级: 中立

星辉车模是国内最早最大的车模品牌制造商，内外销并举。星辉材料及树业环保助其完善产业链布局、抢占行业制高点。目前产能建设计划陆续落地，产品线布局基本到位，后续看渠道优化、营销发力。不考虑 2012 年资本公积转增实施，预计 2013-15 年每股收益约 0.88 元、1.14 元和 1.45 元，首次评级买入，目标价格 21.96 元。

支撑评级的要点

- **品牌优势持续，期待集成商角色。**近 30 个车模授权品牌数量居行业前列，内销市场中占首位。将尝试由生产制造商向品牌经营商转变，预计待宝马其他授权合同到期，全球独占性授权可带来切实利益和示范效应。
- **婴童车模量产，产品细分迎接更广阔的成长空间。**婴童车模真正进入产品成熟、订单增长的量产阶段，定位中高端，由年约 1,200 亿元的传统车模市场跨入年约 1 万亿元的婴童市场。2013 下半年收藏型车模基地建成达产将使其较快进入收藏型静态车模这一最稳定、最传统、更高端的约占全球车模 1/3 的市场。
- **营销体系完善，褒有渠道优化预期。**2012 年进一步完善了营销管理体系，建立专门的婴童营销团队和电商营销团队。面对国内零售渠道大变革，通过渠道下沉、加大直供、主动投入新兴渠道等提升渠道细分度和掌控度。同时，对海外分销渠道的深挖还将持续。
- **控制上游资源。**公司投资 28.5%的树业环保和 70%的星辉材料约为公司各带来 10%和 15%利润增厚。前者已经是主要包装物供应商，后续期待星辉材料在车模替代材料、原材料成本控制方面产生协同。

评级面临的主要风险

- 海外经济增长、国内零售渠道大环境变化、合成材料价格波动。

估值

- 预计 2013-15 年每股收益 0.88 元、1.14 元和 1.45 元，基于 2013 年 26 倍市盈率（相当于车模业务 27 倍、改性塑料及包装业务 20 倍），给予 21.96 元目标价，首次评级***买入***。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	8	(9)	10	-
相对新华富时 A50 指数	10	(10)	13	-

发行股数 (百万)	158.40
流通股 (%)	*37.95*
流通股市值 (人民币 百万)	1,042.22
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	7
净负债比率 (%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
陈雁升、陈冬琼夫妇	62.06

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 4 月 18 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	444	1,118	2,214	2,456	2,701
变动 (%)	*37*	*152*	*98*	*11*	*10*
净利润 (人民币 百万)	81	107	139	180	230
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.512	0.677	0.875	1.135	1.450
变动 (%)	*45.3*	*32.2*	*29.3*	*29.7*	*27.8*
市场预期每股收益 (人民币)			0.950	1.183	1.435
核心每股收益 (人民币)	0.472	0.662	0.875	1.135	1.450
变动 (%)	*47.3*	*40.2*	*32.2*	*29.7*	*27.8*
全面摊薄市盈率(倍)	33.9	25.6	19.8	15.3	12.0
核心市盈率 (倍)	36.7	26.2	19.8	15.3	12.0
每股现金流量 (人民币)	0.64	0.77	1.04	1.38	1.70
价格/每股现金流量 (倍)	27.0	22.5	16.6	12.6	10.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	27.0	18.0	10.3	8.5	7.3
每股股息 (人民币)	0.100	0.120	0.210	0.272	0.348
股息率 (%)	0.6	0.7	1.2	1.6	2.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品

冯雪
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022

目录

投资摘要.....3

公司概况.....4

品牌先行，专业立身.....8

产品细分迎更广阔成长空间.....13

深度分销，渠道优化.....15

向上游延伸，抢占制高点.....20

盈利预测及估值.....25

风险提示.....26

附录一、车模行业简析.....27

附录二、中国玩具及婴童产业简析.....30

研究报告中所提及的有关上市公司.....35

投资摘要

星辉车模是国内最早最大的品牌车模制造商，“Rastar”自主品牌车模、婴童及玩具产品远销海外近 120 个国家及地区，国内零售终端覆盖 4,000 余个。2011-12 年投资的树业环保及星辉材料为公司产业链延伸之举以抢占行业制高点。上市至今，产能扩张及产品线拓展几近完成，期待营销推广发力。不考虑 2012 年资本公积转增方案的实施，预计 2013-15 年每股收益约 0.88 元、1.14 元和 1.45 元，首次评级***买入***。

品牌意识强，期待集成商角色：2004 年至今获宝马、奔驰等 28 个高端品牌、300 多款车型授权，品牌数量在内销市场中占首位。通过重视知识产权保护、加大研发及工艺投入、产品线拓展、销售网络建设等，不断夯实品牌地位。财务上表现为好于同业的利润率和运营效率。2012 年获宝马全球独占性授权，产业链位置上移，预计待其他授权合同陆续到期，将为公司带来切实利益；同时期待示范效应，由生产制造向品牌经营的转变悄然发生。

婴童车模量产，产品细分迎接更广阔的成长空间：经过福建婴童基地 2011 年 9 月投产、产品研发至第三代、渠道拓展等，公司婴童车模产品真正进入成熟量产阶段，产品定位中高端，由传统车模市场（预计约 1,200 亿元）跨入婴童市场（预计国内 1 万亿元，童车 15-20%）。尽管儿童电瓶车是近年来新兴概念，占童车的比例仍较低，但家庭生活水平提升、汽车文化普及、仍在持续的生育潮及对“单独二胎”政策的猜想还将提升此市场的景气度。此外，2013 年下半年公司收藏型车模基地也将建成达产，将由“车模玩具化”的普及型动态车模进入收藏型静态车模这一最稳定、最传统、更高端的车模市场（预计约占全球 1,200 亿元车模市场的 1/3），也是公司多年来工艺提升、与厂商关系融洽的结果。

完善营销体系，渠道优化预期：2012 年公司进一步完善营销管理体系，按照产品线及渠道建立专门的婴童营销团队和电商营销团队。我们认为 2012 年内销增长放缓与国内零售渠道大变革有关，而公司由最早的省级区域代理制进一步拓展至渠道下沉、加大直供、主动发展电商、汽车 4S 店、汽车加油站便利店等新兴渠道等，渠道细分度和掌控度在提升，预计未来 1-2 年这一结构优化都将持续。2012 年俄罗斯等东欧及美洲市场增长超预期，大力发展渠道战略合作伙伴及大客户取得成效，预计对海外分销渠道的深挖还将持续。

控制上游资源：公司 2011 年参股广东树业环保科技公司 28.5%，是粤东知名包装物生产企业。2012 年完成对广东星辉材料公司 70%的投资，是国内前十的聚苯乙烯生产商。树业环保 28.5%股权和星辉材料 70%股权可为公司各带来约 10%和 15%的利润增厚。此外，树业环保已经为公司主要的包装物供应商，后续期待星辉材料在车模产品的塑胶替代材料、原材料成本控制方面做贡献。

风险提示：内销市场存在国内零售渠道大环境变化挑战，外销方面或虑及海外经济影响，公司原材料业务并不是内部消化的概念，存在跨业经营、原材料价格波动风险。

公司概况

广东星辉车模股份有限公司（简称星辉车模）是全球小有名气（粗估市占率0.4%）、国内最早最大的品牌车模制造商。2005年由塑胶玩具制造商转型为宝马6系直接授权车模制造商，逐渐在全球范围内生产、销售“Rastar”自主品牌的所有常规比例的动态塑胶车模，覆盖近30个汽车品牌、300余款车型，外销占比约60-70%。伴随与汽车厂商关系积累、自身技术工艺及销售网络升级，成功切入婴童动态车模和静态合金车模市场，将分享婴童及收藏车模细分市场景气，同时已初步完成对上游原材料控制，夯实竞争力。

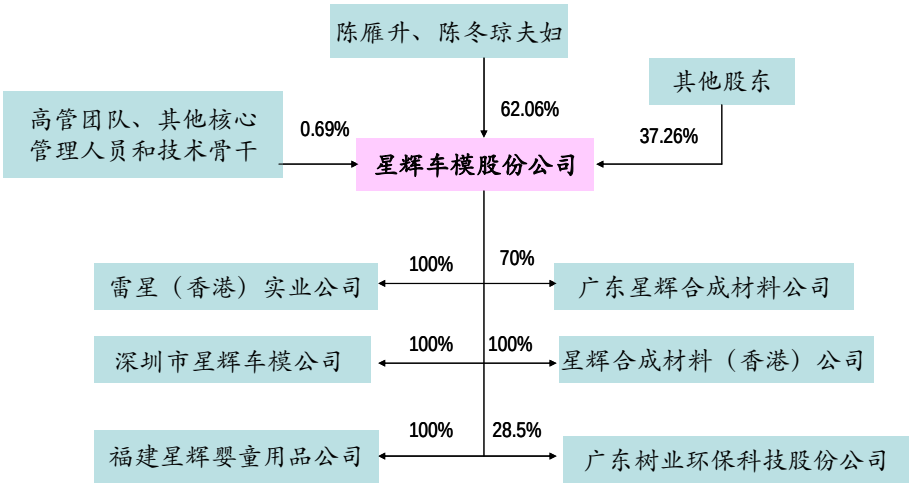
历史沿革

公司前身广东星辉塑胶实业有限公司成立于2000年5月31日，创始人陈雁升及其妻陈冬琼各持50%。2002、07、08年间三次增资，2008年5月整体变更为股份公司。2010年1月20日在创业板成功挂牌上市，发行1,320万股达5,280万总股本，创始人陈雁升夫妇合计持股62.06%。2010年中期和年末分别实施了10转增5和10转增10，当期总股本为15,840万股。2012年拟10转5。

2011年6月首次股权激励计划，310万份期权覆盖67位员工

2011年6月，公司实施管理层首次股权激励计划，310.0692万份覆盖7位董监高及61位核心业务人员和技术骨干（董监高人均9.2万份、业务人员人均4.0万份）。行权要求2011-12年营业收入比2010年分别增长33%、73%——同比增长33%、30%，扣非后净利润比2010年分别增长38%和84%——同比增长38%、33%，公司2011-12年均达到行权条件。2012年6月10日首次授予35%期权，若未考虑2012年资本公积转增的实施，除权除息后行权价为15.85元/股。

图表1. 截至2012年末股权结构图



注：高管及业务骨干团队于2012年6月第一次行权

资料来源：公司公告、中银国际研究

战略目标

专业化、品牌化特色鲜明，初步完善产业链布局

星辉车模历年来专注于车模产品研发和品牌建设，同时以深度分销、渠道细分的策略较快完成内销市场扩大，专业化、品牌化、差异化的发展思路清晰，以成为国际知名的车模行业龙头企业和强大品牌商为目标。2012年报披露通过着眼于产品线、产业链及市场三方面，“2013年，公司将继续完善‘车模业务、婴童用品业务、原材料业务’三个战略业务单元协同发展的架构，并积极寻求各种业务机会，提升自身盈利水平。”

主业构成

2012 年公司实现营业收入 11.18 亿元，其中剔除原材料业务外的收入达 5.52 亿元；归于母公司净利润 1.07 亿元。2006-09 年营业收入、净利润、扣非后净利润年均复合增速分别为 54%、80%和 78%；相应地，2008-11 年为 38%、47%和 44%。2012 年 4 个季度的营业收入分别同比增长 29%、30%、229%（粗略估计剔除星辉材料并表影响后为 31%）和 253%（粗略估计剔除星辉材料并表影响后为 8%），净利润分别同比增长 35%、20%、31%（粗略估计剔除星辉材料并表影响后为 23%）和 43%（粗略估计剔除星辉材料并表影响后为-22%）。2013 年 1 季度公司收入增长 349%（母公司报表收入增长 19%），净利润增长 21%（原材料业务影响极小）。

自主品牌车模占比提升推动综合毛利率提升

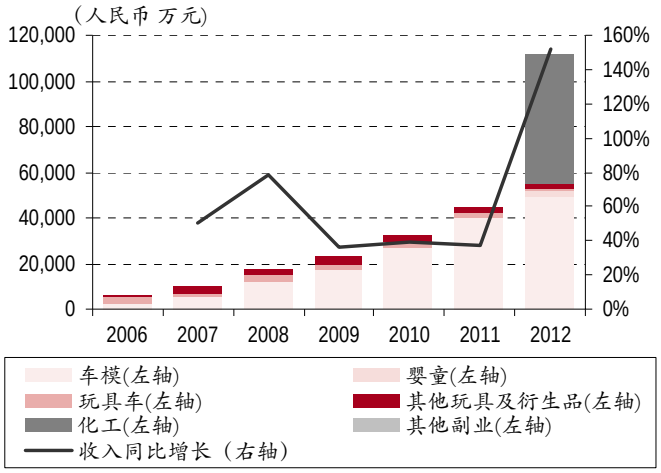
车模产品收入占比由 2006 年的 30%升至 2012 上半年的 90%，毛利占比由 2006 年的 42%升至 2012 上半年的 92%，印证专业化发展思路。同时受益于高毛利率的车模产比占比提升和成本控制，公司近 6-7 年原有车模、婴童及玩具业务毛利率持续提升至 35%。其中，伴随婴童车模产品逐渐成熟和销售逐渐放量，下半年婴童用品毛利率显著好于上半年。

内销占比提升，但欧洲仍是最重要的市场之一

车模、婴童及玩具业务的内销占比由 2006 年的 15%升至 2012 年的 31%，毛利占比由 2006 年的 12%升至 2012 年的 30%。2012 上半年的境外市场中，欧洲、亚洲、美洲、香港、非洲和大洋洲收入各占 42%、11%、8%、5%、0.23%和 0.18%，毛利各占 46%、10%、8%、4%、0.23%和 0.12%。得益于对海外渠道拓展的主动加强，下半年俄罗斯等欧美市场销售加快。

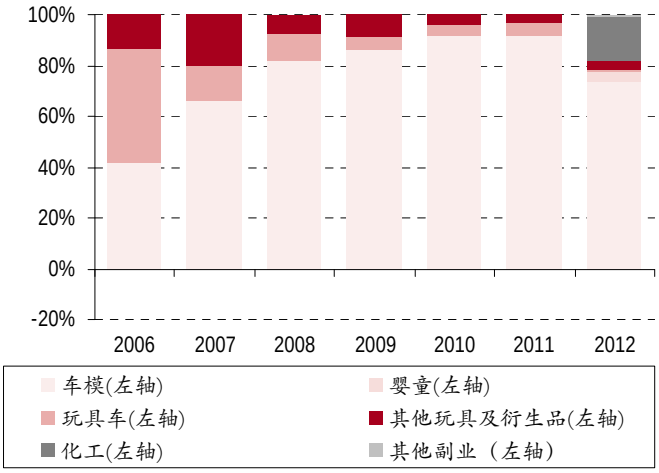
星辉材料于 2012 年 8 月开始并表，贡献 5.66 亿元收入和约 1,800 万元净利。下半年随化工原材料价格波动而及时调整业务结构，录得较高利润率。

图表 2. 2006-12 年收入构成及增速



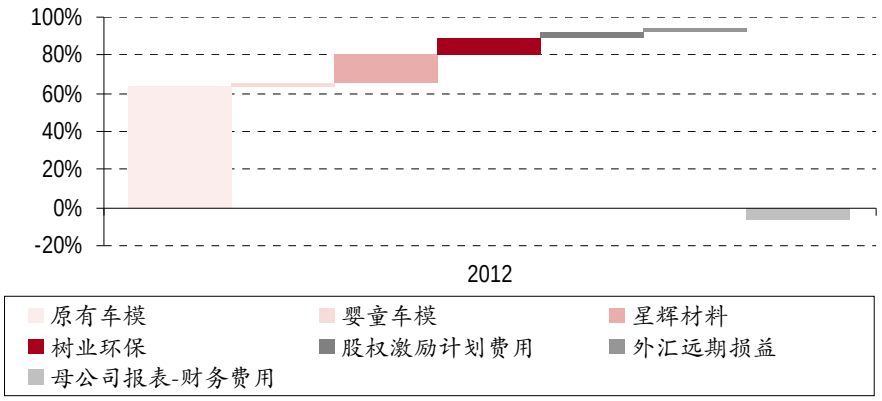
资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 3. 2006-12 年毛利构成



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 4. 2012 年公司净利润构成



资料来源：公司数据、中银国际研究估算

公司 2012 年销售 1152 万具车模产品，同比增长 17%，产销率 101%；销售 407 万具婴童及其他玩具产品，同比下滑 25%，产销率 123%，其中婴童车模近 6 万具。公司 IPO 约募得 5.63 亿元净额，主要用于产能扩张等。2011 年和 2012 年分别投入 2.16 亿元和 5,985 万元，目前仅剩收藏型车模项目在建。伴随产能扩张及新产品推出计划陆续落地，预计市场推广将发力。

图表 5. 募投项目进展

(人民币，万元)	总投资	新增投入				预定可使用时间	期末累计进度
		2010	2011	2012	13 年 1 季度		13 年 1 季度
募投:							
品牌车模生产基地	13,299.20	9,769.41	3,370.10	273.76		2011 年 9 月 10 日	100.86%
超募:							--
福建婴童车模制造基地	13,000.00	4,559.65	6,684.41	1,978.94		2011 年 9 月 1 日	101.72%
品牌车模生产基地-追加投资	7,968.00		5,460.17	2,509.88		2013 年 2 月 28 日	100.03%
品牌车模生产基地-收藏型车模	5,546.16		1,584.76	1,222.05		2013 年 7 月 28 日	67.10%
购买陈雁升厂房	4,657.71	4,756.63	0	0	914.83	2010 年 4 月 30 日	102.12%
归还银行贷款	3,000.00	3,000.00	0	0		2010 年 2 月 1 日	100%
补充流动资金	8,476.29	4,000.00	4,476.29	0			100%
合计		26,085.69	21,575.73	5,984.63	914.83		
剩余募集资金		29,484.29	7,908.56	1,923.93	1,009.10		

资料来源：公司公告、中银国际研究

与玩具、婴童耐用品同业相比，公司业绩增长、产品利润率及运营效率居于前列。

图表 6. 公司车模、婴童及玩具业务之可比公司 2012 年财务指标

公司代码	公司简称	收入	同比增长	净利润	同比增长	扣非后/核心业务净利润	同比增长	内销收入占比	综合毛利率	其中：	应收账款周转率	存货周转率	加权平均净资产收益率
		人民币亿元	*(%)*	*人民币亿元*	*(%)*	*人民币亿元*	*(%)*	*(%)*	*(%)*		*(%)*	*(%)*	*(%)*
300043.CH	星辉车模	11.18	152	1.07	32	1.05	38	66	21	车模 35.4%; 婴童用品 31.8%	38.5	8.3	13.3
	-母公司	5.51	26	0.87	10			30	33		21.4	4.4	10.9
002348.CH	高乐股份	3.92	11	0.64	(27)	0.65	3	15	29.7	电动车 35.8%; 线控仿真飞机 37.5%	3.0	3.9	5.7
002502.CH	骅威股份	4.49	(7)	0.43	(11)								5.0
002575.CH	群兴玩具	5.05	2	0.44	(17)	0.40	(22)	49	23.3	电动车 23.0%	9.2	3.1	5.0
002292.CH	奥飞动漫	12.91	22	1.81	37	1.71	39	83	38.1	非动漫玩具 33.1%; 婴童用品 43.6%	7.5	2.6	12.8
		港币亿元		港币亿元		港币亿元							
1086.HK	好孩子国际	45.54	16	1.83	3	1.69	67	29	19		5.5	5.6	10.5

注：骅威股份 2012 年报尚未披露

资料来源：公司数据

品牌先行，专业立身

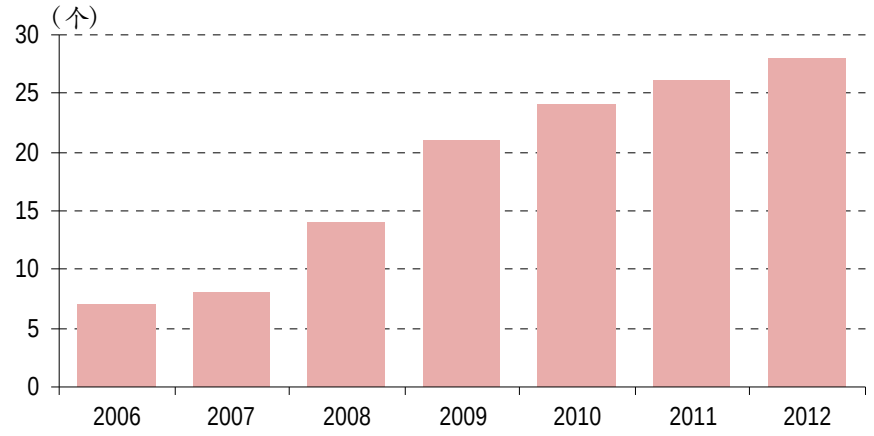
汽车品牌往往是大众消费者甄别、挑选车模产品的首选标准[1]，车模品牌授权之多寡及续约率可作为授权商竞争力的评判标准之一。星辉多年来品牌意识强，专业度不断提升，与汽车厂商、产业链上下环节的合作亦不断增加。

品牌优势

授权品牌不断增加，“中高端品牌”策略

公司六、七年间车模主业收益翻六番的增长背后是授权品牌的持续丰富——目前是国内及香港地区直接正版授权最多的车模授权商之一。自 2004 年首次尝试申请宝马授权起，截至 2012 年末共获 28 个品牌、300 多款车型授权，上半年增 2 家。从 2009-2012 上半年列表可知，宝马、奔驰、奥迪、日产等主流品牌的续约率达 100%。多签约中高端外资品牌，2010 年上市后继续新增通用、丰田、雪弗兰、菲亚特等主流品牌，同时新增阿斯顿马丁、法拉利、保时捷、阿尔法罗密欧等顶级跑车、豪车品牌，新增川崎知名摩托车品牌。若汽车爱好者对车模产品的需求若与品牌文化、消费能力成正比，而汽车品牌对文化培养的重视度也与品牌等级成正比，则星辉车模无疑相对受益于其对中高端品牌紧紧跟随的授权策略。通常授权费按产品销售额的 4-12%缴纳，公司近年来授权费用占产品收入的比重约 6-7%。

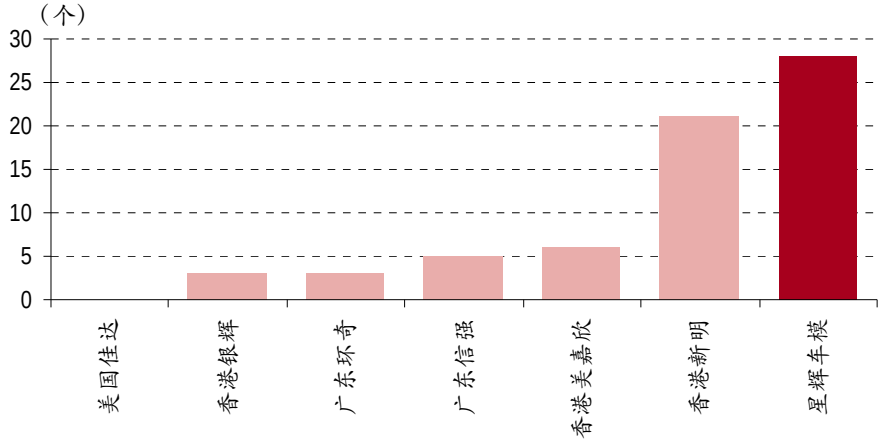
图表 7. 2006-12 年公司车模授权品牌数增长



资料来源：公司数据

[1] 若从车模收藏者角度出发，可按汽车品牌、制造商品牌、模型比例等标准来收藏。

图表 8. 内销市场主要电动玩具车类品牌授权数



资料来源：网络信息、中银国际研究

图表 9. 截至 2012 年 6 月末公司车模授权品牌列表

授权品牌	截至 2009 年末	截至 2011 年末	截至 2012 年 6 月
奔驰	Y	Y	Y
宝马	Y	Y	Y
宝马 MiniCooper	Y	Y	Y
奥迪	Y	Y	Y
路虎	Y	Y	Y
日产	Y	Y	Y
英菲尼迪	Y	Y	Y
雷克萨斯	Y	Y	Y
福特	Y	Y	Y
林肯	Y	Y	Y
悍马	Y	Y	Y
凯迪拉克	Y	Y	Y
兰博基尼	Y	Y	Y
沃尔沃	Y	Y	Y
本田	Y	Y	Y
捷豹	Y	Y	Y
三菱	Y	Y	Y
标致	Y	Y	Y
大众	Y	Y	Y
丰田	Y	Y	Y
克莱斯勒	Y		
阿斯顿• 马丁		Y	Y
通用		Y	Y
保时捷		Y	Y
雪佛兰		Y	Y
法拉利		Y	Y
川崎		Y	Y
菲亚特			Y
阿尔法• 罗密欧			Y

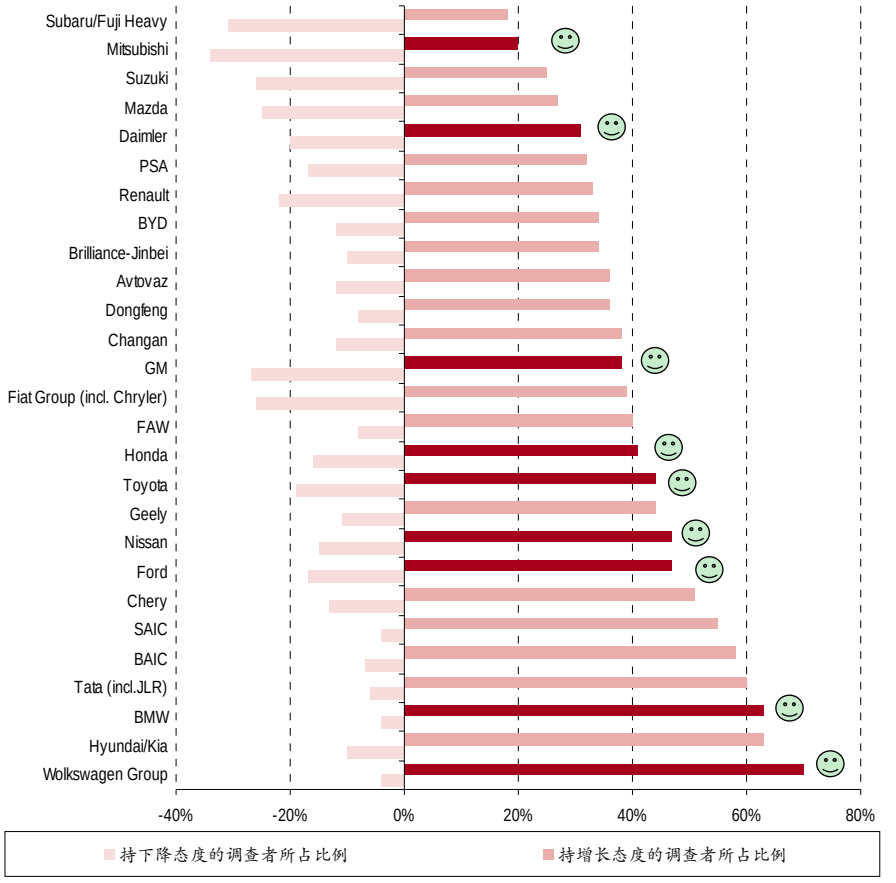
资料来源：公司资料

图表 10. 截至 2011 年末的 20 世纪 90 年代以来全球最热卖车型

排名	车型	公司已有车模
1	Ford F-Series	
2	GM Full-Size Pickups	
3	Dodge Ram	
4	Mercedes S Class	
5	BMW 5 Series/X5	√
6	BMW 3 Series	
7	Mercedes E Class	
8	Lexus RX SUV	
9	Jeep Grand Cherokee	
10	Honda Accord	√
11	Porsche 911	√
12	Toyota Camry	√

资料来源："Cash cows: The most profitable vehicles ever", 2011，中银国际研究

图表 11. 2016 年全球预期增长最快的汽车厂商



注："笑脸"表示与星辉有合作的厂商

资料来源：2012 年全球汽车业高管调查，KPMG，中银国际研究

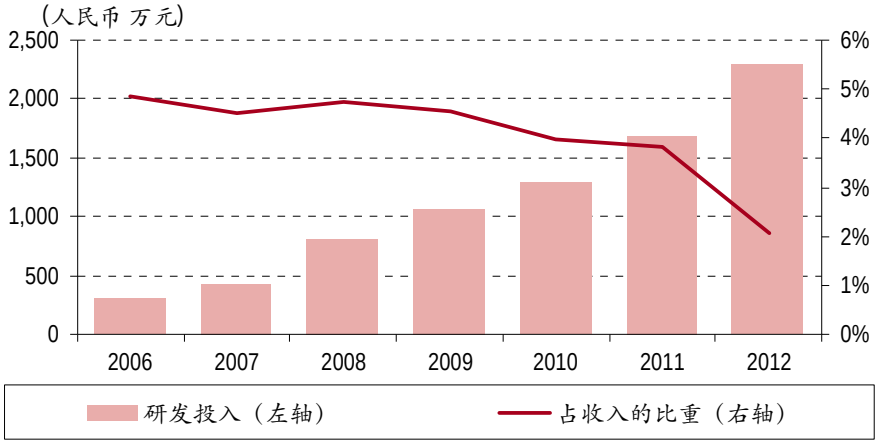
我们认为，汽车厂商车模授权或看重知识产权保护、工艺、供货周期、产品类型、销售网络及等方面。星辉的知识产权保护体系、技术工艺较为成熟，而产品研发持续推进，销售网络拓展是近年的重点之一。

图表 12. 车模授权要点简析

标准	具体描述	星辉
诚信	顶级车模制造不排除共用真车模型图纸的可能，防止流向竞争对手	设立了知识产权部，对知识产权和商业秘密等方面的保密义务作严格的规定
工艺	要求原车展现	国内唯一一家车模行业的省级企业技术中心，拥有 SLA 激光快速成型、“研发仓库”组件系统集成和精细模具制造等技术和先进设备
供货周期	以新品推广为目的授权与生产，要求同步甚至提前	研发周期近乎为同业 1/3 时长
产品类型	可分为静态、动态，动态中按动力细分；可分为木头、合金、塑胶等材质；可分为各常规比例	由最初的普及型塑胶动态车模逐渐拓展至静态车模，将区分为普及型和收藏型；新拓展婴童电动车模，以高端品牌授权、高度安全性等较高姿态切入市场；2012 年共推出 36 款车模新产品和 5 款婴童用品新产品，完成产品改良 113 款。2013 年 1 季度推出了 8 款车模及婴童用品新产品，完成产品改良 57 款
销售网络	助力品牌宣传推广，完成品牌告知覆盖度	按产品及渠道建立细致完备的营销管理体系，深度分销以覆盖一线及省会城市百货卖场，后续期待渠道下沉，亦积极拓展电商新兴渠道，开发 4S 店、加油站等特定通路； 截止 2012 年末，海外覆盖 119 个国家或地区，255 家合作伙伴，国内零售终端 4,100 家，其中直销大卖场终端 647 家，经销商代理卖场终端 762 家，加油站终端 2,111 家，其他零售终端 580 家；另有电商合作伙伴 30 家

资料来源：中银国际研究

图表 13. 2006-12 年公司研发投入金额



注：2009 年数未披露，参照 2009 年 1-9 月比重估算

资料来源：公司数据

集成商角色渐显

未来 5-10 年的全球汽车产业链协作系统将显著扩大，来自环保、社会结构变化、消费者行为变化等方面的原因使汽车厂商及其合作伙伴必须响应制作、购买、分销及售后服务等方式的动态变化。[2]我们认为，汽车模型被作为品牌建设、新品推广（往往由市场部对外授权）的组成部分，对品牌授权及衍生体系的规整符合这一趋势。

[2] *引自 IBM《2020 年的汽车行业——守得云开见月明》*

预计宝马全球独占性可转授的授权合同将自2014年起为公司带来份额和地位的双提升

2011年9月，公司公告旗下全资子公司香港雷星与宝马签署6年“全球独占性可转授的授权合同”——由授权制造商向授权运营商转型。按合同约定，雷星可在全球范围内生产及销售宝马全系列汽车所有常规比例的遥控玩具车、塑料玩具车（不包括电瓶车、脚踏童车或推车），同时可转授权予第三方。我们估计，由于既存合同多为3年期，则2013年后宝马其余原有的动态车模授权商续约需与雷星签约。一方面，公司占宝马品牌车模授权市场的份额有望直接提升，另一方面，雷星有望为宝马在全球内梳理动态车模授权体系，产业链位置向上。

除此之外，我们预计公司也将逐渐尝试为顶级/高端汽车品牌打造类似于BMW Lifestyle系列的衍生品：以自身资质及信用担保联接汽车厂商与国内服装等非车模类制造商，集成商角色渐显。尽管此番尝试在短期内难以改变目前由车模实物制造销售的利润支撑格局，但在中长期内可有效推动公司品牌价值变现，亦进一步夯实公司竞争地位。

产品细分迎更广阔成长空间

上市后，产能扩张建设推进，产品线扩充目标逐渐达成。目前产品布局包括动态车模、静态车模、婴童车模、婴童自行车、儿童汽车安全座椅等。

婴童车模

若将由最早塑胶玩具的生产转为车模制造定义为“玩具车模化”，则星辉上市后新开发婴童动态车模则为“车模玩具化”——瞄准了特定消费群和新市场。

婴童电动车模为近年来的新兴概念，而国内儿童汽车安全座椅市场快速增长

中国婴童用品市场过万亿，年均增长预期 15%，其中约两成为童车。根据好孩子国际招股书资料估算，2009 年儿童电动玩具车即占童车的两成以上，而近年来才兴起仿真车概念，其中正版授权及用料、设计等划分出厂家进入门槛。此外，万亿市场中，儿童汽车安全座椅市场份额估计不及 0.1%，国内乘用车存量市场超过 5,000 万辆，但儿童汽车安全座椅的使用率不超过个位数。伴随有车家庭安全意识和购买力的提升以及国标实施，目前好孩子等国内制造&品牌商的儿童安全座椅产品在中国市场的年增速在 100-200%。

项目进展及增长预期

婴童车模产品渐成熟，进入量产阶段

公司超募之“福建婴童车模制造基地项目”于 2010 年 3 月末获董事会通过，4 月下旬获股东大会通过，4 月末成立全资子公司福建星辉车模制造公司（后更名为福建星辉婴童用品公司）。一期投资约 1.3 亿元，产能规划婴童电动用车 56 万台套、婴童学步车 38 万台套，2012 年 5 月末竣工。通过租用厂房试产，产品在 2011 年 11 月首次投放市场。目前产品研发至第三代，在儿童体验、人体工程学方面改进以迎合市场需求。产品成熟带来订单的大幅增长。截止 2012 年末，公司婴童产品海外经销商 74 家，其中 23 家与车模产品重合，建立了专门的婴童渠道营销团队。

2012 年婴童车模、儿童汽车安全座椅等婴童用品实现 2,900 多万元收入，毛利率 32%，项目收益 268 万元，福建星辉婴童用品公司净利润 186 万元。年内共销售 5.98 万台婴童车模（估计产能利用率约 10%），平均出厂价约 500 元。我们预计 2013 年出货量、收入及利润贡献均有望翻两番左右。

产品概况

婴童车模中高端定位，强调正品授权及安全设计

通过电商平台、丽家宝贝直购目录等可知，公司婴童电动车模的品牌主要包括兰博基尼、奔驰、宝马、沃尔沃等。除正品授权外，强调“电子缓动技术”、“蓄电池自动断电”、“仿真车轮”、“三点式仿真儿童安全带”、“四通道遥控装置”等安全卖点。经销商及官方产品售价从 800 多至 1,380 元不等，在“品牌授权仿真电瓶车”品类中属中高端（淘宝其他品牌普遍在 300-600 多元；好孩子 1,000-2,000 多元，个别限量版 6,000 多元——宝马 Mini、奥迪、奔驰等；快乐年华 1,000-1,300 元——捷豹、兰博基尼、路虎、奔驰、奥迪、沃尔沃、福特等；群兴 600-1,100 元——奔驰、宝马等）。

星辉儿童汽车安全座椅网络售价在 200-1,300 元，宣传中称产品指标达到或超过欧洲 CE R44/04，中低端定位（好孩子儿童汽车安全座椅售价约 200-2,400 元，Concord、Britax 等进口品牌国内售价在 2,000-6,000 元）。

静态合金车模

公司超募之“品牌车模生产基地收藏型车模项目”于 2011 年 7 月末董事会决议通过，计划总投资 5,546.16 万元，截至 2012 年末累计投入 2,806.81 万元，工程进度 51%，预计在 2013 年下半年正式验收达产。计划年产能 70 万具。

产品概况

产品品牌逐渐丰富，主流比例，现售产品多为中低价位，性价比高，后续有档次/单价提升的预期

京东商城 2013 年初可搜到约 90 款星辉 Rastar 合金车模产品。品牌包括兰博基尼、沃尔沃、奔驰、奥迪和宝马（包括 Mini）。比例涉及 1:18、1:20、1:24、1:43 汽车模型和 1:9 宝马摩托车模型。价格区间在 40-238 元。配送渠道包括京东、名车荟萃（车模经销商）、诺宝玩具（玩具经销商）、金色童年玩具专营店（玩具文具经销商）等。

公司产品之汽车品牌逐渐丰富，主流比例，价格较低，性价比高。但目前的产品构成尚难以支撑常见的“品牌型”、“车系型”、“价格型”、“比例型”等收藏类型。此外，与外商相比，作为市场后进入者，星辉仍在采取价格优势策略。以兰博基尼雷文顿为例，AutoArt 1:18 京东售价为 741 元，Burago 1:18 的 207-279 元，Burago 1:24 的 99 元，星辉 Rastar 1:20/1:24 的 75 元。结合消费者对产品工艺的评述可知，已建立“性价比高”的形象。同时预计公司静态合金车模产品存在档次及单价提升的可能。

拓展缘由

海外传统稳定、国内新兴的市场定位，也受益于自身工艺提升、与汽车厂商关系融洽

我们认为，公司成功切入静态车模市场是市场拓展、(模具准确度、喷漆、内饰等)工艺不断提升、与厂商关系逐年融洽的结果。

自 1914 年福特首次引入 T 型车模型“买一送一”起，静态车模（木质、合金等材质）产品形态占据传统主流车模市场，可选消费之收藏属性强，重传统，重工艺（原车展现：手工制作、零部件数量等），中高端产品单价高，最高有 20%的配件消费空间，进口收藏型车模国内经销商声称 1 年有望收回投资。静态车模收藏型消费者普遍消费能力较高，价格敏感度低——一方面注重汽车文化，另一方面相对能抵御经济波动对车模消费的影响。全球车模市场规模 1,200-1,300 亿人民币，静态车模市场约占 1/3。中国车模收藏热大约始于 20 世纪 90 年代后期，估计年规模约占全球的 1/10，国内收藏者达百万人。收藏型车模消费市场扩张轨迹，几乎与豪车、高端车消费路径一致：集中于一线、省会城市。未来若干年，显著快于海外的经济增长、汽车消费增长、汽车文化普及等仍会是国内收藏型车模消费继续升温的根本推动力。

深度分销，渠道优化

公司始终采取积极的市场推广和渠道建设策略，目前基本建立起随产品线、区域市场细分的营销管理体系。我们认为，由于代理分销占比仍然最大，短期内或继续受国内零售渠道大环境变化的影响，但公司深度分销体系及对新兴渠道的加大投入值得肯定。

海外市场

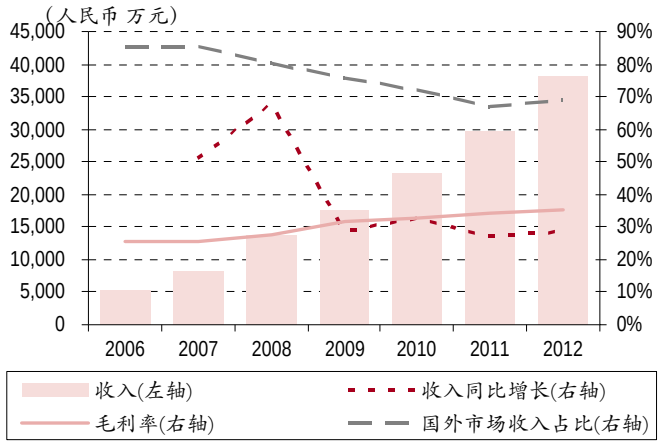
海外市场发展战略性渠道合作伙伴及大客户，仍有很大发展空间

我们认为，发展战略性渠道合作伙伴及大客户是海外市场拓展的主要方式。香港雷星全资子公司成立于 2005 年，它作为公司车模授权费支付窗口和海外市场拓展窗口，在 2010 年实现了对大部分香港贸易商代理客户的直接转化。2011 年公司加强对优秀渠道战略合作伙伴的拓展以巩固市场份额。2012 年进一步深挖，市场份额提升。2012 年末，公司海外覆盖国家及地区由 2009 年的 47 个增加至 119 个，年均增加 24 个。

2012 年，公司车模及玩具主业境外市场营业收入 3.82 亿元，同比增长 28%，2006-12 年年均复合增速约 38%。整体毛利率水平逐年提升至 2012 年的 35%，除对原材料成本的成功控制外，更体现了市场份额、品牌竞争力及渠道合作的稳步增强。2012 年香港雷星从母公司拿货约 6,879 万元，同比增长 26%，公司盈利 200 万元。

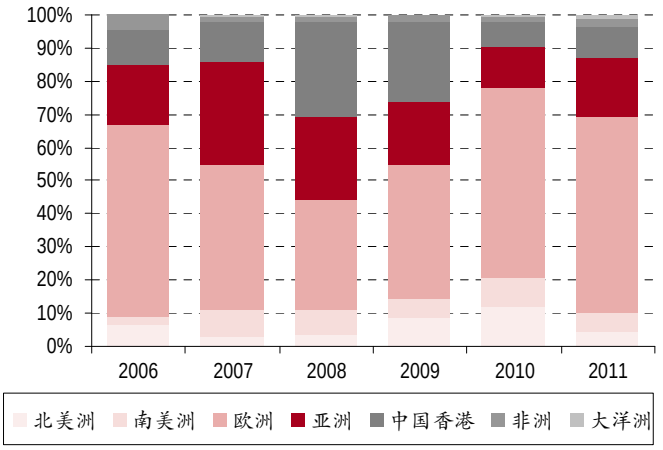
2012 年境外市场收入比重上升表明去年外销显著快于内销，车模玩具主业的海外经销商客户从 2011 年的 169 家增加到 2012 年的 255 家（婴童 74 家、车模 204 家，部分重合——表明婴童有效利用了原有渠道资源且有新拓展）。估计核心经销商年采购额 1,000-3,000 万元，其中意大利奕思公司 2012 年突破 3,400 万人民币。核心及稳定供货的经销商梯队稳定，粗略估计经销商销售占比占 5-6 成。单以车模产品论，若除中国外的全球车模市场约 1,100 亿元，则星辉 Rastar 品牌占有约 0.3%的海外份额，经销商网络深挖空间仍然很大。若虑及新发展的婴童车模，因为公司婴童业务起步仅一年半且全球婴童用品市场巨大，所以增长空间更大。

图表 14. 2006-12 年公司车模及玩具海外市场规模



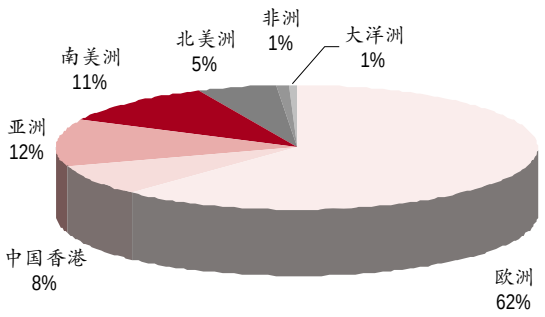
资料来源：公司数据

图表 15. 2006-11 年公司车模及玩具海外市场收入构成



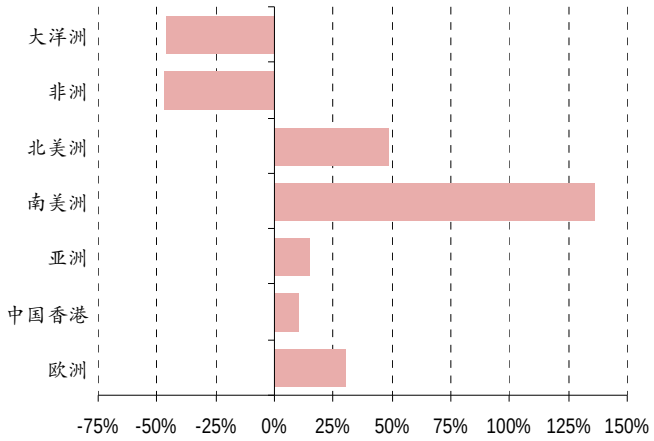
资料来源：公司数据

图表 16. 2012 年公司车模海外市场收入构成



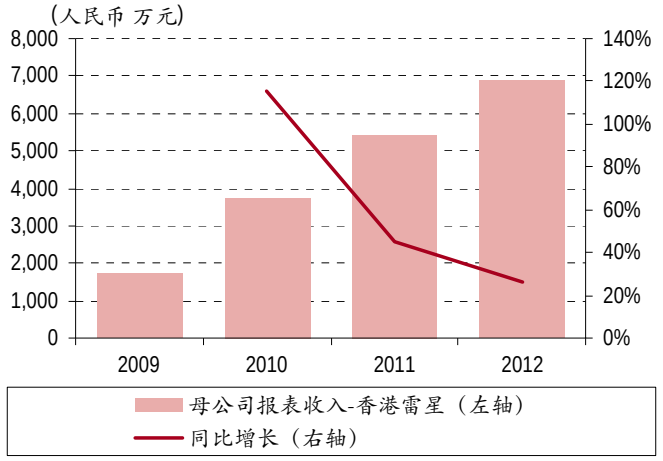
资料来源：公司数据

图表 17. 2012 年公司车模海外市场增速



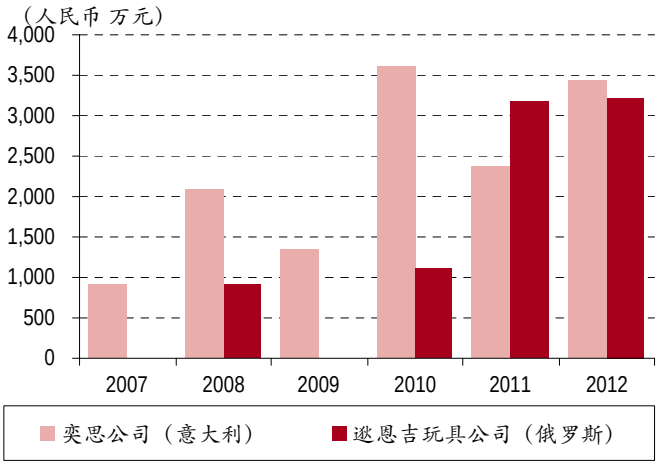
资料来源：公司数据

图表 18. 2009-12 年香港雷星在母公司的采购规模



资料来源：公司数据

图表 19. 2007-2012 年公司两大经销商采购规模

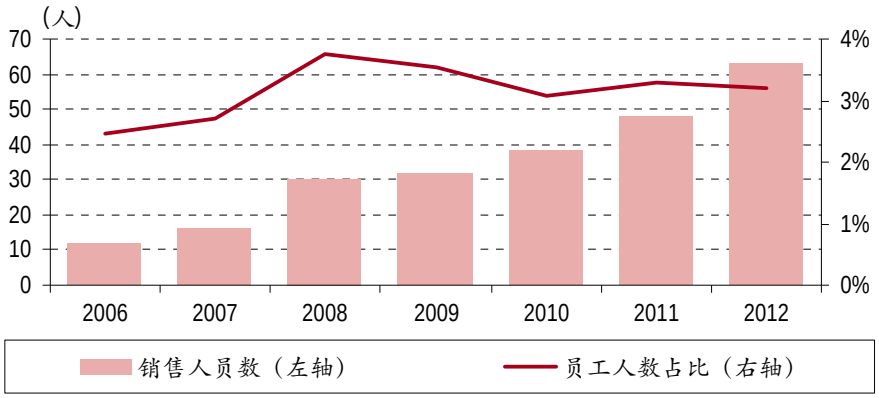


注：部分年份未披露

资料来源：公司数据

针对海外市场，国际性的玩具展、礼品展、小商品展、中小企业博览会及车展成为重要桥梁，公司由过去的无品牌形象参展和贸易出口转变为自主品牌参展及出口。同时，婴童车模等产品研发加强以迎合或主导市场需求、营销人员培训加强等也有助于市场拓展。虑及海内外整体市场，2008、2011-12 年公司销售人员规模扩充明显。

图表 20. 2006-12 年公司销售人员规模



资料来源：公司数据

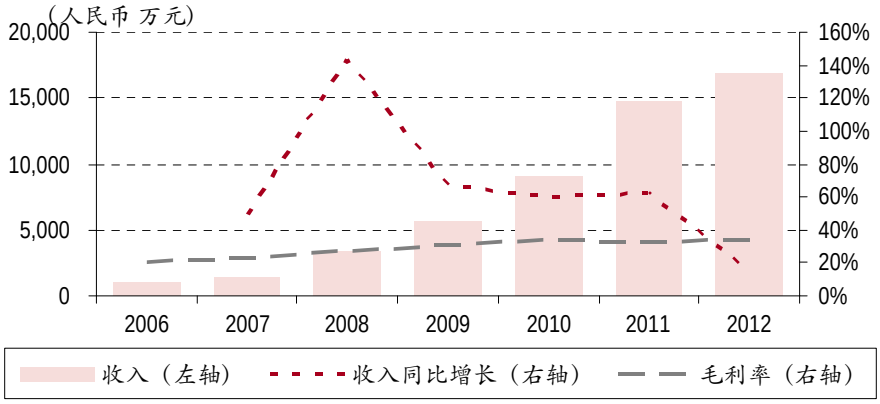
国内市场

国内市场深度分销，积极应对渠道变革

针对国内市场，公司早年以扩大市场覆盖为目标，大力发展区域代理制、核心经销商队伍；由最初的一线城市拓展至二三线省会或发达城市。近年来贯彻深度分销理念，除通过经销商网络外，主动介入电商渠道；新拓加油站便利店渠道，由最初的承兴国际合作伙伴导入到自行发展，进入中石油“昆仑好客”、中油碧辟、中石化“易捷”、中化道达尔等加油站便利店，主要是积分换礼、加油换购和商品销售等形式。与上文提及的销售人员扩充相一致，专门建立起婴童渠道、电商渠道营销团队。

截至 2012 年末，公司车模和婴童业务国内零售终端总数增加至 4,100 家，其中直销大卖场终端数量增加至 647 家，经销商代理卖场终端 762 家，加油站终端数量增加至 2,111 家，其他零售终端 580 家。电商合作伙伴 30 家。

图表 21. 2012 年公司车模及玩具业务国内市场收入规模



资料来源：公司数据

2006-12 年公司车模及玩具主业国内市场营业收入的年均复合增速约 62%。2012 年营业收入达 1.69 亿元，同比增长 15%。我们判断内销增长放缓与国内消费品零售渠道大环境变化有关。

区域代理制：公司车模国内业务毛利率约 35%，产品出厂单价 43 元，网售价约 40-500 元，我们估计车模终端零售价和成本价可达 4-6 倍（婴童毛利率 32%，产品出厂单价 500 元，网售价 900-1,300 元，则终端零售价和成本价达 3-4 倍），能够支撑一定的多级渠道体系，区域代理制下的渠道下沉存在利润空间支撑。

百货：我们认为，传统百货商场渠道内的玩具的坪效通常不及服装鞋类；单品可分摊的固定费用较少，而商场扣点、柜台装修及营业员工、产品损耗、物流、税收、活动折扣等成本加总后高达 40-55%——提货折扣或低至 3-4 折才可盈利。传统百货商场未必是大众品牌玩具销售的最佳渠道。

专卖：玩具反斗城、丽家宝贝等玩具或婴童专卖店是知名的“品类杀手”，玩具商多采取直供模式。尽管在反斗城美国面临来自于沃尔玛、亚马逊等大型零售商及网商的极大压力，但在亚洲的扩展保持较快步伐。截至 2012 年 9 月，玩具反斗城在中国 21 个城市运营 30 家门店，而星辉是其中最大的车品类供应商。某厂商 2011 年 3 季度调查结果显示，全国 24 个省市约分布超过 7 万家母婴专卖店终端。而一系列连锁品牌开始快于行业增长：媒体称，截至 2012 年末，快乐酷巴覆盖全国 25 个省市自治区，加盟店近 200 家，预计用 3 年时间覆盖全国，期许连锁加盟店数量达 3,000 家；丽家宝贝 2012 年末在全国 60 余家直营连锁专卖店，遍布北京、天津、上海、深圳等城市繁华街区和大型居住区。星辉婴童车模业已进入丽家宝贝等母婴专卖渠道。

电商：当前，国内 B2C 电商市场以年均近 100%的速度迅猛扩张，天猫占 40-50%份额，而第二名京东占 15-20%，QQ 网购、苏宁易购、亚马逊中国等占 2-3%，当当、国美在线及一号店占 1-1.5%。前 9 大 B2C 平台占 70%以上市场份额。星辉在天猫、京东和苏宁易购三大平台上已建立官方旗舰店，同时原有车模产品及极少部分婴童车模也通过经销商伙伴进驻其他 5 家前十大平台，并建立严格价格管理体系（例如，2012 年 7 月 1 日起启动淘宝网、天猫商城网络店铺关于星辉 RASTAR 产品的价格调控行动）。我们认为，目前的电商平台在扣点、物流、损耗及费用等方面好于百货商场及连锁专卖，并且网购流量的快速增长仍持续。

加油站：中石油现有 1,98 万家加油站，其中过 1 万家开设“昆仑好客”，中石化 3.08 万家，其中逾 1.9 万家开设“易捷”，同时两者分别与外资合作在部分区域以数百家规模为发展目标。尽管受制于城市格局和消费习惯差异，国内加油站便利店单店发展不及美国，北方不如南方，但加油站便利店非油品收入仍保持极快的增势（2012 年中石化非油品业务收入过 110 亿元，同比增长约 33%）。星辉车模销售及积分换礼只是烟酒、彩票、餐饮、缴费等一长串服务中的一小部分。目前门店渗透率约 4%，未来渗透率及收入增长仍有数倍空间。此外，受益于便利店自身定价政策及网络优势等，提货折扣会低于传统渠道。

我们认为，百货、专卖、电商、加油站/4S 店等各渠道自身景气度将影响其对上游供应商的账期、货款拖欠等。从这一点出发，新兴渠道显然前景更好。

粗略估计公司国内市场中经销商销售占比由 60%左右下降至约 50%，KA 卖场直供约占 35%，而礼品、电商、加油站等新兴渠道由 5%快速上升至 15%。

对比家电领域的格力电器和服饰鞋业领域的百丽国际，公司业务规模还没有成长至更深的渠道股权绑定设计。而对比车床椅婴童耐用品领域的好孩子国际，公司同样是引入深度分销体系。针对景气度较高的母婴护理专卖店渠道和电商渠道，二者都在建立专门营销团队。

图表 22. 格力、百丽及好孩子概况及渠道策略

公司	格力电器	百丽国际	好孩子国际
业务规模	2012 年收入 1,000 亿元，净利润 74 亿元	2012 年收入 329 亿元，净利润 44 亿元	2012 年收入 46 亿港币，净利润 1.8 亿港币
市场地位	2012 上半年国内空调市场份额超过 14%，列第一	2006 年即成为中国最大的女装鞋零售商；2008 年前十大女鞋品牌中已占据 6 席	1993 年至今是北美、部分欧洲、中国最大的婴儿推车供应商；2009 年每售出 2.9 辆有 1 辆由好孩子生产，“好孩子”品牌国内零售市场份额 23%，“小龙哈彼”婴儿推车国内零售份额 18%
国内渠道现状	28 家区域销售公司、近 1,000 家各类经销商、1,0000 多家专卖店，覆盖全国主要省市	截至 2013 年 1 季度末，国内共有 17,890 家零售网点，其中 12,362 家鞋类，5,528 家运动服饰，全部直营	继续覆盖上千家百货和大卖场，发展万家母婴专卖渠道；截至 2012 年末，建立直接联系的母婴店由 2011 年末的 10,894 家增加到 14,201 家，其中深度分销覆盖的从 7,000 家增加到 11,984 家，覆盖地区由 11 个省市扩大到 27 个省市；电商渠道覆盖京东、当当等，淘宝发展了 81 家授权店铺、250 家一件代发店铺
渠道建设	首创空调行业的“先付款后发货”、“淡季返利”、“区域性销售公司”等市场策略；坚持渠道下沉自建渠道；1997 年建立股份制区域销售公司模式；2007 年以期权方式引入经销商持股的京海公司为战略投资者	通过自主发展和并购完成多品牌布局，依托百货完成渠道下沉，已完成渠道权收归集团，全部直营，实现纵向一体化运营；1997 年起发展 16 家个体分销商独家分销；2004 年与个体分销商成立百丽投资，重新签订独家分销，2005 年 8 月终止；2005 年引入 PE、管理层和分销商控股的投资公司	以深度分销管理体系覆盖百货、大卖场和母婴专卖店；2009 年起组织省级展览会，建立专门的母婴专卖营销团队，平均每季度拜访主要母婴用品专卖店一次，每年拜访其它母婴用品专卖店一次，且最少每月打电话联系每间母婴用品专卖店一次；2012 年建立专门电商营销管理体系

资料来源：公司公告、网络信息、中银国际研究

向上游延伸，抢占制高点

星辉上市后通过对上游包装企业树业环保的参股及对上游树脂材料加工企业汕头 SK 的控股完成产业链延伸，为战略性布局的重要组成部分，有利于促进主业经营、提升业务规模。

交易概况

2012 年 6 月，公司以自有资金 2.156 亿人民币、2010 年 12.1 倍市盈率、2011 年 11 月末 4.4 倍市净率成功收购韩国 SK Networks 株式会社所持有的爱思开实业（汕头）聚苯树脂公司（早年是公司第二大供应商，已更名为广东星辉合成材料公司）67.375%股权。同时约定 2014-16 年将以再溢价 8.75%至人民币 348 元/1%股份的价格优先收购剩余 32.625%股权——SK 在 2014 年底前具无条件出售权或星辉在 2015-2016 年底具无条件购买权。2012 年 12 月，公司以 2,300 万元增资至持股 70%。

星辉材料概况

国内行业排名前十的 PS 生产商，估计产能份额占比约 8%，运营效率很好

星辉材料成立于 2006 年，是国内产能规模、工艺水平排名前十的 PS 合成树脂生产企业。主要生产 GPPS 和 HIPS 两类材料，通过“代理+直销”主要销往华南（收入占比约 67%）、华东地区，下游是玩具、文具、家电和日用塑料制品等行业。其工艺授权方汕头海洋公司所研发的 S.O.E 工艺及改性技术在 90 年代一直获国家级、省级奖项。曾经近乎垄断澄海区玩具、塑料制品一半以上的 PS 材料供应，产业集群地缘优势明显。受益于自身较高的区域市场份额，采取“零库存”销售策略和除重点大客户外的“款到发货”的信用政策，库存管理及资金回款情况良好。与下文 3 家可比公司相比，双方利润率差异可能源于下游行业差异，后者下游行业包括汽车、电器、电子设备等；但星辉材料的运营效率显著好于同业。

图表 23. 星辉材料聚苯乙烯生产流程图

资料来源：公司资料

图表 24. 星辉材料与可比公司财务指标对比

公司	下游行业	收入(人民币亿元)	收入同比增长(%)		ROE(%)		毛利率(%)		净利率(%)		存货周转率(%)		应收账款周转率		资产负债率	
		12 年 1-9 月	2012	12 年 1-9 月	2011	12 年 1-9 月	2011	12 年 1-9 月	2011	12 年 1-9 月	2011	12 年 1-9 月	2011	12 年 1-9 月	2011	12 年 1-9 月
金发科技	汽车、电子电器等	88.6		1	24	9	19	18	8	7	3.5	2.6	5.6	3.7	53	40
普利特	汽车	8.2		20	8	8	17	22	10	12	5.8	3.1	3.8	3.0	14	12
银禧科技	汽车、电子电器等	6.6	9.0	15	11	5	17	17	7	5	4.7	3.0	3.6	2.6	29	24
		11 年 1-11 月	2012		11 年 1-11 月		11 年 1-11 月	12 年 8-12 月	11 年 1-11 月		11 年 1-11 月		11 年 1-11 月		11 年 1-11 月	
星辉材料	玩具、文具、日化用品、家电等	16.3	14.5		25		3	8	1	2	17.6		35.5		92	

资料来源：公司数据、中银国际研究

汕头市整体规划下的扩产搬迁预期，产能计划提升 20%

现有 1-3 号生产线分为 2 条 GPPS（50%以上为 SKG-118 产品）和 1 条 HIPS，设计产能合计 15 万吨/年，近 3 年产能利用率约 96%，GPPS 和 HIPS 的产量比约 2.4:1——约占国内总产量的 8%。目前所在的汕头龙湖区黄厝围片区面临市区整体规划搬迁，汕头 SK 拥有 6.3 万方工业用地，是其中最后一批。原计划将于 2014 年 1 月起分三批扩产搬迁，新建 1 条生产线，迁移 3 号生产线，合并 1-2 号生产线。预计总投资 2.84 亿元，有望由拆迁补偿款近 3 亿元覆盖，最终设计产能 18 万吨/年，比现有产能提升 20%（未来若干年国内 PS 全行业年增速约 6%）。预计最终实施时间仍有待政府规划和时间表出台。

图表 25. 星辉材料扩产搬迁计划及年度产能计划

一期	2014 年 1 月至 2015 年 5 月	新建 1 条年产 6 万吨
二期	2015 年 7 月至 12 月	3#生产线搬迁，原 5 万吨，新改为 6 万吨
三期	2016 年 1 月至 9 月	1#、2#生产线搬迁，原 10 万吨，新 6 万吨

生产线	2014.1-2015.5	2015.06	2015.7-12	2016.1-2016.8	2016.9
新建生产线	0	6	6	6	6
老 3#线	5	5	0	6	6
老 1#、2#线	10	10	10	0	6
合计	15	21	16	12	18

资料来源：公司公告

原材料供应国产化推动利润率提升

聚苯乙烯生产的原材料主要是苯乙烯和橡胶，公司 C5 采购占比过 80%。2009 至 2011 年 1-11 月，向前股东韩国 SKN 采购的苯乙烯、橡胶的采购金额占比分别为 70%、70%和 48%，其余采购方主要是中海壳牌、南通化工等国内企业。星辉材料与中海壳牌的 2013 年苯乙烯供货合同协议总数量约 3.6 亿吨（3,000-3,500 万吨/月），比往年有大幅提升。预计公司原材料采购国产化趋势还将持续，利于盈利能力提升。

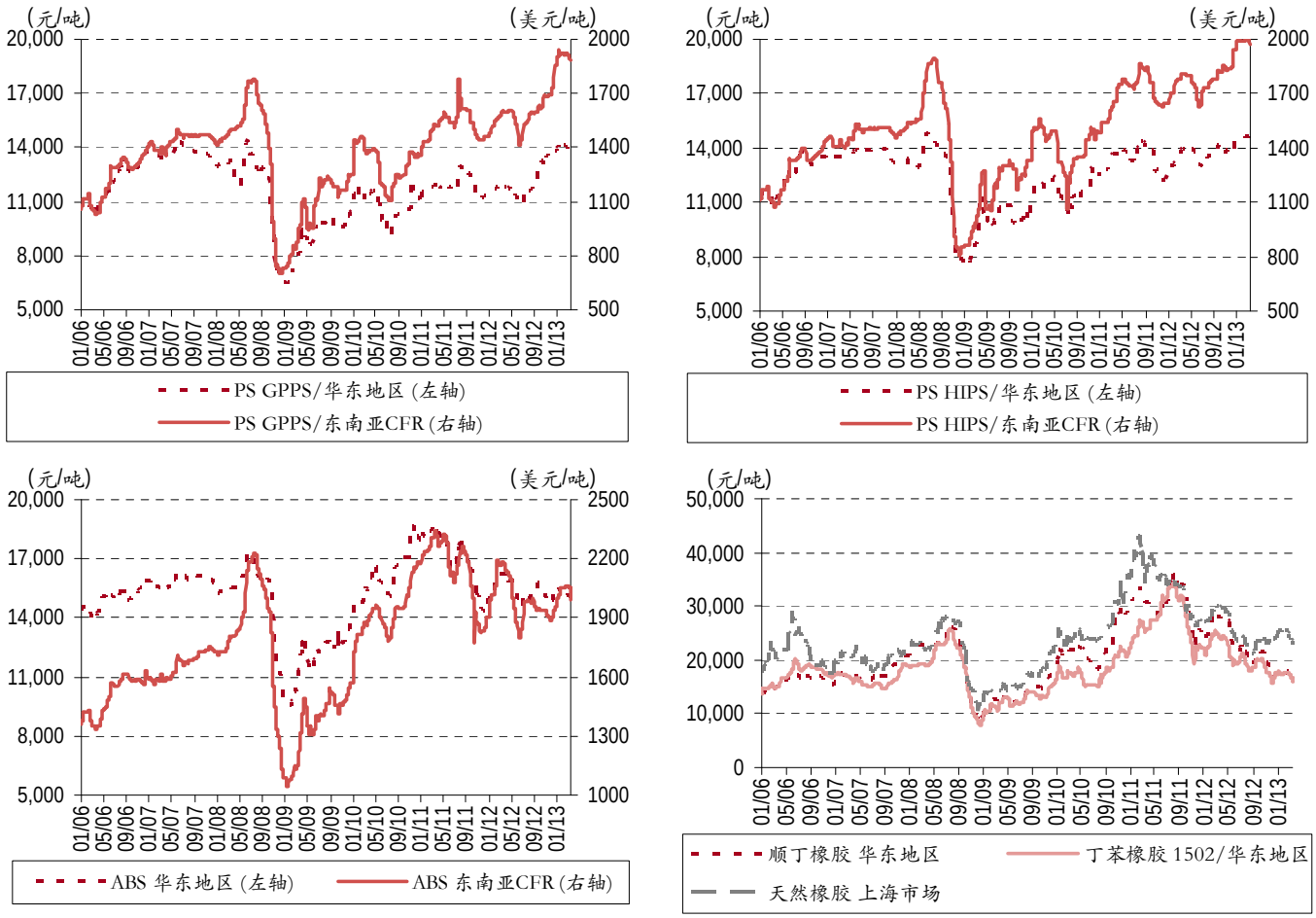
图表 26. 中海壳牌历年采购金额及占比

(人民币，亿元)	2009	2010	2011	11m12	2013E
采购金额	0.36	0.56	2.84	2.77	4.00
占星辉材料收入(%)	3	3	16	19	24-26

资料来源：公司公告、中银国际研究预测

2012 年星辉材料实现营业收入 14.5 亿元，净利润 2,983 万元，毛利率和净利率水平下半年显著提升。主要是由于下半年原材料和产成品价格倒挂，聚苯乙烯来料加工业务（2012 年 8-12 月收入占比 80%，毛利率 5%）和苯乙烯原材料贸易业务（2012 年 8-12 月收入占比 20%，毛利率 19%）业务比重发生变化。2013 年初原材料价格趋稳，预计业务结构还将随价格调整。

图表 27. 部分合成材料价格变化



资料来源：中银国际《化工产品周价格评论》

图表 28. 星辉材料业绩摘要及利润承诺

(人民币，万元)	2009	2010	11m11	1h12	2012	2013E	2014E
期末总资产	51,424	85,967	91,407	51,707	49,859		
期末净资产	3,076	5,789	7,437	12,158	12,877		
营业收入	104,857	159,826	162,652	80,141	145,351		
营业成本	(97,980)	(153,778)	(158,051)				
毛利	6,877	6,048	4,601				
营业税费	(2)	(2)	(72)				
销售费用	(1,274)	(1,552)	(1,199)				
管理费用	(1,687)	(1,589)	(1,849)				
财务费用	(744)	534	178				
资产减值损失	(2,873)	(343)	281				
营业利润	298	3,097	1,940				
营业外收支净额	1,485	(81)	(58)				
利润总额	1,783	3,015	1,882				
所得税	720	(303)	(233)				
净利润	2,502	2,712	1,648		2,983		
扣非后净利润	1,017	2,785	1,699		2,800*	3,400	4,100
(%)							
毛利率	7	4	3				
净利率	2	2	1				
期末净资产收益率	81	47	22				
资产负债率	94	93	92				
扣非后净利润增长率	174				21	21	
应收账款周转率	230.2	40.1	35.5				
存货周转率	22.9	24.8	17.6				

注：2012-14 年扣非后净利润为重大资产重组利润承诺额，其中 2012 年和 2013-14 年分别由 SK 和星辉控股股东陈雁升承诺并承担补偿义务

资料来源：公司公告

积极影响及挑战

预计此次重大资产重组对公司产生以下影响：

业绩增厚，研发协同带来的原材料成本下降，行业制高点

1) **业绩增厚 15%左右：**星辉材料于 2012 年 8 月始并表，2012 年 8-12 月并表 5.67 亿元收入和约 1,779 万元权益利润，约占当年股份公司净利润的 17%，占上年股份公司净利润的 22%。星辉材料 2012 年净利润达 2,983 万元，达到了 2,800 万元承诺。不考虑对剩余股权归属，按业绩承诺，星辉材料 2013-14 年应贡献 2,291 万元和 2,762 万元权益利润，相当于当前 1.584 亿总股本下每股收益增厚 0.119-0.174 元，增幅约 12-18%；

2) **原材料控制以实现毛利率提升 1-2 个百分点**：公司在重大资产购买报告书中披露“汕头 SK……在替代工程塑料 ABS 上已取得了突破性进展……已成功研制出可代替 ABS 的新材料”。而估计原材料之 ABS 成本占产品销售收入的比重达 9-11%，是最主要的成本支出之一。因而预计对原有动态车模的 ABS 原材料替代将带来 1-2 个百分点的毛利率提升。此外预计婴童车模等新产品都将受益于新型替代材料研发；

3) **抢占行业制高点，行业整合先手**：在车模行业百年历史中，老牌顶级品牌授权商仍然分布于欧美日等汽车大国，而生产制造环节已完成了产业转移——欧美日至香港台湾再至中国大陆广东、浙江等地区。目前约 90%以上的车模产品在中国大陆地区制造。通过上述原材料自主研发及定制替换，星辉可凭良好的成本控制能力、更大的定价空间以占领更大市场份额，同时在长期内具行业整合先手。

跨业经营挑战

需要注意的是，汕头 SK 现有的 15 万吨产能不可能完全由公司自身消化，仍然是独立利润主体。未来 2-3 年高达 20%以上的年利润增长承诺，除包含对苯乙烯、聚苯乙烯价格走势预判外，还主要源于客户拓展、原材料采购国产化、精细化管理加强等开源节流的措施。存在一定的跨业经营挑战。

参股广东树业环保

参股树业环保 28.5%，业绩增厚 10%，供应链整合显效

2011 年 6 月末，公司公告以自有资金 8421.6 万人民币、2010 年 12.5 倍市盈率参股广东树业环保科技股份公司 28.5%，成为后者首个战略投资者。广东树业环保成立于 1995 年，主要从事环保购物袋、包装袋、纸类包装、纸制品设计生产销售等包装印刷业务，商标 4 项，实用新型专利 5 项，拥有省级企业技术中心。2012 年 9 月引进德国多尼尔 BOPET 生产线，进一步提升技术优势和行业竞争力。2012 年树业环保为股份公司贡献 1125 万元投资收益，约占股份公司净利润的 10%，占上年净利润的 14%。同时也是公司前五大供应商之一，2011-12 年关联采购额分别为 768 万元和 1,497 万元。

图表 29. 树业环保业绩摘要

(人民币，万元)	2010	1q11	2011	1h12	2012
期末净资产	10,276	0,991	22,451		29,243
营业收入	15,301	4,543	24,366		29,439
净利润	2,481	715	3,766	1,676	3,948
扣非后净利润	2,364	668			
(%)					
净利率	16	16	15		13
净资产收益率	24	7	17		14
营业收入增长率			59		21
净利润增长率			52		5

资料来源：公司公告

盈利预测及估值

判断未来三年增长最快的依次是婴童车模、传统车模（包括静态、动态）、树业环保投资收益、化工材料业务，其中车模、婴童及玩具主业受益于渠道结构优化和新产品发力。2014 年起期待宝马独占性授权带来新增长，同时预计股权激励费用摊销、财务负担等都将减轻。预计公司 2013-15 年净利润分别达 1.4 亿元、1.8 亿元和 2.3 亿元，2012-15 年年均复合增速约 29%；当前 1.584 亿总股本下，合每股收益 0.88 元、1.13 元和 1.45 元。基于 2013 年 26 倍市盈率（相当于车模业务 27 倍、改性塑料及包装物业务 20 倍），给予 21.96 元目标价，首次评级**买入**。

图表 30. 公司收入增长及利润率预测

(人民币，万元)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	32,450	44,432	111,843	221,422	245,629	270,124
同比增长（%）		37	152	98	11	10
1.车模及玩具:	32,444	44,425	55,109	67,180	83,033	99,597
同比增长（%）		37	24	22	24	20
车模	27,516	39,873	49,025	55,034	66,862	78,538
同比增长（%）		45	23	12	21	17
婴童			2,991	8,500	11,317	14,609
同比增长（%）				184	33	29
玩具车	1,917	2,612	652	717	753	791
同比增长（%）		36	(75)	10	5	5
其他玩具及衍生品等	3,011	1,940	2,441	2,929	4,101	5,660
同比增长（%）		(36)	26	20	40	38
2.化工			56,598	154,072	162,392	170,284
同比增长（%）				172	5	5
3.其他副业	6	7	136	170	204	242
毛利率（%）	33.0	33.8	21.1	15.1	16.6	18.0
有效所得税率（%）	14.3	15.2	12.7	14.5	15.5	15.8
净利率（%）	17.2	18.3	9.6	6.3	7.3	8.5

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 31. 车模、婴童及玩具主业可比公司估值表（2013 年 4 月 18 日收盘价）

公司代码	公司简称	收盘价	总市值	每股收益（当地货币 元）				市盈率（倍）				净利润年均复合增长(%)
		当地货币元	*当地货币亿元*	2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	2012-15 年
002348.CH	高乐股份	11.70	27.73	0.27	0.37	0.44	0.49	43.0	31.8	26.4	23.8	22
002502.CH	骅威股份	9.02	12.52	0.30	0.35	0.44	0.52	29.6	25.1	20.4	17.2	20
002575.CH	群兴玩具	13.43	17.97	0.33	0.38	0.46	0.58	41.2	35.5	29.1	23.0	21
002292.CH	奥飞动漫	13.95	85.71	0.30	0.39	0.50	0.66	47.3	36.0	27.7	21.3	30
1086.HK	好孩子国际	4.17	41.73	0.18	0.25	0.34	0.39	23.2	16.7	12.3	10.7	29
总市值加权平均				0.27	0.35	0.45	0.56	39.4	30.2	23.7	19.2	27
300043.CH	星辉车模	17.34	27.47	0.68	0.88	1.13	1.45	25.6	19.8	15.3	12.0	29

资料来源：万得、中银国际研究预测

风险提示

1） 国内零售渠道大环境变化对车模、婴童业务的影响；

2） 海外经济形势对外销业务的影响；

3） 原材料价格波动对原材料业务的效益及车模、婴童业务利润率的影响。

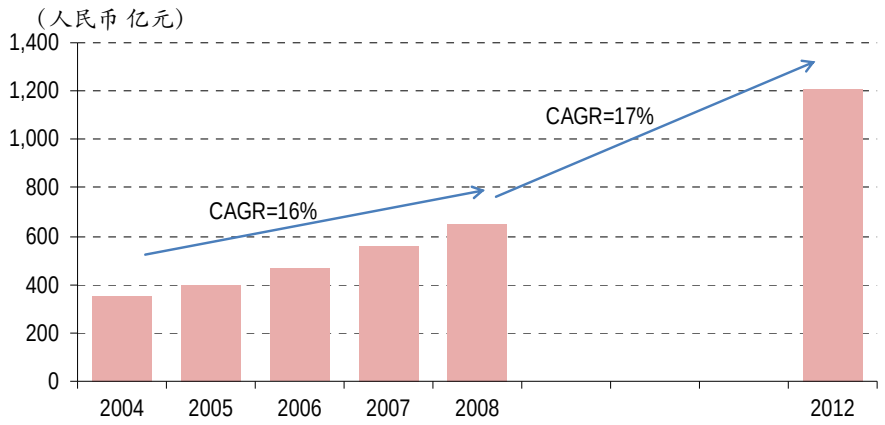
附录一、车模行业简析

市场规模及增长

2012 年全球车模市场超 1200 亿人民币，年增长约 17%，中国占 1/10

北大纵横 2009 年 2 月行业报告及招股书信息显示，2008 年全球车模市场销售额约 651 亿元，同比增长 17%，2004-08 年年均复合增速约 16%。有媒体称，2012 年市场总额超 1,200 亿人民币，增速低于前者当年 1,600 亿人民币的预测，并未明显提速。2008 年起，国际金融危机对车模行业需求有影响，预计最快增长仍然来自于新兴汽车消费市场。2008 年中国车模市场销售额约 57 亿人民币，约占全球的 8%；预计目前占比达 10%左右。尽管是汽车行业衍生品之一，但无论是海外还是国内市场，汽车模型销售额占汽车销售额的比重微乎其微。中国与欧美发达国家的汽车千人保有量差 9 倍，车模人均保有量差距更甚，后者的国内市场潜在增长空间更大。

图表 32. 2004-11 年全球车模市场销售额



资料来源：《2009 年中国汽车模型行业研究报告》、招股书、网络信息

发展历程、市场格局及产业转移

发展百年至今，顶级品牌商集中于欧美日，而 90%以上的制造在中国，市场仍有新进入者但先发优势存在，既有市场细分又有品牌升级

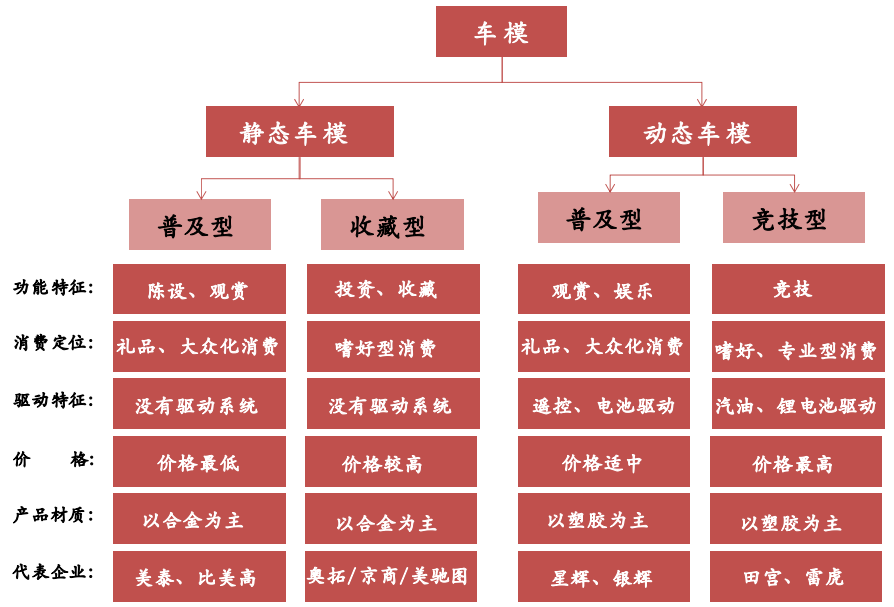
汽车模型历时近百年，比汽车业晚发展约 30 年而已。如前所述，1914 年，全球第一款车模诞生于美国福特，被作为促销赠礼成就了新款 T 型车当年全美汽车销量 2/3 的佳绩。随后，20 世纪 20 年代在欧洲，静态车模作为手工艺制品、成人玩具渐具收藏性。受益于汽车消费、F1 赛事、国际车展等的西风东渐，20 世纪 50、60 年代，“集车”风潮进入中国香港、澳门，70 年代又传至日韩新马泰等亚洲国家，80、90 年代中国大陆车模爱好者开始增加，其中 90 年代后期增长迅猛。

目前世界最知名的车模品牌仍属最早发展的欧美日老牌厂商：Frankline、CMC、BBR、MR Collection、Minichamps、Matchbox、Kyosho 等；但生产流通环节逐渐由欧日转移至港澳台，再至改革开放后的粤浙，出现“美国是第一大市场，香港是第一供应商，珠三角是第一生产基地”的说法。至此中国成为世界上最大的车模生产基地，占全球产能 90%以上。同时，港澳台及内地的代工厂在 OEM、ODM 过程中逐渐发展 OBM、ODM，自主创立世纪龙、威利、佳迪、星辉、银辉等独立品牌。

与其他轻工制造业相似，车模行业经历过人力成本上涨、原材料价格波动等影响，同时在 21 世纪初发生过车模厂商洗牌。目前一家汽车厂家的直接授权通常不超过 10-20 家，而在极广泛的具备车模生产能力的企业中真正有长期直接授权且订单规模较大的占比很小。内地第一家获外资汽车厂商直接授权的星辉车模的成功上市在粤东/澄海地区产生示范效应，内地效仿者明显增加——制造环节进入门槛不高，但体现在工艺、厂商关系、市场铺货、渠道认可度等方面的先发优势仍然显著。

车模产品也由最初的静态收藏型演变出新形式以覆盖更广泛的消费群，例如材质：木质、金属和塑胶；加装无线电动力装置用于竞技或瞄准青少年玩具市场。中低端产品定位降低购买门槛，实现规模生产，例如美泰 Hot Wheels。同时亦有泰国 Maisto、中国星辉、银辉（2013 年初推出 iPhone 遥控车模）等已经或开始实现产品档次提升。

图表 33. 车模产品和消费者分类

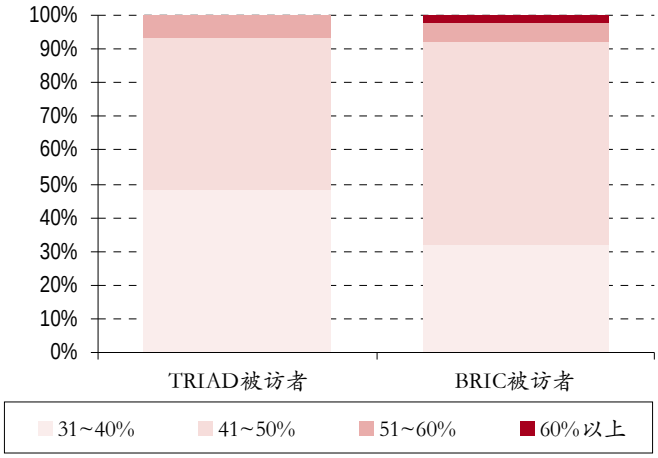


资料来源：招股书

增长驱动因素

根据 KPMG 及 PWC 2011-12 年市场调查，以宏观经济增速为根本背书，金砖四国的汽车产业发展被普遍看好，尤其是中国；全球及中国汽车产业分别以个位数和双位数增长。经济增长、居民收入增长及城镇化趋势是主要推动力，而地区性发展不平衡提供新的物理增长空间。汽车业量增的同时，为汽车文化普及及车模消费带来潜在消费群的扩围。而在新兴汽车市场中，品牌意识处于上升期（尽管长期趋势应是功能、环保等），有利于车模的推广及消费。

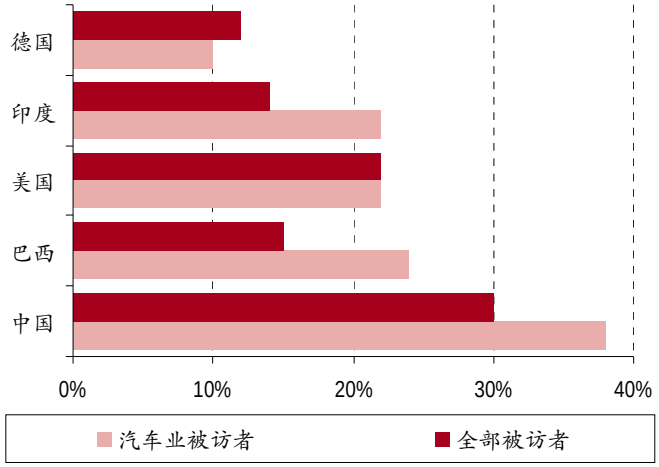
图表 34. 2016 年全球汽车业金砖四国市场份额预测



注：TRIAD(欧美日)及 BRIC（金砖四国）共约 200 名被访者

资料来源：2012 年全球汽车业高管调查，KPMG

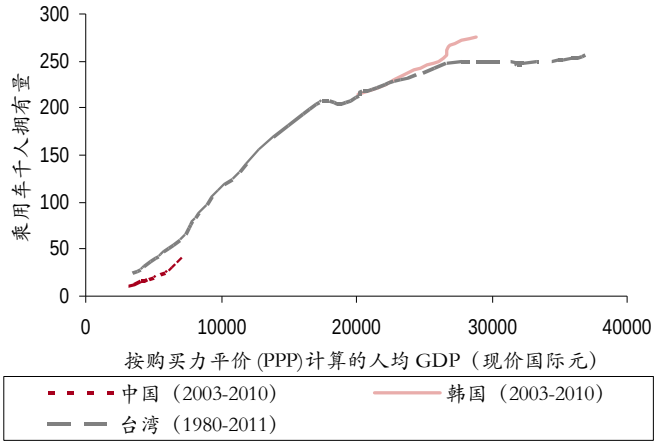
图表 35. 未来 12 个月最被重视的前三大市场预判



注：总样本 1258 名被访者，汽车行业 104 名被访者

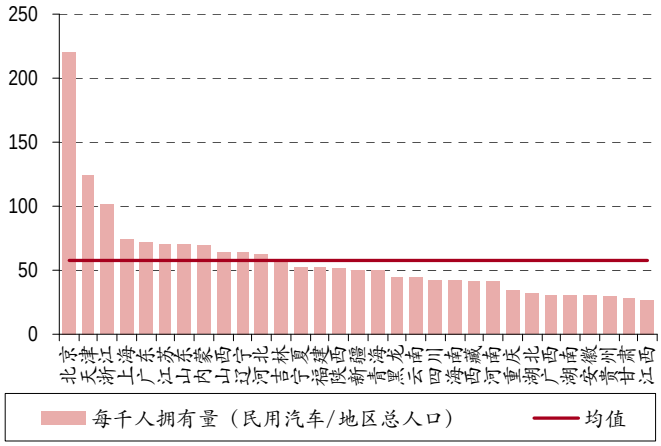
资料来源：PWC 第 15 期全球 CEO 年度调查，2012

图表 36.人均汽车保有量 vs GDP



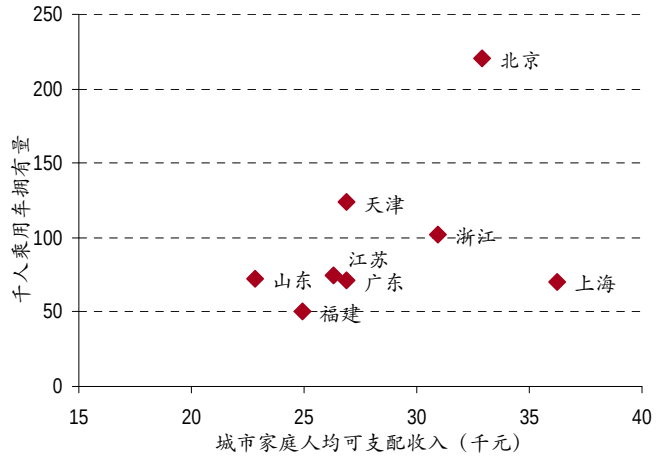
资料来源：BBVA 研究报告、中银国际研究

图表 37.2011 年中国各地区人均汽车保有量差异



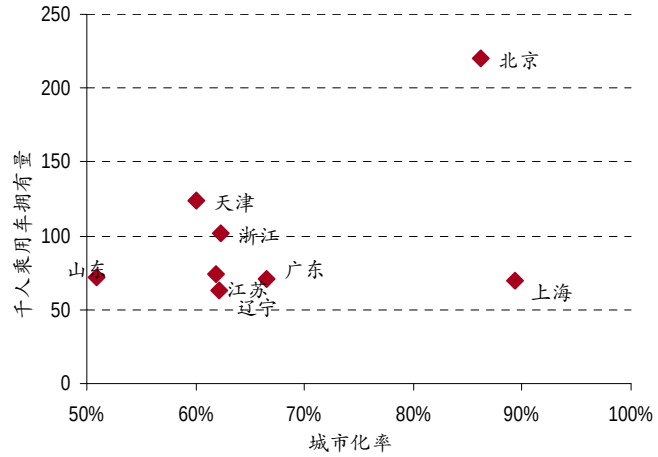
资料来源：BBVA 研究报告、中银国际研究

图表 38.2011 年人均汽车保有量 vs 城镇居民可支配收入



资料来源：BBVA 研究报告、中银国际研究

图表 39.2011 年人均汽车保有量 vs 城镇化率



资料来源：BBVA 研究报告、中银国际研究

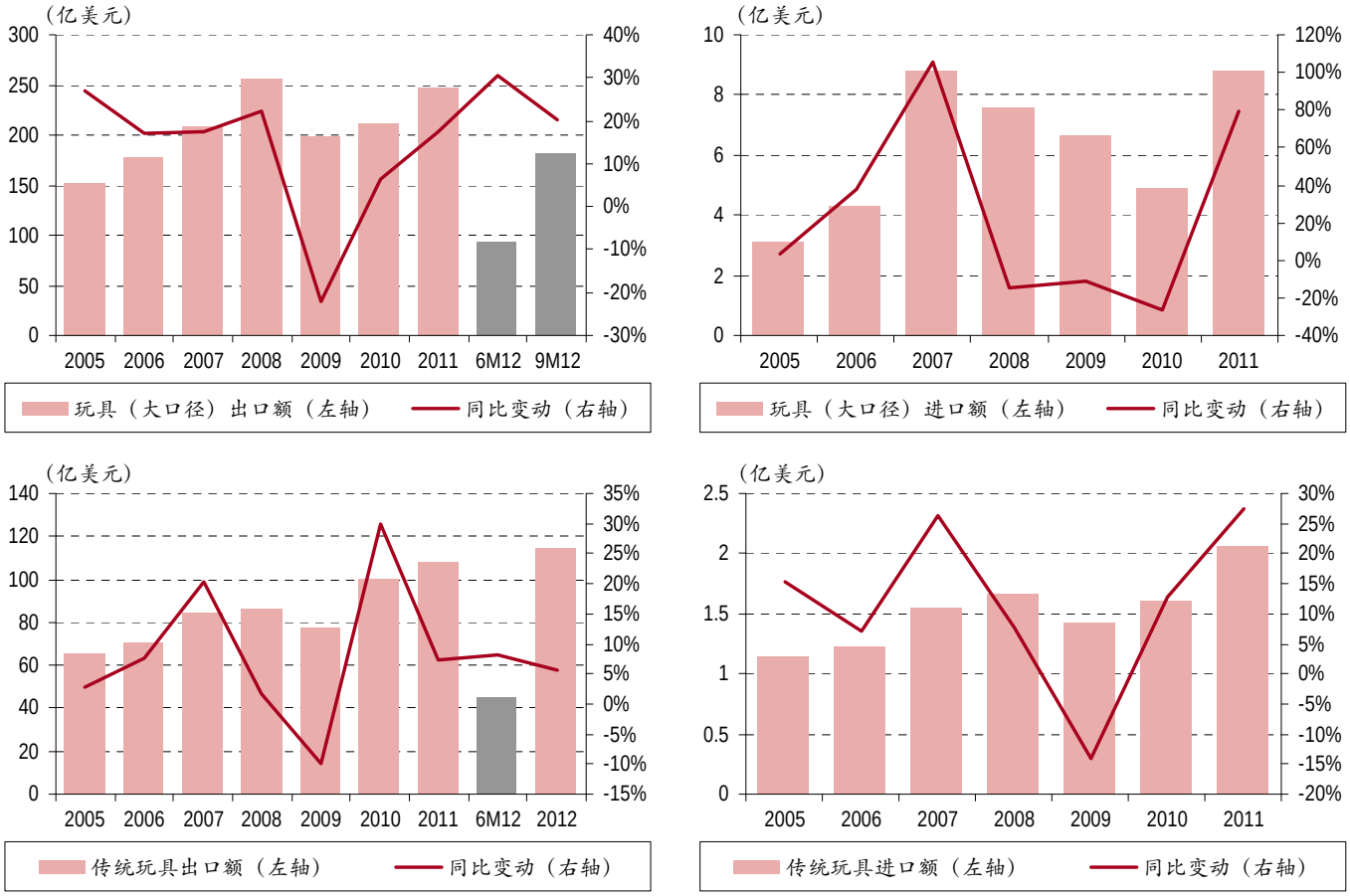
附录二、中国玩具及婴童产业简析

中国玩具（大口径）累计年进出口额达250亿美元左右，为玩具出口、进口大国

中国是玩具和婴童用品（手推车/学步车、汽车安全座、婴童装、婴童鞋、童床及婴童家具、喂养用品、洗护用品等）的制造（65%以上）及出口大国，也是消费大国。

玩具出口贸易中，六大产区可占90%，其中广东占50%以上。2011年玩具一般贸易占出口总额的32%，相比08年有显著提升，其中浙江一般贸易占本产区玩具出口总额的82%，广东和山东一般贸易各占7%，产业结构地区性差异明显。欧美日及中东、香港是主要出口目的地。近年来，欧美、美国、加拿大、巴西、台湾等国家和地区均出台新的法律法规和安全标准，玩具出口门槛继续提升。此外，宏观经济波动影响显著。

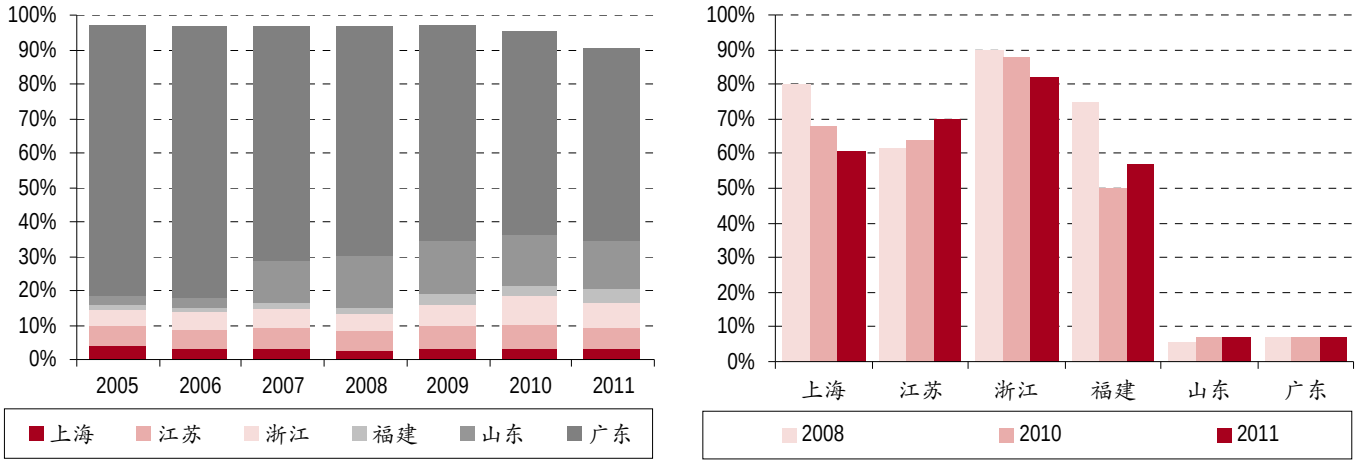
图表40. 2005-12年中国玩具进出口总额



注：传统玩具指海关登记12种玩具；玩具（大口径）在传统玩具基础上，包括自行车、婴孩车、百音盒、电子游戏机、魔术道具等

资料来源：中国玩具和婴童用品协会报告、网络信息

图表 41. 中国玩具六大产区占比及一般贸易占本产区出口额的比重

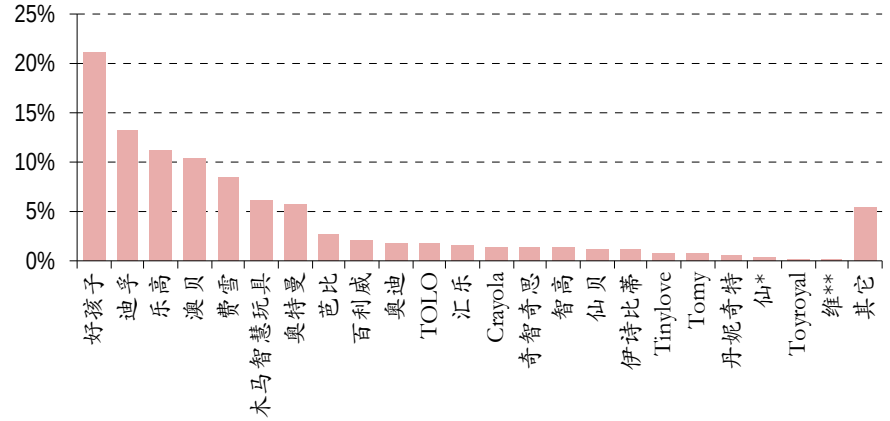


资料来源：中国玩具和婴童用品协会报告

本土品牌意识增强

尽管国际玩具巨头的品牌体系相对更成熟、更完善，但 2009 年本土（或合资合作）品牌已能在国内市场品牌知名度中占到前十的五席。本土玩具制造商及本土消费者的品牌意识均在增强。

图表 42. 2009 年国内购买最多的玩具品牌调查结果

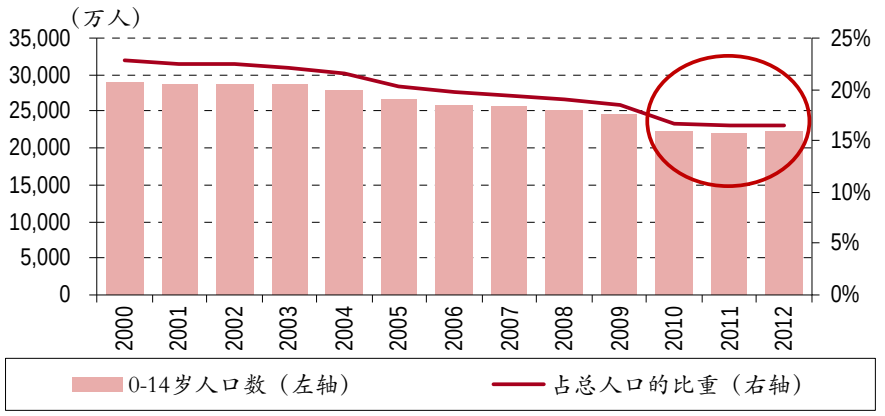


资料来源：中国婴童市场量信誉调查报告解读，《中国质量万里行》2010 年 02 期

国内玩具及婴童市场客基“量减质增”：0-14 岁人口占比下降暂缓，其中消费能力更高的城镇的比重小幅上升

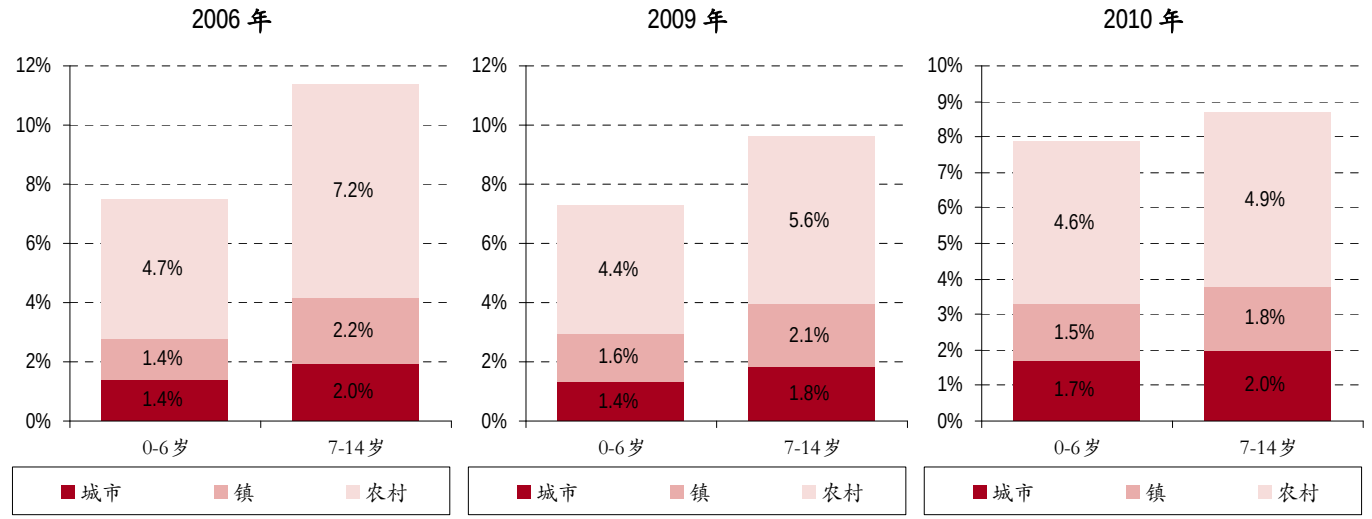
2012 年末中国 15-64 岁劳动年龄人口比重首次下降，老年人口占比继续上升，0-14 岁人口比重与上年持平。目前全国约有 2.2 万 0-14 岁人口，占比 16.5%；在近三十年的下降通路中，近三年此比例趋于稳定，也印证了 2007 年起的第四次生育高峰——同时因平均生育年龄后移而尚未结束。同时，2006-10 年间，城镇 0-14 岁人口比重的提升略超过农村地区——人口红利尽失，但消费群结构向好。在第四次生育高峰后半段，“单独二胎”政策呼声增强；若政策放行，将改变目前“量减质增”的客基现状。

图表 43. 2000-12 年中国 0-14 岁人口增长及占比



资料来源：万得、统计公报

图表 44. 2006、2009-10 年全国城镇农村 0-6 岁及 7-14 岁人口占比



资料来源：中国人口和就业统计年鉴

中国婴童用品市场过亿元，童车可占 20%

杭州《每日商报》称，2011 年中国婴童市场总规模约为 1.15 亿元，预计未来 5 年将保持年均 15%的增长，则至 2015 年有望达 2 万亿元规模——按 2.2 亿客基简单计算，人均年花费约 5000 元，约占当年城镇家庭可支配收入的 8%、城镇家庭消费支出的 11%。而中国玩具和婴童用品协会 2011 年调查显示，2011 年全国城镇家庭年度平均婴童用品（不包括食品）支出约 3780 元。若童车消费约占婴童用品消费的 20%，则达两千万元规模。

未来中国玩具和婴童产业增长倚赖于：

1） 客源基础：中期内 0-14 岁人口维稳；

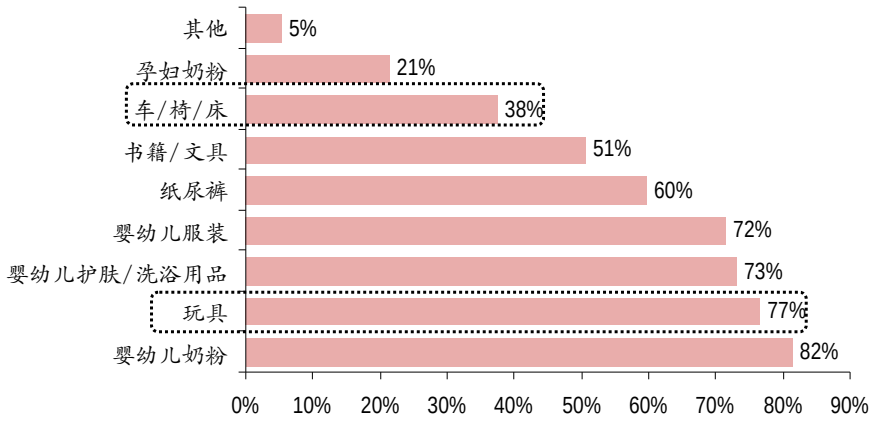
2） 收入水平：家庭收入水平提升；

3） 育儿观念：年轻妈妈（80 后、90 后）独立性强，对孩子的养育及教育重视度提升，同时更注重寓教于乐；

4） 品牌落地：本土厂商品牌意识增强，对消费者的引导力增强；

5） 市场有序：在大企业的领头作用下，产品细分加剧，内销渠道完善——例如厂商自建和加盟扩张、专业母婴渠道扩张、线下往线上的转移等。

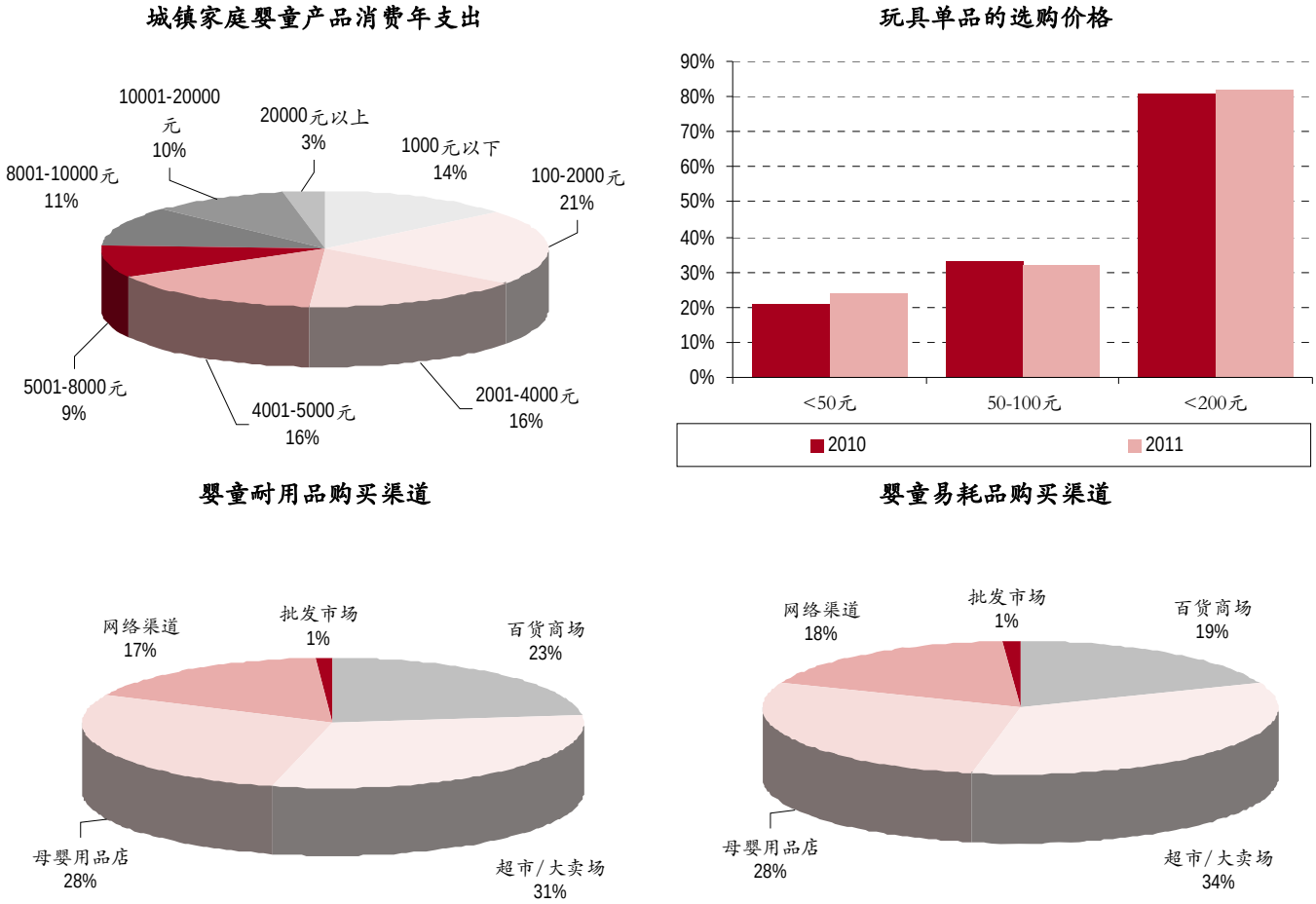
图表 45. 2008 年国内母婴用品整体品类消费习惯调查结果



注：n=10530，全国 1-4 级城市

资料来源：2008 年母婴行业 Tracking 报告，数字 100. 市场研究，2008 年 12 月

图表 46. 2011 年国内婴童用品购买习惯调查结果



资料来源：中国玩具和婴童用品协会报告

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	444	1,118	2,214	2,456	2,701
销售成本	(294)	(883)	(1,879)	(2,050)	(2,215)
经营费用	(56)	(79)	(63)	(92)	(136)
息税折旧前利润	95	157	272	315	350
折旧及摊销	(16)	(32)	(99)	(96)	(80)
经营利润 (息税前利润)	79	125	173	219	270
净利息收入/(费用)	5	(6)	(10)	(7)	0
其他收益/(损失)	12	13	12	15	18
税前利润	96	132	174	227	289
所得税	(15)	(17)	(25)	(35)	(46)
少数股东权益	0	(8)	(10)	(12)	(13)
净利润	81	107	139	180	230
核心净利润	75	105	139	180	230
每股收益(人民币)	0.512	0.677	0.875	1.135	1.450
核心每股收益(人民币)	0.472	0.662	0.875	1.135	1.450
每股股息(人民币)	0.100	0.120	0.210	0.272	0.348
收入增长(%)	37	152	98	11	10
息税前利润增长(%)	46	59	38	27	23
息税折旧前利润增长(%)	50	66	73	16	11
每股收益增长(%)	45	32	29	30	28
核心每股收益增长(%)	47	40	32	30	28

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	96	132	174	227	289
折旧与摊销	16	32	99	96	80
净利息费用	(5)	6	10	7	0
运营资本变动	10	(32)	(53)	(13)	(37)
税金	(15)	(17)	(25)	(35)	(46)
其他经营现金流	0	1	(41)	(63)	(16)
经营活动产生的现金流	102	122	165	219	269
购买固定资产净值	(184)	(117)	(125)	(76)	(79)
投资减少/增加	(84)	(191)	0	0	(1)
其他投资现金流	(165)	173	14	17	21
投资活动产生的现金流	(434)	(134)	(111)	(59)	(59)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	101	(20)	0	(73)	(90)
支付股息	(16)	(16)	(19)	(33)	(43)
其他融资现金流	(13)	3	87	19	(29)
融资活动产生的现金流	72	(33)	67	(87)	(162)
现金变动	(260)	(45)	122	73	49
期初现金	376	114	66	188	261
公司自由现金流	(326)	(8)	58	164	216
权益自由现金流	(226)	(38)	45	81	122

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	301	159	188	261	309
应收帐款	25	109	137	152	167
库存	75	138	235	256	275
其他流动资产	19	84	130	141	152
流动资产总计	420	490	691	810	904
固定资产	356	560	611	615	616
无形资产	71	350	316	285	275
其他长期资产	96	139	153	171	193
长期资产总计	523	1,050	1,080	1,071	1,084
总资产	943	1,539	1,771	1,880	1,987
应付帐款	38	357	383	402	395
短期债务	102	162	162	90	0
其他流动负债	33	81	173	188	203
流动负债总计	173	600	719	681	599
长期借款	6	6	6	5	5
其他长期负债	0	3	0	0	0
股本	158	158	158	158	158
储备	606	701	806	943	1,119
股东权益	764	859	965	1,101	1,277
少数股东权益	0	71	81	93	106
总负债及权益	943	1,539	1,771	1,880	1,987
每股帐面价值(人民币)	4.82	5.42	6.09	6.95	8.06
每股有形资产(人民币)	4.37	3.22	4.09	5.15	6.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.22)	0.06	(0.13)	(1.04)	(1.92)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	21.3	14.0	12.3	12.8	12.9
息税前利润率(%)	17.7	11.1	7.8	8.9	10.0
税前利润率(%)	21.5	11.8	7.9	9.2	10.7
净利率(%)	18.3	9.6	6.3	7.3	8.5
流动性					
流动比率(倍)	2.4	0.8	1.0	1.2	1.5
利息覆盖率(倍)	66.8	12.3	12.8	20.0	55.2
净权益负债率(%)	净现金	1.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	0.6	0.6	0.8	1.0
估值					
市盈率 (倍)	33.9	25.6	19.8	15.3	12.0
核心业务市盈率 (倍)	36.7	26.2	19.8	15.3	12.0
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	46.5	33.2	25.1	19.4	15.1
市净率 (倍)	3.6	3.2	2.8	2.5	2.2
价格/现金流 (倍)	27.0	22.5	16.6	12.6	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.0	18.0	10.3	8.5	7.3
周转率					
存货周转天数	87.4	44.0	36.3	43.7	43.7
应收帐款周转天数	18.5	21.8	20.2	21.5	21.5
应付帐款周转天数	25.1	64.4	61.0	58.4	53.9
回报率					
股息支付率(%)	19.5	17.7	24.0	24.0	24.0
净资产收益率 (%)	11.1	13.2	15.2	17.4	19.3
资产收益率 (%)	7.9	8.8	8.9	10.1	11.8
已运用资本收益率(%)	10.7	13.1	15.2	17.8	20.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

高乐股份（002348.CH/人民币 11.70，未有评级）

骅威股份（002502.CH/人民币 9.02，未有评级）

群兴玩具（002575.CH/人民币 13.43，未有评级）

奥飞动漫（002292.CH/人民币 13.95，未有评级）

好孩子国际（1086.HK/人民币 4.17，未有评级）

以 2013 年 4 月 18 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371