

星辉车模(300043.SZ)

“玩具+游戏” 互动娱乐战略值得期待

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **15.60-16.80**

分析师

分析师

朱嘉

S0740510120017

021-20315132

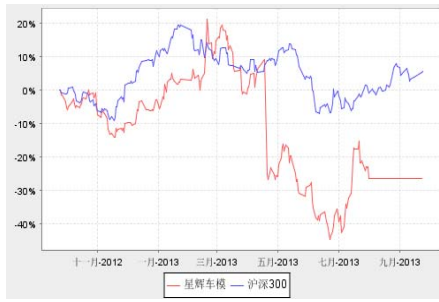
zhujia@r.qlzq.com.cn

2013年10月10日

基本状况

总股本(百万股)	241.78
流通股本(百万股)	94.34
市价(元)	12.53
市值(百万元)	3029.53
流通市值(百万元)	1182.07

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	444.32	1,118.43	2,516.00	2,768.60	3,072.80
营业收入增速	36.92%	151.72%	124.96%	10.04%	10.99%
净利润增长率	45.25%	32.23%	34.76%	27.01%	21.22%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.68	0.60	0.76	0.92
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)	34.86	24.29	20.95	16.50	13.61
PEG	0.77	0.75	0.60	0.61	0.64
每股净资产(元)	4.82	5.42	4.03	4.79	5.71
每股现金流量	0.64	0.77	-0.94	1.05	1.14
净资产收益率	10.62%	12.49%	14.83%	15.85%	16.12%
市净率	3.70	3.03	3.11	2.62	2.19
总股本(百万股)	158.40	158.40	241.78	241.78	241.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司今日公告,公司以7333.80万元收购广州谷果51%的股权。定价模式:鉴于广州谷果实现2013年承诺净利润可能性较大,各方同意按照2013年度承诺净利润数1320万元的10.89倍市盈率对标的股权进行整体估值。
- 广州谷果以移动广告平台运营为主营业务,“酷果平台”作为广州谷果的主力平台型项目,经过三年多时间的发展业已形成了集横幅广告(Banner)、视频广告、酷仔广告、广告墙广告和通知栏广告等多种广告形态。目前与“酷果平台”紧密合作的应用软件和游戏广告主包含诸如多米音乐、京东商城、豆玩游戏、通通电话、网易新闻、美团电影等多家知名的综合性互联网服务公司、游戏公司和互联网营销公司等;知名的品牌广告包括小儿止咳糖浆、克咳胶囊、汤臣倍健、中国平安、摩托罗拉和巧虎等涵盖药品、奶粉、银行、手机等等不同领域客户。
- 从盈利情况来看,2012年,广州谷果的收入为2300万元,净利润为324万元;2013年1-8月,广州谷果实现收入2900多万元,净利润快速上升至628万元。收购标的业务量在2013年增长较快,带动业绩也明显快速提升。
- 为保证公司的投资收益,广州谷果原股东承诺广州谷果2013年度、2014年度、2015年度和2016年度实现的净利润分别不低于1320万元、1905万元、2280万元、2640万元,对应公司的EPS分别为0.05、0.08、0.09和0.11元。如实际净利润低于承诺的净利润数时,应按以下公式计算当期应补偿星辉车模的金额:当年应补偿金额=(当年净利润承诺数-当年实际净利润数)÷(承诺期内累计承诺净利润数)×标的股权的交易总价。

- 为保证广州谷果持续发展和保持持续竞争优势，原股东承诺自股权交割日起，广州谷果的核心管理团队在广州谷果至少任职至 2017 年 12 月 31 日。原股东保证广州谷果的核心管理团队在服务期内不主动离职，否则每离职一人，原股东需以现金补偿上市公司。
- 从行业层面来看，移动互联网在智能机的普及推动下，移动广告成为了传统互联网广告之后的新焦点。移动广告的盈利模式是通过将广告插件内置于手机应用程序中，实现广告的海量投放及管理，同时使开发者用户流量变为其广告收益。移动广告平台在其中扮演了在 APP 开发者与 APP 广告主之间的中间角色，通过使广告主投放的广告更加精准、有效，让应用用户获取需要的信息，同时大幅提升开发者的收入并从中获取分成收入而实现盈利。移动广告平台提供广告服务优势在于兼具渠道特征，拥有海量且直接的 App 资源，投放精准且数据挖掘能力强大，从而具有较强的竞争优势。
- 根据尼尔森移动业务研究报告显示，手机广告较传统的网络广告“更精准、有效和更个人化”，转化率是传统网站的 5.3 倍，可见移动手机广告市场蕴含巨大的商机。随着智能手机数量不断增长，未来移动广告将成为趋势，移动广告市场前景看好。根据市场研究机构 eMarketer 发布的研究报告，2012 年全球移动互联网广告市场的收入达到 88 亿美元。随着国内智能手机的普及，中国移动应用广告平台发展迅速。广州市谷果软件技术有限公司旗下的“酷果平台”、多盟智胜网络技术（北京）有限公司旗下的“多盟平台”、广州优蜜信息科技有限公司旗下的“有米传媒手机广告平台”、北京力美广告有限公司旗下的“力美广告平台”等已发展为国内领先的手机应用广告平台。
- 此次收购的意义在于：**首先，优化公司以玩具和游戏为载体、内容和营销双重驱动的“玩具+游戏”互动娱乐战略布局。**通过本次收购，在战略层面，公司并购营销广告平台将提升公司基于广告业务的消费者沟通及流量变现能力；在业务层面，随着公司在游戏方面的不断布局，亟需大力拓展游戏产品的营销广告平台，并扩大用户数量以形成自有用户平台。**其次，基于海量用户资源，将致力于发展手游联运业务，最大化用户和平台价值。**公司将有效整合“酷果平台”的大量用户资源，正式全力开展手游联运业务，提高平台流量的变现收益。**第三，发挥网络游戏产品和渠道的协同效应。**游戏是公司未来重点发展的业务之一，随着公司在游戏行业的不断布局，公司需借助渠道的力量加强游戏产品的推广力度。
- 公司同时公告了，公司已取得获得使用梁羽生作品《萍踪侠影录》、《云海玉弓缘》和温瑞安作品《名捕斗将军》的计算机网络游戏软件的独家中文改编权，以及全球各地区公开发表、复制、发行、销售的权利（以下简称“发表权”）。公司可以依据授权作品的故事、背景、人物及武功名称为蓝本，改编为专供互联网使用者使用的网络游戏软件并行发表权。这有利于本公司进一步借助武侠名著进行网络游戏运营，符合游戏精品化的发展趋势，有利于避免游戏产品的同质化竞争，更加增强公司游戏业务的核心竞争能力，不断强化公司可持续发展能力。
- 基于此次收购原股东方的业绩承诺，我们略微上调了公司的盈利预测，公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.60、0.76 和 0.92 元，对应的动态市盈率分别为 21 倍、16 倍和 14 倍。鉴于公司正从原先单纯的玩具制造及销售企业正逐步转型为“玩具+游戏”互动娱乐提供商，我们给予公司 2013 年 26-28 倍的 PE 估值，目标价为 15.60—16.80 元，维持“买入”的投资评级。

图表 1: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,118	2,516	2,769	3,073
增长率	151.7%	125.0%	10.0%	11.0%
营业成本	-883	-2,150	-2,340	-2,574
% 销售收入	78.9%	85.5%	84.5%	83.8%
毛利	235	366	429	499
% 销售收入	21.1%	14.5%	15.5%	16.2%
营业税金及附加	-5	-15	-17	-20
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-58	-93	-100	-108
% 销售收入	5.2%	3.7%	3.6%	3.5%
管理费用	-48	-75	-83	-114
% 销售收入	4.3%	3.0%	3.0%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	125	182	229	258
% 销售收入	11.1%	7.2%	8.3%	8.4%
财务费用	-6	-18	-20	-5
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.2%
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	14	6	7	9
% 税前利润	10.9%	3.5%	3.3%	3.3%
营业利润	131	170	216	262
营业利润率	11.8%	6.8%	7.8%	8.5%
营业外收支	1	0	0	0
税前利润	132	170	216	262
利润率	11.8%	6.8%	7.8%	8.5%
所得税	-17	-26	-32	-39
所得税率	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	115	145	184	223
少数股东损益	8	0	0	0
归属于母公司的净利润	107	145	184	223
净利率	9.6%	5.7%	6.6%	7.2%

资产负债表 (人民币百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	159	560	0	0
应收款项	111	165	194	224
存货	138	484	499	512
其他流动资产	82	104	124	154
流动资产	490	1,312	818	890
% 总资产	31.8%	55.2%	41.8%	42.7%
长期投资	136	136	136	136
固定资产	539	565	568	538
% 总资产	35.0%	23.8%	29.0%	25.9%
无形资产	357	345	418	501
非流动资产	1,050	1,064	1,140	1,193
% 总资产	68.2%	44.8%	58.2%	57.3%
资产总计	1,539	2,376	1,958	2,083
短期借款	162	853	198	10
应付款项	405	351	422	501
其他流动负债	33	119	100	111
流动负债	600	1,322	720	622
长期贷款	6	6	6	6
其他长期负债	3	3	3	3
负债	609	1,331	729	631
普通股股东权益	859	975	1,158	1,381
少数股东权益	71	71	71	71
负债股东权益合计	1,539	2,376	1,958	2,083

比率分析				
	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
每股收益 (元)	0.677	0.598	0.759	0.921
每股净资产 (元)	5.423	4.032	4.792	5.712
每股经营现金净流 (元)	0.769	-0.940	1.046	1.142
每股股利 (元)	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	12.49%	14.83%	15.85%	16.12%
总资产收益率	6.97%	6.08%	9.38%	10.69%
投入资本收益率	13.54%	12.81%	15.01%	16.48%
增长率				
营业总收入增长率	151.72%	124.96%	10.04%	10.99%
EBIT 增长率	58.61%	46.07%	25.71%	12.81%
净利润增长率	32.23%	34.76%	27.01%	21.22%
总资产增长率	63.20%	54.38%	-17.61%	6.38%
资产管理能力				
应收账款周转天数	9.5	15.1	15.3	14.6
存货周转天数	44.0	81.2	76.9	72.4
应付账款周转天数	76.5	43.8	47.6	51.5
固定资产周转天数	112.9	76.3	79.8	73.3
偿债能力				
净负债/股东权益	1.01%	28.57%	16.54%	1.08%
EBIT 利息保障倍数	22.3	10.1	11.4	51.2
资产负债率	39.59%	56.00%	37.22%	30.30%

现金流量表 (人民币百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	115	145	184	223
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	33	29	35	39
非经营收益	0	18	17	-4
营运资金变动	-26	-418	17	18
经营活动现金净流	122	-227	253	276
资本开支	117	43	111	92
投资	-191	0	0	0
其他	173	6	7	9
投资活动现金净流	-134	-37	-104	-83
股权募资	0	0	0	0
债权募资	-20	690	-655	-188
其他	-17	-25	-54	-5
筹资活动现金净流	-36	665	-709	-193
现金净流量	-48	401	-560	0

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。