

## UBS Investment Research

### 星辉车模

#### 打造平台型公司，跨界整合有望提升估值

##### ■ 打造内容研发、跨界营销和产业运营为一体的娱乐平台

结合公司最近一系列的资本运作和布局，我们认为公司从传统玩具/婴童业务向大娱乐产业平台转型的战略已渐渐清晰，即以内容研发为基础，借助跨界营销平台，实现线上和线下业务的互动。我们预期公司将基于此继续推进平台的建设和优化，如整合吸纳优秀的互动娱乐团队、购买优质内容资源授权、并购具有业务优势且有协同效应的相关公司等。

##### ■ 调整13-15年盈利预测

我们假设公司在14年按照此前公布的方案完成对天拓科技的收购并实现并表。考虑到公司13年车模业务增速放缓，我们将13年盈利预测下调至1.24亿元，同时参照天拓科技的备考利润，将14/15年的盈利预测上调至2.20/2.81亿元，考虑到14年股本将由原来的2.42亿股增加至2.97亿股，摊薄后13-15年每股盈利预测为0.51/0.74/0.94元（原0.57/0.78/0.95元）。

##### ■ 预计游戏业务利润占比将达42%，有望提升整体估值

我们预计，公司如果完成对天拓科技的收购，玩具/化工/游戏（包含广告）业务的营收比重将在14年分别达到25%/62%/13%，贡献利润占比分别为47%/11%/42%。我们看好公司的游戏业务在精品化定位下，能基于自身的运营推广优势快速发展，在提升公司利润率的同时也可打开衍生玩具的新空间。考虑到近期收购游戏业务的上市公司14年PE约45倍，我们保守给予这部分业务14年35倍的估值，并认为可能随着业务发展超预期而提升。

##### ■ 估值：维持“买入”评级，上调目标价至21.75元（原17.93元）

我们采取分部估值法，预计2014年玩具、化工和游戏经常性损益EPS分别为0.40/0.08/0.31元（剔除重组中介费用影响），给予玩具业务14年25倍PE，化工业务14年10倍PE，游戏/移动业务35倍PE的估值，得出目标价21.75元。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	444	1,118	2,277	2,830	3,077
息税前利润 (UBS)	78	124	157	306	393
净利润 (UBS)	81	107	124	220	281
每股收益 (UBS, Rmb)	0.34	0.45	0.51	0.74	0.94
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.07	0.08	0.09	0.16	0.20

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	16.4	11.1	6.9	10.8	12.8
ROIC (EBIT) %	22.9	19.3	17.7	20.8	18.9
EV/EBITDA (core) x	-	15.0	22.3	12.6	10.0
市盈率 (UBS) (x)	-	23.3	36.7	25.5	20.0
净股息收益率 (%)	-	0.8	0.5	0.8	1.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年11月05日17时56分的股价 (Rmb18.90) 得出；

#### 胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

## 全球证券研究报告

中国

玩具业

12个月评级

**买入**  
保持不变

12个月目标价

Rmb21.75/US\$3.57  
之前: Rmb17.93/US\$2.94

股价

Rmb18.90/US\$3.10

路透代码: 300043.SZ 彭博代码300043 CH

2013年11月6日

#### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb21.65-9.43/US\$3.55-1.54
市值	Rmb4.49十亿/US\$0.74十亿
已发行股本	238百万 (ORDA)
流通股比例	38%
日均成交量 (千股)	9,491
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb172.4

#### 资产负债表数据 12/13E

股东权益	Rmb0.96十亿
市净率 (UBS)	4.7x
净现金 (债务)	(Rmb0.08十亿)

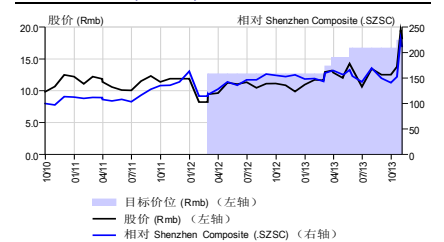
#### 预测回报率

预测股价涨幅	+15.1%
预测股息收益率	0.8%
预测股票回报率	+15.9%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+6.9%

#### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.08	0.08	-	0.07
Q2	0.13	0.13	0.10	0.10
Q3	0.18	0.18	0.18	0.16
Q4E	0.18	0.12	0.18	0.13
12/13E	0.57	0.51	0.57	
12/14E	0.78	0.74	0.78	

#### 股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

潘嘉怡(eric-poon.werkun@ubs.com)

对本报告的编制提供信息

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第8页开始

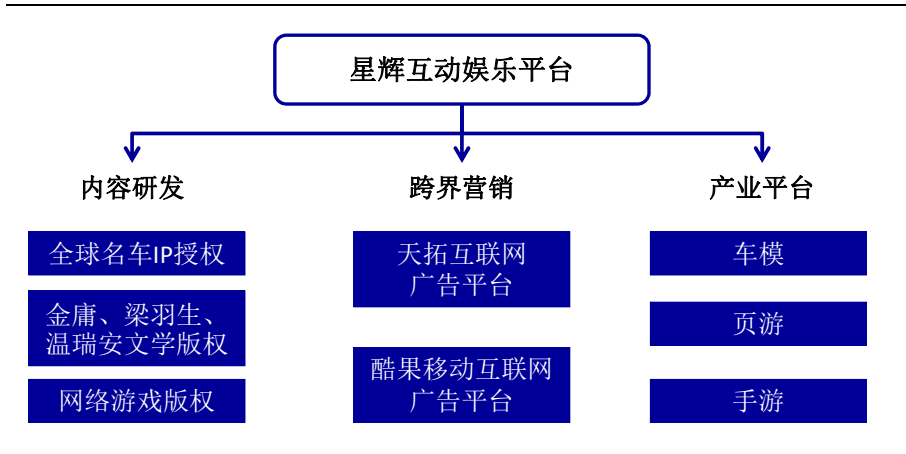
UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/11/06 06:06

## 娱乐平台战略逐步清晰

我们在10月18日的报告《从“小”玩具到“大”娱乐》中已经详细论述了公司收购游戏公司天拓科技的背景和意义以及海外的玩具+游戏模式。结合公司最近一系列的资本运作和布局，我们认为公司从传统玩具/婴童业务向大娱乐产业转型的战略已渐渐清晰，即以内容研发为基础，实现线上和线下、软件和硬件的结合。

图1: 星辉“互动娱乐产业链”



数据来源：公司资料

- **内容布局：**公司早期是以名车授权作为玩具的文化内容以赚取溢价，近期公司陆续取得了金庸、梁羽生及温瑞安相关作品的游戏改编权和衍生产品的制作权为游戏业务储备文化内容，我们预计公司收购天拓科技后，对于精品游戏的开发则将使得公司能自主建立内容平台。
- **跨界营销：**公司于10月公告收购了国内领先的移动广告平台广州谷果，再加上天拓科技的互联网广告平台，这使得公司相较于其他单纯的游戏公司还有望具备PC和移动端的运营推广的优势，从而有助于公司游戏业务实现更加精准的营销和定位。此外，公司的传统玩具/婴童业务也可借助线上营销平台来提升品牌影响力。
- **线上与线下结合的产业结构：**我们认为长期来看，公司的线下玩具产品与线上游戏文化产品间有望实现相互渗透和打通运作，一方面可以开发游戏的周边衍生产品进行线下销售，另一方面也可实现线上线下推广渠道和客户资源的共享，协同发展。

## 盈利预测调整

公司收购天拓科技的决议仍需等待股东大会审议通过和中国证监会核准。我们假设公司在14年按照此前公布的方案完成该项交易，即现金支付4.1亿元（部分以定增方式筹集），另以12.69元向天拓公司股东发行股份支付对价4亿元，对盈利预测和资产负债进行了并表的调整。

星辉车模 2013年11月6日

考虑到公司13年车模业务增速放缓，我们将13年盈利预测下调至1.24亿元，同时考虑到天拓科技的并表，将14-15年的盈利预测上调至2.20/2.81亿元，考虑到股本将由原来的2.42亿股增加至2.97亿股，摊薄后13-15年每股盈利预测为0.51/0.74/0.94元。其中我们预计14年由于支付重组中介费用，管理费用大幅上升，如果将这部分影响剔除，14年EPS预测为0.79元，玩具、化工和游戏（广告）业务各0.40/0.08/0.31元。

表1: 主营业务预测

(百万元)	2013E	2014E	2015E
<b>收入</b>	2,277	2,830	3,077
玩具业务	632	710	810
化工业务	1,642	1,750	1,846
游戏/移动业务	3	370	422
<b>毛利润</b>	288	524	641
玩具业务	222	247	282
化工业务	64	87	112
游戏/移动业务	2	190	247
<b>毛利率</b>	13%	19%	21%
玩具业务	35%	35%	35%
化工业务	4%	5%	6%
游戏/移动业务	55%	51%	59%
<b>净利润</b>	124	220	281
玩具业务	109	103	131
化工业务	13	24	35
游戏/移动业务	3	93	115

数据来源：瑞银证券估算

星辉车模 2013年11月6日

表2: 盈利预测调整

	2013E			2014E			2015E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
营业总收入	2,207	2,277	3.2%	2,522	2,830	12.2%	2,825	3,077	8.9%
营业总成本	2,038	2,131	4.6%	2,281	2,543	11.5%	2,528	2,706	7.0%
营业成本	1,871	1,990	6.3%	2,059	2,306	12.0%	2,261	2,437	7.7%
营业税金及附加	13	5	-58.7%	15	9	-39.2%	17	10	-41.0%
销售费用	78	65	-17.0%	98	93	-5.3%	123	103	-16.2%
管理费用	64	60	-6.5%	99	116	17.6%	120	135	12.4%
财务费用	11	11	-0.3%	11	19	78.1%	7	21	228.6%
其他经营收益	15	12	-22.3%	15	8	-43.7%	15	9	-43.7%
营业利润	183	158	-14.1%	256	295	15.3%	313	380	21.5%
利润总额	184	158	-14.3%	259	295	14.2%	315	380	20.9%
所得税	32	25	-20.9%	46	53	13.6%	55	68	23.7%
净利润	152	132	-12.9%	212	243	14.3%	259	312	20.3%
少数股东损益	13	8	-38.8%	25	23	-8.3%	29	31	8.8%
归属于母公司所有者的净利润	139	124	-10.5%	188	220	17.2%	231	281	21.8%
发行在外总股本	242	242	0.0%	242	297	22.9%	242	297	22.9%
每股收益:	0.57	0.51	-10%	0.78	0.74	-4.6%	0.95	0.94	-0.9%

数据来源: 瑞银证券估算

## 估值: 上调目标价至21.75元

我们采取分部估值的方法来确定我们的目标价。我们预计2014年玩具业务、化工业务和游戏业务经常性损益EPS分别为0.40/0.08/0.31元(剔除了重组中介费用的影响)。我们给予玩具业务14年25倍PE, 化工业务14年10倍PE, 游戏/移动业务35倍PE的估值, 合计每股价值为21.75元, 维持“买入”评级。

表3: 可比上市文娱用品公司

公司名称	代码	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			净利CARG 13-15E	股息率 2012	P/BV 2012	PEG 13E
				13E	14E	15E	13E	14E	15E	13E	14E	15E				
珠江钢琴	002678.sz	6,396	6.69	28.4	23.2	19.1	4.2	3.6	3.0	11.9%	12.8%	13.8%	21.1%	1.8%	3.4	1.3
齐心文具	002301.sz	3,109	8.10	36.6	25.3	18.5	1.7	1.4	1.2	7.0%	10.0%	12.0%	40.6%	0.2%	1.9	0.9
浙江永强	002489.sz	4,854	10.15	19.7	17.4	15.5	1.6	1.4	1.2	7.6%	8.2%	8.7%	12.6%	3.4%	1.4	1.6
蒙发利	002614.sz	4,889	20.37	45.5	34.7	27.0	2.5	2.1	1.8	5.2%	6.5%	7.8%	29.8%	0.5%	1.1	1.5
姚记扑克	002605.sz	3,583	19.16	30.2	24.4	20.4	4.9	4.0	3.3	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	3.5%	2.5	0.7
均值		4,566	12.89	32.1	25.0	20.1	3.0	2.5	2.1	6.3%	7.5%	8.5%	25.1%	1.9%	2.1	1.2

数据来源: 万得资讯, 股价为11月5日收盘价, 采用市场一致预期。

星辉车模 2013年11月6日

表4: 收购游戏业务的上市公司

公司名称	代码	游戏 业务%	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			净利 CARG 13-15E	股息率 2012	P/BV 2012	PEG 13E
					13E	14E	15E	13E	14E	15E	13E	14E	15E				
掌趣科技	300315.sz	94.6%	20,376	28.90	98.3	52.9	36.6	37.2	20.7	14.0	14.4%	19.8%	23.1%	88.1%	0.9%	4.4	1.1
博瑞传播	600880.sh	6.9%	13,967	20.44	36.9	29.3	25.5	8.7	7.2	6.4	15.4%	17.5%	17.6%	25.3%	1.1%	2.7	1.5
华谊兄弟	300027.sz	0.7%	29,151	24.10	46.7	38.7	33.3	15.1	11.5	9.2	22.7%	22.7%	22.7%	18.3%	0.6%	5.0	2.6
中青宝	300052.sz	99.6%	7,745	29.79	146.9	57.8	39.1	27.4	14.8	10.7	6.6%	17.0%	19.1%	93.9%	0.2%	1.6	1.6
均值			17,810	25.81	82.2	44.7	33.6	22.1	13.6	10.1	14.8%	19.3%	20.6%	56.4%	0.7%	3.4	1.7

数据来源: 万得资讯, 公司资料; 股价为11月5日收盘价, 采用市场一致预期。

## 悲观/乐观情景假设

### 乐观情景

如果公司车模产品的主要出口地欧洲复苏加快, 内销市场加速提振, 玩具业务毛利率有所改善, 同时游戏业务拓展迅速, 流水增速超预期, 我们假设公司2014/15年车模销售增速为22%/17%, 毛利率为37%/37%, 天拓科技2014/15收入增速60%/20%, 我们预测2014/15年EPS分别为0.89/1.15元, 每股估值28.3元。

### 悲观情景

如果欧洲经济持续不振, 国内消费市场持续低迷, 毛利率快速下滑, 且公司游戏业务不达预期, 我们假设2014/15年车模销售增速为3%/3%, 毛利率为34%/34%, 页游业务2014/15年收入增速25%/5%元, 我们预测2014/15年EPS分别为0.56/0.78元, 每股估值16.3元。

## 星辉车模

损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	171	233	325	444	1,118	2,277	103.6	2,830	24.3	3,077	8.7
营业费用 (不含折旧)	(138)	(182)	(262)	(350)	(962)	(2,077)	115.8	(2,471)	19.0	(2,622)	6.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	33	51	62	95	156	201	28.5	359	78.6	455	27.0
折旧	(3)	(5)	(9)	(16)	(32)	(43)	34.6	(53)	21.4	(62)	18.5
营业利润 (息税前利润, UBS)	30	46	53	78	124	157	27.0	306	94.4	393	28.5
其他盈利和联营公司盈利	0	2	10	13	14	12	-14.0	8	-28.8	9	3.0
净利息	(1)	(2)	3	5	(6)	(11)	102.8	(19)	68.2	(21)	12.1
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	29	45	65	96	132	158	19.5	295	87.1	380	28.8
税项	(4)	(6)	(9)	(15)	(17)	(25)	51.4	(53)	106.8	(68)	30.3
税后利润	25	39	56	81	115	132	14.9	243	83.3	312	28.5
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	(8)	(8)	-0.6	(23)	183.7	(31)	37.8
净利润 (本地会计准则)	25	39	56	81	107	124	16.0	220	76.9	281	27.6
净利润 (UBS)	25	39	56	81	107	124	16.0	220	76.9	281	27.6
税率 (%)	13	14	14	15	13	16	26.7	18	10.6	18	1.2
不计非正常项目税率 (%)	13	14	14	15	14	17	25.0	18	5.4	18	0.6
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.14	0.22	0.24	0.34	0.45	0.51	14.0	0.74	43.9	0.94	27.6
每股收益 (UBS)	0.14	0.22	0.24	0.34	0.45	0.51	14.0	0.74	43.9	0.94	27.6
每股股息净值	0.03	0.09	0.07	0.07	0.08	0.09	15.4	0.16	74.0	0.20	27.6
每股现金收益	0.16	0.25	0.27	0.41	0.59	0.69	18.2	0.92	32.3	1.15	25.8
每股账面净值	0.28	0.43	2.93	2.84	3.62	3.99	10.3	6.41	60.6	7.22	12.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	35	58	208	356	539	657	21.9	800	21.8	962	20.3
无形固定资产净值	1	25	60	71	350	338	-3.3	1,144	238.2	1,133	-1.0
净营运资本 (包括其他资产)	53	43	56	53	(81)	(14)	-82.6	20	-	112	447.7
其他负债	0	0	(1)	0	(3)	(3)	0.0	(3)	0.0	(3)	0.0
运营投入资本	90	126	323	480	804	978	21.6	1,961	100.6	2,203	12.3
投资	0	0	0	1	136	147	8.5	159	8.1	168	5.4
运用资本总额	90	126	323	481	939	1,125	19.8	2,120	88.5	2,371	11.8
股东权益	67	101	697	676	859	965	12.3	1,903	97.3	2,145	12.7
少数股东权益	0	0	0	0	71	79	11.2	100	27.5	132	31.0
总股东权益	67	101	697	676	930	1,043	12.2	2,004	92.1	2,277	13.6
净债务 / (现金)	22	25	(373)	(195)	9	81	770.2	116	42.7	94	-19.2
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	90	126	323	481	939	1,125	19.8	2,120	88.5	2,371	11.8
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	30	46	53	78	124	157	27.0	306	94.4	393	28.5
折旧	3	5	9	16	32	43	34.6	53	21.4	62	18.5
营运资本变动净值	(5)	0	(17)	10	(32)	(66)	104.1	(223)	239.5	(89)	-59.9
其他 (经营性)	(28)	5	14	8	12	2	-83.5	(5)	-	(12)	123.1
经营性现金流 (税前/息前)	0	56	59	112	136	137	0.6	130	-5.0	354	172.0
收到 / (支付) 利息净值	(1)	(2)	3	5	(6)	(11)	102.8	(19)	68.2	(21)	12.1
已付股息	0	(5)	(16)	(16)	(16)	(19)	20.0	(39)	104.32	(50)	27.56
已缴付税项	0	(6)	(9)	(15)	(17)	(25)	51.4	(53)	106.8	(68)	30.3
资本支出	(25)	(36)	(195)	(184)	(117)	(150)	28.4	(180)	20.0	(213)	18.3
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	7	(6)	3	(67)	(180)	0	-	(151)	-	(2)	-98.6
股份发行	0	0	563	0	0	0	-	263	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(15)	(2)	398	(178)	(204)	(72)	-64.7	(35)	-51.7	22	-
外汇/非现金项目	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(15)	(2)	398	(178)	(204)	(72)	-64.7	(35)	-51.7	22	-
核心息税折旧摊销前利润	33	51	62	95	156	201	28.5	359	78.6	455	27.0
维护资本支出	(2)	(3)	(5)	(8)	(18)	(32)	77.8	(41)	29.0	(51)	23.7
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	31	48	57	87	138	169	22.1	317	88.0	405	27.5

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

## 全球证券研究报告

中国

玩具业

12个月评级

买入

12个月目标价

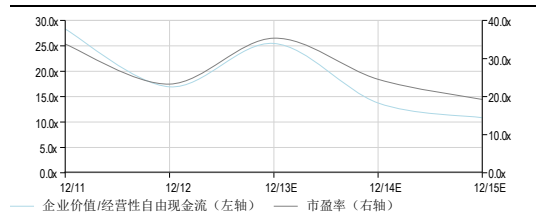
Rmb21.75

星辉车模

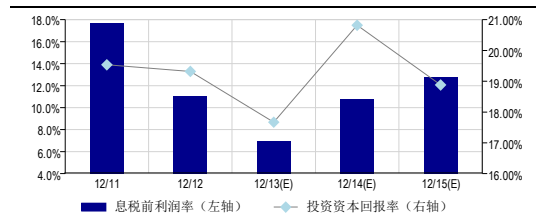
## 公司概况

星辉车模是国内车模龙头企业，是业内获得汽车品牌授权数量最多的企业之一。公司拥有自主品牌“RASTAR”，产品除了销往国内市场，还远销美国、欧洲、港台、东南亚、南非、西班牙、巴西等40多个国家和地区。

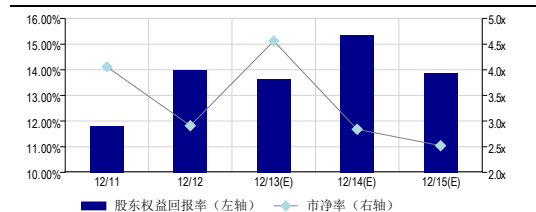
## 价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



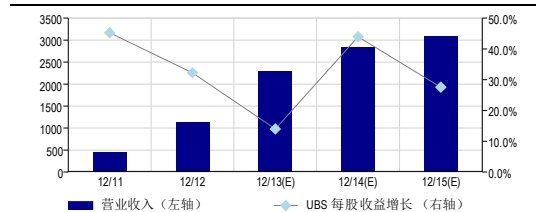
## 盈利能力



## 股东权益回报率与市净率



## 增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	33.8	23.3	36.7	25.5	20.0
市盈率 (UBS)	-	33.8	23.3	36.7	25.5	20.0
股价/每股现金收益	-	28.2	17.9	27.2	20.6	16.4
净股息收益率 (%)	-	0.6	0.8	0.5	0.8	1.1
市净率	-	4.1	2.9	4.7	2.9	2.6
企业价值/营业收入 (核心)	-	5.5	2.1	2.0	1.6	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	26.0	15.0	22.3	12.6	10.0
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	18.9	28.4	14.8	11.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	28.3	16.9	26.5	14.3	11.3
企业价值/运营投入资本	-	6.1	3.7	5.0	3.1	2.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	2,742	2,500	4,491	4,491	4,491
+ 少数股东权益	0	71	79	100	132
+ 平均净债务 (现金)	(284)	(93)	45	99	105
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(1)	(136)	(147)	(159)	(168)
核心企业价值	2,457	2,342	4,468	4,531	4,560

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	60.0	36.9	151.7	103.6	24.3	8.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	47.2	51.9	65.2	28.5	78.6	27.0
息税前利润 (UBS)	42.4	48.4	58.0	27.0	94.4	28.5
每股收益 (UBS)	34.0	45.3	32.2	14.0	43.9	27.6
每股现金收益	39.0	49.0	43.5	18.2	32.3	25.8
每股股息净值	30.5	0.0	20.0	15.4	74.0	27.6
每股账面净值	89.1	-3.0	27.2	10.3	60.6	12.7

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	19.1	21.3	14.0	8.8	12.7	14.8
息税前利润/营业收入	16.4	17.7	11.1	6.9	10.8	12.8
净利润 (UBS) /营业收入	15.3	18.3	9.6	5.5	7.8	9.1

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	22.9	19.5	19.3	17.7	20.8	18.9
税后投资资本回报率	-	16.6	16.6	14.6	17.0	15.4
净股东权益回报率	26.5	11.8	14.0	13.6	15.3	13.9

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	24.2	14.9	16.5	18.8
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	4.4	5.1	5.6	5.6	4.6	4.6
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	25.2	19.5	17.7	17.9	21.7	21.7
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	0.1	0.4	0.3	0.2

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	1.6	1.1	1.7	2.6	1.9	1.5
营业收入/固定资产	1.8	1.3	1.7	2.4	1.9	1.5
营业收入/净营运资本	15.7	9.0	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	24.3	NM	10.4	6.6	6.4	6.9
资本支出/折旧	8.4	NM	3.6	3.5	3.4	3.4

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(21.3)	(28.9)	1.1	8.4	6.1	4.4
净债务/(净债务 + 权益)	(27.1)	(40.6)	1.1	7.8	5.8	4.2
净债务 (核心) /企业价值	-	(11.6)	(4.0)	1.0	2.2	2.3

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年11月05日17时56分的股价 (Rmb18.90) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

## 胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

## ■ 星辉车模

星辉车模是国内车模龙头企业，是业内获得汽车品牌授权数量最多的企业之一。公司拥有自主品牌“RASTAR”，产品除了销往国内市场，还远销美国、欧洲、港台、东南亚、南非、西班牙、巴西等40多个国家和地区。

## ■ 风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 外围经济急剧恶化：如果欧债危机继续升级，影响消费者购买能力和意愿，则公司的出口订单可能面临考验。2) 成本加速上涨：如果原材料、人工成本上涨过快，公司可能为了提升市场份额控制提价幅度，则可能出现毛利下滑。3) 项目进展慢于我们预期：如果公司的产能扩张项目慢于我们预期，则业绩可能难以达到我们的预期水平。4) 出口退税率的向下调整：公司出口产品享受国家出口退税政策优惠，如果退税率向下调整，则可能影响公司毛利率下行。5) 原油价格大幅波动：如果公司完成对爱思开的收购，在原油价格大幅上涨的情况下，其合并报表业绩可能受到负面影响

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。



## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年09月30日。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

星辉车模 2013年11月6日

## 主要定义

**预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

**处于观察期 (UR)**: 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

## 例外和特殊案例

**英国和欧洲投资基金的评级和定义:** 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外 (CBE):** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 胡昀昀。

## 涉及报告中提及的公司的披露

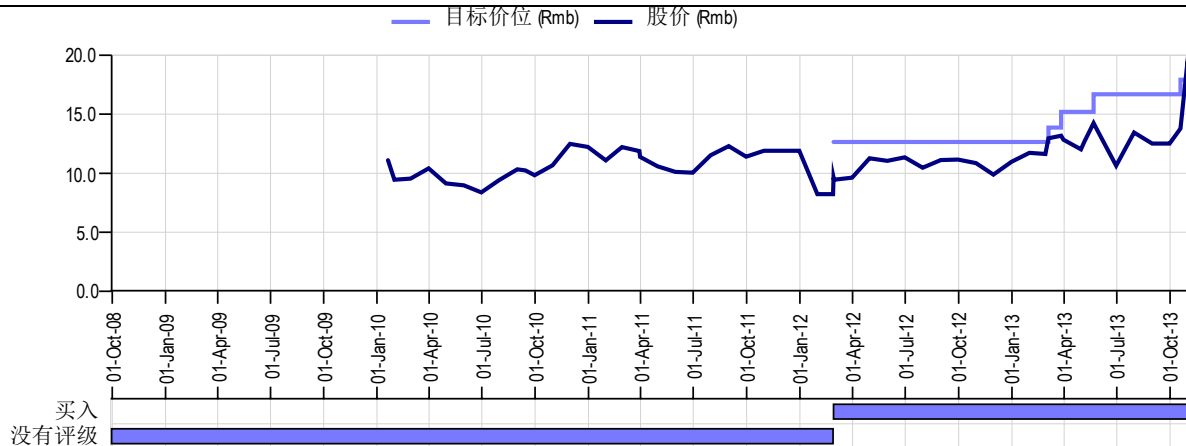
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
星辉车模	300043.SZ	买入	不适用	Rmb18.20	2013年11月04日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 星辉车模 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年11月4日



## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities C.JSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的特准投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司(澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务牌照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。© UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

