

2013年12月27日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn
目标价(元)

19.9

星辉车模 (300043.SZ)

Buy 买入

打通实物玩具和虚拟游戏界限，前景值得期待

结论与建议：

作为国内领先的汽车模型制造业上市公司，公司国内车模和婴童玩具业务保持了较快的增长速度，同时通过收购网游公司，实现玩具+游戏相结合的互动娱乐平台。公司各业务经营良好，在涉足网路游戏的同类企业中估值较低，给予买入的投资建议。

公司基本资讯

产业别	轻工制造
A 股价(2013/12/26)	17.44
上证综指(2013/12/26)	7897.33
股价 12 个月高/低	21.65/9.43
总发行股数(百万)	241.78
A 股数(百万)	93.65
A 市值(亿元)	42.17
主要股东	陈雁升 (38.33%)
每股净值(元)	4.06
股价/账面净值	4.30
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.7 39.2 71.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

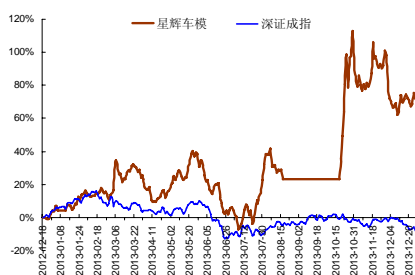
产品组合

原材料业务	50.7%
车模业务	43.9%
婴童用品及其他玩具业务	5.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	59.8%
----	-------

股价相对大盘走势



■ **经营情况：**公司 2013 年 1-3Q 营业收入 16.46 亿元，YoY 增长 134.55%，营收大幅增长缘于 2012 下半年并表汕头 SK 70%股权，净利润 0.956 亿元，YoY 增长 24.15%，车模和婴童业务利润增速 24%。3Q 单季营业 6.068 亿元，YoY 增速 31.76%，净利润 4390 万元，YOY 增速为 16%，车模和婴童主业利润增速 20%。

■ **车模及婴童业务：**2013 上半年公司车模及婴童业务实现收入 2.77 亿元，YOY 增长 15%。国内业务增长 30.4%，超过海外业务 7.1%的增速，使得国内营收占比由之前的 3 成提高到了 4 成。公司车模业务毛利率长期稳定保持在 35%的水准，玩具和婴童业务毛利率呈现明显上升趋势，达到了 30%以上的水准。预计公司的出口业务预计较大可能保持在 10%以上的增速，国内业务有望保持 3 成增速，未来车模及婴童业务整体增速约 2 成。

■ **游戏业务：**公司计划通过定向增发和支付现金收购天拓科技 100%股权，此前年内已先后收购了深圳畅娱天下和谷果软体技术有限公司 51%的股权，涉足手游和互联网广告业务。根据原股东承诺，预计 2013-2015 年公司来自游戏业务的利润分别为 400、9300 和 1.134 亿元，增厚公司 EPS 分别为 0.02、0.31 和 0.38 元。公司通过收购实现同时拥有实物玩具和虚拟游戏，并拓展游戏周边产玩偶产品，打造“玩具+游戏”的互动娱乐模式，未来游戏业务占公司总利润比重将达 4 成。

■ **原材料业务：**原材料业务占公司营收总额的 7 成，但是利润占比目前仅 1 成。公司 2012 下半年完成收购汕头 SK70%股权介入原材料业务，以降低交易成本并获取便捷的原材料供应。该业务预计未来利润保持稳定波动的水准，净利润额约 3500 万元。

■ **盈利预测：**预计 2013-2015 年公司实现净利润 1.31、2.37 和 2.87 亿元，YoY 增长 21.8%、81.3%和 21.4%。我们预计针对天拓的增发收购工作将在 2014 年完成，摊薄后 EPS 分别为 0.54、0.797 和 0.968 元，对应动态 P/E 为 32.3、21.9 和 18 倍，给予买入的投资建议，目标价 19.9 元，对应 2014 年 25 倍 PE。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB百万元	56	81	107	131	237	287
同比增减	%	42.95%	45.25%	32.21%	21.77%	81.29%	21.41%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.71	0.512	0.677	0.540	0.797	0.968
同比增减	%	-30.33%	-27.38%	32.21%	-20.23%	47.55%	21.41%
A 股市盈率 (P/E)	X	24.73	34.05	25.76	32.29	21.88	18.02
股利 (DPS)	RMB元	0.30	0.20	0.10	0.12	0.12	0.12
股息率 (Yield)	%	1.72%	1.15%	0.57%	0.69%	0.69%	0.69%

公司介绍

广东星辉车模股份有限公司是国内领先的汽车模型制造业上市公司和品牌授权车模提供商，2010年在深圳证券交易所上市。公司产品涉及静态和动态车模、儿童电动童车、儿童汽车座椅等车模和婴童产品，产品比例1:4——1:24，拥有品种类超过300种，合作品牌包括宝马、法拉利、兰博基尼等国际知名汽车品牌。公司与义大利的MONDO、英国的TESCO、美国的玩具反斗城等知名车模代理商建立了长期稳定的合作关系，产品销售世界47个国家和地区。近期公司通过收购资产将业务拓展至游戏和原材料业务。

图 1、公司品牌及主要授权车模品牌



图 2、公司主要产品



资料来源：公司网站

公司经营

2012年收购的聚苯树脂原材料业务占公司收入比重50.7%，但是由于毛利率较低，利润额占比不到2成，目前公司的主要利润仍然来源于传统的车模和婴童玩具业务，利润占比超过8成。公司已经开始陆续收购网路游戏和广告公司，预计2014年开始，公司来源于车模玩具和网路游戏业务的利润将各占4成。

公司2013年1-3Q营业收入16.46亿元，YoY增长134.55%，营收大幅增长缘于2012下半年并表汕头SK 70%的股权带来的聚苯树脂原材料业务。净利润0.956亿元，YoY增长24.15%，扣除收购的原材料业务影响，公司的车模和婴童业务利润增速约为24%。

3Q单季公司营业6.068亿元，YoY增速为31.76%。净利润4390万元，YOY增速为16%，利润增速放缓源于原材料业务毛利下降造成该业务利润减少，公司的车模和婴童业务利润增速约为20%。

图 3、公司营收及净利润增速

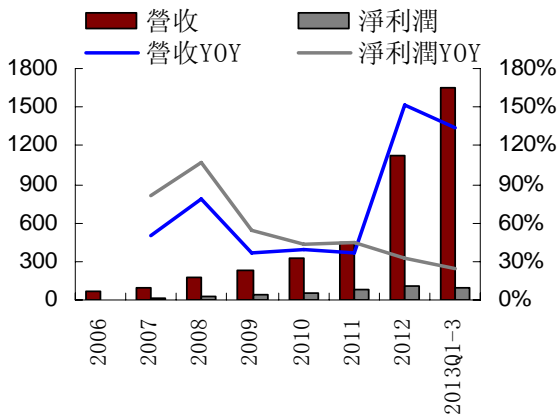


图 4、公司营收构成

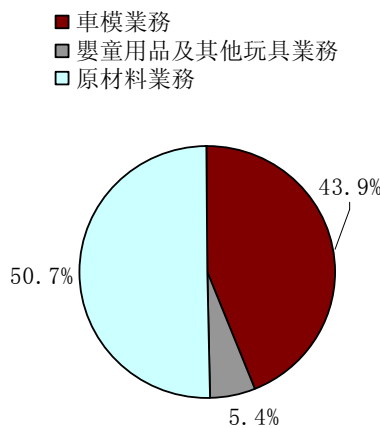
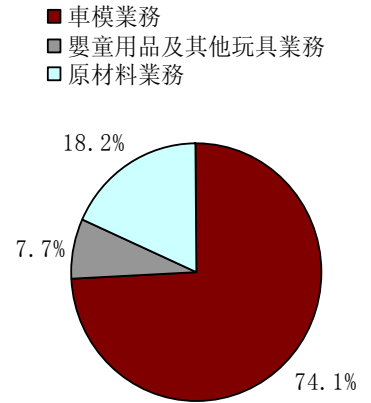


图 5、公司毛利构成



资料来源：公司公告

车模及婴童业务

公司车模业务国内增速维持高位，海外业务增速下滑

车模及婴童业务是公司主营业务，不同于玩具车在制作时可以对车型外观和结构细节进行任意的修改，车模制造生产必须得到原厂的授权，且制作材料和工艺要求均远高于玩具车。

公司 1:24 的小型车模售价在 100 元左右，1:14 的中型模型价格在 150-300 元，1:10 的模型售价在 350 元左右，1:6 以上的大型车模售价在 500 元以上。

2013 上半年公司车模及婴童业务实现收入 2.77 亿元，YOY 增长 15%。从分区域情况来看，国内业务实现营业收入 1.06 亿元，YOY 增长 30.4%，近几年国内业务的收入基本维持了 3 成以上的增速度，占公司车模及婴童业务比逐渐由 3 成升至 4 成。受到人民币升值及欧洲经济复苏缓慢影响，海外业务增速明显走低，上半年实现营业收入 1.7 亿元，YOY 仅增长 7.1%，占车模及婴童业务比重由之前的 7 成降至 6 成。

公司车模业务毛利率长期稳定保持在 35% 的水准，近期玩具和婴童业务毛利率呈现明显上升趋势，达到了 30% 以上的水准。

图 6、车模及婴童业务销售区域构成

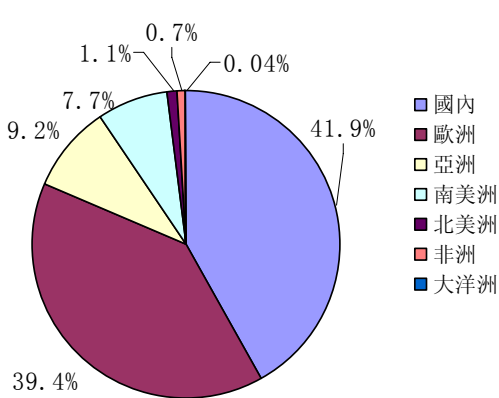


图 7、车模业务销售情况 (单位：万元/YOY)

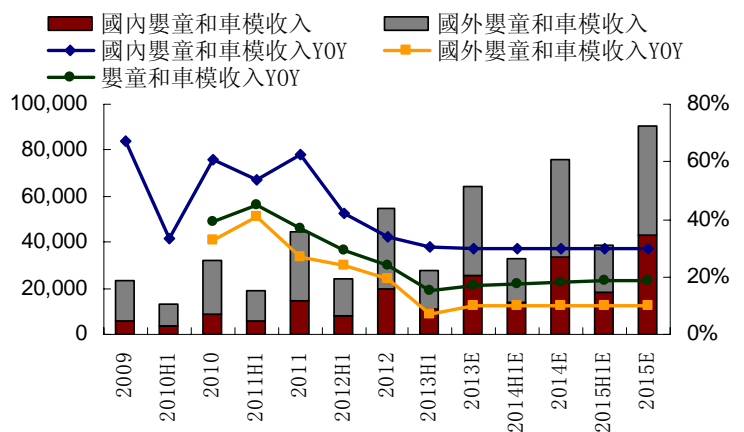
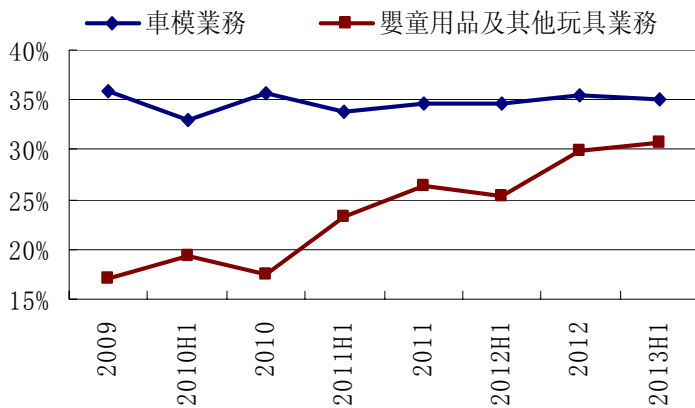


图 8、公司车模和婴童业务毛利率



资料来源：公司公告

外销收入预计未来增速10%

在外销方面，公司拥有诸多优质海外代理商，销售管道广、市场开拓能力强，产品的销售增长稳定。2013 上半年公司海外经销商客户从 2012 年底的 255 家，增加至 333 家，其中海外婴童业务客户增加 78 家、车模业务客户增加 31 家。预计随着海外经济的企稳回升，公司的车模出口业务预计较大可能保持在 10%以上的增速。

内销收入增速在3成左右

国内的玩具产业早期以海外代工为主，产量占世界百分之七十以上，受到国际经济增速放缓、劳动力成本提升及人民币升值影响，近期玩具出口增速明显放缓，部分出口加工企业转向打造自有品牌和内销方面。

星辉在建立品牌和开发内销管道方面走在行业前列，进入各大零售终端，如玩具反斗城、乐购、沃尔玛、吉之岛、家乐福等；新兴管道包括汽车 4S 店、新华书店和网路等。上半年公司加强国内行销网路建设，销售等管道零售终端总数由 2012 年底的 4100 家增加至 5050 家，其中卖场终端增加 150 家，加油站终端数量增加 800 家。同时加大了品牌推广力度，与山东少儿、嘉佳卡通、上海哈哈少儿等十几个少儿频道开展合作，以电视广告、栏目活动、电视购物等多种方式植入热点节目，建立了较好的品牌声誉。

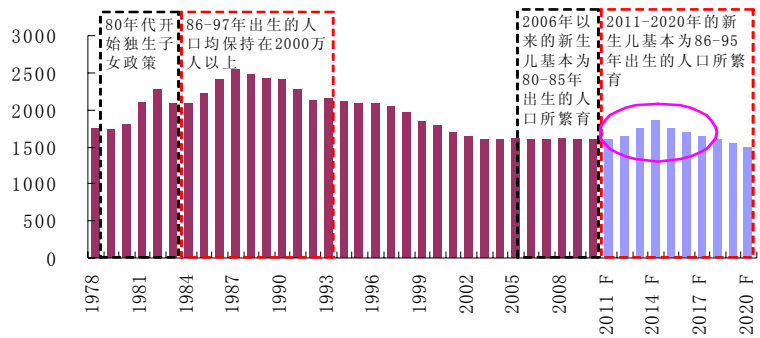
来自玩具联合网的行业报告显示，中国 14 岁以下的儿童人均年玩具消费仅 20-30 元人民币(2.4-3.6 美元)，远低于亚洲儿童人均年玩具消费 13 美元和全世界儿童人均年玩具消费 34 美元的水准。若达到亚洲平均水准，儿童玩具市场规模预计就将突破 300 亿元人民币，仍有 4 倍的上升空间。随着国内居民收入的增加及生育高峰的到来，公司车模及婴童玩具内销业务未来仍将保持 3 成左右的增长速度。

图 9、中国儿童人均玩具消费金额

图 10：中国新生儿数量（单位：万人）



资料来源：TIA, NDP Group



资料来源：国家统计局

游戏及移动广告业务

计划通过定向增发和支付现金收购天拓科技，是公司在近期游戏及互联网广告业务方面较大的一笔投资，积极涉足游戏业务

2013年10月18日公司公告了拟向天拓科技的全体股东发行股份及支付现金合计8.12亿元购买其持有的天拓科技100%的股权，是公司在近期游戏及互联网广告业务方面较大的一笔投资，此前公司已经完成了收购深圳畅娱天下和谷果软体技术有限公司51%股权。此次收购中股份对价支付4亿元，对应公司股权3159万股。现金方式支付4.11亿元，其中2.7亿元通过非公开发行股份募集配套资金获得，计划发行股份数量2370万股。

天拓科技主营业务为网路游戏的研发与运营及互联网广告的推广与服务，2013年1-9月公司营收1.35亿元，净利润5,025万元。

截至2013年9月，天拓科技自主研发的网页游戏《倚天》、《山海传说》、《群侠射雕》等累计充值金额超5亿元。其中主力游戏腾讯平台发布的《倚天》2012年11月正式上线，今年前9个月活跃用户276万人，付费用户10万人，ARPU 349元，月流水超过3000万。《山海传说》月均活跃用户149.5万人，付费用户4.3万人，ARPU 188元，月流水约800万。

未来研发方面：手机游戏研发近期《倚天》的同步手游产品和独家代理的手游产品《三国名将》已分别在腾讯和iOS平台进行不删档外测，《三国名将》的日流水已经突破30万，《有仙气》处于研发阶段。网页游戏研发独家代理的《剑与地下城》、《天战》、《枪林弹雨》、《龙骑士》等网页游戏处于外测阶段。

在广告业务方面，天拓科技主要为客户提供互联网广告的媒介投放、策略及创意支援和技术服务。

原有股东承诺天拓科技2013年度、2014年度、2015年度、2016年度和2017年度实现的净利润分别不低于6000万、8000万、9700万、1.15亿和1.2亿元，YOY增速分别为：402%、33%、21.2%、18.6%和4.3%，按照收购的价格对应的2013-2017年的PE分别为13.5、10.15、8.4、7.1和6.8倍。

公司以合计1836万元收购深圳畅娱天下51%股权，初次涉足手游行业

2013年9月公司通过增资和向深圳市酷米科技有限公司收购，以合计1836万元取得深圳畅娱天下51%的股权，首次涉足手游行业，畅娱天下2013上半年已经实

现营收和净利润分别为 225.7 和 87.4 万元，目前主要产品为 2013 上半年上线的手游《醉江山》，7 月份开始流水已经 100 万元。正在研发的游戏包括《名将风云》、《武魂三国》等。原股东承诺在 2013 年度、2014 年度、2015 年度的净利润分别不低于 450 万元、650 万元、1,000 万元，2014 和 2015 年增速分别为：44%和 53.8%，收购价格对应的 2013-2015 年的 PE 分别为 8、5.5 和 3.6 倍。

公司以7333.8万元收购移动广告平台“酷果平台”配合游戏推广

2013 年 10 月公司以 7333.8 万元的价格收购了广州市谷果软件技术有限公司 51% 股权，谷果公司旗下的“酷果平台”是以 android 系统为载体的手机广告媒体，目前和 5 万款 APP 建立了合作关系，并于 2013 年入选中国移动游戏管道榜单。合作的应用软体和游戏广告包含多米音乐、京东商城、网易新闻、美团电影等，品牌广告包括小儿止咳糖浆、克咳胶囊、汤臣倍健、中国平安和巧虎等。

2012 年和 2013 年 1-8 月公司的营收分别为 2306 和 2938 万元，净利润分别为 324 和 628 亿元。同时股东承诺广州谷果 2013 年度、2014 年度、2015 年度和 2016 年度实现的净利润分别不低于 1,320 万元、1,905 万元、2,280 万元、2,640 万元，YOY 增速分别为：407%、44%、19.6%和 15.8%。按照收购的价格对应的 2013-2016 年的 PE 分别为 11.1、7.6、6 和 5.6 倍。根据艾瑞咨询的资料，预计 2013 年全球移动广告业务收入 143 亿美元，YOY 增长 77.0%，未来仍将保持快速增长趋势。公司收购移动广告业务：一方面，增加了公司的收入来源；另一方面，通过移动广告平台推广公司手游业务，实现网路业务的协同效应。

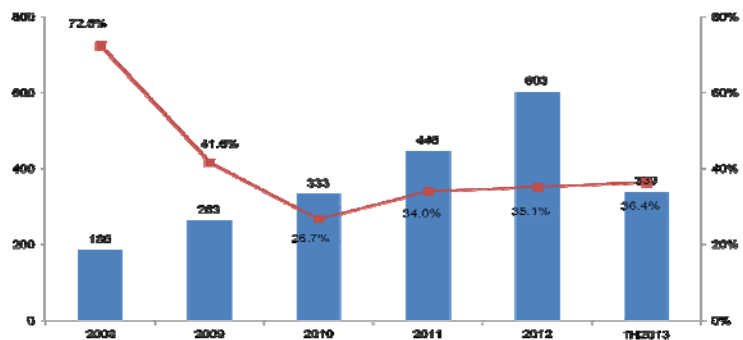
公司获得梁羽生、金庸和温瑞安作品中文改编权，借助武侠名著带动公司未来网路游戏运营和研发

公司近期获得梁羽生作品《萍踪侠影录》《云海玉弓缘》和金庸作品《书剑恩仇录》4 年，及温瑞安作品《名捕斗将军》5 年的电脑网路游戏软体独家中文改编权，借助武侠名著进行网路游戏改变、研发和运营。

公司收购的游戏业务有望大幅增厚公司未来的利润

近几年随着国内网路及智慧手机的普及，国内游戏市场大幅增长，增速基本维持在 3 成以上，2013 上半年中国游戏市场规模达到 339 亿元，较晚兴起的网页游戏和手机游戏成为主要的增长引擎，2008-12 年间年均增长 106%和 116%。

图 11：中国网路游戏市场规模及同比增幅（单位：亿元/%）



资料来源：GPC, IDC, CNG

公司此次收购的畅娱天下和天拓科技主业为网页游戏和手机游戏，顺应了游戏市场发展方向。根据被收购公司的业绩承诺，2013-2015 年预计来自游戏业务的利润分别为 400、9300 和 1.134 亿元，增厚 EPS 分别为 0.02、0.31 和 0.38 元。

公司通过收购实现同时拥有实物玩具和虚拟游戏，并计划通过积累多年的生产

线和管道基础拓展网络游戏周边玩偶产品，打造“玩具+游戏”的互动娱乐模式，未来游戏相关业务的利润占公司总利润比重将达4成。

图 12：公司业务架构



资料来源：公司公告

原材料业务

公司收购汕头 SK70%股权，未来利润预计保持稳定波动的水准

公司以 2.156 亿元的价格购买韩国 SKN 持有的年产 15 万吨聚苯乙烯树脂的汕头 SK 67.375% 股权。自 2012 年 8 月 1 日起纳入合并财务报表范围，同时公司以现金 2300 万元对汕头 SK 进行增资，增资后持有股权比例增加至 70%。公司生产使用的原材料中，合成树脂类材料占比达到 30% 以上，通过收购汕头 SK 降低交易成本并获取便捷的原材料供应。

聚苯乙烯树脂的生产原料掌握在大型石油石化企业手中，作为中游产品毛利率基本保持在 5% 左右的水准。目前聚苯乙烯业务占公司营收总额的 7 成，但是 2013 年该业务毛利率不甚理想仅 2.6%，上半年仅实现净利润 660 万元，相比去年同期的 1500 万元出现明显下降。但公司现已完成对三条生产线进行技术改造，实现 GPPS（通用级聚苯乙烯）与 HIPS（抗冲击级聚苯乙烯）自动切换生产，同时进一步开发新产品，目前已生产出基本可以代替 ABS（丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物，价格相比 GPPS 和 HIPS 高近 2 成）的新型材料 138G HIPS，预计能够完成收购时计画的全年业绩指标 3400 万元。

由于处于周期类加工行业，预计未来利润保持稳定波动的水准，年净利润额在 3500 万元左右。

图 13、聚苯乙烯树脂价格

图 14、苯乙烯与原有价格走势对比



资料来源：公司公告

盈利预测

我们预计公司主营业务车模和婴童未来的利润增速约 2 成，原材料业务利润保持稳定波动，游戏业务根据收购承诺业绩增速约 3 成。

预计 2013-2015 年公司实现净利润 1.31、2.37 和 2.87 亿元，YoY 增长 21.8%、81.3%和 21.4%。我们预计针对天拓的增发收购工作将在 2014 年完成，增发摊薄后 EPS 分别为 0.54、0.797 和 0.968 元，对应动态 P/E 为 32.3、21.9 和 18 倍，公司各业务经营良好，估值在涉足网路游戏的同类企业中（平均 49 倍）较低，给予买入的投资建议，目标价 19.9 元，对应 2014 年 25 倍 PE。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	325	444	1118	2188	2874	3391
经营成本	218	294	883	1897	2376	2804
营业税金及附加	2	4	5	6	9	10
销售费用	29	44	58	65	86	102
管理费用	23	24	48	64	92	102
财务费用	-3	-5	6	8	10	7
营业利润	62	94	131	166	316	384
营业外收入	4	3	2	3	3	3
营业外支出	1	1	2	2	2	2
税前利润	65	96	132	167	317	385
所得税	9	15	17	28	57	69
少数股东权益	-40	-40	8	9	23	28
净利润	56	81	107	131	237	287

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	376	301	159	255	368	545
存货净额	66	75	138	180	234	304
应收帐款净额	25	28	35	78	171	376
流动资产合计	477	420	490	613	872	1324
固定资产合计	117	219	473	520	572	629
在建工程	91	137	66	73	80	88
其他非流动资产合计	64	78	282	367	917	963
非流动资产合计	272	523	1050	1159	1769	1880
资产总计	749	943	1539	1772	2641	3204
流动负债合计	44	173	600	704	654	902
长期负债合计	8	6	9	18	35	71
负债合计	52	179	609	722	690	973
少数股东权益	0	0	71	80	103	131
归属于母公司所有者权益	697	764	859	971	1848	2100
股东权益合计	697	764	930	1050	1951	2232
负债和股东权益总计	749	943	1539	1772	2641	3204

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	53	102	122	148	219	305
投资活动产生的现金流量净额	-193	-434	-134	-107	-482	-193
筹资活动产生的现金流量净额	504	72	-33	55	325	65
现金及现金等价物净增加额	363	-262	-48	97	62	177

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。