

星辉车模

转型逐步推进，平台价值有望凸显

平台价值将逐步凸显

近期，公司收购天拓科技并募集配套资金事项获得中国证监会重组委审核通过，这意味着公司布局互动娱乐的重要步骤尘埃落定。如同我们之前强调的，公司已经从玩具/婴童产品制造公司升级成平台型公司。我们认为这可能也为公司持续整合娱乐内容、团队和资源提供了运作基础。

游戏景气度高企，天拓游戏快速推进

在游戏行业景气度高企的背景下，游戏平台商的竞争可能使得利益向游戏开发商倾斜：游戏开发商的分账比例有望提升，天拓科技也有望从中受益。我们认为天拓科技兼具优秀的游戏内容制作和发行运营的能力，储备项目充足，将不断地推出精品游戏，并实现有效的推广和营销。

上调盈利预测

考虑到 1) 公司四季度收入有望稳健增长的背景下，13 年费用率可能低于我们之前预期；2) 欧洲经济复苏前景逐渐清晰；3) 公司将收购爱思开剩余股权；4) 天拓科技的上线游戏流水可能超预期，以及股价近期变化可能影响到增发股本数，我们将 13-15 年预测 EPS 由 0.51/0.74/0.92 元上调至 0.57/1.02/1.28 元。

估值：上调目标价至 46.70 元（原 26.28 元），维持“买入”评级

我们采用分部估值方法，预计 2014 年玩具业务、化工业务和游戏业务在剔除重组中介费的影响后 EPS 分别为 0.51/0.12/0.47 元。我们给予玩具业务 14 年 30 倍 PE，化工业务 15 倍 PE，游戏/移动业务 63 倍 PE 的估值，合计每股估值 46.70 元，维持“买入”评级。

Equities

 中国
玩具业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb46.70**
之前: **Rmb26.28**
股价 **Rmb39.90**

路透代码: 300043.SZ 彭博代码 300043 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb39.90-9.43
市值	Rmb9.65 十亿/US\$1.59 十亿
已发行股本	242 百万 (ORDA)
流通股比例	38%
日均成交量(千股)	5,977
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb132.2
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb0.98 十亿
市净率 (12/13E)	9.9x
净债务 / EBITDA	0.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/13E	0.51	0.57	

 分析师
S1460513010001
yunyun.hu@ubssecurities.com
+86-213-866 8964

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	325	444	1,118	2,277	2,907	3,170	3,454	3,726
息税前利润(UBS)	53	78	124	175	377	471	515	572
净利润 (UBS)	56	81	107	139	287	360	389	432
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.24	0.34	0.45	0.57	1.02	1.28	1.38	1.54
每股股息 (Rmb)	0.07	0.07	0.08	0.63	0.18	0.23	0.24	0.00
净债务 / (现金)	373	195	(9)	(67)	(46)	17	197	431

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	16.3	17.7	11.1	7.7	13.0	14.9	14.9	15.3
ROIC (EBIT) (%)	23.5	19.5	19.3	19.6	25.6	22.5	29.4	44.5
EV/EBITDA(core)x	-	26.0	15.0	44.1	22.5	18.0	16.2	14.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	-	33.8	23.3	69.6	39.1	31.1	28.8	25.9
权益 FCF (UBS) 收益率 %	-	(3.0)	(0.1)	(0.4)	(0.6)	1.1	2.5	3.0
净股息收益率(%)	-	0.6	0.8	1.6	0.5	0.6	0.6	0.0

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 2014 年 02 月 11 日 15 时 56 分的股价(Rmb39.90)得出；

投资主题

星辉车模

投资理由

公司主业为车模玩具业务，同时正从传统玩具/婴童业务向大娱乐产业转型。在车模业务上，我们认为公司有望受益于国内低线城市的消费升级和婴童产品市场的快速增长，持续巩固细分市场的领先地位，并延伸产品领域（如婴童车模、学步车、汽车座椅等）。公司 13 年进行了一系列资本运作，先后收购了互联网广告平台、手游、页游公司，我们认为其平台型战略已逐步清晰，即以内容研发为基础，实现线上和线下、软件和硬件的结合，公司游戏行业特质逐步体现。我们给予目标价 46.70 元，对应 2014 年 PE46 倍，预测 2013/14/15 年 EPS 为 0.57/1.02/1.28 元，市场一致预期为 0.59/0.83/1.03 元。

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 年车模销售收入增速为 40%/20%，毛利率为 39%/38%，天拓科技 2014/15 收入增速为 85%/20%，我们预计 2014/15 年 EPS1.23/1.62 元，每股估值 54.25 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 年车模销售收入增速 -8%/2%，毛利率为 35%/35%，天拓科技 2014/15 年收入增速为 20%/5%，我们预计 2014/15 年 EPS 为 0.81/0.98 元，每股估值 35.10 元。

近期催化剂

1) 若欧洲经济数据转好；2) 国内二胎政策放开；3) 若游戏业务迅速拓展，流水超预期

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb46.70

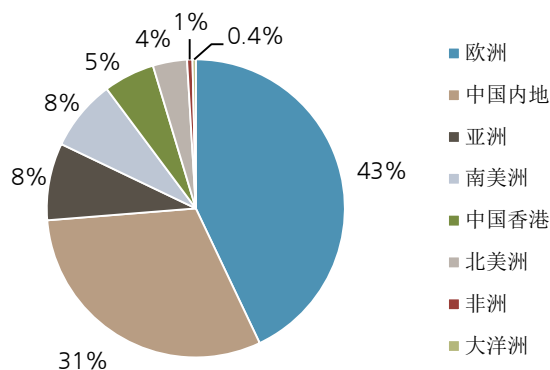
公司简介

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。

行业展望

根据欧睿国际，中国消费者购买能力和意愿的增强将使得婴童用品市场在未来 5 年保持 15% 以上的年均增长。随着国内车模产品从高端型向普及型发展，儿童成为重要的消费群。我们预计在汽车消费的大众化时代，富有汽车品牌内涵的车模玩具会更受年轻父母的青睐，将持续挤占普通玩具车的市场份额。同时，国内玩具企业中的领头者有望通过丰富玩具内涵，加强消费者粘性率先建立有知名度，有价值的玩具自主品牌。

2012 年车模收入按地区分布 (%)



来源: 公司数据

各类业务的毛利

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
玩具业务					
车模	138	174	196	219	247
玩具车	7	2	1	1	1
其他玩具	5	7	7	7	7
婴童车模	-	10	25	32	41
化工	-	43	67	87	112
页游	-	-	-	191	217
手游	-	-	1	10	19
移动广告	-	-	1	32	70
总毛利	150	234	297	578	713

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

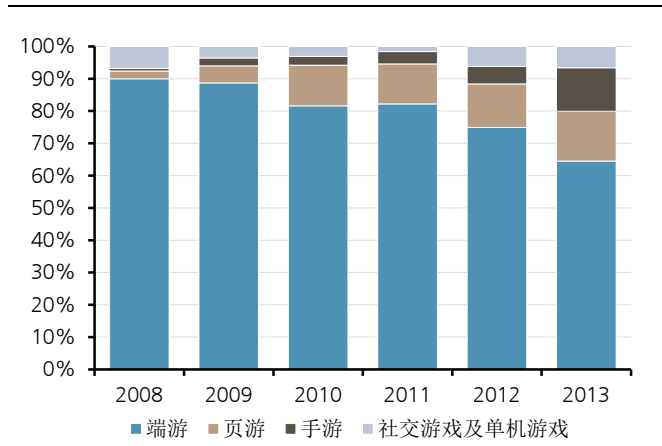
游戏景气度高企，平台商逐步让利开发商

根据游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）及中新游戏（伽马新媒 CNG）联合发布的《2013 年中国游戏产业报告》，13 年中国游戏用户规模扩大，达到 4.95 亿人，增长 20.7%，实际销售收入 831.7 亿元，增长 38%。13 年手游和页游占比持续提升，两者占比总计 29%，其中手游占比提升明显，由 12 年 5% 迅速增至 14%。手游用户规模也由 12 年的 8,910 万人增长 249% 至 3.1 亿人，销售收入同比增长 247%。我们认为，智能手机普及率增加配合网络服务的进一步优化，为手游行业的扩张提供了夯实的硬件基础，未来手游景气度仍然看佳。根据 IDC 预测，2013 年中国智能手机出货量增速为 64%，2014 年随着 4G 网络推广，智能手机市场仍将不断扩大。

在行业景气度高企的背景下，游戏平台商的竞争可能使得利益向游戏开发商倾斜。2014 年起，一些主流游戏平台商及潜在平台商纷纷表示将推出全新分账规则，改变现有平台商获得大部分利益现状。2014 年 1 月阿里巴巴宣布进军手游市场，并表示采取收入按开发商 70%、阿里巴巴 20%、捐助教育基金会 10% 的分成模式。同月，拥有手游渠道的小米也提出独立代理的产品可为开发商提供 70% 收入分成。腾讯游戏自 2012 年起也逐步调整了分账模式，开发商的收入占比逐步提高。我们认为，主流平台商接连宣布让利可能有利于进一步提升游戏开发商的分账收入，天拓科技也将从中受益。

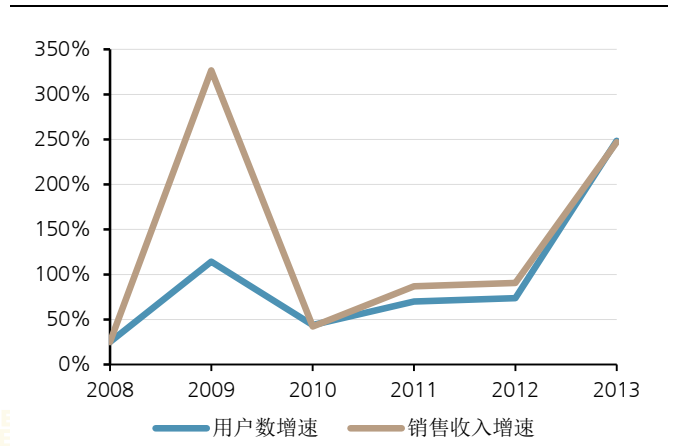
公司收购的广州天拓兼具优秀的游戏内容制作和发行运营的能力，我们认为天拓储备项目充足，将不断地推出精品游戏，并实现有效的推广和营销。根据腾讯游戏统计，2013 年天拓开发的页游《倚天》在腾讯开服数达到 595 组，位列前三。根据《三国名将》官方网站报道，天拓旗下该款手游产品在 IOS 测试时就于 13 年 9 月突破 300 万流水，10 月份推出正式版，11 月份曾突破日流水 30 万，并于 12 月正式推出安卓版本，目前月流水可能接近 800 万。

图片 1: 手游和页游占比提升



来源: GPC, IDC, CNG

图片 2: 手游市场显现高速扩张趋势



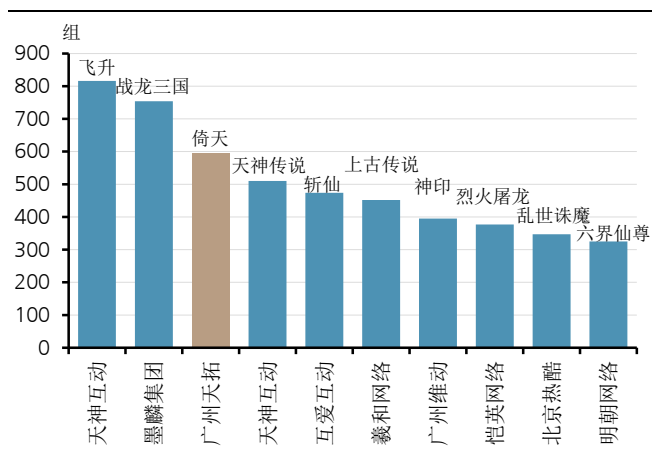
来源: GPC, IDC, CNG

图片 3: 腾讯游戏与开发商收入分成模式转变

	游戏月收入或类型	开发商分成	腾讯分成
2011年及以前	所有游戏	30%	70%
	10万元以下	100%	0%
2012年	10-100万元	70%	30%
	100-1,000万元	50%	50%
	大于1,000万元	40%	60%
2014年	游戏(不包括独代与联运的游戏)、应用等有独立向用户收费盈利能力的产品	70%	30%

来源: 腾讯游戏

图片 4: 2013年《倚天》居腾讯页游开服前三

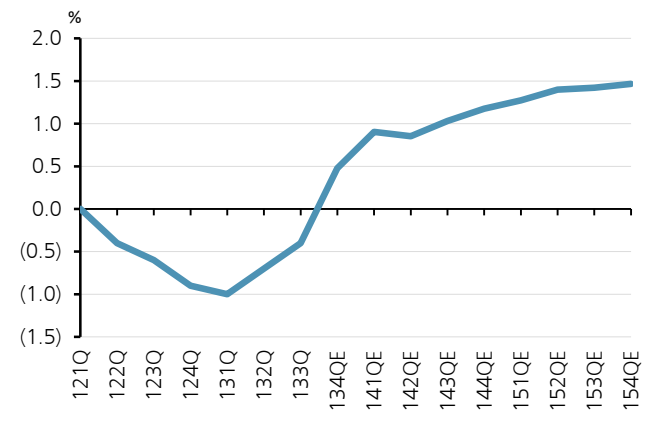


来源: 腾讯游戏

欧洲经济复苏助力玩具出口

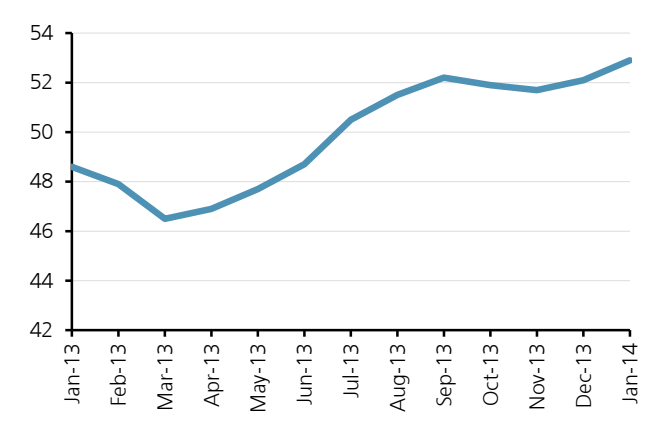
欧元区 14 年一月份 PMI 达到 52.9, 创 11 年六月以来新高。瑞银全球宏观团队认为这是欧元区进入复苏通道的重要信号, 预测 13 年四季度 GDP 将扭负为正, 14 年一季度增速达到 0.9%; 14 年欧元区的消费及进口也将由负转正, 增速将分别达到 0.8%和 3.2%。我们认为公司于近期参加的德国纽伦堡玩具大展也体现出了积极信号, 14 年出口业务有望进一步恢复。

图片 5: 欧元区 GDP 增速有望见底回升



来源: UBS

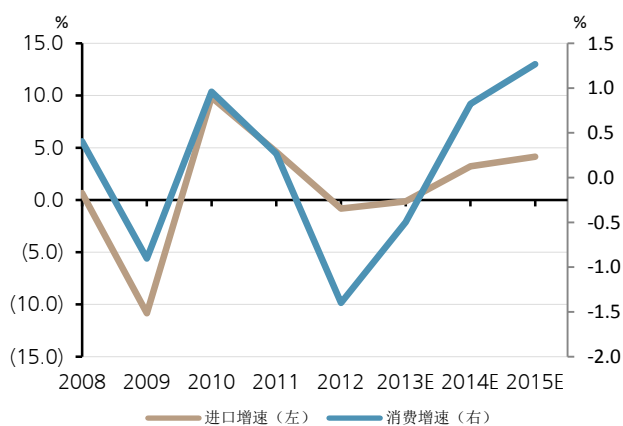
图片 6: 欧元区 PMI 指数回升



来源: Markit

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图片 7: 欧元区进口及消费有望恢复



来源: UBS

盈利预测调整

我们认为公司四季度收入有望稳健增长的背景下，费用率可能低于我们之前的预期，我们上调 13 年盈利预测至 1.39 亿元。考虑到 1) 欧洲经济复苏前景逐渐清晰；2) 公司将收购爱思开剩余股权；3) 天拓科技的上线游戏流水情况良好，并持续推出新游戏，我们将 14/15 年盈利预测上调至 2.87/3.60 亿元。考虑到近期公司股价上涨，增发价格可能有所上调，我们暂将股本数调整为 2.81 亿股，对应 13-15 年预测 EPS 为 0.57/1.02/1.28 元。若剔除 14 年支付重组中介费的影响，14 年预测 EPS 为 1.10 元，玩具、化工和游戏（广告）业务各 0.51/0.12/0.47 元。

图片 8: 主营业务预测

(百万元)	2013E	2014E	2015E
收入	2,277	2,907	3,170
玩具业务	632	720	824
化工业务	1,642	1,750	1,846
游戏/移动业务	3	437	499
毛利润	297	578	713
玩具业务	228	258	295
化工业务	67	87	112
游戏/移动业务	2	233	306
毛利率	13%	20%	22%
玩具业务	36%	36%	36%
化工业务	4%	5%	6%
游戏/移动业务	55%	53%	61%
净利润	139	287	360
玩具业务	122	121	148
化工业务	14	34	50
游戏/移动业务	3	132	162

来源: 瑞银证券估算

图片 9: 盈利预测调整

(百万元)	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	2,277	2,277	0.0%	2,830	2,907	2.7%	3,077	3,170	3.0%
营业总成本	2,131	2,113	-0.8%	2,543	2,547	0.2%	2,713	2,714	0.0%
营业成本	1,990	1,980	-0.5%	2,306	2,329	1.0%	2,437	2,457	0.8%
营业税金及附加	5	5	0.0%	9	9	2.7%	10	10	3.0%
销售费用	65	59	-9.7%	93	87	-6.0%	103	98	-5.4%
管理费用	60	59	-2.1%	116	105	-9.8%	135	134	-0.4%
财务费用	11	11	-4.2%	19	17	-11.2%	29	16	-45.4%
其他经营收益	12	12	0.0%	8	8	0.0%	9	9	0.0%
营业利润	158	175	11.3%	295	368	24.7%	373	464	24.4%
利润总额	158	176	11.3%	295	368	24.7%	373	464	24.4%
所得税	25	28	11.6%	53	65	22.9%	67	82	22.3%
净利润	132	147	11.2%	243	304	25.1%	306	382	24.8%
少数股东损益	8	9	9.6%	23	17	-25.6%	31	21	-31.2%
归属于母公司所有者的净利润	124	139	11.3%	220	287	30.3%	275	360	31.2%
发行在外总股本(百万股)	242	242	0.0%	297	281	-5.4%	297	281	-5.4%
每股收益(元):	0.51	0.57	11%	0.74	1.02	37.7%	0.92	1.28	38.6%

来源: 瑞银证券估算

估值: 上调目标价至 46.70 元, 维持“买入”评级

我们采用分部估值的方法确定目标价, 预计 2014 年玩具业务、化工业务和游戏业务在剔除重组中介费的影响后 EPS 分别为 0.51/0.12/0.47 元。考虑到公司出口业务有望受益于出口复苏, 二胎政策的分区域推行也将持续提供正面催化, 我们给予玩具业务 14 年 30 倍 PE。对于游戏业务而言, A 股市场上游戏业务占比超过 90% 的掌趣科技、中青宝以及被游戏公司借壳的科冕木业和梅花伞 14 年的 PE 均值为 63 倍。参考该值, 我们给予这部分业务 63 倍估值。此外, 我们给予化工业务 15 倍估值。合计每股估值 46.70 元, 对应于 14 年剔除重组中介费用后的 EPS 为 43 倍, 参考其他涉游公司 14 年 PE 均值 43 倍, 我们认为估值合理, 维持“买入”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图片 10: 拥有游戏业务的可比上市公司

公司名称	代码	游戏业务% 20131H	市值 百万元	股价 元	PE		PS		ROE		净利 CARG 13-15E	股息率 2012	P/BV 2012	PEG 14E
					14E	15E	14E	15E	14E	15E				
主业为游戏公司														
掌趣科技	300315.sz	91%	27,286	38.70	70.8	51.6	27.1	19.2	23%	25%	88%	0.6%	4.4	0.8
中青宝	300052.sz	98%	7,675	29.52	57.3	38.7	14.7	10.6	17%	19%	94%	0.2%	1.6	0.6
科冕木业	002354.sz		5,093	54.47	59.4	51.3	27.8	22.9				0.1%		
梅花伞	002174.sz		6,668	80.40	63.8	49.0	8.1	6.7			26%	0.0%		2.4
均值					62.8	47.7	19.4	14.8	20%	22%	70%	0.2%	3.0	1.3
收购游戏业务公司														
博瑞传播	600880.sh	20%	16,133	23.61	36.0	30.4	8.5	7.3	20%	21%	27%	0.9%	2.7	1.3
华谊兄弟	300027.sz		34,885	28.84	45.7	39.2	13.9	11.1	23%	24%	19%	0.5%	5.0	2.4
浙报传媒	600633.sh	14%	25,893	43.58	39.8	33.7	9.8	8.6	19%	19%	24%	0.6%	5.9	1.7
神州泰岳	300002.sz		20,338	33.17	29.7	23.2	8.8	6.9	16%	18%	32%	1.1%	1.9	0.9
天舟文化	300148.sz		5,483	36.05	62.9	50.4	9.0				31%	0.2%	2.9	2.1
均值					42.8	35.4	10.0	8.5	20%	20%	26%	0.7%	3.7	1.7

来源: Wind, 公司资料; 股价截至 2014 年 2 月 11 日收盘价, 采用市场一致预期

星辉车模 (300043.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	325	444	1,118	2,277	103.6	2,907	27.6	3,170	3,454	3,726
毛利	105	146	231	292	26.6	569	94.8	703	772	858
息税折旧摊销前利润(UBS)	62	95	156	218	39.6	429	96.9	533	593	655
折旧和摊销	(9)	(16)	(32)	(43)	34.6	(53)	21.4	(62)	(78)	(83)
息税前利润(UBS)	53	78	124	175	40.9	377	115.6	471	515	572
联营及投资收益	0	0	11	12	2.8	8	-27.5	9	4	4
其他非营业利润	10	13	2	0	-91.5	0	-	0	0	0
净利息	3	5	(6)	(11)	-94.3	(17)	-55.9	(16)	(15)	(13)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	65	96	132	176	33.0	368	109.6	464	504	563
税项	(9)	(15)	(17)	(28)	-68.9	(65)	-127.8	(82)	(89)	(99)
税后利润	56	81	115	147	27.8	304	106.1	382	415	464
优先股股息及少数股权	0	0	(8)	(9)	-8.9	(17)	-92.6	(21)	(26)	(32)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	56	81	107	139	29.2	287	107.0	360	389	432
净利润(UBS)	56	81	107	139	29.2	287	107.0	360	389	432
税率(%)	14.3	15.2	12.7	16.1	27.0	17.5	8.7	17.7	17.7	17.6
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.24	0.34	0.45	0.57	26.9	1.02	78.0	1.28	1.38	1.54
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.24	0.34	0.45	0.57	26.9	1.02	78.0	1.28	1.38	1.54
EPS(UBS, 基本)	0.24	0.34	0.45	0.57	26.9	1.02	78.0	1.28	1.38	1.54
每股股息净值(Rmb)	0.07	0.07	0.08	0.63	687.9	0.18	-71.4	0.23	0.24	0.00
每股账面价值	2.93	2.84	3.62	4.05	11.9	7.06	74.4	8.16	5.36	6.12
平均股数(稀释后)	232.65	237.60	237.60	241.78	1.8	281.11	16.3	281.11	281.11	281.11
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	381	303	159	180	13.6	257	42.5	282	462	696
其他流动资产	96	117	331	308	-6.8	589	90.8	636	723	787
流动资产总额	477	420	490	489	-0.2	846	73.0	918	1,185	1,484
有形固定资产净值	208	356	539	657	21.9	800	21.8	962	0	0
无形固定资产净值	60	71	350	338	-3.3	1,144	238.2	1,133	1,121	1,110
投资/其他资产	3	7	161	175	8.2	199	14.3	210	217	224
总资产	749	855	1,539	1,658	7.7	2,989	80.2	3,222	2,523	2,817
应付账款和其他短期负债	44	71	438	350	-20.2	603	72.4	543	606	653
短期债务	1	102	162	242	48.72	298	23.27	259	259	259
流动负债总额	44	173	600	591	-1.5	900	52.3	803	865	913
长期债务	7	6	6	6	0.0	6	0.0	6	6	6
其它长期负债	1	0	3	3	0.0	3	0.0	3	3	3
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	52	179	609	600	-1.5	909	51.5	811	874	922
普通股股东权益	697	676	859	979	13.9	1,984	102.8	2,294	1,507	1,721
少数股东权益	0	0	71	80	12.3	95	20.0	117	143	174
负债和权益总计	749	855	1,539	1,658	7.7	2,989	80.2	3,222	2,523	2,817
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	56	81	107	139	29.2	287	107.0	360	389	432
折旧和摊销	9	16	32	43	34.6	53	21.4	62	78	83
营运资本变动净值	(17)	10	(32)	(66)	-105.0	(229)	-246.4	(107)	(25)	(17)
其他营业性现金流	4	(5)	7	(2)	-	7	-	5	7	4
经营性现金流	53	102	114	114	-0.2	118	3.5	321	450	503
有形资本支出	(195)	(184)	(117)	(150)	-28.4	(180)	-20.0	(213)	(213)	(213)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2	(250)	(17)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(193)	(434)	(134)	(150)	-12.0	(180)	-20.0	(213)	(213)	(213)
已付股息	(16)	(16)	(16)	(19)	-20.0	(51)	-166.2	(64)	(69)	0
股份发行/回购	563	0	0	0	-	263	-	0	0	0
其他融资性现金流	(9)	170	(168)	(2)	98.69	(129)	-5,760.15	19	0	0
债务及优先股变化	504	72	(33)	49	-	101	105.67	(105)	(83)	(87)
融资性现金流	1,042	226	(217)	28	-	184	557.4	(150)	(151)	(87)
现金流量中现金的增加/(减少)	902	(106)	(237)	(8)	96.5	122	-	(42)	86	202
外汇/非现金项目	(535)	28	93	30	-67.7	(45)	-	66	95	32
资产负债表现金增加/(减少)	367	(78)	(144)	22	-	77	255.2	25	181	234

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。

星辉车模 (300043.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	33.8	23.3	69.6	39.1	31.1	28.8	25.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	33.8	23.3	69.6	39.1	31.1	28.8	25.9
股价/每股现金收益	-	28.2	17.9	53.0	33.1	26.5	24.0	21.8
权益 FCF (UBS) 收益率 %	-	(3.0)	(0.1)	(0.4)	(0.6)	1.1	2.5	3.0
净股息收益率(%)	-	0.6	0.8	1.6	0.5	0.6	0.6	0.0
市净率	-	4.1	2.9	9.9	5.7	4.9	7.4	6.5
企业价值/营业收入(核心)	-	5.5	2.1	4.2	3.3	3.0	2.8	2.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	26.0	15.0	44.1	22.5	18.0	16.2	14.8
企业价值/息税前利润(核心)	-	NM	18.9	NM	25.6	20.4	18.7	16.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	28.3	16.9	NM	24.8	19.9	18.3	16.6
企业价值/运营投入资本	-	6.1	3.7	NM	6.5	4.6	5.5	7.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	-	2,742	2,500	9,647	9,647	9,647	9,647	9,647
净债务 (现金)	(174)	(284)	(93)	38	57	15	15	15
少数股东权益	0	0	71	80	95	117	143	174
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	-	2,458	2,478	9,765	9,799	9,779	9,805	9,836
- 非核心资产	0	(1)	(136)	(147)	(159)	(168)	(172)	(177)
核心企业价值	-	2,457	2,342	9,618	9,640	9,611	9,633	9,660
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	39.1	36.9	151.7	103.6	27.6	9.0	9.0	7.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	22.0	51.9	65.2	39.6	96.9	24.2	11.2	10.4
息税前利润(UBS)	15.8	48.4	58.0	40.9	115.6	25.0	9.4	11.0
每股收益(UBS 稀释后)	9.5	42.2	32.2	26.9	78.0	25.6	8.0	11.1
每股股息净值	-23.4	-2.1	20.0	NM	-71.4	25.6	8.0	-
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	32.4	33.0	20.6	12.8	19.6	22.2	22.3	23.0
息税折旧摊销前利润率	19.2	21.3	14.0	9.6	14.8	16.8	17.2	17.6
息税前利润率	16.3	17.7	11.1	7.7	13.0	14.9	14.9	15.3
净利 (UBS) 率	17.2	18.3	9.6	6.1	9.9	11.4	11.3	11.6
ROIC (EBIT)	23.5	19.5	19.3	19.6	25.6	22.5	29.4	44.5
税后投资资本回报率	20.2	16.6	16.6	16.2	21.0	18.4	24.1	36.6
净股东权益回报率(UBS)	14.0	11.8	14.0	15.1	19.4	16.8	20.5	26.8
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	0.1	0.3	0.1	NM	NM	NM
净债务/总权益	(53.6)	(28.9)	1.0	6.3	2.2	(0.7)	(12.0)	(22.7)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	(40.6)	1.0	5.9	2.2	(0.7)	(13.6)	(29.4)
净债务/企业价值	-	(7.9)	0.4	0.7	0.5	(0.2)	(2.0)	(4.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	10.4	6.6	6.2	6.7	6.2	5.7
息税前利润/净利息	NM	NM	22.2	16.1	22.2	30.0	34.5	43.8
股息保障倍数 (UBS)	3.5	5.1	5.6	0.9	5.7	5.7	5.7	-
股息支付率 (UBS) %	28.4	19.5	17.7	110.0	17.6	17.6	17.6	-
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	325	444	1,118	2,277	2,907	3,170	3,454	3,726
总计	325	444	1,118	2,277	2,907	3,170	3,454	3,726
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	53	78	124	175	377	471	515	572
总计	53	78	124	175	377	471	515	572

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+17.0%
预测股息收益率	0.5%
预测股票回报率	+17.5%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+7.9%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 外围经济持续不振：如果外围经济复苏低于预期，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，则可能出现毛利率下滑。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：在原油价格大幅上涨的情况下，爱思开对合并报表业绩可能产生负面影响。6) 游戏行业竞争加剧：如果游戏行业竞争恶化，公司新推产品流水不达预期，则可能拖累公司整体业绩。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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。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。

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：就本报告中所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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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。

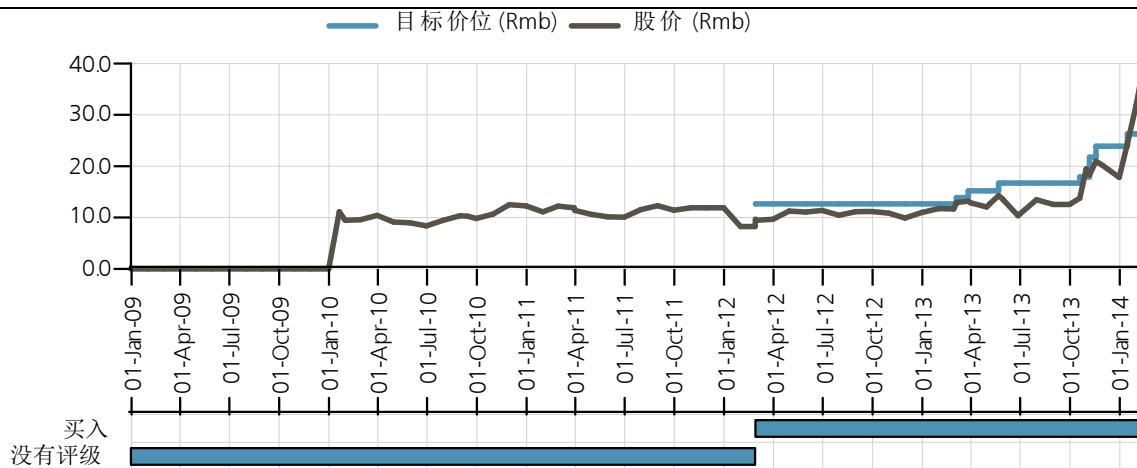
涉及报告中提及的公司的披露

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	Rmb37.40	2014 年 02 月 10 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价 www.ubs.com/price。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 2014 年 2 月 10 日

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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下述情形之任何地区、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

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很高的风险,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而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方沟通。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。瑞银可能进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提供符合资格的合格投资者或专业客户。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,在未经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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC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)监管的持牌投资推介商。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。本材料仅发放给且/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,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd. (p) 107/09/2013 and Co. Reg. No.: 198500648C]或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd., 新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布人。由UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚:** 1) 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号: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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

