

2011-01-18

星宇股份 601799.SH

内资车灯龙头，目标行业前三

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 公司是内资车灯龙头企业，目标是 2014 年进入行业前三

国内车灯行业仍以外资零部件企业为主，呈现上海小系车灯“一超”，广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥与公司“多强”的局面。以 2010 年销量计算，公司在国内车灯市场的占有率为 5%~6%，公司目标是到 2014 年进入国内车灯行业前三强，市场占有率提升至 15%~16%。

◆ 逐步优化客户与产品结构，依靠成本优势拓展合资品牌客户

公司发展初期主要为一汽集团配套，继而伴随奇瑞汽车发展壮大，但公司近年来不断优化客户与产品结构，依靠成本优势拓展合资品牌客户，现有客户不仅包括自主品牌的奇瑞、一汽轿车，还包括欧系品牌的南北大众、神龙汽车，美系品牌的上海通用，日系的一汽丰田、广汽丰田、东风日产等。公司以 2009 年 5 月获得天津一汽丰田花冠前照灯订单为契机，已逐步进入丰田、本田和日产的配套体系，并有望进一步进入韩系和奔驰、宝马等德系豪华品牌的配套体系。与外资企业竞争对手相比，公司产品价格约低 10%，具备明显的成本优势，原因是：1) 自制率高，前照灯的灯罩、反射镜、壳体三大件和后组合灯的双色、三色注塑模具等均由公司自制；2) 与外资企业相比，管理费用率相对较低；3) 主要设备采用国产设备；4) 原材料国内采购；5) 具有区域优势，常州地区车灯资源丰富。

◆ 自主创新迎接技术升级，或以超募资金进军汽车电子产品市场

就光源而言，车灯技术当前正处于一个由卤素灯向氙气灯和 LED 过渡的阶段，公司自主研发了国内第一款 LED 汽车后灯，与复旦大学电光源研究所共同承担的国家 863 课题“车用 LED 光源系统开发”项目也已通过国家验证；就控制技术而言，电子技术的发展为车灯行业带来了自适应前照灯系统（AFS）技术，而公司也正在研发该技术。我们认为，公司将来或有可能以超募资金进军汽车电子产品市场，复制海拉等外资车灯企业的发展路径。

◆ 借力合资品牌提升管理能力，借助资本市场解决产能瓶颈

公司借力丰田汽车等合资品牌的供应链管理提升内部管理能力，是国内唯一一家得到丰田汽车 5 年帮扶计划的国内供应商。公司现有综合产能为 120 万套车灯，已成为限制公司发展的瓶颈，因此计划募集 4.3 亿元新建年产 100 万套车灯产能，并已于自有资金开始工程建设。

◆ 预计车灯行业产值增速高于整车，建议申购区间 20.64~23.22 元

除了上述车灯技术升级的原因之外，我们认为随着国内汽车市场竞争加剧和消费者个性化需求的增长，国内市场不仅车型更新换代的周期缩短，而且以更换车灯、保险杠等前脸设计为主的改款车型数量也将增加，因此未来车灯行业产值的增速将高于汽车行业的整体增速。我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.58/0.86/1.20 元，给予公司 2011 年 30 倍 PE 估值，预计上市合理价格为 25.80 元，建议申购区间为 20.64~23.22 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	452	538	922	1,316	1,742
营业收入增长率	1.38%	19.07%	71.41%	42.78%	32.36%
净利润（百万元）	66	79	138	205	284
净利润增长率	10.42%	20.64%	74.44%	48.51%	38.89%
EPS（元）	0.37	0.45	0.58	0.86	1.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.31%	29.05%	33.63%	10.42%	12.76%
P/E	70	58	44	30	21
P/B	18	17	11	3	3
EV/EBITDA	56	47	27	20	15

合理申购价格	20.64~23.22 元
预计上市合理价	25.80 元
询价开始日期	1 月 18 日

分析师：

于 特（执业证书编号：S0930510120015）

联系人：

奉 玮

021-22169320

fengw@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	60
发行后总股本(百万股)	177
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-01-25
主承销商	国泰君安证券股份有限公司
主要股东	周晓萍
第一大股东持有比例(%)	58.76%

募股资金投向

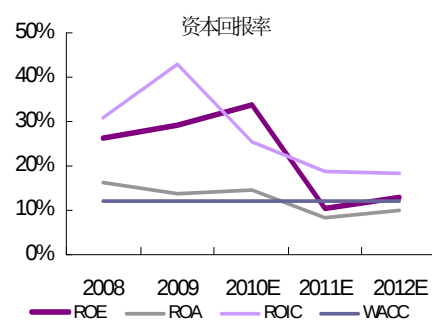
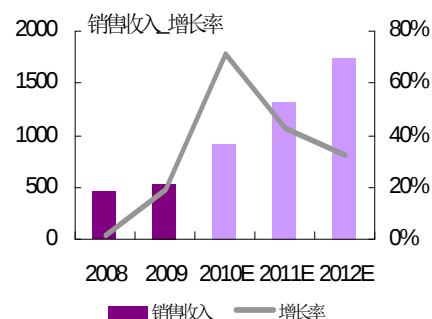
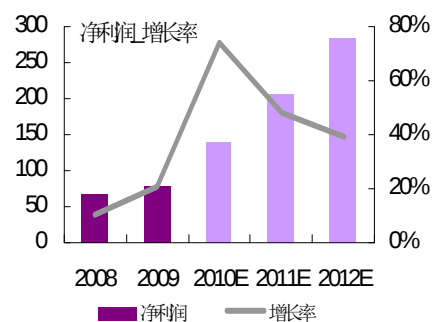
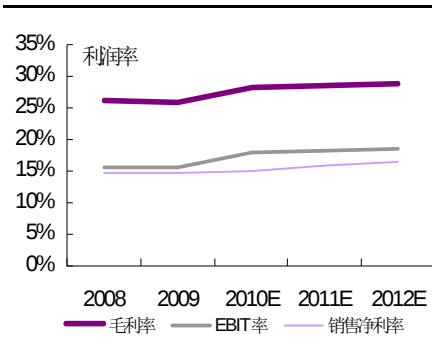
项目名称	金额（百万元）
年产 100 万套车灯项目	430.4
总金额	430.4

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	452	538	922	1,316	1,742
营业成本	333	398	663	940	1,238
折旧和摊销	11	12	7	23	44
营业税费	3	2	4	8	11
销售费用	27	32	56	79	105
管理费用	18	19	33	47	63
财务费用	0	-4	3	-5	-15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	70	88	163	244	339
利润总额	70	88	163	244	339
少数股东损益	1	1	1	3	4
归属母公司净利润	65.51	79.04	137.87	204.76	284.39

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	402	582	938	2,488	2,894
流动资产	309	464	597	1,721	1,820
货币资金	83	166	74	988	884
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	47	66	113	161	197
应收票据	82	88	166	237	314
其他应收款	28	2	12	16	19
存货	62	123	212	291	372
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	77	260	609	872
无形资产	21	20	19	18	17
总负债	144	302	519	512	650
无息负债	139	282	380	512	650
有息负债	5	20	139	0	0
股东权益	258	280	419	1,977	2,244
股本	177	177	177	237	237
公积金	8	16	30	1,341	1,370
未分配利润	73	88	212	396	631
少数股东权益	9	8	9	12	15

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	84	125	23	149	251
净利润	66	79	138	205	284
折旧摊销	11	12	7	23	44
净营运资金增加	28	-57	158	109	99
其他	-21	91	-279	-188	-176
投资活动产生现金流	-7	-63	-232	-450	-350
净资本支出	7	42	232	450	350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-13	-104	-463	-900	-700
融资活动现金流	-34	13	117	1,215	-6
股本变化	0	0	0	60	0
债务净变化	-5	15	119	-139	0
无息负债变化	-33	142	98	132	138
净现金流	44	76	-92	914	-104

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.38%	19.07%	71.41%	42.78%	32.36%
净利润增长率	10.42%	20.64%	74.44%	48.51%	38.89%
EBITDA 增长率	7.45%	17.64%	79.79%	52.48%	39.70%
EBIT 增长率	4.36%	19.34%	96.72%	44.49%	35.13%
估值指标					
PE	70	58	44	30	21
PB	18	17	11	3	3
EV/EBITDA	56	47	27	20	15
EV/EBIT	64	53	28	22	17
EV/NOPLAT	68	59	33	26	20
EV/Sales	10	8	5	4	3
EV/IC	21	25	8	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	26.22%	25.92%	28.13%	28.62%	28.92%
EBITDA 率	18.06%	17.84%	18.71%	19.98%	21.09%
EBIT 率	15.64%	15.67%	17.99%	18.20%	18.58%
税前净利润率	15.56%	16.33%	17.70%	18.55%	19.44%
税后净利润率 (归属母公司)	14.50%	14.69%	14.95%	15.55%	16.32%
ROA	16.43%	13.67%	14.79%	8.34%	9.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.31%	29.05%	33.63%	10.42%	12.76%
经营性 ROIC	30.76%	42.94%	25.24%	18.62%	18.35%
偿债能力					
流动比率	2.31	1.63	1.19	3.48	2.88
速动比率	184.24%	119.70%	76.72%	289.01%	228.85%
归属母公司权益/有息债务	49.81	13.60	2.94	-	-
有形资产/有息债务	75.50	27.79	6.57	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.37	0.45	0.58	0.86	1.20
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.09	0.12
每股经营现金流	0.48	0.71	0.13	0.63	1.06
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.60	-1.37	-1.39	-0.54
每股净资产	1.41	1.54	2.32	8.30	9.41
每股销售收入	2.56	3.04	5.22	5.56	7.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。