

证券研究报告

汽车零部件III

分析师 李纲领

021-3856 5920

ligangl@xyzq.com.cn

SAC:S0190209040144



推荐

星宇股份 (601799)

车灯领域的小“福耀”

2011 年 3 月 28 日

投资要点

事件：

近期我们赴公司（江苏常州）进行了调研，并与公司的管理层就公司目前经营与未来发展进行了深入的交流。

点评：

● 进入合资品牌配套市场的内资车灯龙头

公司主营乘用车车灯业务，是国内最大的内资汽车灯具总成制造商，产品包括前照灯、后组合灯、内灯及其他车辆照明设备。2010 年上半年公司实现营业收入 4.18 亿元，其中前照灯和后组合灯分别占车灯销售收入的 33%和 24%。公司综合毛利率为 28.58%，净利率 15.58%，全面摊薄每股收益 0.37 元，目前总市值为 56.40 亿元，其中流通市值 11.43 亿。

● 公司成长路径清晰：一汽起家、奇瑞发家、一汽系品牌奠基，未来还看其他合资系拓展

公司业务起步于配套一汽红旗轿车，2002 年进入奇瑞配件体系获得快速成长，目前一汽大众和奇瑞仍是公司主要客户，两者合计贡献公司收入的 50%左右。公司已经成功进入合资品牌整车厂配套市场，客户涵盖德系（一汽大众、上海大众）、日系（一汽丰田、东风日产）、美系（上海通用）、法系（神龙汽车），并且是通用汽车和克莱斯勒在中国认定的全球合格供应商之一。

● 客户开拓的最新标志性进展：进入丰田全球供应体系

公司近期成功进入了丰田全球供应体系，成为国内唯一获此待遇的车灯企业。鉴于公司的成本、研发、配套能力、资源等诸多优势，以及合资车灯企业与整车厂的微妙关系给内资企业带来的机会，公司在客户拓展方面前景良好。未来，日系的其他厂商如本田、日产也将成为公司的潜在客户。

- **公司盈利能力持续提升：从小灯到大灯，客户与产品结构优化；从车灯到车灯电子，产业链再延伸**

公司车灯业务毛利率近年持续提升，从 2007 年的 26.43% 上升到 2010 上半年的 30.73%。预计公司毛利率将继续提高，原因包括：1)、客户结构继续优化，中高档车配套需求占比持续提升；2)、公司向车灯电子领域扩展，车灯电子自给率持续提高，未来将实现外销。

公司进入合资企业配套体系，需从小灯做起，这将占用大灯（前照灯、后组合灯）产能，在总产能不变的情况下，表现为大灯在总收入中占比呈下降趋势。但随着配套关系的巩固，公司产能又将向大灯转移。产品结构变化总体表现为：大灯销售在总收入中占比有望先降后升。

- **技术储备充分，足以应对未来产品换代需要**

在车灯的技术变革方面，目前广泛采用的仍是第二代产品（白炽灯、卤素灯），第三代（HID、也即氙气灯）和第四代产品（LED）由于性能优势明显，未来有替代第二代产品的趋势，目前由于价格原因仅被应用于少数豪华车型。公司目前在 HID 和 LED 车灯技术方面储备充分，已经具备了生产该类车灯的能力，足以应对未来市场对新一代产品的需求。

此外，公司已进入车灯电子领域，并能够完成车灯线束、电路板、开关等初级部件的设计制造，去年车灯电路板自给率达 60%，今年预计达 80%。车灯电子约占总成本的 15% 左右，自给率的上升也可提高产品毛利率。公司超募 8 亿多元，除了继续扩大产能，也存在与国际企业合作发展车灯电子的可能。

- **募投项目进展超预期 产能迅速扩充**

公司募投项目为年产 100 万套的车灯项目，原计划 2011 年到 2014 年的达产率分别为 32%、65%、80% 和 100%，目前该项目已完工并进入生产测试阶段，今年 6 月有望投产，实现 60% 的产能，2011 年上半年将全部达产。公司现有产能为 120 万套（包括外协产能），随着上述项目的实施，公司产能将得以大幅扩充。

新增产能对公司构成三方面利好：一是前照灯产能扩大，提升公司毛利；二是将前照灯产能转移至新工厂后，解决了老厂区前照灯、后组合灯共线生产造成的材料浪费；三是现有 120 万套产能中，1/3 的场地靠租赁，约有 40% 多的塑料件依靠外协完成的局面，产能释放后公司可以收回部分外协项目，降低质量控制风险、提升产品毛利。

● 看好公司清晰的成长路径，寄望未来车灯领域的小“福耀”，给予“推荐”的投资评级

我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.57 元、0.84 元、1.17 元，按 2011 年 3 月 25 日的收盘价 23.91 元计算，对应动态市盈率为 42 倍、28 倍和 20 倍。

公司未来主要看点在于：1)、产品及客户结构继续优化，毛利率得以提升；2)、进入丰田全球供应体系，继续拓展日系和德系；3)、车灯电子领域的合并或合作机会。

我们看好公司的客户拓展能力，随着公司业务中合资品牌轿车配套需求占比的逐步增加，以及大灯比例的提升，公司盈利能力有望继续优化。首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推 荐：相对表现优于市场
中 性：相对表现与市场持平
回 避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%
推 荐：相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编：200135

传真：021-38565955

北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层

邮编：100140

传真：010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。