

增 持 首次

星宇股份 (601799)

2011 年 4 月 11 日

占领合资品牌阵地 提升产品结构

2011 年 4 月 8 日收盘于 22.60 元

汽车行业高级分析师: 赵晨曦
SAC 执业证书编号: S0850208120586
zhaocx@htsec.com
021-23219473
联系人: 冯梓钦
fengzq@htsec.com
021-23219402

主要内容

盈利预测及投资评级: 公司作为车灯行业内领先的民营企业, 具有快速响应客户需求和成本控制能力强的优势, 是业内少数几家能配套合资品牌整车厂的内资企业之一, 在合资品牌开放供应链体系的进程中可能获得较大收益。目前公司已进入德、日、美三系合资品牌的供货体系, 客户结构不断提升, 未来随着合作深入以及产能释放, 产品结构有望继续上移, 推动公司的收入规模和盈利水平双双提升。

我们预测 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.57 元、0.85 元、1.11 元, 按照 4 月 8 日收盘价计算 2010-2012 年动态市盈率为 39.57 倍、26.66 倍和 20.31 倍。综合考虑公司的成长性和行业地位, 给予公司 2011 年 28-30 倍的 PE, 合理估值区间为 23.73-25.43 元, 首次给予“增持”评级。

车灯领域的领先企业。公司拥有自己的模具加工中心和快速成型设备, 具备较强的产品研发、模具设计加工能力。公司与复旦大学共同完成了 4 款 LED 汽车前照灯的开发应用和 3 条 LED 前照灯生产线的组建工作, 还参与制定了《汽车用 LED 前照灯》国家标准, 是主要起草者之一。

切入合资品牌市场。成本压力和对新产品开发及时性的要求不断提高促使合资品牌逐步开放内部供货体系, 公司是汽车灯具行业前 5 名中唯一一家内资企业, 也是能配套合资品牌整车厂的少数内资企业之一, 目前与德、日、美三系品牌皆有合作, 在合资品牌开放供应链体系的进程中公司可能获得较大收益。

从小灯做到大灯。车灯企业与合资品牌整车厂的合作往往从小灯做起, 逐步升级到后灯组合直至前照灯, 小灯到大灯的售价和毛利率也是由低到高。公司与德系、日系品牌的合作深化将带来公司产品结构的上移, 增加收入规模, 为毛利率提供有效支撑。2010 年上半年公司的前照灯和后组合灯市场份额分别回升至 5.33% 和 9.29%, 预计随着募投项目的产能释放, 公司大灯产品的市场份额还将继续提升。

盈利能力稳步提升。公司车灯产品的毛利率超过 30%, 在行业内处于较高水平, 随着产销规模的快速增长, 公司对上游供货商的议价能力还将继续提升, 并且有望通过降低外协比例、加大新产品配套等手段进一步提升毛利率。

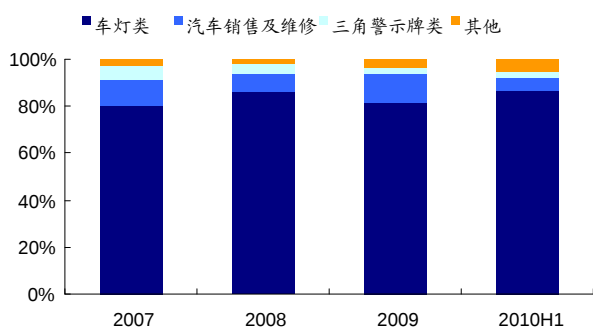
风险提示: 1) 汽车行业景气度下降; 2) 原材料价格上涨过快。

1. 汽车车灯领域的领先企业

星宇股份是一家研制、生产、销售汽车车灯的专业企业，拥有自己的模具加工中心和快速成型设备，具备较强的产品研发、模具设计加工能力。公司的车灯产品主要包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、门灯、阅读灯、转向灯、驻车灯和制动灯等，贡献公司 80%以上的营业收入和 90%以上的毛利。公司产品主要面向国内整车厂，少量出口到美国，供给通用汽车，2010 上半年公司出口占比 0.32%。

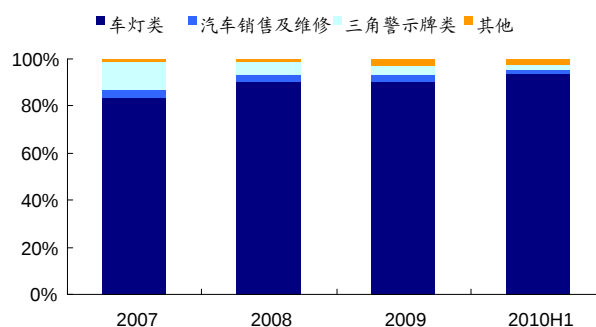
公司在汽车灯具研发领域成果丰富，2003 年公司自主研发了国内第一款 LED 汽车后灯，2006-2007 年公司与复旦大学电光源研究所共同完成了 4 款 LED 汽车前照灯的开发应用和 3 条 LED 前照灯生产线的组建工作。公司还参与制定了《汽车用 LED 前照灯》国家标准，是主要起草者之一。

图 1 公司营业收入分产品占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 公司营业毛利分产品占比



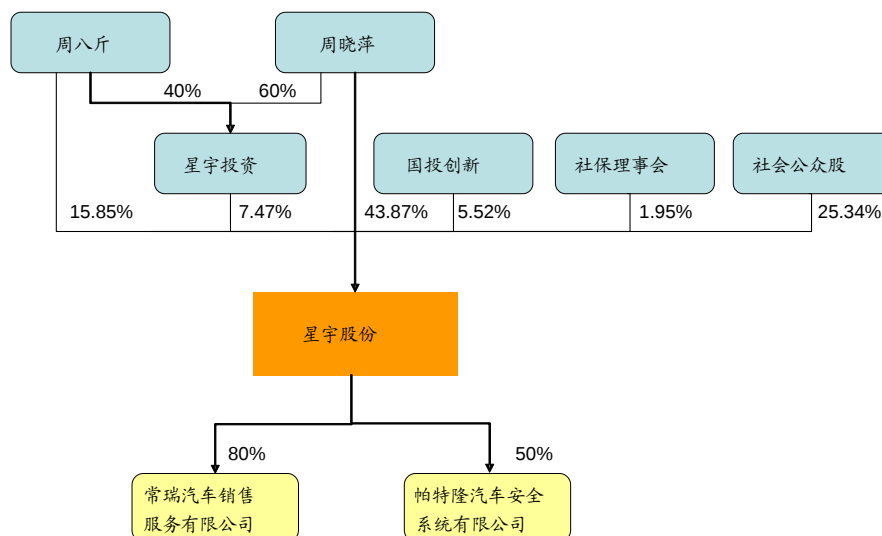
资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司的实际控制人是周晓萍。周晓萍除直接持有公司 43.87%的股份外，还通过星宇投资间接控制公司 7.47%的股份，是公司的控股股东。周八斤和实际控制人周晓萍是父女关系，两人合计控制公司 67.19%的股份。

公司控股的常瑞汽车销售公司主要从事奇瑞汽车的销售和维修，截止 2010 年 6 月 30 日，常瑞汽车销售公司的总资产 0.22 亿元，2010 年 1-6 月的净利润-14.52 万元。

公司控股的帕特隆汽车安全公司主要从事汽车三角警示牌的生产，截止 2010 年 6 月 30 日，帕特隆汽车安全公司的总资产 0.15 亿元，2010 年 1-6 月的净利润 99.03 万元。

图 3 公司股权和业务结构



资料来源：公司公告、海通证券研究所

2. 切入合资品牌市场，从小灯做到大灯

2.1 合资品牌需要体系外供应商

根据我们对汽车零部件企业调研的情况，合资品牌十分需要体系外供应商，主要原因包括：

- 1) 合资品牌目前面临成本压力，需要引入新的供应商和体系内供应商形成竞争；
- 2) 目前车型换代越来越快，新车型驱动销量增长的趋势明显，零配件供应趋向小批量多批次的方式，车灯作为重要的外观件在车型改型中是重点更新的部件，因此对新品开发的及时性要求较高，外部供应商在这方面往往比体系内供应商更具活力。

星宇股份是汽车灯具行业前 5 名中唯一一家内资企业，也是能配套合资品牌整车厂的少数内资企业之一，在合资品牌开放供应链体系的进程中可能获得较大收益。

表 1 2008 年汽车灯具行业排名统计

企业名称	投资方	主要客户	2008 年主营业务收入（亿元）
上海小系车灯	中日合资	上海大众、上海通用、一汽大众	28.59
广州斯坦雷电气	中日合资	广汽本田、东风本田	12.44
长春海拉车灯	德资	一汽大众、哈飞汽车、华晨宝马	9.64
湖北法雷奥车灯	法资	神龙汽车、东风日产、一汽大众	4.96
常州星宇车灯	内资	奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、一汽丰田	4.52
江苏彤明车灯	中英合资	一汽轿车、东风日产、华晨汽车	4.17
江苏文光车辆附件	内资	宇通客车、金龙客车、福田汽车	3.18
三立（烟台）车灯	韩资	上海通用	1.4

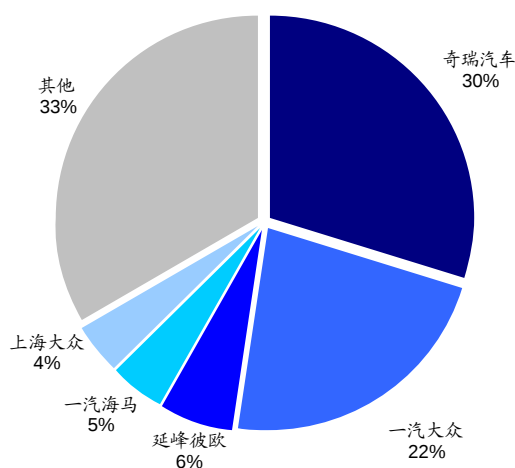
资料来源：公司公告、海通证券研究所

2.2 客户结构升级：公司已进入德、日、美三系品牌阵地

公司从红旗起家，通过奇瑞获得发展，目前正借助合资品牌乘用车实现进一步提升和成长。公司的客户结构不断提升，2007-2008 奇瑞占营收约 54%，2010 上半年奇瑞降至 30%，南北大众占营收超过 32%；预计 2010 年全年对南北大众的销售占比将超过 40%。

公司除了深入挖掘奇瑞、一汽大众和上海大众等现有主要客户的潜力外，还在 2010 年与丰田合作配套花冠，现已纳入丰田全球供应商体系，日产和本田也是公司的既有客户，公司目前与德、日、美三系品牌皆有合作。

图 4 2010 年上半年前 5 名客户销售占比



资料来源：公司公告、海通证券研究所

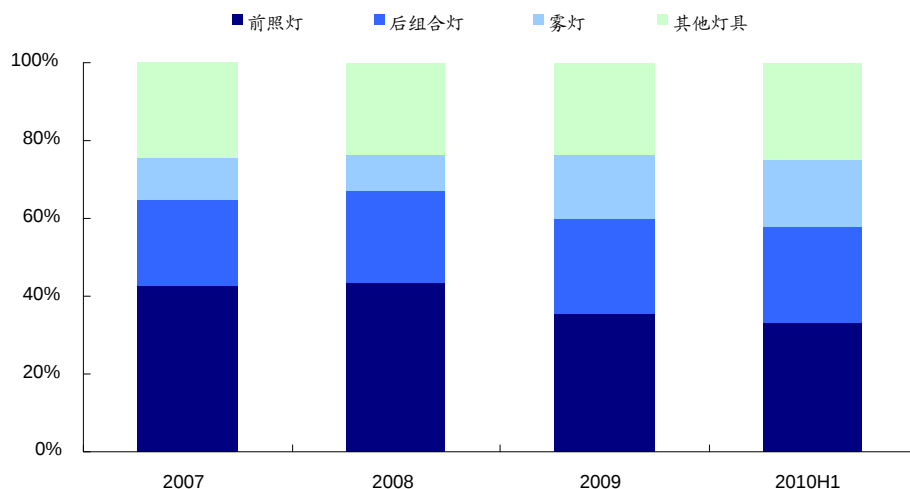
2.3 小灯切入，拓展大灯

公司和大众已有 8 年的合作历史，零配件企业与整车厂的合作需要多年的积累和培养，取得相互信任，因此客户粘性较大。合作往往是从小灯做起，逐步升级到后灯组合，直至前照灯，小灯到大灯的售价和毛利率也是由低到高。公司与德系、日系合资品牌的合作深化将带来公司产品结构的上移，增加收入规模，为毛利率提供有效支撑。

目前公司大部分产品对应客户车型的配套比例为 100%，其中合资品牌前照灯的配套车型包括：一汽大众的捷达、一汽丰田的花冠，对上海大众的 SUV 途观也开始供应前照灯。

公司的生产线可以进行柔性生产，前照灯、后灯组合和雾灯都可以更换模具共线生产。公司 2007-2008 年的前照灯营收占比超过 40%，2009-2010 年降至 35% 左右，我们认为这是公司以后灯组合和雾灯作为突破口进入合资品牌新客户的结果，未来随着深入合作、产能释放，前照灯占比有望逐步提升。

图 5 车灯类产品营收构成



资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司前照灯和后组合灯的市场占有率在 2008 年分别达到 6.64% 和 10.37%。2009 年由于市场爆发式增长，公司产能严重不足，且采取以小灯切入合资品牌新客户的策略，造成大灯的市场占有率有所下降，这一问题在 2010 年已经部分缓解，2010 年上半年公司的前照灯和后组合灯市场份额分别回升至 5.33% 和 9.29%，预计随着募投项目的产能释放，公司大灯产品的市场份额还将继续提升。

表 2 公司市场占有率

	2007	2008	2009	2010H1
前照灯市场占有率	6.29%	6.64%	4.29%	5.33%
后组合灯市场占有率	9.12%	10.37%	7.76%	9.29%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

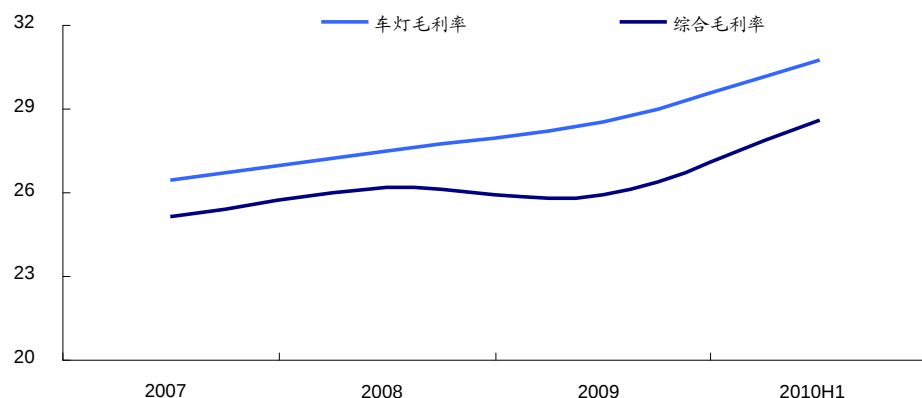
3. 盈利能力稳步提升

3.1 毛利率水平行业内领先

公司车灯类产品的整体毛利率超过 30%，在同行中处于较高水平，主要原因包括：

- 1) 公司有自己的模具中心，模具自制节约成本；
- 2) 生产线的工装专机自制，节约成本；
- 3) 人工成本相对较低，公司采用 2 班生产，12 小时一班；
- 4) 废品率控制在 2% 以内。

图 6 车灯产品毛利率和综合毛利率情况(%)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.2 毛利率仍有提升空间

新产品研发提升毛利率。为新车型配套的车灯毛利率水平较高，老产品销量达到一定规模会适当降价，但幅度一般控制在 1%-5%之间。2009 以来，公司为奇瑞、一汽轿车和上海大众配套的多款新车型销售上量，有利毛利率水平提升。

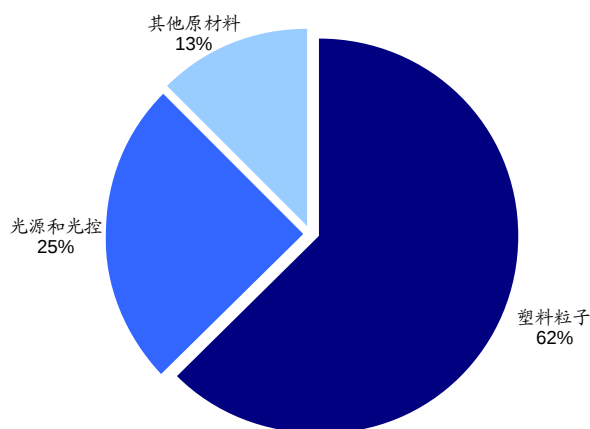
表 3 2009-2010H1 主要新增配套车型销售收入（万元）

客户名称	车型	2010H1	2009
奇瑞汽车	A3	811.84	1244.49
一汽轿车	奔腾 B70	938.57	-
一汽轿车	HQE 系列	43.45	1665.98
上海大众	途观	668.82	0.41
上海大众	昊锐	644.71	275.28

资料来源：公司公告、海通证券研究所

扩产将提升对上游供货商的议价能力。公司的原材料成本占生产成本的 80%左右，直接原材料为塑料粒子（占总成本 50%）和光源光控（占总成本 20%）。募投项目投产后随着生产规模的增加，将提升公司对上游原材料供应商的议价能力。

图 7 生产成本构成



资料来源：公司公告、海通证券研究所

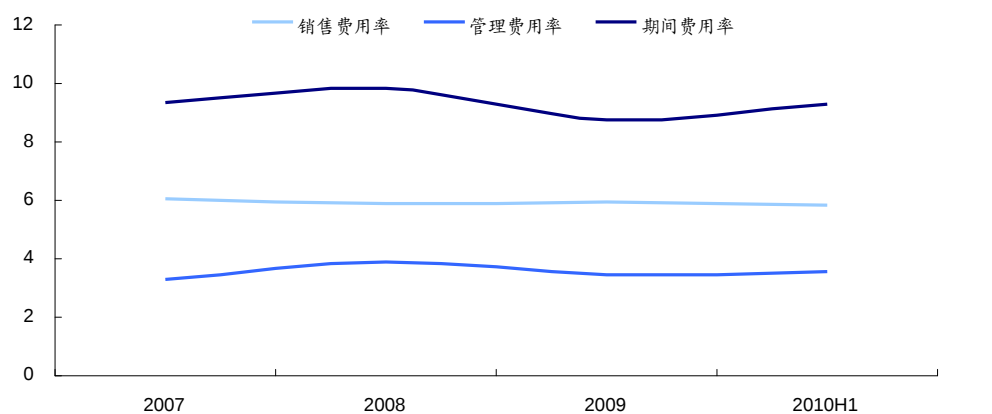
外协比例降低提升毛利率。公司 2010 年 120 万套的产能中约有 25% 是外协方式生产，随着募投项目的产能释放，公司将收回外协，有助于公司毛利率水平的提升。

3.3 期间费用率维持低位

公司整体期间费用率稳定在 9.3% 左右，低于行业平均水平。其中管理费用率稳定在 3.5% 左右，大幅低于一般汽车零部件企业 6%-9% 的水平，体现出公司良好的费用控制能力。

公司的研发投入分为基础研发支出和产品开发支出，分别记入管理费用和生产成本。基础研发采用自主研发和与高校、科研机构联合开发的模式节约支出。产品开发费用的控制则主要依靠模具自制、工装自制等手段，公司正在建设先进的模具设计中心，将扩大现有模具产能、提高公司模具的自制比例，进一步降低开发成本、缩短开发周期。

图 8 期间费用率情况(%)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

公司作为车灯行业内领先的民营企业，具有快速响应客户需求和成本控制能力强的优势，是业内少数几家能配套合资品牌整车厂的内资企业之一，在合资品牌开放供应链体系的进程中可能获得较大收益。目前公司已进入德、日、美三系合资品牌的供货体系，客户结构不断提升，未来随着合作深入以及产能释放，产品结构有望继续上移，推动公司的收入规模和盈利水平双双提升。

我们预测 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.57 元、0.85 元、1.11 元，按照 4 月 8 日收盘价计算 2010-2012 年动态市盈率为 39.57 倍、26.66 倍和 20.31 倍。综合考虑公司的成长性和行业地位，给予公司 2011 年 28-30 倍的 PE，合理估值区间为 23.73-25.43 元，首次给予“增持”评级。

表 4 星宇股份盈利预测假设条件

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（万元）						
车灯类	35585	38990	44070	78252	110760	143590
汽车销售及维修	5075	3432	6205	4650	4500	4800
三角警示牌类	2741	2039	1665	2360	2400	2500
其他	1155	712	1847	4320	4500	4600
合计	44557	45174	53786	89582	122160	155490
yoy						
车灯类		9.57%	13.03%	77.56%	41.54%	29.64%
汽车销售及维修		-32.37%	80.77%	-25.06%	-3.23%	6.67%
三角警示牌类		-25.64%	-18.31%	41.71%	1.69%	4.17%
其他		-38.33%	159.26%	133.94%	4.17%	2.22%
合计		1.38%	19.07%	66.55%	36.37%	27.28%
主要产品毛利率						
车灯类	26.43%	27.53%	28.54%	30.60%	30.90%	31.00%
汽车销售及维修	6.41%	8.19%	7.34%	9.90%	9.90%	9.80%
三角警示牌类	48.98%	34.16%	30.54%	25.00%	27.00%	26.00%
其他	12.13%	18.83%	21.73%	12.00%	16.00%	17.00%
合计	25.17%	26.22%	25.92%	28.48%	29.50%	29.85%
营业收入（万元）	44557	45174	53786	89582	122160	155490
yoy		1.38%	19.07%	66.55%	36.37%	27.28%
营业成本（万元）	33341	33329	39845	64068	86122	109075
yoy		-0.04%	19.55%	60.79%	34.42%	26.65%
毛利率	25.17%	26.22%	25.92%	28.48%	29.50%	29.85%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 风险提示

1) 汽车行业景气度下降；2) 原材料价格上涨过快。

表 5 星宇股份利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率(%)	6.05	5.88	5.93	5.90	5.70	5.50
管理费用率(%)	3.31	3.89	3.48	3.60	3.40	3.20
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	44557	45174	53786	89582	122160	155490
减：营业成本	33341	33329	39845	64068	86122	109075
营业税金及附加	157	331	219	269	366	466
销售费用	2695	2655	3189	5285	6963	8552
管理费用	1475	1758	1872	3225	4153	4976
财务费用	-7	30	-351	0	244	466
资产减值损失	119	38	231	500	600	700
公允价值变动	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	6776	7034	8781	16235	23711	31255
加：营业外收入	219	74	118	200	200	100
减：营业外支出	93	78	115	200	100	100
三、利润总额	6902	7030	8783	16235	23811	31255
减：所得税	821	424	829	2598	3572	4688
四、净利润	6080	6606	7954	13637	20239	26567
减：少数股东损益	147	55	50	114	167	219
归属于母公司净利润	5933	6551	7904	13524	20073	26348
五、全面摊薄每股收益（元）	0.25	0.28	0.33	0.57	0.85	1.11
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售净利率(%)	13.32	14.50	14.69	15.10	16.43	16.94
净利润增长率(%)		10.42	20.64	109.27	48.43	31.26

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵晨曦：汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上海汽车（600104.SH）、长安汽车（000625.SZ）、中国重汽（000951.SZ）、潍柴动力（000338.SZ）、江铃汽车（000550.SZ）、一汽轿车（000800.SZ）、威孚高科（000581.SZ）、宇通客车（600066.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。