

强烈推荐-A (维持)

星宇股份 601799.SH

当前股价: 21.36 元

2011 年 4 月 27 日

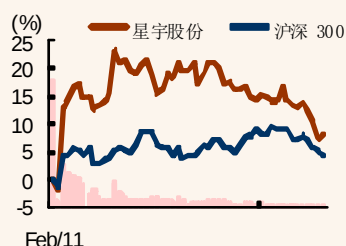
成长路上，光照未来

基础数据

上证综指	2925
总股本 (万股)	23676
已上市流通股 (万股)	4800
总市值 (亿元)	51
流通市值 (亿元)	10
每股净资产 (MRQ)	1.7
ROE (TTM)	32.5
资产负债率	51.8%
主要股东	周晓萍
主要股东持股比例	43.9%

股价表现

%	1	6m	12m
绝对表现	-10	1	1
相对表现	-9	7	-1



相关报告

1、星宇股份 (601799) - 国产零部件升级、未来高速增长确定(强烈推荐-A) 2011/02/17

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

公司今日发布 2010 年年报，并同时发布 2011 年 1 季报。2010 年公司实现收入 8.7 亿元，增长 61.8%，摊薄后 EPS0.57 元基本符合预期。2011 年季报给人惊喜，收入增长 60%，成长性明显，难能可贵的是在原材料价格上涨的情况，毛利率不降反升，我们看好公司的成长与技术实力，维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **收入快速增长，毛利率不降反升。**2010 年收入增长 61.8%，2011 年 1Q 增长 60%，均好于行业增长水平，我们认为最主要的原因在于公司市场的有效拓展，客户数量以及质量的增加导致了这种结果：

1) 客户数量逐步增加。公司前五大客户分别为奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、一汽丰田、延峰彼欧，前五大占公司销售收入 2007-2010 年分别为 74.9%、77.1%、68.9%、66.2%，占比逐渐下降，说明公司的客户数量在逐步增加，客户数量的增加带来了产品销售超行业的快速增长，这种势头将延续；

2) 客户质量不断提高带来产品附加价值的增加，并带动毛利率的提升。公司 2007 年奇瑞占公司销售收入 53.35%，这一比例在 2010 年则下降至 24.5%，同时南北大众、一汽丰田等占比在提升，使得公司产品结构上的优化非常明显，即使在原材料价格大幅度上涨的 2010 年以及 2011 年初，毛利率不降反升，特别在 2011 年 1 季度，公司毛利率从去年全年的 28.4% 上升至 32.7%，也远高于去年同期的 30%。

□ **我们认为公司收入的增长以及高毛利率的维持可以持续。**车灯行业具有多数零部件相同的属性，即需要参与整车的同步开发，而且这种开发基本上领先于公司销售两年时间左右，我们认为未来两年公司的高成长是锁定的。1 季度毛利率的提升有部分外包产品自行生产的原因，但更重要的还是产品附加值的提高，我们认为目前星宇股份的研发能力使得其有实力与合资品牌展开竞争。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们上调 2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.96、1.3 元，目前股价 21.36 元，对应 PE 分别为 22、16 倍，对于一个市场空间巨大、高成长性企业来说，目前价位具有非常高的投资价值，维持强烈推荐-A 的投资评级；风险在于行业增速大幅度下降以及原材料价格涨幅过高。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	538	871	1257	1719	2283
同比增长	19%	62%	44%	37%	33%
营业利润(百万元)	88	159	270	364	496
同比增长	25%	81%	70%	35%	36%
净利润(百万元)	79	136	228	308	419
同比增长	21%	73%	68%	35%	36%
每股收益(元)	0.45	0.77	0.96	1.30	1.77
PE	47.8	27.7	22.1	16.4	12.1
PB	13.4	9.1	2.6	2.3	2.0

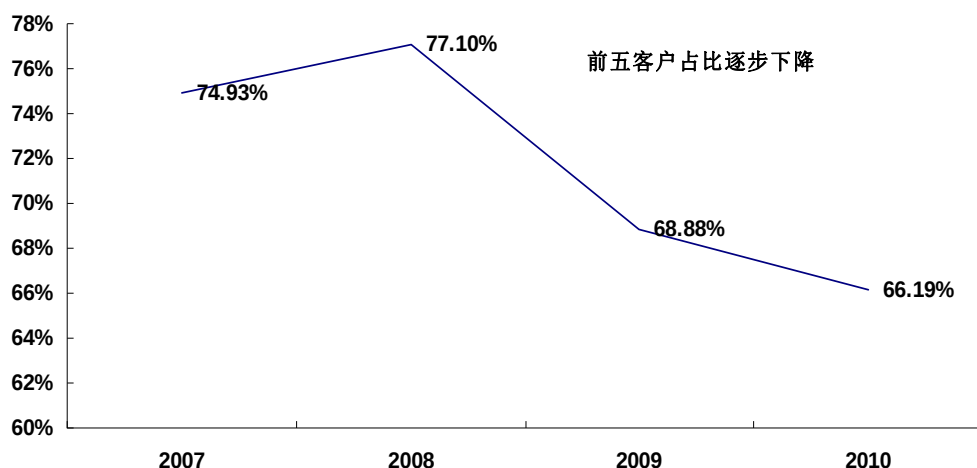
资料来源：招商证券

公司经营亮点

1) 销售收入的增长速度远远超出行业

2011 年 1 季度，公司实现销售收入 2.85 亿元，同比增长 60%，而 1 季度汽车行业的增长仅仅在 8% 的水平，客户数量的增加是关键因素。

图 1: 前五大客户占比情况



资料来源：招商证券

2) 毛利率在原材料价格及人工成本快速增加的情况下仍然保持了一定程度的上升。

2011 年 1 季度原油价格出现大幅度的上涨，同时，我们也从公司季报里面发现管理费用的大幅度增加（1 季度管理费用 1712 万元，去年同期为 699 万元），在这种情形下，理论上来讲公司毛利率将出现较大幅度的下降，而事实与之相反，公司 1 季度毛利较去年同期增长到了 32.7%（去年同期 30%）。造成毛利率的提升，主要在于客户质量的提高，产品附加值的增加。

3) 公司 IPO 募投项目 100 万套车灯项目进展迅速，预计在 2011 年中期就可以部分投产，解决部分产能不足的问题。

4) 从上海汽车的报表中可以看到乘用车供求关系的微妙变化，汽车市场将从去年的卖方市场转向买方市场，将会导致汽车行业竞争加剧，虽然一辆中级车车灯造价仅在 1500 元/套的水平，但也是整车企业降低成本的有效途径。目前星宇股份在制造工艺上与合资品牌差距不大，而成本上有一定优势，我们认为行业竞争压力的加剧，给星宇股份带来是市场份额持续增加催化剂。

表 1: 历史业绩回顾

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010	10Q1	11Q1
一、营业总收入	446	452	538	871	179	285
二、营业总成本	378	381	450	712	143	230
其中: 营业成本	333	333	398	624	125	192
营业税金及附加	2	3	2	2	1	1
营业费用	27	27	32	52	11	17
管理费用	15	18	19	31	7	17
财务费用	0	0	-4	-1	0	-1
资产减值损失	1	0	2	3	0	3
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	68	70	88	159	35	55
加: 营业外收入	2	1	1	3	0	1
减: 营业外支出	1	1	1	1	0	0
五、利润总额	69	70	88	161	35	56
减: 所得税	8	4	8	24	5	9
六、净利润	61	66	80	137	30	47
减: 少数股东损益	1	1	1	1	0	0
七、归属母公司所有者净利润	59	66	79	136	30	47
EPS (元)	0.25	0.27	0.33	0.57	0.12	0.19
毛利率	25.2%	26.2%	25.9%	28.4%	30.0%	32.7%
营业利润率	15.2%	15.6%	16.3%	18.3%	19.8%	19.3%
净利率	13.6%	14.6%	14.8%	15.8%	16.8%	16.4%
营业费率	6.0%	5.9%	5.9%	6.0%	6.2%	6.1%
管理费费率	3.3%	3.9%	3.5%	3.6%	3.9%	6.0%
实际税率	11.9%	6.0%	9.4%	14.9%	14.9%	16.2%

资料来源: 公司报表, 招商证券

参考报告

- 1、《国产零部件升级、未来高速增长确定》2011/02/17 本篇报告中, 我们详细描述了公司的发展以及企业竞争力所在。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	464	667	2132	2669	3320
现金	166	193	1502	1805	2177
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	88	70	201	275	365
应收款项	66	91	158	217	288
其它应收款	2	6	11	15	21
存货	123	267	241	333	439
其他	20	41	17	24	31
非流动资产	118	208	370	373	376
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	77	93	258	264	270
无形资产	20	26	23	21	19
其他	21	88	88	88	88
资产总计	582	875	2501	3042	3696
流动负债	285	403	515	770	999
短期借款	20	20	100	200	250
应付账款	151	237	207	286	376
预收账款	3	8	4	6	8
其他	111	137	203	279	365
长期负债	17	50	45	51	97
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	50	45	51	97
负债合计	302	453	560	821	1096
股本	177	177	237	237	237
资本公积金	0	26	1279	1279	1279
留存收益	104	210	416	693	1070
少数股东权益	8	9	10	12	14
母公司所有者权益	281	413	1932	2209	2586
负债及权益合计	591	875	2501	3042	3696

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	125	81	120	247	334
净利润		136	228	308	419
折旧摊销		0	26	37	37
财务费用		0	(10)	(20)	(24)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(132)	(85)	(109)
其它		(56)	8	8	10
投资活动现金流	(63)	(113)	(187)	(40)	(40)
资本支出		0	(187)	(40)	(40)
其他投资		(113)	0	0	0
筹资活动现金流	82	(8)	1376	95	78
借款变动		0	80	100	50
普通股增加		0	60	0	0
资本公积增加		0	1253	0	0
股利分配		0	(23)	(31)	(42)
其他		(8)	6	26	70
现金净增加额	144	(41)	1309	303	372

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	871	1257	1719	2283
营业成本	398	624	862	1190	1566
营业税金及附加	2	2	6	9	11
营业费用	32	52	79	108	144
管理费用	19	31	49	67	89
财务费用	(4)	(1)	(10)	(20)	(24)
资产减值损失	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	159	270	364	496
营业外收入	1	3	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	88	161	270	364	496
所得税	8	24	41	55	74
净利润	80	137	230	310	421
少数股东损益	1	1	1	2	3
母公司所有者净利润	79	136	228	308	419
EPS (元)	0.45	0.77	0.96	1.30	1.77

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	19%	62%	44%	37%	33%
营业利润	25%	81%	70%	35%	36%
净利润	21%	73%	68%	35%	36%
获利能力					
毛利率	25.9%	28.4%	31.4%	30.7%	31.4%
净利率	14.7%	15.7%	18.2%	17.9%	18.4%
ROE	28.1%	33.0%	11.8%	13.9%	16.2%
ROIC	24.7%	30.5%	10.8%	12.1%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	51.8%	51.8%	22.4%	27.0%	29.6%
净负债比率	3.4%	2.3%	4.0%	6.6%	6.8%
流动比率	1.6	1.7	4.1	3.5	3.3
速动比率	1.2	1.0	3.7	3.0	2.9
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	0.5	0.6	0.6
存货周转率	4.3	3.2	3.4	4.1	4.1
应收帐款周转率	9.5	11.1	10.1	9.2	9.1
应付帐款周转率	3.9	3.2	3.9	4.8	4.7
每股资料(元)					
每股收益	0.45	0.77	0.96	1.30	1.77
每股经营现金	0.71	0.46	0.51	1.05	1.41
每股净资产	1.59	2.34	8.16	9.33	10.92
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.13	0.18
估值比率					
PE	47.8	27.7	22.1	16.4	12.1
PB	13.4	9.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	35.1	24.5	14.6	11.0	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。