

星宇股份 (601799)

增持/首次评级

股价: RMB19.29

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号: s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

谢振东

(0755)8212 5072

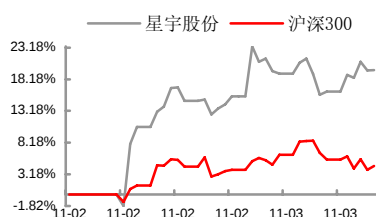
xiezd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	237
流通 A 股 (百万股)	237
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,588

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

从积累到突破 步入成长新阶段

- 未来 5 年汽车行业的整体繁荣以及消费结构升级将催生车灯行业较快发展, 保守估计市场规模有望实现 **5 年 15%** 的复合增速, 由目前的约 180 亿元拓展至 2015 年的 400 亿元; 汽车终端销售竞争加剧将进一步提升整车企业对质量、成本的追求, 体现为主动精简零部件配套企业数量, 因此车灯行业集中度有望持续提升;
- 中国车灯行业整体呈现“内弱外强”的竞争格局: 外资车灯企业凭借较长的配套时间和一定的技术优势占据了多数合资整车企业配套市场; 内资车灯企业仍主要以商用车、自主品牌乘用车作为主要赢利点, 但个别优秀企业已经完成了前期技术和工艺积累, 不断拓展配套市场的广度和深度;
- 作为行业内最大的内资企业, 公司车灯产品技术、品质高于其他内资企业, 成本低于合资, 具有较佳的**错位竞争优势**; 公司成功的以自主品牌乘用车为跳板, 进入合资配套体系; 依托“小灯”获得合资体系的认证, 积累管理和质量控制经验, 拓展前灯和后组合灯等“大灯”。过往 3 年 24% 的复合增速, 以及持续优化的客户结构 (核心客户包括一汽大众、上海大众、一汽丰田等合资整车) 已经检验了公司产品显著的性价比优势;
- 本质看, 我们认为公司高成长性源自车灯行业适宜内资企业做大做强的特有属性 (成本和技术优势的恰当结合) 以及公司自身恰当的产品战略调整 (产品结构从小灯到大灯、配套范围从内资到合资)。短期看, **产能瓶颈的有效化解、配套车型放量以及在研大灯项目配套**将较大程度提振销量、改善产品结构; 中长期, 公司或将借助行业兼并收购进一步提升客户配套范围以及业务的拓展 (汽车电子), 因此 11 年将是公司传统车灯业务收获前期耕耘、营收规模高速发展 (三年复合增速 40%) 的起点, 也将是**投资公司未来成长的最佳介入时点**。因此我们给予公司积极的投资建议——“**增持**”。预计 11、12 年 EPS 分别 0.84 和 1.23 元, 对应 PE 为 23 和 16 倍;
- 风险提示: 新客户的开拓不达预期、公司对于新技术的研发和产业化显著低于预期、汽车销量不达预期、整体市场系统性风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	870.8	1190.0	1677.9	2156.5
(+/-%)	61.9	36.7	41.0	28.5
归属母公司净利润(百万元)	136.4	199.8	290.6	397.7
(+/-%)	72.5	46.6	45.4	36.9
EPS(元)	0.77	0.84	1.23	1.68
P/E(倍)	33.5	22.9	15.7	11.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资视角	4
公司简介——最大的内资车灯生产企业	5
公司历史	5
股权结构	6
车灯行业——自主品牌大有可为	6
市场空间广阔——OEM/AM 市场双轮驱动	6
行业竞争格局——“一超多强”与“外强内弱”	7
内资车灯企业——可以拥有一片广阔天空	9
公司车灯业务——快速成长	11
优质的内资车灯企业	11
车灯业务预测	15
同心多元 展望公司业务拓展	18
引子——德国海拉的业务发展	18
公司业务拓展能力可行性分析	19
盈利预测	20
风险提示	21

图表目录

图 1:	公司历年主营业务收入	5
图 2:	公司主要车灯产品销售收入	5
图 3:	星宇股份股权结构图	6
图 4:	汽车年度销量	6
图 5:	汽车保有量增长趋势	6
图 6:	2008 年全球汽车照明厂家市场占有率	8
图 7:	我国前六大乘用车车灯厂商市场份额占比	8
图 8:	星宇股份发展轨迹	9
图 9:	汽车零部件产业链特征	10
图 10:	主要厂商近年来新车型数量	11
图 11:	公司净利润稳步增长	11
图 12:	公司毛利持续提升	11
图 13:	公司车灯产品价格走势	12
图 14:	公司车灯毛利率水平	12
图 15:	07 年销售收入结构	12
图 16:	10H1 销售收入结构	12
图 17:	奇瑞汽车销量	13
图 18:	一汽大众销量	13
图 19:	上海通用销量	14
图 20:	上海大众销量	14
图 21:	公司研发投入	15
图 22:	客户配套高端化加快	16
图 23:	德国海拉业务范围发展	18
图 24:	德国海拉 09/10 财年收入结构	19
图 25:	公司业务未来可能拓展路径	19
表格 1:	国内主要车灯企业规模	7
表格 2:	整车企业与车灯厂商配套关系	8
表格 3:	公司主要车灯产品	13
表格 4:	公司募投项目（单位：万元）	15
表格 5:	公司目前处于设计开发和试生产阶段产品	16
表格 6:	汽车灯具技术比较	17
表格 7:	公司主要在研项目	18
表格 8:	公司分产品盈利预测	20

投资视角

未来 5 年汽车行业的整体繁荣以及消费结构升级将催生车灯行业较快发展，保守预计市场规模将实现 **5 年 15%** 的复合增速，由目前的约 180 亿元拓展至 2015 年的 400 亿元；汽车终端销售竞争加剧将进一步提升整车企业对质量、成本的追求，体现为主动精简零部件配套企业数量，因此零部件（车灯）**行业集中度有望持续提升**；

中国车灯行业整体呈现“**内弱外强**”的竞争格局：外资车灯企业凭借较长的配套时间和一定的技术优势占据了多数合资整车企业配套市场；内资车灯企业仍主要以商用车、自主品牌乘用车作为主要赢利点，但个别优秀企业已经完成了前期技术和工艺积累，不断拓展配套市场的广度和深度——从商用车车灯为起点，以自主品牌乘用车为跳板，进入合资配套体系；依托“小灯”获得合资体系的认证，积累管理和质量控制经验，拓展前灯和后组合灯等“大灯”市场。

我们结合成本和技术优势思考零部件行业未来竞争格局的演化，认为**车灯是本土企业较易成功的核心零部件微观领域**：1、**车灯非核心安全件，整车厂外包具有较大可能**：动力总成部件，如发动机、变速箱，作为整车的核心安全件，对技术和质量的要求异常严格，合资厂商进行体系外配套具有较大现实压力，同时考虑该种零部件较大的经济附加值，整车厂也具有内部配套的原动力；2、**具有一定的技术壁垒，能避免行业恶性竞争**：车灯系统兼顾美观和实用性，是除动力总成、电子控制系统外技术含量较高的核心零部件，在产品设计和制造过程中涉及材料学、电子学、光学等学科的综合应用，具有较高的技术壁垒；3、**内资企业具有显著的成本优势**：竞争的加剧使得整车企业对于成本控制愈发敏感，而当车灯从低成本的卤素车灯向高成本氙灯、LED 灯过渡阶段，成本控制的压力进一步提高，内资企业在产品研发、原材料采购、生产加工各环节拥有较明显的成本优势，创造了中途介入的较佳机会。

微观层面，公司作为行业内最大的内资企业，其车灯产品技术、品质高于内资企业，成本低于合资，具有较佳的错位竞争优势；过往 3 年 24% 的复合增速，以及持续优化的客户结构（核心客户包括一汽大众、上海大众、一汽丰田等合资整车）已经检验了公司产品显著的性价比优势；

本质看，我们认为公司高成长性源自车灯行业适宜内资企业做大做强的特有属性以及公司自身恰当的产品战略调整（产品结构从小灯到大灯、配套范围从内资到合资）。短期看，**产能瓶颈的有效化解、配套车型放量以及在研大灯项目的配套**将较大程度提振销量；中长期，公司或将借助行业兼并收购进一步提升客户配套范围，因此 11 年将是公司传统车灯业务收获前期耕耘、营收规模高速发展（三年复合增速 40%）的起点，也将是**投资公司未来成长的最佳介入时点**。

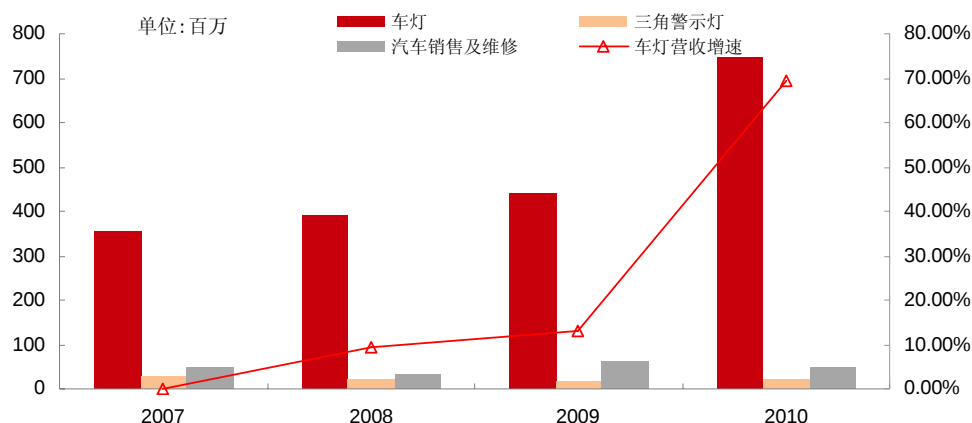
公司业务未来较大的拓展可能——自身**产业链的拓展**（从车灯模具、注塑件到应用于车灯总成的整流器、稳压器、传感器等电子产品）以及**下游客户的跨行业开拓**（汽车照明至道路照明等）打开发展的想象空间，是赋予公司溢价的另一因素。

基于以上原因，我们对公司给予积极的投资建议——“**增持**”。预计 11、12 年 EPS 分别 0.84 和 1.23 元，对应 PE 为 23 和 16 倍。

公司简介——最大的内资车灯生产企业

星宇股份是我国最大的内资乘用车车灯生产商，精耕于乘用车车灯研发、设计、制造、销售十余载，是少数能与外企车灯生产商分庭抗礼的自主品牌车灯企业之一：公司车灯产品涵盖前照灯、后组合灯、雾灯，以及其他信号灯，能够提供完整车灯总成系统解决方案；目前客户包括奇瑞汽车、上海大众、一汽大众、一汽丰田等国内主流整车生产商。公司其他产品有汽车销售及维修、三角警示牌，但销售和毛利占比均较低。

图 1： 公司历年主营业务收入

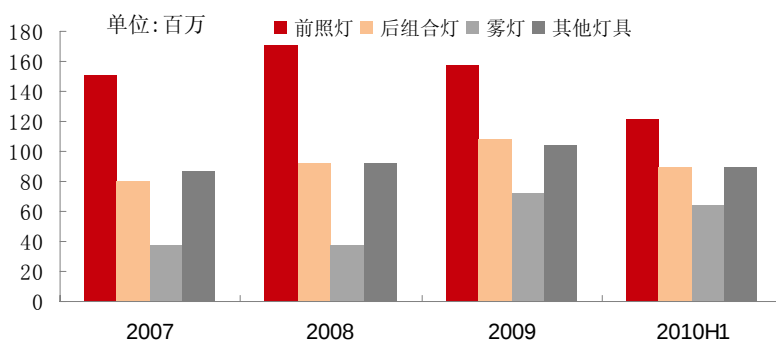


资料来源：华泰联合证券研究所

公司历史

公司自 1993 年进入乘用车车灯市场以来，销售收入增长迅速：从 07 年的 4.46 亿元增长到 10 年的约 9 亿元；初步测算，2010 年上半年公司前照灯、后组合灯市场占有率约为 5.32%、9.28%。

图 2： 公司主要车灯产品销售收入

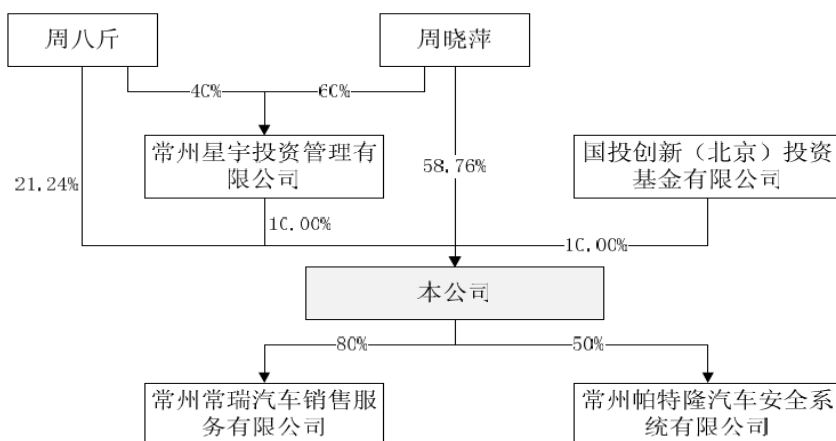


资料来源：华泰联合证券研究所

股权结构

公司股权结构简单清晰：公司董事长周晓萍持有公司股权 10,386.86 万股，占发行后总股本的 43.87%（同时通过星宇投资间接持有公司 7.47% 股份）。主要参股股东为：周八斤（周晓萍之父、15.86%）、常州星宇投资管理有限公司（7.47%）、国投创新（北京）投资基金（5.52%）。其中国投基金在汽车零部件行业拥有较成熟的投资和后续运作经验：控股、参股法雷奥汽车空调、长春海拉车灯（已转让部分股权）以及扬州亚普汽车部件有限公司，作为公司的战略投资者，国投基金的介入将便利公司未来可能的兼并重组，进一步加快产业整合的步伐。

图 3： 星宇股份股权结构图



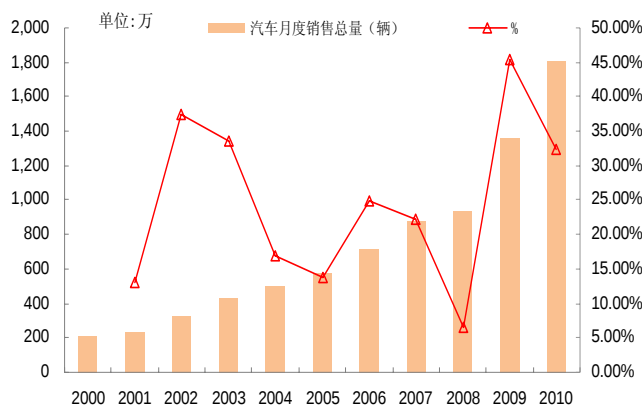
资料来源：华泰联合证券研究所

车灯行业——自主品牌大有可为

市场空间广阔——OEM/AM 市场双轮驱动

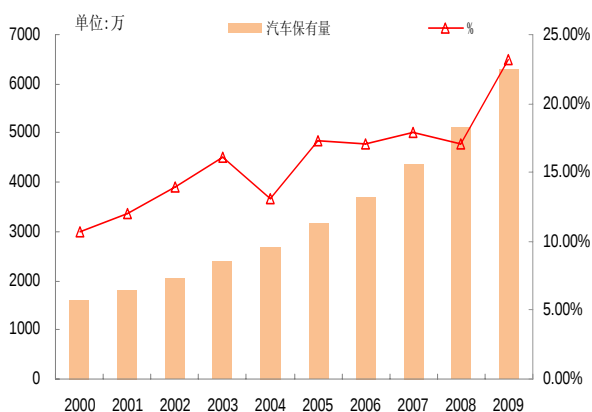
从车灯行业终端需求看，市场主要分为前市场（OEM）和后市场（AM），其市场规模分别受到汽车销量和汽车保有量的影响。

图 4： 汽车年度销量



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 汽车保有量增长趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

2010 年，我国汽车延续高速增长态势，全年实现销量 1,800 万辆，同比增长 32%，其中，乘用车销量 1370 万辆，同比增长 33%。从汽车行业自身发展规律看，11 年汽车销量增速将有所放缓，但中国仍处在汽车普及期的初期，旺盛的刚性需求，特别是在中西部地区和中小城市人均收入不断提高的驱动下，未来 5 年汽车行业 15% 左右的复合增长率仍可期待，这将为车灯行业持续较快发展提供坚实基础。根据我们相对保守的测算（车灯系统 1000 元/辆、未考虑车灯技术升级带来的单价提升——从卤素灯向氙灯、LED 灯过渡），预计乘用车车灯前市场规模将从 2010 年的约 180 亿元发展到 2015 年的 360 亿元。

随着汽车保有量的快速增长（截止 2010 年 9 月，我国汽车保有量已经达到 8500 万辆），日常车灯维护和交通事故带来的车灯替换共同催生了一个较大规模维修市场：根据公安部交管局公布的 10 年相关数据以及相关车灯使用寿命，我们预计 2010 年全国维修后市场规模已经到达 11 亿元以上；而由于个性化的需求，部分的后市场来自消费者主动性的产品升级，但目前相对规模较小，预计 2010 年约为 2 亿元。因此，随着保有量的继续快速增长，以及 LED 灯市占率（使用寿命可能更短）的快速扩大，后市场规模有望在 2015 年达到 30 亿元。

放眼全球，2010 年车灯 OEM 市场约 720 亿元，5 年 5% 的复合增速，2015 年市场规模可达 920 亿元。

行业竞争格局——“一超多强”与“外强内弱”

一超多强 集中度持续提升

中国汽车车灯市场呈现一超多强的竞争格局：作为全球最大的车灯生产企业，小系车灯在中国的合资厂——上海小系车灯主要为上海大众、上海通用以及一汽大众配套，凭借合资双方在市场渠道、技术等领域强强联合，多年来一直是中国市场收入最高的车灯企业；广州斯坦雷电气和长春海拉车灯则依靠数十年来在车灯领域技术和生产工艺积淀、在中国市场显著的先发优势以及和配套企业在全市场稳定的长期合作，分别占据了国内车灯市场份额的二、三位。

表格 1：国内主要车灯企业规模

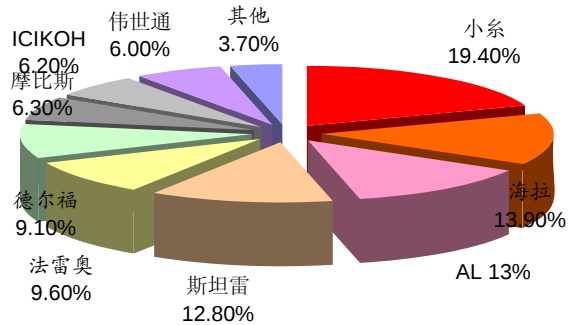
企业名称	08 年主营业务收入（亿元）
上海小系车灯	28.59
广州斯坦雷电气	12.44
长春海拉车灯	9.64
湖北法雷奥车灯	4.96
常州星宇车灯	4.52
江苏彤明车灯	4.17
江苏文光	3.18
三立车灯	1.4
江苏常诚	1.35

资料来源：华泰联合证券研究所

我国车灯行业集中度自 2005 年以来持续上升。根据我们的测算，2008 年我国最大的 6 家乘用车车灯厂商共占据了 74.4% 的市场份额。而随着整车厂商对于质量、成本的

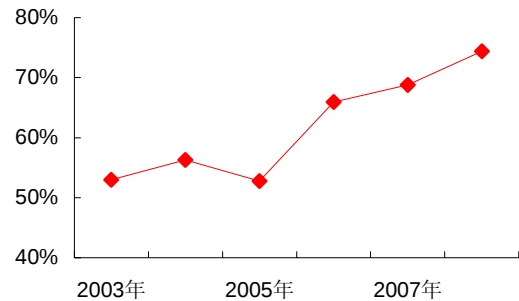
持续追求，其非核心零部件配套企业数量应呈现减少趋势，因此车灯行业集中度有望继续提升。

图 6： 2008 年全球汽车照明厂家市场占有率



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 我国前六大乘用车车灯厂商市场份额占比



资料来源：华泰联合证券研究所

外强内弱

整体来看，外资和合资车灯企业占据了车灯行业的中高端，体现为配套合资品牌整车厂商以及产品结构以前灯、后灯组合灯等高毛利率“大灯”为主；内资车灯企业虽然在技术、工艺方面较为落后，但近年来凭借突出的成本控制能力充分占据了低端市场，特别是在外资（合资）车灯场上不断外包低端“小灯”的背景下，主要企业的营销规模不断扩大，如常州星宇车灯、江苏文光、浙江天狮等。

相比较外资和合资车灯企业，内资车灯企业仍主要以商用车车灯、自主品牌车灯作为主要赢利点，但个别优秀企业（如星宇车灯）已经完成了前期技术和工艺积累，正逐步拓展市场的广度和深度：从商用车车灯为起点，以自主品牌乘用车为跳板，进入合资配套体系；依托“小灯”获得合资体系的认证，积累管理和质量控制经验，拓展前灯和后组合灯等“大灯”。

表格 2：整车企业与车灯厂商配套关系

车灯企业	系别	配套企业
上海小糸车灯	中日合资	一汽大众、上海通用、上海大众
广州斯坦雷电气	中日合资	东风本田、广汽本田
江苏摩比斯	中韩合资	东风悦达起亚
江苏常诚	中美合资	奇瑞汽车、一汽轿车、东风日产
长春海拉车灯	德资	一汽大众、华晨宝马、哈飞汽车
北京海拉车灯	德资	北京奔驰
北京三立	韩资	北京现代
湖北法雷奥	法资	东风日产、一汽大众、神龙汽车、一汽丰田
常州星宇车灯	内资	奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、上海通用、一汽丰田
江苏文光	内资	宇通客车、金龙客车、福田汽车
浙江天狮	内资	华晨汽车、江淮汽车、长城汽车

资料来源：华泰联合证券研究所

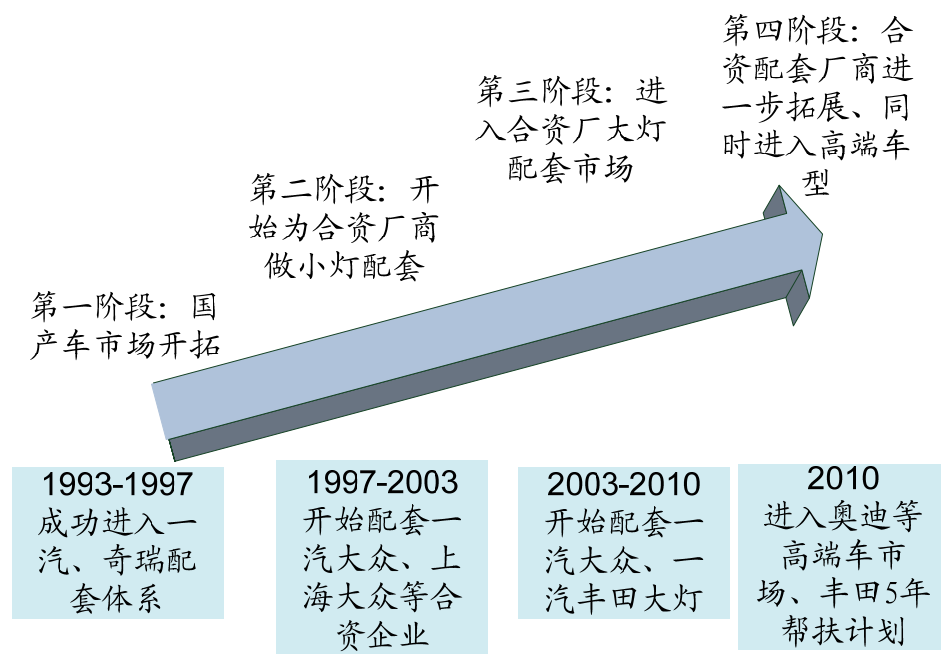
内资车灯企业——可以拥有一片广阔天空

多因素助力内资车灯起飞——从自主到合资配套体系

随着合资车灯企业生产规模的不断扩大以及本土化进程的加快，如本土研发基地的建设，培养了一批优秀的国内科研和管理人才，在一定程度上为内资企业输入了技术和管理，相关企业的软硬件实力不断得到优化，同时结合江浙地区民营企业优秀的管理能力以及敏捷的市场意识，迅速发展壮大一批优质的车灯企业，如常州星宇、浙江天翊等，成为自主品牌乘用车企业主要的一级供应商。

内资车灯企业虽然在品牌力、产品质量以及研发能力都较核心外资品牌落后，但多年来配套自主品牌乘用车使其积累了宝贵的产品开发、生产组织经验，不断缩短了与外资企业在技术、质量之间的差距，而近年来合资整车厂商逐渐注重成本控制，内资车灯产品在低廉人力成本、高效研发效率以及规模效应的推动下，成本优势不断显现，内资企业第一次获得了进入合资整车厂商配套体系的可能；特别是近年来中国汽车市场的超高速发展，合资（独资）车灯企业相对饱和的产能利用率为内资车灯企业进入合资整车厂商配套体系创造了相对宽松的环境（其自身存在外包低毛利率“小灯”订单的现象）。在此背景下，优质内资车灯企业获得了合资整车企业的订单，并逐渐将配套范围拓展至主要车灯部件。

图 8： 星宇股份发展轨迹



资料来源：华泰联合证券研究所

成本、技术的优势匹配——车灯或是内资零部件企业做大做强的突破点

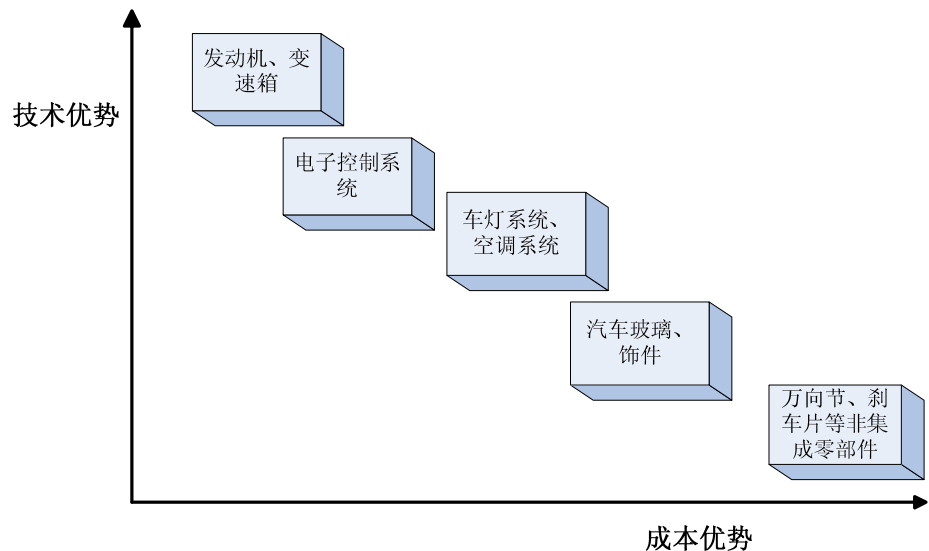
中国汽车零部件虽然整体而言发展较为落后，但就微观层面，个别优秀零部件企业，如福耀玻璃已经凭借综合优势参与国际竞争，并获得一定的市场份额。虽然优秀企业的“突出重围”很大程度源自个体的优秀基因，但我们更愿意从零部件产业链的角度，从成本与技术两个维度去思考零部件企业发展的外部环境。

实现从自主品牌配套到合资品牌配套的跨越是零部件企业发展壮大的关键：一方面，受益于较高的产品定价和稳定的产品需求，零部件企业能享有更高的利润；另一方面，合资企业具有更加严格的质量管控、研发生产组织体系，通过长期的合作，配套企业自身的研发、生产组织能力也获得了较大提升；此外，借助合资企业的外方资源，零部件企业更是获得进一步拓展国际市场的较大可能。

短期内，强大的成本控制力仍然是内资汽车零部件企业最大的竞争优势，但成本优势自身很难为零部件企业筑起长时间的护城墙，没有产品技术的提升，企业容易受困于竞争环境的持续恶劣（例如相关铸件企业，作为零部件的“零部件”，竞争压力较大）；因此寻求成本和技术优势的恰当结合似乎更有利于零部件企业长期的发展。

结合成本和技术优势考虑，我们认为车灯是自主品牌较易成功的核心零部件：1、车灯非核心安全件，整车厂外包具有较大可能：动力总成部件，如发动机、变速箱，作为整车的核心安全件，对技术和质量的要求异常严格，合资厂商进行体系外配套具有较大现实压力，同时考虑该种零部件较大的经济附加值，整车厂也具有内部配套的原动力；2、车灯具有一定的技术（认证）壁垒，能避免行业恶性竞争：车灯系统兼顾美观和实用，是除动力总成、电子控制系统外技术含量较高的核心零部件，在产品设计和制造过程中涉及材料学、电子学、光学等学科的综合应用，具有较高的技术壁垒；共同开发以及长达 2-3 年的认证期，保证了整车厂与原车灯企业较大的粘性；3、内资企业具有显著的成本优势：竞争的加剧使得整车企业对于成本控制愈发敏感，而当车灯从低成本的卤素车灯向高成本氙灯、LED 灯过渡阶段，成本控制的压力进一步提高，内资企业在产品研发、原材料采购、生产加工各环节拥有较明显的成本优势，创造了中途介入的较佳机会；

图 9： 汽车零部件产业链特征



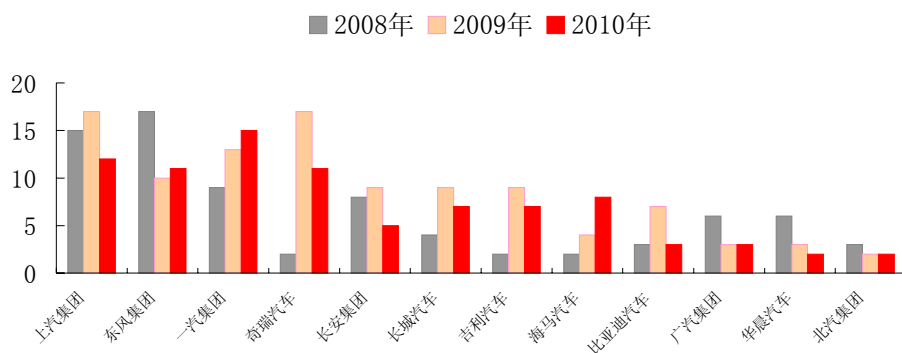
资料来源：华泰联合证券研究所

内资企业发展新一轮契机——新车型加速推出

车灯配套企业从遴选、认证、共同开发到最终批量供货，一般需要经过 2 年左右时间，同时整车厂一般承担了相关车型车灯设计和模具开发费用，双方合作关系较为稳定，中途切换的概率较小，因此新进入者市占率的提升主要依赖新车型的推出节奏。

2009 年以来，欧美车系凭借不断完善的营销能力、恰当的产品定位，特别是优秀车型的持续投放，市场份额呈显著的上升趋势。随着中国在全球市场重要性日益提升，我们可以期待未来合资厂将逐渐采取同步全球的产品投放节奏；日系品牌市占率不断被侵蚀，除品牌力受“踏板门”等事件影响外，产品线过于单一也是近两年来增长乏力的主要原因，因此随着日方集团相关战略的调整，可以预期未来丰田、本田等日系企业也将加快新车上市频率，不断完善产品线。

图 10： 主要厂商近年来新车型数量



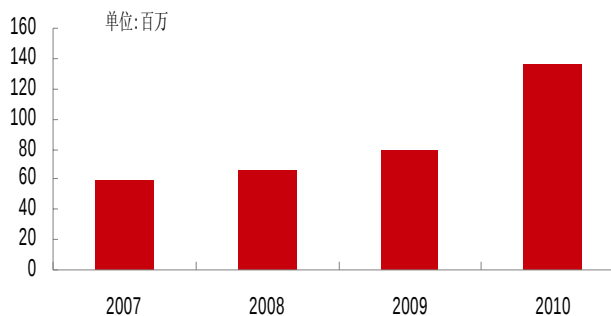
资料来源：华泰联合证券研究所

公司车灯业务——快速成长

优质的内资车灯企业

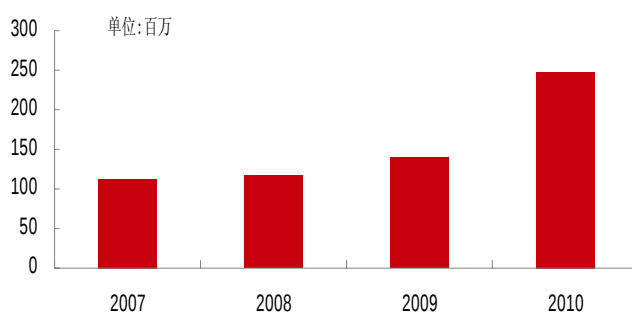
公司是国内目前最大的内资乘用车车灯生产商（10 年收入规模 7.48 亿元），受益于近年来终端市场的快速增长和合资配套市场的成功开拓，车灯业务营收和净利润水平持续快速提升，10 年 1-6 月前照灯和后组合灯市场占有率已达到 5.32% 和 9.28%。其突出的行业地位主要体现在：持续优化的客户和产品结构、优秀的成本控制、领先的研发能力。

图 11： 公司净利润稳步增长



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12： 公司毛利持续提升



资料来源：华泰联合证券研究所

图 13： 公司车灯产品价格走势

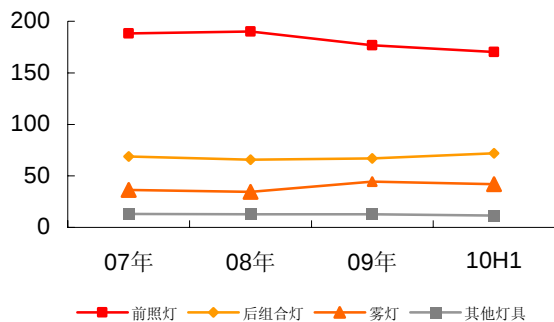
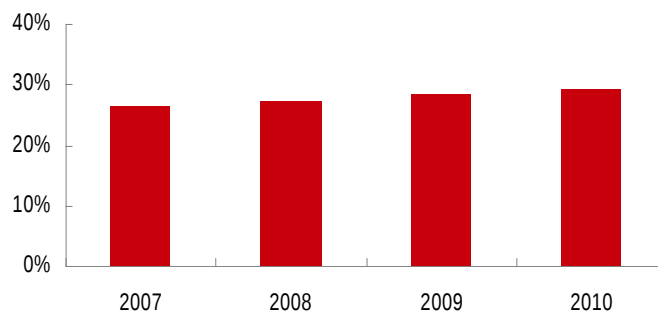


图 14： 公司车灯毛利率水平



资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

持续优化的客户和产品结构

综合看，公司客户结构和规模是国内车灯企业中较突出的。相比较发展初期依赖奇瑞（占 07 年公司销售收入 53.35%）等自主品牌乘用车企业，公司通过积极的产品战略调整和市场开拓，目前已经成功进入德系、美系以及日系品牌整车配套体系，客户范围包括：奇瑞、一汽海马、一汽轿车、上海大众、一汽大众、上海通用、一汽丰田等乘用车企业。其中，进入丰田配套体系（日系厂商配套体系相对封闭+丰田对供应商的甄选、认证最为严格）在很大程度上证明了公司产品高性价比优势，提升了公司品牌形象，并为未来进入其他日系厂商配套体系奠定基础；

图 15： 07 年销售收入结构

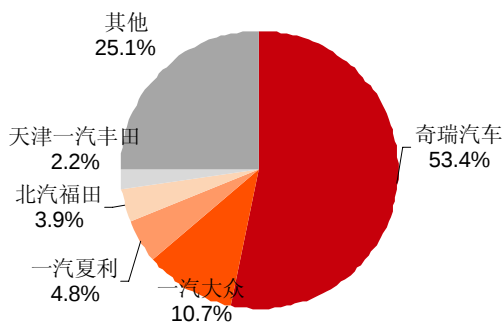
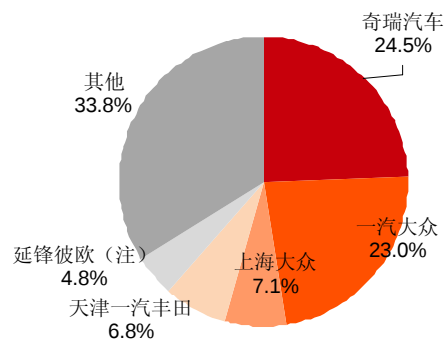


图 16： 10H1 销售收入结构



资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所 注：延锋彼欧实际客户为上海大众

另一维度，公司对合资企业的产品配套已经从简单的小灯成功向前灯、后组合灯产品拓展：已成功为一汽大众捷达、一汽丰田花冠、上海大众途观等车型配套前照灯、后组合灯等大灯。配套能力在广度和深度的提升在保障公司收入高增长的同时也持续改善公司盈利能力，10 年 1-6 月公司毛利率水平达到 30.73%，较 09 年增长 2.19%。

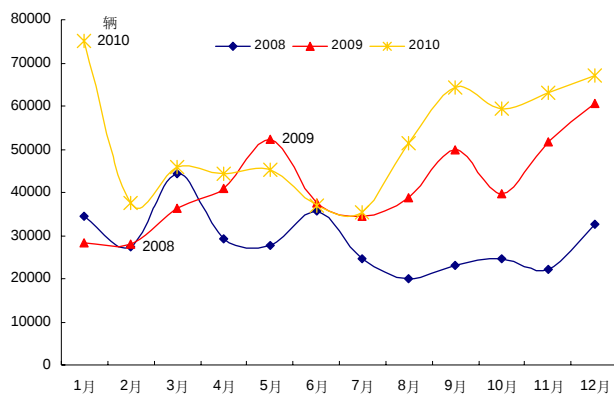
表格 3：公司主要车灯产品

车灯类型	主要客户	车灯举例
前照灯	一汽大众	
	一汽丰田	
	奇瑞汽车	
后组合灯	上海大众	
	一汽大众	
	奇瑞汽车	
雾灯	上海大众	
	奇瑞汽车	
	一汽轿车	

资料来源：华泰联合证券研究所

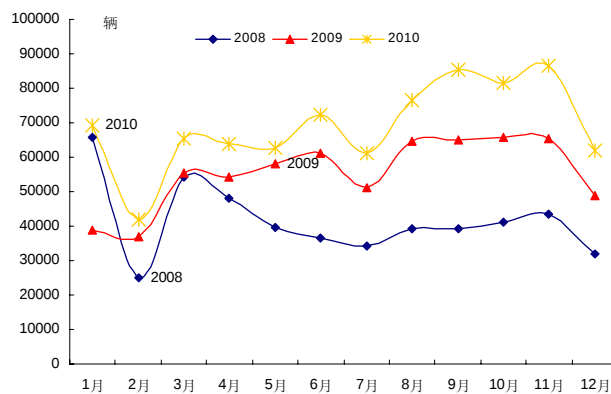
公司拥有丰富、优质的客户资源，客户结构以及产品结构的持续改善在显著提升公司盈利能力的同时也**增强了公司盈利的可持续性和稳定性**：由于车灯总成参数的唯一性，车灯与整车同步设计开发，车灯企业和整车厂共同承担新车型车灯产品的研究开发费用（包括光源物理属性、模具开发等），因此双方的合作关系从新车型研发伊始便稳定下来，一般很难中途切换，**客户粘度较高**；同时，整车厂商不断强化对质量、成本的控制，将愈加重视对核心配套企业的培养（例如丰田汽车对公司的五年培养计划），这将有利于公司对配套企业后续新车型订单的获取。公司主要客户居于国内优质乘用车企业之列，随着营销能力的改善、产品力的持续提升以及外方合资方对于中国市场的空前重视（表现为新车型的投放节奏、国际资源的倾斜），预计未来仍将取得高于行业整体增速，其发展的稳定性和可持续性值得期待。

图 17： 奇瑞汽车销量



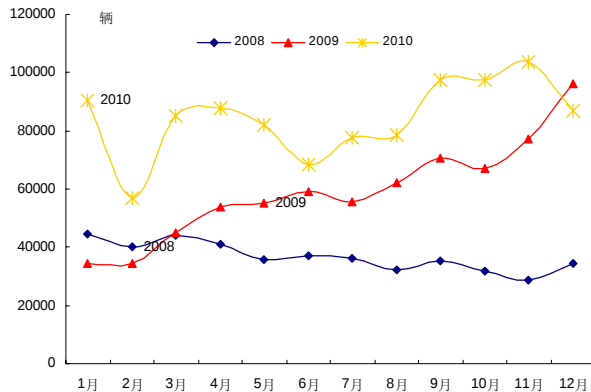
资料来源：华泰联合证券研究所

图 18： 一汽大众销量



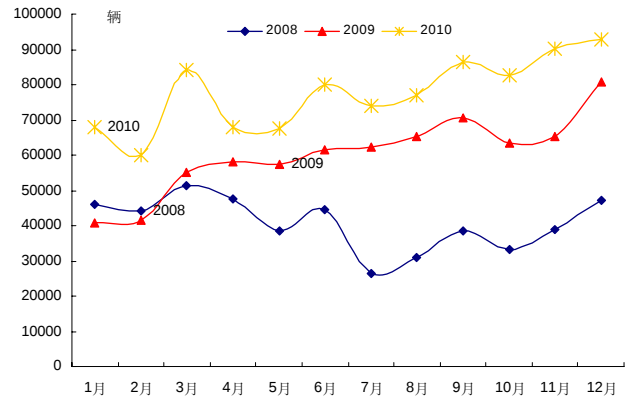
资料来源：华泰联合证券研究所

图 19: 上海通用销量



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 20: 上海大众销量



资料来源: 华泰联合证券研究所

成本控制优秀的实践者

公司车灯产品较外资厂商低 **10%左右**, 显著的成本优势主要体现在**开发、管理和生产**各环节:

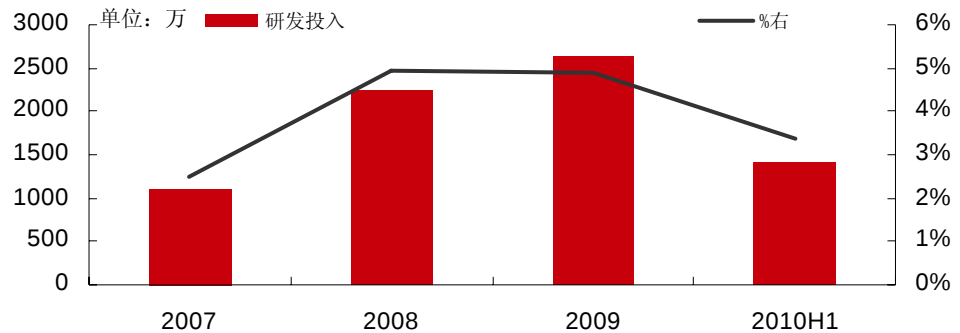
- 1、公司的新产品主要依赖自主研发以及和相关高校、科研机构的联合开发, 产品研发成本低于外资企业 (外资企业研发工作主要由其股东的海外公司或第三方研究机构承担);
- 2、一方面, 外资车灯企业聘用大量外籍管理、技术人员, 相关管理成本较高; 另一方面, 民营企业高效的市场化运作模式, 具有先天的制度优势;
- 3、公司拥有从产品研发、模具设计制造、零部件制造和总成的完整产业链, 产品自制率较高, 在缩短了产品的研发、生产周期的同时有效控制了产品成本; 拥有生产线制作部门, 通过应用国产设备和组建柔性化生产线显著降低相关折旧、维护费用;
- 4、采购成本优势: 公司地处常州, 当地拥有丰富的车灯配套资源, 采购成本较低;

通过研究公司毛利率演化以及成本构成, 我们认为公司毛利率提升空间仍然较大: 由于仅在常州一地拥有车灯生产基地, 目前公司 **40-50%** 的销售费用为相关产品的运输花销。公司规划未来在主机厂附近建厂的方案能显著降低销售费用, 预计毛利率能有 **2%** 的提升空间; 公司自身配套广度和深度的提升以及下游主机厂商未来新车型投放节奏的加快都将保证公司产品较高的毛利率水平。

技术领先——长期核心竞争力

公司长期高研发投入 (4 年平均为营收的 **4%**) 使公司培育了完整的产品设计、模具开发、工装制造、样件生产和检测的产品设计开发能力, 研发能力处于行业领先地位。公司拥有发改委、科技部、海关总署、税务总局联合认定的国家级企业技术中心; 检测中心是符合 ECE 法规的国家级实验室并获得大众汽车、上海通用等公司认可。整体而言, 公司产品技术、品质高于内资企业, 成本低于合资, 形成了较佳的错位竞争优势。

图 21： 公司研发投入



资料来源：华泰联合证券研究所

积极、持续的研发投入也使公司具有丰富的技术和产品储备：公司拥有 83 项发明专利，其中发明专利 1 项、实用新型专利 51 项、外观设计专利 31 项；3 项行业领先的专有技术，包括带 LCD 光阀的 LED 光源前照灯技术、前照灯白光 LED 散热技术以及汽车室内灯制造技术。

而随着未来公司远景与相关技术、管理骨干（董事长张荣谦原为海拉车灯总经理、奚勇为国内车灯设计的学科带头人、孟庆恩、朱彩萍被聘为联合国世界车辆法规协调论坛和中国工作委员会灯光及光信号专家工作组专家）的利益高度一致，稳定的团队将长期维持公司研发技术和产业化优势。

车灯业务预测

本质上看，我们认为公司高成长性源自车灯行业适宜内资企业做大做强的特有属性以及公司自身恰当的产品战略调整（产品结构从小灯到大灯、配套范围从内资到合资）：短期看，**产能瓶颈的有效化解**以及**配套车型放量**将较大幅度提振销量；中长期，公司或将借助行业兼并收购进一步提升客户配套范围，因此 11 年将是公司传统车灯业务收获前期耕耘、营收规模高速发展（三年复合增速 40%）的起点，也将是**投资公司未来成长的最佳介入时点**。

募投项目快速提升产能规模

下游乘用车销量的超高速增长以及合资配套体系的成功开拓，09、10 年公司车灯产品需求旺盛，即使采取优化工艺流程和扩大外协生产等相关措施，现有 120 万套产能仍然不能满足需求，公司实际主动放弃了部分低毛利订单。

表格 4：公司募投项目（单位：万元）

项目名称	预计使用募集资金投资额	第一年投入额	第二年投入额	第三年投入额
年产 100 万套车灯项目(含技术研发中心以及年产 120 万套模具加工中心)	43,039.89	23,162.30	18,690.70	1,186.89

资料来源：华泰联合证券研究所

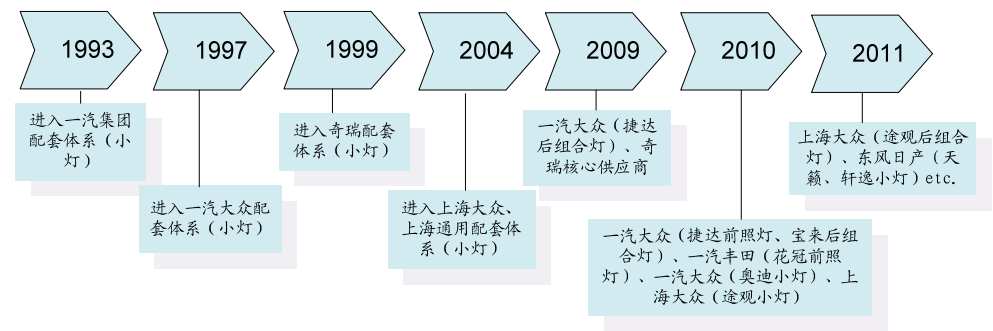
公司此次发行募集资金，主要用于 100 万套车灯项目，由于公司已先期利用自有资金进行投入，预计 2011 年年底将释放约 60 万套产能，12 年 6 月全部达产，目前产能紧张的局面将得以有效缓解。

募投项目产能释放在突破产能瓶颈、提升公司营收规模的同时，120 万套模具加工中心项目的达产也将显著降低公司模具的外协量，通过自制比例的提高，有效提升公司产品毛利率水平，并缩短产品的开发周期、提升模具品质。

增量来自新客户开拓和现有客户深度挖掘

公司针对新客户进行有效拓展，未来有望将重点客户池从目前的奇瑞、一汽大众、上海大众以及一汽海马逐渐拓展至其他美系、日系客户（如福特、本田、日产等）；而公司拥有大量中标产品，则意味着公司正有效地提升了对原有客户配套的深度（单一车型向多车型拓展、小灯向大灯拓展），使公司发展富有较佳的可持续性。

图 22： 客户配套高端化加快



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 5： 公司目前处于设计开发和试生产阶段产品

客户名称	对应车型	产品名称
奇瑞汽车	AD	后灯
	A0	前照灯、后灯、后雾灯、高位制动灯、日间行车灯
	A0B	后灯
	A23	前照灯、后灯、侧转向灯
	JC22A	前照灯、后灯、回复反射器
	JC22H	后灯、高位制动灯
	L11	前照灯、前雾灯、后组合灯、牌照灯、转向灯等
	M1	日间行车灯
	M16	后顶灯、前顶灯
	P27	前照灯、后组合灯、后雾灯
	S11 改型	前照灯、后灯、后回复反射器
	S12	牌照灯
	S18	高位制动灯、后灯、前照灯、日间行车灯
	S19	后灯、后回复反射器、高位制动灯、日间行车灯
	T11	前照灯、后灯、后顶灯、后雾灯、前顶灯
	新朗逸	前雾灯、后射片
上海大众		

上海通用	帕萨特改款	后雾灯 R
	POLO241 改型	反射器
	途安 GPII	前雾灯、后回复反射器
	250CS MODEL H	高位制动灯、前顶灯
	411CS MODEL Z	高位制动灯 (LED)、化妆灯、前顶灯
	晶锐改型	前雾灯、后射器
	SGM258	后雾灯
	奥迪 T99	高位制动灯
	迈腾 B7L	前雾灯
	NCS	高位制动灯、后灯、牌照灯
一汽大众	新宝来	前雾灯
	速腾	后灯
	M80	前照灯、前雾灯、牌照灯、后阅读灯、反射器、侧方向灯
一汽吉林	S80	前照灯、后尾灯、反射器
	C131	后组合灯、前室内灯、后室内灯
	C303	后组合灯、牌照灯
一汽轿车	XYH	前照灯、后组合灯、侧转向灯

资料来源：华泰联合证券研究所

新技术——静待市场开拓

从车灯技术发展路径分析，未来技术的升级主要来自光源的升级换代和电子控制技术的普及：一方面光源将逐渐从目前的卤素车灯向 HID 氙气灯过渡，并最终向更加节能、环保、美观的 LED 车灯发展。但目前由于相对成熟的技术和简单的制造工艺，卤素灯仍占据汽车照明主要的市场份额。我国 HID 前照大灯主要应用于 20 万以上的中高档车型，普及率不足 10%；LED 前照灯普及率更低，但在中高端车型的制动灯、转向灯等应用方面发展迅速。另一方面，车灯控制技术主要包括 AFS 自适应车灯技术和大灯清洗系统。

表格 6：汽车灯具技术比较

技术类型	技术特点
燃料照明灯	以煤油、乙炔等燃料作为车灯光源，满足早期汽车的灯光要求。
白炽灯、卤素灯	上世纪 20 年代，白炽灯在汽车照明上得到应用，较之燃料照明灯，其在亮度、稳定性方面均具有质的提高； 上世纪 50 年代以来，卤素灯由于钨丝消耗较慢、使用寿命长得到广泛应用，是目前汽车灯具的主要光源技术，产品成熟，价格低廉。
HID 气体放电灯	20 世纪 90 年代，HID (High Intensity Discharge) 光源车灯研发成功，其主要应用于汽车前照大灯。HID 依据电弧放电原理，通过将 12V 车载电源瞬间升压至 25KV，产生电弧、激活灯内的氙气来发光。较之卤素灯，HID 具有明显的优势：1) 亮度高，HID 车灯的亮度是卤素灯的 3 倍以上；2) 节能，HID 的耗电量只有卤素灯的三分之二左右 3) 产品稳定性好，HID 的使用寿命正常可达 2500~3000 小时，基本覆盖汽车平均使用周期。HID 前灯主要由氙气灯泡、触发单元控制单元或者镇流器组成，由于车辆振动与控制系统靠近热源的原因，技术难点在于 HID 镇流器的 EMC 问题与镇流器的适应性问题，生产成本相对较高，是普通卤素灯的 3~5 倍。
LED 半导体发光二极管	20 世纪 90 年代，LED 光源车灯逐步得到应用，具有节能、寿命长、免维护、环保等优点，是未来车灯照明领域的主要发展方向之一。其主要应用难点在于单个 LED 的发光效率不高、光通量低，需要通过增加 LED 数

量来达到较好的照明亮度，导致发热量大、成本居高不下。LED 技术目前主要应用于部分中高端车型的制动尾灯与转向灯，在前照灯应用方面，由于夜间行驶时工作时间长，散热问题突出，应用非常少。

资料来源：华泰联合证券研究所

外资车灯企业（如海拉、小系车灯）对于新产品的开拓处于相对领先地位，但公司目前也已具备了相关技术储备和一定的产业化能力：与复旦大学共同承担了国家 863 计划项目——车用 LED 光源系统开发，并完成验收；目前在研项目包括大功率 LED、HID、AFS 在汽车组合前照灯上的应用研发与产业化。同时中国目前乘用车市场相对较低的整体消费水平和技术层次，赋予了公司相对宽松的追赶时间，凭借未来持续的研发投入以及产、学、研的有效结合，公司有望在未来 2 年间逐渐缩短与外资企业的技术差距。

表格 7：公司主要在研项目

项目名称	基本内容	研发方式
大功率 LED 在汽车组合前照灯上的应用研发与产业化	S21、P11 LED 前照灯等项目的研发、试制、批量生产，并参与制定行业标准	自主研发
HID 在汽车组合前照灯上的应用研发与产业化	HID 的研发、试制、批量生产	自主研发
AFS 在汽车前照灯上的应用研发与产业化	AFS 的研发、试制、批量生产，并参与制定行业标准	自主研发
光导技术应用	用全反射原理制成的导光板（体）在信号灯中的应用。难点在于发光体的成型，表面精度和配光要求	自主研发

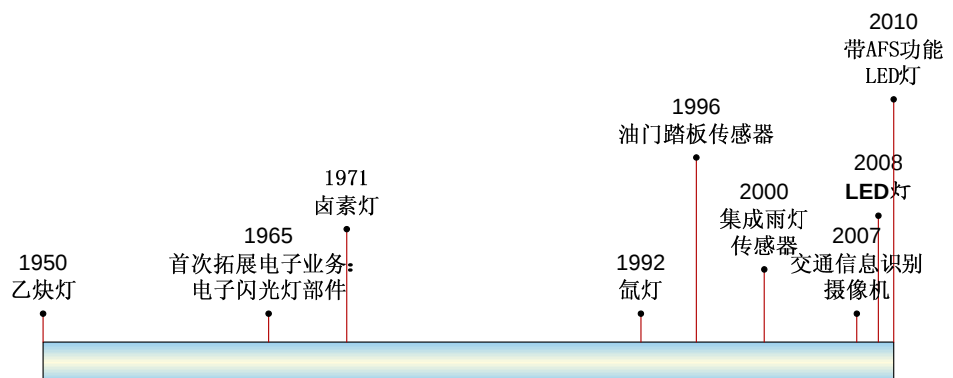
资料来源：华泰联合证券研究所

同心多元 展望公司业务拓展

引子——德国海拉的业务发展

海拉从 1950 年进入车灯行业，截止 09/10 财年公司营收达到 35 亿欧元，业务范围涉及汽车照明（41.8%）、汽车电子（31.5%）等业务。

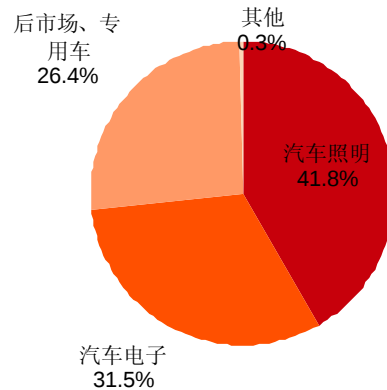
图 23：德国海拉业务范围发展



资料来源：华泰联合证券研究所

海拉汽车电子业务从车灯轮闪器（1965 年）起步，逐渐发展到油门踏板传感器、雨灯感应器、交通信息识别摄像机、AFS 等相对丰富的产品序列。

图 24： 德国海拉 09/10 财年收入结构



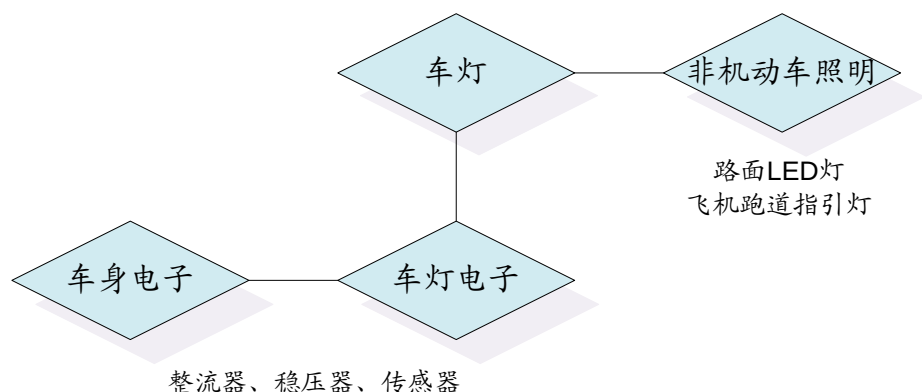
资料来源：华泰联合证券研究所

公司业务拓展能力可行性分析

从分析海拉业务发展脉络看，我们认为车灯企业业务拓展的可能性源自其自身**产业链的拓展**（从车灯模具、注塑件到应用于车灯总成的整流器、稳压器、传感器等电子产品）以及**下游客户的跨行业开拓**（汽车照明至道路照明等）。而目前随着车灯光源技术的升级以及电子控制技术的逐渐强化，产业链上产品、技术的交集愈发常见，为车灯公司拓展产品线创造了良好的产业环境。

因此，我们认为未来公司业务可能的拓展轨迹包括车灯总成涉及的整流器、稳压器、传感器等电子产品，以及路面 LED 灯、飞机跑道指引灯等非汽车照明业务。同时由于成功上市发行，公司获得约 8 亿元的超募资金，资金优势有利于未来通过**兼并收购**吸收相关技术以及产业化经验。

图 25： 公司业务未来可能拓展路径



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

我们对于公司盈利预测主要基于以下假设：

- 1、公司募投项目如期完工、产能如期释放；
- 2、上游光源、塑料粒子等原材料成本相对稳定；
- 3、市场开拓符合预期；
- 4、未来 3 年我国乘用车市场保持较快增长（三年复合增速 10%以上）；
- 5、公司管理、技术团队保持相对稳定。

表格 8：公司分产品盈利预测

		2008	2009	2010	2011E	2012E
前照灯	收入/万元	17,002	15,744	25,482	37,396	56,095
	增长%	12.54%	-7.40%	61.85%	46.76%	50.00%
	毛利率	28.90%	39.20%	38.20%	38.50%	38.00%
后组合灯	收入	9,156	10,784	18,454	26,105	38,599
	增长%	14.36%	17.78%	71.12%	41.47%	47.86%
	毛利率	34.10%	34.60%	35.00%	37.00%	36.00%
雾灯	收入/万	3,671	7,191	12,803	18,081	25,577
	增长%	-2.77%	95.91%	78.03%	41.23%	41.46%
	毛利率	21.00%	15.20%	20.40%	20.00%	20.00%
其他灯具	收入/万	9,162	10,350	18,137	24,182	33,539
	增长%	5.35%	12.97%	75.23%	33.33%	38.70%
	毛利率	21.00%	15.20%	20.40%	20.00%	20.00%
三角警示牌业务	收入/万	2,039	1,666	2,039	2,000	2,000
	增长%	-25.63%	-18.26%	22.38%	-1.92%	0.00%
	毛利率	34.16%	30.54%	24.61%	24.00%	22.00%
汽车销售及维修	收入/万	3,432	6,205	4,904	5,000	5,000
	增长%	-32.37%	80.77%	-20.97%	1.96%	0.00%
	毛利率	8.19%	7.34%	9.91%	9.00%	9.00%
合计	收入/万	45,174	53,786	87,236	118,995	167,789
	增长%	1.38%	19.07%	62.19%	36.41%	41.00%
	毛利率	26.22%	25.92%	28.28%	29.25%	29.48%

资料来源：华泰联合证券研究所

车灯行业适宜内资企业做大做强的特有属性以及公司自身恰当的产品战略调整使公司未来具有较快的业绩增速，预计 11-13 年公司营业收入分别为 11.9、16.8、21.6 亿元，净利润分别为 2.01、2.91、3.99 亿元，EPS 分别为 0.84 元、1.23 元、1.68 元。

风险提示

新客户的开拓不达预期、公司对于新技术的研发和产业化显著低于预期、汽车销量不达预期、整体市场系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	666.9	917.6	2364.8	2850.2	营业收入	870.8	1190.0	1677.9	2156.5
现金	192.8	214.2	1383.5	1626.7	营业成本	623.9	841.9	1183.3	1509.1
应收账款	90.9	132.8	190.8	236.1	营业税金及附加	2.4	3.2	4.6	5.9
其他应收款	5.9	7.6	10.7	13.7	营业费用	52.3	69.0	94.0	116.4
预付账款	38.1	31.7	56.2	74.7	管理费用	31.0	41.6	55.4	69.0
存货	266.6	359.7	505.6	644.8	财务费用	-0.5	1.7	-4.4	-15.1
其他流动资产	72.6	171.6	218.0	254.2	资产减值损失	2.8	1.8	2.3	2.3
非流动资产	207.9	363.9	483.6	564.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	93.4	227.9	340.0	426.9	营业利润	159.0	230.6	342.8	468.8
无形资产	26.0	27.6	29.6	31.9	营业外收入	3.2	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	88.5	108.5	114.0	105.2	营业外支出	1.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	874.8	1281.5	2848.5	3414.2	利润总额	161.2	230.6	342.8	468.8
流动负债	403.1	570.1	688.1	854.9	所得税	24.1	30.0	51.4	70.3
短期借款	20.0	121.8	0.0	0.0	净利润	137.2	200.6	291.4	398.5
应付账款	237.3	258.1	420.6	524.3	少数股东损益	0.8	0.8	0.8	0.8
其他流动负债	145.8	190.2	267.4	330.5	归属母公司净利润	136.4	199.8	290.6	397.7
非流动负债	49.8	28.9	35.8	36.2	EBITDA	173.9	256.6	382.0	516.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.77	0.84	1.23	1.68
其他非流动负债	49.8	28.9	35.8	36.2					
负债合计	452.9	599.0	723.9	891.1					
少数股东权益	8.7	9.5	10.3	11.0					
股本	176.8	236.8	236.8	236.8					
资本公积	26.0	26.0	1176.7	1176.7					
留存收益	210.5	410.3	700.9	1098.6					
归属母公司股东	413.3	673.1	2114.4	2512.0					
负债和股东	874.8	1281.5	2848.5	3414.2					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现	80.7	45.6	300.8	373.5	成长能力				
净利润	137.2	200.6	291.4	398.5	营业收入	61.9%	36.7%	41.0%	28.5%
折旧摊销	15.4	24.3	43.7	62.6	营业利润	81.1%	45.0%	48.6%	36.8%
财务费用	-0.5	1.7	-4.4	-15.1	归属母公司净利润	72.5%	46.6%	45.4%	36.9%
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	获利能力				
营运资金变动	-73.0	-187.9	-30.4	-73.0	毛利率(%)	28.4%	29.3%	29.5%	30.0%
其他经营现金流	1.7	6.9	0.7	0.4	净利率(%)	14.7%	0.0%	0.0%	15.7%
投资活动现	-113.0	-184.4	-164.8	-145.3	ROE(%)	33.0%	29.7%	13.7%	15.8%
资本支出	115.7	180.0	160.0	140.0	ROIC(%)	54.8%	34.4%	39.1%	43.4%
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	偿债能力				
其他投资现金	2.7	-4.4	-4.8	-5.3	资产负债率(%)	51.8%	46.7%	25.4%	26.1%
筹资活动现	-8.3	160.1	1033.3	15.1	净负债比率(%)	4.42%	20.34%	0.00%	0.00%
短期借款	0.0	101.8	-121.8	0.0	流动比率	1.65	1.61	3.44	3.33
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	0.99	0.98	2.70	2.58
普通股增加	8.9	60.0	0.0	0.0	营运能力				
资本公积增加	26.0	0.0	1150.7	0.0	总资产周转率	1.20	1.10	0.81	0.69
其他筹资现金流	-43.1	-1.7	4.4	15.1	应收账款周转率	11	10	10	10
现金净增加额	-40.7	21.4	1169.3	243.2	应付账款周转率	3.21	3.40	3.49	3.19

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊)	0.58	0.84	1.23	1.68	P/E	33.49	22.85	15.72	11.48
每股经营现金流	0.34	0.19	1.27	1.58	P/B	11.05	6.79	2.16	1.82
每股净资产(最新摊)	1.75	2.84	8.93	10.61	EV/EBITDA	25	17	12	9

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn