

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.50元

当前股价: 19.33元

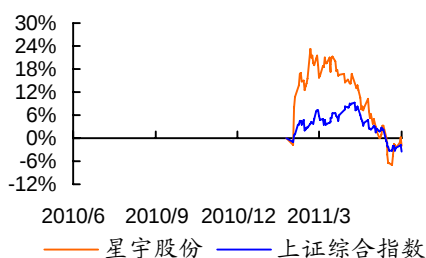
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2705.14
总股本(百万)	237
流通股本(百万)	60
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.78
资产负债率	51.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
星宇股份	-5.54	-14.31	0.00
上证综合指数	-6.42	-8.52	-4.78



相关报告

星宇股份

601799

强烈推荐

启动世界车灯“中国造”——把握车灯的技术突破机遇

投资要点:

- 星宇股份是内资车灯企业的领先者，内资车灯企业技术突破加速，进口替代机遇保证公司实现年均30%以上高速增长，并成长为汽车车灯的龙头公司。10年我国车灯配套市场178.45亿元，15年将达到340亿元；公司目前收入8.7亿元，国内第五，内资第一；进口替代加速的背景下，公司实现三年复合40%的高速成长。
- 汽车行业稳步发展，零部件市场面临“配套+售后”双重扩容。10年汽车销量1804万辆，汽车保有量8500万辆；汽车销量翻倍，汽车保有量饱和值将翻5倍，实现技术突破的零部件空间广阔；我国汽车保有量剧增，售后市场的规范管理势在必行，售后市场空间拓展零部件成长空间。
- 内资车灯企业具备明显的技术突破机遇，进口替代正在加速，市场空间广阔、盈利潜力巨大。目前国内车灯市场的外资占比超过74%，占据主流合资品牌车型，近年以星宇股份为首的内资企业正实现快速替代，已经进入主流合资品牌配套体系，并陆续介入高利润的前照灯和后组合灯；车灯是汽车美观件和易新件，新产品更新频繁，毛利率（前照灯35%、后组合灯30%）较易维持。
- 公司发展路径清晰，呈现明显的客户和产品结构双重提升趋势。随着公司竞争实力的提升，经历多年的市场培育，新增优质订单呈现加速趋势：一是前照灯和后组合灯的订单数量增加，二是为高端车型配套的订单数量增加；公司的单车配套值有望由568元/辆向1000元/辆提升。我们预计，客户产品结构上升和产能释放助推公司业绩爆发增长，11年增速47%，11-13年实现复合40%的高速增长。
- 推荐理由：车灯行业面临技术突破机遇，公司进入快速发展的上升通道，演绎我国零部件“产业升级”大故事；车灯市场容量稳定增长，进口替代进程加速，我们看好公司把握机遇，持续实现高速增长（复合超越40%），成长为车灯巨头。
- 近期主要催化剂包括：新增高端车型前照灯和后组合灯订单、横向和纵向并购。
- 投资建议：我们预计未来公司2011-2013年实现收入12亿元、16亿元和21亿元，归属于母公司净利润为2.03亿元、2.95亿元和4.11亿元，同比增长47.2%、46.3%、39.1%，每股EPS为0.85元、1.24元和1.72元，对应11-13年PE为23、16和11倍。我们给予公司11年30倍估值，目标价25.50元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：经济放缓影响汽车市场景气度，原材料价格上升等将影响公司盈利水平。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	871	1207	1618	2143
同比(%)	62%	39%	34%	32%
归属母公司净利润(百万元)	136	201	294	408
同比(%)	73%	47%	46%	39%
毛利率(%)	28.4%	28.7%	30.0%	31.0%
ROE(%)	33.0%	11.3%	14.1%	16.4%
每股收益(元)	0.58	0.85	1.24	1.72
P/E	33.41	22.70	15.52	11.16
P/B	11.02	2.55	2.19	1.83
EV/EBITDA	25	18	12	9

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、上升当中的车灯明星	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 主要产品.....	5
1.3 公司市场地位.....	6
二、行业机遇：内资快速扩张、整合渐行渐近	7
2.1 我国汽车零部件市场面临“配套+售后”双重扩容.....	7
2.2 中国零部件行业处于快速成长期.....	7
2.3 车灯配套市场正处于快速进口替代阶段.....	8
三、公司分析：行业进口替代加速，公司加速攫取新增高端订单	11
3.1 新客户应接不暇，增长速度将超预期！	11
3.2 产品结构上升，盈利能力将再上台阶！	12
3.3 产业链延伸，扩大盈利空间，巩固领先地位.....	14
四、盈利预测及投资建议	15

图表目录

图 1 公司股权结构及主要控股子公司情况	4
图 2 汽车车灯类型	5
图 3 公司是汽车灯具专家，主要产品包括前照灯、后组合灯、雾灯等	5
图 4 公司收入结构（2010E）	5
图 5 国内车灯企业的收入情况（2010：亿元）	6
图 6 世界车灯的市场份额（百万美元）	6
图 7 汽车产业中零部件占比稳步提升	7
图 8 2010-2020 年我国产能将大规模扩张	7
图 9 我国即将成为世界第二大乘用车保有国	7
图 10 我国汽车零部件的竞争潜力分析	8
图 11 我国车灯配套市场预测（2007-2016E）	9
图 12 我国汽车车灯配套市场竞争份额（2010）	9
图 13 星宇股份的毛利率情况	10
图 14 斯坦雷在华业务的营收和盈利情况	10
图 15 星宇股份未来收入结构预测	10
图 16 星宇股份前五大客户分析（2007-2010）	12
图 17 星宇股份各类车灯单价	13
图 18 星宇股份各类车灯收入占比变化情况	13
图 19 不同车型的车灯价值量（元/辆）	13
图 20 星宇股份的车灯生产流程	14

图 21 星宇股份的车灯生产流程	15
表 1 公司主要荣誉	4
表 2 公司主要子公司经营情况及持股比例	4
表 3 公司主要子公司经营情况及持股比例	8
表 4 我国汽车车灯主要配套格局	9
表 5 星宇股份客户资源的进口替代潜力巨大	12
表 6 星宇股份客户的市场表现(2011.1-4).....	15
表 7 星宇股份未来三年盈利预测	16

一、上升当中的车灯明星

1.1 公司简介

常州星宇车灯股份有限公司位于常州国家高新技术产业开发区内，是一家研制、生产、销售汽车车灯的专业厂家。

公司生产的产品主要为一汽集团(包括一汽大众、一汽轿车、一汽丰田等)、上海大众、上海通用、奇瑞汽车、东风日产、广汽乘用车、神龙汽车等公司配套。由于供货及时、质量稳定，被多家汽车厂评为“优秀供应商”。

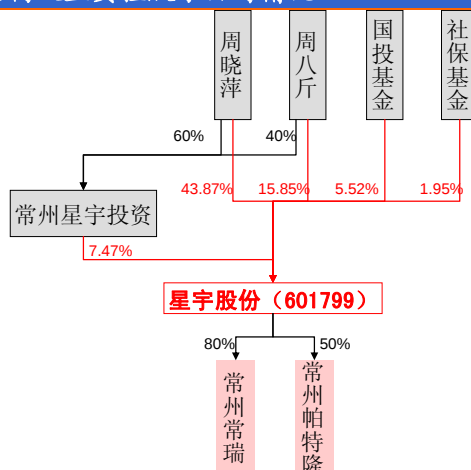
表 1 公司主要荣誉

国庆 60 周年阅兵车 HQE 优秀供应商
一汽大众优秀开发奖
一汽丰田安全达成奖
一汽丰田品质优良奖
一汽集团优秀质量单位
江苏省信用合同 AAA 级企业
江苏省著名商标
常州市明星企业

资料来源：公司资料、中投证券研究所

常州星宇车灯股份有限公司（简称“星宇股份”，证券代码：601799），周晓萍女士为星宇股份实际控制人，共持有公司 48.35%的股份。

图 1 公司股权结构及主要控股子公司情况



资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 2 公司主要子公司经营情况及持股比例

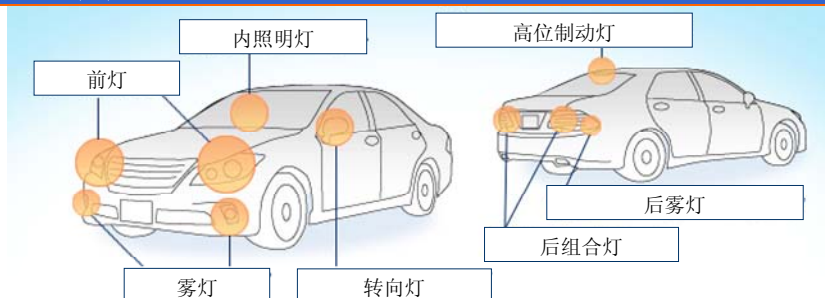
名称	业务性质	持股比例
常州常瑞	汽车及配件的销售；一类汽车维修（小型车辆）、机动车辆保险代理。	80%
常州帕特隆	汽车电子装置和汽车警示装置的开发、设计、装配、制造，销售自产产品并提供产品售后服务	50%

资料来源：公司资料、中投证券研究所

1.2 主要产品

公司主营业务为汽车灯具系统的零部件和总成的研发、生产、销售与服务。包括各类产品主要包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、制动灯、转向灯等；集照明、信息交流、外观美化等功能为一体的汽车关键零部件之一，对汽车的实用性、安全性和外观有重要影响。

图 2 汽车车灯类型



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司是汽车灯具专家，主要产品包括前照灯、后组合灯、雾灯等



前照灯



后组合灯

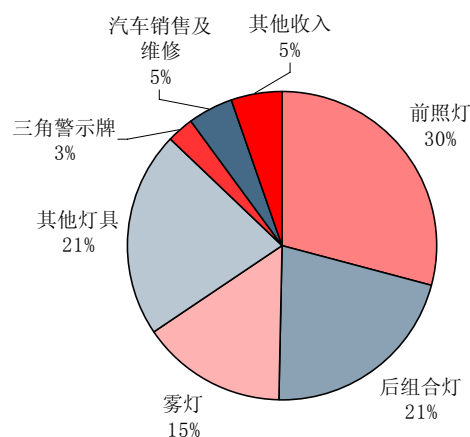


雾灯

资料来源：公司资料、中投证券研究所

公司主营业务突出，汽车业务占比超过 95%，依托稳定的汽车市场和公司的快速扩张，公司将实现年均 30% 以上的增长。预计公司 10 年收入超过 8 亿元，随着市场需求维持旺盛，公司产能快速释放，我们乐观估计 11 年将实现 30% 以上的增长，增长来源主要包括前照灯和后组合灯新增订单的快速增长。

图 4 公司收入结构（2010E）



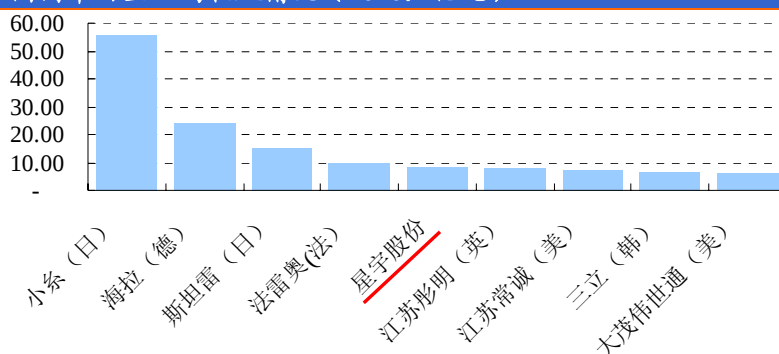
资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.3 公司市场地位

公司是内资车灯企业龙头，前照灯、后组合灯和雾灯的销量市场占有率分别为 5.30%、9.24%和 11.26%，价格和毛利高的前照灯和后组合灯份额仍有扩张潜力。目前星宇股份 2010 年收入 8.7 亿元，国内排名第五，内资第一，进口替代，持续扩张机遇明显。

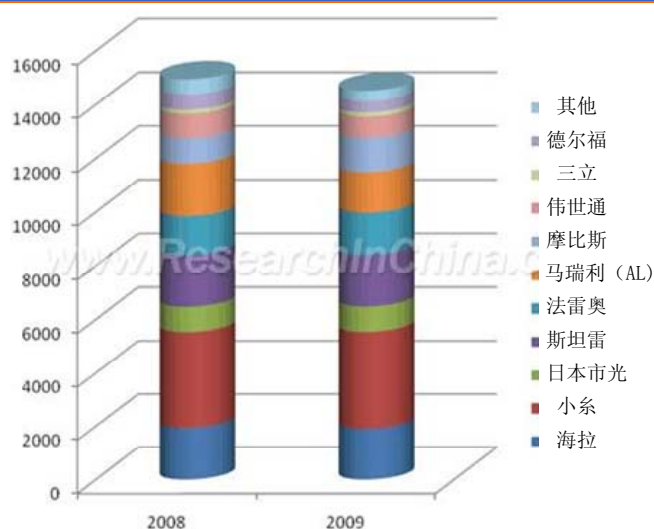
随着公司产能扩大和竞争力提升，公司市场占有率仍将稳步提升，新产品线将推升业绩表现。随着 IPO 产能的陆续释放，未来公司的龙头优势将继续扩大，新生产线将提升产品质量，带动产品结构上升，推升公司未来业绩。

图 5 国内车灯企业的收入情况（2010：亿元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

图 6 世界车灯的市场份额（百万美元）



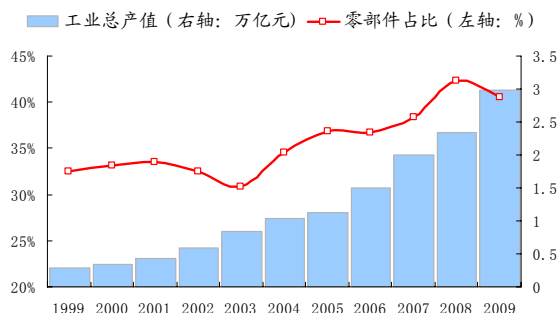
资料来源：Research In China、中投证券研究所

二、行业机遇：内资快速扩张、整合渐行渐近

2.1 我国汽车零部件市场面临“配套+售后”双重扩容

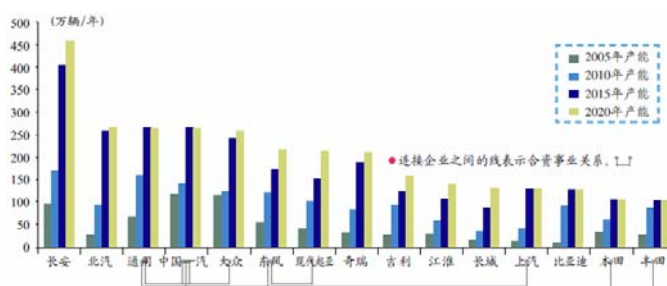
汽车产业成为我国经济发展支柱，汽车大国加速向汽车强国演进，汽车零部件发展将获得国家扶持。预计 2010 年中国汽车总产值超过 3.8 万亿，零部件行业总产值占比稳定在 40%，超过 1.5 万亿。中国汽车工业进步需要零部件企业研发、生产、制造技术的快速提升，从而实现汽车大国向汽车强国的演进。

图 7 汽车产业中零部件占比稳步提升



资料来源：华通人、中投证券研究所

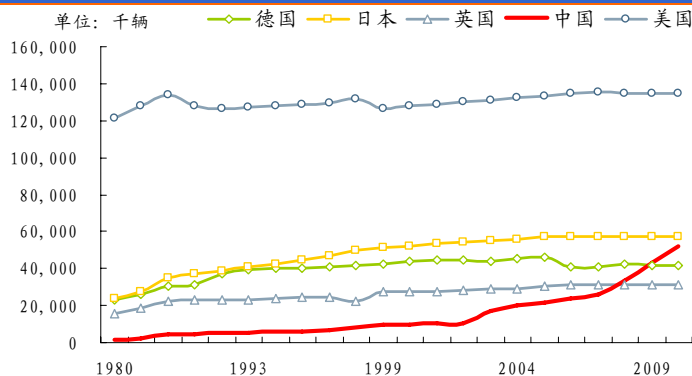
图 8 2010-2020 年我国产能将大规模扩张



资料来源：fourin、中投证券研究所

未来零部件市场存在配套市场和售后市场双重提升，零部件成长空间广阔。2010 年我国汽车销量 1804 万辆，汽车保有量 7500 万辆；假设汽车销量翻倍，汽车保有量饱和值将翻 5 倍，零部件市场依托配套市场和售后市场双重扩容，空间广阔。预计未来我国汽车市场保有量规模将接近 4 亿辆，售后市场的规范管理势在必行，零部件龙头将在健康的市场环境下，获得广阔的售后市场空间。

图 9 我国即将成为世界第二大乘用车保有国



资料来源：CAAM、中投证券研究所

2.2 中国零部件行业处于快速成长期

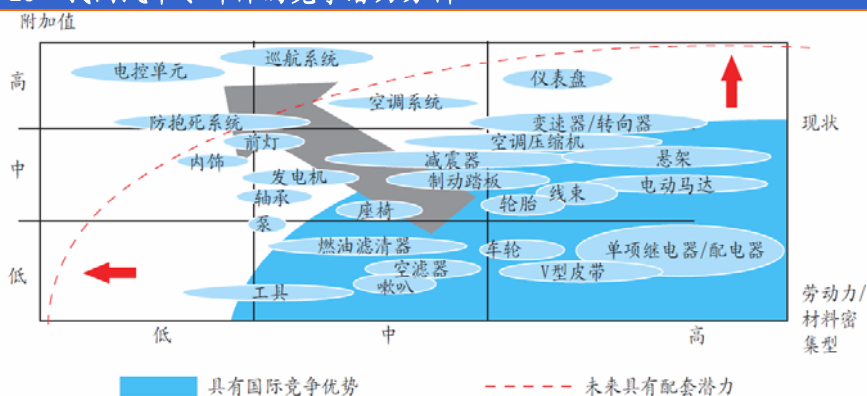
我们认为未来零部件行业发展将快于整车行业增长，而部分优秀汽车零部件企业的成长空间将明显优于整车企业。我们认为汽车和零部件生产规模的稳定，将有助于国内汽车零部件企业的快速成长，通过积累研发技术、提升生产

管理能力、加快行业整合都将促进我国汽车工业产业升级的快速演进；目前我国汽车产业链的零部件行业集中度仍远弱于整车行业，进口替代、全球分工、行业整合机遇为零部件企业提供广阔成长空间。

我们认为零部件企业的投资价值来源于两个核心因素的驱动：一是核心价值创造；二是竞争力扩张。核心价值创造决定基础，竞争力扩张带来成长空间和成长速度。核心价值创造表现为：1、产品价值（决定收入规模）；2、产业链位置（决定毛利空间）。竞争力扩张的表现为：1、制造向创造升级；2、产业链迁移；3、技术外溢；

具备核心价值创造和竞争力扩张机遇的零部件企业理应获得高估值，我们看好曲轴、前照灯、车身内饰、ABS、空调系统、非轮胎橡胶等的细分行业的成长机会。

图 10 我国汽车零部件的竞争潜力分析



资料来源：罗兰贝格、中投证券研究所

2.3 车灯配套市场正处于快速进口替代阶段

目前车灯市场格局：两个世界，三个阵营。两个世界是中高档合资品牌与低档自主品牌，三个阵营是外资企业、进入合资配套的内资领先企业、低端自主品牌和维修市场的内资企业。

表 3 公司主要子公司经营情况及持股比例

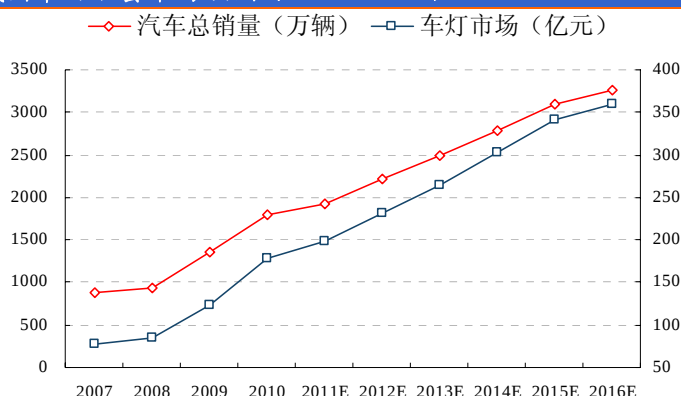
两个世界	三个阵营	代表企业
中高端合资品牌	外资、合资企业	上海小糸、广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥、江苏常诚、韩国三立、江苏彤明、大茂伟世通、江苏摩比斯
	内资领先企业	星宇股份
低端自主品牌+售后市场	内资小型企业	浙江天骢、华中车灯、天津飞乐等

资料来源：中投证券研究所

根据我们的测算，我国车灯配套市场从 2007 年的 77.51 亿元增长到 2010 年的 178.45 亿元，未来空间仍然乐观。按照 2015 年我国汽车销量达到 3100

万辆以上，对应车灯配套市场将超过 340 亿元，持续提升的市场空间为具备替代实力的内资车灯企业创造明确的成长空间。

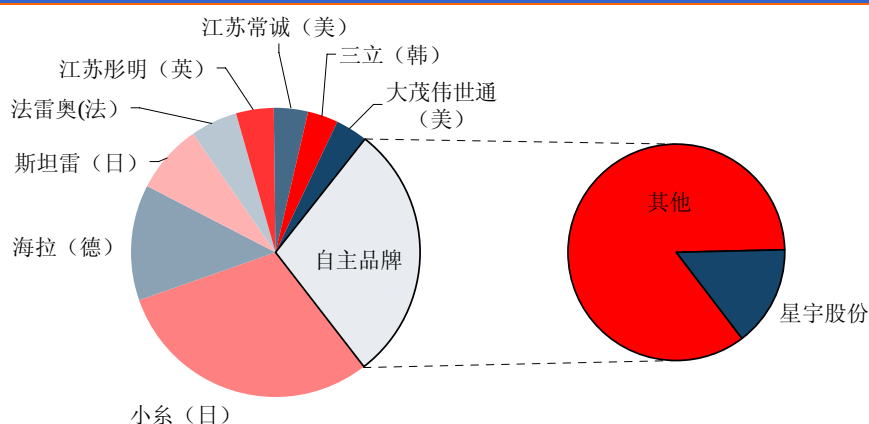
图 11 我国车灯配套市场预测（2007-2016E）



资料来源：中投证券研究所

目前我国车灯的配套市场格局仍是外资合资企业唱主角，但是星宇股份的竞争优势持续扩张，自主品牌快速渗透进程正式启动。2010 年星宇股份实现收入 8.7 亿元左右，国内排名第五，内资第一，进口替代，持续扩张机遇明显。部分内资车灯企业已经站在合资品牌汽车企业配套的门口，特别是星宇股份已经开始抢夺合资车灯企业市场；未来新车型改型和新增车型带来的车灯配套市场对内资车灯企业提供快速成长的契机。

图 12 我国汽车车灯配套市场竞争份额（2010）



资料来源：中投证券研究所，各公司年报

表 4 我国汽车车灯主要配套格局

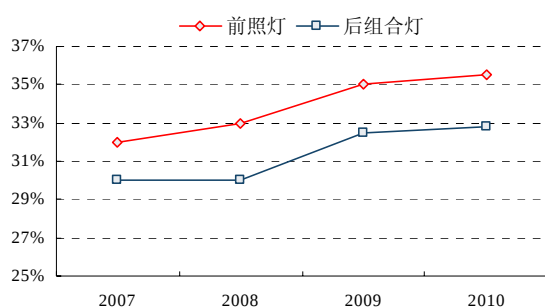
汽车企业	车灯主要配套企业
一汽大众	长春海拉、上海小糸、常州星宇
一汽丰田	天津斯坦雷、湖北法雷奥、上海小糸、常州星宇
天津一汽	天津车灯厂、常州星宇、长春长海等
上海大众	上海小糸、常州星宇
上海通用	上海小糸、常州星宇
广州本田	广州斯坦雷
东风日产	湖北法雷奥
北京现代	北京三立

北京奔驰	北京海拉
东风本田	广州斯坦雷
东风神龙	湖北法雷奥
东风悦达起亚	江苏摩比斯
长安汽车	上海小糸、湖北法雷奥、大茂伟世通等
吉利	浙江天翊、江苏常诚、大茂伟世通、常州星宇等
江淮	浙江天翊、江苏常诚、大茂伟世通等
北汽福田	北京海拉、常州星宇、浙江天翊、山东鲁得贝等
奇瑞	常州星宇、山东鲁得贝、大茂伟世通、浙江天翊、上海小糸等

资料来源：中投证券研究所

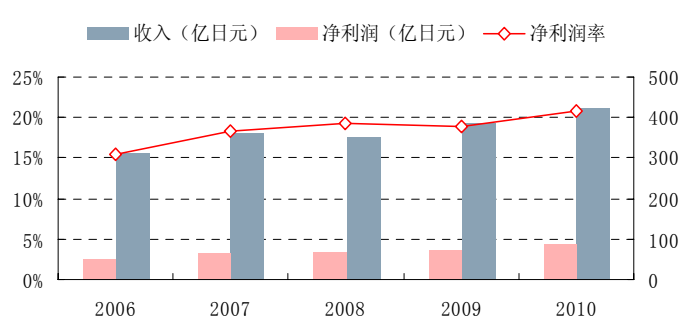
车灯是汽车外观的重要组成部分，是常新件，大部分的改型都将需要新的车灯产品来支持，更新速度较快。由于汽车改型的重要内容之一是车灯重新设计，整车企业对车灯的同步开发依赖度较高，因此新产品占比高的车灯企业毛利率水平在汽车零部件中较高，前照灯 35%、后组合灯 30%、雾灯 20%的毛利率水平对于内资车灯企业是可以得到持续维持。

图 13 星宇股份的毛利率情况



资料来源：公司年报、中投证券研究所

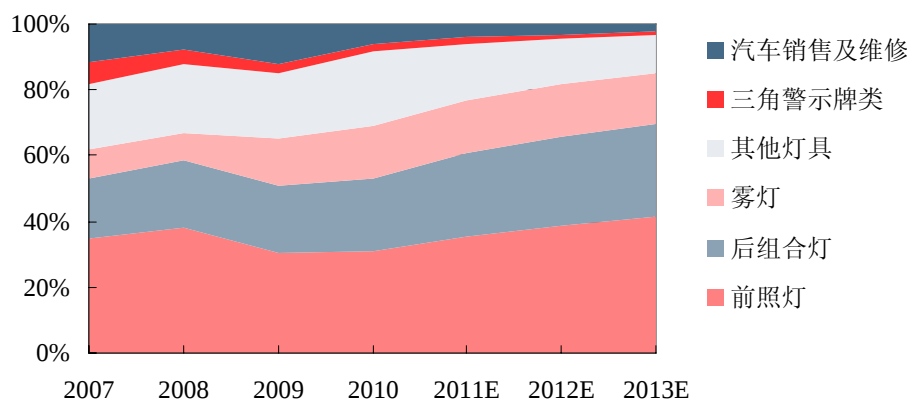
图 14 斯坦雷在华业务的营收和盈利情况



资料来源：斯坦雷年报、中投证券研究所

内资车灯龙头，特别是星宇股份，正处于中低端向高端推进的快速成长阶段。随着前照灯和后组合灯市场加快替代，收入结构中的占比将加大；由于前照灯和后组合灯的技术、市场和配套壁垒较高，未来毛利率较高且稳定（>30%），未来几年内资车灯龙头的盈利能力将表现亮丽。

图 15 星宇股份未来收入结构预测



资料来源：公司资料、中投证券研究所

三、公司分析：行业进口替代加速，公司加速

攫取新增高端订单

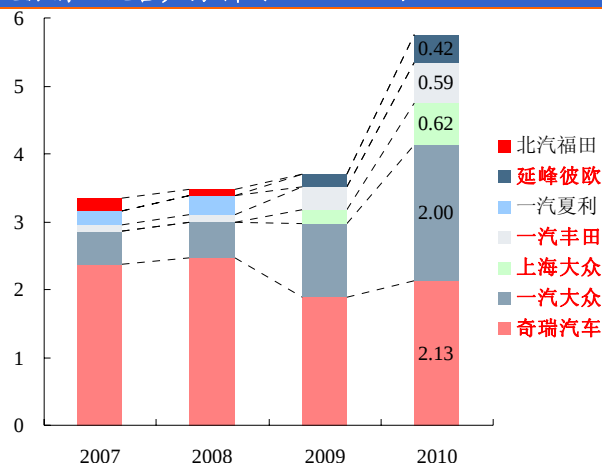
公司竞争力突出，特别是近年快速提升，优势表现在：1、生产技术；2、研发实力；3、客户资源；4、成本控制等。生产技术方面：公司具有 10 年以上的车灯生产经验，引进合资企业高端管理人才，实现车灯产品的国产化，并拥有持续自主开发能力，在产品的设计、模具开发、工装制造、样件生产、检测等全套生产方面保持领先地位；研发实力方面：公司拥有强大的产品开发和技术研发实力，拥有国家级的技术中心，围绕车灯总成积累前沿技术，包括未来的 LED 车灯、AFS 车灯技术和大灯清洗技术；客户资源方面：汽车产业链联系紧密，为实现精益生产和零库存管理，客户配套关系较为牢固，公司依托产品优势和市场积累，陆续进入德系、美系和日系主流厂商的配套体系，目前产品由小灯向大灯转移，车型由低档向高档演化；成本控制方面：公司依托本土化优势及规模化生产优势，通过自主设计开发、生产设备国产化和培育本土化人才等方面，做到成本控制优于外资企业。

公司近年的发展路径清晰，具有明显的客户和产品结构双重提升趋势。随着公司设计和生产能力的提升，经历了客户认证到试配套的考验，近两年的优质新增订单快速增加。一是配套前照灯和后组合灯的订单数量增加，二是越来越多的高端车型成为星宇的配套对象——意味着公司在不扩产的过程中，就能实现营收和利润的提升。我们预计，产品结构上升和产能释放帮助公司业绩实现爆发增长，11 年增速将接近 50%，11-13 年实现复合 40% 左右的高速增长。

3.1 新客户应接不暇，增长速度将超预期！

公司竞争力近年快速提升，优质客户推动的收入增长比较明确。10 年星宇股份针对一汽大众、一汽丰田、上海大众的销售收入分别增长 85.76%、81.97%、150.43%。11 年上海大众、上海通用和一汽大众的销量依然稳健，受益品牌竞争下的强者恒强，仍将保持快速增长；一汽丰田受日本地震影响，生产短期受到影响。但是总体而言，依托客户的品牌长期竞争优势，以及包括一汽大众、一汽轿车、东风日产、一汽丰田和奇瑞汽车超过 15 款的新车型订单，公司增长确定性非常明确。

图 16 星宇股份前五大客户分析（2007-2010）



注：延峰彼欧为上海大众的车灯制定供应商

资料来源：公司资料、中投证券研究所

星宇股份原有客户资源进口替代潜力巨大。目前星宇股份的配套客户包括：一汽集团、上汽集团、奇瑞汽车、东风集团下的大部分核心乘用车品牌，2010 年总销售量达到 576 万辆，乘用车占比占比达到 42%。经过测算，星宇股份现有客户资源的车灯配套市场空间超过 80 亿元，进口替代的潜力巨大。

表 5 星宇股份客户资源的进口替代潜力巨大

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
全国总计	3,971,101	5,175,961	6,297,538	6,755,609	10,331,315	13,757,794
奇瑞汽车	189,158	302,478	380,817	356,093	500,303	674,774
上海大众	250,006	349,088	456,424	490,087	728,238	1,001,357
上海通用	324,842	403,402	474,546	432,001	708,356	1,012,057
一汽丰田	147,369	219,466	282,632	366,045	417,299	505,931
一汽夏利	190,019	196,817	180,280	176,638	212,222	250,360
一汽-大众	240,120	345,318	461,369	498,953	669,180	869,979
一汽海马	75,066	80,218	130,988	95,943	91,063	140,332
一汽轿车	59,136	56,340	80,496	119,812	188,141	270,944
东风日产	157,516	203,537	271,915	350,520	518,968	660,999
神龙汽车	140,399	201,318	207,255	178,060	270,006	373,366
销量总计	1,773,631	2,357,982	2,926,722	3,064,152	4,303,776	5,760,099
星宇股份客户的销量占比	45%	46%	46%	45%	42%	42%

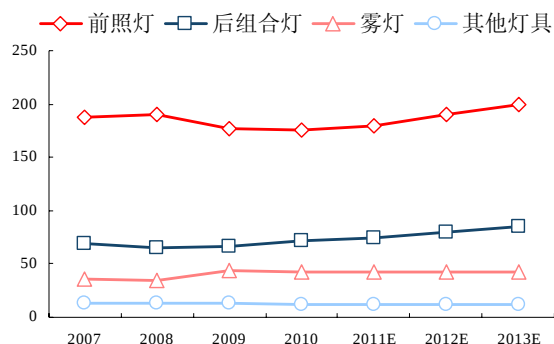
资料来源：CAAM、中投证券研究所

3.2 产品结构上升，盈利能力将再上台阶！

我们坚定认为公司近几年将充分受益内资车灯，特别是前照灯的进口替代机遇，公司客户资源的改善和产品结构的上升将维持甚至提升公司的盈利能力。结构上升的主要来源：1、前照灯、后组合灯占比提升；2、高端车型的占比提升。

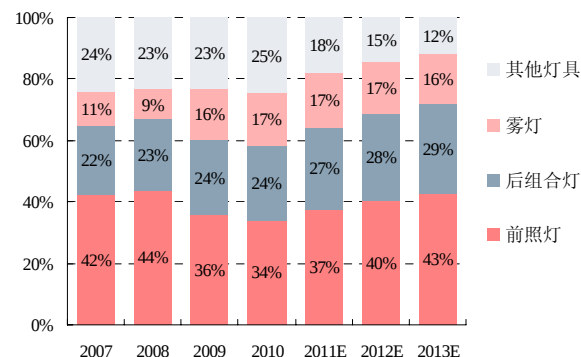
前照灯、后组合灯占比提升明显。目前公司前照灯的价格均价 180 元左右，后组合灯价在 80 元左右，而以雾灯和指示灯等小灯仅为 40 元和 12 元；随着大灯（前照灯+后组合灯）的占比提升，相应的收入贡献也将明显提升；

图 17 星宇股份各类车灯均价



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 18 星宇股份各类车灯收入占比变化情况

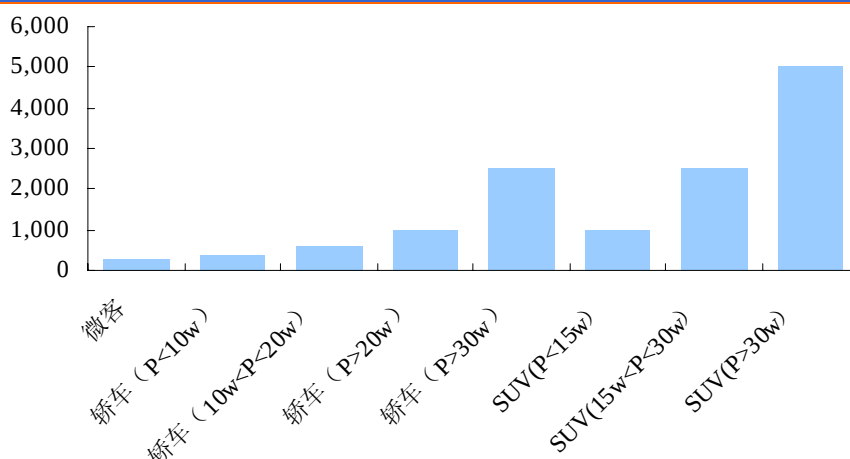


资料来源：公司年报、中投证券研究所

车型系列的提升，车灯的单车价值量提升极大，毛利率空间极高（40%）。目前单车配套的车灯价值量最低的微车在 200-300 元/辆，而高档轿车和 SUV 等通常在 2500 元/辆以上。公司未来两年的潜在配套车型包括以及包括一汽大众、一汽轿车、东风日产、一汽丰田和超过 12 款的新车型订单，将极大扩充未来的收入和利润空间。

公司订单潜力充分的基础下，公司收入和利润的弹性空间巨大。由于不同车型车灯价值量的差距，而不同车型车灯的柔性生产相对容易实现；目前公司客户的单车车灯价值量在 580 元/辆左右，未来随着公司高端客户和高端产品的拓展，单车车灯价值量有望向着 2000 元/辆推升；经历 IPO 的产能扩充后，公司 2010 年 6 月开始将陆续实现 220 万套车灯的生产能力，公司产能瓶颈将得到缓解的同时，公司的产值和盈利潜力将达到 45 亿元和 8.5 亿元。

图 19 不同车型的车灯价值量（元/辆）

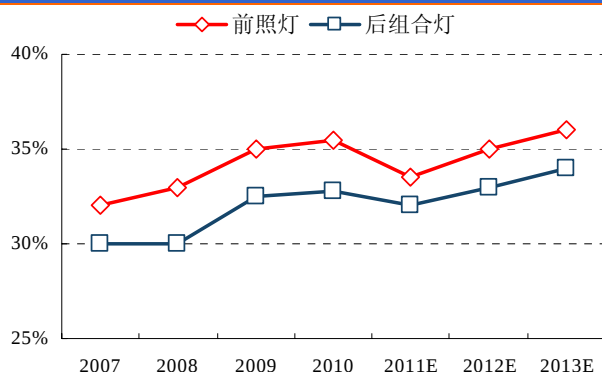


资料来源：中投证券研究所

我们认为公司未来产品结构的上升较为明显，届时毛利率的稳步推升是毋庸置疑的。今年受原材料上涨和日本地震影响，我们谨慎认为公司 2 季度毛利

率将会有所下降，但长期趋势将稳步向上，不排除由于新增高端订单快速推升未来公司前照灯毛利率至 36% 以上，后组合灯 34% 以上。

图 20 不同车型的车灯价值量（元/辆）



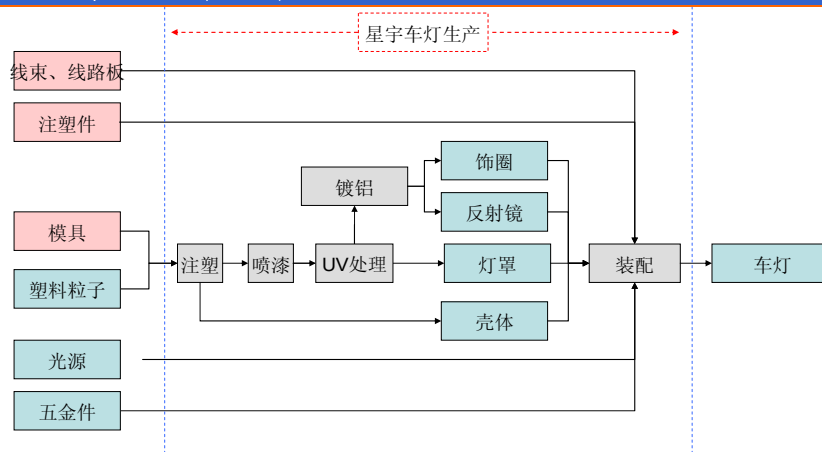
资料来源：中投证券研究所

3.3 产业链延伸扩大盈利空间，加强研发巩固领先地位

随着产能的实现和技术实力的增强，公司陆续延伸产业链，扩大盈利空间并巩固领先优势。主要通过两种方式实现：1、提高半成品自供率，巩固毛利率；2、加大前期研发投入，加深与整车企业的配套开发合作。

1、车灯生产的主要流程包括注塑、喷漆、UV 固化处理、镀铝和装配等。之前受制产能瓶颈，部分线束/线路板、小类注塑件和模具等采用外协方式，经历 IPO 后，公司把握契机整合产业链，加大相关半成品的自供率，巩固并提升毛利率。

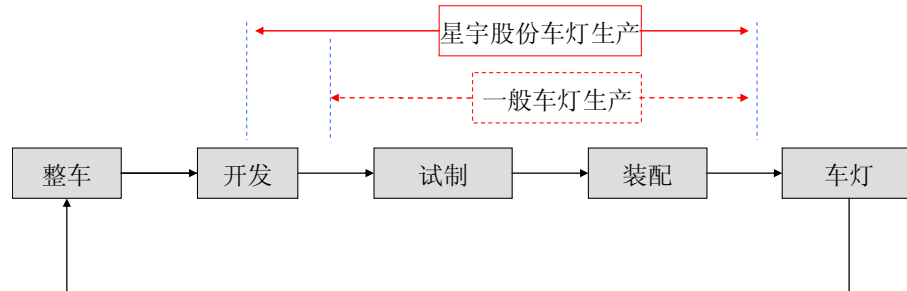
图 21 星宇股份的车灯生产流程



资料来源：中投证券研究所

2、目前中国汽车市场的竞争加剧，品牌竞争加大，新车型和原有车型的改型周期在加快，整车企业对车灯企业的依赖性较大。星宇股份未来将加大研发投入，设立全球研发中心，未来将加大汽车外形设计公司的合作。通过加强设计研发实力来加强整车企业对公司的依赖度，同时保证未来新产品订单的持续性。

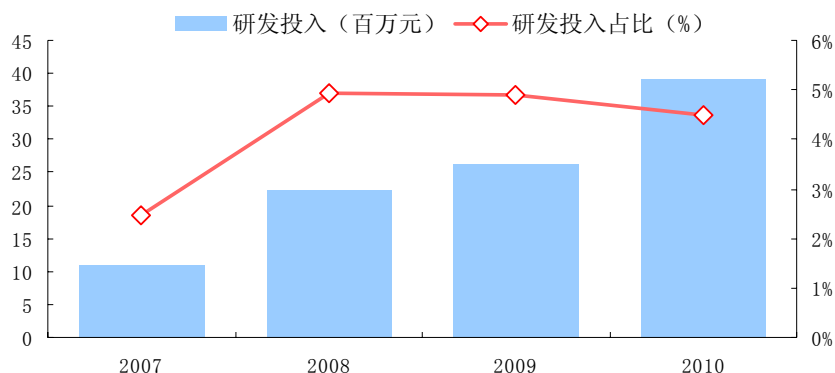
图 22 星宇股份的车灯生产流程



资料来源：中投证券研究所

公司研发投入比率较高，加强技术领先实力，巩固竞争优势。汽车零部件企业需要通过持续的科研投入来巩固竞争力优势，自主研发实力是国内零部件企业的短板，中国零部件产业研发投入占比 1% 左右。星宇股份注重研发投入，近三年投入超过 4%，巩固竞争优势，在车灯行业的前沿技术上保证技术储备，在未来车灯技术升级过程中，持续保持领先。

图 23 星宇股份的车灯生产流程



资料来源：中投证券研究所

四、盈利预测及投资建议

基于对公司未来发展的判断，我们认为星宇股份正处于中国内资车灯企业实现快速进口替代的阶段，行业成长性将明显好于汽车行业；车灯产品作为汽车易新部件和美观部件，在汽车零部件中具有较好的盈利性。

公司 11 年收入增速仍将保持高速增长，受行业增速下滑的影响较小。公司的大客户中：一汽大众、上海通用和上海大众收入增速较好；奇瑞虽然销量表现平淡，但公司配套的大灯占比提升将有利于提升盈利表现；作为今年利润亮点的一汽丰田二季度受地震影响，但六月份开始订单陆续开始恢复，将成为下半年超预期的来源之一。

表 6 星宇股份客户的市场表现(2011.1-4)

	2010.1-4 月累计销量（辆）	2011.1-4 月累计销量（辆）	累计销量同比
乘用车	6,166,019	6,541,829	6.1%

一汽丰田	177,689	163,429	-8.0%
奇瑞汽车	215,965	232,763	7.8%
上海大众	289,146	386,860	33.8%
上海通用	319,240	398,776	24.9%
一汽大众	265,562	307,014	15.6%

资料来源：CAAM、中投证券研究所

我们预计未来公司 2011-2013 年实现收入 12 亿元、16 亿元和 21 亿元，归属于母公司净利润为 2.03 亿元、2.95 亿元和 4.11 亿元，同比增长 47.2%、46.3%、39.1%，每股 EPS 为 0.85 元、1.24 元和 1.72 元，对应 11-13 年 PE 为 23、16 和 11 倍。我们非常看好内资车灯（特别是前照灯）的技术突破契机，市场容量稳定，进口替代进程正处于加快过程，基于公司未来几年将高速增长（复合超越 40%），我们给予公司 11 年 30 倍估值，目标价 25 元，维持“强烈推荐”评级。

表 7 星宇股份未来三年盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	871	1207	1618	2143
营业成本	624	860	1133	1478
营业税金及附加	2	6	6	8
营业费用	52	70	94	124
管理费用	31	42	56	75
财务费用	-1	-10	-20	-27
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	159	236	346	482
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	161	238	347	483
所得税	24	36	52	72
净利润	137	202	295	411
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	136	201	294	408
EBITDA	174	245	364	499
EPS（元）	0.77	0.85	1.24	1.72

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	667	1564	1879	2534	营业收入	871	1207	1618	2143
现金	193	919	1011	1403	营业成本	624	860	1133	1478
应收账款	91	133	182	233	营业税金及附加	2	6	6	8
其它应收款	6	8	11	15	营业费用	52	70	94	124
预付账款	38	53	69	90	管理费用	31	42	56	75
存货	267	298	416	548	财务费用	-1	-10	-20	-27
其他	73	154	191	245	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	208	850	956	913	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	93	611	782	807	营业利润	159	236	346	482
无形资产	26	27	30	33	营业外收入	3	2	2	2
其他	88	212	144	74	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	875	2415	2835	3448	利润总额	161	238	347	483
流动负债	403	571	696	898	所得税	24	36	52	72
短期借款	20	60	0	0	净利润	137	202	295	411
应付账款	237	301	425	557	少数股东损益	1	1	2	2
其他	146	210	271	341	归属母公司净利润	136	201	294	408
非流动负债	50	50	50	50	EBITDA	174	245	364	499
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	0.85	1.24	1.72
其他	50	50	50	50					
负债合计	453	621	746	948					
少数股东权益	9	10	12	14	主要财务比率				
股本	177	237	237	237	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	26	1177	1177	1177	成长能力				
留存收益	210	371	664	1072	营业收入	61.9%	38.6%	34.1%	32.4%
归属母公司股东权益	413	1784	2078	2486	营业利润	81.1%	48.6%	46.4%	39.2%
负债和股东权益	875	2415	2835	3448	归属于母公司净利润	72.5%	47.2%	46.3%	39.1%
					获利能力				
					毛利率	28.4%	28.7%	30.0%	31.0%
					净利率	15.7%	16.6%	18.1%	19.1%
					ROE	33.0%	11.3%	14.1%	16.4%
					ROIC	54.8%	20.6%	25.8%	35.4%
					偿债能力				
					资产负债率	51.8%	25.7%	26.3%	27.5%
					净负债比率	4.42%	9.67%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.65	2.74	2.70	2.82
					速动比率	0.99	2.21	2.09	2.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.20	0.73	0.62	0.68
					应收账款周转率	11	11	10	10
					应付账款周转率	3.21	3.20	3.12	3.01
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.58	0.85	1.24	1.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.71	1.16	1.56
					每股净资产(最新摊薄)	1.75	7.54	8.78	10.50
					估值比率				
					P/E	33.41	22.70	15.52	11.16
					P/B	11.02	2.55	2.19	1.83
					EV/EBITDA	25	18	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434