

# 星宇股份(601799.sh)

## 成长确定、激励到位、进取向上的自主车灯龙头公司

黎韦清 分析师

电话: 020-87555888-8630

eMail: lwq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020007

### 盈利预测与风险提示

预计公司未来3年的EPS为0.81元、1.24元和1.44元,公司未来3年净利润复合增速达到36.6%。选择估值方法的时候,我们按照PEG=1进行估值,给予公司2011年35倍的PE,得出公司合理价位为28元给予公司买入的评级。公司的风险来自于原材料成本大幅上涨、配套新车型的市场推广度不如预期。

### 增长潜力分析

一、中国乘用车市场将在未来若干年年保持 10%-15%左右的增速,而且波动性小于商用车市场;二、产品结构上移、高端客户比例逐渐加大,使得公司量利齐升;三、优势突出确保市场分额稳中有升:a,成本优势,产品价格要比竞争对手低约 10%左右;b 团队稳定而精干,在公司 5 年以上的人员占比约 63%,豪华团队,深谙国内市场以及国外技术和管理;c 技术优势在内资车灯领域优势明显;d 募集资金到位,产能瓶颈打开,超募资金为外延式扩张提供想象空间;四、LED 的持续推广为公司成长打开新的空间。公司目前市占率偏低不到 5%未来成长空间巨大,公司的目标是在未来 3 年争取挤入我国车灯行业前三名。

### 股权激励--面广而有力

7月14日公司推出股权激励方案预案。我们认为,激励方案涉及面比较广,,有利于保持队伍的稳定激发队伍的创造力。激励条件(持续4年收入和利润复合增长率不低于15%)比较容易满足。特别是公司还预留了20万股激励未来新晋骨干,这一种设计不仅有利于调动现在激励对象的积极性,也有利于动那些普通员工的积极性,因为剩余的20万股激励对象将从他们中产生。

### 预测及评估

|             | 2009A  | 2010A  | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 537.86 | 870.77 | 1239.48 | 1547.10 | 1805.48 |
| 增长率(%)      | 19.07% | 61.89% | 42.34%  | 24.82%  | 16.70%  |
| EBITDA(百万元) | 94.85  | 173.89 | 232.84  | 321.81  | 403.21  |
| 净利润(百万元)    | 79.04  | 136.36 | 192.64  | 294.15  | 341.10  |
| 增长率(%)      | 20.64% | 72.53% | 41.27%  | 52.70%  | 15.96%  |
| 每股收益(元)     | 0.471  | 0.771  | 0.81    | 1.24    | 1.44    |
| 市盈率         | 0.00   | 0.00   | 23.03   | 15.08   | 13.01   |
| 市净率         | 0.00   | 0.00   | 2.36    | 2.04    | 1.76    |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 0.00   | 11.94   | 8.45    | 6.21    |

数据来源:常州星宇车灯股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 20    |
| 目标价格(元) | 28.00 |
| 前次评级    | 无评级   |

### 股价走势



| 市场表现  | 1个月   | 3个月     | 12个月   |
|-------|-------|---------|--------|
| 股价涨幅  | 2.49% | -19.03% | -1.88% |
| 沪深300 | 1.24% | -8.10%  | 10.64% |

### 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通A股(百万股) | 236.76/60.00 |
| 主要股东:         | 周晓萍          |
| 主要股东持股比例      | 43.87%       |

### 财务比率

|           |        |
|-----------|--------|
| ROE       | 33.00% |
| ROA       | 22.06% |
| 资产负债率     | 51.77% |
| 每股净资产(元)  | 2.34   |
| 2010 年报数据 |        |

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、增长潜力分析 .....                | 3  |
| （一）乘用车行业蓬勃发展 .....            | 3  |
| （二）产品结构逐渐上移，量利双增 .....        | 4  |
| （三）优势突出是拓展市场份额的基础 .....       | 6  |
| （四）LED 照明将有望为公司打开新的增长空间 ..... | 9  |
| （五）股权激励推出：激励一面广而有力 .....      | 9  |
| 二、盈利预测与风险提示 .....             | 10 |

## 图表

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：中国乘用车市场销售及市场份额（2010） .....      | 3  |
| 图表 2：居民收入增加、汽车价格稳重趋降 .....           | 4  |
| 图表 3：乘用车周期性小于商用车（同比增速） .....         | 4  |
| 图表 4：近三年公司客户结构 .....                 | 4  |
| 图表 5：公司已中标，目前处于设计开发和试生产阶段的主要产品 ..... | 5  |
| 图表 6：捷达新规划 .....                     | 6  |
| 图表 7：我国车灯行业情况 .....                  | 7  |
| 图表 8：我国主要车灯企业配套情况 .....              | 7  |
| 图表 9：公司于外资竞争对手对比分析 .....             | 7  |
| 图表 10：公司配套领域不断拓展 .....               | 8  |
| 图表 11：公司股权激励方案激励对象 .....             | 9  |
| 图表 12：盈利预测假设 .....                   | 10 |

## 一、增长潜力分析

### （一）乘用车行业蓬勃发展

我国已经成为了世界第一大汽车市场，2010 年汽车销量达到 1806 万辆，乘用车销量达到了 1375 万辆。公司车灯主要是用于乘用车市场。并且，公司的主要收入来源是配套市场，占比约为 80%，来自售后市场的比例约为 20%。由于车灯寿命在一般情况下与整车寿命周期相当，因此我们这样的收入结构还将继续下去，配套市场依旧是盈利的主要来源。

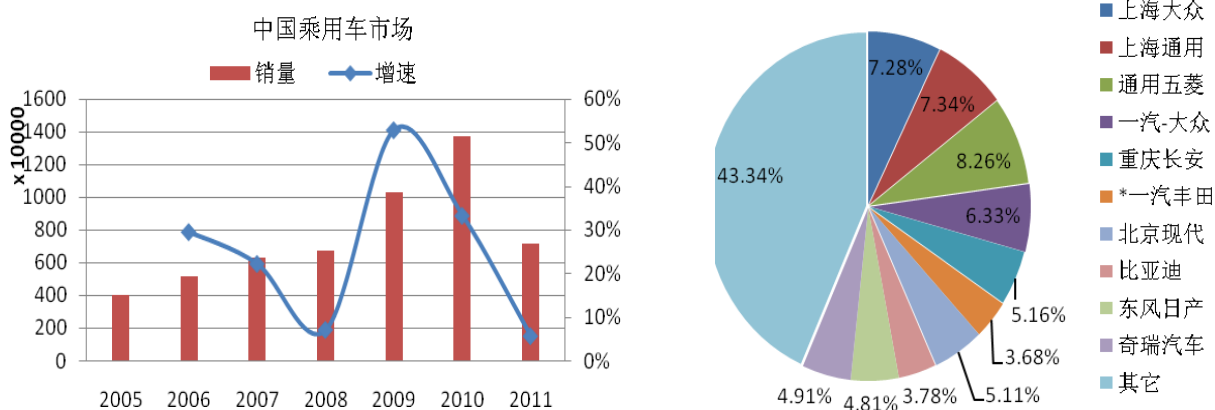
公司的主要客户为：奇瑞汽车、一汽大众、一汽丰田、一汽夏利、一汽轿车、上海大众、上海通用、神龙汽车、东风日产等。以上客户除了一汽轿车和神龙汽车外，均位于中国乘用车销量前十位。因此，可以说公司的产品品质基本上获得了主流乘用车厂商的认可。

近年来，随着居民收入的上升以及汽车价格的下降，越来越多的人具备了汽车购买能力，这也使得汽车行业细分行业之间出现一点小小的分化，即乘用车行业的周期性在逐渐下降，消费属性在上升，而商用车的周期性要高于乘用车。比如 2011 年前半年，在国家收紧宏观政策背景下，中国汽车累计产销 915.60 万辆和 932.52 万辆，同比增长 2.48%和 3.35%。其中：乘用车产销 704.49 万辆和 711.03 万辆，同比增长 5.36%和 5.75%；商用车产销 211.11 万辆和 221.49 万辆，同比下降 6.07%和 3.67%。公司将乘用车市场定位于目标市场，使得公司经营活动受下游不确定性的影响大大减少。

我们认为，中国乘用车市场将在未来若干年保持 10%-15%增速。

图表 1：中国乘用车市场销售及市场份额（2010）

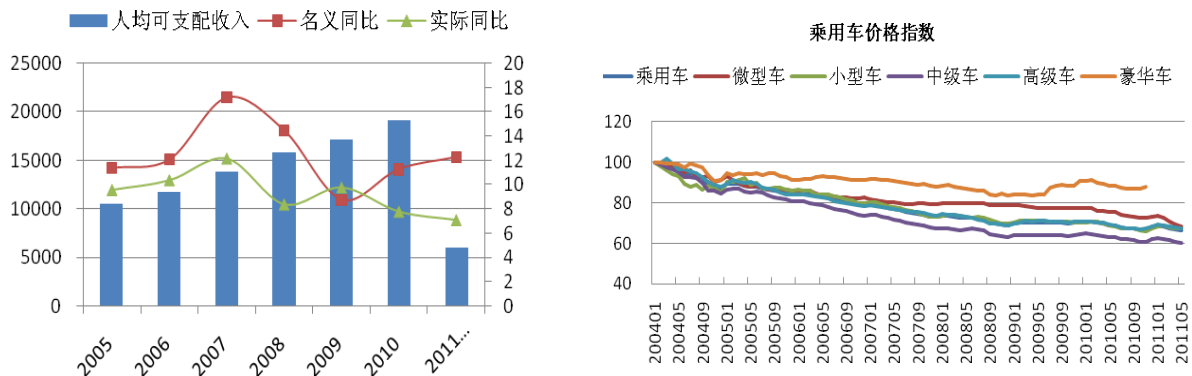
万辆



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

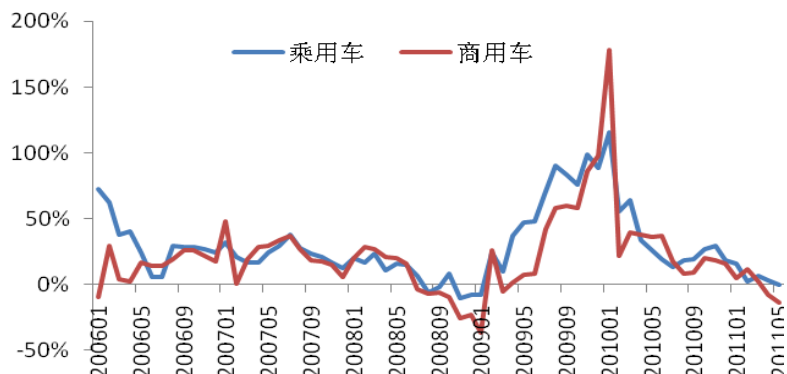
图表 2：居民收入增加、汽车价格稳重趋降

元 %



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图表 3：乘用车周期性小于商用车（同比增速）



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

## （二）产品结构逐渐上移，量利双增

从公司目前的收入结构来看，高端客户的配套比例在逐渐增加。例如，奇瑞占总收入的比重已经由2008年的55%下降到了30%，一汽大众则由12%上升到了22%，上海大众和上海通用与公司合作时间比较短，但是公司的供货比例也在逐渐增加。我们预计，随着合作深度的推进，公司有望获得更多的持续的订单。

图表 4：公司近三年客户结构

| 2010H  |        | 2009 年 |        | 2008 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 客户名称   | 比例     | 客户名称   | 比例     | 客户名称   | 比例     |
| 1、奇瑞汽车 | 29.80% | 1、奇瑞汽车 | 35.10% | 1、奇瑞汽车 | 54.64% |
| 2、一汽大众 | 22.30% | 2、一汽大众 | 20.05% | 2、一汽大众 | 11.69% |
| 3、延峰彼欧 | 6.00%  | 3、天津一汽 | 6.03%  | 3、一汽夏利 | 5.89%  |
| 4、一汽海马 | 4.53%  | 4、上海名辰 | 4.03%  | 4、一汽丰田 | 2.49%  |
| 5、上海大众 | 4.00%  | 5、延峰彼欧 | 3.67%  | 5、北汽福田 | 2.37%  |
| 前五大合计  | 66.63% | 前五大合计  | 68.88% | 前五大合计  | 77.08% |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心 注：延峰彼欧实际上最终客户是上海大众，延峰名辰实际最终客户是上海大众和上海通用。

公司之所以有望持续获得订单，主要的分析如下：

首先，汽车灯具是汽车安全的重要保证，车灯企业要成为整车企业的配套商，要经过一系列非常严格的步骤。第一步，要求供应商通过ISO/TS16949 认证；第二步，整车制造企业会对供应商进行多次质量和技术评审，通过评审后授予其合格供应商资格，供应商才能参与项目招标；第三步，整车制造企业定期对供应商的供货情况进行考核。因此，整车制造企业需要投入大量人力、财力和时间选择合格的供应商，同样，供应商也需要具备足够实力才能通过各项认证和评审。

其次，汽车灯具属于定制型产品，而非标准产品，整车制造企业每开发一款新车型都需要与汽车灯具制造企业协作，双方合作的频率很高。整车制造企业为了节省协调、沟通、采购的成本，倾向于与固定的供应商合作。

再次，部分情况下整车制造企业需要承担汽车灯具的设计、模具开发等前期费用，而且汽车灯具的设计开发周期较长，因此，出于生产成本和时间成本考虑，每款车灯的供应商仅限于一家或少数几家，并且在该款车灯的生命周期内，双方一般不会终止合作关系。

图表 5：公司已中标，目前处于设计开发和试生产阶段的主要产品（占客户采购量比重为 100%）

| 奇瑞    |         | 奇瑞     |        | 广汽丰田      |             | 一汽大众   |          |
|-------|---------|--------|--------|-----------|-------------|--------|----------|
| A0    | 前照灯     | M11    | 日间行车灯  | AD        | 后灯          | 奥迪 T99 | 高位制动     |
|       | 后灯      | M16    | 后顶灯    | 上海大众      |             | 迈腾 B7L | 前雾灯      |
|       | 后雾灯     |        | 前顶灯    | 新朗逸       | 前雾灯 反射片     | NCS    | 高位制动     |
|       | 高位制动灯   | P27    | 前照灯    | 帕萨特改型     | 改型后雾灯 R     |        | 后灯       |
|       | 日间行车灯   |        | 后组合灯   | POLO 241  | 反射器         |        | 牌照灯      |
| A0B   | 后灯      |        | 后雾灯    | 途安 GPII   | 前雾灯         | 新宝来    | 前雾灯      |
| A23   | 前照灯     | S11 改型 | 前照灯    |           | 后回复反射器      | 速腾     | 后灯       |
|       | 后灯      |        | 后灯     | VW 250 CS | 高位制动灯       | 一汽轿车   |          |
|       | 侧转向灯    |        | 后回复反射器 | MODEL H   | 前顶灯-借用件     | C131   | 前后室内灯    |
| JC22A | 前照灯(电调) | S12    | 牌照灯    | VW 411 CS | 高位制动灯 (LED) |        | 后组合灯     |
|       | 后灯      | S18    | 高位制动灯  | MODEL Z   | 高位制动灯 (LED) | C303   | 后组合灯、牌照灯 |
|       | 回复反射器   | S18A   | 后灯     |           | 化妆灯 前顶灯     | XYH    | 后组合灯     |
| JC22H | 后灯      | S18B   | 前照灯    |           | 阅读灯         |        | 侧转向灯     |
|       | 高位制动灯   | S18D   | 日间行车灯  | 晶锐改型      | 前雾灯、反射器     | 一汽吉林   |          |
| L11   | 前照灯     | S19    | 前照灯    | 上海通用      |             | M80    | 侧方向灯     |
|       | 前雾灯     |        | 后灯     | SGM258    | 后雾灯         |        | 反射器\后阅读灯 |
|       | 后组合灯    |        | 回复反射器  |           |             |        | 前照、牌照灯   |
|       | 牌照灯     |        | 高位制动灯  |           |             |        | 前雾灯      |
|       | 前顶示廓灯   |        | 日间行车灯  |           |             | S80    | 前照灯、后尾灯  |
|       | 侧转向灯    | T11 改型 | 前照灯    |           |             |        | 反射器      |
|       | 侧标志灯    |        | 后灯     |           |             |        |          |



|  |      |  |        |  |  |  |  |
|--|------|--|--------|--|--|--|--|
|  | 室内顶灯 |  | 后顶灯后雾灯 |  |  |  |  |
|--|------|--|--------|--|--|--|--|

数据来源：公司资料

2010 年，“公司承担了一汽大众、一汽轿车、天津一汽丰田、上海大众、奇瑞等主机厂 50 多个项目近 170 个新产品的开发任务，特别是一汽大众 JETTA FL3 和 NCS、一汽轿车 XYH、一汽丰田 178A 及改型灯具等一批具有一定技术含量并有着较大市场潜力的项目的取得，既提升了星宇的产品设计能力、企业的对外综合实力和形象，同时也为公司未来三年的大发展奠定了坚实的基础”。我们认为，所谓公司未来 3 年大发展，应是能够保证公司未来 3 年的持续订单，这几款车型，公司的供货比例都是 100%，因此未来这几款车型的销售情况将对公司的成长行成强劲的支撑。以大众新捷达为例，根据一汽大众的规划，2012 年-2018 年，大众新捷达的销量将达到 200 万台，车灯将全部来自于星宇。按照新捷达每辆车的车灯总价值约 2000 元（比老捷达高 30%以上）计算，则未来 6 年来自新捷达的订单将超过 40 亿元。2010 年，捷达销量约为 23 万辆。

图表 6：捷达新规划



数据来源：广发证券发展研究中心

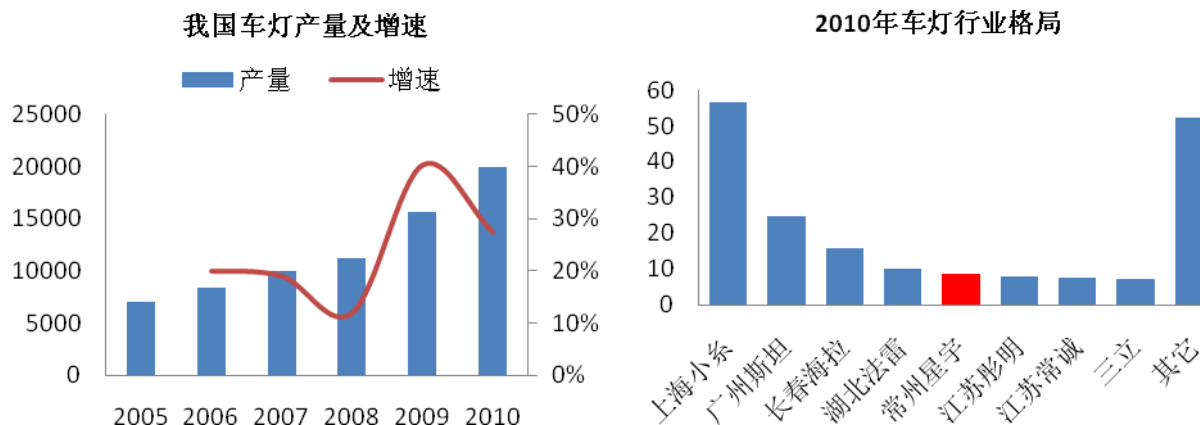
### （三）优势突出是拓展市场份额的基础

公司是我国自主车灯企业龙头，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%，2010 年公司实现收入 8.7 亿元，国内排名第五，市占率（按收入）约为 4.8%，在自主车灯厂商排名第一。

预计 2010 年我国车灯行业实现销售收入约 180 亿元，产量超过了 2 亿只。从行业格局来看，小系一家独大，占据了约 1/3 的市场份额，在乘用车领域的市场占有率更是超过了 40%。我国车灯行业前 8 名的企业销售收入占据了约 3/4 的市场份额。

图表 7：我国车灯行业情况

万只 亿元



数据来源：中国汽车工业年鉴，广发证券发展研究中心

图表 8：我国主要车灯企业配套情况

| 企业名称     | 投资方  | 主要客户                 |
|----------|------|----------------------|
| 上海小糸车灯   | 中日合资 | 上海大众、上海通用、一汽大众 上汽股份、 |
| 广州斯坦雷电气  | 中日合资 | 广汽本田、东风本田            |
| 长春海拉车灯   | 德资   | 一汽大众、哈飞汽车、华晨宝马       |
| 湖北法雷奥车灯  | 法资   | 神龙汽车、东风日产、一汽大众       |
| 常州星宇车灯股份 | 内资   | 奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、一汽丰田  |
| 江苏彤明车灯   | 中英合资 | 一汽轿车、东风日产、华晨汽车       |
| 江苏文光     | 内资   | 宇通客车、金龙客车、福田汽车       |
| 三立（烟台）   | 韩资   | 上海通用                 |
| 江苏常诚     | 中美合资 | 奇瑞汽车、东风日产、一汽轿车       |
| 山东鲁得贝车灯  | 内资   | 中国重汽、哈飞汽车            |
| 湖北孝感华中车灯 | 内资   | 长安汽车                 |
| 南宁燎旺车灯   | 内资   | 东风柳州汽车、上汽通用五菱        |
| 吉林东光瑞宝车灯 | 内资   | 一汽夏利、一汽解放、一汽吉林       |

数据来源：公开资料

公司目前市占率偏低，因此未来成长空间巨大，公司的目标是在未来3年争取挤入我国车灯行业前三名（在目前规模上翻番）。而要继续提高市占率，则要不断抢占其它外资车灯企业的市场份额，这有赖于公司经过多年发展所积累起来的竞争优势。

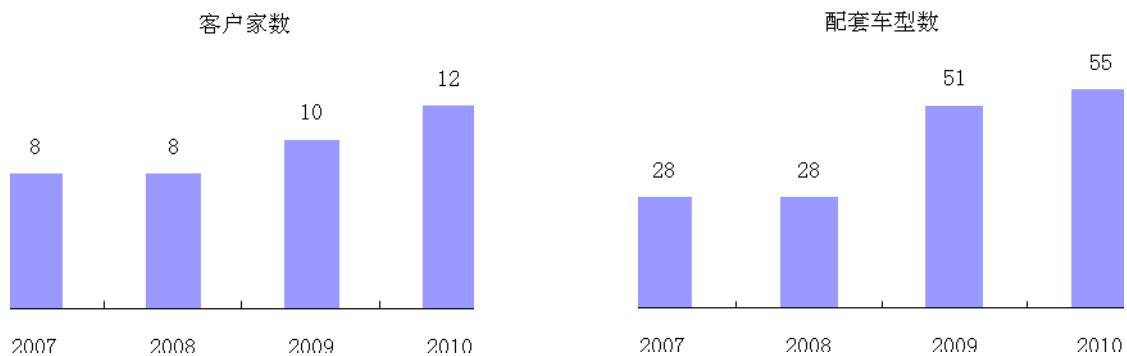
**成本优势。**相比小糸等竞争对手，公司产品价格要低10%左右。同时凭借全面的成本优势，公司的净利率水平保持在15%左右，大大高于小糸等5%-10%左右的水平。公司成本优势主要体现在产品设计开发成本、管理成本、生产成本等几个方面。产品设计开发成本方面，公司主要采用自主设计开发和与高校、科研机构联合开发的方式，而外资企业的设计开发工作一般由其股东的海外公司承担或外包给第三方，成本高于内资公司；在管理成本方面，外资企业聘用大量外籍管理人员，成本高于内资公司；在生产成本方面，公司主要通过设备国产化来降低生产成本，而部分外资车灯制造企业购买国外原配件进行组装，成本高于内资公司。

图表 9：公司与外资竞争对手对比分析

|      | 公司                 | 外资企业           |
|------|--------------------|----------------|
| 设计开发 | 自主开发，或者与高校科研机构联合开发 | 海外母公司承担或者外包第三方 |
| 管理   | 人才本土化              | 聘用大量外籍管理人员     |
| 生产   | 设备国产化              | 购买国外原配件进行组装    |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

图表 10：公司配套领域不断拓展



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

**团队稳定、管理及技术经验丰富。**公司中高级管理人员均拥有丰富的从事汽车灯具行业工作的经验，团队和谐稳定，拥有大专以上学历的人员占89%，在公司工作5年以上的人员占63%。公司创始人周晓萍从上个世纪九十年代初期起一直担任汽车灯具制造企业的最高决策者，积累了近二十年的企业管理经验，在行业内享有较高的知名度。在公司创立初期，公司聘请了熊世威担任公司总工程师。熊先生是我国第一部汽车卤素前照灯标准制订者，是国内车灯配光方面的知名专家。现任董事张荣谦先生为，曾担任海拉总经理职务长达九年；现任技术负责人奚勇为先生是国内车灯设计的学科带头人，在大型外资汽车灯具制造企业工作十多年。

从公司的团队组成来看，既有在中国市场摸爬滚打多年的管理和市场人才，也有掌握外资企业多年的管理和技术人才，两者组合，再加上日益开放的整车体系（一些原来仅向外资汽车灯具制造企业采购产品的合资整车制造企业纷纷改革零部件供应体制，采购对象范围逐渐扩大到领先的内资企业），公司未来市场空间的上升值得期待。

**技术研发在内资车灯企业中优势明显。**2010年，公司技术中心被认定为“国家认定企业技术中心”。2003年公司自主研发了国内第一款LED汽车后灯——华普303后灯。2006—2007年公司承担了国家火炬计划——“LED车灯产业化科研项目”。此外，公司参与制定了《汽车用LED前照灯》（报批稿）国家标准，是主要起草者之一。技术研发实力是确保公司进入整车厂同步研发、不断推陈出新的重要保证，也是公司赖以发展的长久竞争力。与外资企业拼成本和执行力，与内资企业拼技术与研发，公司未来必将获得更大的市场份额，我们预计市场份额有望在未来3-5年达到10%。

**募集资金到位，产能瓶颈打开。**公司募集资金约12亿元用于100万套车灯建设项目（超募资金约为7.7亿元）。募集资金到位后，公司产能瓶颈将得以打开，产能有望达到220万套。生产规模的扩大，一方面使得公司行业地位得以提升，另外一方面公司技术研发能力将迈向新的台阶。同时，由于需求旺盛，公司加大产能投放力度，原来预计100万套的产能是在4年内释放，现在缩短为一年，2011年完成60%，2012年再完成40%。另外，公司多达7.7亿超募资金的使用值得期待，不排除将来并购行业内相关公司以实



现外延式扩张的可能。

#### （四）LED照明将有望为公司打开新的增长空间

LED在汽车照明领域的应用将会逐渐加大。LED的能耗较低，消耗的能量较同光效的白炽灯会减少80%。另外，LED不含有害金属汞等，对环境污染很小。因此LED照明对于节能减排意义非凡。目前我国各类LED下游应用产业中，汽车的占比仅为2%，而从全球范围看，LED在汽车的应用占比已经超过10%。中国汽车LED照明市场的规模就已超过10亿元，汽车LED市场的潜力不言而喻。同时，未来新能源汽车的发展也将带动汽车LED照明市场的发展。

据中国汽车行业协会的统计，2009年国内车灯销售额达到150亿元以上，其中LED车灯所占市场比重逐年上升，以上海小糸车灯为例，2009年LED车灯销售占全部车灯销售额的11.7%，预计2011年LED车灯销售占车灯比例将达到15%以上，而到2015年LED车灯销售占车灯全部销售的比例将达到30%以上。

LED灯具的价值含量也比较高。目前LED车灯与传统灯具价格还有较大差别，如某中高档轿车，白炽灯组合后灯120元/套，而LED组合后灯则需210元/套。

对于星宇股份，公司早已经为LED车灯的推广做好准备，公司参与制定了《汽车用LED 前照灯》（报批稿）国家标准，是主要起草者之一。我们认为，车用LED照明的广泛推广也将为公司带来额外的成长空间，同时盈利能力也将上升。目前公司的大灯当中，已经有30%的比例是LED。

#### （五）股权激励推出：激励一面广而有力

7月14日，公司推出股权激励方案：以定向发行新股的方式向激励对象授予300万股限制性股票，授予价格为9.61元。激励对象为公司部分董事、高级管理人员（4人）、其他中高级管理人员、核心技术人员以及业务骨干（122人）。其中还预留20万股在一年后授予新引进和晋升的中高管和骨干。

我们认为，公司这一激励方案涉及面比较广，基本上涵盖了公司的主要管理人员和核心骨干，有利于保持队伍的稳定，激发队伍的创造力。激励条件也算比较宽松（持续4年收入和利润复合增长率不低于15%），这一目标相对比较容易达到。特别是公司还预留了20万股激励新的骨干，我们认为这一种设计不仅有利于调动现在激励对象的积极性，也有利于激发那些普通员工的积极性，因为剩余的20万股激励对象将从他们中产生。

图表 11：公司股权激励方案激励对象

|                     |               | 万股             |  |
|---------------------|---------------|----------------|--|
| 姓名及职务               | 获授股票数量        | 占比             |  |
| <b>公司董事高管 4人</b>    | <b>46.81</b>  | <b>15.60%</b>  |  |
| 张荣谦 董事              | 15.6          | 5.20%          |  |
| 黄和发 董秘 CFO          | 7.87          | 2.62%          |  |
| 徐惠仪 副总              | 12.38         | 4.13%          |  |
| 愈志明 副总              | 10.96         | 3.65%          |  |
| <b>其它中高管 15人</b>    | <b>96.07</b>  | <b>32.02%</b>  |  |
| <b>技术及业务骨干 107人</b> | <b>137.12</b> | <b>45.71%</b>  |  |
| <b>总计 126人</b>      | <b>280</b>    | <b>93.33%</b>  |  |
| <b>预留股份数</b>        | <b>20</b>     | <b>6.67%</b>   |  |
| <b>合计</b>           | <b>300</b>    | <b>100.00%</b> |  |

数据来源：公司资料

## 二、盈利预测与风险提示

我们预计公司未来3年的EPS为0.81元、1.24元和1.44元，公司未来3年净利润复合增速达到36.6%。选择估值方法的时候，我们按照PEG=1进行估值，给予公司2011年35倍的PE，得出公司合理价位为28元，给予公司买入的评级。公司的风险来自于原材料成本大幅上涨以及配套新车型的市场推广度不如预期。

图表 12：盈利预测假设

|                | 万元            |               |               |                |                |                |
|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 项 目            | 2008          | 2009          | 2010          | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
| <b>前组合灯</b>    |               |               |               |                |                |                |
| 平均售价（元/件）      | 190           | 177           | 168           | 162            | 165            | 165            |
| 销售数量（件）        | 894,832       | 890,576       | 1,500,000     | 2,000,000      | 2,500,000      | 3,000,000      |
| 销售收入           | 17,002        | 15,744        | 25,200        | 32,400         | 41,250         | 49,500         |
| 毛利率            | 27.53%        | 28.54%        | 30.93%        | 30.00%         | 31.00%         | 32.00%         |
| <b>后组合灯</b>    |               |               |               |                |                |                |
| 平均售价（元/件）      | 65.54         | 66.93         | 68.00         | 70.00          | 70.00          | 70.00          |
| 销售数量（件）        | 1,396,94      | 1,611,176     | 2,700,000     | 3,500,000      | 4,400,000      | 5,200,000      |
| 销售收入           | 9,156.05      | 10,784.06     | 18,360.00     | 24,500.00      | 30,800.00      | 36,400.00      |
| 毛利率            | 27.53%        | 28.54%        | 30.93%        | 30.00%         | 31.00%         | 31.00%         |
| <b>雾灯</b>      |               |               |               |                |                |                |
| 平均售价（元/件）      | 34            | 44            | 42            | 42             | 42             | 42             |
| 销售数量（件）        | 1,064,697     | 1,622,274     | 3,040,000     | 4,340,000      | 5,900,000      | 6,840,000      |
| 销售收入           | 3,671         | 7,191         | 12,768        | 18,228         | 24,780         | 28,728         |
| 毛利率            | 27.53%        | 28.54%        | 30.93%        | 30.00%         | 31.00%         | 31.00%         |
| <b>其它灯具</b>    |               |               |               |                |                |                |
| 平均售价（元/件）      | 13            | 13            | 12            | 12             | 12             | 12             |
| 销售数量（件）        | 7,172,196     | 8,165,513     | 15,200,000    | 27,000,000     | 33,000,000     | 37,000,000     |
| 销售收入           | 9,162         | 10,350        | 17,632        | 31,320         | 38,280         | 42,920         |
| 毛利率            | 27.53%        | 28.54%        | 30.93%        | 30.00%         | 31.00%         | 31.00%         |
| <b>三角警示灯</b>   |               |               |               |                |                |                |
| 销售收入           | 2,039         | 1,665         | 2,039         | 3,500          | 4,000          | 4,500          |
| 毛利率            | 34.16%        | 30.54%        | 23.82%        | 23.00%         | 23.00%         | 23.00%         |
| <b>汽车销售及维修</b> |               |               |               |                |                |                |
| 销售收入           | 3,432         | 6,205         | 4,904         | 5,000          | 5,600          | 6,500          |
| 毛利率            | 8.19%         | 7.34%         | 10.00%        | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| <b>其它业务收入</b>  |               |               |               |                |                |                |
| 销售收入           | 712           | 1,847         | 6,955         | 9,000          | 10,000         | 12,000         |
| 毛利率            | 39.50%        | 26.10%        | 15.00%        | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| <b>销售收入小计</b>  | <b>45,173</b> | <b>53,787</b> | <b>87,858</b> | <b>123,948</b> | <b>154,710</b> | <b>180,548</b> |
| <b>销售成本小计</b>  | <b>33,181</b> | <b>39,763</b> | <b>62,963</b> | <b>89,809</b>  | <b>110,346</b> | <b>128,328</b> |
| <b>毛利</b>      | <b>11,993</b> | <b>14,024</b> | <b>24,895</b> | <b>34,139</b>  | <b>44,364</b>  | <b>52,220</b>  |
| <b>平均毛利率</b>   | <b>26.55%</b> | <b>26.07%</b> | <b>28.34%</b> | <b>27.54%</b>  | <b>28.68%</b>  | <b>28.92%</b>  |

数据来源：广发证券发展研究中心，公司资料

资产负债表

单位：百万元

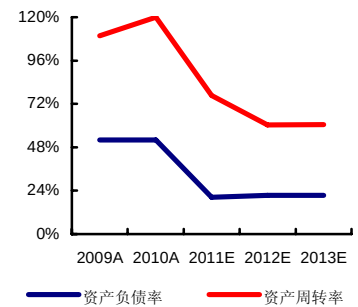
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 464   | 667   | 2,173 | 2,378 | 2,689 |
| 货币资金           | 166   | 193   | 1,657 | 1,718 | 1,933 |
| 应收及预付          | 172   | 204   | 271   | 337   | 393   |
| 存货             | 123   | 267   | 245   | 323   | 363   |
| 其他流动资产         | 3     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 118   | 208   | 198   | 399   | 528   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 77    | 93    | 90    | 292   | 420   |
| 在建工程           | 15    | 82    | 82    | 82    | 82    |
| 无形资产           | 24    | 28    | 26    | 26    | 26    |
| 其他长期资产         | 2     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 582   | 875   | 2,371 | 2,777 | 3,217 |
| <b>流动负债</b>    | 285   | 403   | 481   | 591   | 688   |
| 短期借款           | 20    | 20    | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 262   | 377   | 481   | 591   | 688   |
| 其他流动负债         | 2     | 6     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 17    | 50    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 17    | 50    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 302   | 453   | 481   | 591   | 688   |
| 股本             | 168   | 177   | 237   | 237   | 237   |
| 资本公积           | 0     | 26    | 1,240 | 1,240 | 1,240 |
| 留存收益           | 104   | 210   | 403   | 697   | 1,038 |
| 归属母公司股东权益      | 272   | 413   | 1,880 | 2,174 | 2,515 |
| 少数股东权益         | 8     | 9     | 10    | 12    | 14    |
| <b>负债和股东权益</b> | 582   | 875   | 2,371 | 2,777 | 3,217 |

利润表

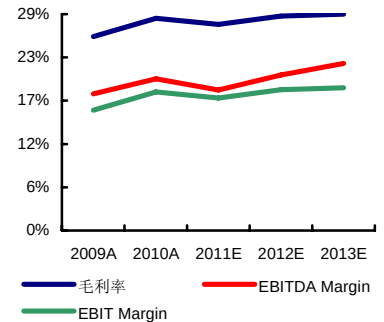
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 538   | 871   | 1239  | 1547  | 1805  |
| 营业成本            | 398   | 624   | 898   | 1103  | 1283  |
| 营业税金及附加         | 2     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 销售费用            | 32    | 52    | 74    | 93    | 108   |
| 管理费用            | 19    | 31    | 44    | 55    | 64    |
| 财务费用            | -4    | -1    | -7    | -35   | -28   |
| 资产减值损失          | 2     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 88    | 159   | 227   | 346   | 402   |
| 营业外收入           | 1     | 3     |       |       |       |
| 营业外支出           | 1     | 1     |       |       |       |
| <b>利润总额</b>     | 88    | 161   | 228   | 348   | 404   |
| 所得税             | 8     | 24    | 34    | 52    | 61    |
| <b>净利润</b>      | 80    | 137   | 194   | 296   | 343   |
| 少数股东损益          | 1     | 1     | 1     | 2     | 2     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 79    | 136   | 193   | 294   | 341   |
| EBITDA          | 98    | 177   | 233   | 322   | 403   |
| EPS (元)         | 0.47  | 0.77  | 0.81  | 1.24  | 1.44  |

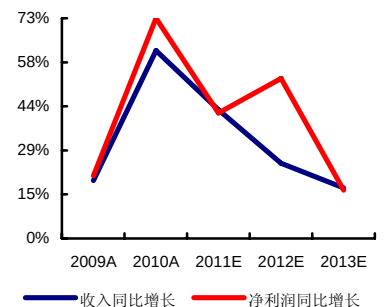
资产负债率趋势



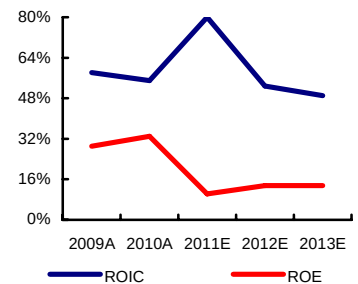
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

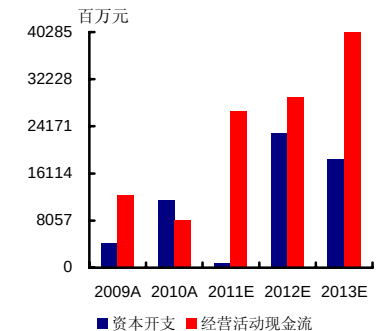
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 125   | 81    | 267   | 291   | 401   |
| 净利润            | 80    | 137   | 194   | 296   | 343   |
| 折旧摊销           | 12    | 15    | 13    | 30    | 58    |
| 营运资金变动         | 34    | -73   | 56    | -34   | 1     |
| 其它             | 0     | 1     | 4     | -2    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | -63   | -113  | -7    | -230  | -186  |
| 资本支出           | -42   | -115  | -7    | -230  | -186  |
| 投资变动           | -15   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -6    | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 14    | -8    | 1,204 | 0     | 0     |
| 银行借款           | 212   | 30    | -20   | 0     | 0     |
| 债券融资           | -197  | -30   | -50   | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 35    | 1,274 | 0     | 0     |
| 其他             | -1    | -43   | -1    | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | 76    | -41   | 1,464 | 61    | 215   |
| <b>期初现金余额</b>  | 83    | 166   | 193   | 1,657 | 1,718 |
| <b>期末现金余额</b>  | 159   | 125   | 1,657 | 1,718 | 1,933 |

主要财务比率

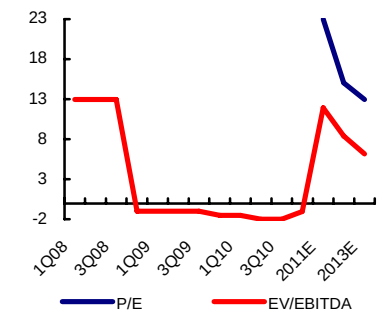
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 19.1%  | 61.9%  | 42.3%  | 24.8%  | 16.7%  |
| 营业利润            | 24.8%  | 81.1%  | 42.7%  | 52.7%  | 16.1%  |
| 归属于母公司净利润       | 20.6%  | 72.5%  | 41.3%  | 52.7%  | 16.0%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 25.9%  | 28.4%  | 27.5%  | 28.7%  | 28.9%  |
| 净利率             | 14.8%  | 15.8%  | 15.6%  | 19.1%  | 19.0%  |
| ROE             | 29.0%  | 33.0%  | 10.2%  | 13.5%  | 13.6%  |
| ROIC            | 58.2%  | 55.1%  | 80.1%  | 52.9%  | 49.2%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 51.8%  | 51.8%  | 20.3%  | 21.3%  | 21.4%  |
| 净负债比率           | -51.9% | -41.0% | -87.7% | -78.6% | -76.4% |
| 流动比率            | 1.63   | 1.65   | 4.52   | 4.02   | 3.91   |
| 速动比率            | 1.14   | 0.90   | 3.89   | 3.36   | 3.27   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.09   | 1.20   | 0.76   | 0.60   | 0.60   |
| 应收账款周转率         | 9.54   | 11.11  | 11.11  | 11.11  | 11.11  |
| 存货周转率           | 4.29   | 3.20   | 3.67   | 3.42   | 3.54   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.47   | 0.77   | 0.81   | 1.24   | 1.44   |
| 每股经营现金流         | 0.74   | 0.46   | 1.13   | 1.23   | 1.69   |
| 每股净资产           | 1.62   | 2.34   | 7.94   | 9.18   | 10.62  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 0.0    | 0.0    | 23.0   | 15.1   | 13.0   |
| P/B             | 0.0    | 0.0    | 2.4    | 2.0    | 1.8    |
| EV/EBITDA       | -1.5   | -1.0   | 11.9   | 8.4    | 6.2    |

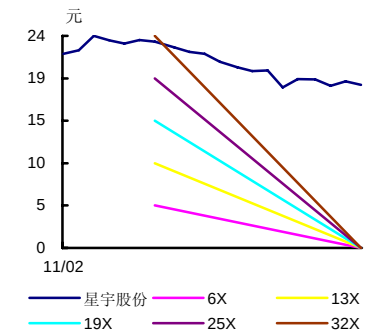
资本支出与经营活动现金流



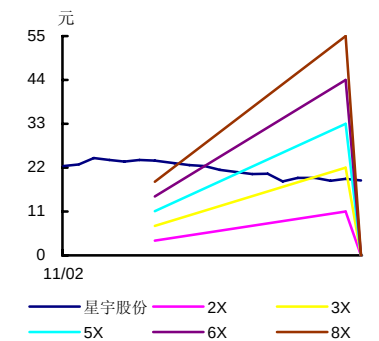
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

星宇股份(601799.sh)\_新股发行与上市定价报告

黎韦清

2011-01-24

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。