

星宇股份 (601799.SH) 汽车和汽车零部件

2012 年三件事：异地建厂、开拓新客户和发展汽车电子

公司调研动态

◆公司是内资车灯龙头，目标是 2014 年进入国内车灯行业前三

公司是内资车灯龙头，以 2010 年销量计算，公司在国内车灯市场的占有率为 5%~6%，公司目标是到 2014 年进入国内车灯行业前三强，市场占有率提升至 15%~16%。

◆行业动态：外资加快投资扩产步伐

我们认为，车灯行业的特点是超额利润来自设计而非制造、来自大灯而非小灯，目前国际上主流的车灯制造企业已经建立了广泛的合资合作关系，并且小系和海拉在 2011 年加快了国内市场投资扩产的步伐。

◆公司 2011 年成功完成募投项目一期和股权激励计划

公司在 2011 年公司在 2011 年完成了 2 件大事：1) 募投项目一期于 2011 年 6 月投产，新增 60 万套前大灯产能；2) 股权激励于 2011 年 12 月完成，126 名股权激励对象于 2011 年 12 月 21 日获 280 万股股权激励，相应的 1092 万元股权激励成本将在 2012 年至 2015 年的 4 年中分摊，其中超过一半的费用将计入 2012 年的成本之中。未来 4 年，股权激励成本占当期营业收入的比重不超过 0.45%。

◆公司 2012 年需要完成三件大事：异地建厂、开拓新客户和发展汽车电子

展望 2012 年，我们认为公司在 2012 年最需要完成的 3 件大事是：1) 跟随老客户新工厂和新客户在异地建厂；2) 重点开拓日系品牌新客户；3) 在汽车电子方面寻求突破。

◆维持“增持”评级，6 个月目标价 13.77 元

考虑到由于技术进步和更新周期短的原因，未来 5 年车灯行业的营业收入增速将显著高于汽车整车销量增速，因此我们认为公司较汽车行业整体能享受约 15% 的估值溢价。我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.81 元和 0.96 元，给予 2012 年 17 倍 PE 估值，6 个月目标价 13.77 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	538	871	1,106	1,311	1,653
营业收入增长率	19.07%	61.89%	27.00%	18.52%	26.11%
净利润(百万元)	79	136	168	194	230
净利润增长率	20.64%	72.53%	23.20%	15.57%	18.44%
EPS(元)	0.33	0.58	0.70	0.81	0.96
ROE(归属母公司) (摊薄)	29.05%	33.00%	9.48%	9.83%	10.52%
P/E	35	20	17	15	12

增持(维持)

当前价/目标价：11.78/13.77 元

目标期限：6 个月

分析师

于特(执业证书编号：S0930510120015)

联系人

奉玮

021-22169320

fengw@ebsecn.com

市场数据

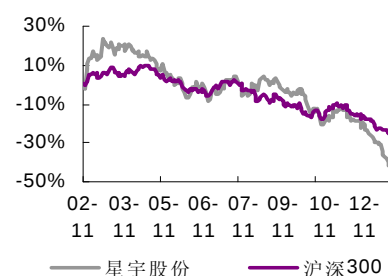
总股本(亿股)：2.37

总市值(亿元)：29.05

一年最低/最高(元)：11.03/24.69

近 3 月换手率：22.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.98	-21.06	0.00
绝对	-24.06	-30.42	0.00

相关研报

客户结构进一步优化，毛利率创历史新高
..... 2011-04-27
中期增长看产能扩张，长期成长看产品线延伸
..... 2011-02-28
内资车灯龙头，目标行业前三
..... 2011-01-18

目录

1	公司概况：内资车灯龙头，目标行业前三	3
2	行业动态分析：外资加快投资扩产	3
2.1	行业特点：超额利润来自于设计而非制造	3
2.2	前大灯：汽车的眼睛，LED 是大趋势	3
2.3	国际车灯行业三大特点：全球化、广泛合资合作	4
2.4	国内车灯行业动态：外资加快投资扩能步伐	6
3	公司动态分析：2012 年的三件大事	6
3.1	募投项目进展：60 万套前大灯产能 6 月投产	6
3.2	成功完成股权激励：未来 3 年股权激励成本不超过 300 万元	6
3.3	靠近客户就近建厂：成都、长春、郑州和广州地区最有可能	8
3.4	开拓新客户：日系品牌为首选目标	8
3.5	汽车电子业务：车灯企业的有一片利润蓝海	9
4	盈利预测：四季度回归正常，全年净利润增速 23.2%	9
5	估值与投资评级	10
6	风险分析	11
6.1	国内汽车行业增速大幅下滑	11
6.2	管理能力不能与公司高速扩张同步提升的风险	11
6.3	产品研发：迟迟不能继续获得合资品牌主力车型前大灯订单	11
6.4	核心研发和管理人员流失	11

表目录

表格 1	欧洲市场主要汽车品牌的车灯供应商	5
表格 2	发达国家前大灯供应商广泛开展合资合作	5
表格 3	三家发展中国家前大灯供应商的技术来源	6
表格 4	公司股权激励计划实施日程表	7
表格 5	公司股权激励成本测算	8
表格 6	一汽-大众主要生产基地及生产车型	8
表格 7	广州附近日系品牌生产基地	9

图目录

图表 1	新帕萨特上市前发布的效果图	3
图表 2	新帕萨特前大灯效果图	3
图表 3	奥迪 A4L 的宣传照片	4
图表 4	奥迪 A4L 的前大灯近照	4
图表 5	全新一代奥迪 A6L 谍照	4
图表 6	全新一代奥迪 A6L 的前大灯近照	4
图表 7	股权激励 EPS	7
图表 8	德国海拉 2010 年三大业务营业收入占比	9
图表 9	一汽丰田 2011 年月度销量	10
图表 10	公司 2011 年分季度净利润及 EPS	10

1 公司概况：内资车灯龙头，目标行业前三

公司是内资车灯龙头，以 2010 年销量计算，公司在国内车灯市场的占有率为 5%~6%，公司目标是到 2014 年进入国内车灯行业前三强，市场占有率提升至 15%~16%。

国内车灯行业目前仍以外资零部件企业为主，呈现上海小糸车灯“一超”，广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥与公司“多强”的局面。特别是在前大灯市场，包括星宇在内的内资车灯企业具有较大的竞争劣势。能否继续在一汽大众之外的合资品牌主力车型上取得前大灯订单，成为资本市场衡量公司技术实力和市场地位突破的重要标志。

2 行业动态分析：外资加快投资扩产

2.1 行业特点：超额利润来自于设计而非制造

车灯制造环节的上游成本刚性非常强，下游客户可以相对容易地计算出车灯企业的制造成本，因此车灯企业需要不断接新订单来维持毛利率不下降。在新订单中，高毛利率来自两块：1) 模具的毛利率远高于车灯；2) 新产品初期毛利率更高。

此外，就产品而言，车灯分为包括前照灯、后组合灯和雾灯在内的大灯和其他包括阅读灯、指示灯在内的小灯。由于超额利润主要来自设计，因此小灯的毛利率要远低于大灯。以星宇股份所披露的 2010 年财务数据为例，前照灯和后组合灯的毛利率分别为 38.2% 和 35.0%，而小灯的毛利率只有 20.4%。

2.2 前大灯：汽车的眼睛，LED 是大趋势

如图表 1 和图表 3 所示，造型优美、创意新奇的前大灯设计是众多车型的一大卖点，因而前大灯也是车灯市场中单价和毛利率最高、要求最严格的产品。

图表 1 新帕萨特上市前发布的效果图
前大灯在效果图中着重突出



资料来源：谷歌照片

图表 2 新帕萨特前大灯效果图
飞翼式熏黑前大灯造型+LED 灯组



资料来源：谷歌照片

图表 3 奥迪 A4L 的宣传照片
前大灯在宣传照片中着重突出



资料来源：谷歌照片

图表 4 奥迪 A4L 的前大灯近照
奥迪 A4L 的前大灯设计新颖



资料来源：谷歌照片

由于 LED 的环保、美观等特性，LED 后组合灯在 2005 年之前就在丰田、本田、现代、通用、大众等外资品牌上得到广泛应用。之后奥迪等品牌将 LED 用于前照灯，但如**图表 4**所示，仍保留了氙气大灯。

新一代奥迪 A6L 将于 2012 年 2 月正式推出，对比**图表 4**和**图表 6**可以看出，新一代奥迪 A6L 的一个很大亮点就是其高配版将使用全 LED 大灯。此外，根据汽车媒体的报道，新一代的保时捷 Panamera 也将使用全 LED 大灯。因此我们认为，全 LED 大灯将在未来几年逐步在豪华品牌上得到推广，而氙气大灯则极有可能成为一种过渡技术。

图表 5 全新一代奥迪 A6L 谍照
高配版已开始使用全 LED 大灯



资料来源：谷歌图片

图表 6 全新一代奥迪 A6L 的前大灯近照
高配版已开始使用全 LED 大灯



资料来源：谷歌图片

2.3 国际车灯行业三大特点：全球化、广泛合资合作

汽车工业全球化导致车灯行业全球化

一般而言，每家车企都会至少选择 2 家车灯供应商，而每家车灯供应商又都会向多家车企配套。随着汽车工业的全球化，车灯供应商也需要跟随其客户实现全球布局，如**表格 1**所示，小糸、斯坦雷等日系车灯供应商在欧洲也有注入雷诺、捷豹这样的欧系客户。

表格 1 欧洲市场主要汽车品牌的车灯供应商

每家车企基本上都会选择 2 家以上的车灯供应商

汽车品牌	前大灯	后灯
奥迪	海拉, 马瑞利, 法雷奥	海拉, 马瑞利, Seima, Wipac Ltd.
宝马	海拉, 马瑞利, 法雷奥, Zizala	FER Fahrzeugelektrik, 海拉, 马瑞利, 法雷奥
菲亚特	马瑞利, 法雷奥	马瑞利
福特	海拉, 马瑞利, 法雷奥	马瑞利
通用	海拉, 马瑞利, 法雷奥	海拉, 马瑞利, 法雷奥
捷豹/路虎	海拉, 小系, 马瑞利	海拉, 小系, 马瑞利, 法雷奥, 伟世通
奔驰	CTP Wipac, 海拉, 马瑞利, 法雷奥	海拉, 马瑞利
日产	海拉, 小系, 法雷奥	海拉, 小系, 马瑞利, 法雷奥
保时捷	小系, 法雷奥	小系, Seima, 法雷奥
标致雪铁龙	海拉, 马瑞利, 法雷奥	海拉, 马瑞利, 法雷奥, 伟世通, Weigelt & Sohne
雷诺	海拉, 小系, 马瑞利, 法雷奥	海拉, 法雷奥, 马瑞利
西亚特	法雷奥	海拉, 马瑞利
丰田	小系, 马瑞利, 斯坦雷, 法雷奥	Farba, 小系, 马瑞利, Automotive Lighting, 法雷奥
大众	海拉, 马瑞利, 法雷奥, 伟世通	海拉, 马瑞利, Seima, 法雷奥, 伟世通
沃尔沃	马瑞利, Zizala	海拉, 马瑞利, Seima

资料来源: Auto News

主流前大灯供应商之间广泛开展合资合作

全世界生产前大灯的企业主要有 14 家, 其中大部分之间存在复杂的合资合作关系。前大灯行业的集中度在过去 10 年中缓慢提高。

表格 2 发达国家前大灯供应商广泛开展合资合作

主流前大灯供应商之间已建立起非常复杂的合资合作关系

独立前大灯供应商	相互合资合作情况
Automotive Lighting	总部位于德国, 原为马瑞利和博世组建的 50:50 合资企业, 马瑞利于 2001 年和 2003 年分两次从博世收购 25% 股权, 现在该公司已成为马瑞利的全资子公司。
海拉	总部位于德国, 在澳大利亚与斯坦雷成立合资企业 Hella Stanley Ltd Pty; 与小系车灯是技术合作伙伴
市光工业 (Ichikoh)	总部位于日本, 与法雷奥于 2000 年建立全球联盟, 法雷奥持有市光 31.6% 的股份
小系车灯	总部位于日本, 与海拉是技术合作伙伴, 在美国和印度分别控股一家当地生产企业, 与台湾大茂有一家合资公司 (大茂与伟世通又在大陆有一家合资公司)
SL Corporation	总部位于韩国, 与海拉车灯在斯洛伐克又一家 49:51 的合资企业
斯坦雷	总部位于日本, 与海拉在澳大利亚有一家 50:50 的合资企业
法雷奥	总部位于法国, 在印度控股一家合资企业, 持有日本市光工业 31.6% 的股权
伟世通	总部位于美国, 在印度与塔塔集团有一家合资企业, 在中国大陆与台湾大茂有一家合资企业
Zilala	总部位于奥地利, 与印度公司 Neolite 成立合资企业, 并由此进入印度市场

资料来源: 相关公司网站

后进前大灯供应商一般以向主流供应商购买技术许可起家

如**表格 3**所示, 土耳其、印度和巴西的三家前大灯供应商在其起步阶段均先向小系车灯、法雷奥等主流前大灯供应商技术许可。

而在国内市场, 小系车灯、法雷奥、海拉等国际主流前大灯供应商已纷纷建立合资和独资工厂, 向内资企业转让技术许可证的意愿非常小。因此我们认为, 星宇未来要进一步打开前大灯市场, 除了提升自身的研发能力之外, 还有一条

路径就是效法印度 Neolite 公司，与国际上二流的前大灯供应商开展合资合作。从长期来看，车灯行业全球化的特点决定了未来星宇随着其产能和技术研发能力的提升，将与外资车灯供应商开展各种形式的合资合作。

表格 3 三家发展中国家前大灯供应商的技术来源

发展中国家前大灯供应商一般均以向主流前大灯供应商购买技术许可证起家

发展中国家前大灯供应商	技术来源
Farba	总部位于土耳其，1992 年向小系车灯购买技术转让许可证实现为丰田供货，2000 年向法雷奥购买技术转让许可证实现向雷诺和福特配套
Fiem	总部位于印度，2008 年与日本市光工业签署技术支持协议
Antreb	总部位于巴西，与海拉和小系车灯签署有技术合作协议
Neolite	总部位于印度，与奥地利车灯企业 Zilala 公司成立合资企业

资料来源：相关公司网站

2.4 国内车灯行业动态：外资加快投资扩能步伐

随着大众等外资车企在国内加速产能扩张步伐，外资的车灯供应商也被其现有客户要求在国内加快投资步伐，在各新生产基地附近建立新厂。其中，2012 年大众配套体系投资幅度较大。

- 1) 一汽富维与海拉合作，在佛山建厂为一汽大众佛山工厂配套；
- 2) 小系车灯和海拉在仪征建合资，给上海大众仪征工厂配套；
- 3) 伟世通在全球范围内将车灯业务卖掉（待证实），常州工厂撤销，并入大茂；

此外，虽然随着自主品牌在 2011 年销量增速的大幅回落，内资车灯供应商在 2011 年均没有大的投资项目，但国内车市在 2009 年和 2010 年的两年高速增长增长，使得这些内资车灯供应商的经营状况都还不错。

因此我们认为，公司短期内在国内依靠收购内资同行的方式进行扩张的可能性相对较小。

3 公司动态分析：2012 年的三件大事

公司在 2011 年完成了 2 件大事：1) 募投项目一期于 2011 年 6 月投产；2) 股权激励于 2011 年 12 月完成。展望 2012 年，我们认为公司在 2012 年最有可能完成的 3 件大事是：1) 跟随老客户新工厂和新客户在异地建厂；2) 重点开拓日系品牌新客户；3) 在汽车电子方面寻求突破。

3.1 募投项目进展：60 万套前大灯产能 6 月投产

公司的募投项目一期 60 万只大灯产能已于 2011 年 6 月投产，现在已释放 80%~90% 的产能，新生产线配套的车型包括捷达、花冠和奇瑞的诸多车型等。公司募投项目中二期 40 万套后灯和雾灯产能将在公司汉江路 382 号的老厂区内实施，后灯的生产线将在 2012 年投产，雾灯的产能将于 2013 年投产。

3.2 成功完成股权激励：未来 3 年股权激励成本不超过 300 万元

历时 5 个月，股权激励对象已全额认购

公司从 2011 年 7 月 14 日公布《2011 年限制性股票激励计划（草案）》，并于 11 月 30 日公告经过证监会审核通过的修改稿；12 月 16 日，公司临时股东大会通过该股权激励计划，在随后的 7 天里，126 名股权激励对象就全额认购了相应股票。

表格 4 公司股权激励计划实施日程表

截止 12 月 23 日，126 名股权激励对象已全额认购

日期	事项	主要内容
2011 年 7 月 14 日	公司公告 2011 年限制性股票激励计划（草案）	确定股权激励方案
2011 年 11 月 30 日	公司公告 2011 年限制性股票激励计划（草案）修改稿	报经证监会审批稿
2011 年 11 月 30 日	公司第二届董事会第十二次会议通过修改后的股权激励计划	董事会通过
2011 年 12 月 16 日	公司 2011 年第一次临时股东大会通过股权激励计划	股东大会通过
2011 年 12 月 27 日	公司第二届董事会第十四次会议审议通过了《关于公司 2011 年限制性股票认购结果的议案》	截止到 12 月 23 日，本次激励计划确定的拟获授股票的 126 名激励对象已按照要求全部交纳了限制性股票认购款认购了股份
2012 年 1 月 14 日	公司发布《股权激励授予结果暨股份变动公告》	董事会确定授予日为 2011 年 12 月 21 日，授予 126 名激励对象 280 万股，授予价格 9.61 元

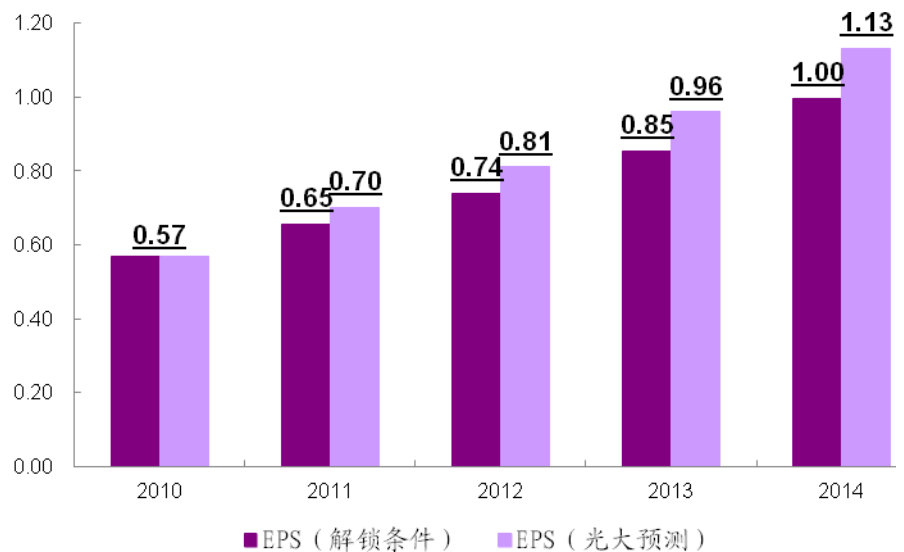
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

行权条件：未来 4 年净利润增速不低于 15%

通过分析，应对公司在行业的地位及发展前景有明确的结论。

图表 7 股权激励 EPS

股权激励计划业绩考核条件是公司 2011~2014 年 EPS 达到 0.65、0.74、0.85 和 1.00 元



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测数据

股权激励成本：股价大幅下跌后，股权激励成本仅有 1092 万元

根据公司 1 月 14 日发布的公告，公司确定股权授予日为 2011 年 12 月 21 日。公司股价 2011 年 12 月 20 日的均价为 13.51 元，折合每股股权激励的成本为 3.60 元，280 万股为公司从 2011 年到 2014 年增加成本 1092 万元。如表格 5 所示，1092 万元将在 2012 年至 2015 年的 4 年中分摊，其中超过一半的费用将计入 2012 年的成本之中。未来 4 年，股权激励成本占当期营业收入的比重不超过 0.45%。

表格 5 公司股权激励成本测算

近期股价大幅下跌后，股权激励成本每年仅增加公司营业成本几百万元，占营业收入的比重不超过 0.51%

单位：万元	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
股权激励成本	568.75	295.75	159.25	68.25
营业收入预测	131,070.84	165,294.21	202,775.90	245,130.54
股权激励成本收入占比	0.43%	0.18%	0.08%	0.03%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理、测算

3.3 靠近客户就近建厂：成都、长春、郑州和广州地区最有可能

如同其他内外饰等体积重量比较大的汽车零部件企业，为减少物流费用和提高供货的及时性，整车企业一般都希望车灯企业在其工厂附近建厂。

公司迄今而至只有常州一家生产基地，而外资竞争对手如小系车灯和德国海拉等都在国内设有多个工厂。我们认为，一汽集团旗下的一汽-大众和一汽轿车都是公司非常重要的客户，虽然公司目前可以通过常州生产基地向东北供货，但随着一汽集团在东北产能规模的扩大，客户要求星宇股份到长春接近设厂的要求会越来越强烈。

此外，公司主要客户一汽-大众的新增产能主要在西南地区的成都和华南地区的佛山，因此按照惯例，一汽大众也会要求公司未来在成都和广州地区建厂。

再次，公司目前正在积极开发日系客户，而日系的主要生产基地也在广州地区，另外东风日产的 SUV 车型主要在郑州生产，因此我们认为，配套日系车企势必要求公司在广州地区和郑州建厂。

综上，我们认为随着公司主要客户一汽集团扩产能和新增日系客户，公司未来 2 年内在成都、长春、郑州和广州地区四地建厂的可能性最大。

表格 6 一汽-大众主要生产基地及生产车型

一汽-大众成都工厂和佛山工厂的新增产能将在 2013 年集中释放

生产基地	年产能	车型	星宇正在配套或拟配套车型
长春	66 万辆	大众品牌：高尔夫、新宝来、新迈腾、帕萨特 CC；奥迪品牌：A4、A6、Q5	高尔夫、新宝来、迈腾等
成都	15 万辆，2013 年将达到 45 万辆	捷达、新速腾 NCS 和新捷达 NF	捷达、新速腾 NCS 和新捷达 NF 的前大灯
佛山	2013 年 8 月投产，一期规划 30 万辆，二期规划再增加 30 万辆	大众品牌 A 级车和奥迪 A3、Q3 等车型	尚未公布

资料来源：公开媒体，光大证券研究所整理

3.4 开拓新客户：日系品牌为首选目标

目前公司现在正在积极开拓日系客户，如上文所述，在广州附近建厂也有利于公司开拓广汽丰田、东风日产等日系客户。

如表格 7 所示，在广州附近有广汽本田、广汽丰田和东风日产三家日系车型的约 150 万辆产能。我们认为，在这 3 家日系车企中，公司最有可能突破的广汽丰田和东风日产，原因是：1) 对于广汽丰田而言，公司已经是一汽丰田的合格供应商，因此已经进入丰田的配套体系并已熟悉丰田对供应商的各项要求；2) 对于东风日产而言，日产的车型在国内市场较本田和丰田更注重性价比，因此更有动力降低采购成本。

在表格 7 中，我们通过分析上述 3 家日系车企未来 2-3 年的车型换代和引入计划，认为公司最有可能配套的车型将是广汽丰田的雅力士、东风日产的骊威、Venucia、天籁和奇骏。但我们认为公司初次进入上述两家车企的配套体系，

难以拿到要求较高的前大灯订单，最有可能拿到的是后灯订单。

表格 7 广州附近日系品牌生产基地

我们预计在广州地区的日系品牌中，星宇最有可能首先进入广汽丰田和东风日产的配套体系

整车企业	年产能	车型	星宇可能配套的车型
广汽本田	48 万辆	本田素来提倡车型少而精，因此我们预计在 2012~2013 年本田品牌将维持飞度、思迪、雅阁和奥德赛 4 款车型的配置，理念品牌将在 S1 之外再增加一款 SUV 车型	预计飞度和雅阁将在 2013 年还代，星宇替换现有供应商斯坦雷的概率较小
广汽丰田	40 万辆	3 款车型，其中凯美瑞刚在 2011 年底换代，预计雅力士在 2013 年换代，汉兰达在 2014 年换代	雅力士进入中国市场以来一直由于成本居高不下而难以打开销量，我们认为在 2013 年换代时有可能引入星宇这样的低成本供应商，但即使进入，也应极有可能是后灯订单，拿到前大灯的订单难度较大
东风日产	60 万辆	2012 年骊威换代，2012~2013 年预计将投放一款新车 Venucia，2014 年天籁和奇骏换代	我们认为星宇进入东风日产配套体系最有可能从低成本、高性价比的骊威开始，在之后的 Venucia、天籁和奇骏车型上均有配套的可能性

资料来源：公开媒体，光大证券研究所整理

公司新的变化，对公司成长性影响如何？在新业务领域是依靠市场的成长还是抢占其他竞争者的市场份额？公司如何实现市场的开拓？

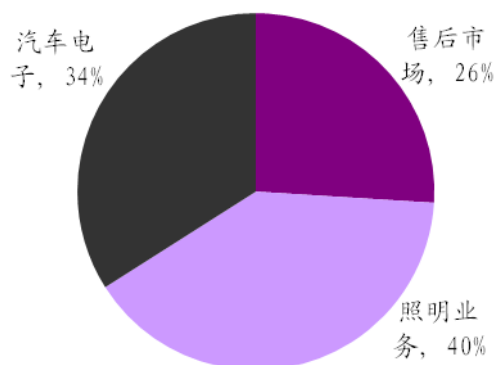
3.5 汽车电子业务：车灯企业的有一片利润蓝海

从图表 8 可以看出，作为老牌的车灯生产企业，德国海拉在 2010 年其营业收入的 34% 已来自于汽车电子业务，并且海拉的管理层曾多次表示，未来海拉发展的重点是毛利率更高的汽车电子业务。

星宇股份在过去的几年里一直在发展汽车电子业务，主要是提高车灯电子相关元件的自制率。我们认为，汽车电子是一个高进入门槛的高科技行业，因此公司要在汽车电子业务寻求突破，需要在内生式发展的同时结合外延式发展。

图表 8 德国海拉 2010 年三大业务营业收入占比

德国海拉有 34% 的营业收入来自于汽车电子业务



资料来源：德国海拉网站

4 盈利预测：四季度回归正常，全年净利润增速 23.2%

如图表 9 所示，受日本大地震影响，一汽丰田在 2011 年二季度的销量大幅下滑，2011 年二季度销量占全年销量的比重仅为 14.8%，而 2010 年同期占比则为 20.2%。此外再加上上半年原油价格上涨导致塑料粒子价格上涨，因此公司 2011 年二季度成为公司全年业绩低点。

在公司的主要客户中，2011 年除奇瑞汽车销量同比下滑 6.0% 之外，一汽大众

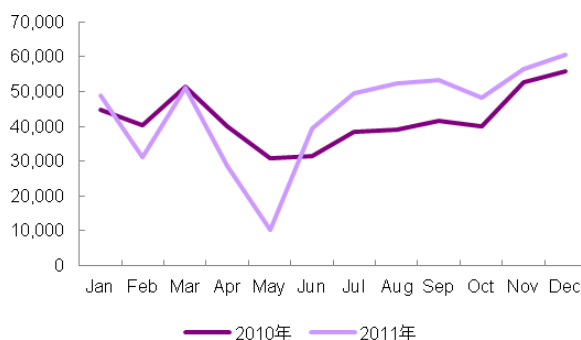
销量同比增长19.0%，上海大众同比增长16.4%，一汽丰田销量同比增长4.6%。考虑到公司是从2010年10月份开始为一汽丰田花冠配套前大灯和后组合灯，从2011年上半年开始为上海大众途观配套后组合灯，因此我们预计公司2011年营业收入同比增速仍将高达27%。

考虑到公司在2011年的管理费用中将有上市费用，并且公司在夏季由汉江路老厂区搬迁至秦岭路新厂区的过程中必将产生一定的管理费用，因此我们预计公司2010年的期间费用率将在2010年9.5%的基础上增长至10.4%，其中主要是管理费用率将上升1.6~1.7个百分点。

因此，我们预计公司2011年的净利润增速将低于营业收入增速，我们预计公司2011年的净利润为1.68亿元，折合全面摊薄后EPS为0.70元，其中单四季度的EPS将达到0.25元。

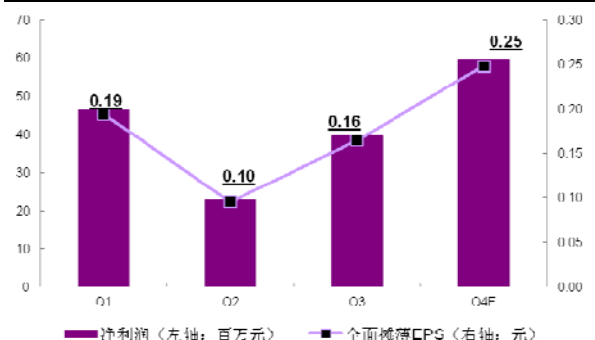
展望2012年，我们认为公司营业收入的增长点将主要来自于新捷达的前大灯订单和已投产的新迈腾后灯，此外公司正在努力争取包括新速腾在内的多款合资品牌车型的后灯订单。但考虑到公司在2012年需要计提约568万元的股权激励费用，以及异地建厂可能产生的一些费用，我们对公司2012年净利润增速持谨慎态度，预计全年净利润为1.94亿元，同比增长15.6%，折合EPS为0.81元。

图表 9 一汽丰田 2011 年月度销量
受日本大地震影响，二季度是明显地点



资料来源：乘联会

图表 10 公司 2011 年分季度净利润及 EPS
预计公司 2011 年单 4 季度 EPS 可达 0.25 元



资料来源：乘联会

5 估值与投资评级

我们认为，整个车灯行业的营业收入增速必将显著高于国内整车销量增速，原因是：

- 1) 随着 LED 车灯和自适应前大灯等技术进步，未来五年内每单车的车灯平均配套价格会在当前价格的基础上增长至少 20% 以上；
- 2) 车灯更新换型的周期将显著短于车型换代周期。

因此我们认为，公司作为内资车灯龙头，应该可以享受较汽车行业整体约 15% 的估值溢价。而如果公司在未来的 2 年内能够成功拿到多款合资品牌车型的前大灯订单，则可以证明公司未来在车灯市场具有与小糸、法雷奥等外资车灯企业同台竞技的实力，公司的估值有望继续提升。

我们维持对公司的“增持”评级，给予 6 个月目标价 13.77 元，对应 2012 年 17 倍 PE。

6 风险分析

6.1 国内汽车行业增速大幅下滑

我们认为，国内汽车产量在十二五期间仍将保持五年复合增长 10%以上的增速。但如果由于政策和能源问题等原因造成国内汽车行业未来五年复合增速远低于 10%，则公司未来 3 年的净利润增速也有可能低于 15%。

6.2 管理能力不能与公司高速扩张同步提升的风险

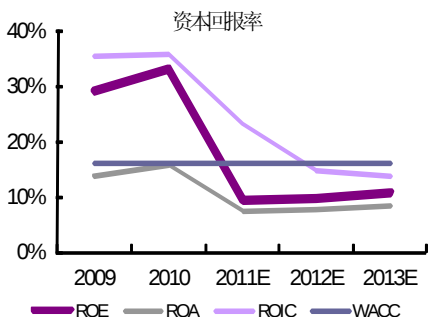
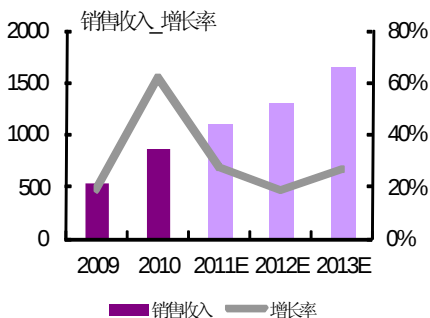
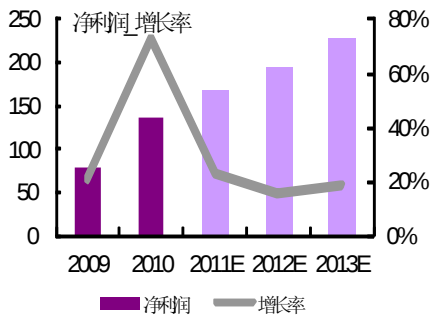
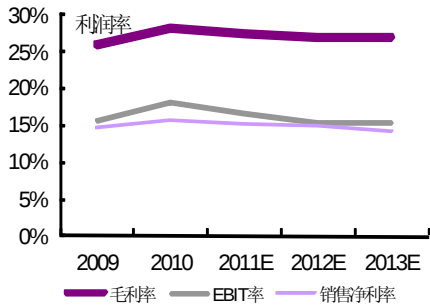
公司此前只有常州一家生产基地，而目前又可能在 4 个城市异地建厂，这将对公司的管理能力提出较大考验。

6.3 产品研发：迟迟不能继续获得合资品牌主力车型前大灯订单

公司如果迟迟不能继续获得合资品牌主力车型前大灯订单，公司未来可能将难以享受到车灯行业的估值溢价。

6.4 核心研发和管理人员流失

我们认为车灯行业的超额利润来自于设计而非制造，因此如果公司的核心研发和管理人员流失，将对公司的发展造成一定影响。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	871	1,106	1,311	1,653
营业成本	398	624	803	956	1,209
折旧和摊销	12	15	17	32	52
营业税费	2	2	4	7	8
销售费用	32	52	65	77	98
管理费用	19	31	58	68	86
财务费用	-4	-1	-8	-29	-22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	159	191	232	275
利润总额	88	161	199	232	275
少数股东损益	1	1	1	3	4
归属母公司净利润	79.04	136.36	168.00	194.16	229.97

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	582	875	2,251	2,526	2,855
流动资产	464	667	1,944	1,802	1,833
货币资金	166	193	1,274	1,017	897
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	66	91	141	167	194
应收票据	88	70	199	236	298
其他应收款	2	6	14	16	18
存货	123	267	257	296	363
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	77	93	194	544	804
无形资产	20	26	25	23	22
总负债	302	453	470	539	654
无息负债	282	433	470	539	654
有息负债	20	20	0	0	0
股东权益	280	422	1,781	1,988	2,201
股本	168	177	237	240	240
公积金	16	56	1,257	1,301	1,324
未分配利润	88	181	277	435	623
少数股东权益	8	9	9	12	16

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	125	81	23	154	227
净利润	79	136	168	194	230
折旧摊销	12	15	17	32	52
净营运资金增加	-51	107	195	76	88
其他	85	-178	-356	-149	-143
投资活动产生现金流	-63	-113	-120	-450	-350
净资本支出	42	115	120	450	350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-104	-228	-240	-900	-700
融资活动现金流	13	-8	1,178	39	3
股本变化	0	9	60	3	0
债务净变化	15	0	-20	0	0
无息负债变化	142	151	37	69	115
净现金流	76	-41	1,081	-257	-120

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	19.07%	61.89%	27.00%	18.52%	26.11%
净利润增长率	20.64%	72.53%	23.20%	15.57%	18.44%
EBITDA 增长率	17.64%	81.26%	14.99%	17.00%	30.22%
EBIT 增长率	19.34%	88.02%	15.47%	10.47%	24.74%
估值指标					
PE	35	20	17	15	12
PB	10	7	2	1	1
EV/EBITDA	20	12	9	9	7
EV/EBIT	23	13	9	10	9
EV/NOPLAT	25	15	11	12	10
EV/Sales	4	2	2	2	1
EV/IC	9	5	3	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.92%	28.36%	27.37%	27.07%	26.85%
EBITDA 率	17.84%	19.97%	18.08%	17.85%	18.43%
EBIT 率	15.67%	18.20%	16.55%	15.43%	15.26%
税前净利润率	16.33%	18.52%	18.02%	17.68%	16.62%
税后净利润率 (归属母公	14.69%	15.66%	15.19%	14.81%	13.91%
ROA	13.67%	15.68%	7.50%	7.80%	8.18%
ROE (归属母公司) (摊	29.05%	33.00%	9.48%	9.83%	10.52%
经营性 ROIC	35.44%	35.51%	23.04%	14.72%	13.81%
偿债能力					
流动比率	1.63	1.65	4.63	3.69	3.04
速动比率	1.20	0.99	4.02	3.08	2.44
归属母公司权益/有息债务	13.60	20.66	-	-	-
有形资产/有息债务	27.79	42.11	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.33	0.58	0.70	0.81	0.96
每股红利	0.00	0.23	0.07	0.08	0.10
每股经营现金流	0.53	0.34	0.10	0.64	0.95
每股自由现金流(FCFF)	0.42	-0.29	-0.63	-1.35	-0.71
每股净资产	1.15	1.75	7.48	8.25	9.12
每股销售收入	2.27	3.68	4.67	5.47	6.90

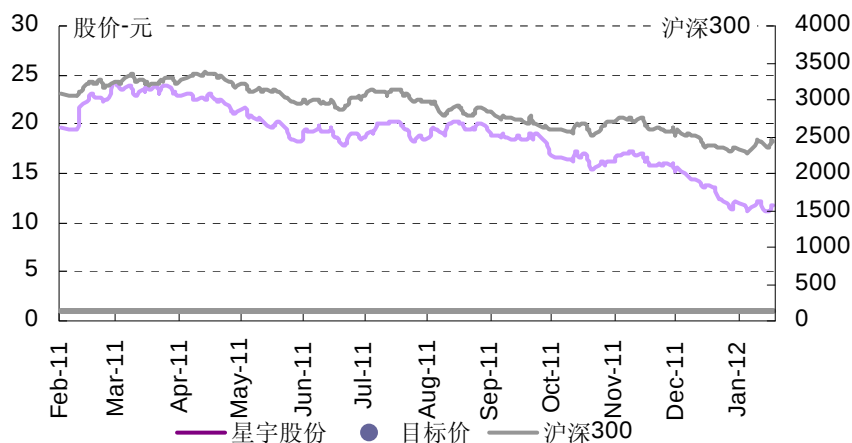
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

星宇股份 (601799)



日期	股价	目标价	评级
2011-01-18	19.73	25.80	无评级
2011-02-28	22.78	31.85	买入
2011-03-17	23.86	31.85	买入
2011-04-27	21.20	31.85	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com