投资评级：买入（首次）

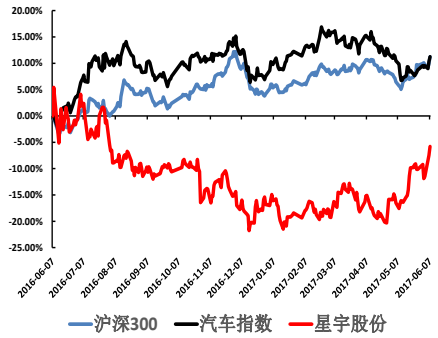
星宇股份（601799）

产品结构优化，助力业绩释放

市场数据	2017 年 6 月 6 日
收盘价（元）	43.58
一年内最低/最高（元）	35.22/43.88
市盈率	32.19
市净率	3.13

基础数据	
净资产收益率（%）	9.33
资产负债率(%)	30.11
总股本（亿股）	2.76

最近 12 月股价走势



联系信息

证券分析师：	李永良
SAC 证书编号：	S0160511030007
研究助理：	吴鹏
电话：	0571-87821868
Email：	wupeng@ctsec.com

投资要点：

- **在手订单饱满，开启业绩增速引擎**

2016年公司承接车灯新项目138个，订单总额120亿元，其中前照灯19个、后组合灯45个，批产车灯新项目118个，新项目预计在2017、2018年集中投产，有望成为公司未来3年业绩增速引擎。此外，公司产品高端化迈上新台阶，车灯新项目中包括奥迪A3、Q5前照灯项目以及为德国宝马全球平台配套的后组灯项目，豪华车车灯更为高端，附加值更高，公司顺利获得豪华车配套资质显示公司产品力强。随着进入奥迪、宝马等国际知名车企供应链，在示范效应的作用下，未来持续承接高端车企订单值得期待。

- **产品LED化、大灯占比提升，毛利率有望企稳回升**

车灯LED化成未来发展方向。LED车灯具有能耗低、寿命长的优势，并且光源体积小，可根据设计师要求设计成各种样式，美观性无可比拟。此外车灯智能化乃大势所趋，而LED灯又是AFS、ADB车灯必选光源。因此LED车灯顺应了汽车消费升级、智能化需求，渗透率有望持续提升。随着LED化，车灯的单车配套价值将实现显著提升(LED灯价格1000多，是卤素灯的2倍以上)。叠加公司产品结构升级，毛利率更高的前大灯未来3年的收入占比有望达到50%以上，对公司毛利率形成提振。

- **自主崛起、合资下探，车灯行业格局生变**

自主崛起、合资下探的大背景下，公司有望受益：(1) 在品牌溢价不如合资车的条件下，自主品牌价格上移的必要选择就是零配件的高端化，因而自主品牌车灯LED化合乎情理。公司作为内资车灯龙头，LED车灯市占率有望持续提升。(2) 自主崛起导致合资价格下探，成本控制难度进一步提升。合资品牌迫于成本压力切换至自主车灯企业存在可能，公司产品高性价比，销量有望持续释放。

- **盈利预测及估值**

我们预计公司2017～2019年营业收入分别同比增长31.6%、33.8%、31.4%，归属母公司股东净利润分别同比增长32.0%、34.0%、32.7%，对应2017～2019年PE分别为25.6倍、19.1倍、14.4倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示**

汽车行业景气度不及预期；新项目量产进度不及预期；新客户拓展不及预期。

表 1：财务和估值数据摘要	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	2468	3,347	4,405	5,893	7,744
增长率	22.4%	35.6%	31.6%	33.8%	31.4%
归属母公司股东净利润（百万）	293	350	462.00	619.18	821.37
增长率	11.9%	19.2%	32.0%	34.0%	32.7%
每股收益（元）	1.22	1.27	1.67	2.24	2.98
市盈率(倍)	35.0	33.8	25.6	19.1	14.4

数据来源：Wind，财通证券研究所

目录

1、内资车灯龙头企业 3
1.1 绑定国内优质整车客户的自主车灯龙头 3
1.2 营收、归母增速回升，支撑业绩高增长 4
2、在手订单饱满，开启业绩增速引擎 5
3、产品 LED 化、大灯占比提升，毛利率有望企稳回升 6
4、自主崛起、合资下探，车灯行业格局生变 7
5、盈利预测与投资建议 7
6、风险提示 8

图目录

图 1：公司产品列示 3
图 2：2016 年各业务营收占比 4
图 3：近几年各业务增长情况 4
图 4：营业收入及同比增速 4
图 5：归母净利润及同比增速 4
图 6：公司历年毛利率及净利率情况 5
图 7：2016 年国内乘用车前十家生产企业销量排名 5
图 8：自主品牌市占率持续提升 7

表目录

表 1：财务和估值数据摘要 1
表 2：2016 年国内乘用车前十家生产企业销量排名 5
表 3：自主品牌市占率持续提升 7
表 4：公司财务报表及指标预测利润表 9

1、内资车灯龙头企业

1.1 绑定国内优质整车客户的自主车灯龙头

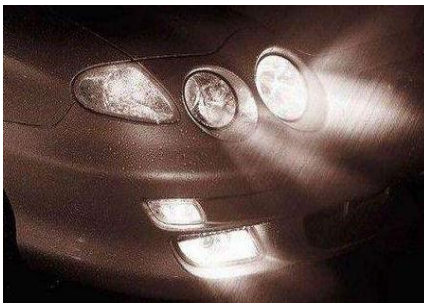
公司是国内车灯龙头企业，专注于汽车车灯研发、设计、制造与销售，是我国主要的汽车灯具总成制造商和设计方案提供商之一。公司产品包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、制动灯、转向灯等。核心客户涵盖一汽-大众、一汽丰田、上汽大众、上汽通用、广汽丰田、广汽乘用车、奇瑞汽车、东风日产、德国宝马等国内主要主机厂及部分国外主机厂。

图 1：公司产品列示

汽车前照灯

汽车后组合灯

汽车雾灯



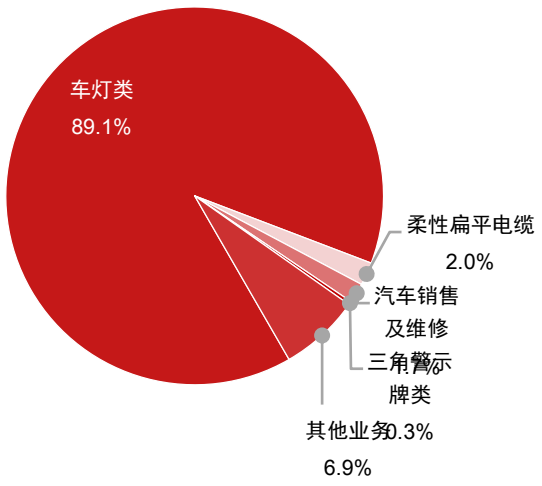
汽车制动灯

汽车转向灯

资料来源：百度图片，财通证券研究所

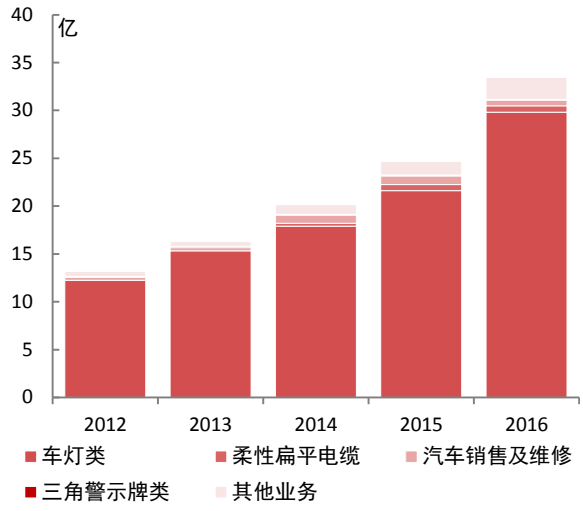
公司业务构成以车灯为主，2016年公司车灯营收占比近90%，其他业务包括柔性扁平电缆、汽车销售及维修、三角警示牌等营收占比均相对较小。近些年公司车灯类业务收入进一步提升，业务占比随之提高，而其他业务则持续维持相对体量较小的水平。

图 2：2016 年各业务营收占比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 3：近几年各业务增长情况

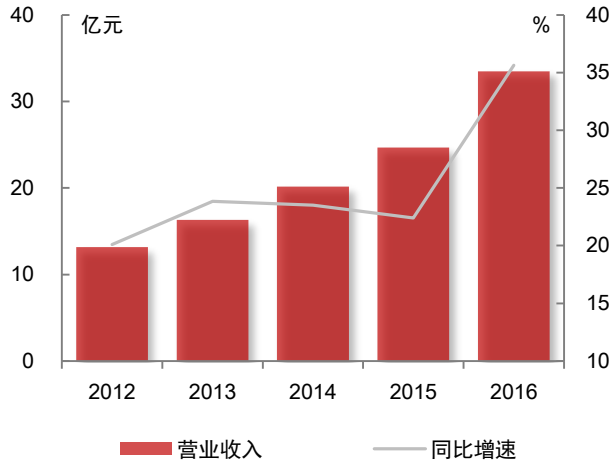


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.2 营收、归母增速回升，支撑业绩高增长

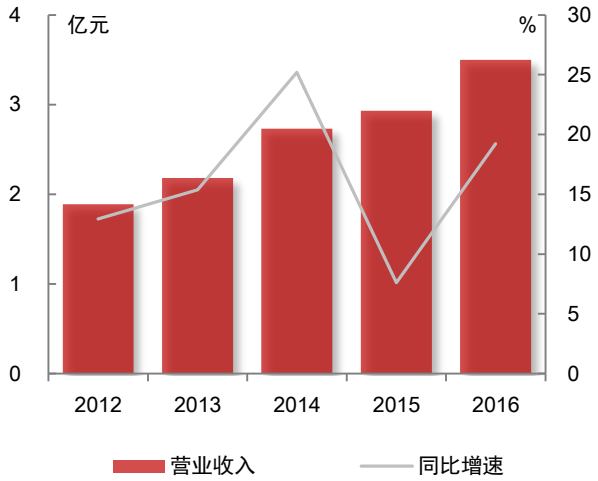
公司近几年业绩稳健增长，2012-2016年公司营业收入、归母净利润GAGR分别为26.24%和16.65%。2016年公司实现营业收入33.47亿元，同比增长35.64%，实现归母净利润3.50亿元，同比增长19.22%，营收、归母增速均显著高于前几年水平，呈现企稳回升态势，显示公司业绩进入高速增长期。

图 4：营业收入及同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 5：归母净利润及同比增速

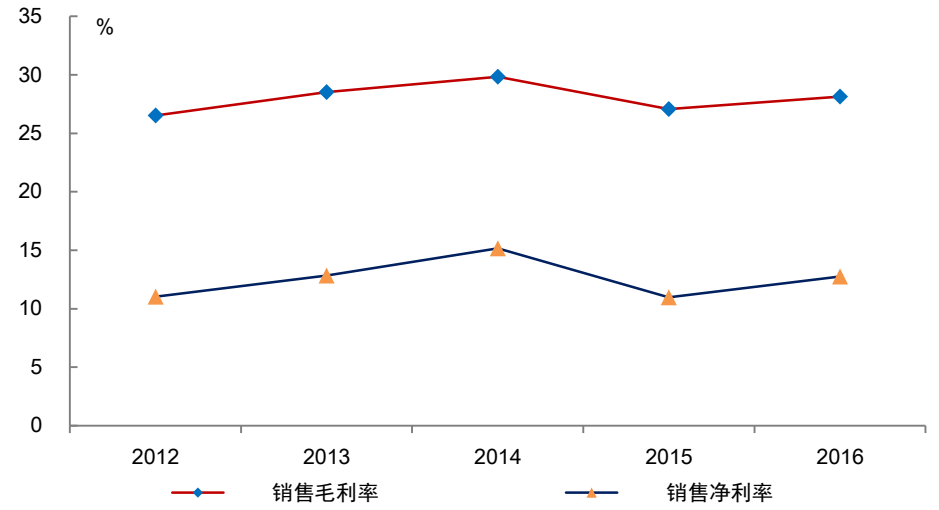


数据来源：Wind，财通证券研究所

公司近几年毛利率呈现显著下滑趋势，2016/2015/2014公司毛利率分别为24.05%/23.46%/20.98%。与此同时，三费率并未显著提升。造成公司毛利率下滑的原因在于：公司近几年为新项目新客户开拓期，起初新项目不良率较高拉低毛

利率，再者公司进入整车厂配套的初始阶段主要配套毛利率较小的小灯产品，拖累整体毛利率。

图 6：公司历年毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

2、在手订单饱满，开启业绩增速引擎

公司客户优质，主要客户主要包括一汽大众、一汽丰田、上汽大众、上汽通用、广汽丰田、广汽乘用车、奇瑞汽车、东风日产、德国宝马等国内外主机厂，其中国内大型主机厂公司基本都已覆盖。公司客户集中度较高，2016/2015/2014公司对前五名客户销售收入占营收的比重分别为72%/81%/87%，前五名占比虽呈下滑趋势，但比重依然较高。前五大客户中一汽大众占比最高，收入占比超35%，其余依次是一汽丰田（接近20%）、上汽大众（约10%）、广汽乘用车（低于10%）、奇瑞（低于10%）。

表 2：2016 年国内乘用车前十家生产企业销量排名

排名	企业名称	销量（万辆）
1	上汽大众	200.02
2	上汽通用	188.00
3	上汽通用五菱	187.82
4	一汽大众	187.24
5	长安汽车	121.96
6	北京现代	114.20
7	东风日产乘用车公司	111.79
8	长城汽车	96.89
9	长安福特	94.38
10	吉利控股	79.92

数据来源：中汽协，财通证券研究所

公司下游客户竞争力强，销量位居国内车企领先地位。2016年国内乘用车销量10强企业中，公司所配套的客户占据4席。今年以来，一汽大众、一汽丰田销量持续强劲，一季度销量分别为34.58万辆、16.30万辆，同比增长10.27%、7.30%。随着配套客户汽车销量稳步增长，公司车灯配套获得较强支撑。

公司在手订单饱满，助力业绩释放。2016年公司承接车灯新项目138个，订单总额120亿元，其中前照灯19个、后组合灯45个，批产车灯新项目118个，新项目预计在2017、2018年集中投产，有望成为公司未来3年业绩增速引擎。

公司产品高端化迈上新台阶，示范效应打开新局面。公司车灯新项目中包括奥迪A3、Q5前照灯项目以及为德国宝马全球平台配套的后组灯项目，豪华车车灯更为高端，附加值更高，公司顺利获得豪华车配套资质显示公司产品力强，高端化步入新台阶，随着进入奥迪、宝马等国际知名车企供应链，在示范效应的作用下，未来持续承接高端车企订单值得期待。

3、产品 LED 化、大灯占比提升，毛利率有望企稳回升

车灯LED化成未来发展方向。按照光源来分，车灯包括卤素灯、氙气灯、LED灯和激光灯。当前市场上卤素灯仍占据较大市场份额，其具有价格便宜(300-500元)、光源在雾天穿透力强等特点。而LED灯具有能耗低、寿命长的优势，并且光源体积小，可根据设计师要求设计成各种样式，美观性无可比拟。国人汽车消费注重颜值，汽车大灯作为汽车的“眼睛”，通常是一款车颜值的重要体现。因此LED灯把握了消费者对美观的要求。此外，车灯智能化乃大势所趋，而LED灯又是AFS、ADB车灯必选光源，其同时又顺应了汽车消费升级、智能化的需求，因此渗透率有望持续提升。随着LED化，车灯的单车配套价值将实现显著提升(LED灯价格1000多，是卤素灯的2倍以上)。公司LED灯近年来出货量不提升，高附加值值产品上量为毛利率提供重要支撑。

公司产品结构升级优化毛利率。公司2016年前大灯收入占比约35-40%，后组合灯收入占比为30%，小灯、雾灯收入占比30-35%。由于前大灯与后组合灯单车价值量更高，品质要求更高，故公司通常先以小灯、雾灯切入主机厂供应链，待品质验证后再供应前大灯与后组合灯。近几年公司不断进行市场拖延，目前国内整车厂布局接近完成，而随着小等、雾灯产品品质得以验证，公司将快速进入毛利率更高的前大灯、后组合灯的供应体系。预计未来3年公司前大灯的业务占比有望达到50%以上，对公司毛利率形成提振。

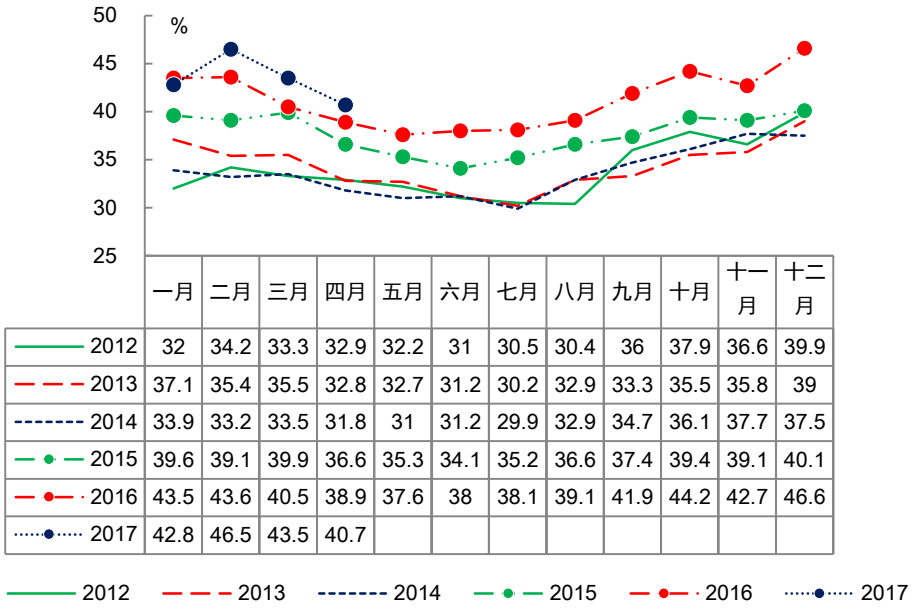
4、自主崛起、合资下探，车灯行业格局生变

自主品牌崛起使得合资品牌倍感压力，无论是产品力，还是市占率，自主品牌显然已经构成对合资品牌的竞争威胁。随着技术积累、产品力提升，自主品牌已有品牌进阶的尝试，长城推出WEY、吉利打造LYNK&CO，进军15-20万元中高端市场迫使合资品牌不得不价格下探迎战。

而在自主崛起、合资下探的大背景下，自主零配件厂商有望受益：

- 自主品牌产品力提升有望引致零配件配置高端化，长城WEY的首款车型VV7车内饰件及相应零配件实现越级，高端化趋势明显。在品牌溢价不如合资车的条件下，自主品牌价格上移的必要选择就是零配件的高端化，因此自主品牌车灯LED化合乎情理。公司作为内资车灯龙头，LED车灯市占率有望持续提升。
- 自主崛起导致合资价格下探，成本控制难度进一步提升。从降低成本的角度来看，合资厂商对更具性价比的车灯产品有较强诉求。公司作为内资车灯龙头，与外资车灯企业相比，性价比优势十分明显。合资品牌迫于成本压力切换至自主车灯企业不无可能，公司产品销量有望持续释放。

表 3：自主品牌市占率持续提升



	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
2012	32	34.2	33.3	32.9	32.2	31	30.5	30.4	36	37.9	36.6	39.9
2013	37.1	35.4	35.5	32.8	32.7	31.2	30.2	32.9	33.3	35.5	35.8	39
2014	33.9	33.2	33.5	31.8	31	31.2	29.9	32.9	34.7	36.1	37.7	37.5
2015	39.6	39.1	39.9	36.6	35.3	34.1	35.2	36.6	37.4	39.4	39.1	40.1
2016	43.5	43.6	40.5	38.9	37.6	38	38.1	39.1	41.9	44.2	42.7	46.6
2017	42.8	46.5	43.5	40.7								

数据来源：中汽协，财通证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司的主要看点包括：在手订单饱满，公司 120 亿元订单将于 2017、2018 年集中投产，有望成为公司未来 3 年业绩增速引擎；车灯 LED 化趋势明显，公司 LED 灯近年来出货量不提升，高附加值产品上量对毛利率形成重要支撑；公司产品结

构调整，未来3年高毛利率的前大灯收入占比有望达到50%以上，对公司毛利率形成提振；自主崛起引致高端化配置，公司LED车灯市占率有望提升；合资价格下探，迫于成本压力切换自主车灯不无可能，公司产品高性价比销量有望持续释放。我们预计公司2017～2019年营业收入分别同比增长31.6%、33.8%、31.4%，归属母公司股东净利润分别同比增长 32.0%、34.0%、32.7%，对应 2017～2019年PE分别为25.6倍、19.1倍、14.4倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6、风险提示

汽车行业景气度不及预期；新项目量产进度不及预期；新客户拓展不及预期。

表 4：公司财务报表及指标预测

财务和估值数据摘要

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,347	4,405	5,893	7,744
增长率(%)	35.6%	31.6%	33.8%	31.4%
归属母公司股东净利润	350	462	619	821
增长率(%)	19.2%	32.0%	34.0%	32.7%
每股收益(EPS)	1.27	1.67	2.24	2.98
销售毛利率(%)	20.41%	20.74%	21.27%	21.84%
市盈率（P/E）	33.8	25.6	19.1	14.4
市净率（P/B）	3.15	2.97	2.76	2.52

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**3347**	**4405**	**5893**	**7744**
营业成本	2645	3466	4606	6008
营业税金及附加	19	25	34	44
销售费用	110	140	184	240
管理费用	228	296	382	493
财务费用	(2)	0	33	78
投资收益	46	45	45	45
资产减值及公允价值变动	(12)	(16)	(18)	(19)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	**382**	**507**	**681**	**907**
营业外收支净额	17	20	25	30
利润总额	399	527	706	937
所得税	50	66	88	117
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司股东净利润	**350**	**462**	**619**	**821**
每股收益（元）	1.27	1.67	2.24	2.98

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	448	702	1101	1326
应收款项	871	1074	1405	1909
存货	921	1128	1593	2084
其他流动资产	2077	2731	3654	4801
流动资产合计	**4317**	**5635**	**7752**	**10121**
固定资产	854	883	936	1020
无形资产和开发支出	122	117	112	108
投资性房地产	78	78	78	78
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**5371**	**6714**	**8879**	**11327**
短期借款	0	651	1815	2996
应付款项	1483	1911	2551	3338
其他流动负债	80	104	138	180
流动负债合计	**1562**	**2666**	**4504**	**6514**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	55	65	85	115
长期负债合计	**55**	**65**	**85**	**115**
负债合计	**1617**	**2731**	**4589**	**6630**
少数股东权益	5	4	4	3
股东权益合计	3749	3979	4286	4694
负债和股东权益合计	**5371**	**6714**	**8879**	**11327**

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	(900)	(31)	(285)	(329)
投资性现金净流量	(172)	(134)	(169)	(213)
筹资性现金净流量	1150	418	853	767
现金流量净额	**78**	**254**	**399**	**225**

数据来源：Wind，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。