



2020年常州星宇车灯股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2020年常州星宇车灯股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-22	2020-07-01

债券概况

债券简称：星宇转债

债券剩余规模：14.99 亿元

债券到期日期：2026-10-22

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

联系方式

项目负责人：党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

项目组成员：朱磊
zhul@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对常州星宇车灯股份有限公司（以下简称“星宇股份”或“公司”，股票代码 601799.SH）及其 2020 年 10 月 22 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司系国内汽车车灯龙头企业，技术与研发实力仍较为突出；主要客户资质较好，未来发展较有保障；营业收入增长较快，盈利能力较强且继续提升；资产流动性较好，经营活动现金流表现良好，债务负担较低。同时也关注到，公司面临一定的汽车景气度波动、新增产能消化、客户集中度高、高等风险因素。

未来展望

- 公司客户资质较好且合作稳定，业务发展较有保障，随着公司在建产能释放，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险相对可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	115.66	114.28	85.54	72.49
归母所有者权益	62.00	59.19	48.85	43.68
总债务	29.46	27.43	13.88	13.34
营业收入	19.11	73.23	60.92	50.74
净利润	2.86	11.60	7.90	6.08
经营活动现金流净额	3.12	18.75	10.80	6.83
销售毛利率	26.22%	27.30%	24.03%	22.56%
EBITDA 利润率	--	21.70%	18.41%	18.17%
总资产回报率	--	13.80%	12.21%	10.70%
资产负债率	46.40%	48.20%	42.89%	39.72%
净债务/EBITDA	--	-2.04	-2.04	0.26
EBITDA 利息保障倍数	--	112.45	67.76	53.21
总债务/总资本	32.21%	31.67%	22.13%	23.39%
FFO/净债务	--	-36.16%	-34.46%	243.13%
速动比率	1.87	1.82	1.41	1.60
现金短期债务比	3.77	4.33	2.75	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报，中证鹏元整理

优势

- **公司系国内汽车车灯龙头企业，技术与研发实力突出。**公司是极少数能为主要合资乘用车制造企业提供汽车灯具产品的内资企业，拥有涵盖产品设计、模具开发、工装制造、样件生产、检测等环节的产品设计开发能力，在研发团队、研发投入和研发设施等方面都处于国内行业领先地位。
- **公司主要客户资质仍较好，盈利能力继续提升。**2020年，公司主要客户变化不大，仍为资质较好的合资或外资整车厂商，配套较为畅销的车型，推动营业收入和利润明显增长，盈利能力继续提升。
- **公司资产流动性较好，经营活动现金流表现良好，债务负担较低。**截至2020年末，公司账面现金类资产占总资产过半；2020年公司经营活动现金净流入远好于净利润水平；同期末，公司总负债中以经营性应付项目为主，偿还具备一定弹性，短期债务指标表现均较好。

关注

- **汽车行业景气度波动的风险。**汽车行业具备较强的周期性特征，汽车市场景气度波动会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营产生一定影响。
- **新增产能消化风险。**公司包括本期债券募投项目在内的在建产能扩张幅度较大，若下游整车市场景气度下滑导致该类产品需求量下降或公司后期市场开发不及预期，新增产能将无法及时消化，且折旧成本上升也将侵蚀公司利润。
- **客户集中度较高风险。**2020年前五名客户变化不大，合计占比67.38%，客户集中度仍较高，且进一步提升，若未来公司主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年10月22日发行6年期15亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于智能制造产业园模具工厂项目、智能制造产业园电子工厂和补充流动资金。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专户存储余额为8,165.63万元，现金管理类产品余额101,671.46万元。

三、发行主体概况

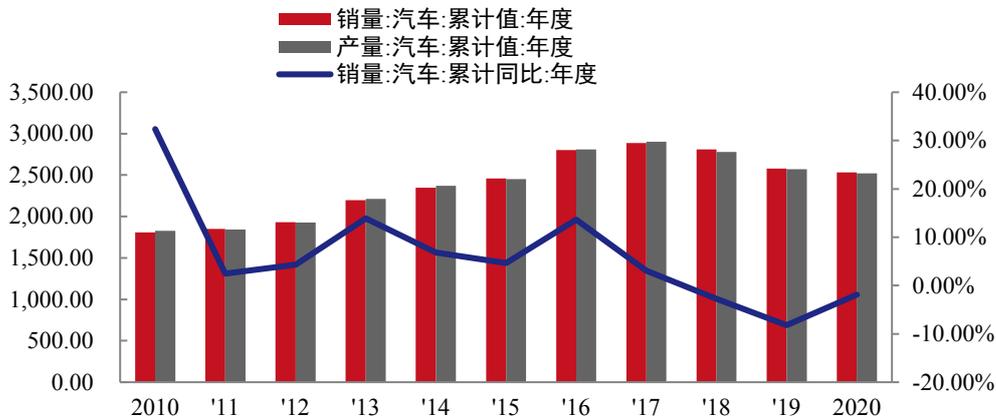
2020年，公司控股股东和实际控制人未发生变化，控股股东与实际控制人均为周晓萍，直接和间接合计控制公司43.52%的股份，股份无受限情况。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为27,615.52万元，较上期末不变。

2020年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事汽车（主要是乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，主要面向整车厂配套市场（OEM）。截至2020年末，公司合并范围较上年末无变化。

四、运营环境

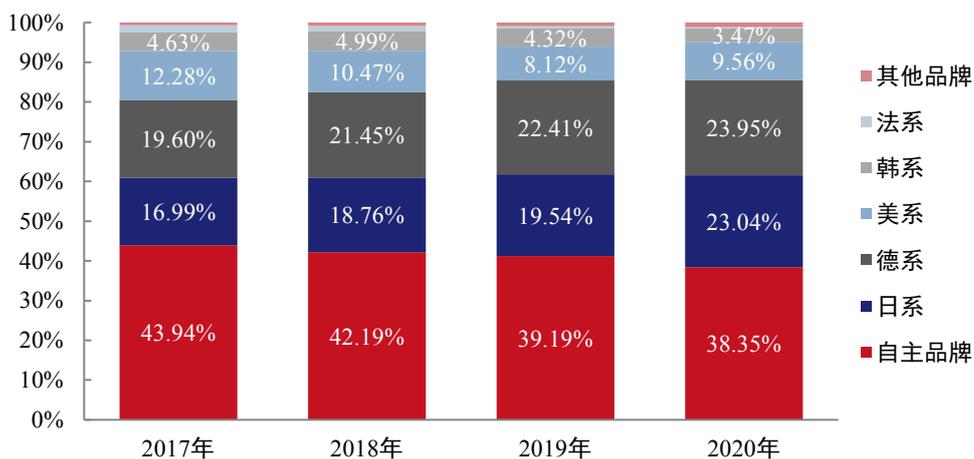
预计2021年汽车市场景气度将有所回升，但未来汽车市场景气度波动仍会对公司经营业绩产生一定影响；存量市场博弈下，汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧

受“COVID-19”疫情冲击，2020年上半年汽车销量同比下滑16.95%，对应的国内汽车零部件行业的主营业务收入和利润总额分别同比下降8.55%和16.35%，上半年疫情对国内汽车产业链冲击力度较大。得益于国内疫情快速得到有效控制，全国各地企业复工情况良好，整车厂商补库存和下游消费市场逐步回暖，2020年下半年汽车销量同比增长8.73%，对应的国内汽车零部件行业的主营业务收入和利润总额分别同比增长12.60%和39.36%。2020年上半年低基数情况下，预计2021年汽车市场仍然延续景气度回升的态势，而随着海外疫情逐步得到控制，订单量修复，国内汽车零部件行业更加受益。公司主要收入来源于汽车车灯类产品，其生产经营状况与汽车行业的整体发展状况密切相关，因此汽车市场景气度波动会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营造成一定影响。

图 1 2020 年国内汽车产销跌幅收窄，预计 2021 年将温和回暖（单位：万辆）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

受汽车市场整体需求疲软影响，国内汽车零部件公司经营情况分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、资金储备丰富和品牌认可度高的头部供应商抗压能力较强。从汽车品牌来看，近年来日系、德系品牌销量持续增长，市场份额不断提升，2020 年日系、德系品牌销量占有度分别上升至 23.04% 和 23.95%，依附于强劲的整车厂力量，配套日系车与德系车的零部件供应商相对于配套韩系车、我国自主品牌乘用车等的供应商来说未来发展更有保障，抗压能力相对更强，信用风险较小。此外，掌握核心技术、资金储备丰富和品牌认可度高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力亦相对较强。

图 2 日系与德系品牌地位强势，自主品牌份额跌幅最大


资料来源：Wind，中证鹏元整理

经营规模靠前的车灯企业未来将在规模化效益以及技术方面获得较大竞争优势

技术发展方面，近年来汽车车灯技术发展较快，主要集中于车灯电子和光源领域。车灯电子方面，随着智能汽车量产，车灯将从传统的功能安全件转向电子化和智能化，前照灯逐步演变出矩阵式 LED、ADB 及高清 ADB 等功能，从而实现信息交流、人车交互。光源技术方面，随着技术进步、成本降低，

先后发展成卤素灯、氙气灯（HID）、LED车灯和更为先进的激光大灯，其中LED车灯应用已经非常普遍，而更先进的激光大灯也已经出现并在少部分高端车型得到应用。汽车车灯发展愈加智能化、结构复杂化，单位车灯价值亦有所提升。

从市场现状来看，国内规模较大的车灯厂商有华域视觉、广州小系、长春海拉、广州斯坦雷、湖北法雷奥和星宇股份，上述企业占据了国内大部分市场份额，行业集中度较高。外资车灯企业主要以合资方式进入国内市场，其中广州小系的股东有丰田，主要为丰田等配套生产车灯，广州斯坦雷的股东有本田，主要为本田等配套生产，海拉是德国车灯厂商，长春海拉则为德系车的长期合作方，这种固定的合作关系使车灯厂商能够获得较稳定的订单，但也限制了厂商各自向其他车系扩展的空间。星宇股份及一些其他国内车灯供应商则没有与整车品牌的固定关系，而是作为独立供应商进行竞争，其市场空间更广。随着技术积累，国内车灯供应商凭借综合成本优势、本土供应和服务水平等因素，诞生一些规模较大车灯企业，而公司成长为极少数能为主要合资乘用车制造企业提供汽车灯具产品的内资企业，与小系、海拉、斯坦雷、法雷奥等外资企业形成一定的竞争，但公司在经营规模、技术水平方面与上述企业相比仍存在一定的差距。

车灯行业属于典型的重资产与资本密集型行业，需要投入较多固定设备与资金，规模化经营能分摊固定成本和期间费用形成经济效益，提升盈利能力，并且对上游的原材料供应商形成一定话语权。但我国车灯起步晚于整车行业，与国际先进同行业相比，国内车灯企业在技术水平、生产规模等方面仍然存在较大的差距，处于产业链上定价能力较弱的环节。未来大型企业通过资金优势，扩张高端产品产能，能够在规模化效益以及技术升级方面获得较大竞争优势。

五、经营与竞争

2020年，公司主营业务未发生变更，受益于当年度新订单的平稳增加，公司营业收入实现稳步增长，车灯类业务为公司主要收入来源，占比93.62%，主营业务突出；其他业务是公司为确保供应商原材料质量，由公司集中采购，统一销售给供应商，由此形成的收入，对公司收入形成一定的补充。毛利率方面，2020年公司毛利率水平进一步提升，盈利能力增强，主要得益于产品结构优化和经营规模扩大带来的规模效应。

表1 按产品划分公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
车灯类	685,549.37	27.40%	565,656.88	24.85%
柔性扁平电缆	-	-	1,779.69	23.92%
三角警示牌类	1,383.72	-5.27%	1,259.67	-0.46%
其他业务	45,338.42	26.72%	40,483.61	13.41%
合计	732,271.51	27.30%	609,179.84	24.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系国内主要的汽车车灯总成制造商和设计方案提供商之一，技术与研发实力进一步提升

公司系国内主要的汽车车灯总成制造商和设计方案提供商之一，是极少数掌握车灯总成技术的国内自主品牌企业，技术与研发能力突出。公司技术中心先后被认定为江苏省企业技术中心、江苏省汽车照明工程技术研究中心和国家级企业技术中心；公司检测中心是符合ECE法规的标准试验中心，是经中国合格评定国家认可委员会认可的国家级实验室，得到大众、丰田、宝马、奥迪等知名整车厂商的认可。相较于其他车灯企业，公司拥有更加完整的涵盖产品设计、模具开发、工装制造、样件生产、检测等环节的产品设计开发能力，在研发团队、研发投入和研发设施等方面都处于行业领先地位。

随着公司技术水平不断增强，公司获得一汽大众、一汽丰田和东风日产等知名合资厂商的订单持续增加，亦成为奥迪、德国宝马、戴姆勒等高端客户的车灯供应商，侧面验证了公司的技术实力和水平。但由于公司相对于国外大型车灯企业成立时间较短，在基础研究和前沿技术研究方面的积累与小系、斯坦雷、海拉、法雷奥等跨国公司相比仍有一定的差距。

2020年公司加大研发投入，占营业收入比重提升至4.21%。总体来看，公司在汽车车灯领域具有较强的自主研发能力与核心生产技术以及完备的试验检测能力，处于同行业领先地位，为公司后续发展提供一定的技术保障。

表2 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年
研发投入金额	30,858.30	23,000.99
研发投入占营业收入比例	4.21%	3.78%

资料来源：2019-2020年公司年度报告，中证鹏元整理

公司下游主要大客户资质较好，未来业务发展较有保障，但仍面临一定的客户集中度较高的风险

销售方面，公司主要面向整车厂配套市场（OEM），采取直销方式，下游客户涵盖一汽大众、上汽大众、戴姆勒、宝马、奥迪、一汽丰田、东风日产、东风本田、广汽丰田、广汽本田、上汽通用、长安福特等德系、日系、美系合资或外资品牌整车厂商以及奇瑞汽车、吉利汽车、广汽乘用车和一汽红旗等知名自主品牌整车厂商，配套包括速腾、迈腾、宝来、高尔夫、卡罗拉、轩逸、雷凌、奥迪A6L等畅销车型。

2020年公司前五大客户结构变动不大，其中一汽红旗因其当年度相关车型销量大幅增长使得公司订单增加较多而进入前五大客户。公司主要客户中，大众、丰田和日产属于目前国内口碑及销量较好的德系和日系品牌，主要客户的资质较好，未来业务发展较有保障。但同时也需要注意的是，2020年公司前五大客户营收占比提升至67.38%，未来若公司主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响，公司面临一定客户集中度较高的风险。信用政策方面，未发生变化，下游客户账期一般在30天-90天，使用电汇和承兑汇票结算。

表3 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2020年	1	客户一	271,484.47	37.07%
	2	客户二	75,420.53	10.30%
	3	客户三	55,902.09	7.63%
	4	客户四	45,626.13	6.23%
	5	客户五	44,991.88	6.14%
			合计	493,425.10
2019年	1	客户一	206,907.76	33.96%
	2	客户二	62,660.55	10.29%
	3	客户三	55,545.09	9.12%
	4	客户四	40,005.78	6.57%
	5	客户五	30,800.42	5.06%
			合计	395,919.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司未来产能扩张幅度较大，需关注新产能订单消化情况

公司目前的生产主要集中于公司本部常州星宇，为加强与客户合作关系，近年公司在吉林长春和广东佛山建设生产基地。吉林和广州都是中国主要的汽车产业集中地，随着长春和佛山生产基地的逐步投产，公司产能区域分布趋于合理，有利于缩短运输时间与成本，加强客户关系以及提升公司服务水平。

由于公司基本采用“以销定产”的方式，各类产品产销率均保持较高水平。从产能利用率来看，2020年佛山星宇和智能制造产业园项目部分达到预定可使用状态转固，前照灯、后组合灯实际产能分别扩产至666.52万只和1,617.60万只，前照灯产能利用率下降至85.35%，而后组合灯产能利用率提升至90.16%，产能利用仍较为充分。而雾灯产能利用率有所下滑，主要系相关订单减少所致。

表4 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万只）

产品明细	项目	2020年	2019年
前照灯	实际产能	666.52	443.52
	产量	568.90	420.13
	产能利用率	85.35%	94.73%
	销量	537.25	437.22
	产销率	94.44%	104.07%
后组合灯	实际产能	1,617.60	1,335.60
	产量	1,458.47	1,097.45

	产能利用率	90.16%	82.17%
	销量	1,489.87	1,316.40
	产销率	102.15%	119.95%
	实际产能	630.00	630.00
	产量	489.55	636.81
雾灯	产能利用率	77.71%	101.08%
	销量	494.48	635.70
	产销率	101.01%	99.83%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对技术研发的重视程度较高，除扩大产能外，亦在推进汽车电子与照明研发中心建设，着重在前沿车灯技术及车灯电子技术等方向的研究，汽车电子是智能车灯的关键部分，其附加值占智能车灯价值的比例较高。智能制造产业园项目于2018年4月正式启动，项目分期建设，目前一期项目竣工，二期、三期项目在建，完全建成后，将形成各类车灯产品1,020万只年生产能力，但若下游整车市场景气度下滑导致该类产品需求量下降或公司后期市场开发不及预期，新增产能无法及时消化，将对公司盈利水平形成不利影响，未来需持续关注在建项目建设情况和新增产能释放情况。本期募投项目是配套智能制造产业园而建设的模具工厂和电子工厂，增强公司智能车灯开发、电子配套能力。为满足欧洲品牌客户全球同步开发、生产需求，公司于2020年3月开始在塞尔维亚投资建设生产基地，计划达产后可形成年产各类车灯570万只，塞尔维亚工厂主要配套宝马、奥迪、大众等欧洲主流品牌整车厂商，该项目建成后，将增强公司国际竞争力，实现产品全球化供应，但需关注海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的差异与变动对公司带来的法律风险、运营风险及汇率波动风险等。

表5 截至2020年末，公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	影响（产能、收益）
汽车电子和照明研发中心	8.00	3.65	2021年下半年	/
智能制造产业园一、二、三期	11.5	5.80	2021年下半年	形成年新增各类车灯产品1,020万只生产能力。
智能制造产业园模具工厂	6.02	0.00	2023年下半年	/
塞尔维亚星宇	0.60亿欧元	0.24亿欧元	2021年上半年	形成生产各类车灯570万只车灯生产能力

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

直接材料占营业成本比重较高，其价格波动仍会对公司产品盈利带来一定影响

采购方面，公司采用集中采购的方式，主要采购的原材料为塑胶材料、光源、注塑件和电子元器件等，都是市场供给量较大的通用材料，原材料供应较为充足，受材料供应不足的影响较小。由于公司原材料采购需求量大，与部分供应商达成战略合作关系，对供应商具备一定议价能力。

从成本结构来看，原材料成本占比较大，占主营业务成本的80%以上，因此原材料价格波动是影响

车灯毛利率的重要因素，虽然公司综合考虑其上游原材料的市场价格、波动趋势，以及配套车型的主机厂对公司的价格调整情况，会对产品价格进行一定的调整，但若上游原材料出现快速波动的情形，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	比例	金额	比例
原材料	423,964.24	84.93%	362,826.87	84.83%
制造费用	48,097.05	9.64%	41,412.78	9.68%
直接人工	27,088.33	5.43%	23,474.91	5.49%

资料来源：公司2019-2020年年度报告，中证鹏元整理

公司根据质量、价格等因素综合考虑选择供应商，定期对合格供应商进行绩效评定，以保证供应商供货质量。2020年前五大供应商变化不大，支付账期一般为60天左右，公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的19.00%，集中度较低，供应商较为分散。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司账面资金充裕，资产质量及流动性较好

2020年公司总资产规模实现较快增长，资产结构稳定，依然以流动资产为主。

公司现金类资产包括货币资金、交易性金融资产和应收票据，其中货币资金主要为银行存款，受限比例很小，交易性金融资产为公司购买的银行理财产品，应收票据以银行承兑为主，回收风险可控。截至2020年末，三者合计61.51亿元，占总资产的53.83%，账面流动性充裕，即期支付能力强。

营业收入增长的情况下，应收账款规模仍保持稳定，主要应收对象为一汽大众、奇瑞汽车、东风日产等国内知名的汽车整车厂商，回收风险小，账龄多在60天左右，但整体规模仍偏大。存货主要系处于公司不同生产阶段的库存商品，规模较为稳定，且多为在途商品及模具，未形成明显积压，考虑到公司销售主要以销定产，整体跌价风险可控。

2020年末固定资产规模较上年末大幅增长，主要系当年度在建的佛山星宇和智能制造产业园项目部分达到预定可使用状态而转入所致，产能扩充能够有效缓解公司产能瓶颈，提升生产能力，且固定资产无受限情况，存在一定的融资弹性。在建工程账面价值受转固进度影响，账面价值存在波动，随着本期债券募投项目、汽车电子和照明研发中心以及塞尔维亚工厂等项目的持续推进，公司在建规模将有所增加。

总体来看，公司账面资金充裕，资产质量及流动性较好，固定资产无受限情况，具备一定的融资弹性。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

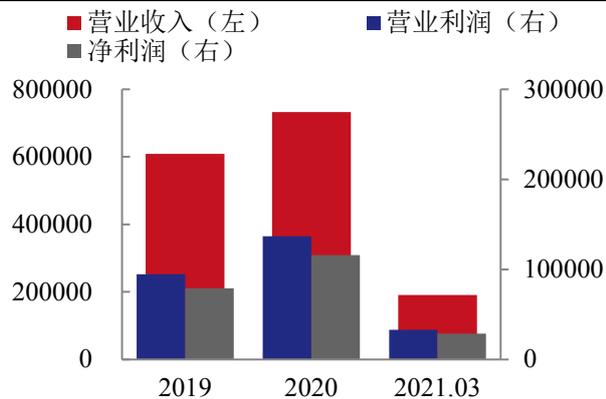
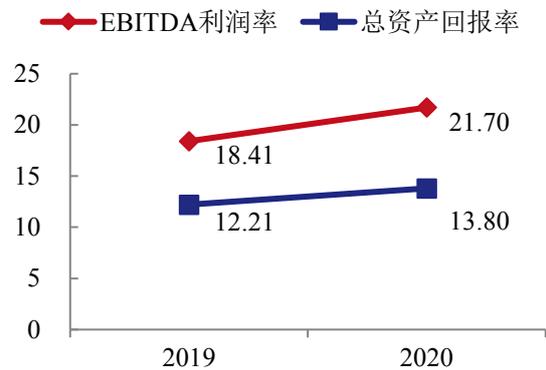
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	335,774.75	29.03%	216,851.89	18.98%	125,676.31	14.69%
交易性金融资产	173,872.82	15.03%	294,956.22	25.81%	177,263.13	20.72%
应收票据	97,546.50	8.43%	103,318.78	9.04%	79,245.01	9.26%
应收账款	79,054.85	6.84%	86,208.36	7.54%	90,968.47	10.63%
存货	160,751.13	13.90%	155,003.62	13.56%	150,382.15	17.58%
流动资产合计	853,675.07	73.81%	861,859.12	75.42%	634,097.74	74.13%
固定资产	185,884.91	16.07%	187,748.70	16.43%	121,357.92	14.19%
在建工程	53,111.02	4.59%	41,767.83	3.65%	51,036.71	5.97%
非流动资产合计	302,930.73	26.19%	280,942.34	24.58%	221,326.71	25.87%
资产总计	1,156,605.80	100.00%	1,142,801.47	100.00%	855,424.46	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入实现较快增长，盈利能力较强且继续提升

2020年，在疫情影响下，公司营业收入依然实现稳定的增长，产品结构优化和经营规模扩大带来的规模效应使得盈利能力继续提升，营业收入、营业利润和净利润分别同比增长20.21%、44.19%和46.86%，EBITDA利润率和总资产回报率分别提升至21.70%和13.80%，盈利能力较强。2021年1-3月，公司营业收入和净利润分别同比增长51.87%和79.02%，业绩加速增长。受益于车灯升级单位价值提升的行业趋势、公司产品结构持续优化、产能继续扩张、客户群体不断向中高端品牌渗透等因素，预计未来公司经营规模仍将继续扩大，盈利能力保持在较高水平。

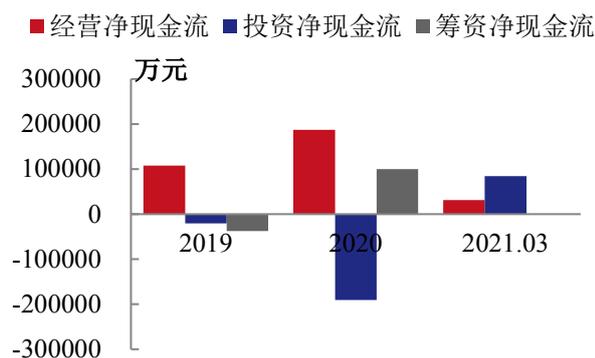
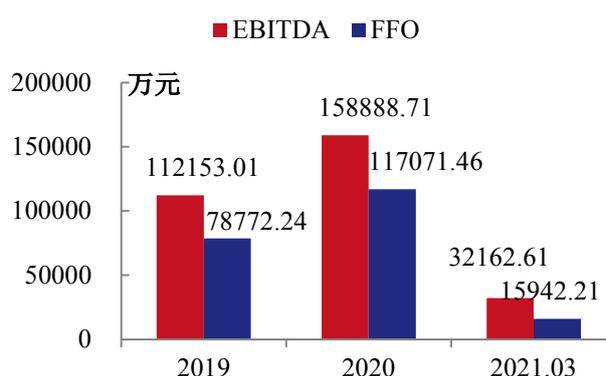
图3 公司收入及利润情况（单位：万元）

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

现金流

经营活动现金流表现进一步向好，投资资金压力不大，对筹资依赖程度低

2020年，营业收入规模扩大、回款情况更好使得经营活动现金净流入规模大幅增长，经营活动现金流表现更加优异。同期，公司依然保持对扩充产能、技术改造等在建工程项目增加投入，扣除银行理财产品影响，投资性活动现金流保持净流出态势。2020年公司发行本期债券，筹资现金流入大幅增长。总体来看，公司现金流结构较好，经营活动现金流能够覆盖投资支出。由于当年度利润规模和以折旧为主的非付现费用均有所增加，推动EBITDA和FFO实现较快增长，现金生成能力进一步增强。考虑到公司账面现金类资产充裕和现金生产能力较强，且固定资产均未用于抵押借款，银行授信额度相对充足，具备一定的融资弹性，整体资金压力不大。

图5 公司现金流结构

图6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


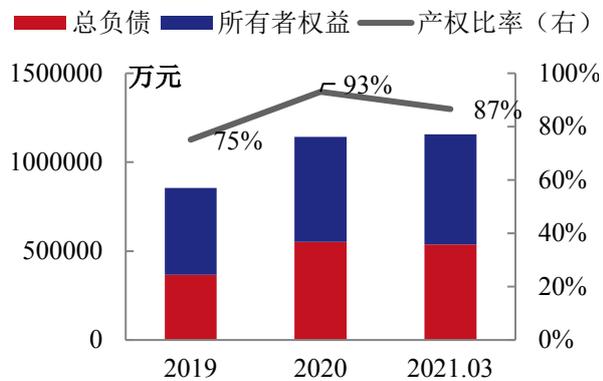
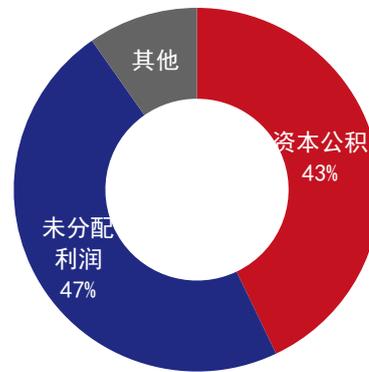
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020年公司总债务规模及债务率上升，偿付压力依然较低

2020年，公司发行本期债券后，总负债规模增长较快，但在经营积累下，净资产规模有所增长，产

权比率有所上升，但净资产对于负债总额的保障程度仍然较好。净资产主要由资本公积和未分配利润构成，价值较为稳定。

图 7 公司资本结构

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司负债结构稳定，以流动负债为主，占比有所下降，主要由经营性负债形成。

2020 年公司将短期借款全部偿还。应付票据为公司与上游结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票，无已到期未支付的应付票据；应付账款主要为应付材料款和应付设备款等，较上年略有增长；2021 年 3 月末，应付票据和应付账款账面价值合计为 34.43 亿元，占负债总额的 64.16%，规模及占比较大，公司对上游较强的占款能力。公司非流动负债主要为应付本期债券，若未来债券持有人进行转股，则实际偿付压力将小于账面。

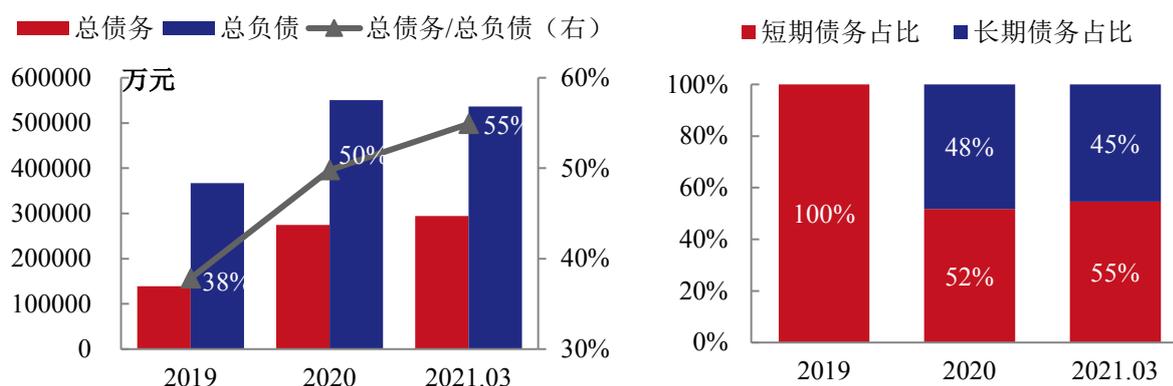
表 8 公司主要负债构成情况 (单位：万元)

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	21,123.93	5.76%
应付票据	160,850.32	29.97%	142,019.84	25.78%	117,675.57	32.07%
应付账款	183,453.68	34.19%	207,163.72	37.61%	185,162.86	50.47%
流动负债合计	371,189.73	69.17%	387,728.78	70.39%	341,965.89	93.20%
应付债券	133,765.63	24.93%	132,294.91	24.02%	0.00	0.00%
非流动负债合计	165,443.89	30.83%	163,131.10	29.61%	24,932.58	6.80%
负债合计	536,633.62	100.00%	550,859.88	100.00%	366,898.47	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020 年公司发行本期债券，公司总负债及总债务规模增长较快，总债务占总负债的比例有所上升，但公司总负债仍主要以经营性应付项目为主，实际有息债务负担较低。从债务结构来看，长期债务占比提升，债务结构优化。考虑到公司账面流动性充裕、现金生成能力较强以及本期债券可以通过转股方式偿还，同时银行授信额度相对充足，具备一定的融资弹性，公司短期的偿付压力较低。

图 9 公司债务占负债比重
图 10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020年，公司资产负债率有所上升，但实际负债水平不高；EBITDA利息保障倍数大幅上升，盈利对债务利息偿付的保障程度较高；总资本对总债务的保障能力继续增强；公司现金类资产能够完全覆盖总债务，因此EBITDA和FFO对净债务的保障较强。整体来看，公司杠杆水平较低，财务风险很小。

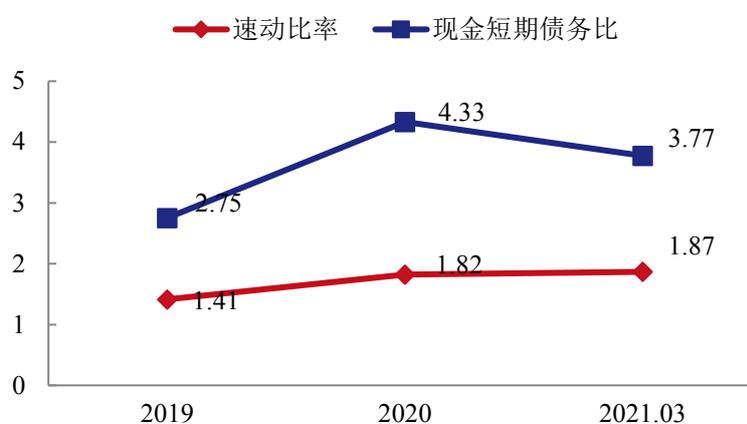
表9 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	46.40%	48.20%	42.89%
净债务/EBITDA	--	-2.04	-2.04
EBITDA 利息保障倍数	--	112.45	67.76
总债务/总资本	32.21%	31.67%	22.13%
FFO/净债务	--	-36.16%	-34.46%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020年公司现金类资产增加较多，短期偿付能力增强，考虑到公司账面流动性充裕和现金生产能力较强，具备一定的融资弹性，公司短期偿付压力不大。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

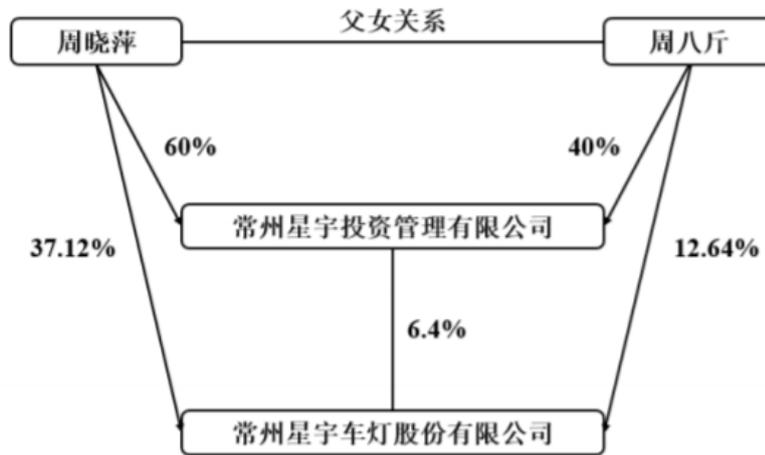
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021年3月	2020年	2019年
货币资金	335,774.75	216,851.89	125,676.31
交易性金融资产	173,872.82	294,956.22	177,263.13
应收票据	97,546.50	103,318.78	79,245.01
应收账款	79,054.85	86,208.36	90,968.47
存货	160,751.13	155,003.62	150,382.15
流动资产合计	853,675.07	861,859.12	634,097.74
固定资产	185,884.91	187,748.70	121,357.92
非流动资产合计	302,930.73	280,942.34	221,326.71
资产总计	1,156,605.80	1,142,801.47	855,424.46
短期借款	0.00	0.00	21,123.93
应付票据	160,850.32	142,019.84	117,675.57
应付账款	183,453.68	207,163.72	185,162.86
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	371,189.73	387,728.78	341,965.89
长期借款	0.00	0.00	0.00
应付债券	133,765.63	132,294.91	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	165,443.89	163,131.10	24,932.58
负债合计	536,633.62	550,859.88	366,898.47
总债务	294,615.95	274,314.75	138,799.49
归属于母公司的所有者权益	619,972.18	591,941.59	488,525.99
营业收入	191,068.36	732,271.51	609,179.84
净利润	28,559.41	115,953.56	78,953.03
经营活动产生的现金流量净额	31,219.13	187,543.79	108,000.15
投资活动产生的现金流量净额	84,706.19	-190,913.78	-20,362.56
筹资活动产生的现金流量净额	-67.35	99,912.17	-37,803.19
财务指标	2021年3月	2020年	2019年
销售毛利率	26.22%	27.30%	24.03%
EBITDA 利润率	--	21.70%	18.41%
总资产回报率	--	13.80%	12.21%
产权比率	86.56%	93.06%	75.10%
资产负债率	46.40%	48.20%	42.89%
净债务/EBITDA	--	-2.04	-2.04
EBITDA 利息保障倍数	--	112.45	67.76
总债务/总资本	32.21%	31.67%	22.13%
FFO/净债务	--	-36.16%	-34.46%

速动比率	1.87	1.82	1.41
现金短期债务比	3.77	4.33	2.75

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
星宇车灯（欧洲）有限公司	10.00 万欧元	100.00%	服务业
佛山星宇车灯有限公司	19,500.00	100.00%	汽车零配件生产制造
吉林省星宇车灯有限公司	3,500.00	100.00%	汽车零配件生产制造
星宇车灯（香港）有限公司	6,280 万港元	100.00%	服务业
常州星宇智能汽车电子科技有限公司	15,000.00	100.00%	汽车零配件生产制造
星宇车灯日本株式会社	9,102 万日元	100.00%	汽车零配件生产制造
星宇车灯塞尔维亚公司	10.00 万欧元	100.00%	汽车零配件生产制造

资料来源：公司 2020 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+交易性金融负债+应付票据+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-现金类资产+（营业成本+销售费用+管理费用）*3%
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入（其他收益）
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。