证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零配件Ⅱ

星宇股份(601799)

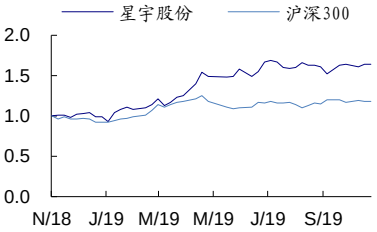
买入

2019 年三季报点评

（维持评级）

2019 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	276/276
总市值/流通(百万元)	21,471/21,471
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12 个月最高/最低(元)	82.88/43.48

相关研究报告:

《星宇股份-601799-深度报告：百年小糸复盘：星宇的机遇和挑战》 ——2019-10-14

《星宇股份-601799-2019 年中报点评：风物长宜放眼量，海外扩张在路上》 ——2019-08-28

《星宇股份-601799-2019 年一季报点评：业绩超预期，毛利率持续改善》 ——2019-04-19

《星宇股份-601799-2018 年年报点评：跨越周期，夜空中最亮的“星”》 ——2019-03-28

《星宇股份-601799-重大事件快评：斩获一汽丰田最高奖，日系产能周期中的稀缺产业链标的》 ——2019-03-27

证券分析师：梁超
电话：0755-22940097
E-MAIL：liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：唐旭霞
电话：0755-81981814
E-MAIL：tangxx@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

Q3 利润超预期，毛利率持续改善

- **单 Q3 利润增长 38%，业绩超预期**

星宇股份 2019 前三季度实现营收 41.05 亿元（+10.22%），归母净利 5.31 亿元（+20.96%），扣非 4.96 亿元（+27.13%）。单 Q3 来看，公司实现营收 13.98 亿元（+9.73%），归母净利 1.92 亿元（+37.92%），扣非 1.82 亿元（+48.60%）。**整体来看，Q3 利润超预期，主要在于 Q3 毛利率同比大幅提升。**

- **毛利率持续提升，产品结构改善**

星宇股份 2019 年前三季度毛利率为 23.72%，同比+2.36pct，净利率为 12.94%，同比+1.15pct。单 Q3 毛利率为 24.25%，同比+3.43pct，环比+0.61pct，净利率为 13.73%，同比上升 2.81pct。前三季度四费率为 8.76%，同比上升 0.28pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.66%/3.65%/2.39%/0.05%，同比变动+0.24pct/+0.33pct/-0.27pct/-0.02pct。单 Q3 四费率 8.98%，同比上升 0.17pct。**公司毛利率端维持向好趋势，环比有所提升，同比大幅提升。毛利率改善的主要原因在于 1）产品结构改善；2）LED 前大灯良品率提升。**

- **车市降幅逐季收窄，核心客户销量超越行业，Q4 有望持续稳健**

星宇营收大体可以分为存量和增量两部分。存量方面，考虑乘用车行业 Q3 产销分别-7%/-6%，较 Q2 产销分别-19%/-14%有较大幅度的收窄，同时星宇核心客户一汽大众 Q3 批发销量实现 2%的正增长，表现超越行业，存量客户营收稳健；增量方面，Q3 轩逸、卡罗拉等热销车型新增批产，助力营收增长。考虑后续轩逸爬坡、致炫、迈腾上市，星宇 Q4 有望持续稳健。

- **日系新车型陆续批产，海外有序扩张，后续增量充足**

日系车企 2018 年起调整对华战略，未来三年或将开启在国内的车型和产能新周期，2018 年下半年以来公司紧抓机遇，在日系主机厂内拓展顺利。同时中报公告的海外项目当前在组建之中，在手订单充足，保障公司长期增速。

- **风险提示：** 国内车市景气度持续下行风险；年降风险。

- **投资建议：长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级**

星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，长逻辑通顺，我们维持此前预期，预计 19/20/21 年利润 8/10.3/13 亿元，对应 PE 分别 27/21/17x，维持“买入”。

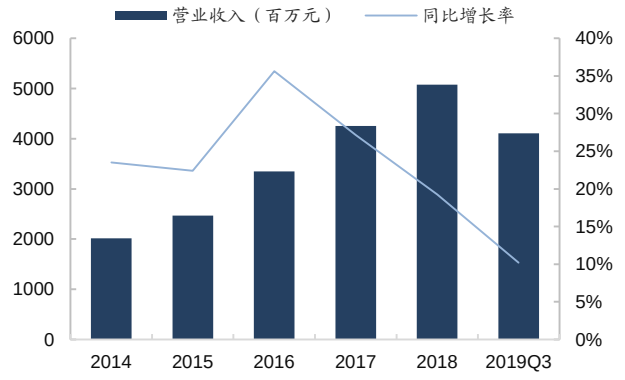
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4255	5,074	6,294	7,836	9,686
(+/-%)	*27.1%*	*19.2%*	*24.1%*	*24.5%*	*23.6%*
净利润(百万元)	470	611	801	1025	1303
(+/-%)	*34.3%*	*29.9%*	*31.2%*	*28.0%*	*27.2%*
摊薄每股收益(元)	1.70	2.21	2.90	3.71	4.72
EBIT Margin	11%	16.5%	13.6%	14.1%	14.8%
净资产收益率(ROE)	12%	14.0%	16.8%	19.4%	22.0%
市盈率(PE)	34.3	27.0	26.8	20.9	16.5
EV/EBITDA	32.6	20.3	24.8	20.0	16.2
市净率(PB)	4.0	3.77	4.50	4.07	3.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

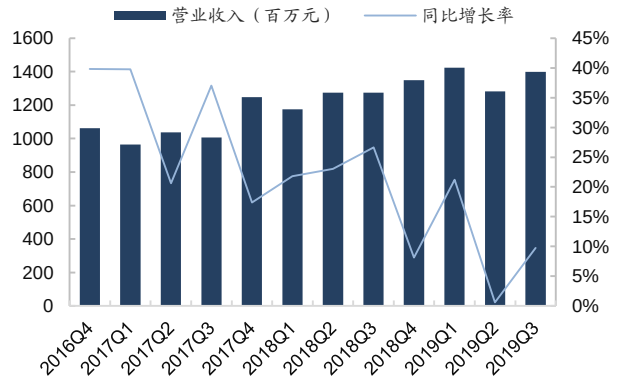
单 Q3 利润增长 38%，业绩超预期。星宇股份 2019 前三季度实现营收 41.05 亿元(+10.22%)，归母净利 5.31 亿元(+20.96%)，扣非 4.96 亿元(+27.13%)。单 Q3 来看，公司实现营收 13.98 亿元(+9.73%)，归母净利 1.92 亿元(+37.92%)，扣非 1.82 亿元（+48.60%）。整体来看，Q3 利润超预期，主要在于 Q3 毛利率同比大幅提升。

图 1：公司营业收入及增速



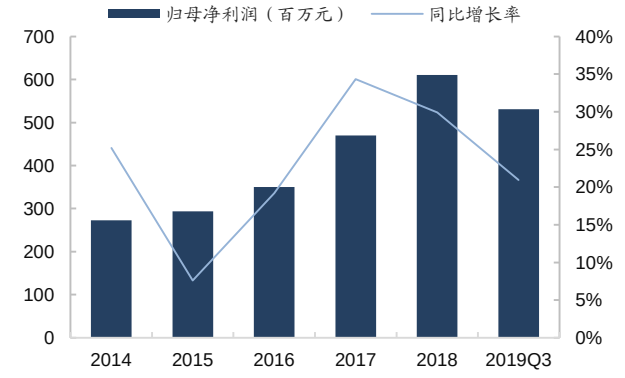
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



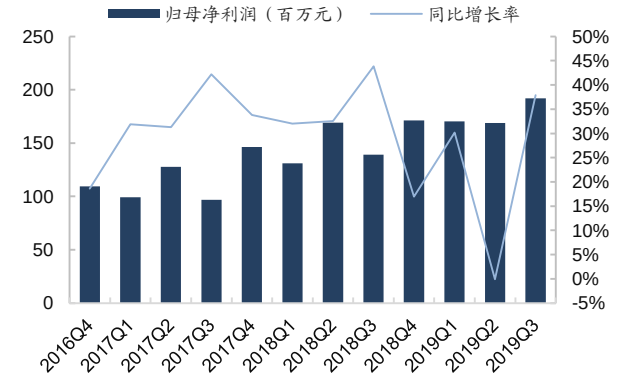
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

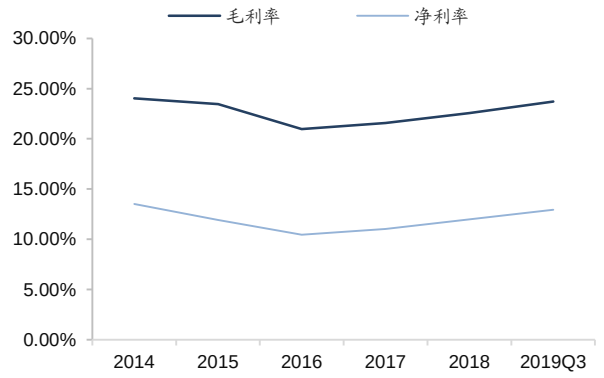
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

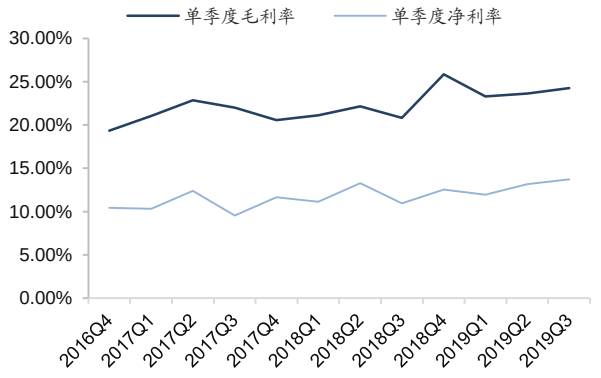
毛利率持续提升，产品结构改善。星宇股份 2019 年前三季度毛利率为 23.72%，同比+2.36pct，净利率为 12.94%，同比+1.15pct。单 Q3 毛利率为 24.25%，同比+3.43pct，环比+0.61pct，净利率为 13.73%，同比上升 2.81pct。前三季度四费率为 8.76%，同比上升 0.28pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.66%/3.65%/2.39%/0.05%，同比变动+0.24pct/+0.33pct/-0.27pct/-0.02pct。单 Q3 四费率 8.98%，同比上升 0.17pct。公司毛利率端维持向好趋势，环比有所提升，同比大幅提升。毛利率改善的主要原因在于 1）产品结构改善；2）LED 前大灯良品率提升。

图 5：公司毛利率和净利率



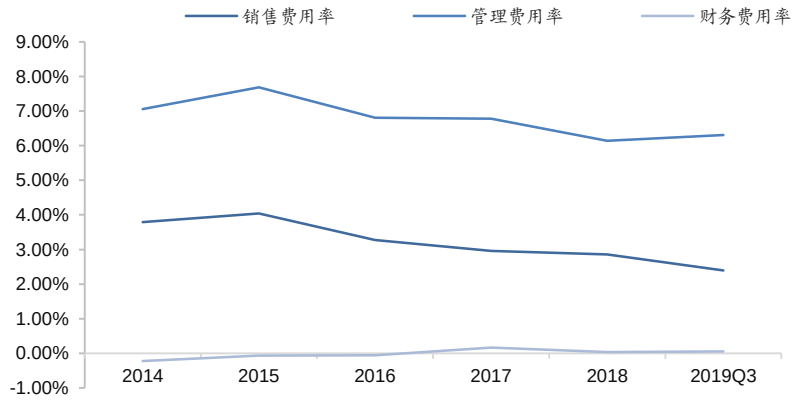
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

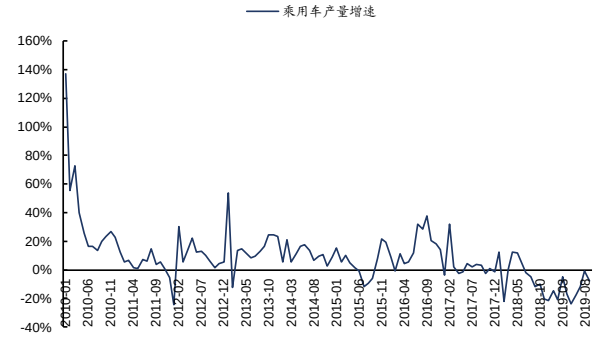
图 7：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

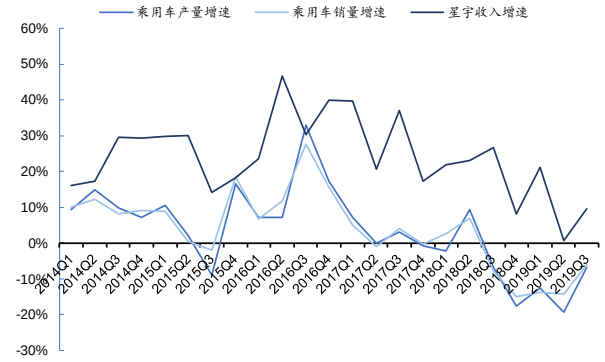
Q3 营收增速回升，Q4 有望持续稳健。星宇营收大致可以拆分成存量车型和增量车型两方面，其中存量客户以德系和日系客户为主，考虑乘用车行业 Q3 产销分别-7%/-6%，较 Q2 产销分别-19%/-14%有较大幅度的收窄，同时星宇核心客户一汽大众 Q3 批发销量实现 2%的正增长，表现超越行业，存量客户营收稳健；增量方面，Q3 轩逸、卡罗拉等热销车型新增批产，助力营收增长，存量改善叠加增量持续释放，星宇 Q3 营收增速较 Q2 有所回升。考虑后续轩逸爬坡、致炫、迈腾上市，星宇 Q4 有望持续稳健。

图 8：2010-2019 年乘用车月度产量同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

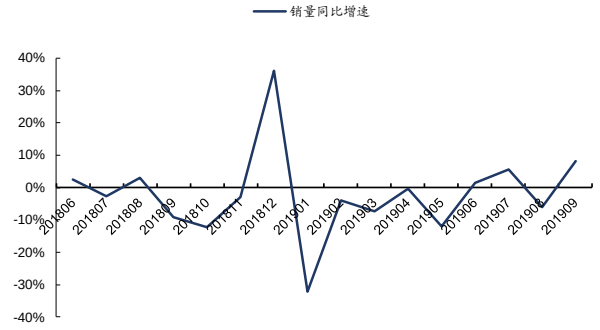
图 9：分季度星宇营收增速、乘用车产销增速比较



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

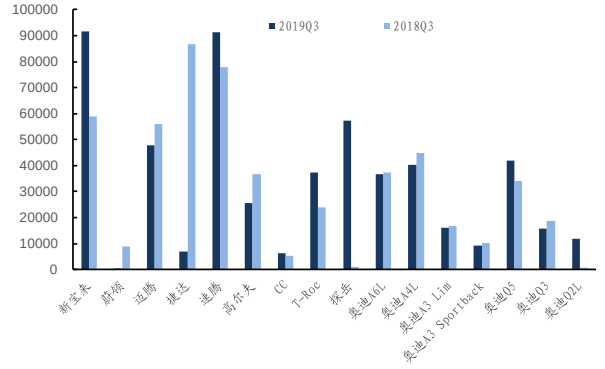
核心客户销量同比转正。一汽大众是星宇第一大客户，2019 年 Q2 由于车市加速下行和国五去库节奏，一汽大众产销增速回落较大，Q3 以来随着车市回暖（Q2 乘用车产销-19%/-7%，Q3 乘用车产销-7%/-6%），一汽大众 Q3 实现批发销量 53.8 万辆，同比转正（+2%）。星宇配套一汽大众的部分增量车型（新增或产品升级）销量大幅增长，比如新宝来、速腾、探歌、探岳等。

图 10：2018 年 6 月以来一汽大众（批发）销量同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图 11：一汽大众分车型 19Q3 和 18Q3（批发）销量比较



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

日系新车型陆续批产，海外有序扩张，后续增量充足。日系车企 2018 年起调整对华战略，未来三年或将开启在国内的车型和产能新周期，2018 年下半年以来公司紧抓机遇，在日系主机厂内拓展顺利。同时中报公告的海外项目当前在组建之中，在手订单充足，保障公司长期增速。

风险提示：国内车市景气度持续下行风险；年降风险。

投资建议：短期排产承压，下调盈利预测，维持买入评级。星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，长逻辑通顺，我们维持此前预期，预计 19/20/21 年利润 8/10.3/13 亿元，对应 PE 分别 27/21/17x，依据可比估值方法，维持 2020 年目标估值区间 93-104 元，坚定看好，维持买入评级。

盈利预测调整：

我们对公司维持此前的业务结构拆分及盈利预测，2019 年全年给予 63 亿营收（+24%），8 亿利润（+31%）的业绩预期。我们预计 19/20/21 年利润分别

8/10.3/13 亿元，对应 PE 分别 27/21/17x。

表 1：星宇股份业务拆分

报告期	2016 年报	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
报表类型	合并报表					
车灯类						
收入	298,337	375,249	450,540	570,014	712,517	883,522
增速	38%	26%	20%	27%	25%	24%
成本	233,596	289,474	344,151	428,650	532,250	653,806
毛利	64,741	85,775	106,389	141,363	180,267	229,716
毛利率(%)	22%	23%	24%	25%	25%	26%
汽车销售及维修						
收入	5,742					
增速	-35%					
成本	5,399					
毛利	343					
毛利率(%)	6%					
柔性扁平电缆						
收入	6,573	6,637	7,152	0	0	0
增速	2%	1%	8%	0%	0%	0%
成本	4,617	5,250	5,341	0	0	0
毛利	1,956	1,387	1,811	0	0	0
毛利率(%)	30%	21%	25%	25%	25%	25%
三角警示牌类						
收入	971	1,054	1,108	1,108	1,108	1,108
增速	-7%	9%	5%	0%	0%	0%
成本	993	1,140	1,183	1,108	1,108	1,108
毛利	-22	-86	-76	0	0	0
毛利率(%)						
其他业务						
收入	23,066	42,602	48,607	58,328	69,994	83,993
增速	63%	85%	14%	20%	20%	20%
成本	19,871	37,888	42,279	51,329	61,595	73,914
毛利	3,195	4,713	6,328	6,999	8,399	10,079
毛利率(%)	14%	11%	13%	12%	12%	12%
整体						
主营业务收入	334,689.25	425,541.61	507,406.73	629,449.75	783,618.88	968,621.84
主营业务收入/营业总收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
主营业务成本	264,475.50	333,752.32	392,954.14	481,086.91	594,952.72	728,827.11
主营业务成本/营业总成本	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业总收入	334,689.25	425,541.61	507,406.73	629,449.75	783,618.88	968,621.84
增速	**35.64%**	**27.15%**	**19.24%**	**24.05%**	**24.49%**	**23.61%**
营业总成本	264,475.50	333,752.32	392,954.14	481,086.91	594,952.72	728,827.11
增速	37.63	26.19%	17.68%	22.43%	23.67%	22.50%
营业总成本/营业总收入	79.02%	78.43%	77.44%	76.43%	75.92%	75.24%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

可比公司估值：我们选同样具备进口替代逻辑的浙江鼎力、产品持续升级的德赛西威、未来三年高增速的安车检测、客户结构优质的旭升股份进行可比公司估值。年初报告给予 2019 年目标价 86 元，现价已接近，考虑当前 2019 年已过半，我们继续给予 2020 年目标估值，参照可比公司 2020 年目标估值区间 25-28 倍，给予星宇 2020 年目标估值区间 93-104 元，最新收盘价 77.75 元，距离 2020 年目标估值仍有 20%-34%的增长空间，维持买入评级。

表 2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2018E	EPS 2019E	EPS 2020E	PE 2018E	PE 2019E	PE 2020E
2920	德赛西威	增持	23.71	130.405	0.75	0.63	0.81	31.61	37.63	29.27
603338	浙江鼎力	无	60.56	210.01	1.94	1.77	2.38	31.22	34.21	25.45
603305	旭升股份	无	30.92	123.87	0.73	0.63	0.81	42.36	49.08	38.17
300572	安车检测	增持	49.18	95.24	1.03	1.22	1.96	47.75	40.31	25.09
平均					1.1	1.1	1.5	38.23	40.31	29.50
601799	星宇股份	买入	77.75	214.71	2.21	2.9	3.71	35.18	26.81	20.96
目标估值区间（元）										93-104

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	802	926	769	633
应收款项	1033	1552	1932	2388
存货净额	1317	1557	1928	2366
其他流动资产	2473	2014	2508	3100
流动资产合计	**5625**	**6049**	**7136**	**8487**
固定资产	1197	1308	1445	1584
无形资产及其他	360	346	333	319
投资性房地产	68	68	68	68
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**7249**	**7771**	**8982**	**10459**
短期借款及交易性金融负债	300	130	130	130
应付款项	2257	2724	3374	4141
其他流动负债	141	191	237	291
流动负债合计	**2697**	**3045**	**3741**	**4562**
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	182	187	192	197
长期负债合计	**182**	**(43)**	**(38)**	**(33)**
负债合计	**2879**	**3002**	**3702**	**4529**
少数股东权益	1	(0)	(1)	(3)
股东权益	4368	4769	5281	5933
负债和股东权益总计	**7249**	**7771**	**8982**	**10459**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	2.21	2.90	3.71	4.72
每股红利	1.02	1.45	1.86	2.36
每股净资产	15.82	17.27	19.12	21.48
ROIC	16%	16%	20%	23%
ROE	14%	17%	19%	22%
毛利率	23%	24%	24%	25%
EBIT Margin	16%	14%	14%	15%
EBITDA Margin	19%	16%	16%	17%
收入增长	19%	24%	24%	24%
净利润增长率	30%	31%	28%	27%
资产负债率	40%	39%	41%	43%
息率	1.3%	1.9%	2.4%	3.0%
P/E	35.2	26.8	20.9	16.5
P/B	4.9	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	25.5	24.8	20.0	16.2

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**5074**	**6294**	**7836**	**9686**
营业成本	3930	4811	5950	7288
营业税金及附加	33	43	53	66
销售费用	145	195	243	300
管理费用	131	392	485	596
财务费用	2	(10)	(19)	(17)
投资收益	98	70	70	70
资产减值及公允价值变动	(44)	(3)	0	0
其他收入	(169)	0	0	0
营业利润	718	931	1195	1523
营业外净收支	(2)	14	14	14
利润总额	**716**	**944**	**1209**	**1537**
所得税费用	108	146	187	238
少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	**611**	**801**	**1025**	**1303**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	**611**	**801**	**1025**	**1303**
资产减值准备	32	7	4	4
折旧摊销	119	133	153	171
公允价值变动损失	44	3	0	0
财务费用	2	(10)	(19)	(17)
营运资本变动	431	230	(541)	(656)
其它	(34)	(9)	(5)	(6)
经营活动现金流	**1204**	**1166**	**636**	**817**
资本开支	(328)	(241)	(281)	(301)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(328)**	**(241)**	**(281)**	**(301)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(282)	(400)	(513)	(652)
其它融资现金流	(143)	(170)	0	0
融资活动现金流	**(706)**	**(800)**	**(513)**	**(652)**
现金净变动	**169**	**124**	**(157)**	**(136)**
货币资金的期初余额	632	802	926	769
货币资金的期末余额	802	926	769	633
企业自由现金流	932	844	266	428
权益自由现金流	788	452	282	442

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032