

公司研究/季报点评

2019年10月27日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 77.75
合理价格区间(元): 91.75~95.42

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

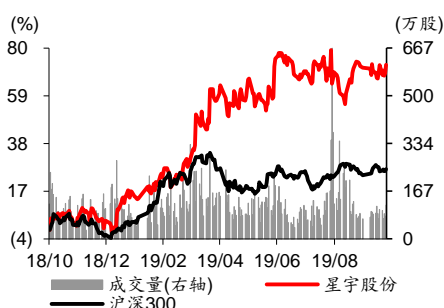
陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1《星宇股份(601799 SH,增持): 中报略低于预期, 开启海外建厂征程》2019.08
- 2《星宇股份(601799,增持): Q1 业绩超预期, 毛利率继续提升》2019.04
- 3《星宇股份(601799,增持): 业绩增长符合预期, 盈利能力持续改善》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 业绩高增长, 毛利率持续提升

星宇股份(601799)

受益客户结构优良及产品升级, Q3 业绩高增长

10月26日, 公司披露2019年三季度报, 2019Q3公司实现营业收入13.98亿元, 同比+9.73%; 归母净利1.92亿元, 同比+37.92%; 扣非归母净利1.82亿元, 同比+48.6%; 19Q1-Q3实现营收41.05亿元, 同比+10.22%; 归母净利5.31亿元, 同比+20.96%。我们认为公司受益于客户车型产量爬升以及车灯均价提升, 公司业绩表现超我们预期。公司是自主车灯龙头, 客户结构优良, 随着公司客户拓展及产品升级, 塞尔维亚建厂开启海外拓展新征程, 我们认为公司业绩将继续保持高于行业增长, 上调公司2019-21年EPS预测至2.83/3.67/4.69元(原EPS预测为2.76/3.53/4.51元), 维持“增持”评级。

公司整体费用率保持平稳, 受益车灯均价增长毛利率同比提升

2019Q3公司整体费用率为8.94%, 同比+0.07pct, 其中销售费用率2.72%, 同比-0.03pct; 管理费用率(含研发)6.08%, 同比+0.04pct; 财务费用率0.14%, 同比+0.06pct, 整体保持平稳。2019Q3公司毛利率达约24.35%, 同比+3.43pct; 净利率达13.73%, 同比+2.79pct; Q1-Q3整体毛利率为23.72%, 同比+2.36pct。我们认为公司全LED大灯占比逐步提升, 车灯均价不断提高, 毛利率实现了稳步提升。根据公司中报, 2019上半年公司承接车灯新项目34个, 批产新车型23个, 我们认为随着新项目的逐步批产落地, 公司盈利能力有望继续提升。

德日系优质客户助力业绩强劲增长, 海外拓展保障长远发展

公司客户涵盖一汽大众、一汽丰田、上汽大众、奇瑞汽车、一汽轿车、广汽丰田、东风日产等整车制造商。根据乘联会产量数据, 2019年1-9月, 国内乘用车企业累计同比约-13.12%, 一汽大众同比-6.17%, 一汽丰田同比-1.5%, 上汽大众同比-11.91%, 奇瑞汽车同比+9.98%, 一汽轿车同比3.35%, 广汽丰田同比+13.26%。我们认为, 公司主要客户产量表现均较好于行业, 助力公司19Q1-Q3业绩实现强劲增长。根据公司公告, 公司拟在塞尔维亚建厂, 预计将供应德国宝马和奥迪等公司海外客户, 我们认为, 公司海外建厂, 将有助于公司进一步开拓海外客户, 提升全球市场占有率。

自主车灯龙头, 发展前景看好, 维持“增持”评级

公司是国内自主车灯龙头, 持续开拓高端客户, 高附加值的前大灯产品占比不断提升; 公司拟在塞尔维亚建厂, 开启海外拓展新征程, 我们看好公司长远发展前景。我们预计国内19Q4起乘用车销量将逐步企稳回升, 公司主要客户产销表现好于行业, 预计公司2019-21年净利分别为7.82/10.13/12.94亿元(分别上调2.52%/3.95%/3.97%), 对应EPS分别为2.83/3.67/4.69元, 同行业可比公司2020年平均PE约22X, 公司是自主车灯龙头, 产品单价持续提升, 客户结构良好, 给予公司2020年25-26X PE估值, 目标价区间91.75~95.42元, 维持“增持”评级。

风险提示: 汽车销量增速不及预期, 一汽大众和一汽丰田销量不及预期, 海外建厂进度不及预期, 技术研发和产品开发不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	276.16
流通A股(百万股)	276.16
52周内股价区间(元)	44.89-80.65
总市值(百万元)	21,471
总资产(百万元)	7,812
每股净资产(元)	16.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,255	5,074	5,788	6,840	8,170
+/-%	27.15	19.24	14.07	18.18	19.44
归属母公司净利润(百万元)	469.98	610.54	782.05	1,013	1,294
+/-%	34.32	29.91	28.09	29.52	27.80
EPS(元, 最新摊薄)	1.70	2.21	2.83	3.67	4.69
PE(倍)	45.69	35.17	27.46	21.20	16.59

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司单季度财务数据

图表1: 公司 2018 年至 2019Q3 单季度财务数据

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 (亿元)	11.75	12.75	12.74	13.50	14.24	12.83	13.98
营业收入 YoY (%)	21.79	23.03	26.64	8.15	21.21	0.59	9.73
归母净利润 (亿元)	1.31	1.69	1.39	1.71	1.70	1.69	1.92
归母净利润 YoY (%)	32.00	32.55	43.85	16.98	30.15	-0.10	37.92
扣非后归母净利润 (亿元)	1.16	1.52	1.22	1.54	1.54	1.61	1.82
扣非后归母净利润 YoY (%)	34.05	31.21	54.91	21.82	32.77	5.56	48.60
ROE (%)	3.20	4.12	3.37	4.00	3.83	3.77	4.24
扣非后 ROE (%)	2.84	3.70	2.96	3.60	3.46	3.58	4.01
销售毛利率 (%)	21.10	22.14	20.82	25.86	23.28	23.64	24.25
销售净利率 (%)	11.13	13.26	10.94	12.53	11.94	13.18	13.73
经营活动现金净流量 (亿元)	0.13	2.70	3.41	0.59	1.57	-0.03	4.15
投资活动现金净流量 (亿元)	0.39	0.24	-3.25	1.70	-2.76	2.19	-3.86
筹资活动现金净流量 (亿元)	-0.04	-2.70	-0.05	-1.06	0.96	-2.78	-0.04

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值 (基于 2019/10/25 收盘价)

股票代码	股票简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600699.SH	均胜电子	15.59	0.98	1.19	1.48	15.91	13.10	10.53
002920.SZ	德赛西威	23.71	0.52	0.7	0.91	45.60	33.87	26.05
603085.SH	天成自控	8.4	0.32	0.45	0.58	26.25	18.67	14.48
	平均					29.25	21.88	17.02

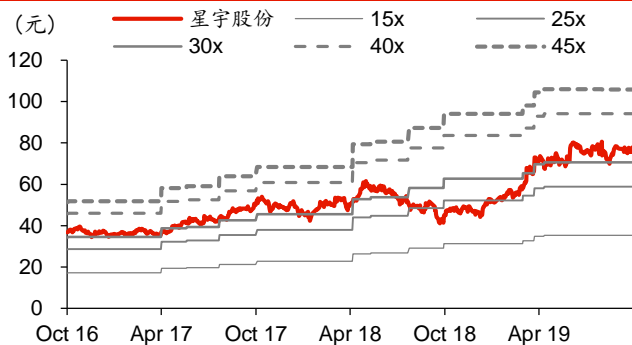
资料来源: Wind 一致预期, 华泰证券研究所

风险提示

汽车销量增速不及预期, 一汽大众和一汽丰田销量不及预期, 海外建厂进度不及预期, 技术研发和产品开发不及预期。

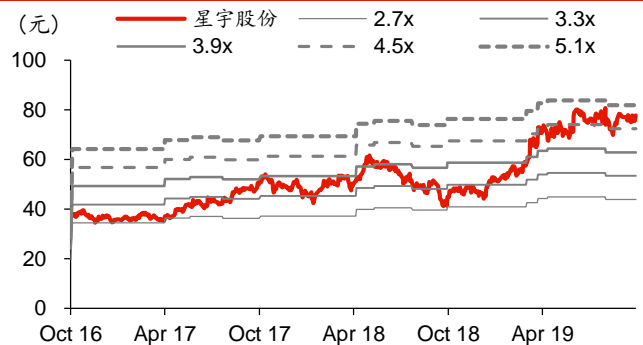
PE/PB - Bands

图表3: 星宇股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 星宇股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,046	5,625	6,138	7,247	8,680
现金	632.47	801.76	979.60	1,597	2,405
应收账款	456.39	582.18	687.05	789.82	951.20
其他应收账款	62.42	51.36	69.24	80.48	94.37
预付账款	75.26	137.22	129.93	156.70	187.76
存货	1,058	1,317	1,482	1,729	2,043
其他流动资产	2,762	2,735	2,790	2,894	2,999
非流动资产	1,412	1,624	1,825	2,028	2,221
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	915.23	1,035	1,174	1,289	1,375
无形资产	119.76	359.58	467.73	596.12	734.23
其他非流动资产	376.95	229.25	183.17	142.46	112.42
资产总计	6,458	7,249	7,963	9,274	10,902
流动负债	2,332	2,697	2,954	3,398	3,922
短期借款	400.00	300.00	320.00	326.67	320.00
应付账款	1,787	1,226	1,734	2,027	2,310
其他流动负债	145.23	1,171	899.99	1,044	1,292
非流动负债	100.55	181.68	133.53	144.08	146.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	100.55	181.68	133.53	144.08	146.83
负债合计	2,433	2,879	3,088	3,542	4,069
少数股东权益	3.11	0.96	(1.23)	(4.26)	(8.20)
股本	276.16	276.16	276.16	276.16	276.16
资本公积	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659
留存公积	1,087	1,432	1,942	2,801	3,906
归属母公司股东权益	4,022	4,368	4,877	5,736	6,841
负债和股东权益	6,458	7,249	7,963	9,274	10,902

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	927.35	682.74	743.57	1,082	1,314
净利润	469.00	608.27	779.85	1,010	1,291
折旧摊销	128.99	154.42	155.04	180.01	204.11
财务费用	7.06	1.68	0.79	(6.36)	(20.62)
投资损失	(86.44)	(97.69)	(75.00)	(88.00)	(96.00)
营运资金变动	407.07	(43.54)	(122.06)	(22.19)	(76.33)
其他经营现金	1.66	59.59	4.95	8.52	11.98
投资活动现金	(845.16)	(91.76)	(311.52)	(323.96)	(329.74)
资本支出	515.74	316.55	220.00	240.00	245.00
长期投资	392.00	(107.00)	(0.17)	0.08	(0.01)
其他投资现金	62.59	117.80	(91.68)	(83.88)	(84.76)
筹资活动现金	184.68	(385.14)	(254.21)	(140.61)	(175.78)
短期借款	400.00	(100.00)	20.00	6.67	(6.67)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(215.32)	(285.14)	(274.21)	(147.27)	(169.11)
现金净增加额	268.60	206.61	177.84	617.29	808.15

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,255	5,074	5,788	6,840	8,170
营业成本	3,338	3,930	4,475	5,238	6,165
营业税金及附加	29.11	33.41	37.75	45.12	53.68
营业费用	125.72	144.82	174.80	202.04	241.77
管理费用	109.32	130.93	193.03	202.18	246.70
财务费用	7.06	1.68	0.79	(6.36)	(20.62)
资产减值损失	6.58	44.36	62.00	55.00	58.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	86.44	97.69	75.00	88.00	96.00
营业利润	557.57	717.80	919.63	1,192	1,521
营业外收入	2.64	1.76	2.00	2.03	1.97
营业外支出	1.94	3.66	5.00	4.04	4.30
利润总额	558.27	715.89	916.63	1,190	1,519
所得税	89.27	107.62	136.78	180.13	228.60
净利润	469.00	608.27	779.85	1,010	1,291
少数股东损益	(0.97)	(2.27)	(2.19)	(3.03)	(3.94)
归属母公司净利润	469.98	610.54	782.05	1,013	1,294
EBITDA	693.62	873.90	1,075	1,366	1,705
EPS (元, 基本)	1.70	2.21	2.83	3.67	4.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.15	19.24	14.07	18.18	19.44
营业利润	45.28	28.74	28.12	29.62	27.64
归属母公司净利润	34.32	29.91	28.09	29.52	27.80
获利能力 (%)					
毛利率	21.57	22.56	22.68	23.42	24.54
净利率	11.04	12.03	13.51	14.81	15.84
ROE	11.68	13.98	16.04	17.66	18.92
ROIC	13.41	15.77	18.67	22.82	27.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.67	39.72	38.77	38.20	37.32
净负债比率 (%)	16.44	10.42	10.36	9.22	7.86
流动比率	2.16	2.09	2.08	2.13	2.21
速动比率	1.71	1.60	1.57	1.62	1.69
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.74	0.76	0.79	0.81
应收账款周转率	8.33	9.28	8.66	8.80	8.92
应付账款周转率	2.54	2.61	3.02	2.79	2.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.70	2.21	2.83	3.67	4.69
每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	2.47	2.69	3.92	4.76
每股净资产(最新摊薄)	14.56	15.82	17.66	20.77	24.77
估值比率					
PE (倍)	45.69	35.17	27.46	21.20	16.59
PB (倍)	5.34	4.92	4.40	3.74	3.14
EV_EBITDA (倍)	30.23	24.00	19.50	15.35	12.30

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com