

投资评级 优于大市 维持

产品结构升级带动盈利超强增长

股票数据

10月25日收盘价(元)	77.75
52周股价波动(元)	44.10-82.88
总股本/流通A股(百万股)	276/276
总市值/流通市值(百万元)	21471/21471

相关研究

《短期受行业拖累,海外将是未来增长点》
2019.08.28

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.6	0.9	2.5
相对涨幅(%)	-1.3	-1.0	1.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

联系人:郑蕾

Tel:075523617756

Email:zl12742@htsec.com

联系人:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cqy12265@htsec.com

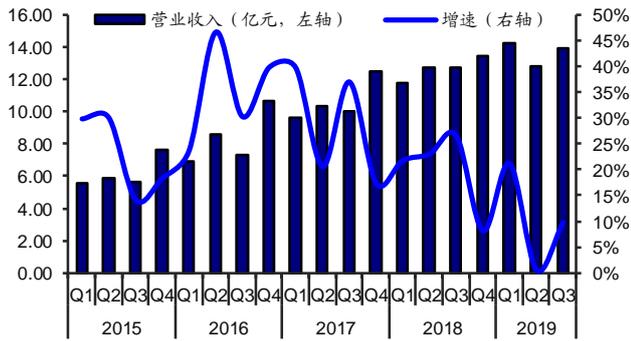
投资要点:

- 2019年10月25日晚,公司发布2019年第三季度报告:星宇股份19Q1-3实现营收41.05亿元,同比增长10.22%;实现归母净利润5.31亿元,同比增长20.96%;实现扣非后归母净利润4.96亿元,同比增长27.13%。
- 公司19Q3展现出极强增长能力。19Q1-3公司扣非后归母净利润增速>归母净利润增速>营收增速,跑赢乘用车行业-11%的销量增速,行业下行阶段公司表现出极强的盈利增长能力。分单季度看,19Q3公司营收同比+9.73%,归母净利润同比+37.92%,扣非后归母净利润同比+48.60%。
- 公司毛利率进入上升通道,19Q3同环比皆有改善。19年以来公司毛利率连续三个季度实现同比增长,19Q3毛利率同比+3.43个pct,环比+0.61个pct,我们判断公司高附加值LED产品占比提升对盈利能力的拉动效应开始显现。
- 期间费用基本保持稳定,19Q3公司净利率稳步提升。公司费用端控制良好,19Q3期间费用率为8.98%,同比+0.16个pct,其中销售/管理(包含研发)/财务费用率分别同比-0.05/+0.10/+0.12个pct。公司净利率稳步提升,19Q3净利率同比+2.81个pct,环比+0.55个pct。
- 产品结构升级+新项目稳步拓展+产能逐渐释放,公司长期增长逻辑顺畅。1)我们认为随着车灯行业LED渗透率的不断提升,车灯产品单车价值量和毛利率有望持续提升,公司作为自主车灯零部件龙头供应商之一,有望优先受益;2)公司新项目稳步拓展,19H1承接了34个车型的车灯开发项目,为公司未来的发展继续提供有力保障;3)公司产能逐渐释放,2019年佛山工厂二期项目已经竣工,同时拟在塞尔维亚投资约4.7亿元人民币建设汽车灯具及零部件工厂,加速海外市场开拓。
- 盈利预测与投资建议。我们判断公司产品结构升级对毛利率的拉动作用开始显现,LED产品持续贡献增量将拉动公司盈利持续增长。预计公司2019-2021年归母净利润分别为7.80/9.58/11.59亿元,EPS分别为2.82/3.47/4.20元。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的较高成长性,给予其2019年25-28倍PE,对应合理价值区间70.50-78.96元,维持“优于大市”评级。
- 风险提示。主要客户新车型销量不及预期;新产品质量风险;客户开拓不及预期。

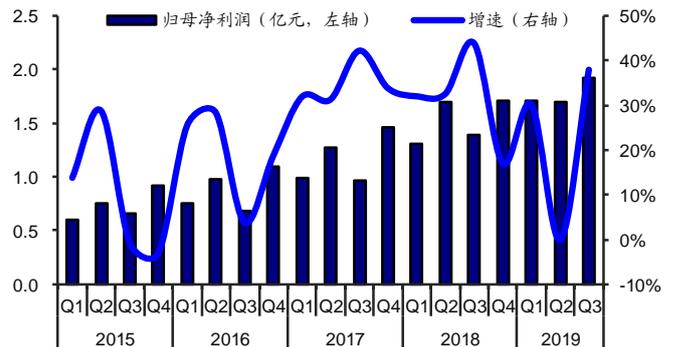
主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4255	5074	5692	6918	8288
(+/-)YoY(%)	27.1%	19.2%	12.2%	21.5%	19.8%
净利润(百万元)	470	611	780	958	1159
(+/-)YoY(%)	34.3%	29.9%	27.7%	22.9%	20.9%
全面摊薄EPS(元)	1.70	2.21	2.82	3.47	4.20
毛利率(%)	21.6%	22.6%	23.9%	24.4%	24.7%
净资产收益率(%)	11.7%	14.0%	15.6%	17.4%	18.8%

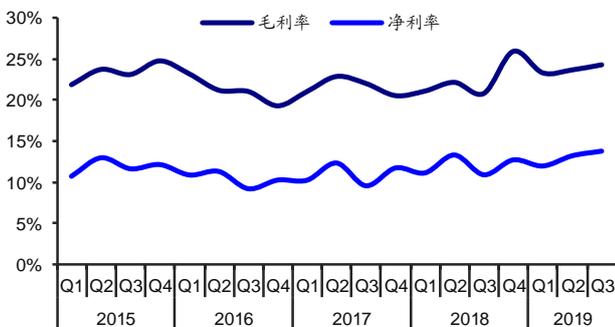
资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 星宇股份营业收入及增速


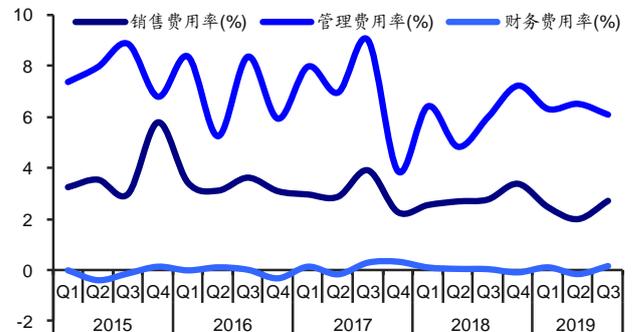
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 星宇股份归母净利润及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 星宇股份毛利率和净利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 星宇股份三项费用率（管理费用率含研发）


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601689.SH	拓普集团	0.51	0.64	0.77	23	19	15
600933.SH	爱柯迪	0.55	0.65	0.79	20	17	14
002920.SZ	德赛西威	0.52	0.70	0.91	46	34	26
	均值	0.53	0.66	0.82	30	23	18

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为2019年10月25日价格, EPS为wind一致预期; 原可比公司经营情况等发生变化, 可比程度降低且缺少wind一致预期, 更换部分可比公司

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	5074	5692	6918	8288
每股收益	2.21	2.82	3.47	4.20	营业成本	3930	4334	5228	6241
每股净资产	15.82	18.07	19.99	22.30	毛利率%	22.6%	23.9%	24.4%	24.7%
每股经营现金流	2.47	2.23	3.84	4.21	营业税金及附加	33	39	47	56
每股股利	0.00	0.56	1.55	1.89	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	145	137	173	207
P/E	21.48	27.54	22.41	18.53	营业费用率%	2.9%	2.4%	2.5%	2.5%
P/B	3.00	4.30	3.89	3.49	管理费用	131	154	194	224
P/S	4.23	3.77	3.10	2.59	管理费用率%	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%
EV/EBITDA	15.59	21.72	17.50	14.19	EBIT	655	818	1014	1245
股息率%	0.0%	0.7%	2.0%	2.4%	财务费用	2	-14	-20	-28
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
毛利率	22.6%	23.9%	24.4%	24.7%	资产减值损失	44	11	5	11
净利润率	12.0%	13.7%	13.9%	14.0%	投资收益	98	87	90	92
净资产收益率	14.0%	15.6%	17.4%	18.8%	营业利润	718	916	1130	1365
资产回报率	8.4%	10.3%	11.2%	11.9%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	14.4%	16.1%	18.9%	21.7%	利润总额	716	916	1130	1365
盈利增长 (%)					EBITDA	809	958	1172	1423
营业收入增长率	19.2%	12.2%	21.5%	19.8%	所得税	108	137	171	205
EBIT 增长率	38.0%	25.0%	23.8%	22.8%	有效所得税率%	15.0%	14.9%	15.1%	15.0%
净利润增长率	29.9%	27.7%	22.9%	20.9%	少数股东损益	-2	0	0	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	611	780	958	1159
资产负债率	39.7%	33.8%	35.5%	36.7%					
流动比率	2.1	2.4	2.3	2.2	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.5	1.8	1.7	1.6	货币资金	802	657	969	1274
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	1005	1315	1432	1743
经营效率指标					存货	1317	1183	1478	1744
应收账款周转天数	65.2	84.3	75.6	76.8	其它流动资产	2501	2513	2561	2607
存货周转天数	110.3	99.6	103.2	102.0	流动资产合计	5625	5668	6441	7368
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.2	5.3	6.0	6.9	固定资产	1035	1115	1181	1235
					在建工程	161	228	302	380
					无形资产	360	457	569	686
					非流动资产合计	1624	1868	2120	2369
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	7249	7536	8561	9738
净利润	611	780	958	1159	短期借款	300	0	0	0
少数股东损益	-2	0	0	1	应付票据及应付账款	2257	2194	2661	3171
非现金支出	190	151	163	189	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-72	-80	-90	-91	其它流动负债	141	168	196	225
营运资金变动	-44	-234	30	-95	流动负债合计	2697	2363	2858	3396
经营活动现金流	683	615	1062	1162	长期借款	0	0	0	0
资产	-316	-386	-411	-427	其它长期负债	182	182	182	182
投资	107	0	0	0	非流动负债合计	182	182	182	182
其他	117	87	90	92	负债总计	2879	2544	3039	3578
投资活动现金流	-92	-299	-321	-336	实收资本	276	276	276	276
债权募资	-100	-300	0	0	普通股股东权益	4368	4991	5521	6158
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	2
其他	-285	-161	-429	-521	负债和所有者权益合计	7249	7536	8561	9738
融资活动现金流	-385	-461	-429	-521					
现金净流量	206	-145	312	305					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业
王猛 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 长城汽车,拓普集团,福耀玻璃,星宇股份,德赛西威,长安汽车,科博达,宁波高发,上汽集团,广汽集团,精锻科技,爱柯迪,旭升股份,吉利汽车,广汇汽车

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。