

常州星宇车灯股份有限公司

**2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



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

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：

谭璇

报告编号：中鹏信评
【2020】第 Z【553】号 02

分析师

姓名：
党雨曦 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

评级日期：
2020年07月01日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司汽车及零部件制造企业主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
<http://www.cspengyuan.com/>

常州星宇车灯股份有限公司

2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过15亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“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）本次拟公开发行总额不超过15亿元（含15亿元）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到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，技术与研发实力突出，具有一定的规模优势和行业地位；公司主要客户资质较好，未来订单具有一定保障；公司营业收入增长较快，盈利能力较强且持续提升；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。同时中证鹏元也关注到，汽车市场景气度下滑、“COVID-19”疫情抑制乘用车消费需求，使得公司外部经营环境不确定性增加；公司面临一定的客户集中度较高的风险以及新增产能消化的风险等风险因素。

正面：

- 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，技术与研发实力突出，具有一定的规模优势和行业地位。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，经营规模处于汽车车灯行业前列；公司拥有涵盖产品设计、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行业领先地位。
- 公司主要客户资质较好，未来订单具有一定保障。公司主要面向整车配套市场（OEM），下游客户包括一汽大众、一汽丰田、上汽大众、广汽丰田、广汽本田、东风日产、上汽通用、戴姆勒、宝马和奥迪等合资或外资整车厂商以及奇瑞汽车、

吉利汽车、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，客户资质较好，长期的合作积累及畅销的车型，为公司未来的订单带来一定的保障。

- **公司营业收入增长较快，盈利能力较强且持续提升。**2017-2019 年公司分别实现营业收入 42.55 亿元、50.74 亿元以及 60.92 亿元，三年复合增长率达 19.65%，增速较快；同期综合毛利率分别为 21.57%、22.56%和 24.03%，且 2019 年公司总资产回报率上升至 12.21%，盈利能力较强且持续提升。
- **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 3 月末，公司现金类资产合计 42.32 亿元，占总资产的 49.85%；2017-2019 年和 2020 年 1-3 月公司经营活动现金净流入 8.74 亿元、6.83 亿元、10.80 亿元和 5.52 亿元；截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率为 40.58%，其中经营性应付项目占负债总额的 81.77%，2019 年流动比率为 1.85，EBITDA 利息保障倍数为 69.68。

关注：

- **公司外部经营环境不确定性增加。**2019 年全年国内汽车销量为 2,572.10 万辆，较上年销量下滑 8.20%，汽车市场景气度进一步下滑；受“COVID-19”疫情冲击，2020 年 1-4 月份汽车销量同比下滑 33.40%，上述影响下，公司一季度营业收入下滑 11.67%。新冠肺炎疫情在国内局部地区仍有反复，海外疫情尚未得到有效控制，对乘用车暂时性消费需求形成抑制，从而将对公司全年订单产生一定不利影响，公司外部经营环境不确定性增加。
- **公司面临一定的新增产能消化风险。**近年来公司不断扩充产能，在建工程智能制造产业园和塞尔维亚项目全部建成后，将合计增加年产 1,590 万只各类车灯产品产能。若下游整车市场景气度继续下滑导致该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。
- **公司面临一定的客户集中度较高的风险。**2017-2019 年公司对前五大客户的销售占比分别为 65.53%、65.82%和 64.99%，下游客户集中度维持较高水平，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。

主要财务指标：（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	848,995.90	855,424.46	724,851.84	645,824.49
归属于母公司所有者权益合计	504,492.21	488,525.99	436,840.77	402,208.40
有息负债	156,880.59	138,799.49	133,382.53	117,693.96

资产负债率	40.58%	42.89%	39.72%	37.67%
流动比率	1.96	1.85	2.09	2.16
速动比率	1.52	1.41	1.60	1.71
营业收入	125,812.74	609,179.84	507,406.73	425,541.61
营业利润	18,572.95	94,803.36	71,779.95	55,756.96
净利润	15,953.04	78,953.03	60,827.02	46,900.31
综合毛利率	21.77%	24.03%	22.56%	21.57%
总资产回报率	-	12.21%	10.70%	9.66%
EBITDA	-	115,331.01	88,764.31	70,024.19
EBITDA 利息保障倍数	-	69.68	51.23	53.95
经营活动现金流净额	55,234.20	108,000.15	68,273.83	87,355.51

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报告，中证鹏元整理

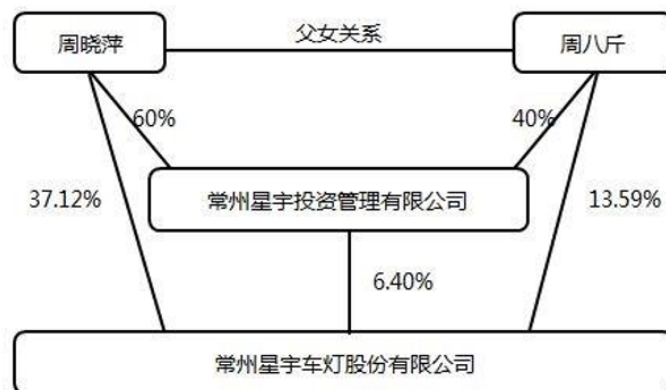
一、发行主体概况

公司前身为“武进县星宇车灯厂”，成立于1993年，是常州青龙乡武进卫校的校办企业。1994年8月更名为常州市星宇车灯厂，1997年12月由校办企业转制为民营企业，2000年5月正式改制为常州星宇车灯有限公司，注册资本为人民币100万元，法人代表为周晓萍，其中周晓萍持有公司60.00%的股权，周八斤持有公司40.00%的股权，周晓萍与周八斤系父女关系。后经多次股权转让及增资扩股，公司股改前注册资本增至6,316.00万元。公司于2007年10月整体改制为股份有限公司，并更为现名，注册资本为16,790.00万元，其中周晓萍持有公司57.00%股权，周八斤持有公司31.82%股权。

截至首次公开发行股票前，公司注册资本为17,676.00万元，经中国证券监督管理委员会《关于核准常州星宇车灯股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可[2011]45号）核准，公司于2011年2月首次公开发行人民币普通股（A股）6,000.00万股，募集资金净额为121,761.87万元。本次公开发行股票后公司股本增至23,676.00万元，其中周晓萍持股43.87%，是公司的控股股东和实际控制人。公司股票简称“星宇股份”，股票代码为601799.SH。

截至2020年3月末，公司注册资本与实缴资本为27,615.52万元，控股股东及实际控制人为周晓萍，直接持有公司37.12%的股份，并通过常州星宇投资管理有限公司间接控制公司6.40%的股份。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的主营业务是汽车（主要是乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，是我国主要的汽车车灯总成制造商和设计方案提供商之一，主要面向整车厂配套市场（OEM）。

截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共7家，具体情况如下表所示。

表 1 截至 2019 年末公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	业务性质
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：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：常州星宇车灯股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过15.00亿元（含15.00亿元），具体发行数额提请公司股东大会授权董事会及其授权人士在上述额度范围内确定；

债券期限与利率：本期债券的期限为6年；本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定；

付息期限和方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，其中，前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构及主承销商协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的80.00%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价

格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于审议上述方案的股东大会召开日前二十个交易日和前一交易日公司股票交易均价的较高者；

债券赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向可转债持有人赎回全部未转股的本次可转债。具体赎回价格提请公司股东大会授权董事会及其授权人士根据市场情况等与保荐机构及主承销商协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130.00%（含130.00%）或者本期债券未转股余额不足3,000.00万元时，公司董事会及董事会授权人士有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债；

债券回售条款：自本期债券最后两个计息年度起，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70.00%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以债券面值加上当期应计利息价格向公司回售其持有的全部或部分本期债券的权利；持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券给予公司原普通股股东优先配售权，具体优先配售数量提请股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行可转债的募集说明书中予以披露。原普通股股东优先配售之外的余额和原普通股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐人（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过150,000.00万元（含150,000.00万元），扣除发行费用后，拟用于以下项目的投资：

表 2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金规模	募集资金占项目总投资比例
智能制造产业园模具工厂	60,214.10	57,000.00	94.66%
智能制造产业园电子工厂	57,700.38	54,500.00	94.45%
补充流动资金	38,500.00	38,500.00	100.00%
合计	156,414.48	150,000.00	

资料来源：公司提供

募投项目基本情况

智能制造产业园模具工厂

根据公司提供资料，本项目实施主体为公司本部，项目地址为江苏省常州市星宇股份智能制造产业园现有园区内，项目建设完成后，将用于对公司智能制造产业园大灯、后灯工厂涉及的模具、工装的生产以及试制测试，完善产能配套，形成年产大灯面罩、后灯面罩、单色/多色饰圈等各类模具360副的生产能力，年产普通大灯焊接、贯穿灯热板焊接、涂装压合、普通胎具、标准设备等各类工装12,000副的生产能力。本项目总投资为60,214.10万元，其中工程建设投入18,794.94万元，设备购置和安装投入38,419.16万元，铺底流动资金3,000万元。

根据公司提供资料，本项目全部建成并达产后，项目具有良好的经济效益，税后内部收益率14.85%，税后投资回收期（含建设期）为7.4年，但未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

截至2020年6月末，该项目已取得常州国家高新技术产业开发区（新北区）行政审批局出具的《江苏省项目投资备案证》（常新行审内备[2020]323号）以及关于“星宇股份智能制造产业园项目环境影响报告表”的同意批复（常新行审环表[2017]50号），本项目拟在公司现有经营场地内实施，不涉及新增土地。

2、智能制造产业园电子工厂

根据公司提供资料，本项目实施主体为公司本部，项目地址为江苏省常州市星宇股份智能制造产业园现有园区内，项目建设完成后，将用于车灯光源及其他电子模组的生产 and 检测，最终形成年产车灯光源及其他电子模组4,080万个的生产能力。本项目总投资为57,700.38万元，其中工程建设投入8,524.38万元，设备购置和安装投入46,176.00万元，铺底流动资金3,000万元。

根据公司提供资料，该项目全部建成并达产后，项目具有良好的经济效益，税后内部

收益率28.78%，税后投资回收期（含建设期）为8.54年，但未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

截至2020年6月末，该项目已取得常州国家高新技术产业开发区（新北区）行政审批局出具的《江苏省项目投资备案证》（常新行审内备[2020]323号）以及关于“星宇股份智能制造产业园项目环境影响报告表”的同意批复（常新行审环表[2017]50号），本项目拟在公司现有经营场地内实施，不涉及新增土地。

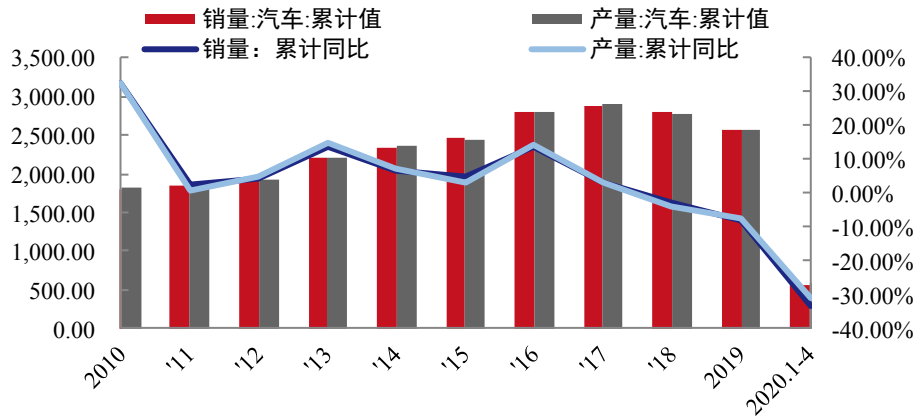
四、运营环境

公司外部经营环境不确定性增加；存量市场博弈下，汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧

汽车工业作为国民经济重要的支柱产业，其与经济状况、消费市场的景气度密切相关，具备较强的周期性特征。近年来我国经济快速发展，作为我国支柱产业之一的汽车工业得到了极大的发展，汽车产销量快速增加，从2003年的444.37万辆增长至2019年的2,572.10万辆，但增速整体呈现不断回落甚至负增长的态势，2018年和2019年汽车销量连续两年负增长，分别同比下滑2.76%和8.20%，其中，乘用车销量分别为2,370.98万辆和2,144.42万辆，分别同比下滑4.08%和9.56%。受整车市场拖累，2019年中国汽车零部件行业的主营业务收入为35,757.70亿元，同比增长0.35%，增速较上年下降3.85个百分点，利润总额同比下降8.20%。

受“COVID-19”疫情冲击，2020年1-4月份汽车销量同比下滑33.40%，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26.88%和65.40%，新冠疫情对国内汽车产业链冲击力度较大。虽然目前国内疫情已经得到有效控制，全国各地企业复工情况良好，生产经营的影响已有所缓解，但新冠肺炎疫情在局部地区仍有反复，海外疫情尚未得到有效控制，对居民消费能力与意愿产生负面影响，对乘用车暂时性消费需求形成抑制，从而将对公司全年经营业绩形成一定不利影响。

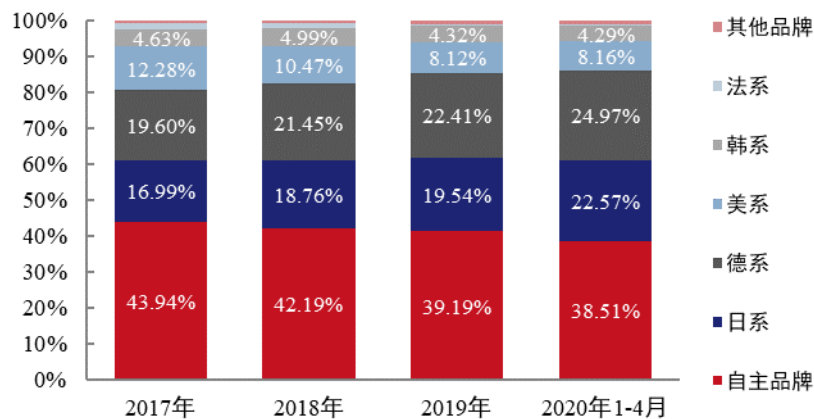
图2 近年国内汽车产销量增速整体呈现不断回落甚至负增长的趋势(单位:万辆)



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。将132家A股上市的零部件企业按营业收入规模排名,前20家头部企业2019年营业利润合计为417.86亿元,较上年同期增长6.43%,而同期全部企业营业利润为415.93亿元,同比下滑15.30%,头部供应商在下游整车市场低迷影响下,抗压能力相对较强。从汽车品牌来看,2019年日系和德系品牌销量大幅上扬,市场占有率分别逆势上升至19.54%和22.41%,依附于强劲的整车厂力量,配套日系德系汽车的零部件供应商相对于配套韩系汽车、自主品牌乘用车等的供应商未来发展更有保障,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3 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

整体来看,2018年以来,国内汽车市场景气度下滑,“COVID-19”疫情在全球范围

尚未得到有效控制，公司外部经营环境不确定性增加。存量市场博弈下，汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧，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。

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

汽车车灯是与整车配套的汽车零配件，上游为光源、塑胶材料、电子元器件等通用材料，下游为汽车整车厂商。按功能分类为照明灯具和信号灯具，其中，外部照明灯具安装于汽车外部，主要包括前照灯、前雾灯、后组合灯、牌照灯等；内部照明灯具则安装于汽车内部，主要包括门灯、氛围灯、阅读灯等。

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，已开发出自适应前照灯（AFS），并进一步演进为最新的自适应远光灯（ADB），随着电子技术的发展，车灯愈加智能化。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。

表 3 国内主要汽车车灯生产企业情况

生产企业名称	营业收入	主要配套整车品牌
星宇股份	2019 年营业收入 60.92 亿元	一汽大众、一汽丰田、上汽大众等
日本小系	2017 年营业收入约 510 亿元人民币	丰田、雷克萨斯、本田、日产等
德国海拉	2018 年营业收入为 30.14 亿欧元	大众、奔驰、宝马、保时捷等
日本斯坦雷	2018 年营业收入约 218 亿元人民币	丰田、本田、日产、斯巴鲁等

资料来源：wind 资讯、公开资料，中证鹏元整理

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、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

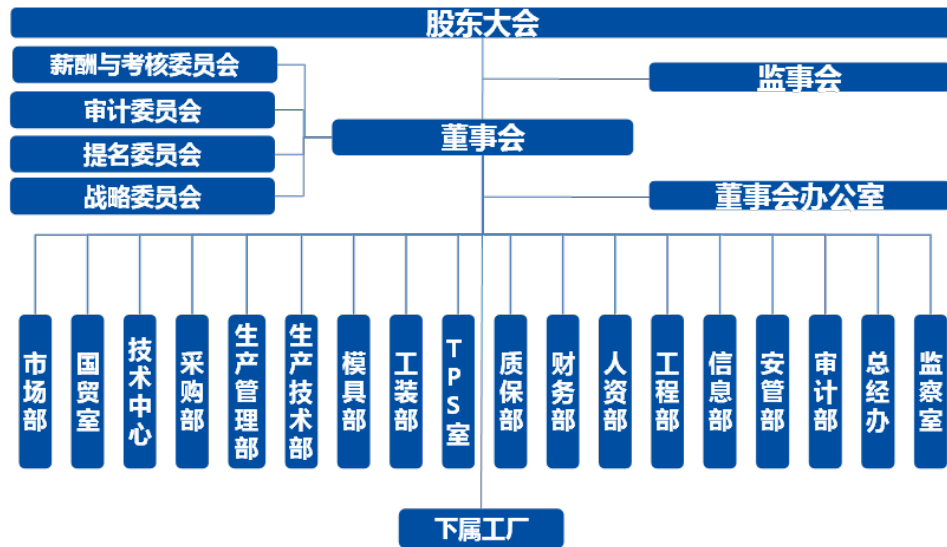
股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。2017-2019年公司能够召开股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事会由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事会主要负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。监事会中由3名监事组成，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生，设职工监事2名，由公司职工代表大会选举产生。监事会成员通过列席董事会和股东大会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、股东大会召开程序以及董事、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。公司设总经理1名，副总经理若干，财务负责人和董事会秘书1名，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年，连聘可以连任。

自公司成立以来，实际控制人未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验。

公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了市场部、技术中心、采购部、生产技术部、质保部、财务部、人资部和工程部等相关部门，保障了公司产品开发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。信息披露方面，公司自上市以来能够通过中国证券监督管理委员会指定的网站以及选定的媒体及时披露定期报告、募集资金使用情况等信息。但我们也注意到，随着公司不断加大投资及公司全球业务的发展，公司资产规模、经营规模不断扩大，经营决策、组织管理和内部控制难度也将相应增加，对

管理层的管理水平将会形成一定的考验。

图4 截至2019年末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司拥有员工7,144人，其中生产人员5,174人，技术人员876人。从教育程度看，本科及以上学历人员为1,052人，专科及以下学历的员工6,092人，人员配备基本能够满足公司生产经营需求。

表4 截至2019年末公司员工的岗位分布情况及教育程度情况

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	5,174	72.42%
技术人员	876	12.26%
销售人员	254	3.56%
财务人员	26	0.36%
行政人员	80	1.12%
其他人员	734	10.27%
合计	7,144	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
博士	6	0.08%
硕士	143	2.00%
本科	903	12.64%
大专	1,050	14.70%
大专以下	5,042	70.58%
合计	7,144	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司的主营业务是汽车（主要是乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，是我国主要的汽车车灯总成制造商和设计方案提供商之一，主要面向整车厂配套市场（OEM）。近年来公司营业收入实现较快增长，2017-2019年营业收入分别为42.55亿元、50.74亿元和60.92亿元，年均复合增长率达19.65%，受疫情影响，2020年1-3月，公司营业收入同比下滑11.67%。从收入结构来看，车灯类业务为公司主要收入来源，2017-2019年分别占同期营业收入的88.18%、88.79%和92.86%，占比不断提升；而柔性扁平电缆和三角警示牌类业务规模较小，对公司整体收入和利润贡献很小，其中2019年柔性扁平电缆收入大幅下滑，主要系子公司I&T公司破产清算，不再纳入合并范围；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，但毛利率水平一般，对公司利润的贡献较小。

毛利率方面，2017-2019年公司综合毛利率水平分别为21.57%、22.56%和24.03%，近年来毛利率水平持续上升，盈利能力不断增强，主要得益于产品结构不断优化和经营规模扩大带来的规模效应。

表 5 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	2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
车灯类	565,656.88	24.85%	450,540.06	23.61%	375,248.86	22.86%
柔性扁平电缆	1,779.69	23.92%	7,152.19	25.32%	6,637.23	20.90%
三角警示牌类	1,259.67	-0.46%	1,107.57	-6.85%	1,053.69	-8.19%
其他业务	40,483.61	13.41%	48,606.91	13.02%	42,601.83	11.06%
合计	609,179.84	24.03%	507,406.73	22.56%	425,541.61	21.57%

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，技术与研发实力突出，具有一定的规模优势和行业地位

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，具有一定的规模优势和行业地位，且是极少数掌握车灯总成技术的国内自主品牌企业。随着国内汽车行业的快速发展，公司作为国内独立的第三方车灯供应商，凭借着综合成本优势、本土供应以及服务水平等优势，公司经营规模不断扩大，相应的产能规模亦不断扩张，截至2019年12月31日，公司已经具备600万只前照灯、1,600万只后组合灯、600万只雾灯和4,500万只其他车灯的年设计产能规模，产销规模位于行业前列，具有一定的规模优势和行业地位。

公司技术与研发能力突出。随着生产经验和研发投入的持续积累，公司的技术水平不

断进步，2009年3月，公司被科技部评定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，2017年通过高新技术企业重新认定；截至2020年3月末，公司累计获得881项专利，其中发明专利76项；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。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。

2017-2019年公司研发投入金额分别为1.79亿元、1.81亿元和2.30亿元，保持较大规模的研发投入，占营业收入比例在4%左右。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 6 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
研发投入金额	23,000.99	18,058.18	17,930.82
研发投入占营业收入比例	3.78%	3.56%	4.21%

资料来源：2017-2019年公司年度报告，中证鹏元整理

公司产品结构持续优化，前照灯销售收入和占比不断提升；下游主要大客户资质较好，未来订单有一定保障；但未来公司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。目前知名汽车整车厂商都实行严格的供应商资格认证制度，通过一系列认证环节成为候选供应商一般需要1-2年时间；公司在通过整车制造厂商认证和评审成为其合格供应商之后，整车制造商拟开发新的车型时，公司将参与该车型车灯项目的招投标；项目竞得后，公司与整车制造商签订技术开发协议，项目正式启动，后续通过数模设计、模具开发、样件试制、试验认可、工装样件认

可（OTS）、试生产、生产件批准程序（PPAP）等环节，最终实现产品的批量生产。由于这一过程往往需要耗费合作双方巨大的时间和经济成本，因此一旦双方确立供应关系，其合作关系一般比较稳定。公司一般与主要客户签有3年的长期供货框架合同，并在该合同框架下根据客户具体下达的订单组织相关产品的生产和销售。信用政策方面，下游客户账期一般在30天-90天，使用电汇和承兑汇票结算。

从产品结构来看，车灯类包括前照灯、后组合灯、雾灯等，其中前照灯是汽车头部的照明灯，其质量直接影响到行车安全，因此是最重要的车灯，也是生产工艺要求最严格的车灯，因此产品价格和毛利率水平相对较高。2017-2019年公司前照灯收入分别为13.13亿元、16.69亿元和21.87亿元，分别占车灯收入的34.99%、37.06%和38.67%，前照灯收入增长较快，占比不断提升。目前公司生产的前照灯主要为卤素灯和LED车灯，ADB车灯于2020年上半年量产，LED车灯一般用于配套相对高端车型，而ADB车灯是智能灯组，是智能汽车的配套组件，应用于少数高端车型。后组合灯主要作用是指示，通常包括转向灯、倒车灯、制动灯等，产品价格和毛利水平尚可，2017-2019年后组合灯收入分别为14.60亿元、15.87亿元和20.08亿元。雾灯及一些内饰灯等小型灯具技术要求相对较低，价格和毛利水平通常较低，但公司销量规模较大，2019年雾灯和内饰灯等其他小型灯具分别销售635.70万只和4,681.32万只，因此雾灯和其他小型灯具亦产生较大规模收入。

表7 公司主要车灯产品收入情况（单位：万元）

产品	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
前照灯	49,476.96	218,724.72	166,957.56	131,303.56
后组合灯	43,419.12	200,848.20	158,682.59	145,999.37
雾灯	7,389.10	41,017.46	37,141.05	32,874.14
其他灯具	17,358.15	105,066.49	87,758.86	65,071.79
合计	117,643.33	565,656.87	450,540.06	375,248.86

资料来源：公司提供

2017-2019年公司前五大客户合计销售收入分别为27.88亿元、33.40亿元和39.59亿元，占营业收入的比重分别为65.53%、65.82%和64.99%，其中一汽大众为公司最大单一客户，分别占营业收入的30.21%、34.44%和33.96%。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，较为稳定的合作关系为公司未来的订单带来一定的保障。但同时需要注意的是，公司近年前五大客户营收占比均超过60%，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。

表8 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1-3月	1	客户 1	54,202.83	43.08%
	2	客户 2	14,528.70	11.55%
	3	客户 3	7,608.66	6.05%
	4	客户 4	7,508.54	5.97%
	5	客户 5	6,514.13	5.18%
	合计			90,362.85
2019年	1	客户 1	206,907.76	33.96%
	2	客户 2	62,660.55	10.29%
	3	客户 3	55,545.09	9.12%
	4	客户 4	40,005.78	6.57%
	5	客户 5	30,800.42	5.06%
	合计			395,919.60
2018年	1	客户 1	174,746.57	34.44%
	2	客户 2	58,719.50	11.57%
	3	客户 3	35,612.39	7.02%
	4	客户 4	34,556.66	6.81%
	5	客户 5	30,324.16	5.98%
	合计			333,959.30
2017年	1	客户 1	128,564.51	30.21%
	2	客户 2	58,009.05	13.63%
	3	客户 3	34,709.98	8.16%
	4	客户 4	30,279.72	7.12%
	5	客户 5	27,279.29	6.41%
	合计			278,842.56

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

生产方面，公司在得整车生产商的订单后，公司进行产品的图纸设计，然后在公司的模具中心或外协进行模具制作，模具、工装完备后进行产品试制，通过一系列环节，最终达到批量生产条件。公司主要生产车灯的灯罩、饰圈等塑料部件以及一部分电子元器件等，光源则依靠采购。公司的生产线为柔性生产线，可以通过更换模具、切换工装实现生产不同型号的车灯。由于整车厂商每推出一款新车型都要配套新的车灯，一种车型的车灯一般无法在其他车型上应用，因此汽车灯具行业的生产模式一般为“以销定产”。

公司目前的生产主要集中于公司本部常州星宇，为加强主要客户合作关系，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，原有产能可能无法满足下游订单需求的增加，2019年前照灯和后组合灯实际产能分别扩产至443.52万只和1,335.60万只，产能利用率分别下降至94.73%和82.17%，前照灯产能利用水平依然较高，后组合灯产能利用水平尚可。而雾灯产能利用率保持在较高水平，2017-2019年产能利用率分别为100.31%、106.56%和101.08%，随着产量的进一步增长，雾灯产能将受到限制，未来产量的增加仍然需要扩大产能。

表 9 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1-3月	2019年	2018年	2017年
前照灯	实际产能	110.88	443.52	403.20	403.20
	产量	83.35	420.13	419.85	442.53
	产能利用率	75.17%	94.73%	104.13%	109.75%
	销量	91.95	437.22	427.59	431.05
	产销率	110.31%	104.07%	101.84%	97.41%
后组合灯	实际产能	333.90	1,335.60	1,134.00	1,134.00
	产量	218.31	1,097.45	1,101.47	1,032.65
	产能利用率	65.38%	82.17%	97.13%	91.06%
	销量	274.59	1,316.40	1,136.88	1,005.95
	产销率	125.78%	119.95%	103.21%	97.42%
雾灯	实际产能	157.50	630.00	630.00	630.00
	产量	110.00	636.81	671.32	631.98
	产能利用率	69.84%	101.08%	106.56%	100.31%
	销量	107.59	635.70	703.82	626.97
	产销率	97.81%	99.83%	104.84%	99.21%

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，本期募投项目是配套该项目建设的模具工厂和电子工厂，智能制造产业园项目建成后将进一步扩大公司产能，增强公司竞争力，但若下游整车市场景气度继续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，从而增加公司生产成本，未来需持续关注在建项目建设情况和新增产能释放情况。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 10 截至 2020 年 3 月末，公司在建项目情况

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 亿元	3 亿元	2021 年下半年	/
智能制造产业园一、二、三期	11.5 亿元	4 亿元	2021 年上半年	形成年新增各类车灯产品 1,020 万只生产能力。
塞尔维亚星宇	6,000 万欧元	781 万欧元	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。公司对上游大型供应商支付账期一般为60天左右，采用电汇或承兑汇票的方式结算。

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，近年来电子元器件和光源的价格均存在一定的波动，而注塑件价格呈现波动上升趋势，但车灯电子类和塑胶材料整体呈波动下降趋势。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 11 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	362,826.87	84.83%	292,265.40	83.34%	249,324.04	84.27%
制造费用	41,412.78	9.68%	37,682.66	10.75%	29,805.24	10.07%
直接人工	23,474.91	5.49%	20,727.31	5.91%	16,734.68	5.66%

资料来源：公司2017-2019年年度报告，中证鹏元整理

表 12 公司主要原材料数量及价格情况（单位：万只、吨、万元/吨、元/只）

原料品种	项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
材料 1	数量	27,631.84	182,798.45	115,396.42	82,947.00
	均价	0.74	0.53	0.55	0.56
材料 2	数量	761.29	4,849.04	6,040.76	6,599.40

	均价	4.76	3.36	4.55	3.14
材料 3	数量	1,165.22	4,999.13	3,991.06	3,261.50
	均价	8.52	8.44	8.54	10.34
材料 4	数量	634.47	3,290.70	3,086.52	1,919.16
	均价	17.91	18.91	21.99	20.63
材料 5	数量	3,151.15	14,387.79	14,143.25	12,587.84
	均价	2.47	2.80	2.64	2.18

资料来源：公司提供

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。近年上游前五大供应商存在一定的波动，2017-2019年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重分别为21.13%、21.29%和19.61%，集中度较低，供应商较为分散。

表 13 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2020年1-3月	1	供应商 1	6,318.77	7.82%
	2	供应商 2	4,115.65	5.09%
	3	供应商 3	3,165.34	3.92%
	4	供应商 4	2,771.62	3.43%
	5	供应商 5	2,398.16	2.97%
			合计	18,769.54
2019年	1	供应商 1	25,606.98	6.27%
	2	供应商 2	18,473.79	4.52%
	3	供应商 3	12,694.00	3.11%
	4	供应商 4	11,754.34	2.88%
	5	供应商 5	11,535.69	2.83%
			合计	80,064.80
2018年	1	供应商 1	18,911.66	5.32%
	2	供应商 2	18,290.85	5.14%
	3	供应商 3	15,491.40	4.36%
	4	供应商 4	11,751.82	3.31%
	5	供应商 5	11,252.48	3.16%
			合计	75,698.20
2017年	1	供应商 1	22,650.96	6.61%
	2	供应商 2	15,430.52	4.50%
	3	供应商 3	13,326.93	3.89%
	4	供应商 4	10,885.55	3.18%
	5	供应商 5	10,139.12	2.96%
			合计	72,433.08

注：沙伯基础创新塑料国际贸易（上海）有限公司和沙伯基础创新塑料（中国）有限公司系同一控制下的两家公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

以下分析基于公司提供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公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2017年和2018年公司合并范围未发生变化；2019年公司合并范围子公司新增2家，分别为星宇车灯日本株式会社和星宇车灯塞尔维亚公司，系公司新设立；减少1家，系子公司I&T公司破产清算，不再纳入合并范围。截至2019年末，公司合并报表范围见表1。

资产结构与质量

公司账面资金充裕，但应收票据及应收账款占用一定的营运资金且使公司面临一定的回收风险，整体资产质量及流动性较好

近年来随着公司主营业务规模持续扩张，2017-2019年公司总资产规模实现稳步增长，分别为64.58亿元、72.49亿元和85.54亿元，年均复合增长率达15.09%，截至2020年3月末，总资产规模为84.90亿元。近年来资产结构较为稳定，以流动资产为主，占比均在70%以上。

表 14 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	176,152.55	20.75%	125,676.31	14.69%	80,176.38	11.06%	63,246.98	9.79%
交易性金融资产	169,281.21	19.94%	177,263.13	20.72%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据	77,766.40	9.16%	79,245.01	9.26%	42,268.00	5.83%	35,068.12	5.43%
应收账款	45,393.27	5.35%	90,968.47	10.63%	58,217.77	8.03%	45,639.25	7.07%
存货	138,536.60	16.32%	150,382.15	17.58%	131,670.55	18.17%	105,813.13	16.38%
其他流动资产	3,525.90	4.15%	2,947.14	3.45%	231,267.98	31.91%	241,095.64	37.33%
流动资产合计	617,796.28	72.77%	634,097.74	74.13%	562,459.09	77.60%	504,631.04	78.14%
固定资产	140,854.35	16.59%	121,357.92	14.19%	103,509.11	14.28%	91,522.85	14.17%
在建工程	42,851.82	5.05%	51,036.71	5.97%	16,141.92	2.23%	4,730.51	0.73%
非流动资产合计	231,199.63	27.23%	221,326.71	25.87%	162,392.76	22.40%	141,193.45	21.86%
资产总计	848,995.90	100.00%	855,424.46	100.00%	724,851.84	100.00%	645,824.49	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

受益于公司近年经营现金的积累，货币资金规模增长较快，2017-2019年复合增长率

为40.96%，截至2019年末，货币资金账面金额为12.57亿元，占资产总额的14.69%，主要为银行存款，其中受限资金0.98亿元，受限比例较小，2020年3月末货币资金余额进一步增长至17.62亿元，占资产总额的20.75%。交易性金融资产为公司购买的银行理财产品，多为保本型理财，风险较小，2020年3月末账面价值为16.93亿元，占资产总额的19.94%。公司应收票据为收取下游客户支付的银行承兑汇票和少量商业承兑汇票，由于近年收入规模不断增长，应收票据规模亦持续增长，2019年末应收票据账面价值为7.92亿元，占总资产的9.26%，主要为银行承兑汇票，风险较小，其中4.62亿元的银行承兑汇票用于质押，0.33亿元的应收票据已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期但已终止确认。2020年3月末，应收票据账面价值小幅下降至7.78亿元。截至2020年3月末，公司现金类资产³合计42.32亿元，占总资产的49.85%，规模及占比较大，账面流动性充裕。公司应收账款主要系应收下游客户的货款，由于下游客户通常会要求公司给予30-90天的结算期，从而公司各期末应收账款余额的波动受当期最后一个季度销售收入波动的影响较大，由于2018年和2019年四季度销售收入不断增长，2017-2019年应收账款余额规模亦持续增加，截至2019年末，应收账款账面价值为9.10亿元，占总资产的比重为10.63%，其中坏账计提金额为0.58亿元。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，账龄基本集中在1年以内。随着下游货款的回收，2020年3月末应收账款规模大幅下降至4.54亿元，占总资产的5.35%。总体来看，应收票据及应收账款占用一定的营运资金，若因汽车行业景气度下滑、竞争激烈等因素导致下游客户尤其是部分自主品牌客户经营出现困难，使得公司面临一定的回收风险。其他流动资产为待抵扣进项税额，2019年账面价值大幅减少至0.29亿元，主要系会计准则变更将银行理财转入交易性金融资产科目。

随着公司销售规模的逐步扩大，相应的备货需求增加，存货账面价值不断增长，2017-2019年分别为10.58亿元、13.17亿元和15.04亿元，其中2019年末跌价准备和减值准备为0.08亿元。公司存货主要由原材料、在产品和库存商品等构成，其中2019年末库存商品为12.54亿元，占存货账面余额的82.96%，库存商品主要为在途商品及模具，未形成明显积压。

固定资产主要为房屋建筑物与机器设备，2019年末账面价值为12.14亿元，占资产总额的14.19%，近三年复合增长率为15.15%，固定资产规模不断增长，主要系近年公司扩充产能而新建厂房以及购置机器设备所致。截至2019年末固定资产累计折旧额为5.88亿元，占账面原值的百分比为32.63%，无暂时闲置的固定资产，此外，尚有0.92亿元的固定资产未办妥产权证书。较大规模固定资产符合公司所属制造业特征，且目前固定资产规模能满

³ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

足公司的日常生产经营。随着智能制造产业园、汽车电子和照明研发中心等项目的不断投入，在建工程账面规模增长较快，2017-2019年账面价值分别为0.47亿元、1.61亿元和5.10亿元，2020年1-3月部分转入固定资产，在建工程账面价值下降至4.29亿元。

总体来看，近年来公司总资产规模稳步增长，账面资金充裕，资产流动性较好，但应收票据及应收账款占用一定的营运资金且使公司面临一定的回收风险。

资产运营效率

公司整体资产运营效率较好且不断提升

公司通常给予客户一定的账期，2017-2019年公司应收票据及应收账款周转天数分别为69.22天、64.28天和79.99天，其中2019年第四季度营业收入规模增长较快，使得年末应收票据及应收账款规模较大，从而使得2019年应收票据及应收账款周转天数较2018年上升较多，整体应收票据及应收账款周转效率较高。随着公司销售规模的逐步扩大，相应的备货需求增加，近年来存货规模增速略高于营业成本支出增速，使得存货周转天数不断上升但幅度不大，由2017年的106.72天上升至2019年的109.71天，整体存货周转效率较高。受上游材料款结算周期影响，应付票据及应付账款周转天数持续上升，截至2019年末，公司应付票据及应付账款周转天数为205.58天。上述因素综合影响下，公司净营业周期为负，体现为公司经营效率较高，对上游资金占用大于应收票据及应收账款和存货对公司资金的占用。

由于近年来公司营业收入实现较快增长，流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数均持续下降，公司资产营运效率不断提升。

表 15 近年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	79.99	64.28	69.22
存货周转天数	109.71	108.78	106.72
应付票据及应付账款周转天数	205.58	185.25	176.35
净营业周期	-15.88	-12.19	-0.41
流动资产周转天数	353.56	378.54	396.04
固定资产周转天数	66.44	69.19	73.34
总资产周转天数	466.94	486.24	500.37

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、wind 资讯，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入实现较快增长，盈利能力较强且持续提升

公司营业收入主要来源于汽车（主要是乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，近年来公司营业收入实现较快增长，2017-2019年营业收入分别为42.55亿元、50.74亿元和60.92亿元，年均复合增长率达19.65%，自2018年下半年开始，汽车行业景气度下滑甚至销量负增长的情况下，公司依然实现较快增长，体现出公司较强的抗压能力。随着公司在建智能制造产业园和塞尔维亚项目的逐步投产，未来营业收入有一定的支撑。但考虑到“COVID-19”疫情对汽车行业需求端的冲击，未来短期内营业收入增速存在一定的不确定性。受疫情影响，2020年1-3月公司营业收入同比下滑11.67%，净利润同比下滑6.17%，业绩表现优于行业平均。

盈利能力方面，2017-2019年公司综合毛利率水平分别为21.57%、22.56%和24.03%，毛利率水平持续上升，盈利能力不断增强，主要系公司产品结构不断优化和经营规模扩大带来的规模效应。近年公司因工资薪酬上升、加大研发投入等因素导致期间费用规模有所上升，但由于公司营业收入的较快增长，期间费用率持续下降，2017-2019年公司期间费用率分别为9.90%、9.03%和8.68%。在营业收入较快增长、毛利率持续上升和期间费用率不断下降的推动下，公司2017-2019年分别实现利润总额5.58亿元、7.16亿元和9.48亿元，三年复合增速为30.33%，营业利润率分别为13.10%、14.15%和15.56%，利润总额规模不断增长，营业利润率、净资产收益率和总资产收益率均呈现持续增长的态势。

表 16 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	125,812.74	609,179.84	507,406.73	425,541.61
营业利润	18,572.95	94,803.36	71,779.95	55,756.96
利润总额	18,522.72	94,831.10	71,589.40	55,827.22
净利润	15,953.04	78,953.03	60,827.02	46,900.31
综合毛利率	21.77%	24.03%	22.56%	21.57%
期间费用率	9.33%	8.68%	9.03%	9.90%
营业利润率	14.76%	15.56%	14.15%	13.10%
总资产回报率	-	12.21%	10.70%	9.66%
净资产收益率	-	17.16%	14.55%	12.09%
营业收入增长率	-11.67%	20.06%	19.24%	27.15%
净利润增长率	-6.17%	29.80%	29.69%	34.25%

注：表中的期间费用率包含了研发费用率。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报告，中证鹏元整理

现金流

公司整体现金流表现较好

公司主要客户为资质较好的整车厂商，近年现金回款情况较好，2017-2019年收现比分别为0.98、1.01和0.94。由于近年公司营业收入增长较快以及现金回款情况较好，使得公司整体经营活动现金流表现较好，2017-2019年经营活动现金分别净流入8.74亿元、6.83亿元和10.80亿元，其中2018年购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，当年度经营活动现金净流入规模较上年有所下降。近三年存货和经营性应收项目整体增加较多，对公司营运资本形成占用，而经营性应付项目增加规模较大，使得公司整体营运资本增加较多。

投资活动方面，近年来公司不断扩充产能而新建厂房和购置机器设备，2017-2019年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为5.16亿元、3.17亿元和8.18亿元，同期在银行理财产品的购买与到期赎回的影响下，2017-2019年投资活动现金净流出7.91亿元、0.92亿元和2.04亿元。由于公司账面资金充裕，2018年和2019年偿还了部分借款，使得筹资活动现金净流出。总体来看，近年公司经营状况向好，经营活动现金表现较好，同时公司保持了较大规模的投资支出，本期债券募投项目智能制造产业园模具工厂和电子工厂计划总投资规模为11.79亿元，尚未实质投入资金，考虑到公司账面资金充裕以及较强的融资能力，若本期债券成功发行，公司整体资金压力较小。

表 17 近年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	78,953.03	60,827.02	46,900.31
营运资本变化	10,628.21	-4,353.50	35,328.02
其中：存货减少（减：增加）	-19,339.05	-25,650.52	-14,298.58
经营性应收项目的减少（减：增加）	-57,638.12	-22,750.77	10,621.70
经营性应付项目的增加（减：减少）	87,605.38	44,047.79	39,004.90
经营活动产生的现金流量净额	108,000.15	68,273.83	87,355.51
投资活动产生的现金流量净额	-20,362.56	-9,175.52	-79,136.29
筹资活动产生的现金流量净额	-37,803.19	-38,513.68	18,467.69
现金及现金等价物净增加额	49,834.36	20,660.87	26,859.91
收现比	0.94	1.01	0.98

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本实力不断增强，债务负担较低

得益于公司持续经营的积累，2017-2019年公司所有者权益规模不断增长，年均复合增长率达到10.17%，2020年3月末进一步增长至50.45亿元；同期，公司负债总额有所上升，

由2017年末的24.33亿元增长至2019年末的36.69亿元，复合增长率为22.80%。负债总额增速较快，公司整体产权比率不断上升，2020年3月末为68.29%，净资产对负债保障程度较好。

表 18 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	344,503.69	366,898.47	287,914.94	243,305.25
所有者权益	504,492.21	488,525.99	436,936.90	402,519.23
产权比率	68.29%	75.10%	65.89%	60.45%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，2017-2019年流动负债占负债总额的比重均在90%以上，近年负债结构较为稳定。

近年公司主动偿还部分到期流动贷款，短期借款规模不断下降，截至2020年3月末，短期借款规模为2.00亿元，借款方式主要为信用借款。应付票据为公司与上游结算采用票据方式产生，随着业务规模的扩大，支付给上游的票据规模有所增长，截至2020年3月末，应付票据增长至13.69亿元，全部为银行承兑汇票。应付账款主要为应付材料款和应付设备款等，2020年3月末账面余额为14.48亿元。应付票据及应付账款规模较大，体现为公司对上游具备一定的议价能力。长期应付款主要为政府补助产生的递延收益，截至2020年3月末，账面价值为2.48亿元。总体来看，公司负债以经营性应付项目为主，占负债总额的81.77%，实际债务负担较低。

表 19 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20,023.93	5.81%	21,123.93	5.76%	30,000.00	10.42%	40,000.00	16.44%
应付票据	136,856.67	39.73%	117,675.57	32.07%	103,051.22	35.79%	77,693.96	31.93%
应付账款	144,836.66	42.04%	185,162.86	50.47%	122,632.96	42.59%	101,033.22	41.53%
流动负债合计	315,558.02	91.60%	341,965.89	93.20%	269,747.15	93.69%	233,249.95	95.87%
长期应付款	24,761.93	7.19%	21,764.30	5.94%	16,595.21	5.76%	9,448.38	3.88%
非流动负债合计	28,945.68	8.40%	24,932.58	6.80%	18,167.78	6.31%	10,055.31	4.13%
负债合计	344,503.69	100.00%	366,898.47	100.00%	287,914.94	100.00%	243,305.25	100.00%
其中：有息债务	156,880.59	45.54%	138,799.49	37.83%	133,382.53	46.33%	117,693.96	48.37%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

有息债务方面，公司近年来有息负债规模有所增长，截至2020年3月末，有息负债为15.69亿元，由于公司账面资金充裕，融资能力较强，公司偿付压力不大。

从偿债指标来看，随着负债总额的较快增长，资产负债率不断上升，由2017年的37.67%上升至2019年末的42.89%，考虑到公司负债主要以经营性应付项目为主，实际债务负担较

低。近年公司流动比率和速动比率不断下降，主要系公司主动偿还部分短期借款，考虑到公司资产流动性较好，短期偿付压力较小。由于近年来利润总额持续上升及折旧额不断增加，使得EBITDA规模不断增长，2017-2019年公司EBITDA分别为7.00亿元、8.88亿元和11.53亿元，2019年末EBITDA利息保障倍数为69.68，盈利对债务利息偿付的保障能力较好。

表 20 近年公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	40.58%	42.89%	39.72%	37.67%
流动比率	1.96	1.85	2.09	2.16
速动比率	1.52	1.41	1.60	1.71
EBITDA（万元）	-	115,331.01	88,764.31	70,024.19
EBITDA利息保障倍数	-	69.68	51.23	53.95
有息负债/EBITDA	-	1.20	1.50	1.68
债务总额/EBITDA	-	3.18	3.24	3.47
经营性净现金流/流动负债	0.18	0.32	0.25	0.37
经营性净现金流/负债总额	0.16	0.29	0.24	0.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期募投项目中智能制造产业园模具工厂和智能制造产业园电子工厂项目均具有良好的经济效益，税后内部收益率分别为14.85%和28.78%。但需要关注的是，未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。随着2017-2019年公司营业收入规模不断增加，销售商品、提供劳务收到的现金分别为41.73亿元、51.16亿元和57.19亿元，经营活动现金分别净流入8.74亿元、6.83亿元和10.80亿元。公司下游主要客户资质较好且合作关系较为稳定，未来订单有较好保障。但同时中证鹏元也关注到，应收票据及应收账款占用一定的营运资金且使公司面临一定的回收风险；新冠肺炎疫情对对乘用车暂时性消费需求形成抑制，从而会对公司经营业绩造成一定不利影响，进而影响公司现金流。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月4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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

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）	2020年3月31日	2019年	2018年	2017年
货币资金	176,152.55	125,676.31	80,176.38	63,246.98
交易性金融资产	169,281.21	177,263.13	0.00	0.00
应收票据	77,766.40	79,245.01	42,268.00	35,068.12
应收账款	45,393.27	90,968.47	58,217.77	45,639.25
存货	138,536.60	150,382.15	131,670.55	105,813.13
流动资产合计	617,796.28	634,097.74	562,459.09	504,631.04
固定资产	140,854.35	121,357.92	103,509.11	91,522.85
在建工程	42,851.82	51,036.71	16,141.92	4,730.51
非流动资产合计	231,199.63	221,326.71	162,392.76	141,193.45
资产总计	848,995.90	855,424.46	724,851.84	645,824.49
短期借款	20,023.93	21,123.93	30,000.00	40,000.00
应付票据	136,856.67	117,675.57	103,051.22	77,693.96
应付账款	144,836.66	185,162.86	122,632.96	101,033.22
流动负债合计	315,558.02	341,965.89	269,747.15	233,249.95
非流动负债合计	28,945.68	24,932.58	18,167.78	10,055.31
负债合计	344,503.69	366,898.47	287,914.94	243,305.25
有息债务	156,880.59	138,799.49	133,382.53	117,693.96
所有者权益合计	504,492.21	488,525.99	436,936.90	402,519.23
营业收入	125,812.74	609,179.84	507,406.73	425,541.61
营业利润	18,572.95	94,803.36	71,779.95	55,756.96
净利润	15,953.04	78,953.03	60,827.02	46,900.31
经营活动产生的现金流量净额	55,234.20	108,000.15	68,273.83	87,355.51
投资活动产生的现金流量净额	-3,750.15	-20,362.56	-9,175.52	-79,136.29
筹资活动产生的现金流量净额	-197.93	-37,803.19	-38,513.68	18,467.69
财务指标	2020年3月31日	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	-	79.99	64.28	69.22
存货周转天数	-	109.71	108.78	106.72
应付票据及应付账款周转天数	-	205.58	185.25	176.35
净营业周期	-	-15.88	-12.19	-0.41
流动资产周转天数	-	353.56	378.54	396.04
固定资产周转天数	-	66.44	69.19	73.34
总资产周转天数	-	466.94	486.24	500.37
综合毛利率	21.77%	24.03%	22.56%	21.57%
期间费用率	9.33%	8.68%	9.03%	9.90%

营业利润率	14.76%	15.56%	14.15%	13.10%
总资产回报率	-	12.21%	10.70%	9.66%
净资产收益率	-	17.16%	14.55%	12.09%
营业收入增长率	-11.67%	20.06%	19.24%	27.15%
净利润增长率	-6.17%	29.80%	29.69%	34.25%
资产负债率	40.58%	42.89%	39.72%	37.67%
流动比率	1.96	1.85	2.09	2.16
速动比率	1.52	1.41	1.60	1.71
EBITDA (万元)	-	115,331.01	88,764.31	70,024.19
EBITDA 利息保障倍数	-	69.68	51.23	53.95
有息债务/EBITDA	-	1.20	1.50	1.68
债务总额/EBITDA	-	3.18	3.24	3.47
经营性净现金流/流动负债	0.18	0.32	0.25	0.37
经营性净现金流/负债总额	0.16	0.29	0.24	0.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] + \text{期初应收款项融资余额} + \text{期末应收款项融资余额} \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出以及手续费 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货} - \text{预付账款}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 长期应付款中的应付融资租赁设备款
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目增加
现金类资产	货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

附录三 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。