

无内胎钢制车轮业务驱动超越式增长

——兴民钢圈（002355）2011 年年报点评



事项

公司披露 2011 年年报，主要财务数据如下：公司全年实现营业收入总收入约 15.08 亿元，同比增长 12.57%；归属于上市公司股东的净利润约 1.18 亿元，同比增长 23.37%，摊薄 EPS0.56 元。

投资要点

➤ 无内胎车轮业务驱动收入增长

公司全年钢制车轮业务营业收入同比增速约 13%，远高于其主要下游市场商用车行业销量的增速水平（约-6%），其主要驱动因素是 200 万件高强度轻型无内胎钢制车轮项目的投产。

公司无内胎钢制车轮业务实现营业收入约 6.13 亿元，同比增速达 26%，远高于有内胎钢制车轮业务的收入增速（-2%）。从公司钢制车轮产品的收入结构看，无内胎车轮的占比已持续提升至 46%。

➤ 毛利率提升与费用控制共同助力盈利增长

随着相对高毛利的无内胎钢制车轮产品在总收入中占比的提升，公司整体销售毛利率由 2010 年的 17.83% 进一步提升至 18.95%，增幅约 1.12 个百分点。公司 2011 年三项费用合计占营业收入的比重由去年的 6.4% 降至 6.1%，其中消费费用占比由 2010 年的 3.9% 降至 2.8%。

➤ 未来看点还是产能放大

我们估算，公司 2012 年将新增车轮产能约 1100 万套，其中轿车车轮 400 万套、高强度轻型钢制乘用车车轮 300 万套、高强度轻型钢制商用车车轮 400 万套。

此外公司定向增发方案已获证监会核准，通过定增募资，公司还将投资约 7 亿元建设咸宁兴民钢圈有限公司高强度轻型钢制车轮项目。建成投产后，公司将再增加高强度轻型钢制乘用车车轮 400 万套、高强度轻型钢制商用车车轮 600 万套。

➤ 首次关注，给予推荐评级

我们认为，产能的持续扩张赋予了公司未来三年跨越式成长的基础，无内胎钢制车轮对有内胎车轮的替代也是行业发展趋势所在，良好的品牌形象也有助于市场拓展。

预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.66 元和 0.86 元，首次给予其“推荐”评级，6 个月目标价 14.52 元。

风险提示

- 1、产能集中投放可能拉低综合毛利率
- 2、市场拓展及产能消化可能低于预期
- 3、汽车行业景气复苏可能低于预期

兴民钢圈 002355 2012-1-19

评级 推荐（首次）

目标价格(元) 14.52

当前价格(元) 10.89

基础数据

总市值(百万) 2291

总股本/流通股本(百万) 210.40/83.98

流通市值(百万) 915

每股净资产(元) 5.92

净资产收益率(%) 9.46

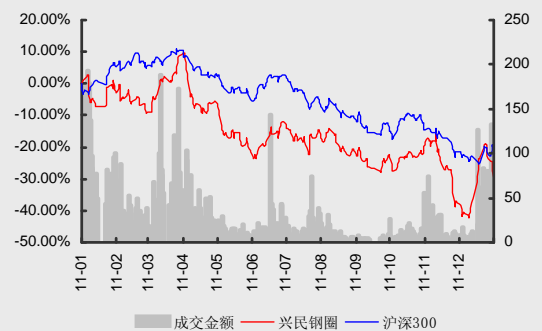
交易数据

52 周内股价区间(元) 19.77/9.67

市盈率(2011A) 19.45

市净率(MRQ) 1.84

52 周走势图



研究员

张志鹏

联系人

张宇

执业编号

S0820209120024

E-mail

zhangyu@ajzq.com

电话

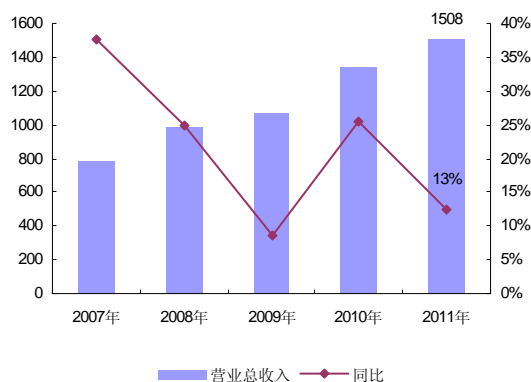
021-32229888-3502

相关报告

一、无内胎钢制车轮业务是收入增长的驱动因素

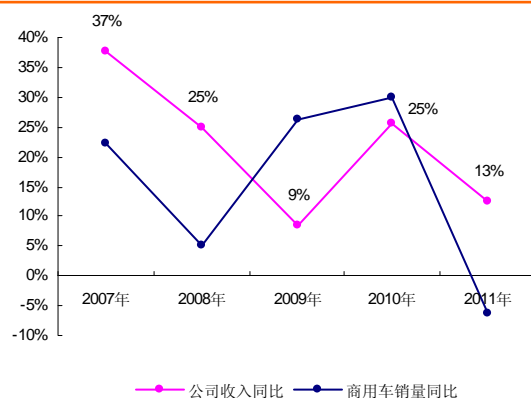
公司全年钢制车轮业务营业收入同比增速约13%，远高于其主要下游市场商用车行业销量的增速水平（约-6%），其主要驱动因素是200万件高强度轻型无内胎钢制车轮项目的投产。

图1 公司营业收入及同比增速 单位：百万元



数据来源：Wind 爱建证券

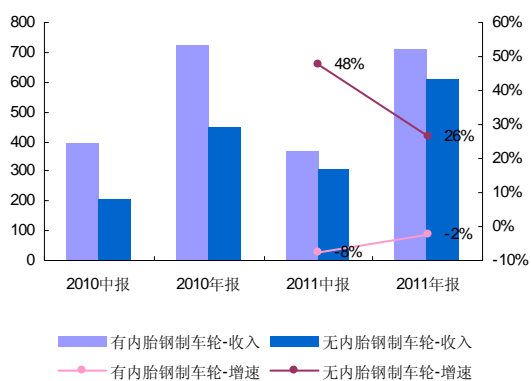
图2 公司收入增速与商用车销量增速比较



数据来源：Wind CAAM 爱建证券

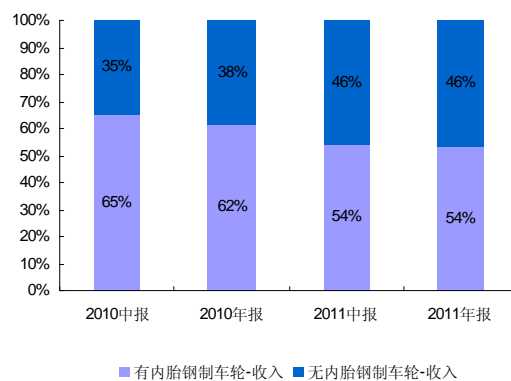
受此推动，公司无内胎钢制车轮业务实现营业收入约6.13亿元，同比增速达26%，远高于有内胎钢制车轮业务的收入增速（-2%）。从公司钢制车轮产品的收入结构看，无内胎车轮的占比已持续提升至46%。

图3 公司车轮产品收入及增速 单位：百万元



数据来源：公司定期报告 爱建证券

图4 公司钢制车轮产品收入结构



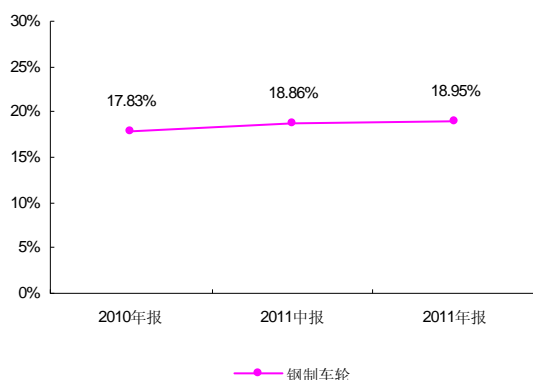
数据来源：公司定期报告 爱建证券

二、毛利率稳中有升，费用控制锦上添花

产品结构优化带动毛利率稳中有升。随着相对高毛利的无内胎钢制车轮产品在总收入中占比的提升，公司整体销售毛利率由2010年的17.83%进一步提升至18.95%，增幅约1.12个百分点。

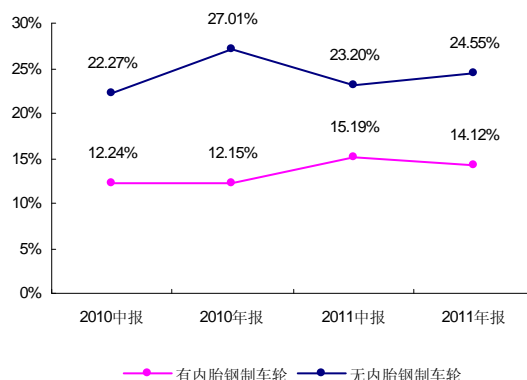
其中，无内胎钢制车轮业务的毛利率为24.55%，有内胎钢制车轮业务的毛利率为14.12%。与2010年比较，有内胎钢制车轮业务的毛利率稳中有升，增加约1.97个百分点；无内胎钢制车轮业务的毛利率下滑了约2.46个百分点，我们认为主要是由于新项目投产，公司采取适当的产品降价争取市场份额以快速消化新增产能所致。

图5 公司车轮产品收入及增速 单位：百万元



数据来源：公司定期报告 爱建证券

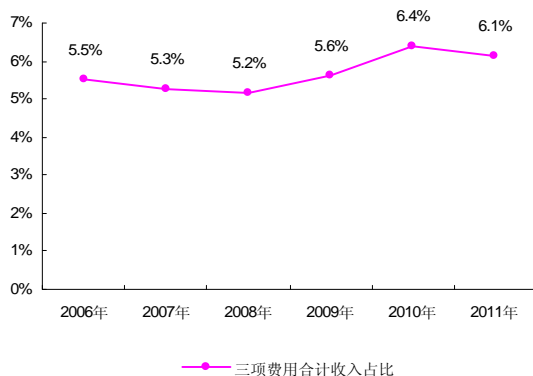
图6 公司钢制车轮产品收入结构



数据来源：公司定期报告 爱建证券

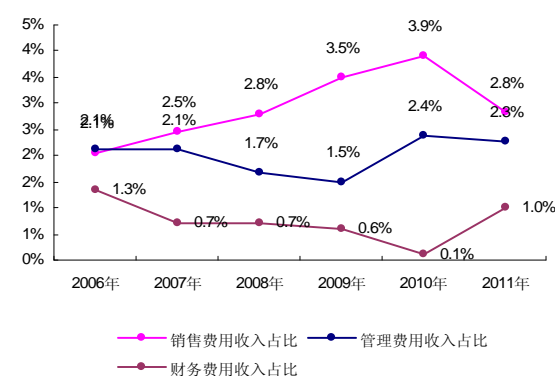
公司2011年三项费用合计支出约9232万元，占营业总收入的比重由去年的6.4%降至6.1%。其中，公司的消费费用占比由2010年的3.9%降至2.8%，下降约1.06个百分点，其原因在于公司对所供货主机厂的配套服务费按现行质量标准进行了重新核定，核定后的费用有所降低。

图7 公司三项费用合计收入占比情况



数据来源：Wind 爱建证券

图8 公司三项费用具体收入占比情况

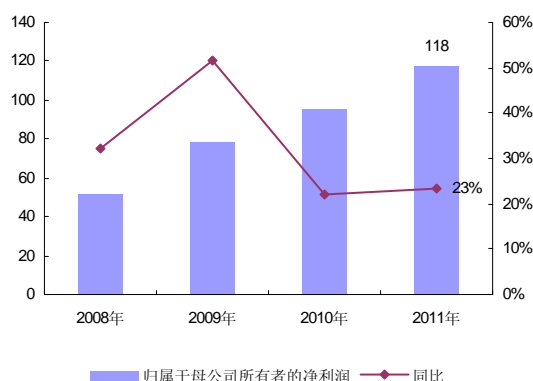


数据来源：Wind 爱建证券

三、盈利增长水到渠成

综上，无内胎钢制车轮的收入增长、产品结构优化及费用控制共同推动了公司全年实现净利润约1.18亿元，同比增长23%。

图9 公司净利润及同比增速 单位：百万元



数据来源：Wind 爱建证券

四、未来看点还是产能放大

根据年报披露，公司运用超募资金投建的年产400万件轿车车轮生产项目、唐山兴民钢圈有限公司高强度轻型钢制车轮项目将分别于2012年1月底建成投产。我们估算，公司2012年将新增车轮产能约1100万套，其中轿车车轮400万套、高强度轻型钢制乘用车车轮300万套、高强度轻型钢制商用车车轮400万套。

此外公司定向增发方案已获证监会核准，通过定增募资，公司还将投资约7亿元建设咸宁兴民钢圈有限公司高强度轻型钢制车轮项目。建成投产后，公司将再增加高强度轻型钢制乘用车车轮400万套、高强度轻型钢制商用车车轮600万套。

五、首次关注，给予推荐评级

我们认为，产能的持续扩张赋予了公司未来三年跨越式成长的基础，无内胎钢制车轮对有内胎车轮的替代也是行业发展趋势所在，良好的品牌形象也有助于市场拓展。但同时，我们也对公司新产能的消化，尤其是乘用车车轮客户的开发拓展持谨慎乐观态度。

预计公司2012-2013年EPS分别为0.66元和0.86元，公司当前股价为10.89元，对应PE分别为16.5倍和12.66倍。首次给予其“推荐”评级，6个月目标价14.52元。

表1 公司主要财务指标预测 单位：百万元

指标	2011A	2012E	2013E
营业收入	1507.88	1854.70	2207.09
增长率(%)	12.57%	23.00%	19.00%
归属母公司股东净利润	117.82	139.40	182.00
增长率(%)	23.37%	18.31%	30.56%
每股收益(EPS)	0.56	0.66	0.87
每股股利(DPS)	0.12	0.15	0.20
每股经营现金流	0.12	1.82	-0.18
销售毛利率	16.79%	15.80%	16.20%
销售净利率	7.83%	7.53%	8.26%

数据来源：Wind 爱建证券预测

风险提示：

- 1、产能集中投放可能拉低综合毛利率
- 2、市场拓展及产能消化可能低于预期
- 3、汽车行业景气复苏可能低于预期

表2 公司三大表预测简表 单位：百万元

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1339.55	1507.88	1854.70	2207.09
减: 营业成本	1121.61	1254.66	1561.66	1849.54
营业税金及附加	2.47	2.60	3.19	3.80
营业费用	52.08	42.74	53.79	64.01
管理费用	31.99	34.26	43.22	51.43
财务费用	1.35	15.32	6.62	-4.83
资产减值损失	1.94	4.96	0.00	0.00
加: 投资收益	0.04	0.34	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	128.15	153.69	186.23	243.15
加: 其他非经营损益	0.64	3.92	0.00	0.00
利润总额	128.78	157.60	186.23	243.15
减: 所得税	32.67	39.54	46.56	60.79
净利润	96.11	118.06	139.67	182.36
减: 少数股东损益	0.61	0.23	0.28	0.36
归属母公司股东净利润	95.50	117.82	139.40	182.00
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	462.95	255.63	781.09	110.68
应收和预付款项	268.17	490.95	447.66	666.94
存货	380.37	401.47	571.68	580.87
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.59	3.00	3.00	3.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	598.41	853.66	1052.64	1521.61
无形资产和开发支出	25.17	61.66	55.07	48.49
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1738.66	2066.37	2911.15	2931.58
短期借款	190.00	524.00	0.00	0.00
应付和预收款项	364.90	251.27	512.34	392.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.00	18.49	18.49	18.49
负债合计	559.90	793.76	530.83	410.65
股本	210.40	210.40	280.40	280.40
资本公积	693.99	693.99	1623.99	1623.99
留存收益	247.98	341.61	449.03	589.29
归属母公司股东权益	1152.37	1246.00	2353.42	2493.68
少数股东权益	26.38	26.61	26.89	27.25
股东权益合计	1178.75	1272.61	2380.31	2520.93
负债和股东权益合计	1738.66	2066.37	2911.15	2931.58
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E
经营性现金净流量	-106.75	25.59	383.68	-38.70
投资性现金净流量	-367.06	-267.49	-300.00	-600.00
筹资性现金净流量	785.20	18.50	441.78	-31.71
现金流量净额	310.06	-225.07	525.46	-670.41

数据来源: Wind 爱建证券预测

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%-15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。