

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.50元

当前股价: 14.92元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	77
流通股本(百万)	19
流通市值(亿)	2
EPS	0.72
每股净资产(元)	2.84
资产负债率	23.04%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
龙生股份	-1.84	-1.21	39.71
交运设备	-2.81	9.53	-12.14
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94

**相关报告****龙生股份****002625****推荐****产能瓶颈消除，扩张步伐加快**

龙生股份是国内知名汽车座椅金属功能件生厂商，综合市场份额约6%，排名第三。座椅功能件进口替代空间大，市场集中度提升有利龙头公司扩大份额。公司产能规划达到2000万件，技术和规模优势凸显，扩张步伐有望加快，盈利进入快速增长阶段，预计12-13年利润增速超过28%，“推荐”评级。

投资要点:

- **龙生股份是国产汽车座椅金属功能件龙头。**公司产品主要为汽车座椅滑轨、调角器、升降器等金属功能件，具备同步开发、模具设计、规模配套能力。11年收入约2.2亿，滑轨占65%，调角器占25%，主要为自主品牌及欧美系品牌中低端车型提供配套。
- **进口替代和集中度提升是座椅功能件行业的主要发展方向。**目前欧美系高端车型和日韩系车型座椅功能件主要依靠进口，为国内相关企业留下巨大进口替代空间。座椅功能件市场集中度低，前三占有率达到30%，未来行业龙头凭借技术和规模优势，有望持续扩大份额。
- **公司技术先进，与下游客户关系稳定。**公司技术领先，产品性能优良、质量稳定，多项指标高于行业标准；同步开发与模具设计能力强，产能规模形成，可满足客户快速开发与规模配套要求。公司市场份额滑轨第一，调角器第三，长期为上汽通用、江铃、江淮、吉利等多家整车厂配套。
- **产能进入投放期，产品结构有望改善。**公司4期500万件产能在12年达产，募投项目930万件将在14年达产，产能瓶颈得到解决，保障公司长期发展。合资品牌国产配套率提高，滑轨产品向电动化升级，有望使公司客户结构和产品结构持续改善，增强盈利能力。
- **投资建议:**我们预计公司11-13年实现收入2.23、2.84和4.09亿元，归属于母公司净利润0.44、0.55和0.72亿元，11-13年EPS为0.56、0.71和0.93元，对应11-13年PE为26.4、20.9和16.1倍。我们看好公司份额扩张与产品升级带来的投资机会，未来两年净利润复合增速28%，给予公司12年25倍估值，目标价17.5元，“推荐”评级。

风险提示:

- 原材料及人工成本大幅上升、汽车市场低迷、新客户拓展低于预期

主要财务指标

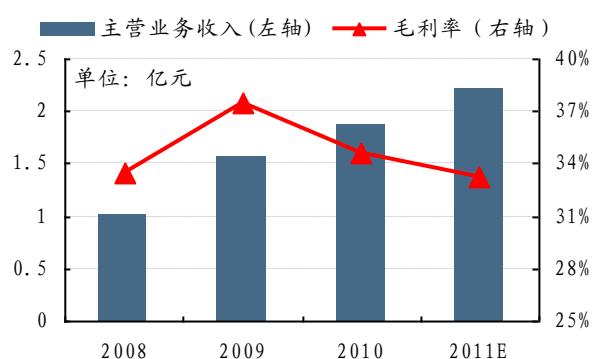
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	190	223	284	409
收入同比(%)	20%	18%	27%	44%
归属母公司净利润	42	44	55	72
净利润同比(%)	24%	5%	27%	30%
毛利率(%)	34.6%	33.3%	33.0%	33.0%
ROE(%)	25.3%	10.6%	11.8%	15.5%
每股收益(元)	0.54	0.56	0.71	0.93
P/E	27.75	26.44	20.88	16.12
P/B	7.02	2.79	2.46	2.49
EV/EBITDA	27	24	16	11

资料来源: 中投证券研究所

1 公司简介：国内汽车座椅金属功能件龙头

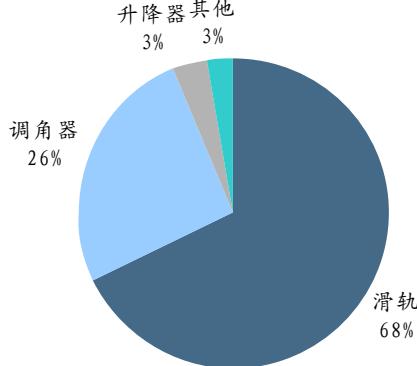
公司主营业务为汽车座椅金属功能件的制造与销售。公司主要产品为滑轨、调角器、升降器等汽车座椅功能件，09-11年实现收入1.58亿、1.90亿和2.23亿元，其中滑轨和调角器占比分别超过65%和25%，是公司收入与利润的主要来源。

图 1 公司主营业务收入及毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

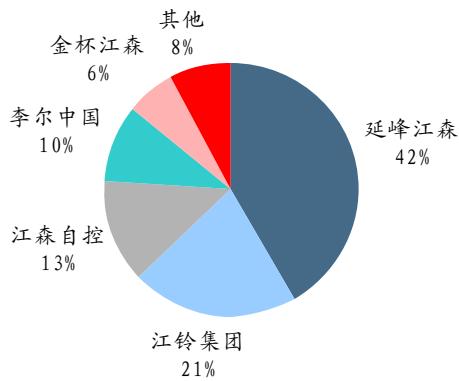
图 2 公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司下游客户为江森、李尔等合资座椅总成商，间接为上汽通用、江铃、比亚迪等众多国内整车厂配套。汽车座椅总成市场基本被延峰江森、江森自控、李尔中国等少数合资公司垄断，因此公司下游客户集中度很高，前五大客户占比超过80%。公司通过座椅总成商为整车厂供货，主要为欧美系中低端和自主品牌车型配套，两者份额大约各占一半。

图 3 公司 5 大客户占比 (2010)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司整车客户网络图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2 行业发展：进口替代、集中度提高，龙头扩张机遇来临

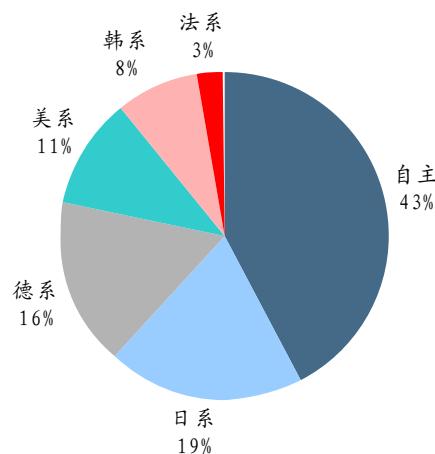
汽车市场快速释放，座椅功能件需求迅速增长。近年来，我国汽车消费需求快速释放，乘用车年产销量接近1500万辆，15年有望达到2000万辆规模。整车消费的快速发展，带动相关零部件需求迅速增长。若以轿车单车配套4跟滑轨、4个调角器，SUV/MPV 单车配套8跟滑轨、6个调角器，微客单车配套4根滑轨、4个调角器来测算，则我国乘用车滑轨需求约1亿根，调角器需求约9千万个。

表 1 座椅功能件需求测算

	单车配套量		2011		2015E	
	车型	配套数量	车型销量	功能件需求	车型销量	功能件需求
滑轨	轿车	4	1012	4050	1300	5200
	SUV/MPV	8	210	1680	450	3600
	微客	4	226	900	250	1000
	合计		1448	6630	2000	9800
调角器	轿车	4	1012	4050	1300	5200
	SUV/MPV	6	210	1260	450	2700
	微客	4	226	900	250	1000
	合计		1448	6210	2000	8900

资料来源：公司资料，中投证券研究所

进口替代空间巨大，龙头产品上冲改善结构。据统计，目前我国欧美系中高端车型和日韩系车型座椅功能件主要依靠进口，即使欧美系中低端车型功能件也有50%依靠进口，该部分车型销量合计接近过乘用车份额的50%。进口零部件不但价格昂贵，而且很难按时供货，对整车企业成本控制和生产节奏影响很大。随着国内零部件企业技术水平和供货能力逐步上升，进口替代是必然趋势。同时，随着高端车型配套市场的打开，零部件企业的产品结构与盈利能力有望明显改善。

图 5 我国乘用车分国别占比


资料来源：公司公告、中投证券研究所

行业集中度有望提高，龙头扩张步伐加速。目前我国汽车座椅功能件行业集中度很低，最大的中航精机市场份额也仅在10%左右。为保障生产线的稳定运行，零部件企业供货能力和供货质量是进入整车配套体系的决定因素。随着二级供货商供货能力的上升，总成供货商将集中精力于座椅的设计和对上游供货商的管理，释放出原来自产的市场份额。同时，随着我国汽车产业链逐渐成熟，具有技术和规模优势的龙头零部件公司更易获得规模配套订单，其市场份额得到快速提升。

表 2 我国座椅功能件主要生产企业（2010）

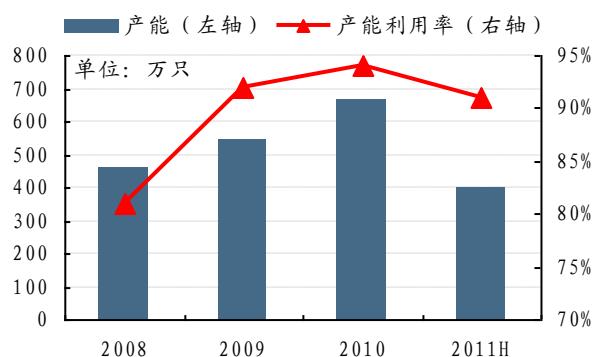
	企业名称	销量（万件）	市场占有率
1	中航精机	1296	11%
2	溧阳调角器厂	1185	10%
3	龙生股份	650	6%
4	常州华阳	450	4%

资料来源：中汽协车身附件委员会（仅算滑轨和调角器），中投证券研究所

3 公司增长点：产能瓶颈消除，产品结构向好

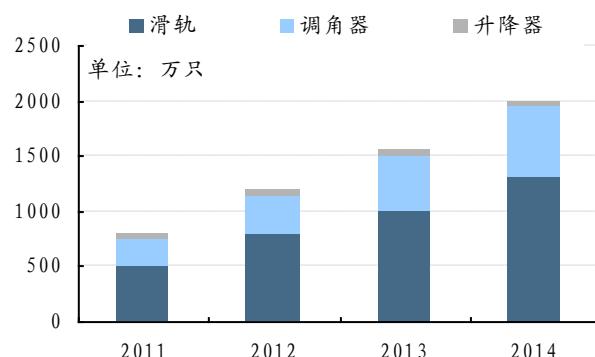
公司产品竞争力突出，长期供不应求，产能释放保障增长步伐。公司产品性能优异，质量控制严格，部分指标高于行业标准，深受终端用户认可，前些年产能扩张较慢，产能利用率长期处于高位。12年公司四期项目500万滑轨产能投入使用，13年底募投项目930万件（480万滑轨、450万调角器）产能投入使用，大大缓解公司产能缺口，为公司加快扩张步伐奠定基础。

图 6 公司产能及利用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 公司产能规划预测



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司不断改善产品结构，提高综合盈利能力。目前公司终端客户中，自主与合资品牌各占一半。随着合资品牌将中高端车型配套市场释放出来，公司将凭借过硬的产品质量和充足的供货能力，加大高端客户的配套比例。同时，公司重视研发，加大电动座椅滑轨等新产品投入与市场开拓，改善产品结构。通过改善客户结构与产品结构，公司综合盈利能力有望再上新的台阶。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	132	333	273	234
现金	38	222	129	29
应收账款	40	57	72	101
其他应收款	4	3	4	6
预付账款	14	12	17	23
存货	30	34	44	64
其他流动资产	7	5	7	10
非流动资产	81	166	287	344
长期投资	0	4	3	3
固定资产	40	118	229	288
无形资产	29	29	29	29
其他非流动资产	12	16	26	24
资产总计	214	500	560	579
流动负债	49	72	78	102
短期借款	10	9	9	9
应付账款	21	34	41	58
其他流动负债	18	30	27	35
非流动负债	0	14	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	14	14	14
负债合计	49	86	91	116
少数股东权益	0	0	0	0
股本	58	77	77	77
资本公积	74	260	260	260
留存收益	33	76	132	126
归属母公司股东权益	164	414	469	463
负债和股东权益	214	500	560	579

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	38	59	48	61
净利润	42	44	55	72
折旧摊销	0	8	19	30
财务费用	1	-2	-3	-1
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	0	-4	-23	-40
其他经营现金流	-3	14	0	0
投资活动现金流	-51	-94	-139	-88
资本支出	56	90	140	88
长期投资	7	4	-1	0
其他投资现金流	13	0	0	0
筹资活动现金流	43	218	-2	-73
短期借款	4	-1	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	53	19	0	0
资本公积增加	74	186	0	0
其他筹资现金流	-87	14	-2	-73
现金净增加额	30	184	-93	-100

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	190	223	284	409
营业成本	124	149	190	274
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	7	9	11	16
管理费用	18	25	29	43
财务费用	1	-2	-3	-1
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	40	42	56	75
营业外收入	8	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	51	64	83
所得税	7	7	9	11
净利润	42	44	55	72
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	42	44	55	72
EBITDA	41	48	71	103
EPS (元)	0.72	0.56	0.71	0.93

主要财务比率

12.68

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.0%	17.7%	27.1%	44.1%
营业利润	7.5%	3.8%	33.1%	33.5%
归属于母公司净利润	23.9%	5.0%	26.6%	29.6%
盈利能力				
毛利率	34.6%	33.3%	33.0%	33.0%
净利率	21.9%	19.5%	19.5%	17.5%
ROE	25.3%	10.6%	11.8%	15.5%
ROIC	26.1%	15.4%	12.4%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	23.0%	17.2%	16.3%	20.0%
净负债比率	20.31	9.90%	9.52%	7.64%
流动比率	2.69	4.60	3.52	2.30
速动比率	2.07	4.12	2.95	1.67
营运能力				
总资产周转率	1.10	0.63	0.54	0.72
应收账款周转率	4	5	4	5
应付账款周转率	4.78	5.43	5.04	5.51
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.56	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.77	0.62	0.79
每股净资产(最新摊薄)	2.13	5.35	6.06	5.99
估值比率				
P/E	27.75	26.44	20.88	16.12
P/B	7.02	2.79	2.46	2.49
EV/EBITDA	27	24	16	11

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

邓学，清华大学汽车工程系硕士、学士，参与多项汽车产业部委研究课题，2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军，中投证券研究所汽车行业分析师，2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434