

浙江世宝 (002703.SZ) 汽车零部件行业

新股研究

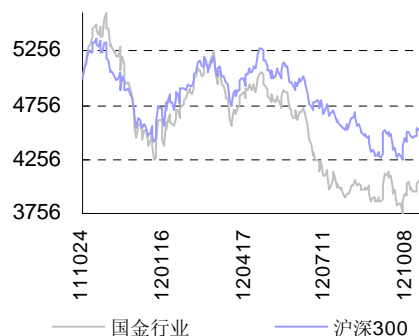
上市定价(人民币): 2.92-4.41 元

综合竞争力处行业中游的转向系统供应商

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	65.00
上市流通 H 股(百万股)	86.71
总股本(百万股)	262.66
国金汽车零部件指数	4080.14
沪深 300 指数	2341.59
中小板指数	5007.11



公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.394	0.430	0.294	0.287	0.304
每股净资产(元)	2.10	2.44	2.71	2.58	2.75
每股经营性现金流(元)	0.25	0.17	0.23	0.61	0.62
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长 (%)	55.83%	9.16%	-14.67%	-2.33%	5.86%
净资产收益率(%)	18.73%	17.60%	10.85%	11.15%	11.05%
总股本(百万股)	262.66	262.66	327.66	327.66	327.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电动助力转向是技术发展方向, 出口与进口替代为市场增量空间:** 技术方面, 液压转向为当前主流技术, 但电动助力转向在油耗、稳定性等优势明显, 正成为行业主流。市场方面, 除随汽车产量增长外, 进口替代与出口有望带来增量空间, 2011 年行业进出口总规模达 25.6 亿美元, 空间广阔。
- **市场竞争较为激烈, 公司规模处行业中游地位:** 行业内产能超 50 万套的企业约 10 家, 其中外资与合资约 6 家, 其占据合资乘用车主流配套, 内资主要配套自主乘用车与商用车。行业规模最大的内、外资企业 2011 年销量分别为 350 与 200 万套; 浙江世宝当前产能约 80 万套, 规模处行业中游地位。
- **公司主配自主乘用车与商用车, EPS 系统或为未来亮点:** 公司当前产品以液压转向为主, 主配自主乘用车与商用车, 其中对一汽集团依赖度超过 35%。三大类产品中, 仅乘用车转向器仍有较快增长, 此外电动助力转向系统 (EPS) 已小批量适配奇瑞, 未来有望成为业务亮点。
- **盈利能力或将逐步下行:** 公司原材料占营业成本的 70%, 毛利率受钢价波动影响较大; 行业竞争激烈, 公司规模与技术并不出色, 易受客户压价; 总体而言, 公司议价能力较弱, 盈利能力易受两头挤压。此外, 募投项目的折旧费率达 7.76%, 较现有产能高 2.5 个百分点, 转固后折旧压力较大。综合来看, 我们认为公司盈利能力或将呈下行趋势。

投资建议

- 我们认为公司规模、技术、客户等竞争优势较为普通, 未来虽有业务亮点但也有盈利能力隐忧。公司港股折算成人民币后为 1.93 元/股, 参考 A 股可比公司估值, 我们认为公司 A 股合理价格区间为 2.94 - 4.41 元。

盈利预测与估值

- 预测公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 为 0.29 元、0.29 元、0.30 元, A 股汽车零部件企业 2012 年 PE 估值为 14.6 倍, 按 2012 年 10-15 倍 PE 测算, 公司合理价格为 2.94 - 4.41 元。

风险

- 行业销量超预期下滑、乘用车行业价格战致公司盈利能力下滑, 原材料价

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuww@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：竞争实力处行业中游的转向系统供应商	4
行业竞争空间广阔但竞争激烈，公司竞争力处行业中游	5
电动助力转向是技术发展方向，出口与进口替代为市场增量空间	5
转向系统行业竞争格局较为激烈，外资与合资企业主导乘用车市场	6
公司当前转向器主配自主乘用车与商用车，EPS有望成未来亮点	7
盈利能力处零部件行业中游水平，未来或将呈下行趋势	10
募投项目分析	11
新建 70 万件汽车转向器产能	11
汽车零部件精密铸件及加工建设项目	12
盈利预测与估值	13
盈利预测	13
估值与投资建议	13
风险提示	13
行业销量超预期下滑的风险	13
乘用车企业价格战致公司盈利能力下滑的风险	13
原材料价格大幅上涨的风险	14
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

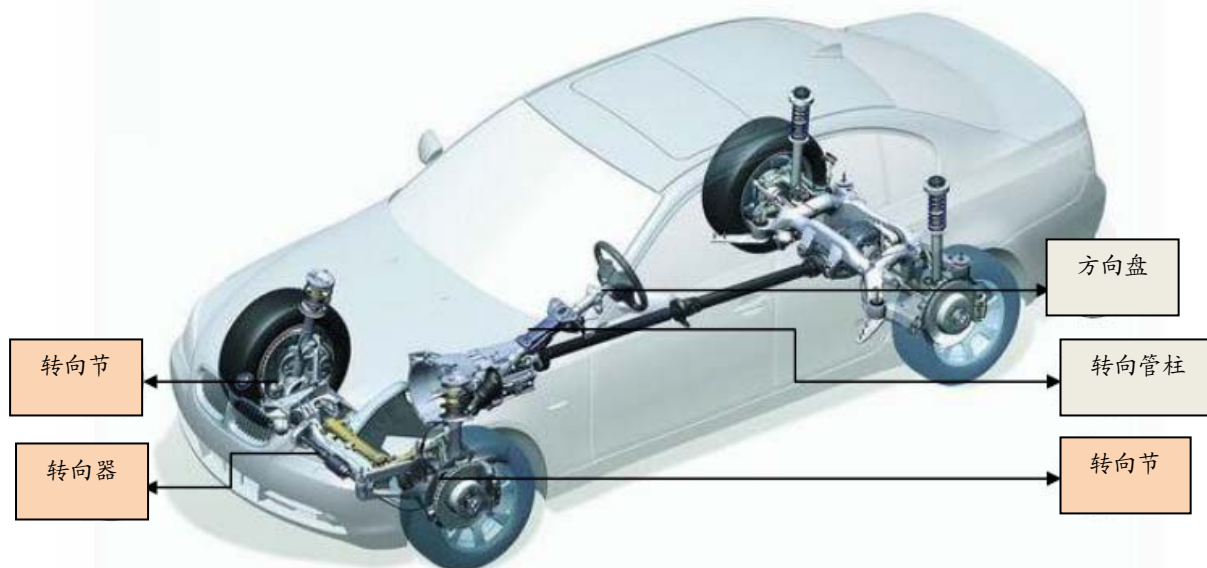
图表 1：汽车转向系统示意图（乘用车）	4
图表 2：公司近年分产品营收占比	4
图表 3：公司近年分产品毛利占比	4
图表 4：不同转向系统的应用车型情况	5
图表 5：近年国内转向系统出口金额及增速（亿美元）	6
图表 6：近年国内转向系统进口金额及增速（亿美元）	6
图表 7：主要外资与合资转向系统企业概况	7
图表 8：主要内资转向系统企业概况	7
图表 9：公司主要客户及其配套车型与产品概览	8
图表 10：公司近年前五大客户营收占比	8
图表 11：公司来自一汽集团各子公司的营收占比	8
图表 12：公司商用车转向器产品近年销量（万台）	9
图表 13：公司商用车转向器近年市场份额	9
图表 14：公司乘用车转向器产品近年销量（万台）	9
图表 15：公司商用车转向器产品近年市场份额	9
图表 16：浙江世宝与可比公司的毛利率比较	10

图表 17: 浙江世宝与可比公司的净利率比较.....	10
图表 18: 浙江世宝近年分产品与综合毛利率.....	10
图表 19: 浙江世宝 2011 年的成本结构.....	11
图表 20: 近年钢格与铝合金价格走势 (元/吨)	11
图表 21: 公司募投项目每年新增折旧费用预测.....	11
图表 22: 公司募投项目情况概要	12
图表 23: 公司募投项目产能及其增幅 (万台)	12
图表 24: 公司转向器产品 2011 年产能利用率	12
图表 25: 可比公司盈利预测及估值-2012 年 10 月 19 日	13
图表 26: 公司销售收入分拆及预测.....	15

公司概况：竞争实力处行业中游的转向系统供应商

- 公司为汽车转向系统供应商，主要产品包括主配乘用车的液压动力齿轮齿条转向器与转向节，以及主配商用车的液压动力循环球转向器，此外公司的电动转向系统（EPS）已小批量适配，未来有望量产。从技术实力、产销规模、配套客户等诸多方面来看，公司竞争实力处转向系统企业的中游水平。

图表1：汽车转向系统示意图（乘用车）

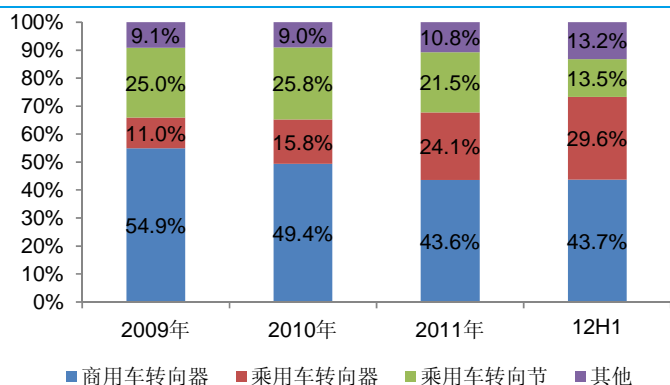


来源：公司资料、国金证券研究所

注：一般而言，转向器为每辆车 1 个，转向节为每辆车 2 个

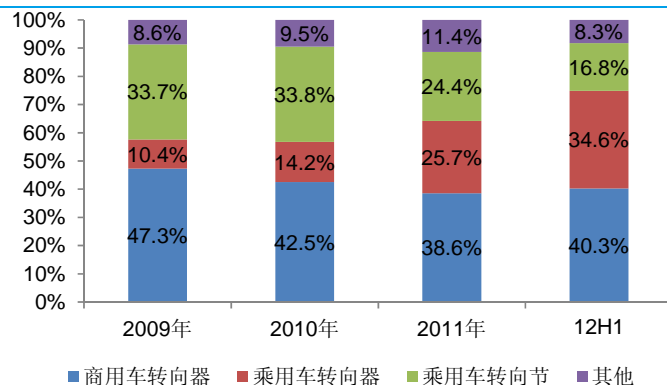
- 乘用车与商用车产品并驾齐驱：公司产品横跨乘用车与商用车，前者产品包括转向器与转向节，商用车方面则只供应转向器。近年乘用车与商用车的营收与毛利占比较为平稳，基本呈对半分布趋势。从细分产品看，乘用车转向器近年增长迅速，毛利占比已从 2009 年的 10.4% 上升至 2012 年上半年的 34.6%；乘用车转向节因客户配套单一，近年占比呈萎缩趋势；商用车转向器较为平稳，近年毛利份额约 40%。

图表2：公司近年分产品营收占比



来源：公司资料、国金证券研究所

图表3：公司近年分产品毛利占比



行业竞争空间广阔但竞争激烈，公司竞争力处行业中游

电动助力转向是技术发展方向，出口与进口替代为市场增量空间

- **液压转向为当前主流技术，电动助力是未来发展方向：**汽车转向系统经历机械式转向系统、液压助力转向系统和电动助力转向系统（EPS）三个阶段，从 70 年代末起，液压助力转向器逐渐替代机械式转向，随后电控液压助力转向系统面世；电动助力转向在 20 世纪末开始推广，依靠其在油耗、稳定性等方面的优势，已在日本、欧美等发达国家开始普及，预计其将是未来汽车转向系统的发展方向，并有望率先在乘用车获得普及。

图表4：不同转向系统的应用车型情况

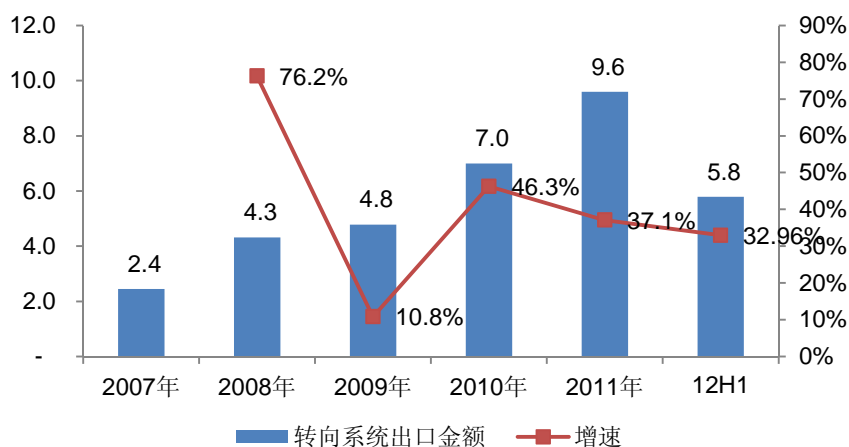
转向系统	产品	应用车型
机械转向系统	循环球转向器	农用车及低端轻型卡车
	齿轮齿条转向器	低端乘用车
液压助力转向系统	循环球转向器	商用车，包括卡车、客车、工程车
	齿轮齿条转向器	乘用车，包括轿车、MPV、SUV等
电控助力转向系统		部分乘用车

来源：公司资料、国金证券研究所

- **电动助力转向系统优势明显：**该系统由电动助力机直接供力，节省液压系统所必需的动力转向油泵、软管、液压油、传送带等装置，系统更为简便；另外，该系统还具有调整简单、装配灵活以及在多种状况下都能提供转向助力的特点，优势较为明显。
 - **降低油耗：**电动助力转向系统只在转向时才由电机提供助力，不转向时不消耗能量，其油耗较液压助力转向系统低 2.5%-5.5%，节能优势较为明显。
 - **助力大小可调，提高车辆稳定性：**EPS 可通过 ECU 感应，在不同情景提供更为适宜的转向助力，使驾驶员能感受更为明显的“路感”，有助于提高车辆稳定性。
 - **结构更为简便：**EPS 不需要液压系统的液压转向油泵、油缸、液压管路、油罐等部件，且电机与减速机构可和转向柱、转向器做成一个整体，使得整个转向系统结构紧凑，其生产的装配性更好，也易于维护保养。
- **电动助力转向系统有望日益普及：**因汽车车载电源的电压多为 12V，助力电机不能提供更大的助力扭矩以满足商用车对转向轻便的要求，故当前 EPS 主要应用在乘用车。根据奥尔威咨询的统计数据，2010 年国内 EPS 销量约为 210 万套，约占当年乘用车销量的 15%；而 2007 年时，国内 EPS 销量仅为 60 万套，装配率不到 10%，可见 EPS 发展十分迅速。依靠在油耗、稳定性等方面的优势，我们预计 EPS 有望日益普及，其安装率亦有望持续提高。
- **进口替代与出口有望给转向系统行业带来增量空间：**除随国内汽车产销量自然增长外，对汽车零部件企业而言，进口替代与出口是两条完全相反的发展路径，但二者的发展根基却是相同的，即都是以品质、配套与价格的优势，来替代国外工厂的产品。进口替代方面，成本优势与市场响应速度等因素，使合资品牌零部件采购的本土化已是大势所趋；出口方面，尽管人工成本在上涨，但国内制造企业的成本优势仍较为显著，只要品质与配套能跟上，国内零部件产品仍极具竞争力。
 - **转向系统出口有望持续快速增长：**液压转向系统仍是典型的加工制造行业，国内企业在人工、产业配套等方面仍有较为显著的竞争优势，故近年转向系统出口金额持续增加。2012 年上半年，国内转向系统出口金额达 5.8 亿美元，同比增速达 33.0%，远超国内汽车行业整体销

量增速。依靠显著的成本优势与较好的产业配套优势，我们预计国内转向系统未来仍有望持续快速增长。

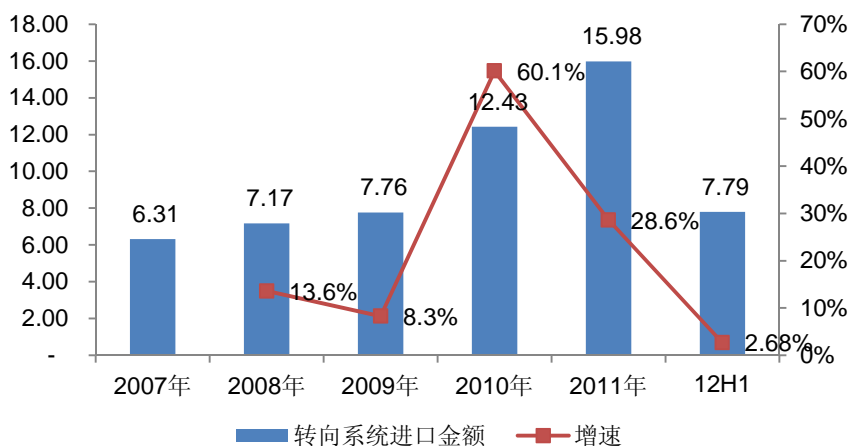
图表5：近年国内转向系统出口金额及增速（亿美元）



来源：CAAM、国金证券研究所

- **进口替代空间广阔：**2012 年上半年，国内转向系统进口金额达 7.8 亿元，超过当期出口金额，同比增速约为 2.7%。当前国内转向系统进口主要来自德国和日本，主要为乘用车的电控液压与电动转向系统等中高端产品。随着合资车企零部件采购的本土化，以及国内转向系统供应商在技术、配套等方面的进步，本土企业仍有望实现进口替代。

图表6：近年国内转向系统进口金额及增速（亿美元）



来源：CAAM、国金证券研究所

转向系统行业竞争格局较为激烈，外资与合资企业主导乘用车市场

- **行业竞争较为激烈，外资与合资主导乘用车配套：**国内转向系统企业众多，行业竞争较为激烈；外资与合资企业占据乘用车的主流配套地位，内资企业则主要配套自主品牌与商用车。从规模看，产能超过 50 万套的企业达 10 家，其中外资与合资达 6 家。
- **国内转向系统行业发展历史决定合资系的主导地位：**转向系统在欧洲、日本与美国非常发达，日本的昭和、精工、恩斯克、捷太格特，美国的天合与 Nexteer，德国的采埃孚等都是全球领先的转向系统企业。这些公司技术先进、规模庞大，并较早跟随合资品牌车企在国内投资建厂，致其已牢牢占

据合资品牌的配套份额。从目前看，主要合资车系份额均被合资转向系统企业占据，日系的供应商包括昭和、捷太格特、恩斯克，德系有采埃孚，美系有天合，韩系有万都，内资转向系统企业在合资车企最多仅能成为其第二位或更次要的供应商。

图表7：主要外资与合资转向系统企业概况

企业	投资方	配套企业	公司规模
捷太格特转向系统(厦门)	日本捷太格特控股	一汽丰田、广汽丰田、东风日产	120万套
广州昭和汽车零部件	广汽集团、日本昭和、日本兼松	广汽本田、东风本田	80万套
成都宁江昭和汽车零部件	长安汽车、日本昭和	长安铃木、长福马	15万套
上海采埃孚转向机系统	上海华域(49%)、德国采埃孚(51%)	上汽、一汽大众、华晨宝马、长福马、神龙、长城、江铃、海马等	200万套
万都底盘部件(苏州)	韩国万都独资	现代、起亚、一汽、上汽、奇瑞等	转向与制动系统10年营收23亿元
东莞恩斯克转向器	日本精工独资	广本、马自达、铃木	09年营收3.7亿元，现产能20万套
杭州恩斯克万达电动转向系统	日本精工(90%)、浙江万达(10%)	大众汽车国内外基地	11年营收6.4亿元，12年产能50万套
天合汽车零部件(上海)	美国天合独资	福特、马自达	产能45万套

来源：各公司网站、国金证券研究所

- **内资企业主要配套自主乘用车与商用车：**因合资与外资企业牢牢占据合资品牌的份额，故内资转向系统企业的发展空间相对较窄；目前来看，多数内资转向系统企业仍仅能配套自主品牌乘用车和商用车，在合资品牌仅能作为第三、第四位供应商。除 2011 年收购 Nexteer 的太平洋世纪外，国内最大的供应商为在纳斯达克上市的中国汽车系统股份，其 2011 年销量达 350 万套，主要配套客户为江淮、吉利等自主乘用车与商用车；此外，株洲易力达机电、浙江世宝两家的产销规模亦相对较大。

图表8：主要内资转向系统企业概况

北京太平洋世纪	中航汽车工业(51%)、亦庄国际(49%)	11年收购Nexteer，原德尔福的转向业务集团	10年营收20亿美元，收购价4.5亿美元
中国汽车系统股份公司	纳斯达克上市	一汽、东风、江淮、奇瑞、吉利、比亚迪等	11年销售350万套
株洲易力达机电	中航工业南方集团、南方宇航	一汽、长安、东风、福田、昌河铃木、哈飞等	2010年产销22万套，产能120万套
浙江世宝	民营企业，港股上市	一汽、江淮、奇瑞、东风柳汽等	2011年销售66万套，营收6.3亿元
浙江福林国润汽车零部件	吉利集团控股	吉利汽车	电动助力转向10万套
豫北(新乡)汽车动力转向器	中航工业豫北、香港光大投资、新乡市豫泰机械	江淮、长城等	09年为20万套

来源：各公司网站、国金证券研究所

- **浙江世宝产销规模为行业中等水平：**公司 2011 年转向器销量规模约为 66 万台，虽大于大部分中小型企业，但较中国汽车系统股份（350 万台）、株洲易力达（120 万台），以及刚收购 Nexteer 的北京太平洋世纪仍有较大差距，规模为行业中游规模。

公司当前转向器主配自主乘用车与商用车，EPS 有望成未来亮点

- **自主乘用车与商用车为主要客户，大客户依赖度较高：**公司液压助力循环球转向器主要配套商用车，液压助力齿轮齿条转向器与转向节主要配套乘用车，且以自主品牌为主。
- **客户以自主乘用车及商用车为主：**公司产品可分为乘用车与商用车两大类，乘用车主要客户包括一汽轿车、江淮、奇瑞、吉利等自主品牌，其他配套车型包括马自达 M6 等，商用车主要客户包括一汽集团、东风集团、苏州金龙等。

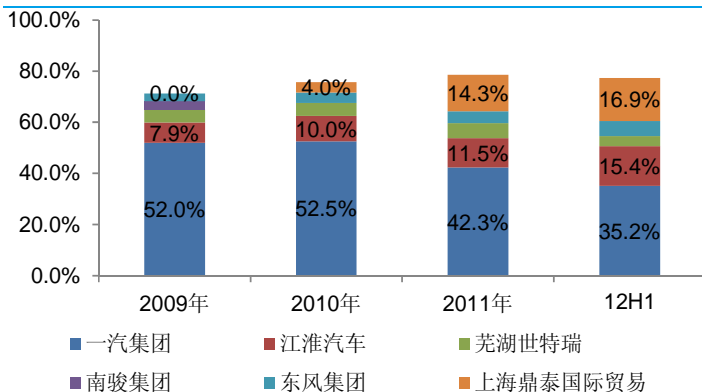
图表9：公司主要客户及其配套车型与产品概览

主要产品	主要客户	配套车型	细分产品
液力循环球转向器	一汽解放、东风集团、江淮、苏州金龙、北汽福田	全系卡车、全系客车	缸径自70mm至117mm，前轴载荷1吨至8吨
液力齿轮齿条转向器	一汽轿车、奇瑞、吉利、力帆、江淮等	马自达M6及奔腾B70	整体铝合金油缸、钢管油缸、重型液压助力
转向节	一汽轿车	马自达M6、睿翼、红旗、奔腾	n/a
电控助力转向系统	奇瑞汽车	小批量配套	C-EPS管柱式、P-EPS小齿轮式、R-EPS齿条式

来源：公司资料、国金证券研究所

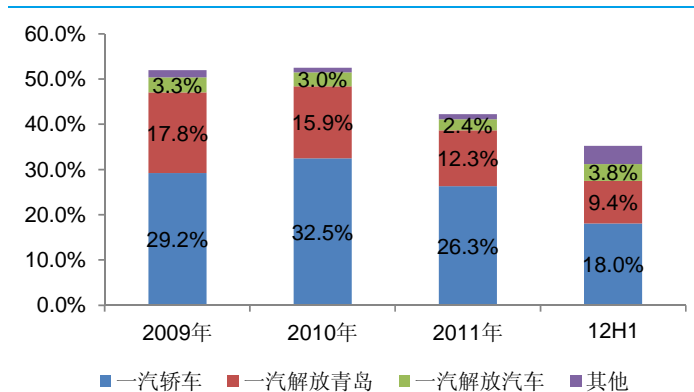
- **大客户依赖度较高：**公司大客户依赖度较高，2009-2011 年前五大客户营收占比均超过 70%。最大单一客户为一汽集团，2009-2011 年营收占比均超过 40%，2012 年上半年仍有 35.3%，其中来自一汽轿车与一汽青岛解放两家子公司的营收占比较高。公司其他客户包括江淮汽车、奇瑞汽车与上海鼎泰国际贸易等，上海鼎泰为公司出口的代理商，主要负责出口给伊朗 SAIPA 汽车集团，近年增长较为迅速。

图表10：公司近年前五大客户营收占比



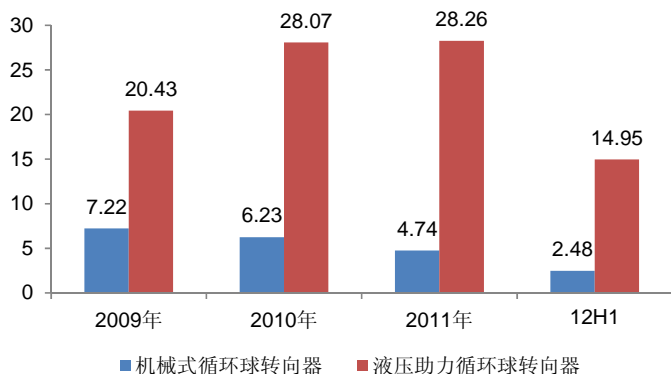
来源：公司资料、国金证券研究所

图表11：公司来自一汽集团各子公司的营收占比



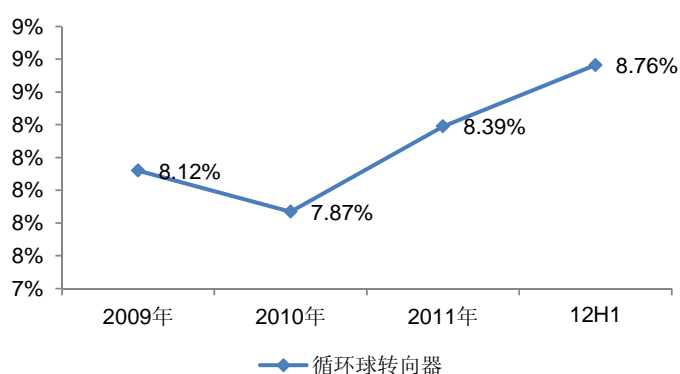
- **商用车转向器产销平稳，乘用车转向器增长较快，但转向节有所下滑：**
- **商用车转向器产销较为平稳：**商用车转向器包括主配农机的机械式与主配卡车与客车的液压式两大类，从产销规模看，液压式转向器占比超过 90%，且近年较为平稳，机械式则面临被陆续淘汰的局面，近年产销持续下滑。

图表12：公司商用车转向器产品近年销量（万台）



来源：公司资料、国金证券研究所

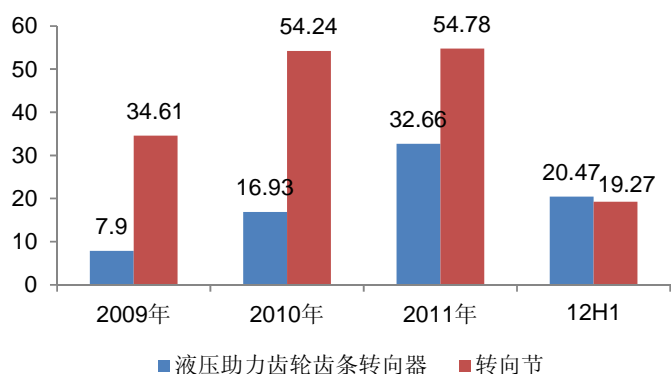
图表13：公司商用车转向器近年市场份额



- **乘用车转向器增长较快：**公司自 2008 年起进入乘用车转向器领域，此后产销规模快速增长，2010-2011 年的销量均实现翻番，表明产品正处于快速上升期。从配套客户来看，该产品主配奇瑞、吉利等自主乘用车，虽然下游客户 2010-2011 年乘用车销量增长有限，但份额的提升带动公司产销增长。未来，虽然乘用车转向器年销量不可能再实现翻番的增长，但增速仍有望超过 15%。

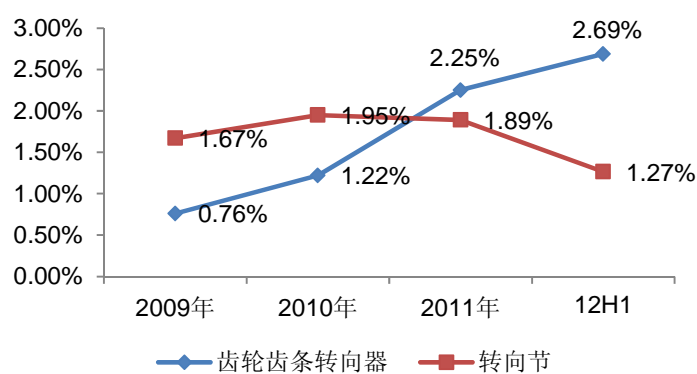
- **乘用车转向节受一汽轿车拖累：**公司当前转向节几乎 100% 配套一汽轿车，车型包括奔腾、睿翼、红旗等；按产销规模看，公司转向节销量均约为一汽轿车汽车销量的 2 倍，故我们预计其转向节亦 100% 由公司配套。一汽轿车 2011 年与 2012 年上半年销量分别下滑 10.8% 与 34.4%，大幅拖累公司转向节业务。从当前看，一汽轿车虽即将推出红旗车型，但一汽马自达受钓鱼岛事件影响销量大幅下滑，且奔腾车型的市场竞争力已衰退，公司销量前景较为黯淡；如浙江世宝不能开拓新客户，预计该业务短期内将难有增长。

图表14：公司乘用车转向器产品近年销量（万台）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表15：公司商用车转向器产品近年市场份额



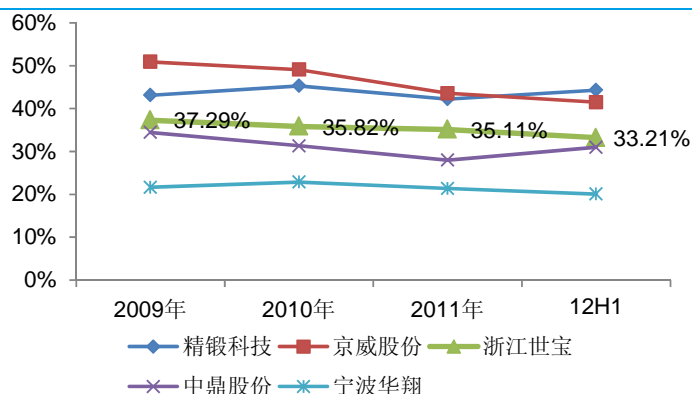
- **C-EPs 是当前国内 EPS 技术主流，未来有望成为公司业务亮点：**根据电机安装位置的不同，EPS 可分为转向柱 EPS（C-EPs）、小齿轮 EPS（P-EPs）、双小齿轮 EPS（D-EPs）和齿条 EPS（R-EPs），其中 C-EPs 结构简单、紧凑，制造成本低，是当前国内主流 EPS 系统。
- **EPs 有望成为公司未来亮点：**公司 C-EPs 前轴负荷 600-850kg，已小批量供应给奇瑞汽车，未来有望放量；P-EPs 前轴负荷为 750-

850kg，公司产品已经试制成功；R-EPS 适用排量较大的乘用车，公司产品前轴符合 850-1050kg，已经成功配套一汽轿车的奔腾 HEV 混动轿车，且已在世博会等作为服务车使用。综合来看，公司 EPS 产品系列较为齐全，且已有产品小批量配套，未来有望给公司贡献业绩。

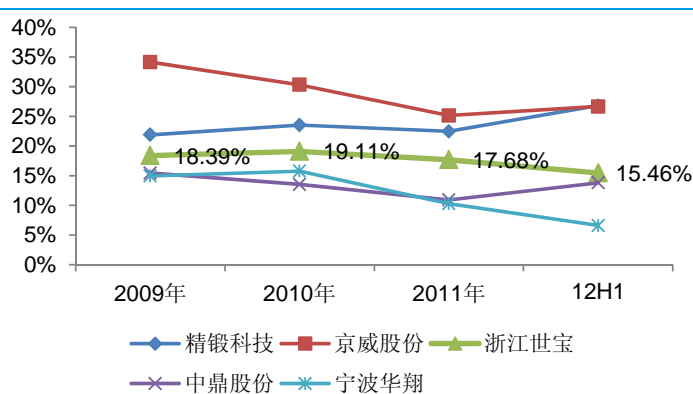
盈利能力处零部件行业中游水平，未来或将呈下行趋势

- **盈利能力处零部件行业中游水平：**转向系统进入壁垒一般，且行业当前竞争格局较为激烈，故行业内企业整体盈利能力较为一般；与 A 股其余零部件公司相比，公司盈利能力处中游水平。2009-2012 年，公司毛利率在 33%-38%之间，离京威股份与精锻科技有一定差距，但好于中鼎股份与宁波华翔；公司净利率约为 15%-20%，横向比较看与其毛利率类似。

图表16：浙江世宝与可比公司的毛利率比较



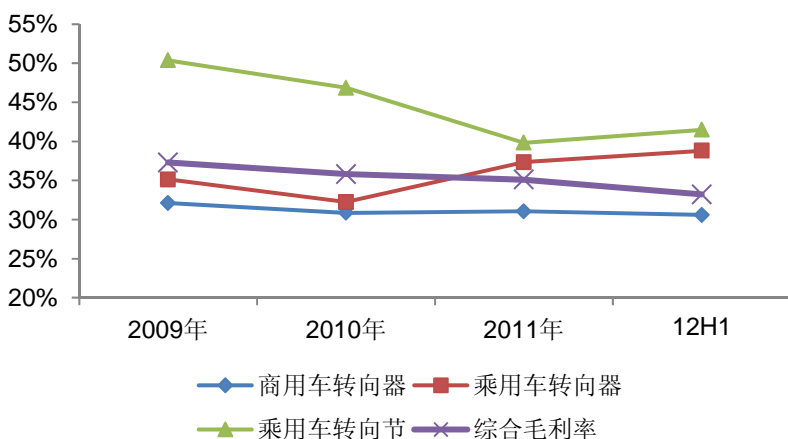
图表17：浙江世宝与可比公司的净利率比较



来源：各公司资料、国金证券研究所

- **乘用车产品毛利率相对较高：**分产品看，主要产品中公司乘用车转向节毛利率最高，2012H1 仍有 41.5%；乘用车转向器近年毛利率呈提升趋势，2012H1 达 38.8%；商用车转向器毛利率较低，2012H1 整体毛利率仅有 30.6%。

图表18：浙江世宝近年分产品与综合毛利率



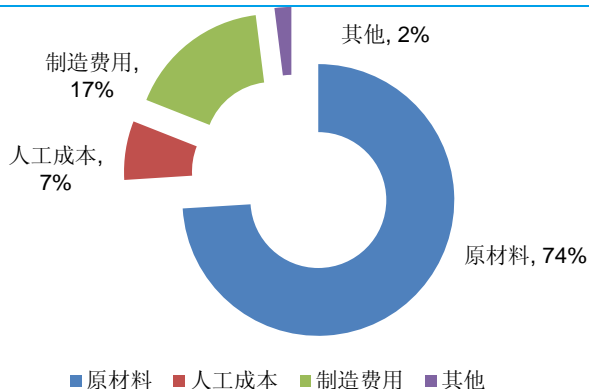
来源：公司资料、国金证券研究所

- **未来盈利能力或呈下行趋势：**一方面，当前原材料价格已经在低位企稳，预计其未来大幅下降的空间较为有限，且存在上涨的可能；另一方面，募

项目完全达产后每年将新增折旧 4,089 万元，其折旧费用率为 7.65%，较当前的 5.22% 提升近 2.5 个百分点。此外，当前乘用车行业正处较为激烈的价格战时期，公司亦受到整车厂较大幅度的压价，盈利能力亦受到负面影响。综合来看，我们预计公司未来盈利能力或将呈下行趋势。

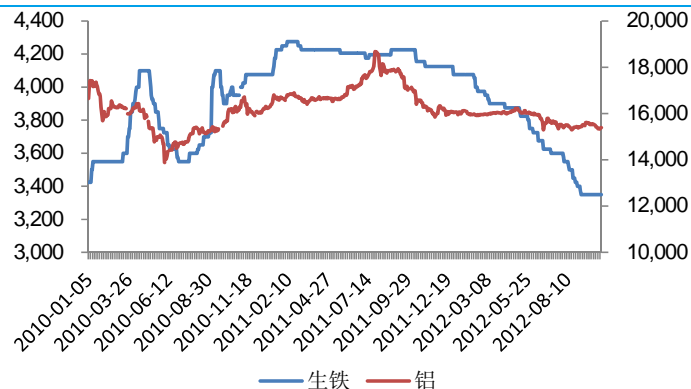
- **原材料价格已在低位企稳：**自 2011 年第四季度开始下滑以来，钢材与铝合金均已在今年第三季度前后企稳，未来原材料价格很难再有大幅度下滑；而如果宏观经济有所好转，其亦存在上涨的可能。对公司而言，原材料价格的企稳表明公司原材料采购成本难以有大幅下降空间，且未来存在在原材料价格上涨的风险。

图表19：浙江世宝 2011 年的成本结构



来源：公司资料、国金证券研究所

图表20：近年钢格与铝合金价格走势（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

- **新增折旧将使盈利能力下行：**公司募投项目新增固定资产 4.62 亿元，根据公司折旧的会计处理方法，预计公司募投项目全部投产后每年将新增折旧 4,089 万元，为 2011 年折旧总额的 174%。根据公司预计，新增产能完全投产后可带来 5.34 亿元营收，其对应的折旧费用率为 7.65%，较公司 2011 年的 5.22% 提升约 2.5 个百分点；根据公司自己的测算，新增产能的净利率为 11.24%，较公司 2011 年的 17.68% 下滑仅 6.4 个百分点，亦表明未来盈利能力将呈下行趋势。

图表21：公司募投项目每年新增折旧费用预测

	项目	金额(万元)	使用年限	残值率	年度折旧(万元)
已有固定资产	房屋及建筑物	12,448	20	5%	591
	机器设备	16,323	10	5%	1,551
	运输工具	956	5	5%	182
	办公设备等	169	5	5%	32
	已有合计	29,897			2,356
募投项目	房屋及建筑物	6,227	20	5%	296
	设备	39,933	10	5%	3,794
	募投新增	46,160			4,089
	增幅	154%			174%

来源：公司资料、国金证券研究所

募投项目分析

新建 70 万件汽车转向器产能

- **新增 70 万套转向器产能：**公司拟投资 2 亿元（全部来自募集资金）以新增 70 万台转向器产能，其中商用车液压循环球 50 万台、乘用车液压齿轮齿条 20 万台；公司预计项目将在 2014 年完工，届时公司转向器总产能将

达 130 万台，较 2011 年末的 70 万台增长 88%，乘用车与商用车分别增长 57%与 111%。

图表22: 公司募投项目情况概要

	产能(万件)	投资总额(万元)	使用募资金(万元)
液压助力循环球转向器	20	20,000	20,000
液压助力齿轮齿条转向器	50		
精密铸件及加工	6万吨	59,380	26,000
转向系统研发、检测及试制	n/a	5,000	5,000
合计		84,380	51,000

来源：公司资料、国金证券研究所

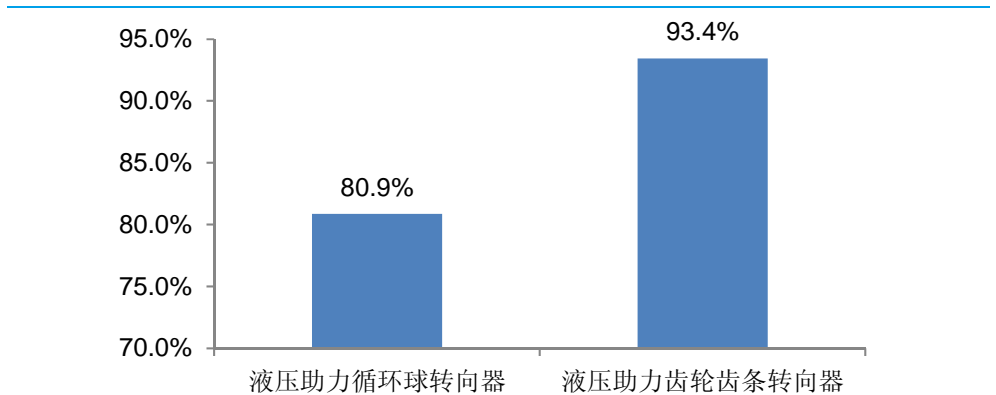
图表23: 公司募投项目产能及其增幅（万台）

	原有产能(万台)	新增产能(万台)	总产能(万台)	产能增幅
液压助力循环球转向器	35	20	55	57%
液压助力齿轮齿条转向器	45	50	95	111%
项目合计	80	70	150	88%

来源：公司资料、国金证券研究所

- 乘用车产能消化前景较乐观，商用车新增产能短期压力较大：2011 年，公司乘用车与商用车转向器产能利用率分别为 80.9%与 93.4%，公司并未在招股书中披露新增产能详细投放进程及对应的客户开拓情况；根据当前行业增速及公司市场开拓力度，我们预计公司乘用车产品新增产能消化前景较为乐观，但商用车产品短期消化压力较大。

图表24: 公司转向器产品 2011 年产能利用率



来源：公司资料、国金证券研究所

汽车零部件精密铸件及加工建设项目

- 该项目主要为公司转向器产品提供精密铸件，项目将在 2014 年底完工，届时将形成 6 条铸造线与 3 条机加工线，形成约 6 万吨铸造精密件的能力。项目总投资 59,380 万元，其中募投资金投资 26,000 万元，由吉林世宝组织实施。
- 汽车转向器生产需要大量的精密铸造件，该项目是公司产业链纵向延伸的战略举措，投产后即可保障公司原料的供应，又可使公司具有全产业链模式的竞争优势。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年营收分别为 6.16、6.72、7.42 亿元，分别为下滑 1.7%、增长 9.2%、10.4%；归属母公司净利润分别为 9,632、9,407、9,959 万元，分别为下滑 14.7%、2.3%、增长 5.9%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.29、0.29、0.30 元。
- 关键假设如下：
 - 公司募投项目产能从 2013 年开始陆续释放，并在 2015 年完全达产；
 - 乘用车转向器未来仍能保持较快增长，商用车转向器未来发展基本与行业同步；
 - 考虑到整车厂的压价与募投产能的新增折旧，预计公司毛利率将有所下滑，2012-2014 年综合毛利率分别为 33.24%、32.21%、31.53%。

估值与投资建议

- 公司是 A 股首家转向系统供应商，其产品横跨商用车与乘用车，故我们分别选取数家商用车与乘用车零部件供应商进行估值比较。六家公司 2012 年 PE 为 14.4 倍，其中精锻科技因其显著的技术优势，估值略高，其余公司估值基本都在 10-15 倍区间内。
- 公司 H 股价格为 2.41 港币/股，按最新汇率折算成人民币价格为 1.93 元/股。
- 公司综合竞争实力处行业中游，与数家可比上市公司相比，其配套客户、盈利能力、增长前景等均无特别出色之处，故我们认为给予其行业平均估值较为合理。我们认为公司的合理估值水平为 2012 年 10-15 倍 PE，对应的合理价格区间为 2.94 - 4.41 元。

图表25：可比公司盈利预测及估值-2012 年 10 月 19 日

		收盘价	EPS				PE		
			2011A	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
002048.SH	宁波华翔	6.37	0.50	0.62	0.73	0.84	10.27	8.73	7.58
601799.SH	精锻科技	14.90	0.57	0.76	0.94	1.12	19.61	15.85	13.36
000887.SZ	中鼎股份	9.99	0.50	0.65	0.75	0.90	15.37	13.32	11.10
002406.SZ	远东传动	8.22	0.70	0.65	0.72	0.80	12.65	11.42	10.28
002662.SZ	京威股份	9.15	0.52	0.62	0.75	0.89	14.69	12.14	10.25
600199.SH	星宇股份	10.08	0.71	0.74	0.86	1.00	13.62	11.72	10.08
均值							14.37	12.19	10.51

来源：同花顺、国金证券研究所

风险提示

行业销量超预期下滑的风险

- 当前乘用车行业销量增速较为平稳，我们预计未来数年仍将以 5%-10%左右的增速稳健增长。但如果国内外宏观经济环境严重恶化，或大城市限牌的风波持续扩大，乘用车行业销量仍有超预期下滑的可能。

乘用车企业价格战致公司盈利能力下滑的风险

- 2012 年，包括诸多中高端品牌在内合资品牌产能大幅扩展，根据我们统计的数据合资品牌 2012 年产能增幅达 30%。为消化新增产能，乘用车终端

优惠幅度明显加大，价格战有愈演愈烈的趋势；如果整车企业盈利受到严重挤压，其极有可能继续向零部件供应商压价，从而影响公司的盈利能力。

原材料价格大幅上涨的风险

- 虽然当前原材料价格处低位，但如果宏观经济有所好转，钢材与铝合金的价格亦有可能大幅上涨，并将对公司毛利率有显著影响，对公司业绩的影响也难以忽视。

图表26：公司销售收入分拆及预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
机械式循环球转向器						
平均售价（元/件）	216.70	214.52	212.36	208.12	203.95	199.88
销售数量（万件）	7.22	6.23	4.74	5.0	5.0	5.0
销售收入（百万元）	15.65	13.36	10.69	10.4	10.2	9.9
增长率（YOY）	n/a	-14.58%	-20.00%	-3.12%	-2.00%	-2.00%
毛利率	10.69%	13.57%	13.90%	11.00%	11.00%	11.00%
毛利（百万元）	1.67	1.81	1.49	1.14	1.12	1.09
增长率（YOY）	n/a	8.41%	-18.07%	-23.32%	-2.00%	-2.00%
占总销售额比重	4.28%	2.45%	1.71%	1.68%	1.51%	1.34%
占主营业务利润比重	1.23%	0.93%	0.67%	0.56%	0.52%	0.47%
液压式循环球转向器						
平均售价（元/件）	905.38	912.78	920.24	911.04	901.93	892.91
销售数量（万件）	20.43	28.07	28.26	26.8	28.5	30.2
销售收入（百万元）	184.97	256.22	262.19	244.6	256.7	269.3
增长率（YOY）	n/a	38.52%	2.33%	-6.71%	4.94%	4.94%
毛利率	33.92%	31.76%	31.75%	31.00%	30.00%	29.50%
毛利（百万元）	62.74	81.37	83.23	75.82	77.00	79.46
增长率（YOY）	n/a	29.70%	2.29%	-8.91%	1.55%	3.19%
占总销售额比重	50.64%	46.93%	41.89%	39.74%	38.18%	36.30%
占主营业务利润比重	45.95%	41.50%	37.49%	37.05%	35.56%	33.96%
液压动力齿轮齿条转向器						
平均售价（元/件）	508.17	509.77	511.37	506.26	501.20	496.18
销售数量（万件）	7.9	16.93	32.66	37.6	42.1	48.4
销售收入（百万元）	40.15	86.30	151.02	190.1	210.8	240.0
增长率（YOY）	n/a	114.98%	74.98%	25.91%	10.88%	13.85%
毛利率	35.13%	32.25%	37.35%	38.50%	37.50%	36.50%
毛利（百万元）	14.10	27.83	56.40	73.21	79.06	87.61
增长率（YOY）	n/a	97.31%	102.66%	29.80%	8.00%	10.81%
占总销售额比重	10.99%	15.81%	24.13%	30.89%	31.36%	32.35%
占主营业务利润比重	10.33%	14.20%	25.40%	35.78%	36.52%	37.44%
转向节						
平均售价（元/件）	263.68	259.73	255.85	250.73	248.23	245.74
销售数量（万件）	34.61	54.24	54.78	35.6	39.2	43.1
销售收入（百万元）	91.26	140.88	134.41	89.28	97.22	105.88
增长率（YOY）	n/a	54.37%	-4.59%	-33.58%	8.90%	8.90%
毛利率	50.38%	46.85%	39.83%	41.00%	40.00%	39.00%
毛利（百万元）	45.97	66.00	53.54	36.60	38.89	41.29
增长率（YOY）	n/a	43.57%	-18.89%	-31.63%	6.24%	6.18%
占总销售额比重	24.98%	25.80%	21.47%	14.51%	14.46%	14.27%
占主营业务利润比重	33.67%	33.67%	24.11%	17.89%	17.96%	17.65%
其他						
销售收入（百万元）	33.25	49.18	67.61	81.13	97.35	116.82
增长率（YOY）	n/a	47.90%	37.47%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	36.24%	38.71%	40.48%	22.00%	21.00%	21.00%
毛利（百万元）	12.05	19.04	27.36	17.85	20.44	24.53
增长率（YOY）	n/a	57.95%	43.76%	-34.78%	14.55%	20.00%
占总销售额比重	9.10%	9.01%	10.80%	13.18%	14.48%	15.74%
占主营业务利润比重	8.83%	9.71%	12.33%	8.72%	9.44%	10.48%
销售总收入（百万元）	365.27	545.94	625.91	615.50	672.23	742.03
销售总成本（百万元）	228.73	349.89	403.89	410.88	455.72	508.04
毛利（百万元）	136.54	196.05	222.02	204.62	216.51	233.99
平均毛利率	37.38%	35.91%	35.47%	33.24%	32.21%	31.53%

来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	365	546	626	615	672	742
增长率		49.5%	14.6%	-1.7%	9.2%	10.4%
主营业务成本	-229	-350	-404	-411	-456	-508
%销售收入	62.6%	64.1%	64.5%	66.8%	67.8%	68.5%
毛利	137	196	222	205	217	234
%销售收入	37.4%	35.9%	35.5%	33.2%	32.2%	31.5%
营业税金及附加	-1	-2	-5	-6	-6	-7
%销售收入	0.4%	0.3%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-26	-38	-36	-36	-40	-44
%销售收入	7.0%	6.9%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%
管理费用	-35	-44	-55	-55	-61	-67
%销售收入	9.6%	8.0%	8.7%	8.9%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	75	113	126	109	110	117
%销售收入	20.4%	20.7%	20.2%	17.6%	16.4%	15.7%
财务费用	0	-1	-6	-4	-9	-7
%销售收入	0.0%	0.1%	0.9%	0.7%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-2	2	1	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.4%	1.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	73	115	122	102	100	107
营业利润率	19.9%	21.1%	19.4%	16.6%	14.9%	14.5%
营业外收支	4	3	4	5	6	7
税前利润	77	119	126	107	106	114
利润率	21.0%	21.7%	20.1%	17.4%	15.7%	15.4%
所得税	-9	-14	-15	-14	-14	-15
所得税率	12.4%	12.1%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	67	104	111	93	92	100
少数股东损益	1	1	-2	-3	-2	0
归属于母公司的净利润	66	103	113	96	94	100
净利率	18.2%	18.9%	18.0%	15.6%	14.0%	13.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	67	104	111	93	92	100
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	23	32	34	44	65
非经营收益	-1	-3	8	0	5	18
营运资金变动	-28	-57	-105	-52	59	22
经营活动现金净流	59	68	46	75	200	204
资本开支	-68	-75	-142	-48	-323	-283
投资	0	-6	-6	-1	0	0
其他	8	1	26	0	0	0
投资活动现金净流	-60	-81	-122	-49	-323	-283
股权募资	0	0	0	192	-95	0
债权募资	0	50	102	-153	269	146
其他	-14	-20	-33	-6	-54	-67
筹资活动现金净流	-14	30	69	33	120	79
现金净流量	-15	17	-7	59	-3	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	39	65	43	103	100	100
应收款项	138	192	350	356	324	321
存货	96	138	122	135	125	125
其他流动资产	6	8	8	10	11	12
流动资产	279	403	524	604	560	559
%总资产	47.8%	51.3%	50.3%	52.8%	40.4%	34.7%
长期投资	6	7	12	13	12	12
固定资产	271	295	431	442	721	940
%总资产	46.4%	37.4%	41.3%	38.7%	52.0%	58.3%
无形资产	26	79	74	83	91	99
非流动资产	304	384	519	540	826	1,053
%总资产	52.2%	48.7%	49.7%	47.2%	59.6%	65.3%
资产总计	583	787	1,043	1,144	1,386	1,612
短期借款	0	35	127	0	269	414
应付款项	96	139	183	164	182	203
其他流动负债	29	34	21	53	54	55
流动负债	124	208	331	217	505	672
长期贷款	5	20	30	30	30	31
其他长期负债	6	7	28	0	0	0
负债	135	234	389	247	535	703
普通股股东权益	466	552	641	887	844	901
少数股东权益	4	25	21	18	16	16
负债股东权益合计	605	811	1,051	1,152	1,394	1,620

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.253	0.394	0.430	0.294	0.287	0.304
每股净资产	1.776	2.102	2.442	2.709	2.575	2.749
每股经营现金净流	0.220	0.254	0.171	0.229	0.612	0.622
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.23%	18.73%	17.60%	10.85%	11.15%	11.05%
总资产收益率	10.96%	12.75%	10.74%	8.36%	6.75%	6.15%
投入资本收益率	13.73%	15.69%	13.54%	10.10%	8.29%	7.46%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	49.46%	14.65%	-1.67%	9.22%	10.38%
EBIT增长率	N/A	51.71%	11.83%	-14.11%	1.56%	5.85%
净利润增长率	N/A	55.83%	9.16%	-14.67%	-2.33%	5.86%
总资产增长率	N/A	33.96%	29.63%	9.67%	21.15%	16.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.1	79.6	96.7	120.0	100.0	90.0
存货周转天数	76.8	122.2	117.7	120.0	100.0	90.0
应付账款周转天数	67.0	106.1	128.6	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	207.2	188.7	169.3	166.2	238.5	284.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.12%	-1.77%	17.20%	-8.01%	23.12%	37.66%
EBIT利息保障倍数	-1,230.9	219.1	22.2	25.1	12.5	15.6
资产负债率	22.29%	28.88%	37.03%	21.45%	38.36%	43.42%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;

卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B