



东兴证券
DONGXING SECURITIES

致力于海外AM市场的铝轮制造领先企业

——跃岭股份（002725）

2014年01月13日

建议申购

跃岭股份

新股定价

摘要：

- 与终端消费联系紧密，铝轮出口 AM 市场将保持稳步增长。未来 7 年内全球汽车保有量仍将继续增长近 20%，到 2015 年，全球汽车保有量将从 2007 年的近 9.2 亿辆增至 11.2 亿辆左右。随着未来汽车保有量的增加和消费者对个性化的追求，全球 AM 市场对汽车零部件的需求将不断增加，AM 的市场前景也将更加广阔。
- 我国汽车轮毂价格优势明显，在海外 AM 市场具有很强的竞争力。由于铝合金车轮产品的技术附加值较其他高科技产品低，且国内产品在国际市场的价格优势依旧明显，因此我国生产的铝合金车轮产品具有较强的国际市场竞争能力，国外 AM 市场对我国铝合金车轮产品的市场需求与日俱增。
- 募投项目将显著提升公司产品竞争力。本次募集资金投资项目达产后，新工艺生产的 15-24 寸铝合金车轮产品生产成本较本公司现有同类产品约高出 10%，而目前市场上采用旋压制造技术生产的 15-24 寸铝合金车轮产品销售价格较本公司现有同类产品高出约 20-35%，新产品具有较好的利润空间。
- 国内、国际市场两条腿走路值得期待。在国内 AM 市场方面，随着国内汽车工业快速发展和汽车保有量的相应增长，国内 AM 市场的需求量将快速增长，为公司开拓国内市场提供了有利的市场条件。公司将在维持和现有经销商合作基础上，主动谋求与在国内各区域内有网络资源优势的一级经销商的合作，扩大合作范围，加强品牌宣传力度，逐步建立和完善销售服务体系，拓展销售渠道，力争使公司在国内 AM 市场的销售实现较大突破。
- 盈利预测及投资建议。预计公司 13、14、15 年摊薄后每股收益为 1.11、1.33、1.56 元，合理价格在 23.94 元左右。建议一级市场询价区间为 20.35-22.74 元。预计上市首日价格区间在 22.61—25.27 元的范围。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	865.58	810.52	821.00	934.00	1,123
增长率（%）	24.08%	-6.36%	1.29%	13.76%	20.24%
净利润（百万元）	88.73	94.73	111.09	132.66	155.58
增长率（%）	73.65%	6.75%	17.28%	19.41%	17.28%
净资产收益率（%）	27.54%	23.50%	22.35%	12.58%	13.12%
每股收益（元）	1.19	1.26	1.11	1.33	1.56
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090002

询价区间

20.35-22.74

上市首日定价区间

22.61-25.2

发行上市资料

总股本（万股）	7500.00
发行量（万股）	2500
发行日期	2014-01-20
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	东北证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	5.37
净资产收益率（%）	23.50%
资产负债率（%）	32.10%

主要股东和持股比例

林仙明	17.28%
林万青	13.33%
林信福	13.33%

目 录

1. 公司是汽车铝合金车轮制造出口领域的龙头企业	3
1.1 公司是汽车铝合金车轮制造出口领域的龙头企业	3
1.2 公司股权结构	3
2. 我国铝轮在海外 AM 市场具有很强竞争力	3
2.1 与终端消费联系紧密，铝轮出口 AM 市场将保持稳步增长	3
2.2 我国汽车轮毂价格优势明显，在海外 AM 市场具有很强的竞争力	4
2.3 国内铝轮 AM 市场容量较小，但将随汽车普及快速增长	5
3. 产品竞争力提升明显，国内国外两条腿走路可期	5
3.1 公司业绩持续上涨，毛利率保持稳定	5
3.2 募投项目将显著提升公司产品竞争力	5
3.3 国内、国际市场两条腿走路值得期待	6
4. 估值定价	6
5. 盈利预测与投资建议	6
6. 风险提示	7

表格目录

表 1：募投项目投向	5
------------------	---

插图目录

图 1：公司股权结构图	3
图 2：AM 市场供应商、经销商体系示意图	4

1. 公司是汽车铝合金车轮制造出口领域的龙头企业

1.1 公司是汽车铝合金车轮制造出口领域的龙头企业

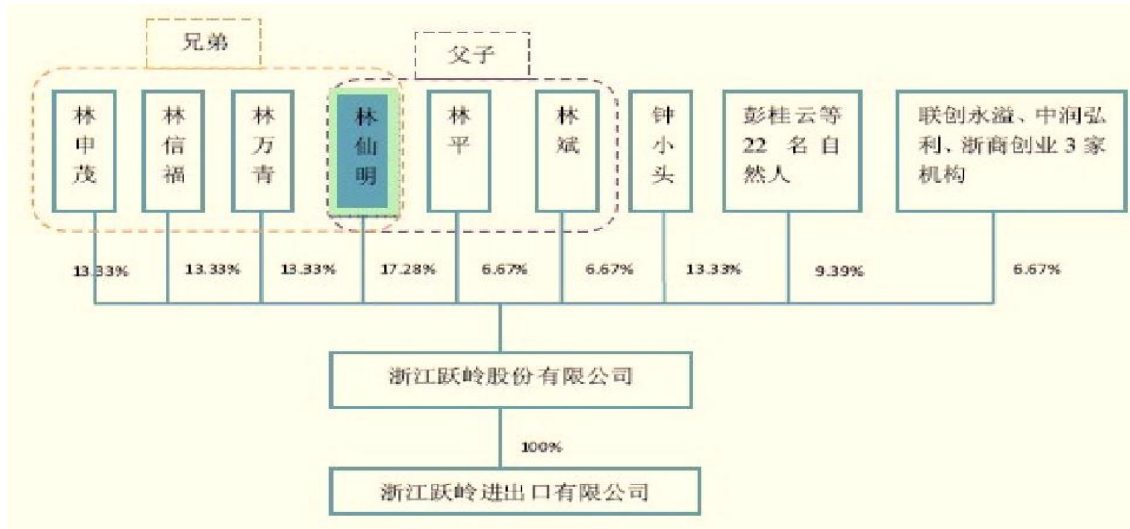
公司专业从事铝合金车轮的研发、设计、制造和销售，主要产品包括汽车铝合金车轮和摩托车铝合金车轮两大类，其中汽车铝合金车轮可细分为涂装车轮、抛光车轮、电镀车轮、真空电镀轮等。

公司专注于汽车铝合金车轮海外 AM 市场，是该领域的龙头企业。公司产品主要出口国际市场，并以售后市场（AM）为主导。目前，公司产品远销俄罗斯、日本、美国、东南亚、欧洲、中东以及南美洲等 80 多个国家和地区，并在国际市场上享有较高的声誉。公司 2010 年和 2011 年公司在我国汽车铝合金车轮产量占比分别为 3.8% 和 3.89%；同时，根据中国汽车工业协会车轮委员会统计，公司 2010 年的汽车铝合金车轮出口金额在全国排名第五位；另外，根据中国汽车工业协会车轮委员会《2010 年中国铝车轮行业出口情况报告》统计，公司在汽车铝合金车轮出口 AM 市场中的排名位居全国第一。

1.2 公司股权结构

公司拟向社会公开发行 2500 万股，发行后总股本达到 10000 万股，公开发行股数占发行后总股本比例的 25%。注册资本：7,500 万元，法定代表人林仙明。公司控股股东及实际控制人为林仙明、林万青、林信福、林申茂、林平、林斌，其中林仙明、林万青、林信福、林申茂为兄弟，林仙明为林平、林斌的父亲，该 6 人合计持有公司发行前的股份的比例为 70.61%。近三年，公司实际控制人未发生变更。

图 1：公司股权结构图



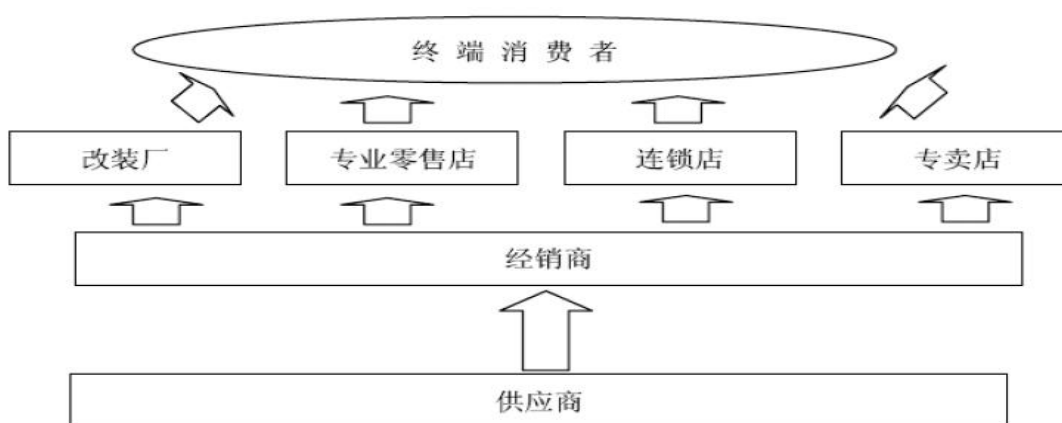
资料来源：东兴证券研究所

2. 我国铝轮在海外 AM 市场具有很强竞争力

2.1 与终端消费联系紧密，铝轮出口 AM 市场将保持稳步增长

国际汽车零部件行业 AM 市场是随着汽车消费的不断增长、消费者对汽车及零部件的保养和维护意识的不断增强、以及消费者个性化追求的不断高涨而发展起来的。AM 市场中，汽车零部件行业的用户是已拥有汽车的消费者，属于零售市场，产品主要通过专业零售店、连锁店、专卖店以及改装厂等形式销售给消费者。因此，与 OEM 市场不同，AM 市场与汽车整车制造业联系较弱，特别是涉及到汽车内饰及影响汽车外观的车轮等细分行业，与汽车消费者经济实力、消费者偏好、当地气候、汽车保有量等联系较为紧密，要求供应商有独特的设计能力、创新能力、快速反应能力，能够适应多品种、少批量的市场需求，要有良好的销售渠道和售后服务体系。

图 2：AM 市场供应商、经销商体系示意图



AM 市场供应商、经销商体系示意图

资料来源：东兴证券研究所

目前，美国、日本、俄罗斯以及欧盟是乘用车人均保有量水平位居前列的国家和地区，同时也是汽车零部件最大的 AM 市场，其中美国 AM 市场最具有代表性。截至 2011 年 8 月底，美国汽车保有量达 2.85 亿辆，居世界首位。据德国调研机构（R.L. Polk Marketing Systems）的最新预测报道，尽管目前环保已成为全球性热门话题，但在未来 7 年内全球汽车保有量仍将继续增长近 20%，到 2015 年，全球汽车保有量将从 2007 年的近 9.2 亿辆增至 11.2 亿辆左右。

随着未来汽车保有量的增加和消费者对个性化的追求，全球 AM 市场对汽车零部件的需求将不断增加，AM 的市场前景也将更加广阔。

2.2 我国汽车轮毂价格优势明显，在海外 AM 市场具有很强的竞争力

由于铝合金车轮产品的技术附加值较其他高科技产品低，且国内产品在国际市场的价格优势依旧明显，因此我国生产的铝合金车轮产品具有较强的国际市场竞争能力，国外 AM 市场对我国铝合金车轮产品的市场需求与日俱增；相对于国内的 OEM 市场和 AM 市场，国外 AM 市场较大的市场需求量和较高的销售利润吸引了越来越多的国内厂商。目前我国汽车铝合金车轮生产企业已有相当一部分都把目光锁定在国外 AM 市场，其生产的产品也基本都瞄准国外客户的消费需求。据海关统计数据显示，2010 年，我国大约有 100 家企业向境外出口过铝合金车轮，出口额达 295,850.62 万美元，2011 年出口额达 368,615.73 万美元。铝合金车轮的出口已成为我国汽车零部件行业出口创汇的重要来源。

我国近年铝合金车轮的出口逐年快速增长，占铝合金车轮总产量的比例逐步增加，成为促进我国铝合金车轮发展的重要因素。以中国为代表的发展中国家充分利用其制造业比较优势，逐步发展成为全球汽车车轮的重要生产基地。

2.3 国内铝轮 AM 市场容量较小，但将随汽车普及快速增长

国内目前铝轮 AM 市场容量仅为 OEM 市场的十分之一。主要原因是：①国内乘用车保有水平仍然较低；②国内消费者对汽车产品的个性化需求远不及发达国家，AM 市场还未充分发展起来，车轮的更换频率低于发达国家；③铝车轮损坏率很低。国内乘用车更换铝轮的比例大约 2%。

截止 2012 年，我国乘用车保有量接近 8700 万辆，千人乘用车保有量大概在 60~70。仅为全球平均水平的一半，欧美发达国家的十分之一左右。而 2013 年我国乘用车销量预计将接近 1800 万辆，乘用车保有量增速超过 20%。考虑到我国汽车销售已经进入稳定增长期。目前是典型的保有量水平仍然较低，但销量已经进入较高的平台。这无疑是汽车 AM 市场的黄金成长期。预计未来 5 年国内汽车保有量将保持 15%~20% 的快速稳定增长。考虑到更换偏好提升的因素，则未来国内铝轮 AM 市场复合增长率将超过 20%。

3. 产品竞争力提升明显，国内国外两条腿走路可期

3.1 公司业绩持续上涨，毛利率保持稳定

公司主营业务收入总体呈增长趋势，2013 年 1-6 月、2012 年、2011 年和 2010 年主营业务收入分别为 41,006.31 万元、80,952.16 万元、86,272.11 万元和 69,613.81 万元，2010-2012 年主营业务收入年均复合增长率为 7.84%。

业绩持续增长主要依托三大因素：①国际经济回暖。公司的主营业务收入受国际经济形势的影响较大。在经历了一年多的全球性金融危机后，2009 年全球经济呈现回暖迹象，公司所属行业也步入复苏阶段。②国家产业政策扶持，市场需求快速增长。国家相关政策提出要大力实施汽车产品出口战略，扩大具有自主知识产权和自主品牌的汽车产品出口，增强企业的自主创新能力，加大结构调整力度，提高出口增长效益和质量，推动我国汽车产品出口持续健康发展；汽车及零部件出口从 2009 年到 2011 年力争实现年均增长 10%，到 2015 年汽车和零部件出口达到 850 亿美元，年均增长约 20%，到 2020 年实现中国汽车及零部件出口额占世界汽车产品贸易总额 10% 的战略目标。③公司产品竞争力的提高。针对公司产品的自身特点和客户的需求变化，公司不断加大研发力度，建立国内先进的技术研发中心，在铝合金车轮的技术研发、产品设计和制造能力上取得了较大进展，保证了公司产品的市场竞争力，促进了公司核心竞争力的提升。

3.2 募投项目将显著提升公司产品竞争力

公司募集资金主要投向年产 230 万件铸旋汽车铝合金车轮项目及“研发中心建设项目，项目建设期预计为 24 个月。项目产品为 15-24 寸中高档铝合金车轮，目标市场将以国外中高端汽车铝合金车轮的 AM 市场为核心。本次募集资金投资项目达产后，新工艺生产的 15-24 寸铝合金车轮产品生产成本较本公司现有同类产品约高出 10%，而目前市场上采用旋压制造技术生产的 15-24 寸铝合金车轮产品销售价格较本公司现有同类产品高出约 20-35%，新产品具有较好的利润空间。

表 1：募投项目投向

序号	项目名称	投资总额（万	建设期
		元）	
1	年产 230 万件铸旋汽车铝合金车轮项目	36,796.00	24 个月
2	研发中心建设项目	3,376.40	24 个月
	合计	40,172.40	

资料来源：东兴证券研究所

在全球提倡节能减排的宏观背景下，为满足汽车行驶中对安全和节能日益提高的要求，世界各地主要汽车铝合金车轮制造商都在不断提升自身技术，产品也正在向大直径、轻量化和高强度的方向发展。募投项目所采用的铝车轮生产技术为铸造旋压技术，这是一种近年来新发展起来的先进制造技术。铸造旋压技术是在铝车轮铸造技术的基础上采用旋压技术以进一步提升产品性能、降低产品重量的技术，该技术不仅可以使同规格产品整体重量减轻20%左右，而且其生产的产品比单纯用铸造技术生产出来的产品具有性能更好等特点。目前公司已经掌握该项生产技术及工艺，并已具备大规模生产的人员及技术储备。

3.3 国内、国际市场两条腿走路值得期待

在国际 AM 市场方面，公司将继续加大国际AM 市场的开拓，灵活运用营销方式，实施有效地销售激励机制，提高售前、售中、售后的服务质量，通过提供性价比优良的铝车轮产品提高客户的满意度和忠诚度，继续巩固公司产品在现有国际AM 市场的份额，并努力扩大国际高端AM 市场占有率。

在国内 AM 市场方面，随着国内汽车工业快速发展和汽车保有量的相应增长，国内AM 市场的需求量将快速增长，为公司开拓国内市场提供了有利的市场条件。公司将在维持和现有经销商合作基础上，主动谋求与在国内各区域内有网络资源优势的一级经销商的合作，扩大合作范围，加强品牌宣传力度，逐步建立和完善销售服务体系，拓展销售渠道，力争使公司在国内AM 市场的销售实现较大突破。

4. 估值定价

如下表所示，当前轮毂生产企业 2014 年平均动态市盈率为 18 倍。我们认为公司对应 14 年合理市盈率在 17-19 倍之间。

表 6 可比上市公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价/目标价
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
金固股份	2488	0.32	0.32	0.42	27	27	21	8.7
万丰奥威	2085	0.64	0.78	1.23	32	26	16	20.3

数据来源：上市公司招股说明书

5. 盈利预测与投资建议

国内铝轮在海外市场具有明显的价格优势，尤其在壁垒较低的 AM 市场，仍有很大的市占率提升空间。未来海外铝轮市场将保持平缓的增长态势，但中国铝轮在海外有望持续较快的增速。

未来自身的主要变化在于产品品质的提升，募投项目的年产 230 万件铸旋汽车铝合金车轮以 15-24 寸中高档铝合金车轮为主，目标市场将以国外中高端汽车铝合金车轮的 AM 市场为核心，将进一步提升公司的利润空间

预计公司 13、14、15 年摊薄后每股收益为 1.11、1.33、1.56 元，合理价格在 23.94 元左右。建议一级市场询价区间为 20.35-22.74 元。预计上市首日价格区间在 22.61—25.27 元的范围。

6. 风险提示

1、海外市场风险. 公司产品销往的国家和地区的政治、经济环境、汽车消费政策等发生不利变化，将直接影响发行人的产品出口。

2、汇率风险。

3、原材料价格波动风险。铝锭价格的波幅较大, 公司仍然面临原材料价格上涨带来的相关风险。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	317	324	340	830	912	营业收入	866	811	821	934	1123
货币资金	123	108	124	590	631	营业成本	680	612	607	691	837
应收账款	87	88	86	98	118	营业税金及附加	5	5	5	6	7
其他应收款	13	13	13	15	18	营业费用	16	15	15	18	21
预付款项	5	19	19	19	19	管理费用	63	66	63	72	86
存货	84	72	73	83	101	财务费用	0	3	2	-4	-6
其他流动资产	2	24	24	24	24	资产减值损失	2.24	2.01	1.06	0.00	0.00
非流动资产合计	261	270	307	396	476	公允价值变动收益	-0.08	0.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	143	136	163	220	312	营业利润	100	107	127	152	178
无形资产	114	112	101	90	79	营业外收入	3.51	2.80	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.63	0.53	0.00	0.00	0.00
资产总计	578	594	647	1225	1388	利润总额	103	110	129	154	180
流动负债合计	246	190	150	171	202	所得税	14	15	17	21	24
短期借款	97	50	0	0	0	净利润	89	95	111	133	156
应付账款	29	29	27	31	37	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	26	34	42	51	63	归属母公司净利润	89	95	111	133	156
一年内到期的非流	10	10	10	10	10	EBITDA	232	243	160	190	221
非流动负债合计	10	1	0	0	0	BPS (元)	1.19	1.26	1.11	1.33	1.56
长期借款	10	0	0	0	0	主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	256	191	150	171	202	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	6.8%	-6.4%	1.29%	13.76%	20.24%
实收资本(或股本)	75	75	75	100	100	营业利润增长	-6.4%	385.7%	17.86%	19.72%	17.50%
资本公积	135	136	136	556	556	归属于母公司净利润	17.3%	244.7%	17.28%	19.41%	17.28%
未分配利润	101	172	255	353	470	获利能力					
归属母公司股东权	322	403	497	1054	1186	毛利率(%)	21%	25%	26%	26%	26%
负债和所有者权	578	594	647	1225	1388	净利率(%)	10%	12%	14%	14%	14%
现金流量表						总资产净利润(%)	15%	16%	17%	11%	11%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	28%	24%	22%	13%	13%
经营活动现金流	138	127	157	168	189	偿债能力					
净利润	89	95	111	133	156	资产负债率(%)	44%	32%	23%	14%	15%
折旧摊销	132.32	132.40	0.00	41.77	49.54	流动比率	1.29	1.70	2.26	4.85	4.51
财务费用	0	3	2	-4	-6	速动比率	0.95	1.33	1.77	4.36	4.01
应付帐款的变化	0	0	-2	4	7	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	8	9	11	总资产周转率	1.75	1.38	1.32	1.00	0.86
投资活动现金流	-143	-67	-71	-130	-130	应收账款周转率	10	9	9	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	30.19	27.82	29.35	32.26	32.97
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.19	1.26	1.11	1.33	1.56
筹资活动现金流	39	-76	-70	428	-18	每股净现金流(最新	0.45	-0.21	0.21	4.66	0.42
短期借款	97	50	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.30	5.37	6.63	10.54	11.86
长期借款	10	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	8	0	0	25	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	52	1	0	420	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	34	-16	16	466	42	EV/EBITDA					

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。