

鹏翎股份 (300375.) 汽车零部件行业

新股研究

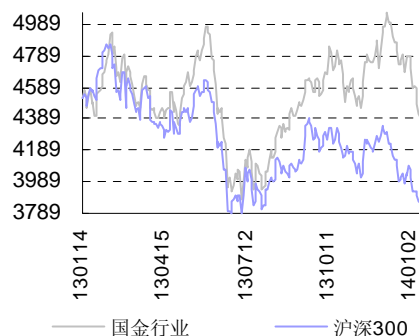
上市定价 (人民币): 20.00-24.00 元

依托优质客户，持续成长可期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

发行 A 股上限(百万股)	25.70
总股本(百万股)	76.99
国金汽车零部件指数	4424.11
沪深 300 指数	2193.68



公司基本情况 (人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.912	0.994	1.114	1.356	1.607
每股净资产(元)	5.48	6.48	9.22	9.81	11.42
每股经营性现金流(元)	0.45	0.44	1.22	1.24	1.52
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	13.42	12.47	12.47
净利润增长率(%)	9.83%	8.99%	27.89%	21.76%	18.46%
净资产收益率(%)	16.63%	15.35%	12.08%	13.82%	14.07%
总股本(百万股)	76.99	76.99	87.89	87.89	87.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **公司是国内领先的汽车胶管生产商:** 公司主营汽车发动机软管、燃油软管等四大类业务, 在汽车胶管领域具备领导地位, 其中, 冷却水胶管和燃油胶管在国内轿车市场中的占有率分别达 44%和 22%。目前, 汽车发动机软管是公司收入和利润的主要来源, 收入和毛利占比分别约 80%。公司近年业绩增长较快, 尤其 13 年三季报利润增速达 42%。
- **胶管行业竞争格局较好, 公司行业地位突出:** 胶管行业预计未来将随整车行业保持平稳增长, 竞争格局则相对较好, 细分市场竞争也较为缓和。公司具有突出的规模、技术和客户资源等优势, 特别是核心客户南北大众在公司收入中的占比达约 56%, 且配套车型基本覆盖大众系几乎所有主流品牌, 公司产品在南北大众中的供货比例平均在 50%以上。
- **依托南北大众, 公司有望持续较快增长:** 依托于仍然强势的南北大众, 加之公司不断增加对长城、比亚迪等优质自主品牌的配套比例, 公司未来可能持续较快增长。而且, 在公司产能利用率维持较好、橡胶等原材料成本也持续低位的共同利好下, 公司综合毛利率有望小幅提升。
- **募投项目扩大汽车空调软管等产能, 后续增长将更为强劲:** 公司拟发行不超过 2570 万股, 募集资金约 2.18 亿元, 主要用于建设汽车空调胶管及助力转向器软管等产能, 预计项目全部达产时间为 2016 年。公司预计新增产能足以被新增订单所消化, 在新项目的带动下, 公司后续增长也将更为强劲。

价值评估与投资建议

- 我们预测 13-15 年公司实现归属母公司净利润 0.98、1.19 和 1.41 亿元, 同比分别增长 27.9%、22.3%和 18.1%。预计公司上市后发行新股约 1090 万股, 总股数达到 8789 万股, 对应摊薄后 EPS 为 1.11、1.36 和 1.61 元。综合考虑, 我们给予公司 14 年 15-18 倍 PE, 对应合理价格为 20-24 元, 建议可积极申购。

风险提示

- 汽车销量增速超预期下滑, 橡胶等原材料成本大幅上涨, 公司新增产能消化风险。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjq.com.cn

内容目录

鹏翎胶管：国内领先的汽车胶管生产商	4
汽车胶管：行业总体平稳增长，竞争格局相对较好	5
行业总体将平稳增长，强势品牌表现将更为突出	5
行业总体竞争格局较好	6
公司竞争优势较为突出，业绩有望继续较快增长	7
公司竞争优势突出，市场份额不断提升	7
依托“南北大众”，公司未来成长性将较为确定	10
盈利能力有望维持较好	12
募投项目分析	14
盈利预测与估值	15
盈利预测	15
估值与投资建议	16
风险提示	16
行业销量增速超预期下滑	16
原材料价格大幅上涨	16
募投项目风险	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

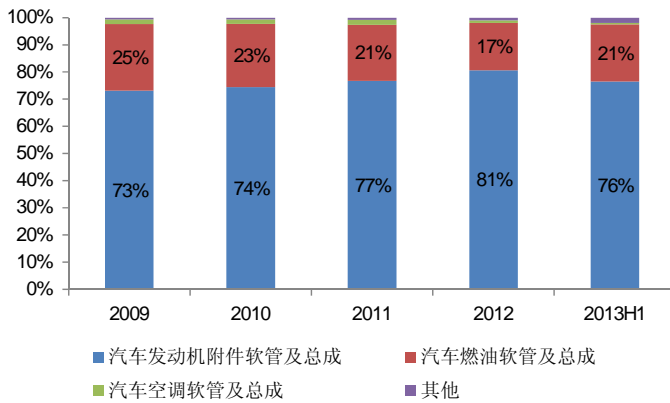
图表 1：公司分业务收入构成	4
图表 2：公司分业务毛利构成	4
图表 3：公司分产品销量情况（万件）	4
图表 4：公司近年营收及增速（百万元）	5
图表 5：公司近年净利润及增速（百万元）	5
图表 6：近年我国汽车销量及增速（万辆）	6
图表 7：近年我国狭义乘用车分国别市场份额	6
图表 8：国内主要内资汽车胶管生产企业	7
图表 9：汽车零部件呈金字塔式多级供应模式	8
图表 10：公司前几大客户收入占比情况（2013 年 1-6 月）	9
图表 11：公司配套前 10 大车型收入占比情况	9
图表 12：公司近年冷却水胶管和燃油胶管在国内轿车市场中的份额情况	10
图表 13：公司冷却水胶管及燃油胶管为南北大众配套比例	10
图表 14：近年上海大众销量及增速（万辆）	11
图表 15：近年一汽大众销量及增速（万辆）	11
图表 16：公司冷却水胶管及燃油胶管为部分自主品牌配套比例	11

图表 17: 近年长城汽车销量及增速 (万辆)	12
图表 18: 近年比亚迪销量及增速 (万辆)	12
图表 19: 公司近年分业务毛利率情况	12
图表 20: 公司近年分业务产能利用率情况	13
图表 21: 公司主营业务成本构成	14
图表 22: 近年上海期交所橡胶期货价格走势 (元/吨)	14
图表 23: 公司募投项目基本情况	15
图表 24: 可比公司估值 (2014 年 1 月 10 日)	16
图表 25: 公司分业务收入及毛利预测	17

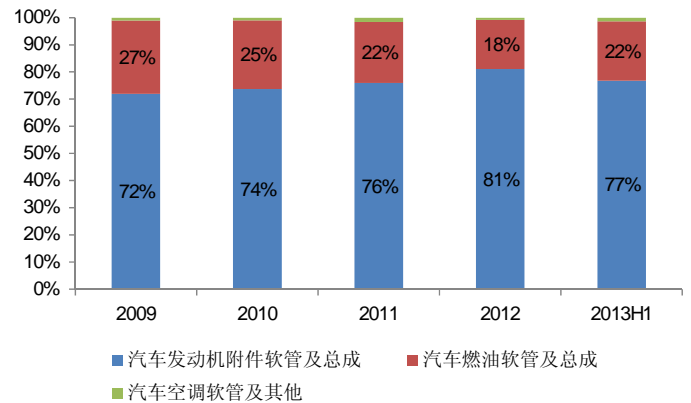
鹏翎胶管：国内领先的汽车胶管生产商

- 天津鹏翎胶管公司成立于 1988 年，是专注于研发、生产和销售汽车用橡胶软管及总成产品的一级零部件供应商。公司主要产品包括汽车发动机附件系统软管及总成、汽车燃油系统软管及总成、汽车空调系统软管及总成、汽车制动系统软管及总成等六个系列 2000 多种规格的汽车用胶管。经多年努力，公司已发展成为国内规模最大的汽车用橡胶软管生产商之一，其冷却水胶管及总成在国内轿车市场占有率达到 40%以上，燃油胶管市场占有率达到 20%以上。
- 公司主营汽车发动机软管、燃油软管等四大类业务：公司主营汽车软管业务，其中汽车发动机附件系统软管及总成（主要为冷却水胶管）是公司收入和利润的主要来源，收入和毛利占比均在 75%-80%左右。公司第二大业务是汽车燃油软管及总成（主要为燃油胶管），收入和毛利占比分别约 20%左右。此外，公司还经营汽车空调软管及总成等其他业务，但目前收入和利润占比均较小。

图表1：公司分业务收入构成

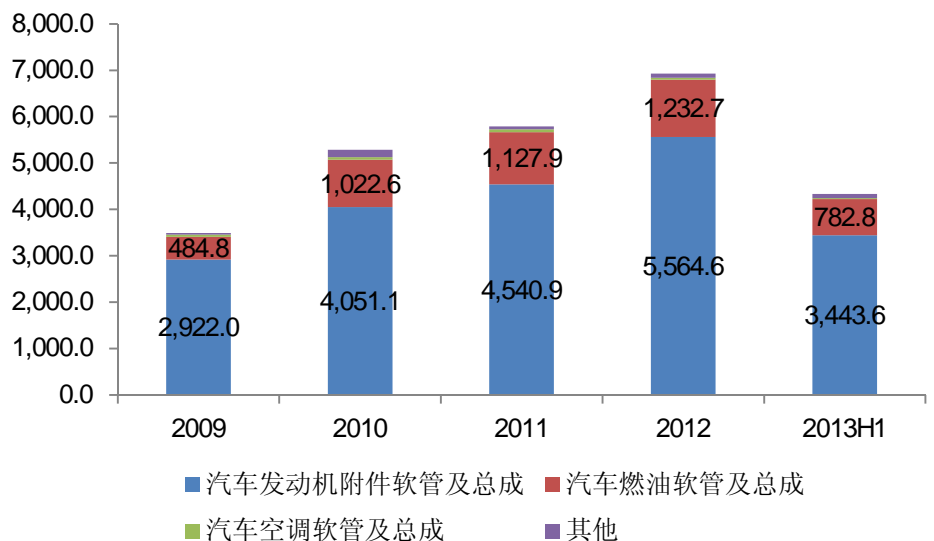


图表2：公司分业务毛利构成



来源：公司招股书、国金证券研究所

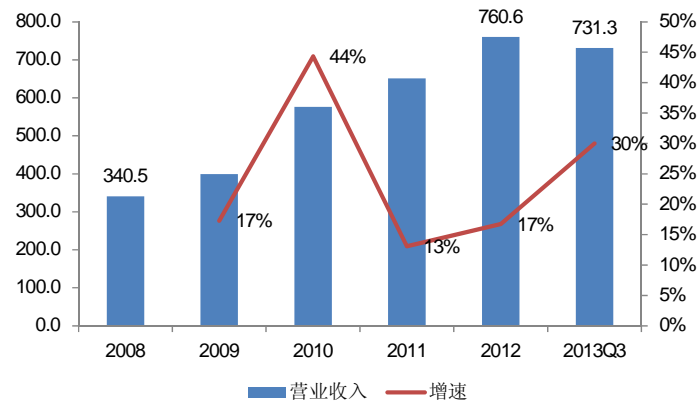
图表3：公司分产品销量情况（万件）



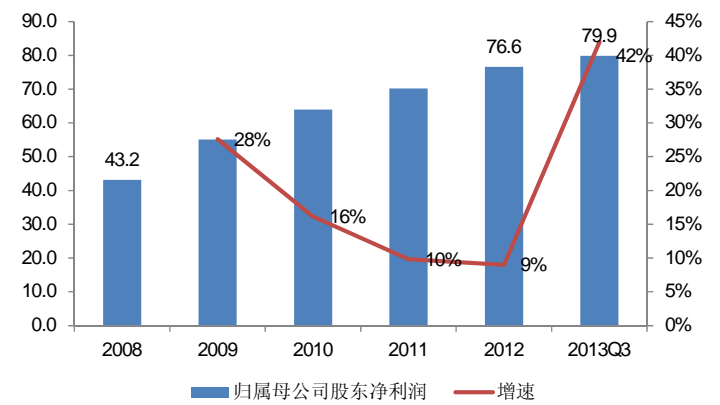
来源：公司招股书、国金证券研究所

- 13年以来公司业绩增长明显加快：**近年，公司收入和利润增长均较快，收入从08年的3.4亿元增长至12年的7.6亿元，复合增长率为22%；净利润则从08年的4300万元增长至12年的约7700万元，复合增长率为15%。2013年前三季度，公司收入和利润增速均明显加快，增速分别为30%和42%。我们分析公司13年业绩高增长的原因主要有二：一是汽车行业，特别是南北大众等德系品牌销量增长较快，加之公司产品为核心客户供货比例提升，公司收入增长加快；二是公司毛利率提升较大（主要是产能利用率提升+原材料成本较低，具体分析见后文）。

图表4：公司近年营收及增速（百万元）



图表5：公司近年净利润及增速（百万元）



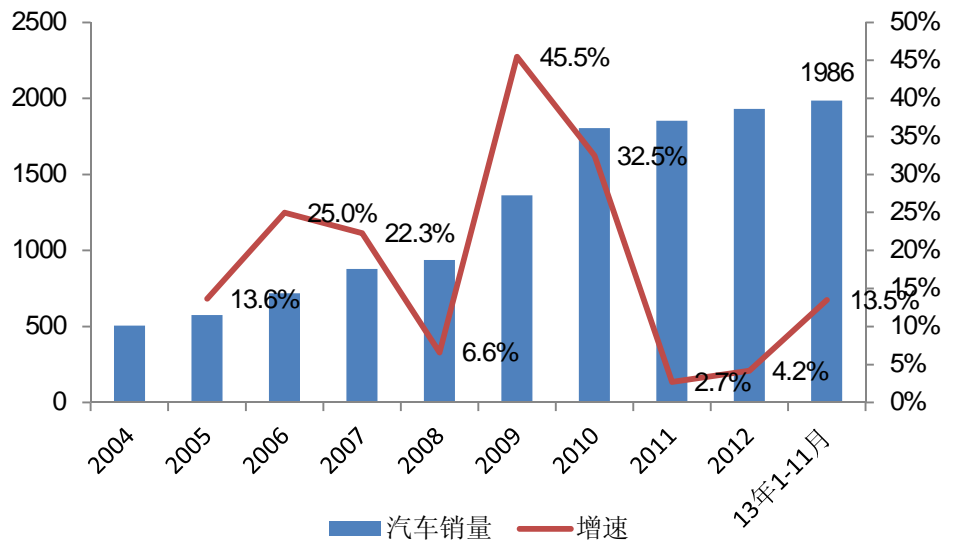
来源：公司招股书、国金证券研究所

汽车胶管：行业总体平稳增长，竞争格局相对较好

行业总体将平稳增长，强势品牌表现将更为突出

- 汽车胶管是指在汽车上用于冷却系统、燃油系统、制冷系统、动力转向系统和制动刹车系统、空调系统等橡胶软管，是构成汽车管路系统的主要部件，用来传输各种液体和气体，包括燃油、润滑油、制冷剂和水等，帮助汽车各子系统实现其功能，从而实现整车的正常运转。汽车胶管是重要的汽车零部件，其质量和性能对提高汽车整车的性能和质量水平起着关键作用。**
- 汽车胶管未来将随汽车行业整体保持平稳增长：**汽车胶管属于零部件配套基础部件，其单车用量相对稳定（据统计，平均每台新车使用各类汽车胶管约20米，对应金额约750元），因而汽车胶管行业未来成长空间取决于下游整车厂的配套数量和维修市场供货数量，其中新车配套量又占据主体。我们认为，未来几年内国内汽车销量仍将以5%-10%左右的增速保持稳健增长，由此汽车胶管也将随汽车行业一同保持平稳增长。

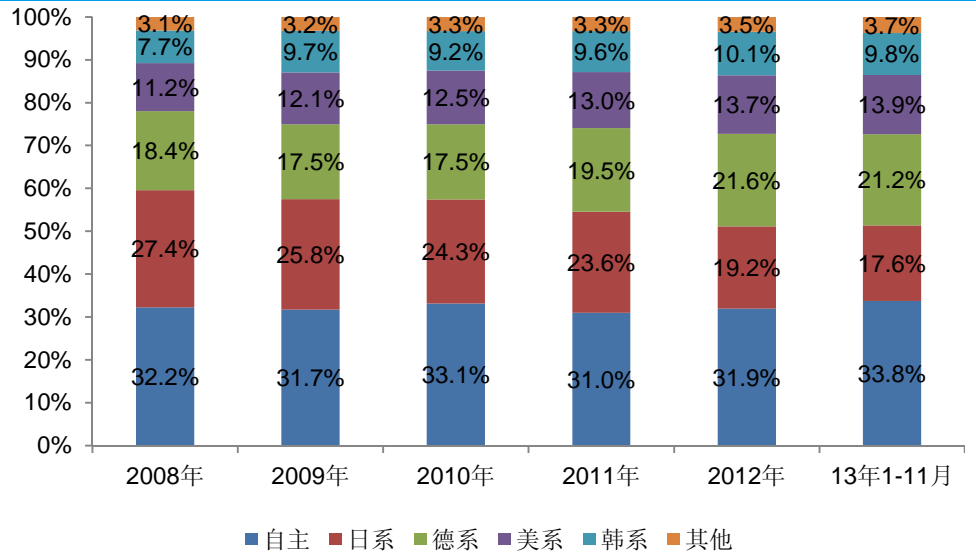
图表6: 近年我国汽车销量及增速 (万辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **德系品牌仍然强势, 有望带动配套供应商增速超行业整体:** 近年, 以南北大众为主的德系品牌表现较为强势, 其销量增速也是快于行业整体, 今年前 11 月德系品牌在狭义乘用车中的份额也已达约 21.6%。我们认为, 虽然未来汽车行业整体可能增长较为平稳, 但德系品牌 (主要为南北大众) 将仍然保持强势, 由此也有望带动相关配套供应商增速超过行业整体。

图表7: 近年我国狭义乘用车分国别市场份额



来源: CAAM、国金证券研究所

行业总体竞争格局较好

- **行业中有竞争力的内资企业不多:** 目前, 我国汽车胶管生产企业主要有 60 多家, 其中有 20 多家为外资或外商独资企业, 这些公司主要为国内合资品牌进行配套, 大约占据国内汽车胶管市场一半的份额。其余 40 多家企业主要为民营中小型企业, 大部分企业规模较小、结构较为单一, 难以进

入合资整车厂或优质自主整车厂供应体系，真正具有一定规模且能进入合资品牌供应链的内资企业仅少数几家。

- **细分市场并不激烈：**虽然我国汽车胶管行业总体较为分散，但部分细分市场集中程度仍相对较高，部分内资企业也能够相应市场获得较高份额。例如，鹏翎胶管冷却水胶管和燃油胶管在国内轿车市场中的份额分别约 40%和 20%，阔丹-凌云在国内汽车空调胶管的市场占有率较高。

图表8：国内主要内资汽车胶管生产企业

公司	业务简介	12年营收
鹏翎股份	国内规模最大的汽车胶管配套企业之一，专业生产冷却水胶管、燃油胶管、空调系统软管等各类车用软管，其冷却水胶管和燃油胶管在国内轿车市场中的市场份额分别约40%和20%	7.6亿元
美晨科技	主要产品为基于高弹性体材料共混、改性、复合、配方而成的减震和胶管制品，是国内商用车市场领先的减震和流体系统解决方案供应商之一	4.4亿元
四川川环	国家火炬计划重点高新技术企业，具有年产汽车、摩托车用各类胶管产能1万吨，其中摩托车配套软管占国内80%的市场份额	3.8亿元
上海尚翔	上海大众在国内的首个汽车胶管供应商之一，目前客户包括大众、通用、日产等，主要配套冷却系统水管、吸回油系统油管等橡胶件	-
宁波丰茂	主要生产汽车用橡胶、汽车传送带、油封和模压制品，客户包括国内主要整车厂商和一级供应商	-
解放军7425工厂	主要从事汽车、火车、摩托车用橡胶部件的生产、研制和开发	-
阔丹-凌云	主要生产和销售汽车空调胶管、燃油管、动力转向管、异型管及总成等，其中汽车空调胶管的市场占有率为国内第一	-

来源：公司招股书、国金证券研究所

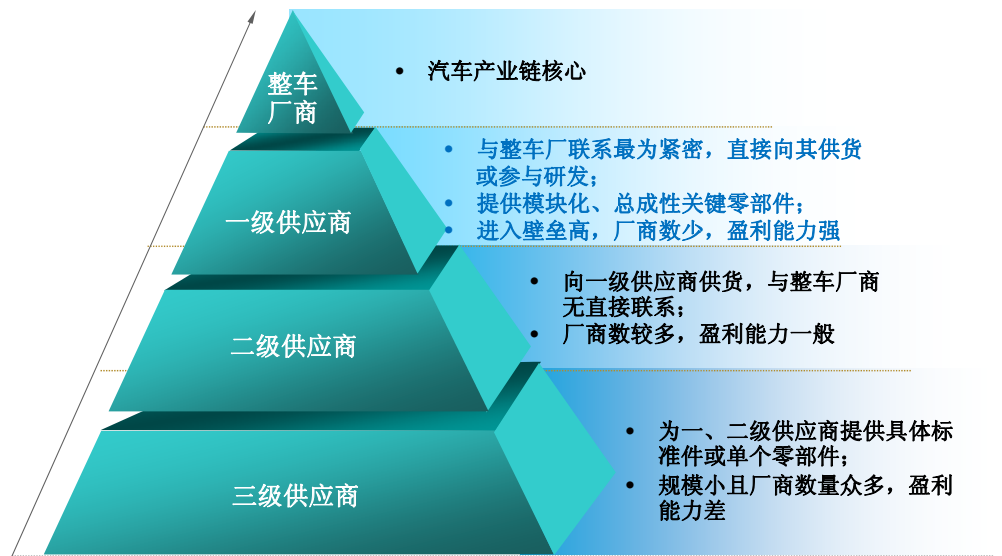
备注：四川川环营收为 11 年数据

公司竞争优势较为突出，业绩有望继续较快增长

公司竞争优势突出，市场份额不断提升

- **公司是汽车胶管一级供应商，盈利能力较为稳定：**公司扎根于汽车胶管行业 20 多年，是国内规模最大的汽车胶管生产商之一。而且，公司也是汽车胶管一级供应商，能够直接为国内整车厂商供货，与整车厂关系较为稳固，具备一定的议价能力，盈利能力也较为稳定。

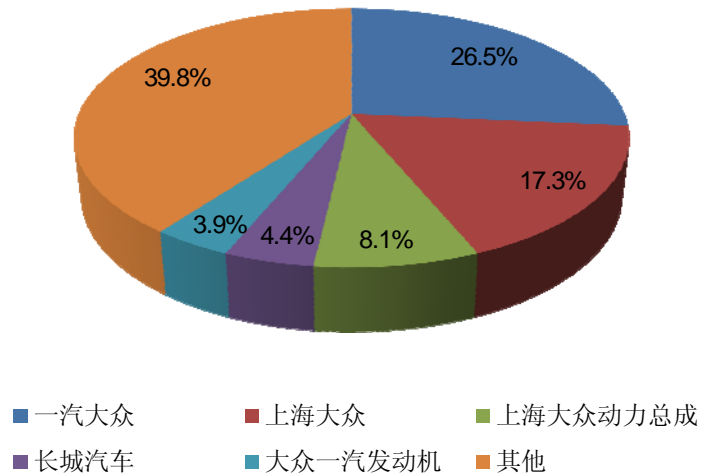
图表9: 汽车零部件呈金字塔式多级供应模式



来源: 互联网、国金证券研究所

- **公司具备较为优越的客户资源优势:** 公司产品性能优越、品种齐全, 产品品质在内资胶管生产商中处于领先水平, 且部分关键性能指标已达到国际先进水平。公司凭借突出的产品品质和较强的配套服务能力, 已与国内 50 多家整车厂建立长期稳定的合作关系, 拥有较为优越的客户资源优势。目前, 公司主要客户包括一汽大众、上海大众、上汽通用五菱、神龙汽车、广汽丰田、长城、比亚迪、江淮等。特别是核心客户南北大众在公司收入中的占比达约 56%, 且配套车型基本覆盖大众系几乎所有主流品牌, 公司产品在南北大众中的供货比例平均在 50% 以上。
 - 13 年上半年, 公司前五大客户为一汽大众、上海大众、上海大众动力总成、长城汽车和大众一汽发动机。其中, 一汽大众和上海大众直接收入占比分别为 26.5% 和 17.3%, 间接收入 (含对应发动机厂商) 占比分别为 30.4% 和 25.4%, 合计占比达约 56%。
 - 公司配套车型基本覆盖大众系所有主流品牌, 包括一汽大众的高尔夫、迈腾、捷达、宝来, 以及上海大众的途观、新帕萨特、桑塔纳等销量表现较为突出的车型。13 年上半年, 公司配套前十大车型全部为大众系品牌, 合计收入占比超过 25%。

图表10: 公司前几大客户收入占比情况 (2013年1-6月)



来源: 国金证券研究所

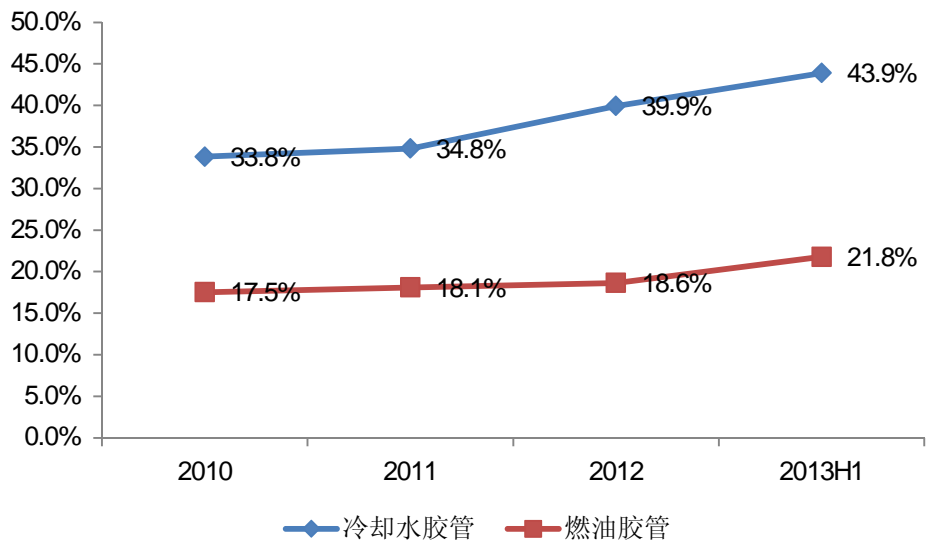
图表11: 公司配套前10大车型收入占比情况

车型	2012	车型	2013H1
高尔夫	6.0%	迈腾	4.5%
迈腾	5.8%	大连发动机EA888	3.5%
捷达	3.6%	途观	2.7%
新帕萨特	3.0%	奥迪C7	2.6%
途观	2.9%	新帕萨特	2.4%
大连发动机EA888	2.8%	捷达	2.3%
宝来	2.8%	速腾	2.0%
上海动力EA111 1.4TSI	2.7%	高尔夫	2.0%
桑塔纳	2.6%	宝来	1.8%
上海动力EA111 MPIPQ34L	2.4%	新Polo	1.6%
合计	34.7%	合计	25.6%

来源: 国金证券研究所

- **公司拥有较为领先的技术实力:** 公司经多年发展, 已积累了较为丰富的生产经验和技術。公司在胶管匹配连接、脉冲疲劳性能、低介质渗透性能等方面均拥有专项技术, 其中汽车冷却水管、燃油胶管分别达到了代表目前国际较高水平的德国大众公司的 TL52361 和 TL52424 标准, 在低渗透空调胶管、高压助力转向器胶管以及多层复合尼龙树脂燃油管方面, 公司也已成功开发出了具备国际水平的胶管。公司在产品技术开发能力及科研水平上建立了较为先进的平台, 已基本具备了与合资品牌竞争的能力。
- **市场份额提升, 凸显公司市场地位不断增强:** 依托公司具备的突出的产品品质和规模优势、较为优越的客户资源以及先进的技术实力, 公司在国内汽车胶管中的市场地位不断增强, 直接体现为公司在国内市场中的份额持续提升。2010年, 公司冷却水胶管和燃油胶管在轿车市场中的份额分别约34%和18%, 至13年上半年, 其份额已分别提升至约44%和22%。

图表12: 公司近年冷却水胶管和燃油胶管在国内轿车市场中的份额情况



来源: 公司招股书、国金证券研究所

依托“南北大众”，公司未来成长性将较为确定

- 公司未来成长性仍主要依赖南北大众: 公司主营收入中, 南北大众一直占据较高份额(合计超过一半), 依托于大众在国内销量的较快增长, 公司整体业绩在过去几年内也实现了较快增长。我们认为, 公司未来成长性仍主要取决于“南北大众”, 此前我们也已论证以“南北大众”为主的德系品牌未来表现仍将较为强势, 由此也必将带动公司销量和收入继续较快增长。
 - 近年, 公司冷却水胶管配套一汽大众的比例高达 70%-75%, 在上海大众中的配套比例也一直稳定在 40%左右。燃油胶管方面, 由于公司进入该领域相对较晚, 大众新车型对产品需要的认证时间较长, 由此公司在大众中的配套比例也相对较低。但 13 年下半年开始公司燃油胶管将为南北大众批量供货, 相应配套比例也将进一步提升。

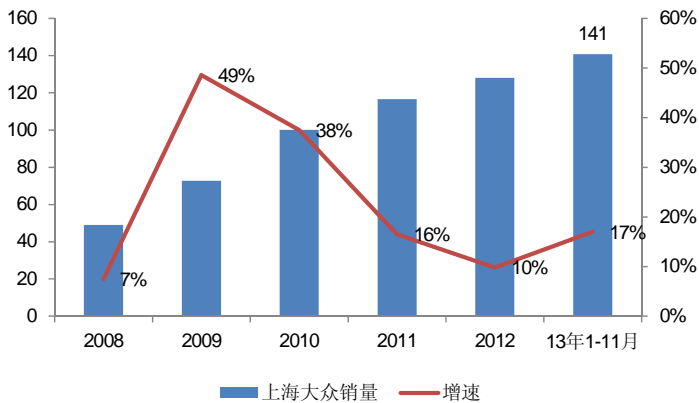
图表13: 公司冷却水胶管及燃油胶管为南北大众配套比例

	2010	2011	2012	2013H1
冷却水胶管				
一汽大众	71.0%	69.4%	77.5%	75.2%
上海大众	39.9%	40.6%	41.0%	34.8%
燃油胶管				
一汽大众	10.9%	5.0%	2.3%	1.8%
上海大众	25.8%	24.4%	14.8%	14.9%

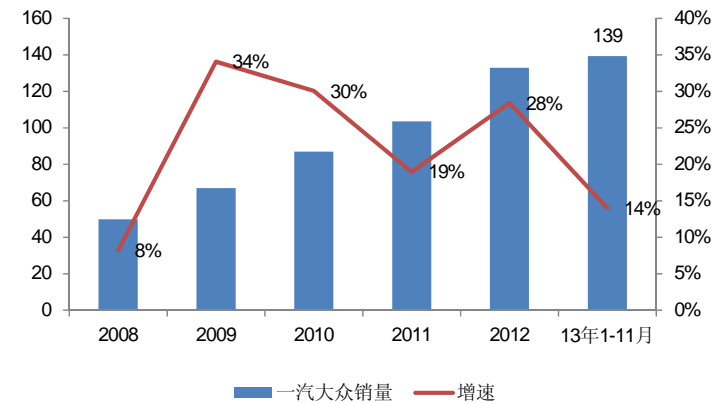
来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 近年, 上海大众和一汽大众销量增速持续较快, 特别是在 11-12 年行业整体增速趋缓的背景下, 上海大众增速也维持在 10%以上, 一汽大众增速更是在 20%以上。13 年以来, 上海大众和一汽大众销量分别增长 17%和 14%, 与乘用车行业 15%的增速基本一致。我们认为, 大众品牌未来在国内乘用车市场中的强势地位将进一步增强, 其增速也有望维持较快。

图表14: 近年上海大众销量及增速 (万辆)



图表15: 近年一汽大众销量及增速 (万辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **不断扩大对优质自主品牌配套比例, 公司增长将更为稳健:** 另一方面, 公司近年还不断扩大对长城、比亚迪等表现较为突出的自主品牌的配套比例, 从而促进其收入增长进一步加快。我们认为, 长城、比亚迪等自主品牌近年的快速成长有目共睹, 未来其增长速度也仍将较快, 有赖于此, 公司未来收入增长将更具保障。
- 2010年, 公司冷却水胶管在五菱、长城、比亚迪等自主品牌中均无配套, 至13年上半年, 公司配套五菱比例已达约33%, 配套长城、比亚迪比例则分别约60%和41%。燃油胶管方面, 10年公司配套华晨金杯比例仅约42%, 至13年该比例已提升至约83%, 在长城中的配套比例也已达约55%。

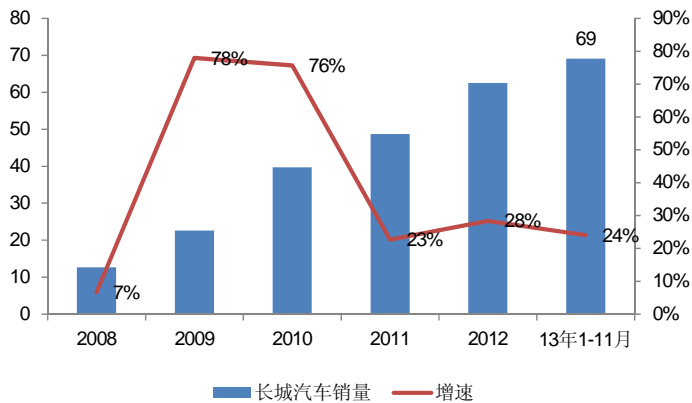
图表16: 公司冷却水胶管及燃油胶管为部分自主品牌配套比例

	2010	2011	2012	2013H1
冷却水胶管				
上汽通用五菱		25.9%	29.0%	32.5%
长城		36.3%	53.0%	59.0%
比亚迪				41.2%
江淮	39.4%	32.2%	71.1%	79.5%
燃油胶管				
长城		36.7%	36.1%	55.2%
华晨金杯	41.6%	37.2%	89.9%	83.1%
江淮	42.0%	41.2%	57.3%	69.3%

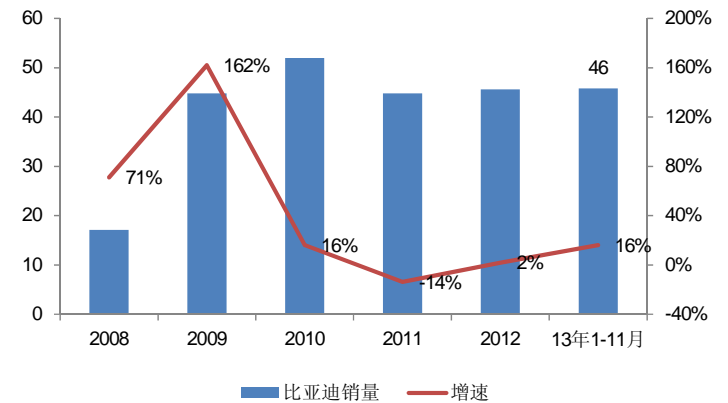
来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 近年来, 长城、比亚迪等自主品牌销量增长明显较快, 其中长城则尤为突出。08-12年, 两公司销量复合增长率分别高达39%和35%。13年以来, 长城销量增长约24%, 增速仍然大幅超过行业增速, 比亚迪增速也在16%左右。我们认为, 未来长城在SUV的带动下仍将快速增长, 比亚迪在传统车型和新能源汽车的共同带动下也有望维持较快增长。

图表17: 近年长城汽车销量及增速 (万辆)



图表18: 近年比亚迪销量及增速 (万辆)

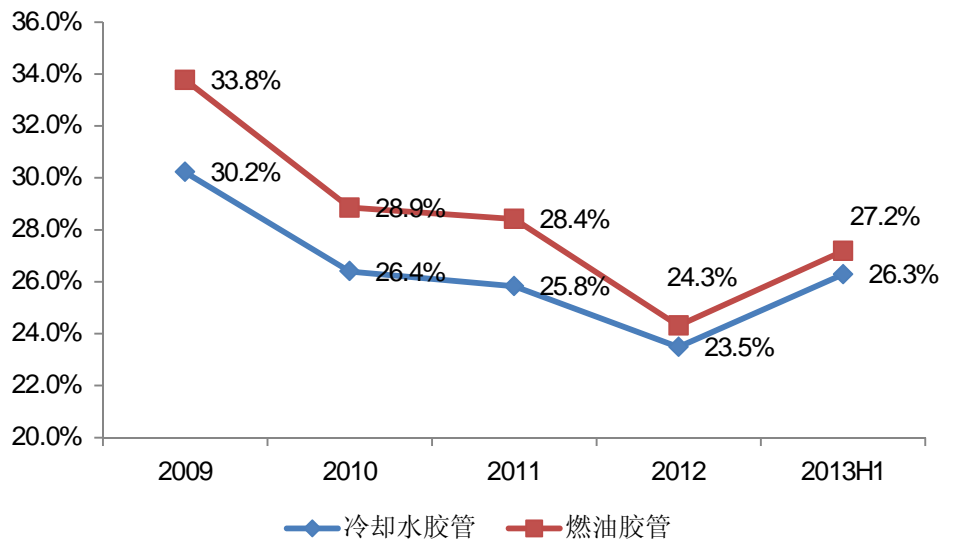


来源: CAAM、国金证券研究所

盈利能力有望维持较好

- 13年以来公司毛利率大幅回升:** 公司主营业务毛利率总体较高,基本维持在 25%-30%左右。但近年来,公司毛利率总体呈下滑趋势,冷却水胶管和燃油胶管毛利率分别从 09 年的 30%左右下降至 12 年的 24%左右,13 年上半年公司毛利率水平又大幅回升。我们分析,公司毛利率波动一方面是受行业需求增速波动、公司产能利用率变化所致,另一方面则是公司主要原材料橡胶价格波动对公司盈利能力造成了一定影响。

图表19: 公司近年分业务毛利率情况



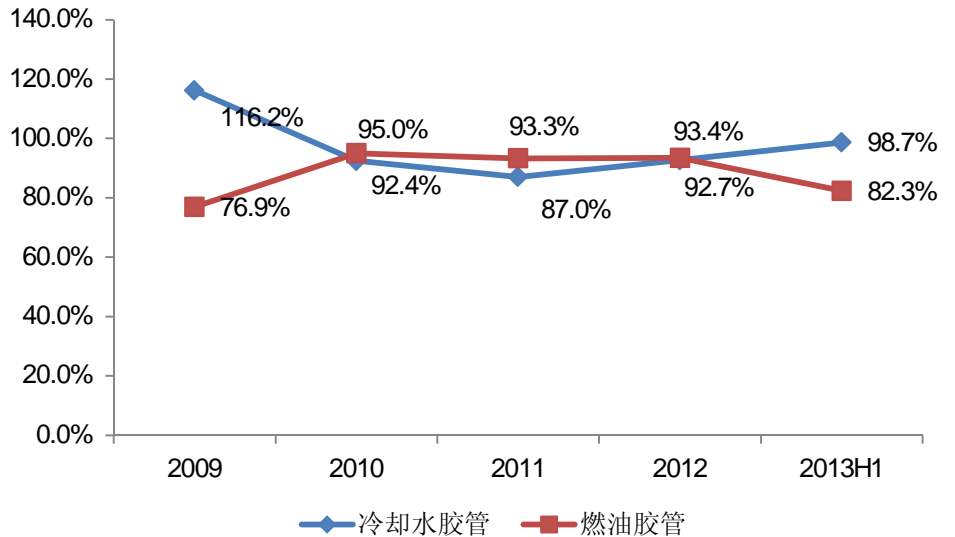
来源: 国金证券研究所

- 未来公司产能利用率有望保持较高水平:** 众所周知,汽车胶管等零配件行业具有较为显著的规模效应,当产能利用率较高时,毛利率也将较高。近年,公司主营业务产能利用率的变化与其毛利率变动趋势基本一致。我们认为,公司冷却水胶管未来产能利用率将持续较好,由此其毛利率也有望维持较高水平;燃油胶管随着公司为大众批量供货,产能利用率和毛利率均有望逐渐提升。
- 09年,公司冷却水胶管产能利用率高达 116.2%,**因此该业务毛利率也较高,约为 33.8%。随后两年内产能利用率有所下降,相应地,其毛利率也有所下滑。13 年上半年,冷却水胶管产能利用率提升至

98.7%，由此也带动了毛利率的回升。另需说明的是，燃油胶管在 12 年虽产能利用率较高，但因核心客户大众更换产品标准、老产品价格下降，导致公司该项业务收入和盈利能力双下降。

- 未来几年内，公司主营业务冷却水胶管和燃油胶管产能增长将较为平稳，但销量增长仍将较快，尤其是燃油胶管随着公司 13 年开始批量为南北大众供货，其增长将更为迅速。由此来看，公司冷却水胶管和燃油胶管产能利用率均将维持较高水平。

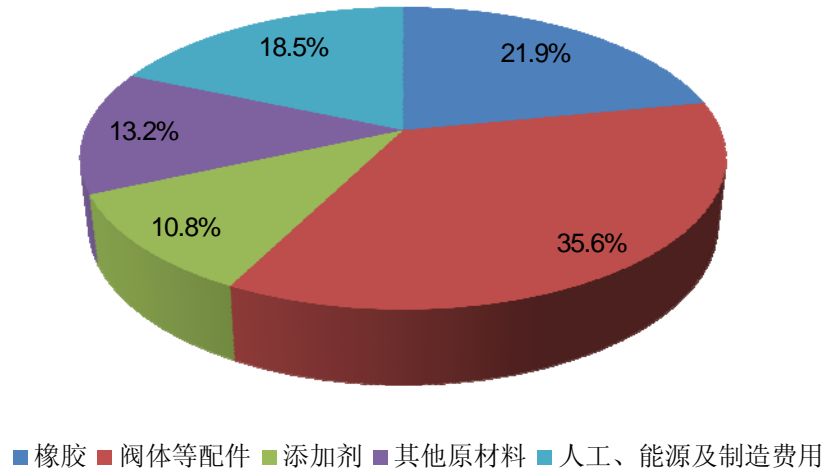
图表20: 公司近年分业务产能利用率情况



来源：国金证券研究所

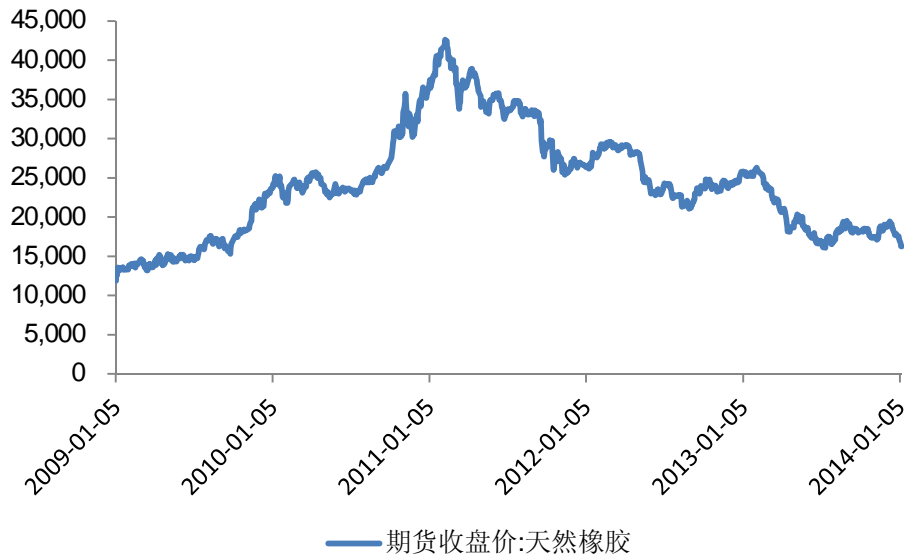
- **橡胶等原材料价格低位徘徊，也有望支撑盈利能力维持较好：**公司产品构成中，原材料成本占比较大，约占 80%。其中，橡胶占公司产品总成本的约 22%，阀体等配件成本占比约为 36%，炭黑等添加剂成本约 11%，其他原材料成本则为 13%左右。橡胶在公司产品成本中的占比较大，且橡胶属于大宗商品，其价格波动受全球供需关系影响波动较大，公司对橡胶成本的控制能力也相对较弱，由此橡胶价格对公司盈利能力也有一定影响。
 - 09-11 年，天然橡胶期货价格大幅走高，平均价格分别上涨 62%和 28%，由此推动公司原材料成本不断上升，对公司毛利率也造成了一定压力。12 年以后，天然橡胶价格不断回落，对公司之后的毛利率改善也起到了一定的支撑作用。
 - 短期来看，天胶价格在底部徘徊的局面不会有明显改变，由此也有望支撑公司盈利能力维持较高水平。

图表21: 公司主营业务成本构成



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表22: 近年上海期交所橡胶期货价格走势 (元/吨)



来源: Wind、国金证券研究所

- 基于以上分析,我们认为,公司主营业务中无论冷却水胶管或燃油胶管产能增长均较为平稳,而销量增长则仍将较快,产能利用率将维持较好,加之主要原材料橡胶价格仍将低位徘徊、公司成本压力较小,综合来看,公司整体盈利能力有望保持平稳。

募投项目分析

- 公司本次拟发行不超过 2570 万股 (其中新股不超过 1810 万股), 所募资金投资公司新型低渗透汽车空调胶管及总成、助力转向器及冷却水胶管、汽车流体管路系统研发中心项目, 总计 2.18 亿元, 主要为扩大汽车空调胶管等产能。预计主要募投项目全部达产时间为 2016 年, 完全投产后将为

公司新增净利润约 7113 万元。而且，根据公司招股书披露信息，公司未来汽车空调胶管、助力转向器项目预计配套车型将不断增加，需求也将较为旺盛，由此也有望充分消化公司未来新增产能。

图表23：公司募投项目基本情况

项目名称	投资额	先期已投入	新增产能	预计全部达产时间	预计新增净利润
新型低渗透汽车空调胶管及总成项目	5779万元	2690万元	200万套	2016	2265万元
助力转向器及冷却水胶管项目	1.29亿元	7312万元	200万套，1000万米	2016	4848万元
汽车流体管路系统研发中心项目	3140万元	620万元	-	-	-
合计	2.18亿元	1.06亿元			7113万元

来源：公司招股书、国金证券研究所

- **新型低渗透汽车空调胶管及总成项目：**公司拟投产的低渗透空调胶管是以新型制冷剂 R-134a 为传输介质的具有低渗透特性的新型空调胶管。公司生产的低渗透空调胶管已经过了严格测试，其达到的性能指标超过了美国国家汽车空调胶管标准。公司目前已购置一条生产线，实现小批量试生产。
 - 公司目前汽车空调胶管批量供货的客户包括天津三电、东风派恩和保定麦克斯等，主要配套车型为长城、吉利、夏利、海马、佳宝等自主品牌。
 - 沈阳华晨目前已处于认证阶段，预计 14 年下半年至 15 年有望实现批量供货。大众公司目前正在测试，预计整个认证期可能需要 3-5 年时间，短期内可能还无法实现批量生产。
- **助力转向器及冷却水胶管项目：**该募集资金投资项目的实施，将使公司具备 200 万套的助力转向器年产能，填补公司该项产品空白。公司目前拥有较为优质的客户资源，且与主要客户均建立了长期稳定的合作关系，使公司进入助力转向器胶管领域具备一定基础。目前已购置 1 条助力转向器胶管生产线，实现小批量生产。2013 年 1-6 月，公司高压助力转向器胶管已实现销售收入约 616 万元。
 - 目前，公司助力转向器胶管已通过认证程序并已批量供货的车型有南京依维柯皮卡、长城炫丽和 P53、一汽吉林的森雅等。
 - 公司目前正在开发的客户为吉利汽车，且覆盖其大部分车型，预计 14 年有望实现批量供货。
- **汽车流体管路系统研发中心项目：**研发中心的建成将提高公司现有的研发、检测及中试技术水平，在公司建立起一套完整、系统、有效的评估和检测体系，进一步增强研发实力，有利于公司与国内外主机厂在实验对接、比对、结果共享等方面进行深层次合作，缩短产品和技术研发周期，进一步加快市场反应速度，为公司市场开拓和客户维护提供更好的技术支持，从而进一步巩固公司的市场竞争优势地位。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测 13-15 年公司分别实现营业收入 9.10、10.54、12.10 亿元；实现归属母公司净利润 0.98、1.19 和 1.41 亿元，同比分别增长 27.9%、22.3%和 18.1%，对应 13-15 年摊薄后 EPS 为 1.11、1.36 和 1.61 元。（假设上市后新增 1090 万股，详细计算方法见关键假设）。
- 关键假设如下：
 - 公司传统优势业务汽车发动机附件系统软管，将随南北大众以及对长城、比亚迪等优质自主品牌的配套比例提升而实现较快增长，预计 13-15 年收入增速分别为 18%、15%和 14%。

- 燃油系统软管受益于为大众批量供货增速也将较快，预计 13-15 年增速分别为 24%、18%、17%。
- 汽车空调系统软管随着为华晨汽车批量供货，预计 14-15 年收入增速将较快，分别为 18%、15%；助力转向器等其他收入增速则将较为迅速，预计 13 年增长超过 100%，14-15 年增速也在 25% 以上。
- 预计公司各业务毛利率均基本保持平稳，由此公司综合毛利率也总体平稳，预计 13-15 年分别为 26.15%、26.07%、26.03%。
- 公司 IPO 将募集资金约 2.18 亿元，按照此次新股发行不得超募资金的要求，假设公司最终发行价格约为 20 元，则公司实际发行新股数可能约 1090 万股。按此计算，13 年总股数约为 8789 万股。

估值与投资建议

- 我们选取了以下公司作为可比公司标的：一是从事非轮胎橡胶制品生产，且具有优质客户、进入外资企业供应链的中鼎股份和双箭股份；二是同样为大众进行配套的京威股份。
- 参考可比公司平均估值水平约为 13 年 16.3 倍，14 年 13.6 倍 PE。另外，当前汽车及零部件行业估值中枢约为 15 倍。考虑公司依托于优质客户，如南北大众、长城、比亚迪等，公司未来业绩增长仍将较快，应能享受一定估值溢价。综合考虑，给予公司 14 年 15-18 倍 PE，对应合理价格为 20-24 元，建议可积极申购。

图表24：可比公司估值（2014 年 1 月 13 日）

	收盘价	EPS			PE		
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
000887.SZ 中鼎股份	7.52	0.43	0.44	0.56	17.49	17.09	13.43
002381.SZ 双箭股份	11.63	0.44	0.59	0.68	26.43	19.71	17.10
002662.SZ 京威股份	6.98	0.62	0.58	0.68	11.26	12.03	10.26
均值					18.39	16.28	13.60

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

行业销量增速超预期下滑

- 当前乘用车行业销量增速较快，我们预计未来也仍将维持 5%-10% 左右的增速，但如果国内宏观经济走弱，或大城市限牌风波持续加大，乘用车行业销量增速可能将下滑。由此，公司产品销量增速也可能超预期下滑。

原材料价格大幅上涨

- 虽然当前天然橡胶等原材料价格处于低位，但如果未来橡胶价格大幅上涨，对公司毛利率影响将较为显著，对公司业绩的影响也不容忽视。

募投项目风险

- 公司募投项目中，低渗透空调胶管和高压助力转向器胶管均属公司的新产品，虽然公司目前国内客户覆盖面较广，产品市场占有率较高，具有良好的客户基础，但是主要客户仍需对新产品进行严格的性能测试，公司新增产能是否能够得到市场消化存在一定风险。

图表25: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汽车发动机附件系统软管及总成						
销售收入(百万元)	428.80	499.82	613.51	723.94	832.53	949.09
增长率(YOY)	46.86%	16.56%	22.75%	18.00%	15.00%	14.00%
毛利率	26.30%	25.82%	23.48%	26.28%	26.22%	26.20%
销售成本(百万元)	316.03	370.76	469.46	533.69	614.24	700.43
增长率(YOY)	55.11%	17.32%	26.62%	13.68%	15.09%	14.03%
毛利(百万元)	112.78	129.07	144.05	190.25	218.29	248.66
增长率(YOY)	27.83%	14.45%	11.61%	32.07%	14.74%	13.91%
汽车燃油系统软管及总成						
销售收入(百万元)	134.27	134.38	132.20	163.93	193.43	226.32
增长率(YOY)	37.12%	0.08%	-1.62%	24.00%	18.00%	17.00%
毛利率	28.80%	28.42%	24.31%	27.18%	27.15%	27.10%
销售成本(百万元)	95.60	96.19	100.06	119.37	140.92	164.98
增长率(YOY)	47.41%	0.62%	4.02%	19.30%	18.05%	17.08%
毛利(百万元)	38.67	38.19	32.14	44.56	52.52	61.33
增长率(YOY)	16.93%	-1.25%	-15.84%	38.63%	17.87%	16.78%
汽车空调系统软管及总成						
销售收入(百万元)	9.51	11.65	7.24	5.43	6.40	7.37
增长率(YOY)	42.01%	22.40%	-37.86%	-25.00%	18.00%	15.00%
毛利率	10.30%	10.21%	7.06%	7.00%	6.95%	6.90%
销售成本(百万元)	8.53	10.46	6.73	5.05	5.96	6.86
增长率(YOY)	41.53%	22.52%	-35.68%	-24.95%	18.06%	15.06%
毛利(百万元)	0.98	1.19	0.51	0.38	0.45	0.51
增长率(YOY)	46.27%	21.33%	-57.03%	-25.64%	17.16%	14.17%
其他						
销售收入(百万元)	3.60	5.57	7.61	16.74	21.76	27.21
增长率(YOY)	33.60%	54.90%	36.59%	120.00%	30.00%	25.00%
毛利率	16.67%	16.00%	12.86%	16.50%	16.50%	16.48%
销售成本(百万元)	3.00	4.68	6.63	13.98	18.17	22.72
增长率(YOY)	30.97%	56.15%	41.69%	110.81%	30.00%	25.03%
毛利(百万元)	0.60	0.89	0.98	2.76	3.59	4.48
增长率(YOY)	48.47%	48.67%	9.78%	182.27%	30.00%	24.85%
销售总收入(百万元)	576.19	651.42	760.56	910.04	1054.14	1209.98
销售总成本(百万元)	423.16	482.09	582.88	672.09	779.29	894.99
毛利(百万元)	153.03	169.33	177.68	237.95	274.84	314.98
平均毛利率	26.56%	25.99%	23.36%	26.15%	26.07%	26.03%

来源: 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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	576	651	761	910	1,054	1,210
增长率		13.1%	16.7%	19.7%	15.8%	14.8%
主营业务成本	-423	-482	-583	-672	-779	-895
%销售收入	73.4%	73.9%	76.6%	73.9%	73.9%	74.0%
毛利	153	170	178	238	275	315
%销售收入	26.6%	26.1%	23.4%	26.1%	26.1%	26.0%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-5	-6
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-28	-23	-27	-34	-38	-42
%销售收入	4.9%	3.6%	3.5%	3.7%	3.6%	3.5%
管理费用	-46	-60	-62	-87	-95	-104
%销售收入	7.9%	9.2%	8.1%	9.5%	9.0%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	76	84	86	113	137	163
%销售收入	13.3%	12.8%	11.3%	12.4%	13.0%	13.4%
财务费用	-4	-3	-1	1	3	4
%销售收入	0.7%	0.5%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	72	80	85	115	140	166
营业利润率	12.5%	12.3%	11.1%	12.6%	13.3%	13.7%
营业外收支	2	2	6	2	2	2
税前利润	75	82	90	117	142	168
利润率	12.9%	12.6%	11.9%	12.8%	13.5%	13.9%
所得税	-11	-12	-14	-19	-23	-27
所得税率	14.2%	14.4%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	64	70	77	98	119	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	64	70	77	98	119	141
净利率	11.1%	10.8%	10.1%	10.8%	11.3%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	64	70	77	98	119	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	22	26	27	31	34
非经营收益	2	3	1	-1	-2	-2
营运资金变动	-18	-61	-70	-17	-39	-40
经营活动现金净流	67	34	34	107	109	134
资本开支	-59	-38	-17	-44	-39	-40
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-59	-38	-17	-45	-39	-40
股权募资	0	62	0	214	-67	0
债权募资	17	-42	0	-36	1	1
其他	0	-5	0	-1	0	0
筹资活动现金净流	17	15	0	177	-67	1
现金净流量	25	12	17	240	4	94

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	56	68	85	325	328	423
应收款项	101	111	141	158	183	210
存货	102	152	193	184	214	245
其他流动资产	38	23	30	58	68	78
流动资产	297	355	449	725	793	956
%总资产	59.5%	59.4%	65.7%	74.1%	75.1%	77.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	174	214	207	215	216	215
%总资产	34.9%	35.8%	30.3%	21.9%	20.5%	17.5%
无形资产	26	26	26	35	45	54
非流动资产	202	242	234	253	263	271
%总资产	40.5%	40.6%	34.3%	25.9%	24.9%	22.1%
资产总计	498	598	683	978	1,056	1,227
短期借款	62	20	20	0	0	0
应付款项	113	123	135	152	176	202
其他流动负债	10	11	12	14	16	18
流动负债	185	155	167	166	192	220
长期贷款	0	0	0	1	2	3
其他长期负债	16	21	17	0	0	0
负债	201	175	184	167	194	223
普通股股东权益	297	422	499	811	862	1,004
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	498	598	683	978	1,056	1,227

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.923	0.912	0.994	1.114	1.356	1.607
每股净资产	4.291	5.484	6.479	9.222	9.811	11.418
每股经营现金净流	0.971	0.448	0.444	1.220	1.242	1.520
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.51%	16.63%	15.35%	12.08%	13.82%	14.07%
总资产收益率	12.83%	11.75%	11.21%	10.01%	11.29%	11.51%
投入资本收益率	18.26%	16.18%	13.98%	11.72%	13.29%	13.56%
增长率						
主营业务收入增长率	44.30%	13.07%	16.75%	19.65%	15.83%	14.78%
EBIT增长率	17.07%	9.30%	2.42%	32.21%	20.82%	18.85%
净利润增长率	16.15%	9.83%	8.99%	27.89%	21.76%	18.46%
总资产增长率	22.87%	19.93%	14.27%	43.19%	7.99%	16.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.2	33.6	31.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	84.7	96.4	108.1	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	78.4	72.4	64.7	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	105.0	115.0	98.5	83.8	72.3	61.9
偿债能力						
净负债/股东权益	1.88%	-11.37%	-13.09%	-39.95%	-37.86%	-41.84%
EBIT利息保障倍数	19.2	26.7	168.3	-82.9	-43.2	-45.4
资产负债率	40.34%	29.35%	26.97%	17.12%	18.35%	18.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

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:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD