



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 我国发动机进排气门龙头企业

——登云股份（002715）

2013 年 01 月 13 日

建议申购

登云股份

新股定价

## 摘要:

- **公司是我国发动机进排气门龙头企业。**公司主要从事汽车发动机进排气门的研发、生产与销售，是中国汽车发动机气门生产的龙头企业之一，主要分为汽油机气门和柴油机气门两大类，分别占公司主营收入的七成和三成。公司发行前总股本为 6,900 万股，本次拟公开发行 2,300 万股，占发行后总股本的 25.00%。发行后实际控制人张弢等 9 名一致行动人的持股比例将由发行前的 46.43% 变为 36.03%，仍为公司的实际控制人。
- **公司技术创新能力强和工艺水平领先。**公司在国内率先开发了一系列气门新材料的应用工艺，根据新型材料的加工特点，开发了一系列的制造工艺，提高了产品品质。公司成功开发了超硬合金堆焊及感应加热去应力技术、气门杆端面帽形淬火技术、自动优化工艺参数的气门电锻技术、恒流电镀技术、等距电极电镀技术、超低剩磁气门自动退磁技术、成型磨削技术、银光抛丸技术、螺旋抛光技术、镜面螺旋抛光技术、三合一车削新工艺、气门液体软氮化新工艺等全新的技术和工艺。
- **公司客户关系稳定、市场结构均衡。**多缸柴油发动机国内最大的三大企业玉柴、一汽、潍柴均已公司的战略级重要客户，目前公司在国内发动机气门市场排名第三，并且有望随着募投项目产能的释放进一步提升排名。公司在国内市场和国际市场、在主机配套市场和售后服务以及在柴油机市场和汽油机市场都保持了均衡发展。近年来出口收入占比保持在 40% 左右，主机配套的收入占比保持在 50-60%，柴油机的收入占比保持在 60-70%，业务结构保持均衡稳定发展。
- **募集资金项目缓解产能瓶颈。**公司募集资金主要用于主营产品的产能扩张，由于现有产能的产能利用率多已超过 100%，募投项目将有效缓解公司的产能瓶颈。
- **盈利预测与估值。**预计 2013-2015 年归属母公司所有者净利润分别为 4,009、4,812、5,091 万元，按发行后总股本摊薄的每股收益分别为 0.43、0.44、0.52 元。综合绝对估值和相对估值结果，我们认为公司发行上市后的合理股价在 8.80-11.00 元之间。

## 财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	316.97	305.71	303.16	320.23	338.34
增长率（%）	16.4%	-3.55%	-0.84%	5.63%	5.66%
净利润（百万元）	43.44	39.46	40.09	48.12	50.91
增长率（%）	27.49%	-9.17%	1.61%	20.03%	5.80%
每股收益（元，摊薄）	0.47	0.43	0.44	0.52	0.55
净资产收益率（%）	20.44%	16.14%	14.54%	15.85%	14.90%

张洪磊

010-66554014

zhanghl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512100001

询价区间

8.80-11.00

上市首日定价区间

8.80-11.00

## 发行上市资料

总股本（万股）	6,900
发行量（万股）	2,300
发行日期	2014-02-11
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	新时代证券有限责任
预计上市日期	2014-02-15

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	3.32
净资产收益率（%）	20.44
资产负债率（%）	53.47

## 主要股东和持股比例

张弢等 9 名一致行动人	46.43%
其他 47 位自然人	21.61%
国投高科	13.04%

## 目 录

1. 公司是我国发动机进排气门龙头企业 .....	4
1.1 公司股权结构：持股相对分散 .....	4
1.2 公司业务构成：汽车发动机进排气门 .....	5
1.3 公司募集资金使用：新增 2,000 万支气门产能 .....	5
2. 我国逐步成为汽车零部件的重要产研基地 .....	6
2.1 我国汽车销量规模快速增长 .....	6
2.2 我国汽车零部件行业集中度将逐步提高 .....	7
2.3 世界汽车工业步入全球采购阶段 .....	8
3. 技术工艺优势+市场均衡稳定确保公司的领先地位 .....	8
3.1 技术创新和工艺水平领先 .....	8
3.2 公司客户关系稳定、市场结构均衡 .....	10
4. 盈利预测 .....	12
5. 估值定价 .....	12
5.1 绝对估值 .....	12
5.2 相对估值 .....	13
6. 风险提示 .....	13

## 表格目录

表 1：发行后公司股权结构 .....	4
表 2：公司募投项目概况 .....	5
表 3：公司产能利用率情况 .....	6
表 4：公司取得的技术专利情况 .....	9
表 5：2009-2011 年公司研发费用投入 .....	10
表 6：2009-2011 年公司 OEM 和 AM 市场结构 .....	11
表 7：2009-2011 年公司分产品市场结构 .....	11
表 8：公司主要竞争对手概览 .....	11
表 8：公司盈利预测概览 .....	12
表 9：公司估值敏感性分析 .....	12
表 10：可比上市公司市盈率 .....	13

## 插图目录

图 1：发行前公司股权结构及对外投资结构图 .....	4
图 3：2009-2011 年主营业务收入按应用类别分类 .....	5

图 4: 2009-2011 年按销售客户类型分类.....	5
图 4: 2005-2012 年世界汽车销量及增速 .....	6
图 5: 2005-2012 年中国汽车销量及增速 .....	6
图 5: 2000-2012 年我国千人汽车保有量 .....	7
图 6: 2001-2010 年我国汽车零部件制造业销售收入及增速 .....	7
图 7: 我国汽车零部件企业构成情况.....	7

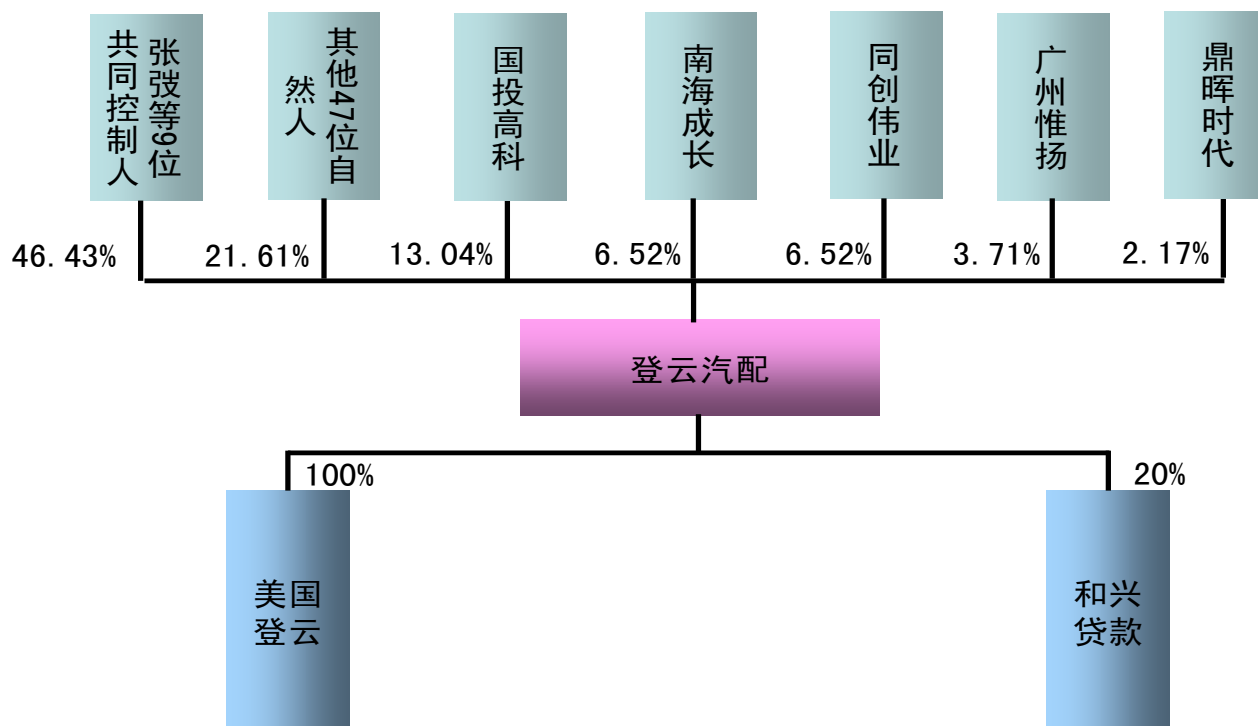
## 1. 公司是我国发动机进排气门龙头企业

### 1.1 公司股权结构：持股相对分散

公司前身是 1989 年 11 月成立的怀集县汽车配件厂，2008 年 6 月由前身整体变更设立公司。

公司发行前总股本为 6,900 万股，本次拟公开发行人 2,300 万股，占发行后总股本的 25.00%。本次发行后，共同控制人张弢、欧洪先、李盘生、李区、罗天友、黄树生、陈潮汉、邓剑雄、莫桥彩九名一致行动人的持股比例将由发行前的 46.43% 变为 36.03%，仍为公司的实际控制人。

图 1：发行前公司股权结构及对外投资结构图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 1：发行后公司股权结构

序号	股东名称	股数（万股）	占比（%）
1	张弢等 9 名一致行动人	3,315.11	36.03
2	其他 47 位自然人	1378.57	14.98
3	国投高科	670	7.28
4	南海成长	450	4.89
5	同创伟业	450	4.89
6	广州惟扬	256.32	2.79

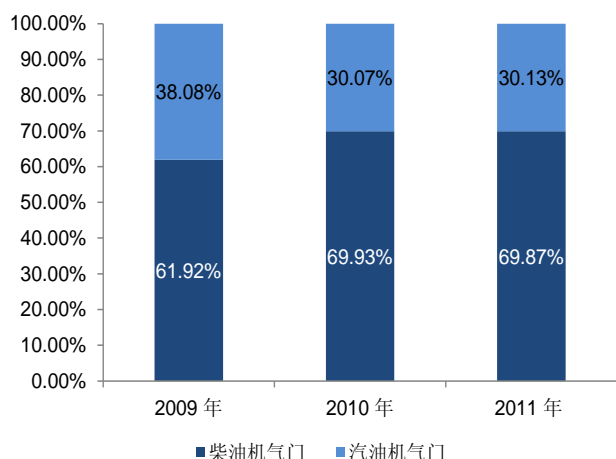
7	全国社会保障基金理事会	230	2.50
8	鼎晖时代	150	1.63
9	发行社会公众股	2,300	25
10	总股本	9,200.00	100

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 1.2 公司业务构成：汽车发动机进排气门

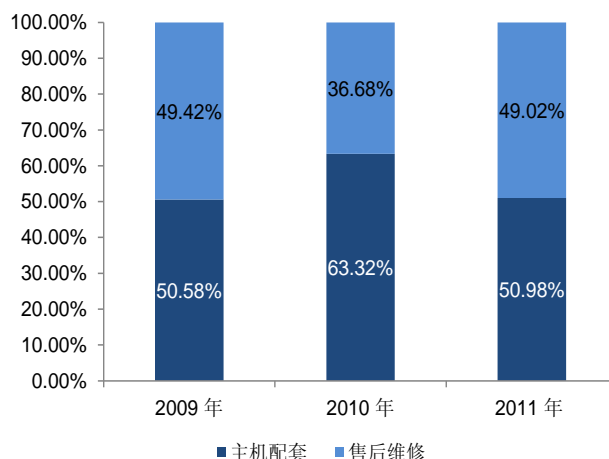
公司主要从事汽车发动机进排气门的研发、生产与销售，是中国汽车发动机气门生产的龙头企业之一，主要分为汽油机气门和柴油机气门两大类。公司生产的气门产品覆盖重型车、轻卡、大型客车、微车、轿车、混合动力汽车等各种车辆，也有少量用于发电机组、船机、工程机械等，型号总计达一万多种。

图 2：2009-2011 年主营业务收入按应用类别分类



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图 3：2009-2011 年按销售客户类型分类



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

公司经营状况良好，营业收入和净利润均保持快速增长。2009-2011 年公司营业收入的复合增长率为 29.77%，净利润的复合增长率为 36.27%。2011 年营业收入、归属母公司所有者净利润分别为 3.17 亿元、0.43 亿元，分别同比增长 16.45%和 27.49%。

## 1.3 公司募集资金使用：新增 2,000 万支气门产能

公司此次募集资金主要投向 2 个项目：年产汽车发动机气门 2,000 万支技术改造项目；省级技术中心创新能力建设技术改造项目。

表 2：公司募投项目概况

项目名称	投资总额	建设周期	内部收益率	投资回收期
年产发动机气门 2,000 万支技改项目	21,038 万元	54 个月	31.43%	5.9 年
省级技术中心技术改造项目	8,600 万元	24 个月	-	-

资料来源：东兴证券

公司 2010 年、2011 年产能利用率均超过了 100%，公司的发展越来越受到产能的限制。

公司募集资金投资的年产汽车发动机气门 2,000 万支技术改造项目可有效提高公司产能、装备水平及配套能力，消除产能掣肘，省级技术中心创新能力建设技术改造项目可有效提高公司技术水平及与主机厂商同步开发的能力。

表 3：公司产能利用率情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
产量（万支）	1,906	2,647	2,846
产能（日均产能折算，万支）	2,054	2,497	2,645
产能利用率	92.79%	106.01%	107.60%

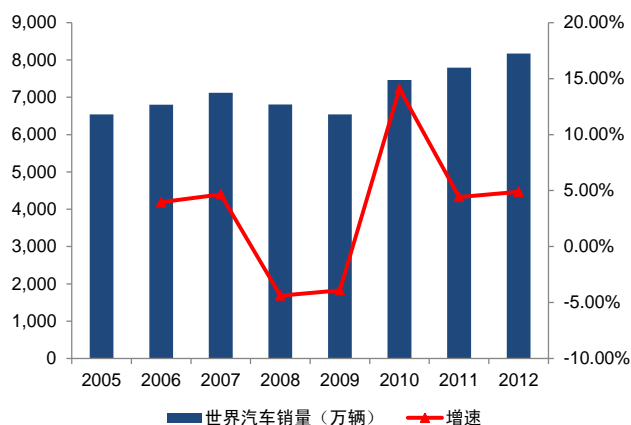
资料来源：东兴证券

## 2. 我国逐步成为汽车零部件的重要产研基地

### 2.1 我国汽车销量规模快速增长

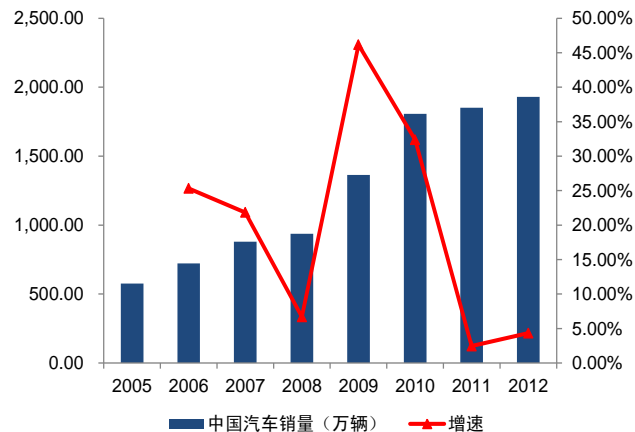
从全球来看，汽车工业已经是国民经济中规模最大和最重要的产业之一，在各国的 GDP 尤其是制造业中占有越来越大的比重，目前日本汽车工业增加值占到国内生产总值的比例为 5% 左右，汽车工业增加值占制造业增加值的 15% 左右，德国汽车工业增加值占国内生产总值的 3% 左右，汽车工业增加值占制造业增加值的 14% 左右，而中国汽车产业增加值占国内生产总值的比重不到 2%，占制造业增加值的比重为 4% 左右。汽车工业在引导工业结构升级、带动相关产业发展、促进就业等方面具有很强的推动作用。我国汽车销量在 2008 年之后的年均复合增长达到了 15% 以上，由于总体汽车保有量较低，我国汽车销量规模仍将持续增长。

图 4：2005-2012 年世界汽车销量及增速



资料来源：OICA，东兴证券整理

图 5：2005-2012 年中国汽车销量及增速



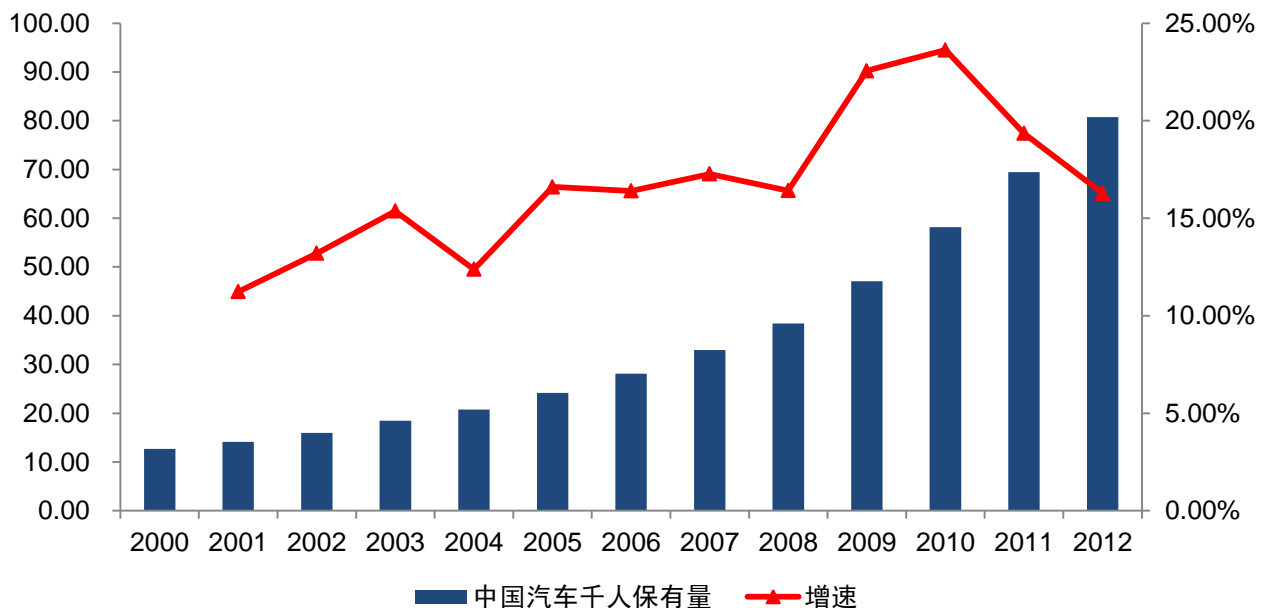
资料来源：CAAM，东兴证券整理

长期来看，汽车销量的稳健增长依然是大概率事件。2010 年我国汽车保有量仅为 58 辆/千人，远低于全球 183 辆/千人的平均水平；我国的单位公路拥有量为 20 辆/千米，而美国、日本和韩国分别为 38、66 和 163 辆/千米。如果按照国土面积来看，中国每平方公里的汽车保有量是 7 辆，而美国的这一指标是 27 辆，欧洲和日本的这一数据则更高。因此从这个比较来看，和对比国家中相对保守的指标比较，中国汽车

保有量也有 3 倍左右扩张空间。

相对于整车配套市场而言，售后市场的市场刚性需求较强。根据汽车零部件行业的经验，汽车售后费用主要发生在新车使用三年以后。我国从 2006 年开始进入新车销售的高速增长期，全国汽车保有量由 2007 年 3 月份的 5,280 万辆迅速增长至 2010 年的 9,000 万辆以上。以此推算，汽车售后的市场容量将从 2010 年开始大幅提升，巨大的保有量已经为零部件行业的发展铺好了温床。

图 6：2000-2012 年我国千人汽车保有量



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

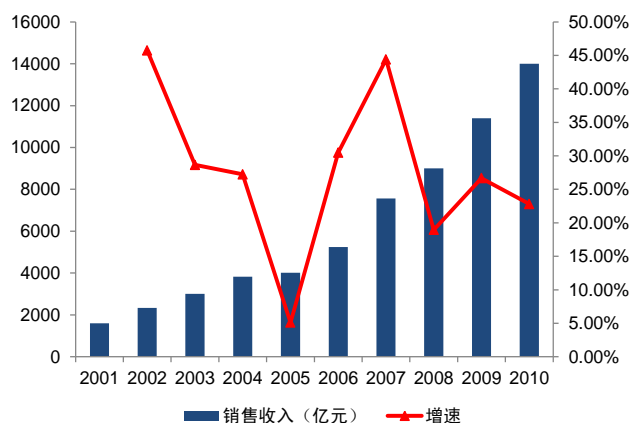
## 2.2 我国汽车零部件行业集中度将逐步提高

从 2001 年以来，我国汽车零部件制造业的发展出现了三次增长高峰，到 2009 年，中国汽车零部件行业更是有了跨越式的发展，汽车零部件制造业销售收入数据为 1.14 万亿元，同比增幅为 26.67%，成为全球最主要的汽车零部件市场之一。2010 年汽车零部件制造业继续保持强劲增长势头，销售收入超过 1.4 万亿元，同比增长 22.81%。全国形成了长三角、珠三角、东北、京津、华中、西南六大零部件生产聚集地和 11 个国家级汽车零部件出口基地，几乎所有的零部件都可以在中国制造，能够满足我国商用车、中高档乘用车 80% 以上零部件本地化的配套需求，但我国只是汽车零部件生产的大国还不是强国。国家统计局数据显示，截至 2010 年，我国规模以上零部件企业有 1 万多家，大型企业不足 1%，企业规模普遍偏小。

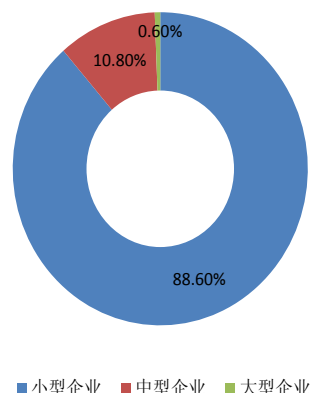
图 7：2001-2010 年我国汽车零部件制造业销售收入及增速

图 8：我国汽车零部件企业构成情况





资料来源：CAAM，东兴证券整理



资料来源：CAAM，东兴证券整理

## 2.3 世界汽车工业步入全球采购阶段

自上世纪九十年代以来，通用、福特、克莱斯勒等大型汽车制造企业纷纷剥离其零部件业务，专注于整车生产。汽车零部件行业也因此迎来了新的发展，呈现出模块化供货、同步研发等新特征。全球采购给汽车零部件企业带来了新的机遇，尤其是新兴市场国家的汽车零部件企业，因其相对较低的劳动力成本、达到或接近国际先进水平的生产技术，正逐渐获得更大的市场份额。我国汽车零部件行业经过几十年的技术积累，已经越来越多的参与到国际汽车零部件供应体系中，同时在汽车零部件行业向亚太地区转移的大趋势下，承接国际产业转移成为我国汽车零部件行业发展的新动力，这在某种程度上减弱了国内整车行业波动对零部件企业的影响。公司未来在产能增加的同时，将适时的增加产品出口的比例，力争在出口市场有所作为。

随着汽车市场以及汽车零部件市场的不断发展，总成厂为了降低生产成本、增加生产规模、提高产品市场竞争力，对所需的零件逐渐开始按性能、质量、价格、供货条件进行比较，择优采购，逐渐改变了只局限于公司内部生产的做法。这种对外采购替代内部生产的模式，导致部分零件从一级供应商内部中逐渐剥离出来。对于转向器零部件与减震器零部件来说，其特点是先通过剥离产品半成品的生产，接着剥离产品成品的生产。随着转向器总成厂与减震器总成厂对成品的需求增加，公司的产品结构也将随之优化，将提供更多深加工的成品，提高产品附加值。

## 3. 技术工艺优势+市场均衡稳定确保公司的领先地位

### 3.1 技术创新和工艺水平领先

2004年8月6日，广东省科学技术厅批准公司组建“广东省发动机气门工程技术研究开发中心”。其主要研究开发方向是发动机气门，重点开展新材料应用、新产品开发、工艺保证和新技术应用等研究。在应用材料及制造工艺创新方面，公司在国内率先开发了一系列气门新材料的应用工艺，根据新型材料的加工特点，开发了一系列的制造工艺，提高了产品品质。公司成功开发了超硬合金堆焊及感应加热去应力技术、气门杆端面帽形淬火技术、自动优化工艺参数的气门电镀锌技术、恒流电镀技术、等距



电极电镀技术、超低剩磁气门自动退磁技术、成型磨削技术、银光抛丸技术、螺旋抛光技术、镜面螺旋抛光技术、三合一车削新工艺、气门液体软氮化新工艺等全新的技术和工艺，并结合公司的生产特点，开发了基于 RFID 的物料及在制品追踪管理系统（MMES），能够随时跟踪产品的质量、生产情况。

**表 4：公司取得的技术专利情况**

名称	取得方式	申请时间	专利类型	期限
发动机气门轴向尺寸综合检具	自主研发	2009-11-05	发明专利	20 年
一种适用于气门的混合抛光方法	联合研发	2010-02-02	发明专利	20 年
工序间防锈水	联合研发	2010-04-30	发明专利	20 年
消除发动机气门盘端锥面拉应力的装置	自主研发	2005-08-02	实用新型专利	10 年
一种经喷焊强化的发动机气门	联合研发	2007-01-09	实用新型专利	10 年
一种适用于气门奥氏体钢棒料切断的冲切模	联合研发	2009-07-03	实用新型专利	10 年
一种适用于气门的混合抛光装置	联合研发	2010-02-02	实用新型专利	10 年
一种适用于气门自动线的局部电镀夹具	自主研发	2010-02-02	实用新型专利	10 年
一种气门专用退磁装置	自主研发	2010-04-30	实用新型专利	10 年
一种气门自动防锈装置	联合研发	2010-04-30	实用新型专利	10 年
一种气门校正装置	联合研发	2010-04-30	实用新型专利	10 年
一种立式电磨机自动取料手的机械装置	联合研发	2011-04-28	实用新型专利	10 年

资料来源：招股说明书，东兴证券整理

气门行业的技术能力竞争较多体现在工艺能力方面。公司在气门生产的多个关键工序拥有行业领先的工艺水平。公司掌握高温合金（奥氏体钢气门）组织智能控制热加工关键技术。该技术用于固溶、时效、淬火、回火等调质工序。公司设计了全新的高温合金固溶-时效热处理线。该生产线提高了炉体抗温、抗热震性能，解决了气门因热处理而变形的技术难题；该生产线在时效工序前增加一个中温处理地程，使得材料的过细晶粒组织部分粗化，粗大晶粒通过亚晶扩展成晶界，分割粗晶而使晶粒细化，从而达到晶粒均匀化的目的，并最终能提高产品的工作表现。

公司拥有行业领先的惯性摩擦焊接设备和旋转弯曲检验技术。该技术用于摩擦焊接工艺及其检验，有效地保障了产品焊接质量。气门产品的头部需要承受高温的工况，而杆部需要高强度以承受反复撞击，故此头部和杆部使用不同的材料，通过摩擦焊技术焊接而成。通常来说，每一家发动机主机生产厂商的不同型号的发动机工作负荷参数

都不相同，工作时对气门的作用力也就不一样。而如果头部和杆部两种材料的摩擦焊接质量不够，工作时就极易断裂。公司通过多年的研发积累和客户合作，在掌握了先进的摩擦焊接技术的同时，将不同客户的发动机工作负荷参数应用到旋转弯曲检验中，有效的保证了检验质量和最终的成品出库质量。

公司是国内气门标准的主导者之一。标准是行业发展的基石，公司历来重视产品标准的研究工作。公司参与制定了 JB/T 6012.2-2008《内燃机 进、排气门 第 2 部分：金相检验》、GB/T 23337-2009《内燃机 进、排气门 技术条件》等国家标准。

公司气门产品介入军用领域。公司部分国内主机配套客户同时生产军用汽车发动机，对军用发动机气门提出较民用品更高的要求。公司从 2003 年起即开始供应军用汽车发动机气门，报告期内亦保持稳定的军用品供应及发货水平。

公司产品的各项指标控制在最佳范围之内，技术达到了国际水平，受到客户的高度认可。公司历来重视新产品和新技术的开发与创新工作，将新产品研发作为公司保持核心竞争力的重要保证，不断加大技术开发与研究的投入力度，从而确保了技术研发和成果推广应用的顺利进行。

**表 5：2009-2011 年公司研发费用投入**

年度	研发费用（万元）	营业收入（母公司）	占营业收入比例（%）
2009 年	941.68	18,828.47	5.00
2010 年	961.40	26,924.80	3.57
2011 年	1,186.44	31,118.10	3.81

资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 3.2 公司客户关系稳定、市场结构均衡

多缸柴油发动机国内最大的三大企业玉柴、一汽、潍柴均已是公司的战略级重要客户。公司生产的气门产品不仅取得了 ISO/TS16949 国际汽车工业质量体系认证，更获得康明斯、大柴、锡柴、潍柴、朝柴、东安三菱、海马、奇瑞、比亚迪等国内外著名主机厂严格的认证，与这些优质客户建立了长期的战略配套合作关系。公司已经成为各大主机厂的首选配套品牌，凭借稳定优质的产品质量及时完善的供货服务，公司多年来获得了多个主机厂授予的“合格供应商”、“A 级供应商”、“年度优秀供应商”、“合作优胜奖”等荣誉称号。公司已经与潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴等具有整车产业链背景的龙头企业建立了战略合作关系，保障长期配套合作。

公司在国内市场和国际市场实现了均衡发展。公司产品出口主要面向欧美，自 2008 年金融危机爆发以来，欧美市场需求剧烈波动，欧美工厂和贸易商的去库存化过程迅速体现在出口订单上。而国内由于 4 万亿投资的拉动和一系列促进汽车行业发展的产业政策的推动，需求保持稳定的增长势头。在这种形势之下，公司管理层为了抵御国际市场需求脆弱而不稳定的影响，调整产能利用方向并加大国内市场的开拓力度。2009 和 2010 年，公司国内销售比重不断提高，分别是 59.56% 和 66.79%。2011 年，受国内汽车市场增速放缓的影响，公司管理层积极应对市场形势变化，在满足国内市场订单需求的同时，适当增加外销比重，2011 年度公司销售中出口销售比重从 2010

年度的 33.21% 增加至 44.37%。

公司在主机配套市场和售后服务市场实现了均衡发展。主机配套市场的最终产品形态是每年新生产的车辆，售后服务市场则面向社会存量车辆的维修保养。在新兴市场，主机配套即新车需求往往呈现爆发式的增长；而在成熟市场，庞大的社会车辆总拥有量带来持续稳定的售后服务气门需求。

**表 6：2009-2011 年公司 OEM 和 AM 市场结构**

年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度
主机配套市场 (OEM)	50.98%	63.32%	50.58%
售后服务市场 (AM)	49.02%	36.68%	49.42%

资料来源：招股说明书，东兴证券整理

2009 年和 2010 年，主机配套市场需求快速增长，在有限的产能约束下，公司调整产能利用方向，主机配套市场比重逐年增加。公司在保持国内主机配套市场优势的同时，未来将积极开拓进入国际主机配套市场。2011 年，受国内汽车市场增速放缓的影响，公司适当提高以售后服务为主的出口销售比重。公司未来将根据国内售后服务市场规范进程逐步加大该市场的开拓力度。

公司在柴油机市场和汽油机市场保持均衡发展。2009 年度，随着公司加大主机配套市场的开拓力度，柴油机和汽油机主机配套的销售比重同步增长。2010 年度，随着汽车购置税优惠政策的逐步退出，公司管理层认为，未来汽油机市场将出现波动，而柴油机市场将能保持稳定的增长势头。在这种形势之下，公司进一步调整产能利用方向，加大了柴油机市场的销售。报告期内，公司来自柴油机市场的收入占比在 60% 以上，同时汽油机市场也为公司提供了稳定的业绩贡献。

**表 7：2009-2011 年公司分产品市场结构**

年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度
柴油机市场	61.92%	69.93%	69.87%
汽油机市场	38.08%	30.07%	30.13%

资料来源：招股说明书，东兴证券整理

公司作为国内气门行业的龙头企业之一，市场占有率位于行业第三位，生产的气门主要为乘用车汽油机、商用车柴油机、发电机组、工程机械发动机等主机配套。根据《中国汽车工业年鉴》的统计数据，以产量统计，在汽车发动机气门行业，公司近三年市场一直位居第三位，未发生变化。前两名依次为马勒三环和济南沃德。

**表 8：公司主要竞争对手概览**

名称	成立时间	主营业务	主要客户
马勒三环气门驱动（湖北）有限公司	2007	内燃机进、排气门 (5,000 万支)	基本全市场覆盖
济南沃德汽车零部件有限公司	1956	内燃机进、排气门 (2,500 万支)	上海大众、天津丰田、神龙富康、中国重汽、南京菲亚特等

上海伊顿发动机零部件有限公司	1998	发动机气门、液压挺杆、增压器、重力阀、密封阀、差速器等	内上海大众、上海通用、一汽大众、广州本田、沈阳三菱等
----------------	------	-----------------------------	----------------------------

资料来源：招股说明书，东兴证券整理

## 4. 盈利预测

- 1、假设未来两年汽车用零部件市场需求保持 10%左右的增速，并且公司主要产品的市场占有率稳步提高；
- 2、在主要原材料合金钢材的价格保持稳定的前提下，综合考虑产能扩张导致规模效应扩大对毛利率的正面影响、汽车行业竞争加剧、整车厂压价对毛利率的负面影响，预计公司毛利率将基本稳定但略有下降；
- 3、考虑公司将不断滚动研发新产品，预计管理费用率将保持稳定；考虑到公司主要客户资源稳定，预计销售费用率也将保持稳定；而 IPO 当年公司财务费用率将有明显下降，随后逐年上升，预计 2011-2013 年期间费用率分别为 22.40%、22.10%、19.20%。

表 9：公司盈利预测概览

万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	316.97	305.71	303.16	320.23
(+/-)%	16.4%	-3.55%	-0.84%	5.63%
经营利润（EBIT）	60.00	53.10	54.42	56.38
(+/-)%	19.42%	-11.50%	2.48%	3.61%
净利润	43.44	39.46	40.09	48.12
(+/-)%	27.49%	-9.17%	1.61%	20.03%
每股净收益（摊薄后，元）	0.47	0.43	0.44	0.52

资料来源：东兴证券

预计 2013-2015 年归属母公司所有者净利润分别为 4,009、4,812、5,091 万元，按发行后总股本摊薄的每股收益分别为 0.43、0.44、0.52 元。

## 5. 估值定价

### 5.1 绝对估值

假设无风险利率为 4.50%（十年期国债利率），由于公司未上市， $\beta$  值暂由汽车零部件行业的历史平均数据计算取得，假设股票市场必要报酬率  $R_m$  为 11.00%， $K_e$  为 11.98%，按照目前公司的收入规模，在二阶段保持 10%左右的增速可在 8 年左右的时间里公司目前主营业务将进入成熟期，之后公司将进入稳定增长期，假定公司的永续增长率为 2.00%，用 DCF（FCFE）估值计算得到公司股权资本的价值为 10.74 亿元。按照发行后股本计算折合每股价值为 10.25 元。

表 10：公司估值敏感性分析

Ke/g	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
10.98%	11.17	11.50	11.87	12.28	12.75
11.48%	10.42	10.70	11.02	11.37	11.76
11.98%	9.73	9.98	10.25	10.55	10.89
12.48%	9.12	9.33	9.57	9.83	10.11
12.98%	8.56	8.75	8.95	9.17	9.42

资料来源：东兴证券研究所

## 5.2 相对估值

表 11：可比上市公司市盈率

简称	代码	EPS（元）			PE		
		12A	13E	14E	12A	13E	14E
精锻科技	300258	0.62	0.68	0.83	21.97	20.03	16.41
亚太股份	002484	0.30	0.50	0.66	30.50	18.30	13.86
双林股份	300100	0.37	0.42	0.55	18.92	16.67	12.73
渤海活塞	600960	0.27	0.38	0.56	28.26	20.08	13.63
银轮股份	002126	0.27	0.40	0.57	32.74	22.10	15.51
万丰奥威	002085	0.64	0.77	1.16	32.80	27.26	18.09

资料来源：东兴证券

综合考虑行业内可比上市公司的估值平均水平和公司的发展潜力，我们认为公司上市后的合理市盈率应为 20-25 倍。以 2013 年 EPS0.44 元进行估算，公司的合理价位应在 8.80-11.00 元之间。

综合绝对估值和相对估值结果，我们认为公司发行上市后的合理股价在 8.80-11.00 元之间。

## 6. 风险提示

- 1、汽车行业整体增速下滑风险；
- 2、下游客户压价幅度超预期的风险；
- 3、公司发行前总股本 6,900 万股，除 4 名法人股东和 1 名有限合伙企业股东外，其他 56 名股东全部为自然人，其中九名共同控制公司的一致行动人持股比例为 46.43%。按照本次发行 2,300 万股计算，发行后总股本为 9,200 万股，控股股东持股比例将下降为 34.82%。公司股权结构相对分散，可能会给公司业务或经营管理等带来一定影响。

## 分析师简介

---

### 张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012 年加盟东兴证券研究所。

## 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。