

登云股份(002715)新股分析报告

中国发动机气门行业第一股

投资要点

- 国内气门行业龙头企业：**公司主要从事汽车发动机进排气门的研发、生产与销售，是国内气门行业的龙头企业之一，为中国发动机气门行业首家上市公司。公司近三年市场占有率一直位居行业第三，产品毛利率在35%-38%之间。
- 细分市场均衡发展，灵活调整：**公司的主要销售市场包括主机配套市场和售后维修市场。目前，主机配套市场以国内市场为主，售后维修市场以国外市场为主。同时，在国外主机配套市场中，公司成功开拓国际品牌主机配套客户卡特彼勒和长安福特马自达，这一市场将为公司打开新的增长空间。公司对各个细分市场会根据每年不同市场的具体情况进行业务重心调整，十分灵活。
- 客户资源丰富，客户稳定度高：**气门是发动机核心零部件，主机厂对汽车零部件供应商的认证一般需要八个月到一年的时间，一旦气门生产企业通过主机制造厂商的验证，二者将会建立起较为稳固和长久的合作关系。公司现已与康明斯、一汽大柴、一汽锡柴、潍柴动力、东风朝柴、广西玉柴、东安三菱、海马、奇瑞、比亚迪等公司建立长期的战略配套合作关系。
- 市场空间大，柴油机国IV标准拉伸高品质柴油机气门需求：**我国是汽车消费大国、人均消费小国，现阶段汽车消费处于快速普及区。而对气门来说，市场空间广阔，为公司增长提供保障。柴油机国IV标准的实施将拉伸高品质柴油机气门需求，利好公司。
- 募投项目建设提升公司竞争力：**公司本次公开发行募集资金拟投资项目将主要用于年产汽车发动机气门2,000万支技术改造项目，该项目将新增汽油发动机气门产能1,150万支/年，新增柴油发动机气门产能850万支/年。募投项目改善产品结构、提升综合毛利率。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计2013-2015年公司主营业务收入分别为2.96亿、3.57亿和4.07亿，增长率分别为-3.07%、20.56%和14.06%，净利润分别为0.35亿、0.48亿和0.54亿元，增长率分别为-10.78%、37.22%和12.17%，EPS分别为0.38、0.52元和0.59元。结合同行业相关公司估值情况，我们给予公司2014年17-21倍的PE，建议每股合理询价区间为8.84-10.92元。
- 风险提示：**宏观经济运行的风险；汽车行业增速减缓的风险；人民币汇率波动风险；原材料价格波动风险。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	305.71	296.32	357.25	407.49
增长率	-3.55%	-3.07%	20.56%	14.06%
归属母公司净利润(百万元)	39.46	35.2	48.3	54.18
增长率	-9.16%	-10.80%	37.22%	12.17%
每股收益EPS(元)	0.43	0.38	0.52	0.59

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐永超
执业证号：S1250512110002
电话：010-57631186
邮箱：xychao@swsc.com.cn

研究助理：高翔
电话：023-67898841
邮箱：gaox@swsc.com.cn

研究助理：简洁
电话：023-67610282
邮箱：jjie@swsc.com.cn

研究助理：梁超
电话：023-67898871
邮箱：lchao@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6900
本次发行(万股)	2300
发行后总股本(万股)	9200
2012年每股收益(摊薄后)(元)	0.57
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.51

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	3.77
毛利率(%)	37.26
流动比率(倍)	1.08
速动比率(倍)	0.73
应收账款周转率(次)	3.26
资产负债率(合并报表)(%)	58.71
净资产收益率(加权平均)(%)	16.28

目 录

一、 公司概况：国内气门行业龙头企业	1
(一) 市场占有率第三，毛利率稳高	1
(二) 细分市场均衡发展，灵活调整	3
(三) 客户资源丰富，客户稳定度高	4
二、 行业分析：市场空间大，柴油机国Ⅳ标准拉伸高品质柴油机气门需求	5
(一) 汽车消费大国、人均消费小国，汽车消费处于快速普及区	5
(二) 广阔的市场空间为公司增长提供保障	7
三、 公司竞争优势：技术、人才、管理、市场	9
(一) 技术优势	9
(二) 人才优势	9
(三) 管理优势	9
(四) 市场优势	10
四、 募投项目建设提升公司竞争力	10
(一) 募投项目改善产品结构、提升综合毛利率	10
(二) 募投项目生产线有订单保障	10
五、 盈利预测与估值	11
六、 风险提示	12

插图目录

图 1: 发行前公司股权结构	1
图 2: 公司汽车气门产量（万只）及市场占有率	2
图 3: 公司产品产销率	2
图 4: 公司产品销售收入（万元）	2
图 5: 公司营业收入及利润（万元）	2
图 6: 主营业务收入分拆	3
图 7: 主营业务分地区收入占比	3
图 8: 公司主要产品及其客户	4
图 9: 全球汽车产销量（辆）	6
图 10: 我国汽车产、销量（万辆）	6
图 11: 我国千人汽车保有量	6
图 12: 欧美日韩国家千人汽车保有量水平	6
图 13: 中国 R 值变化情况	7

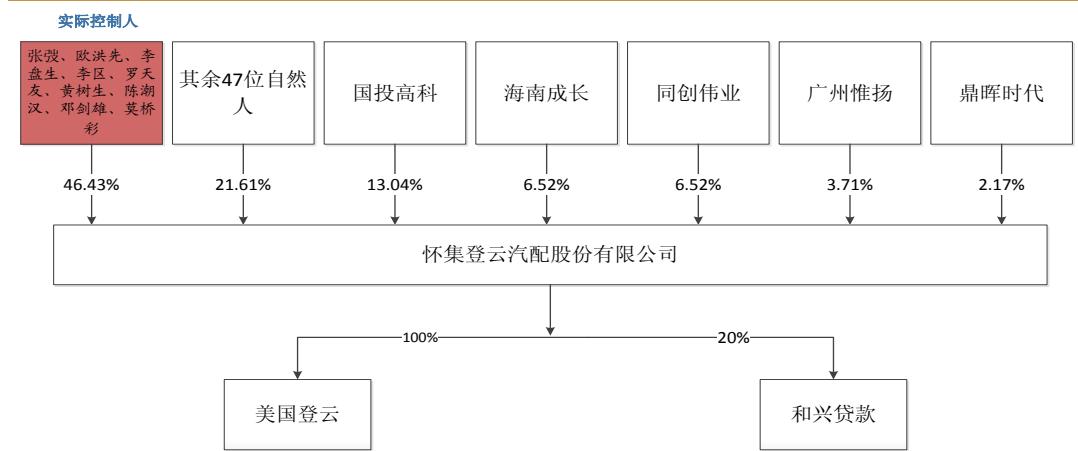
表格目录

表 1: 产品毛利率（%）	2
表 2: 公司前五大客户情况	5
表 3: 国内主机配套市场需求量预测（万支）	7
表 4: 国外主机配套市场需求量预测（万支）	8
表 5: 国内售后服务市场需求量预测（万支）	8
表 6: 国内售后服务市场需求量预测（万支）	8
表 7: 蓝筹项目投资进度	10
表 8: 可比公司估值比较	11
表 9: 公司主营业务收入预测做相应调整	11

一、公司概况：国内气门行业龙头企业

公司的前身为原怀集县汽车配件厂，2008年，怀集汽配整体变更为股份公司。公司的实际控制人为张弢、欧洪先、李盘生、李区、罗天友、黄树生、陈潮汉、邓剑雄、莫桥彩九人；该九位自然人共持有公司46.43%的股份。

图 1：发行前公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券

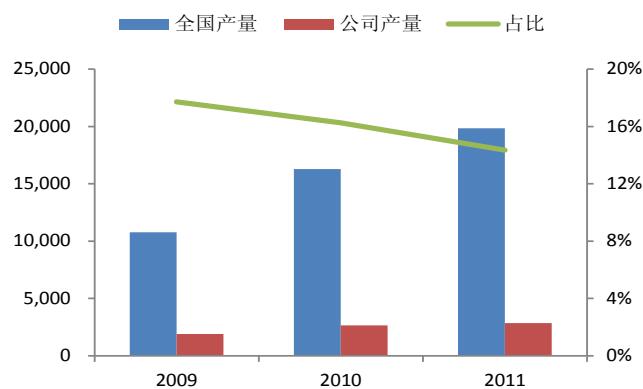
公司作为国内气门行业的龙头企业之一，为中国发动机气门行业首家上市公司。主要从事汽车发动机进排气门的研发、生产与销售。公司主要产品为各种规格的汽车发动机进排气门，产品分为汽油机气门和柴油机气门两大类。主要为发动机及汽车生产企业提供原厂配套，同时也供应国内外维修市场。公司生产的气门产品种类多，型号总计达一万多种，覆盖重型车、轻卡、大型客车、微车、轿车、混合动力汽车等各种车辆，也有少量用于发电机组、船机、工程机械等。

(一) 市场占有率第三，毛利率稳高

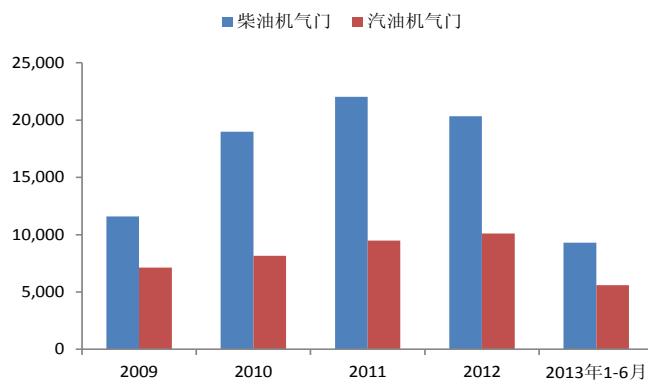
根据《中国汽车工业年鉴》的统计数据，以产量统计，在汽车发动机气门行业，公司近三年市场占有率一直位居第三位。前两名依次为马勒三环和济南沃德。虽然公司近三年市场占有率达到一定程度的下降，但是其行业领先地位依然明显。

近年来，公司的产品产销率一直维持较高水平，10、11、12年全年及13年上半年产销率分别达到92.29%、105.3%、98.89%、96.91%。高水平的产销量得益于公司“以销定产”的生产模式。

业绩方面，公司2010年、2011年、2012年主营业务收入增长率为44.98%、16.08%、-3.47%，归属于母公司的净利润增长率为45.68%、27.49%、-9.17%。2012年公司业绩下降主要是由于国内柴油机市场未能复苏，产品结构出现变化。公司毛利率也一直维持高位，尤其是售后维修市场。主机配套市场中柴油机气门毛利率远大于汽油机气门毛利率，这也是公司柴油机气门收入快速增长的原因所在。汽油机毛利下降主要是由于市场竞争较为激烈造成。公司的综合毛利率逐年提高，显示盈利能力逐步增强。

图 2: 公司汽车气门产量 (万只) 及市场占有率


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 4: 公司产品销售收入 (万元)


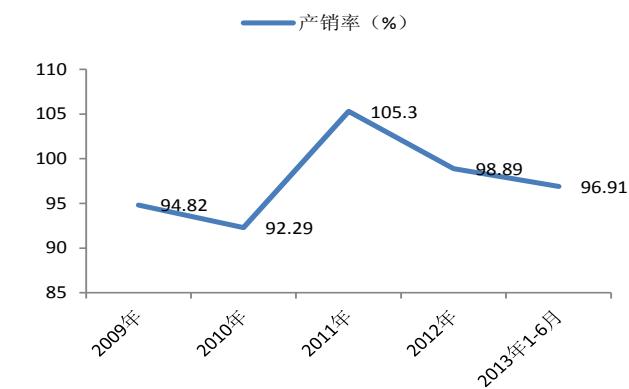
数据来源: 招股说明书, 西南证券

表 1: 产品毛利率 (%)

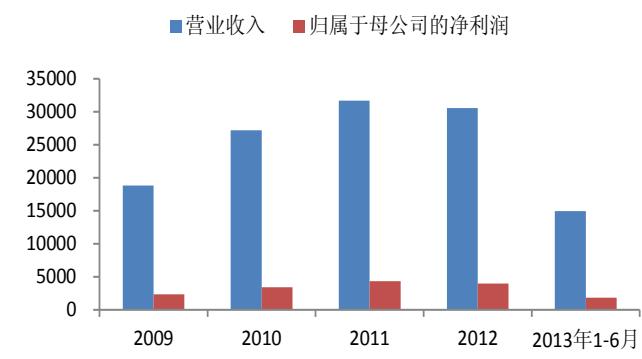
产品名称		2013年1-6月	2012年	2011年	2010年	2009年
主机配套市场	柴油机气门	33.29	33.6	40.08	40.79	31.54
	汽油机气门	5.5	8.47	17.22	16.67	20.88
售后维修市场		45.81	44.19	40.64	42.02	39.87
综合		35.55	37.26	37.85	37.53	33.81

数据来源: 招股说明书, 西南证券

公司 2013 年上半年毛利率出现下滑，主要原因有：1、公司 2013 年上半年有 6,838.94 万元在建工程陆续转入固定资产，增加了折旧费用；2、公司新区由政府配套的工业用电建设未完成，造成新区不能完全达产，降低了生产效率，提高了成本，导致整体毛利率下滑。3、公司在新区产能未能完全达成的情况下，优先保障国内主机配套市场，在主机配套汽油机气门产品的销售比重有所上升，而汽油机气门毛利率较低，直接拉低了整体的毛利率。

图 3: 公司产品产销率


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 5: 公司营业收入及利润 (万元)


数据来源: 招股说明书, 西南证券

(二) 细分市场均衡发展，灵活调整

公司的主要销售市场包括主机配套市场和售后维修市场。主机配套市场以国内市场为主，售后维修市场以国外市场为主。

国内主机配套市场：公司现已经跻身于国内一线供应商行列。主要为中高档乘用车、中、重卡、工程机械进行原产主机配套生产。报告期内，公司在保持汽油机气门市场份额稳步提高的同时，快速提高柴油机气门市场份额。

国际售后维修市场：在售后服务市场，公司主要做出口业务。报告期内，公司在国内售后维修市场的营业收入占比较小。公司的国际售后维修市场以美国和巴西市场为主。其中美国市场收入占比大于 50%，当地销售由公司全资子公司美国登云负责。巴西市场在外销收入中占比达到 20% 以上，目前主要客户是巴西马勒公司，由公司直接销售。

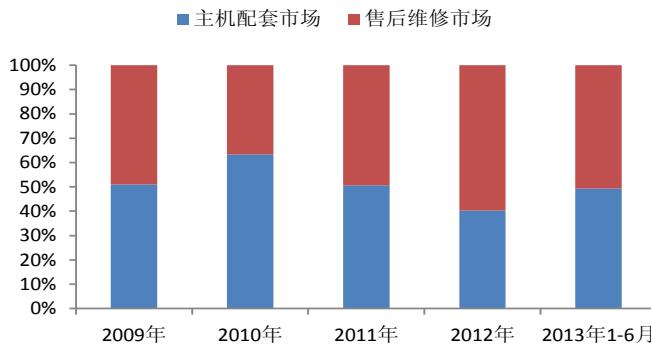
国际主机配套市场：国际主机配套市场是公司未来业务新增长点。公司现已正式进入卡特彼勒全球供应商体系，已取得卡特彼勒主力机型 400 发动机、1106 发动机、3500 发动机的气门供货价格批准书，并已开始向卡特彼勒无锡珀金斯工厂和英国珀金斯工厂批量供货；公司已开始向长安福特马自达批量供货；其他潜在客户均处于洽谈开发阶段。未来，国际主机配套市场将是公司业绩提升的动力之一。

公司各细分市场业务变换灵活，2009 年至 2010 年，主机配套市场需求有了快速的提升，公司抓住机遇，通过调整产能利用方向来增加主机配套市场的销售收入占比。然而到 2011 年、2012 年，国内汽车行业增速放缓，于是公司积极应对，在保持国内主机配套市场份额稳定的基础上，适当提高了售后维修市场销售比例。在面对不同的市场环境下，公司主动、积极调整各细分市场业务量，有选择的规避风险、损失，使得整体毛利率维持在较高的水平。

现阶段，公司在国内主机配套市场和国际售后维修市场的细分市场实现了均衡发展。未来 2 年内，由于公司对海外主机配套市场的积极开拓初见成效，对卡特彼勒的供货将成为公司打开这一细分市场的开端，公司的国际主机配套市场业务规模有望实现高速增长。

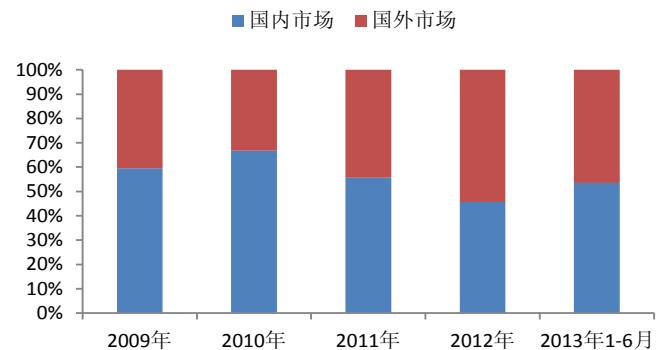
2013 年上半年，国内主机配套市场有所恢复，同时公司成功开拓国际品牌主机配套客户卡特彼勒和长安福特马自达，但受限于新工业区工业用电配套未能完工导致新区产能不能有效发挥，未能在业绩上有所体现。

图 6：主营业务收入分拆



数据来源：招股说明书，西南证券

图 7：主营业务分地区收入占比



数据来源：招股说明书，西南证券

（三）客户资源丰富，客户稳定度高

凭借稳定优质的产品质量及时完善的供货服务，公司已与康明斯、一汽大柴、一汽锡柴、潍柴动力、东风朝柴、广西玉柴、东安三菱、海马、奇瑞、比亚迪等公司建立长期的战略配套合作关系。

图 8：公司主要产品及其客户

	工程用柴油机气门 主要客户： 重庆康明斯发动机有限公司、道依茨一汽（大连）柴油机有限公司、东风康明斯发动机有限公司、广西玉柴机器股份有限公司、一汽集团无锡柴油机厂、潍柴动力股份有限公司
	乘用车汽油机气门 主要客户： 东安汽车发动机制造有限公司（东安三菱）、重庆长安汽车股份有限公司、广州汽车集团乘用车有限公司、江淮汽车发动机有限公司、奇瑞汽车有限公司、山西成功淮海发动机有限公司、一汽海马汽车有限公司、沈阳新光华晨汽车发动机有限公司、沈阳航天三菱汽车发动机有限公司、广汽长丰汽车股份有限公司
	高级跑车和赛车发动机气门 主要客户： 出口售后维修市场
	船用发动机气门 主要客户： 重庆康明斯发动机有限公司、广西玉柴机器股份有限公司、潍柴动力股份有限公司
	载重车柴油机气门 主要客户： 重庆康明斯发动机有限公司、道依茨一汽（大连）柴油机有限公司、东风康明斯发动机有限公司、广西玉柴机器股份有限公司、一汽集团无锡柴油机厂、潍柴动力股份有限公司、东风朝阳柴油机有限责任公司、上汽菲亚特红岩动力总成有限公司

数据来源：招股说明书，西南证券

公司根据市场变化，积极优化产品结构，毛利较高的主机配套用柴油机气门比重逐年提高，2010年，公司前五名的主要客户更集中于大型柴油机主机生产企业。2011年，公司在保持国内柴油机配套市场份额稳定的基础上，适当提高了出口销售比例，巴西马勒公司再次进入公司前五名重大销售客户的行列，并在11年、12年、13年上半年成为公司的第一大客户。

表 2：公司前五大客户情况

年度	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比重
2013 年度 1-6 月	1	巴西马勒公司	1,800.41	12.06
	2	潍柴动力(潍坊)备品资源有限公司	1,471.36	9.85
	3	重庆康明斯发动机有限公司	1,219.92	8.17
	4	Golden Engine Parts Inc.	1,063.53	7.12
	5	广西玉柴机器股份有限公司	941.84	6.31
	合计		6,497.06	43.51
2012 年度	1	巴西马勒公司	4,157.62	13.6
	2	史塔克巴根国际公司	3,607.81	11.8
	3	重庆康明斯发动机有限公司	2,451.28	8.02
	4	潍柴动力(潍坊)备品资源有限公司	1,652.32	5.4
	5	广西玉柴机器股份有限公司	1,589.73	5.2
	合计		13,458.76	44.02
2011 年度	1	巴西马勒公司	4,047.61	12.77
	2	潍柴动力(潍坊)备品资源有限公司	3,556.71	11.22
	3	重庆康明斯发动机有限公司	3,079.10	9.71
	4	史塔克巴根国际公司	2,880.32	9.09
	5	广西玉柴机器股份有限公司	1,948.73	6.15
	合计		15,512.47	48.94
2010 年度	1	潍柴动力(潍坊)备品资源有限公司	3,745.53	13.76
	2	一汽解放汽车有限公司无锡柴油机厂	2,916.01	10.71
	3	广西玉柴机器股份有限公司	2,385.91	8.77
	4	重庆康明斯发动机有限公司	2,105.66	7.74
	5	史塔克巴根国际公司	2,042.13	7.5
	合计		13,195.25	48.48

数据来源：招股说明书，西南证券

气门作为发动机的核心零部件，对发动机的整体质量和综合性能起着举足轻重的影响。因此，公司除了完成 TS16949 质量认证和 ISO14001 环保体系认证外，还要通过主机厂的认证后方能进入客户供货体系。而主机厂认证至少需要经过样件试制、样件检测、疲劳测试、跑机试验、小批量供货等几个主要步骤。一般来说，主机厂认证过程至少要持续 8 个月到 1 年的时间，一旦气门生产企业通过主机制造厂商的验证，二者将会建立起较为稳固和长久的合作关系。

二、行业分析：市场空间大，柴油机国 IV 标准拉伸高品质柴油机气门需求

(一) 汽车消费大国、人均消费小国，汽车消费处于快速普及区

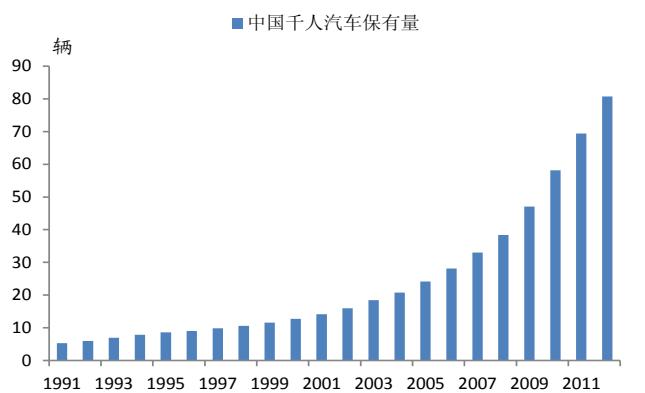
全球汽车市场近 15 年间保持了平稳的增长，2008 年、2009 年受国际金融危机的影响，

全球汽车产量受到一定的影响，但这一影响随着经济体的恢复而重回增长，全球 2012 年汽车产量达到 8414.12 万辆。我国汽车在得益于经济高速发展、人民生活水平提升的情况下产、销售量屡创新高，2009 年，我国汽车销量一举超高美国，越居全球首位。2013 年，2013 年，我国汽车产销分别为 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，同比增长 14.76% 和 13.87%。这一数字又一次刷新全球汽车产销记录，再次蝉联全球第一。随着工业技术水平提高和汽车产业集群效应，中国正逐渐成为“世界汽车制造中心”、“汽车消费大国”。

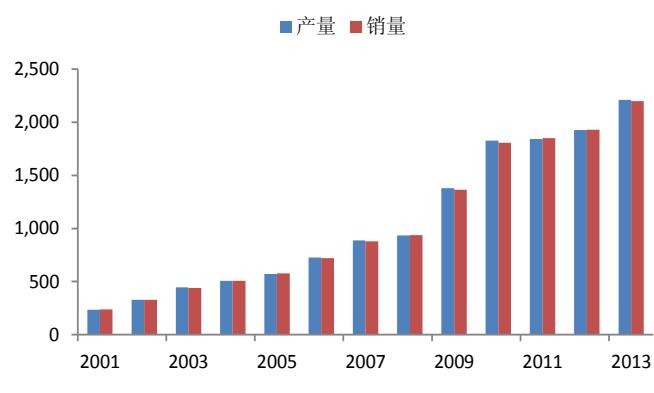
图 9：全球汽车产销量（辆）


数据来源：WIND，西南证券

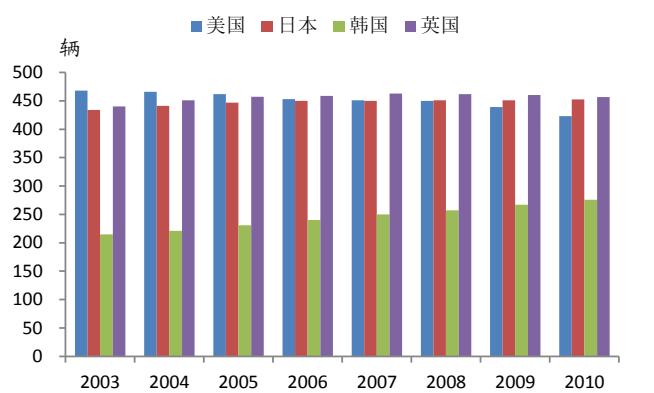
中国汽车销量虽然已经稳居世界第一，但是就长期发展看，汽车行业仍然具备长期稳定增长的潜力，主要支撑因素如下：1、整体来看，中国人均汽车保有量较低（千人汽车保有量仅有 80 台），不仅与欧美发达国家差距较大，与亚洲的日、韩相比也存在一定距离，随着经济的不断发展，人均保有量提升空间还比较大。2、参考欧美经验与日韩数据，中国 R 值（平均车价/人均 GDP）目前处于汽车消费快速普及区（R<5），中国汽车市场的消费能力正在不断加大。3、从地域结构来看，目前国内一、二线城市的升级换代消费与三、四线城市的首次购车消费将是中国汽车市场的长期需求。

图 11：我国千人汽车保有量


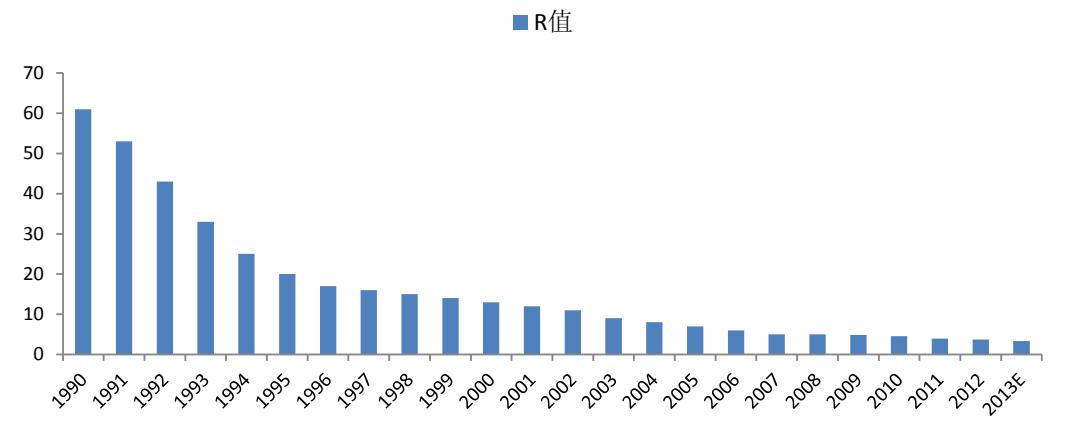
数据来源：WIND，西南证券

图 10：我国汽车产、销量（万辆）


数据来源：WIND，西南证券

图 12：欧美日韩国家千人汽车保有量水平


数据来源：WIND，西南证券

图 13: 中国 R 值变化情况


数据来源：公开资料，西南证券

(二) 广阔的市场空间为公司增长提供保障

随着长期汽车产销量、保有量的扩张，我国的汽车零部件行业也逐渐发展起来，国际汽车零部件制造业也加快了向中国转移的步伐。汽车零部件市场已经成为一个极具潜力的市场。

气门是内燃机配气装置的核心部件，主要用于开启和关闭发动机工作过程中的进气道和排气道，被形象地称为“汽车的心脏瓣膜”，其制造工艺复杂、工序繁多、技术要求高，是内燃机的关键零部件之一。

通常汽油机 1.3L 以下为 6 或 8 气门，1.3L-3.0L 为 16 气门，3.0L 以上为 24 气门，柴油机以 12 气门居多。我们以单车 12 个气门为统一估算标准。

国内主机配套市场气门需求量预测

乘用车主要使用汽油机，商用车以柴油机为主，2008-2012 年五年间，我国汽油机产量年均复合增长率 16.74%，柴油机产量年均复合增长率 6.20%。保守估计，我们采用 5% 的年均复合增长率预测 13、14、15 年的国内主机厂气门需求量。

表 3: 国内主机配套市场气门需求量预测 (万支)

细分市场		2013 年	2014 年	2015 年
国内主机配套市场 (5%增 长估计)	汽车汽油机气门需求量	17901	18796	19736
	汽车柴油机气门需求量	4184	4394	4613
合计		22085	23190	24349

数据来源：WIND，西南证券

柴油机国 IV 排放标准的提升对发动机整体性能提出更高的要求，气门作为发动机的关键零部件，在面对新排放标准时，技术升级必不可少。这就提升了整个市场对于高品质柴油机气门的需求量。

国际主机配套市场气门需求量预测

公司对国际主机配套市场的开拓起步较晚，但目前已经获得部分订单，未来随着产能的扩张，国际主机配套市场将会为公司提供较大的增长空间。目前公司在国际主机配套市场已经入卡特彼勒全球供应商体系，我们看好公司在这一细分市场的未来表现。

对于国外主机配套市场容量的预估，我们将国外市场分为两个部分，一个是美国市场，一个是除美国外的国外市场。美国汽车产量在 2009 年-2012 年的年复合增长率在 15% 左右，我们谨慎地以 10% 作为预计 13-15 年美国汽车产量增速的标准，除美国外的国外市场汽车产量在 2009 年-2012 年复合增长率为 0.65%，以此预计 13-15 年市场容量。按照此增长速度，国际主机配套市场气门需求量预测为：

表 4：国外主机配套市场气门需求量预测（万支）

细分市场	2013 年	2014 年	2015 年
除美国外国际主机配套市场气门需求量	69716	74248	79074
美国主机配套市场气门需求量	13620	14982	16480
合计	83336	89230	95554

数据来源：WIND，西南证券

国内售后服务气门需求量预测

国内售后服务市场的规范性尚待提升，目前市场上充斥着实力不强的小型配件加工厂甚至是假冒产品生产者。目前公司主要通过代理人制度对该市场加以培育，报告期内，公司销往国内售后维修市场的营业收入分别为 941.76 万元、1,592.51 万元、1,648.23 万元和 657.99 万元，分别占当期主营业务收入的 3.47%、5.05%、5.42% 和 4.42%，总体规模仍较小，但是这一细分市场的空间仍是较大。

以 5% 的年增长率作为汽车保有量预测基准，假设每年有 10% 的汽车需要售后维修服务。则国内售后服务市场气门需求量预测为：

表 5：国内售后服务市场气门需求量预测（万支）

细分市场	2013 年	2014 年	2015 年
国内售后服务市场气门需求量	13042	13695	14380
合计	13042	13695	14380

数据来源：WIND，西南证券

国际售后服务气门需求量预测

从 2006 年到 2008 年，全球汽车保有量年均复合增长率为 2.48%，美国市场汽车保有量年均复合增长率为 -0.43%。按照此增速计算汽车保有量，且假设每年有 10% 的汽车需要售后维修服务。则国际售后服务市场气门需求量预测为：

表 6：国内售后服务市场气门需求量预测（万支）

细分市场	2013 年	2014 年	2015 年
除美国外国际售后市场气门需求量	93534	96351	99219
美国售后服务市场气门需求量	28408	28286	28164
合计	121942	124637	127383

数据来源：WIND，西南证券

从预测结果看，四个细分市场市场需求均较高，而公司募投项目建成后将形成 4500 万支/年的产能，目标市场容量远远大于公司产能规模，汽车气门的未来市场空间广阔。

三、公司竞争优势：技术、人才、管理、市场

（一）技术优势

公司通过组建“广东省发动机气门工程技术研究开发中心”，与高校合作开展产学研合作项目等方式，加大研发力度，开拓创新体系。过长期坚持不懈的研发工作，公司取得了一系列具有竞争优势的专利技术。截至本招股意向书签署日，公司已拥有发明专利 6 项，实用新型专利 13 项，在申请专利 1 项，在已经拥有的 19 项专利中，10 项为自主研发，9 项为联合研发。此外，公司还有用一项计算机软件著作权。

现如今，公司在气门生产的多个关键工序也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，拥有行业领先的惯性摩擦焊接设备和旋转弯曲检验技术、等离子堆焊技术和感应加热去应力技术，拥有自主研发的气门表面化学处理技术。先进技术的开发与应用确保了公司的行业地位，使公司成为一个以技术创新为主体的、充满活力的先进科技型企业。

此外，公司作为行业龙头企业之一，还参与制定了 JB/T6012.2-2008《内燃机进、排气门第 2 部分：金相检验》、GB/T23337—2009《内燃机进、排气门技术条件》等国家标准。

（二）人才优势

气门制造行业是技术密集型行业，公司经过多年的积累，已培养了一大批专业的经营管理人才，公司现有教授级高级工程师 2 人，高级工程师 12 人，工程师 22 人，助理工程师 15 人，高级技师 4 人。

公司核心的管理层团队包括张弢、欧洪先、李盘生、李区、罗天友、黄树生、陈潮汉、邓剑雄、莫桥彩等人均在公司任职接近或超过二十年。这些管理层人员在汽车发动机气门行业有着丰富的经验、良好的行业声誉和地位，均对企业怀有深厚的感情，且均是公司股东。公司在专业人才方面的独特竞争优势，是竞争对手在短期内无法形成和复制的。

（三）管理优势

公司于 2003 年开始全面推行精益生产管理方式，从产品的整个价值流出发，实现了生产过程的整合。以订单需求拉动生产，通过准时化同步生产暴露并解决在时间、库存、质量缺陷等方面的问题。公司生产现场应用了基于 RFID（RadioFrequencyIdentification 无线射频识别）的生产制造管理执行系统（MMES），进行生产制造和物流管理，提高生产的透明性和可控性。公司 MMES 项目是全国首批 46 个信息技术应用示范工程之一，公司也是国内汽配行业较早采用 RFID 技术和信息技术进行生产现场管理的厂家。

在国际售后服务市场中，公司采用单机自动化的柔性生产模式和先进的 MMES 生产管理系统相结合，带来了灵活生产调度的明显优势。由于国际售后服务市场订单多但单张订单批量小且交期要求高，公司采用的柔性化生产模式生产灵活，这一优势为公司带来了大量的出口订单。

（四）市场优势

公司作为气门制造业龙头企业，其产品质量高、服务好，已在业内具备良好口碑。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。

公司作为著名的气门生产企业，品牌优势已得到发挥。公司曾多次获得国家级、区域级别荣誉称号，公司的品牌价值在不断强化技术优势、人才优势、管理优势的过程中逐渐得到提升。

四、募投项目建设提升公司竞争力

本公司此次募集资金将投资于年产汽车发动机气门 2,000 万支技术改造项目及省级技术中心创新能力建设技术改造项目。募集资金到位后，公司的股本将增加 2,300 万股，由目前的 6,900 万股增至 9,200 万股。本次拟募集资金 20,135.87 万元，若募集资金，公司将通过自筹资金或申请银行贷款等方式解决资金缺口，以保证项目的顺利实施。

表 7：募投项目投资进度

投资项目	总投资额（万元）	分期投资额（万元）				
		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
年产汽车发动机气门 2,000 万支技术改造项目	21,038.00	2,378.40	6,598.00	5,350.00	4,050.00	1,623.60
省级技术中心创新能力建设技术改造项目	1,200.00	430	720	—	—	—

数据来源：招股说明书，西南证券

（一）募投项目改善产品结构、提升综合毛利率

公司本次公开发行募集资金拟投资项目将主要用于年产汽车发动机气门 2,000 万支技术改造项目，该项目将新增汽油发动机气门产能 1,150 万支/年，新增柴油发动机气门产能 850 万支/年，新增汽油机气门产能与柴油机气门产能比为 1.44: 1。虽然此次募投项目中新增柴油机气门产能低于汽油机气门产能，但是柴油机气门已经较原有水平有所提高。

由于柴油机气门毛利率远大于汽油机气门毛利率，因此募投项目的建设将会改善公司现有毛利率水平。

（二）募投项目生产线有订单保障

2013 年上半年，公司业绩出现下滑，主要源于上半年公司新工业区的工业电力建设迟迟未能完工，热处理工序和冲压工序不能正常生产，只投产了机加工工序，这直接导致了公司产能不足的情况进一步恶化，由于公司客户资源丰富，订单也逐年增长，但是在产能严重不足的情况下，公司优先限保证主机配套市场，因此损失了部分售后维修市场订单。

制造汽油机气门和柴油机气门对原材料、加工工艺的要求不同，通常来说，柴油机气门技术要求、技术含量比汽油机气门高，加工更复杂、工艺流程更长。公司在本次募投项目中，共引进 9 条生产线，其中 6 条为柴油机气门生产线、3 条汽油机气门生产线，新增的全自动

生产线将主要用于主机配套市场，而原有的柔性生产线将主要用于其更有优势的售后维修市场。由于公司客户群体大，接单能力强，募投项目所带来的产量提升有订单保障，将形成有效生产力。

五、盈利预测与估值

我们预计 2013-2015 年公司主营业务收入分别为 2.96 亿、3.57 亿和 4.07 亿，增长率分别为 -2.62%、20.56% 和 14.06%，净利润分别为 0.35 亿、0.48 亿和 0.54 亿元，增长率分别为 -10.78%、37.20% 和 12.18%，EPS 分别为 0.38、0.52 元和 0.59 元。结合同行业相关公司估值情况，我们给予公司 2014 年 17-21 倍的 PE，则每股合理询价区间为 8.84-10.92 元。

表 8：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	股价	每股收益				市盈率			
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
002448.SZ	中原内配	10.9600	1.4490	0.70	0.8737	1.0236	18.0176	15.9377	12.7618	10.8929
002283.SZ	天润曲轴	5.3800	0.1100	0.19	0.2795	0.3590	47.4117	28.4380	19.6064	15.2646
002085.SZ	万丰奥威	20.3000	0.6400	0.77	1.2334	1.4885	31.8926	24.8582	15.6316	12.9526
002434.SZ	万里扬	8.9500	0.2700	0.42	0.5302	0.6385	33.0390	21.7101	17.1445	14.2365
000581.SZ	威孚高科	27.3500	1.3400	1.10	1.4416	1.9520	31.6731	25.0181	19.1523	14.1445
002536.SZ	西泵股份	19.3000	0.3600	0.41	0.8350	1.6006	56.2529	49.4072	24.4551	12.7577
002553.SZ	南方轴承	22.8400	0.4525	0.56	0.7737	0.9885	51.4462	42.1968	30.0892	23.5508
000887.SZ	中鼎股份	7.6700	0.8700	0.44	0.5583	0.6888	15.6871	16.9259	13.4515	10.9030
平均							35.6775	28.0615	19.0366	14.3378

数据来源：WIND，西南证券

表 9：公司主营业务收入预测做相应调整

细分市场	产品	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
国内主机配套 市场	汽油机气门	4,343.99	3,934.78	3,576.22	2737.00	3314.96	3769.77
	增长率	16.52%	-9.42%	-9.11%	-23.47%	21.12%	13.72%
	柴油机气门	12,851.76	12,009.50	8,683.54	6336.48	8238.68	9491.10
	增长率	120.78%	-6.55%	-27.69%	-27.03%	30.02%	15.20%
国外售后服务 市场	国外售后服务市场	9017.69	13985.34	16520.88	19224.07	22605.48	25787.15
	增长率	19.05%	55.09%	18.13%	16.36%	17.59%	14.07%
国外主机配套 市场	国外主机配套市场	0	0	0	84.67	127.01	190.52
	增长率	-	-	-		50.00%	50.00%
国内售后服务 市场	国内售后服务市场	941.76	1592.51	1648.23	1,250.18	1,437.71	1,509.59
	增长率	-41.36%	69.10%	3.50%	-24.15%	15.00%	5.00%
合计		27,156.76	31,522.52	30,428.68	29632.06	35725.03	40749.06

数据来源：招股说明书，西南证券

六、风险提示

1、宏观经济运行的风险：汽车行业属于周期性行业，行业的发展与宏观经济相关，宏观经济的恶化，对汽车行业销售产生较大负面影响，目前世界经济形势总体上仍将十分严峻复杂，经济复苏的不稳定性不确定性上升。我国经济发展中不平衡、不协调的矛盾和问题仍很突出，经济增长下行压力和物价上涨压力并存。

2、汽车行业增速减缓的风险：近两年我国汽车行业增速明显的放缓，由于我国汽车行业增长的内生动力没有根本变化，未来较长时期内保持平稳增长仍然可期，但如果汽车行业发生剧烈波动，势必对发行人公司的生产经营造成不利影响。

3、人民币汇率波动风险：公司拥有自营进出口权，报告期内，公司出口业务的营业收入占主营业务收入的比重分别为 33.21%、44.37%、54.29% 和 46.48%。国外市场的外方客户一般以美元等外汇支付购货款，公司每年亦需要一定量的外汇从国外采购原材料、设备；但外汇支出并不足以与收入相抵，因而公司面临外汇汇率波动带来的风险。

4、原材料价格波动风险：公司的主要原材料为各种合金钢材、合金粉末等金属材料，原材料成本约占制造成本的 50%，主要原材料价格受镍、铬、钴等金属价格的影响较大。若原材料价格出现大幅波动，将对公司的经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	85.66	2.96	288.78	628.09	营业收入	305.71	296.32	357.25	407.49
应收和预付款项	141.05	88.72	187.41	127.61	减:营业成本	191.79	192.61	226.24	258.43
存货	107.64	84.09	141.12	116.13	营业税金及附加	0.04	1.50	0.04	0.04
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	15.37	14.82	17.86	20.37
长期股权投资	3.14	3.44	3.74	4.04	管理费用	43.52	38.52	46.44	52.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	11.72	12.81	14.20	16.28
固定资产和在建工程	252.86	301.87	331.88	344.76	资产减值损失	2.21	2.20	2.00	2.00
无形资产和开发支出	39.23	41.38	44.40	48.56	加:投资收益	0.31	0.30	0.30	0.30
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	629.58	522.46	997.33	1269.20	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	162.53	55.64	0.00	0.00	营业利润	41.38	34.16	50.77	57.69
应付和预收款项	55.16	39.54	73.77	45.24	加:其他非经营损益	4.95	7.20	6.00	6.00
长期借款	62.00	62.00	62.00	62.00	利润总额	46.33	41.36	56.77	63.69
其他负债	89.84	8.00	8.00	8.00	减:所得税	6.87	6.16	8.47	9.51
负债合计	369.53	165.18	143.77	115.24	净利润	39.46	35.20	48.30	54.18
股本	69.00	69.00	92.00	92.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	64.49	128.97	557.33	807.33	归属母公司股东净利润	39.46	35.20	48.30	54.18
留存收益	126.57	159.31	204.23	254.62	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	260.05	357.28	853.56	1153.95	经营性现金净流量	31.74	35.59	-50.15	129.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-88.89	-0.58	195.40	206.90
股东权益合计	260.05	357.28	853.56	1153.95	筹资性现金净流量	72.40	-117.71	140.57	2.95
负债和股东权益合计	629.58	522.46	997.33	1269.20	现金流量净额	15.00	-82.70	285.82	339.31

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：research@swsc.com.cn