

鹏翎股份(300375)新股分析报告

国内优质的汽车胶管供应商

投资要点

- **公司是国内优质的汽车胶管供应商,建议参与网上发行:** 公司是国内规模较大的专业汽车胶管生产企业之一,产品齐全,拥有6个系列2000多种规格的汽车用胶管产品。公司的传统优势产品是冷却水胶管及总成和燃油胶管及总成,占公司收入和毛利润的比例在97%以上。空调胶管和助力转向器胶管是公司新进入的领域,未来随着下游客户试验认证的通过,产品市场将不断拓展,毛利率也有望逐步提升。我们预计公司2013-2015年的EPS分别为0.93元、1.13元、1.43元,19.58元的发行价对应PE分别为21.15倍、17.35倍、13.67倍,参考可比公司估值情况及公司未来的成长性,我们给予公司2014年14-18倍的估值,对应合理估值区间15.82-20.34元,建议投资者参与申购。
- **汽车胶管行业企业众多,竞争激烈,汽车销量回暖将拉动胶管需求。** 我国汽车胶管企业数量众多,规模普遍较小,在技术、质量等方面与国外的汽车胶管生产企业相比还有很大差距,外资企业占据了我国汽车胶管行业50%左右的市场份额。随着我国汽车行业的销量回暖以及汽车保有量的不断增大,汽车胶管的配套和维修需求也将持续提升。
- **公司在国内汽车胶管企业中具有显著的产品和客户资源优势。** 公司的两大类主要产品冷却水胶管、燃油胶管,满足德国大众冷却水胶管标准TL52361和燃油胶管标准TL52424,为南北大众长期供货,2013年上半年,公司冷却水胶管和燃油胶管在国内的市场占有率分别为43.90%和21.78%。客户范畴几乎囊括了国内所有知名的轿车整车制造企业,公司产品已经为一汽大众、上海大众、神龙汽车、一汽集团、广汽丰田、美国福特、澳大利亚通用等国内外50多家著名整车生产企业进行配套,具有较明显的产品和客户资源优势。
- **募投项目:围绕主业扩大产能、提升研发水平。** 公司本次发行募集资金投资项目包括“新型低渗透汽车空调胶管及总成项目”、“助力转向器及冷却水胶管项目”、“汽车流体管路系统研发中心项目”,项目全部围绕主营业务和发展战略展开,投产后在空调胶管、助力转向器胶管、冷却水胶管的产能将分别增加1000万米(200万套)、500万米(200万套)、1000万米。
- **风险提示:** 汽车行业增速不及预期的风险;新增产能难以消化的风险。

指标年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	760.55	982.74	1165.37	1421.49
增长率	16.75%	29.21%	18.58%	21.98%
归属母公司净利润(百万元)	76.55	95.07	115.86	147.05
增长率	8.99%	24.19%	21.87%	26.92%
每股收益EPS(元)	0.745	0.926	1.128	1.432
PE	26.27	21.15	17.35	13.67
PB	4.03	3.39	2.12	1.83

数据来源:西南证券研发中心

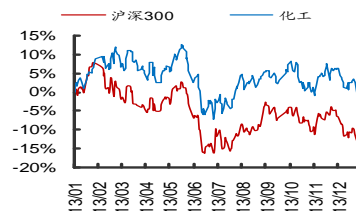
西南证券研究发展中心

分析师:商艾华
执业证号:S1250513070003
电话:023-63786519
邮箱:shah@swsc.com.cn

分析师:朱会振
执业证号:S1250513110001
电话:023-63786049
邮箱:zhz@swsc.com.cn

研究助理:李晓迪
电话:010-57631196
邮箱:lxdi@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源:西南证券研发中心

本次发行情况

发行前总股本(万股)	7699.15
本次发行(万股)	2570
发行后总股本(万股)	10269.15
2012年每股收益(摊薄后)(元)	0.75

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	6.48
毛利率(%)	23.36
流动比率(倍)	2.68
速动比率(倍)	1.53
应收账款周转率(次)	10.96
资产负债率(%)	26.70
净资产收益率(加权平均)(%)	15.35

相关研究

目 录

一、国内优质的汽车胶管供应商	1
（一）公司概况	1
（二）股权结构	1
（三）子分公司介绍	2
二、汽车胶管行业状况和未来需求预测	2
（一）行业现状和竞争状况	2
（二）行业需求预测	4
三、公司业务分析	6
四、公司竞争优势分析	9
（一）公司的车用胶管综合竞争力强，产品优势明显	9
（二）公司具有优质而稳定的客户资源	11
（三）公司具备较强的技术和自主创新优势	11
五、募投项目情况	13
六、盈利预测与投资建议	14
七、风险提示	15

插图目录

图 1: 公司主要产品.....	1
图 2: 公司股权结构（发行前）.....	2
图 3: 美晨科技营业收入和同比增速.....	3
图 4: 美晨科技净利润和同比增速.....	3
图 5: 公司和美晨科技的毛利率对比.....	4
图 6: 我国汽车累计产量及增速.....	4
图 7: 我国民用汽车保有量及增速.....	5
图 8: 公司营业收入及同比增速.....	6
图 9: 公司净利润及同比增速.....	6
图 10: 公司毛利率和净利率.....	7
图 11: 公司三项费用率.....	7
图 12: 公司分产品收入构成.....	7
图 13: 公司分产品毛利率.....	8
图 14: 公司分产品产能统计.....	8
图 15: 公司冷却水胶管和燃油胶管的市场占有率.....	10
图 16: 公司空调胶管收入和毛利率.....	10

表格目录

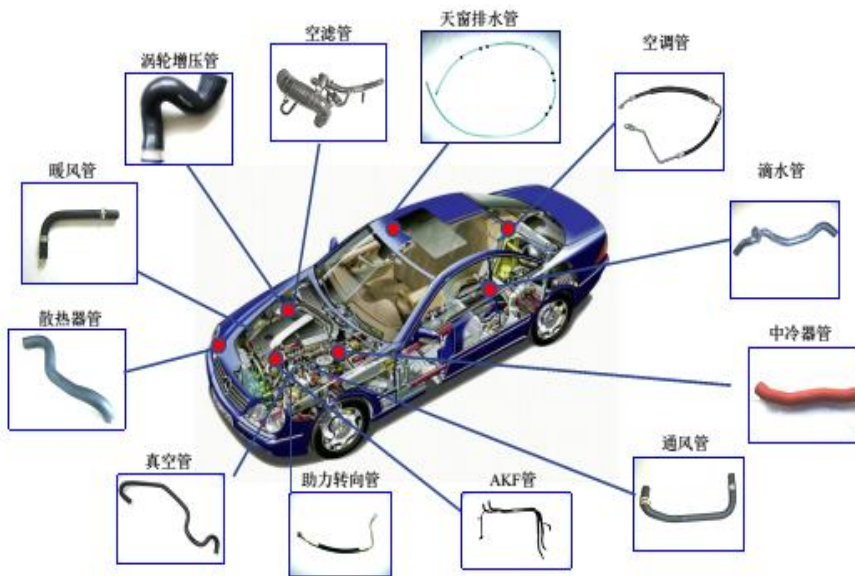
表 1: 公司子公司和分公司情况简介.....	2
表 2: 单辆汽车使用软管数量及金额测算.....	5
表 3: 2014-2017 年我国汽车胶管行业总规模预测.....	6
表 4: 公司产能利用率和产销率统计.....	8
表 5: 近几年公司前 5 大客户销售情况.....	11
表 6: 公司主要产品的技术水平.....	11
表 7: 公司正在从事的研发项目及进展.....	12
表 8: 首发上市募投项目简况.....	13
表 9: 分项收入成本预测表（百万元）.....	14
表 10: 可比公司估值情况.....	15
附录: 财务预测表（百万元）.....	16

一、国内优质的汽车胶管供应商

（一）公司概况

天津鹏翎胶管股份有限公司创立于 1988 年，前身为中塘胶管厂。公司主营业务为汽车用橡胶软管及总成产品的科研、开发、生产和销售，是国内规模较大的专业汽车胶管生产企业之一。其主要产品有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、车身附件系统软管及总成、汽车动力转向系统软管及总成等 6 个系列 2000 多种规格的汽车用胶管。

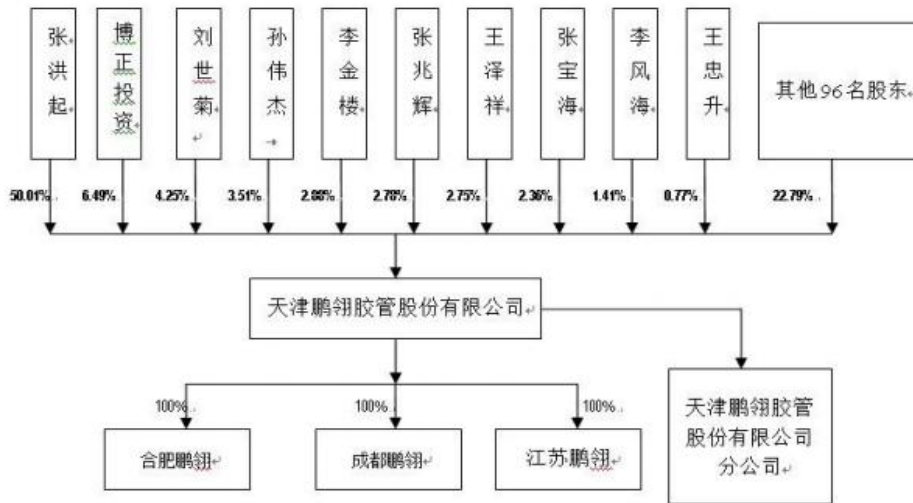
图 1：公司主要产品



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

（二）股权结构

公司本次股份发行前的总股本为 7699.15 万股，本次发行不超过 2570 万股。发行前的控股股东和实际控制人为现任董事长兼总经理张洪起先生，持有发行前公司 50.01% 的股权。本次发行前公司的第二大股东为博正资本投资有限公司（博正投资），博正投资是渤海证券的全资子企业，占发行前公司股份的 6.49%。

图 2：公司股权结构（发行前）


数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

（三）子分公司介绍

公司旗下目前有三个全资子公司和一个分公司，分别是合肥鹏翎胶管有限责任公司、成都鹏翎胶管有限责任公司、江苏鹏翎胶管有限公司和天津鹏翎胶管股份有限公司分公司。目前合肥鹏翎和成都鹏翎已经投产，江苏鹏翎成立于 2013 年 1 月，还处于项目建设期。

表 1：公司子公司和分公司情况简介

公司名称	子分公司	成立日期	主要产品	2013 H1 收入 (万元)	2013 H1 净利润 (万元)
合肥鹏翎	全资子公司	2009.10	冷却水管、燃油胶管、真空管、动力转向管等	3269.53	226.75
成都鹏翎	全资子公司	2009.9	冷却水管和燃油胶管	3772.58	667.02
江苏鹏翎	全资子公司	2013.1	冷却水管和燃油胶管	0.00	-1.21
天津鹏翎分公司	分公司	2010.1	原材料和产品进出口、生产注胶件和天窗排水管	-	-

数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

二、汽车胶管行业状况和未来需求预测

（一）行业现状和竞争状况

汽车胶管是应用于汽车冷却系统、燃油系统、制冷系统、动力转向系统和制动刹车系统、空调系统等的橡胶软管，其作用是传输各种液体和气体，如燃油、润滑油、水、制冷剂等，是重要的汽车零部件。由于汽车胶管安装在汽车内，需要长期经受汽车行驶过程中各种环境因素的影响，因此汽车胶管必须具有一定的耐高低温、压力、气候、耐摩擦、耐所传输液体和气体的腐蚀等性能。

目前我国的汽车胶管行业处于发展的初级阶段，国内的汽车胶管生产企业数量众多，但

规模较小，多数为中小型企业，它们在规模、技术、质量、管理等方面与国外的汽车胶管生产企业相比还有很大差距，与市场需求也相差较远。

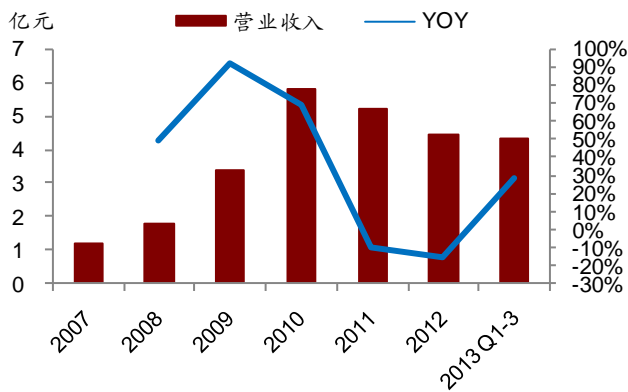
随着汽车全球采购的发展趋势，跨国汽车胶管制造商纷纷在中国建厂，国内胶管行业的市场竞争日益激烈。我国生产汽车胶管的企业数量为 60 家左右，其中外资企业约 20 家，占三分之一左右，并且占据着大部分的配套市场。外资企业占据了我国汽车胶管行业 50% 左右的市场份额，而高档、豪华汽车胶管市场的大部分甚至全部的市场份额均被外资企业占据。

目前国内汽车胶管行业生产规模较大、技术实力较强的企业主要有四川环科技股份有限公司、宁波丰茂远东橡胶有限公司、上海尚翔汽车胶管有限公司、南京 7425 工厂、美晨科技、以及鹏翎股份等。

同行业上市公司美晨科技主营产品为汽车用减震和胶管产品，其综合毛利率相比鹏翎股份略高，主要是由产品结构和客户群体的不同造成的。

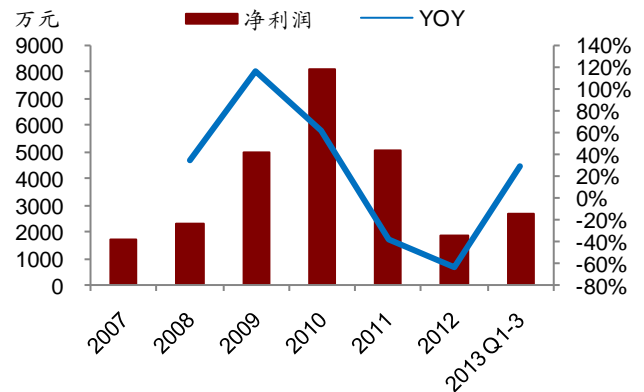
美晨科技的主要产品为空气系统软管中的涡轮增压硅胶管，其毛利率水平在 50% 左右，而公司的两大类主要产品冷却水胶管和燃油胶管的毛利率则在 25% 左右；另外，公司的主要客户是轿车制造商，而美晨科技的下游客户主要是重卡车型生产商，客户群体不同也导致产品成本和销售单价与公司相比较为高。

图 3: 美晨科技营业收入和同比增速



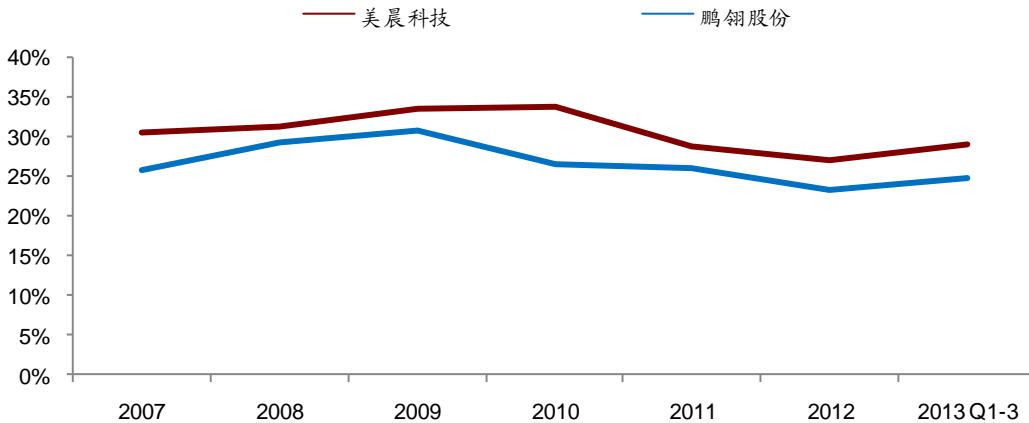
数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

图 4: 美晨科技净利润和同比增速



数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

图 5: 公司和美晨科技的毛利率对比



数据来源: wind, 西南证券研发中心整理

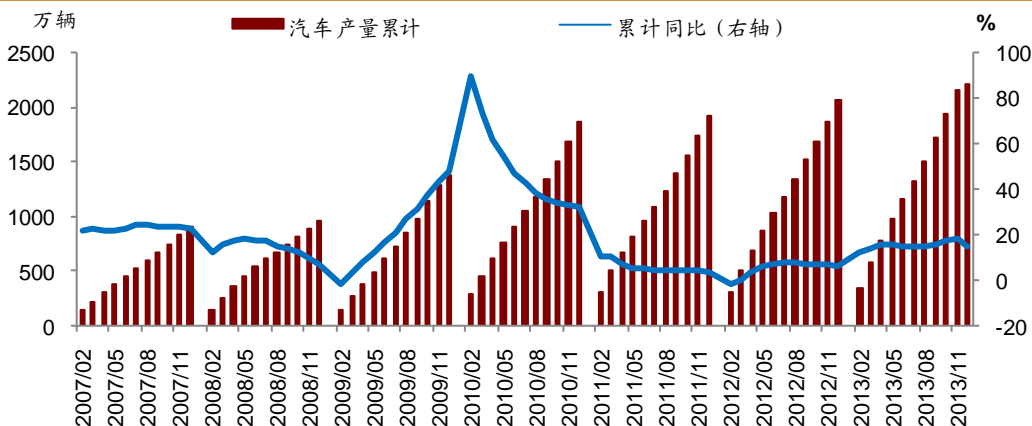
(二) 行业需求预测

汽车胶管属于汽车零部件配套的基础部件,其单车用量相对稳定,汽车胶管的国内市场需求与汽车产业表现出同步增长的趋势。

我国汽车工业经过多年的迅猛发展,已成为全球汽车产销量第一大国。尤其是 2009 年、2010 年,受国家扩内需、保增长等一系列政策的促进,我国汽车产销量同比增速分别在 45% 和 30% 以上。自 2011 年起,我国汽车工业从高速增长期进入平稳发展时期。据中国汽车工业协会统计,2012 年,我国生产汽车 1927.18 万辆,同比增长 4.6%,销售汽车 1930.64 万辆,同比增长 4.3%。

2013 年我国汽车产销量增速有所回升,全年汽车产销量分别为 2211.68 万辆和 2198.41 万辆,同比分别增长 14.76% 和 13.87%,再次创下全球产销记录。其中乘用车的增速更加明显,2013 年我国乘用车产销 1808.52 万辆和 1792.89 万辆,同比增长 16.50% 和 15.71%,高于汽车市场整体增幅;商用车产销 403.16 万辆和 405.52 万辆,同比增长 7.56% 和 6.40%。

图 6: 我国汽车累计产量及增速

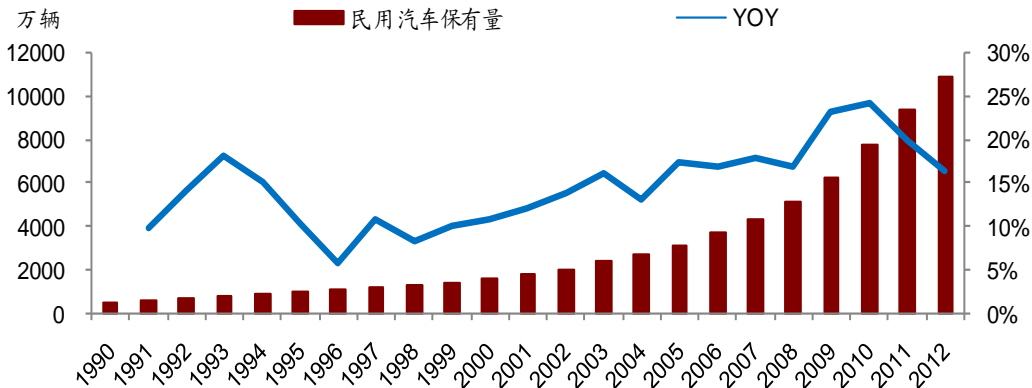


数据来源: wind, 西南证券研发中心整理

根据中国汽车工业协会预测，2014 年我国汽车市场将呈现平稳增长的态势。中国汽车市场整体规模将达到 2374~2418 万辆，同比增幅为 8%~10%。

随着我国汽车工业的迅猛发展，以及人民生活水平的提高，我国汽车保有量也快速增长。1990 年，我国民用汽车保有量为 551 万辆，2000 年为 1609 万辆，2007 年达到 4358 万辆，2012 年增长至 1.09 亿辆。2000 年-2012 年间，我国民用汽车保有量的年均复合增长率为 17.18%，增长迅速。

图 7: 我国民用汽车保有量及增速



数据来源: wind, 西南证券研发中心整理

与世界其他国家相比，我国千人汽车保有量仍处于较低水平。目前我国千人汽车保有量约为 89 辆，而美国千人汽车保有量超过 800 辆，欧洲约为 600 辆，同为亚洲国家的日本和韩国千人汽车保有量分别为 600 辆和 400 辆左右，同为金砖国家的俄罗斯和巴西接近 300 辆，因此我国的汽车市场还存在很大的发展空间，也将拉动汽车胶管行业的维修市场需求。

汽车胶管行业的市场容量取决于整车厂的配套数量与维修市场供货数量。按照每辆车平均使用各类胶管 20 米测算，单辆汽车使用胶管及总成的总金额平均为 750 元。

表2: 单辆汽车使用软管数量及金额测算

产品名称	每辆车平均使用软管数量 (米)	软管均价 (元/米)	每辆车平均使用软管金额 (元)
汽车发动机附件系统软管及总成	5.50	20	110
汽车燃油系统软管及总成	4.00	55	220
汽车空调系统软管及总成	3.50	40	140
汽车制动系统软管及总成	3.00	30	90
汽车车身附件系统软管及总成	2.00	15	30
汽车动力转向系统软管及总成	2.00	80	160
合计	20.00	-	750

数据来源: 招股说明书, 西南证券研发中心整理

按照我国 2013 年的汽车产量 2211.68 万辆计算，假设 2014 汽车产量的增速为 9%、2015-2017 年增速按 5% 保守估计，则 2014-2017 年整车配套市场对汽车胶管的需求规模为 180.80 亿元、189.85 亿元、199.34 亿元、209.30 亿元。假设汽车维修市场增量按照当年汽车总产量的 5% 计算，则 2014-2017 年汽车维修市场对汽车胶管的需求规模为 9.04 亿元、

9.49 亿元、9.97 亿元、10.47 亿元。预计 2014-2017 年汽车胶管行业的市场规模合计为 189.85 亿元、199.34 亿元、209.30 亿元、219.77 亿元。

表3: 2014-2017 年我国汽车胶管行业总规模预测

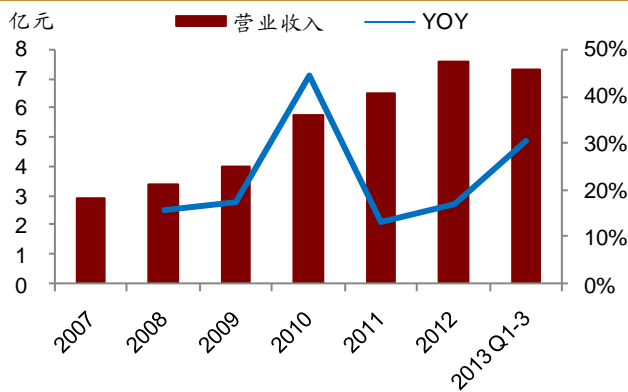
产品名称	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
整车新车总产量 (万辆)	2410.73	2531.27	2657.83	2790.72
整车配套所需胶管 (亿米)	4.82	5.06	5.32	5.58
整车胶管配套市场 (亿元)	180.80	189.85	199.34	209.30
配件维修市场增加量 (万辆)	120.54	126.56	132.89	139.54
配件维修市场所需胶管 (万米)	2410.73	2531.27	2657.83	2790.72
配件维修市场 (亿元)	9.04	9.49	9.97	10.47
胶管市场总规模 (亿元)	189.85	199.34	209.30	219.77

数据来源: 西南证券研发中心整理

三、公司业务分析

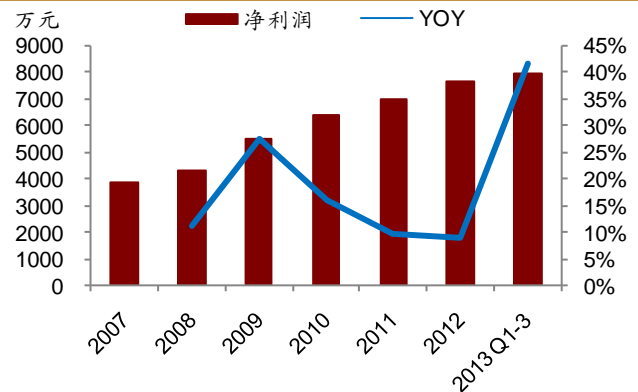
鹏翎股份是国内规模较大的专业汽车胶管生产企业之一。近年来其营业收入和净利润逐年增长。2012 年营业收入和净利润分别为 7.61 亿元和 7655.06 万元，2007-2012 年营业收入和净利润的年均复合增长率分别为 20.88% 和 14.58%。2013 年前 9 个月，公司营业收入为 7.31 亿元，同比增长了 30.17%，净利润为 7987.74 万元，同比增长了 41.85%。目前公司的综合毛利率和净利率分别在 24% 和 10% 左右。

图 8: 公司营业收入及同比增速

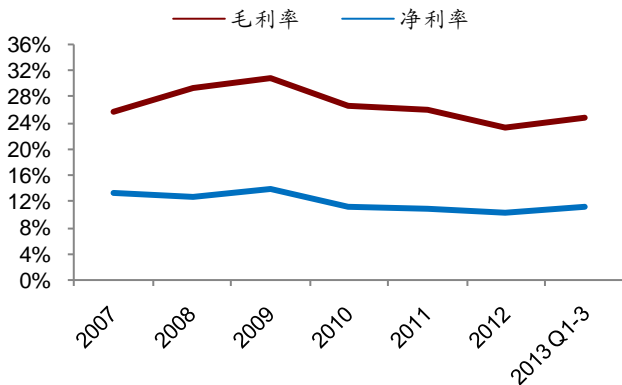


数据来源: Wind、西南证券研发中心整理

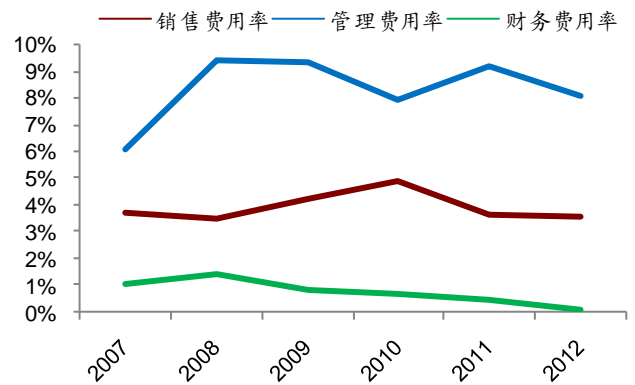
图 9: 公司净利润及同比增速



数据来源: Wind、西南证券研发中心整理

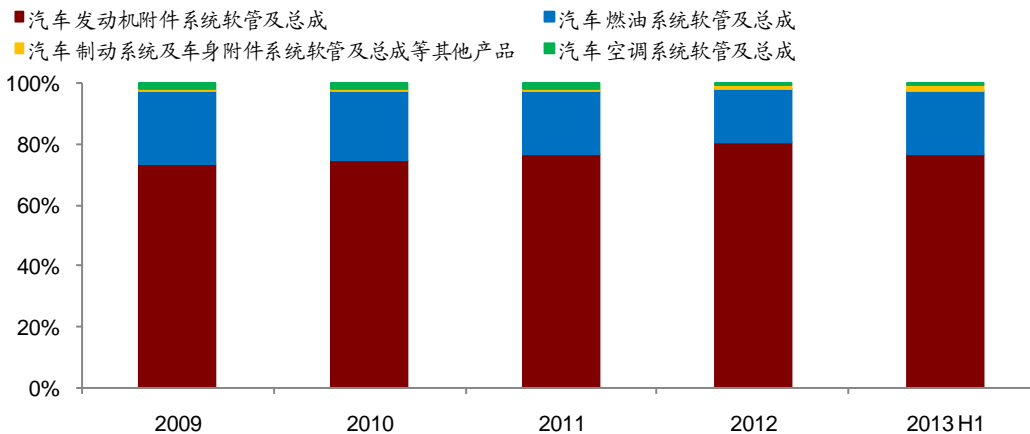
图 10: 公司毛利率和净利率


数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

图 11: 公司三项费用率


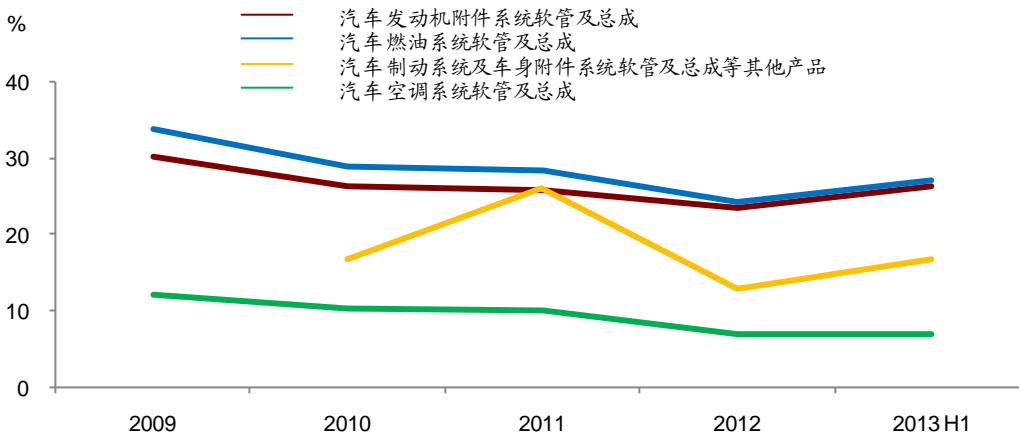
数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

公司的主打产品是冷却水胶管及总成和燃油胶管及总成, 这两类产品是公司主要的收入和利润来源, 占公司收入和毛利润的比例在 97% 以上。

图 12: 公司分产品收入构成


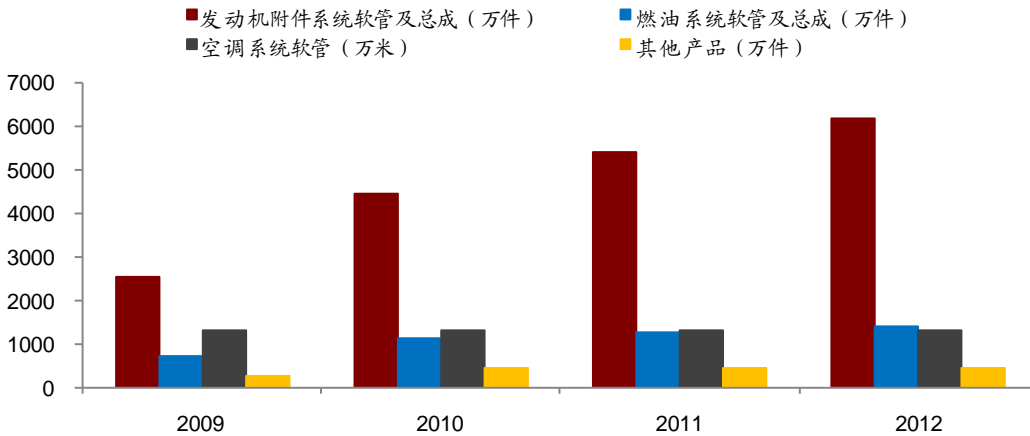
数据来源: wind, 西南证券研发中心整理

一般来说, 汽车胶管产品的毛利率从高到低依次为助力转向器胶管、空调胶管、油管和水管。公司的冷却水胶管和燃油胶管的毛利率基本保持在 25% 以上。空调胶管和助力转向器胶管是公司新进入的领域, 还未实现大规模量产, 下游南北大众等优质客户还处于产品认证阶段, 订单较少, 没有形成规模效应, 因此目前毛利率还处于较低水平。未来随着下游客户试验认证的通过, 空调胶管和助力转向器胶管的产品市场将不断拓展, 毛利率也有望逐步提升, 也将拉升公司的盈利能力。

图 13: 公司分产品毛利率


数据来源: wind, 西南证券研发中心整理

近年来公司的产能不断增长, 公司的两大类主打产品冷却水胶管和燃油胶管的产能利用率一直处于较高水平, 未来随着对老客户新产品的配套供应增加以及对新客户的开拓, 这两大产品的产能利用率仍将保持高位。公司的空调胶管和助力转向器胶管还处于南北大众等客户的试验认证阶段, 订单还较少, 目前客户主要是长城、华晨、一汽吉林等国内客户, 还未实现大规模量产, 产能利用率还非常低, 未来随着下游客户的认证通过, 公司订单将逐步增长, 产能利用率也将持续提高。

图 14: 公司分产品产能统计


数据来源: 招股说明书, 西南证券研发中心整理

表 4: 公司产能利用率和产销率统计

年度	项目	发动机附件系统软管及总成 (万件)	燃油系统软管及总成 (万件)	空调系统软管 (万米)	其他产品 (万件)
2009	产能	2564.06	713.40	1305.00	292.65
	产量	2978.65	548.77	53.47	0.24
	产能利用率	116.17%	76.92%	4.10%	0.08%
	销量	2922.04	484.81	50.54	32.92
	产销率	98.10%	88.35%	94.53%	13716.67%

年度	项目	发动机附件系统软管及总成 (万件)	燃油系统软管及总成 (万件)	空调系统软管 (万米)	其他产品 (万件)
2010	产能	4461.17	1128.91	1305.00	437.65
	产量	4123.79	1072.73	63.94	154.20
	产能利用率	92.44%	95.02%	4.90%	35.23%
	销量	4051.13	1022.59	55.39	154.20
	产销率	98.24%	95.33%	86.63%	100.00%
2011	产能	5414.52	1270.02	1305.00	437.65
	产量	4711.41	1184.99	56.42	60.64
	产能利用率	87.01%	93.30%	4.32%	13.86%
	销量	4540.87	1127.87	61.95	61.72
	产销率	96.38%	95.18%	109.80%	101.78%
2012	产能	6190.34	1411.14	1305.00	437.65
	产量	5738.67	1318.29	39.95	79.12
	产能利用率	92.70%	93.42%	3.06%	18.08%
	销量	5564.57	1232.72	39.44	94.24
	产销率	96.97%	93.51%	98.73%	119.11%

数据来源: 招股说明书, 西南证券研发中心整理

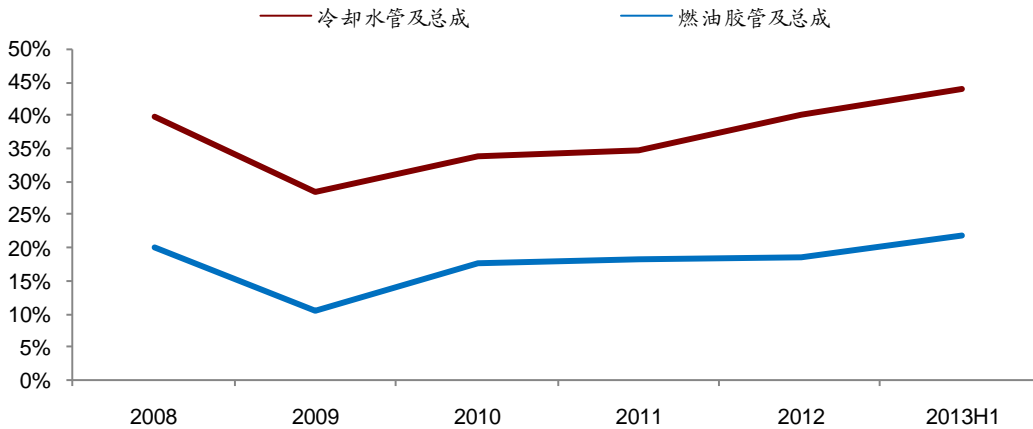
四、公司竞争优势分析

(一) 公司的车用胶管综合竞争力强, 产品优势明显

公司是我国较大的汽车用橡胶软管生产企业之一, 在汽车胶管行业具有较强的综合竞争力。与国内企业相比, 公司的技术领先、品种齐全, 研发实力较强、产品性能优越, 胶管生产规模较大, 产品在中高端市场有显著优势。与国外企业相比, 公司主要产品在耐高温、耐臭氧、耐燃油渗透、爆破压力、脉冲试验等主要关键性能指标上, 已经达到国际先进水平, 且汽车用胶管种类齐全, 有明显的成本优势, 价格相对国外产品低约 20%-30%, 但生产规模仍然相对较小, 自动化水平也有一定差距。

德国大众冷却水胶管标准 TL52361 和燃油胶管标准 TL52424 为行业中的较高标准, 公司的两大类主要产品冷却水胶管、燃油胶管, 均得到了德国大众的认可, 已经为南北大众长期供货, 其中冷却水胶管在大众系列所有车型中的占有率达到了 50% 以上。目前公司已相继为澳大利亚通用、美国福特、东风日产、东风本田、戴姆勒克莱斯勒公司、菲亚特公司研制出符合其标准的冷却水胶管并实现批量供货, 对戴姆勒克莱斯勒公司、北京戴克批量配套供应燃油胶管。

公司的冷却水胶管和燃油胶管在行业中已确立了较高的市场地位, 在国内轿车新车市场占有率较高, 其中冷却水胶管保持在 30% 以上, 燃油胶管在 20% 左右。2013 年上半年, 公司冷却水胶管和燃油胶管在国内的市场占有率分别为 43.90% 和 21.78%。

图 15: 公司冷却水胶管和燃油胶管的市场占有率


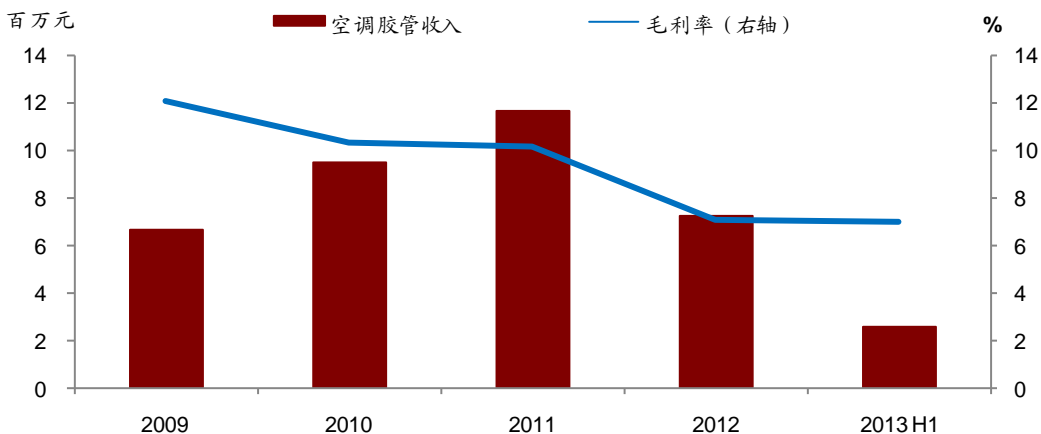
数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心整理

在低渗透空调胶管、高压助力转向器胶管方面,公司已成功开发出具备国际水平的胶管,抢占了市场先机。

为开拓空调胶管市场,公司引进了日本全自动连续生产线,并自主开发研制了低渗透空调胶管的生产配方,其产品的渗透率性能远远超过国家标准,且爆破压力性能达到了国际水平。

在助力转向器胶管方面,高压助力转向器胶管由于耐压性能高,技术难度大,目前国内主机厂使用的高压助力转向器胶管大部分仍需要进口,公司开发的高压助力转向器胶管已突破了爆破压力等主要技术难点,能够替代进口产品。

目前公司空调胶管和助力转向器胶管还未实现大规模量产,未来随着下游客户对公司空调胶管和助力转向器胶管的认证陆续通过,这两类产品的订单和生产规模将逐渐增长,毛利率也有望持续提升,将拉动公司的收入和盈利水平。

图 16: 公司空调胶管收入和毛利率


数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心整理

(二) 公司具有优质而稳定的客户资源

公司成立于 1988 年，前身为中塘胶管厂，是我国较早从事汽车胶管专业生产的企业，成立 20 多年来，凭借产品质量、技术创新能力和配套服务能力，客户范畴几乎囊括了国内所有知名的轿车整车制造企业，公司产品已经为一汽大众、上海大众、神龙汽车、一汽集团、广汽丰田、美国福特、澳大利亚通用等国内外 50 多家著名整车生产企业进行配套，在汽车胶管市场中具有较明显的市场优势地位。

汽车胶管的质量和性能对整车的影响很大，因此汽车制造企业在选定胶管供应商时都有一套严格的配套标准，对质量和服务等均有极高的要求。汽车制造商为保证其整车产品的质量以及供货的时间要求，与一些汽车胶管的配套供应商建立了长期稳定的合作关系，这种稳定关系的建立需要 5-10 年的时间。公司目前已经和国内众多的汽车生产商建立了紧密的合作关系，其优质而稳定的客户资源将是公司市场优势地位的有力保障。

公司的主要客户有一汽大众、上海大众、长城汽车等，对前五大客户的销售收入占公司总收入的比例在 60% 以上。另外公司也在不断开拓比亚迪、吉利等较优秀的国内汽车生产商，提升公司产品在自主品牌中的影响力和竞争力。

表5: 近几年公司前 5 大客户销售情况

2011 年			2012 年			2013 上半年		
客户	销售收入 (亿元)	占总收入 比例	客户	销售收入 (亿元)	占总收入 比例	客户	销售收入 (亿元)	占总收入 比例
一汽大众	1.64	25.22%	一汽大众	2.32	30.45%	一汽大众	1.26	26.46%
上海大众	1.28	19.67%	上海大众	1.36	17.89%	上海大众	0.82	17.28%
上海大众动力总成	0.49	7.57%	上海大众动力总成	0.61	8.02%	上海大众动力总成	0.38	8.08%
安徽江淮汽车	0.30	4.65%	长城汽车	0.31	4.09%	长城汽车	0.21	4.42%
上汽通用五菱汽车	0.21	3.18%	安徽江淮汽车	0.28	3.68%	大众一汽发动机(大连)	0.19	3.94%
合计	3.93	60.29%		4.88	64.13%		2.86	60.18%

数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心整理

(三) 公司具备较强的技术和自主创新优势

公司在发展过程中，积累了十几年的配方设计及工艺制造经验，工艺技术较成熟，产品质量稳定。公司产品的综合性能达到了国际先进水平，目前的两大类主要产品冷却水管和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，其他胶管也达到了日本、美国及欧洲国家的先进标准。目前公司拥有包括胶料配方专利和工艺技术专利等共 72 项，其中发明专利 56 项，实用新型专利 16 项。公司在产品技术开发能力及科研技术水平上建立了与国际先进同行竞争的平台，具备了与国外同行竞争的能力。

表6: 公司主要产品的技术水平

产品名称	主要指标	技术水平
汽车冷却水管及总成	耐高温 150℃，疲劳脉冲≥180000 次，压缩变形 ≤70%	达到德国大众 TL52361 的标准，属国际先进水平
汽车燃油胶管（含加油胶管）及总成	综合疲劳 3060 小时，爆破压力≥6MPa，燃油渗	达到德国大众 TL52424 和更高要求的 TL52624。

产品名称	主要指标	技术水平
	透达到欧IV标准	无铅环保材料，属国际先进水平
汽车油气混和胶管及总成	耐高温 150℃，燃油渗透达到欧IV标准	达到德国大众 TL52052 和更高要求的 TL52291 标准，无铅环保材料，属国际先进水平
普通汽车空调胶管及总成	耐温-40--120℃，爆破压力≥12MPa，疲劳脉冲≥150000 次	达到国内企业标准 QC/T 664，属国际先进水平
汽车空气滤清器连接胶管	耐温-30--170℃，疲劳脉冲≥1000000 次	属国际先进水平
汽车真空助力器软管及总成	耐温 -30--125℃，爆破压力≥2.41MPa，产品符合 CCC 国家安全认证	属国际先进水平
汽车助力转向器胶管及总成	汽车助力转向中压胶管耐温-35--130℃，爆破压力≥5.0MPa。	满足德国大众 TL82415 标准，属国际先进水平。
汽车中冷器连接胶管	耐温-35--175℃，疲劳脉冲≥300000 次	满足福特 WSD-M96D30-A、菲亚特 9.02132 标准要求，属国际先进水平。

数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

由于汽车产品的更新换代加快，老的汽车胶管配套产品价格每年都会有小幅下调，而新的配套产品的价格则会在较高的水平，因此持续创新改进的能力对汽车胶管生产企业来说至关重要。公司拥有适用于多个汽车系统的胶管匹配技术，并具备与整车制造商同步开发新车型的能力。在新产品开发过程中，公司能够根据下游整车客户的性能要求以及安装要求等，进行同步的开发并持续优化产品的性能和质量，积极解决下游客户在新产品研发过程中的问题。

通过不断加大研发投入，公司的产品种类不断丰富，产品性能持续提高，目前公司从事的新产品研发项目主要有 11 种，新产品的研发和推进将在未来提升公司的盈利能力。

表7：公司正在从事的研发项目及进展

研发项目	研制目标	进度
低渗透汽车空调胶管及总成系列产品	开发满足 VW50170, TL82316 标准的低渗透胶管。	小批量试生产完成，总成制备生产完成，第一轮全部试验完成，针对问题项进行分析整理，继续进行试制以及试验。
耐高温冷却水管及总成开发	开发耐 175℃ 高温的冷却水管，满足一汽轿车以及神龙汽车标准要求。	小试，中试、批试试验研发完成，且满足标准要求，开发完成。
新型氟、硅复合汽车涡轮增压缠布胶管及总成	开发满足保定长城、南京依维柯标准，耐温 210℃ 涡轮增压胶管。	小试试验已经完成，满足主机厂标准要求，小批量生产进行中。
汽车涡轮增压胶管及总成	开发不同等级的耐高温性能的涡轮增压胶管，耐温等级从 110℃ 到 220℃。	小试试验已经完成，小批量总成产品试制完成，部分产品处于大批量生产阶段，新材料耐高温产品小试进行中。
新型材料动力助力转向器胶管及总成	开发 CM 材料以及 ACM/CSM 的新型动力转向胶管及总成，满足耐液压油和高低温长期脉冲试验的要求。	小试试验研发完成，满足标准以及客户要求，且已经开始批量供货。
新型低渗透油管开发	开发满足日系标准的低渗透油管。	小试试验研发完成，试验完成，且已经提交客户，等待认可中。
耐生物燃油的燃油系统软管及总成	开发燃油系统包括燃油胶管以及多层尼龙管的耐生物燃油性能。	小试试验研发完成，满足标准要求，研发完成。

研发项目	研制目标	进度
多层尼龙树脂燃油管及总成	开发满足大众 TL52435 标准的多层尼龙燃油管及总成。	自检试验完成，在德国大众实验室检测完成，且满足 TL52435 标准要求，后续继续开发 TL82253 总成标准。
单层尼龙树脂燃油管及总成	开发满足大众 TL52439 标准的单层尼龙燃油管及总成。	自检试验完成，在德国大众实验室检测完成，且满足 TL52439 标准要求，后续继续开发 TL82253 总成标准。
新型欧五标准低渗透燃油管开发	开发满足大众 TL52665 标准的低渗透燃油管及总成。	小试试验进行中。
尼龙波纹管材料与工艺开发	先期研发满足大众 TL52694 标准的尼龙波纹管材料。	购买的尼龙波纹管设备制造完毕，在厂家验收完毕。

数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

五、募投项目情况

公司本次公开发行股票的数量不超过 2570 万股，实际募集资金扣除发行费用后将用于投入以下项目：

表8：首发上市募投项目简况

项目名称	项目总投资（万元）	产能
新型低渗透汽车空调胶管及总成项目	5779	1000 万米（200 万套）
助力转向器及冷却水胶管项目	12910	500 万米（200 万套）、1000 万米
汽车流体管路系统研发中心项目	3140	-
合计	21829	

数据来源：公司公告、西南证券研发中心整理

公司本次募集资金全部用于与主营业务相关的项目，募投项目中的低渗透空调胶管、助力转向器胶管（高压）为公司新产品，与公司现有的普通空调胶管、中低压助力转向器胶管的生产工艺和技术有较大差异。募投项目全部达产后，公司在空调胶管、助力转向器胶管、冷却水胶管的产能将分别增加 1000 万米（200 万套）、500 万米（200 万套）、1000 万米。

新型低渗透汽车空调胶管及总成项目

公司募投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，可以有效减少制冷剂对大气环境的渗透，既能保护大气环境，又能降低制冷剂的补充次数，节约资源和行车成本。

公司的低渗透空调胶管已经过了严格的测试，其性能指标超过了美国国家汽车空调胶管标准，产品相比于同行业其他企业具有一定的竞争优势。目前公司已发展了一批国内自主品牌整车生产客户，实现对多种车型的配套，并且根据整车生产商的采购意向，目前公司产品设计部正在为部分整车厂的新车型开发匹配的低渗透空调胶管。

公司已经购置了 1 条空调胶管生产线及 9 台套总成设备，实现了小批量生产和销售。预计项目全部达产后将新增净利润 2265 万元。

助力转向器及冷却水胶管项目

高压助力转向器胶管是公司的一个新产品，募投产能 500 万米（200 万套），填补了公司该项产品空白。由于高压助力转向器胶管要求承受压力较高，产品生产难度较大，目前国内整车配套的助力转向器胶管多数需要从国外进口，未来进口替代空间巨大。

目前公司的高压助力转向器胶管已通过认证程序并已批量应用在南京依维柯皮卡车型、长城汽车的炫丽车型和 P53 车型、一汽吉林的森雅车型等，并且根据整车生产商的采购意向，正在为其他整车厂的一些车型开发相应的高压助力转向器胶管。

公司已经购置了 1 条助力转向器胶管生产线，高压助力转向器胶管实现了小批量生产和销售。

冷却水胶管是公司的主要产品，产品性能达到德国大众 TL52361 标准，并为南北大众供货多年。产能利用率和产销率均处于较高水平。公司此次扩大冷却水胶管的产能，打破其产能瓶颈。公司购置了 4 条冷却水胶管生产线，实现了批量生产。

高压助力转向器及冷却水胶管项目全部投产后，预计将为公司新增净利润 4848 万元。

六、盈利预测与投资建议

盈利预测说明与假设：

- 募投项目如期投入并产生收益；
- 公司两大优势产品汽车发动机附件系统软管和燃油软管的收入仍然保持较稳定快速的增长，空调软管和助力转向器软管的营业收入随着客户认证的通过而放量，收入持续增长；
- 未来三年汽车发动机附件系统软管和燃油软管的毛利率保持稳定，空调软管和助力转向器软管的毛利率持续提升；
- 公司适用所得税率为 15%

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 9.82 亿元、11.65 亿元、14.21 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.95 亿元、1.16 亿元、1.47 亿元。

表9：分项收入成本预测表（百万元）

		2012	2013E	2014E	2015E
汽车发动机附件系统软管及总成	营业收入	613.51	760.75	890.08	1068.10
	YOY	22.75%	24.00%	17.00%	20.00%
	营业成本	469.46	574.37	672.01	806.41
	毛利率	23.48%	24.50%	24.50%	24.50%
汽车燃油系统软管及总成	营业收入	132.20	198.30	241.92	302.40
	YOY	-1.62%	50.00%	22.00%	25.00%
	营业成本	100.06	147.73	180.23	225.29
	毛利率	24.31%	25.50%	25.50%	25.50%
汽车制动系统及	营业收入	7.61	18.26	27.39	43.83

		2012	2013E	2014E	2015E
车身附件系统软管及总成等其他产品	YOY	36.57%	140.00%	50.00%	60.00%
	营业成本	6.63	15.34	22.46	35.06
	毛利率	12.86%	16.00%	18.00%	20.00%
汽车空调系统软管及总成	营业收入	7.24	5.43	5.97	7.16
	YOY	-37.86%	-25.00%	10.00%	20.00%
	营业成本	6.73	5.05	5.40	6.23
	毛利率	7.06%	7.00%	9.50%	13.00%
合计	营业收入	760.55	982.74	1165.37	1421.49
	YOY	16.75%	29.21%	18.58%	21.98%
	营业成本	582.87	742.49	880.11	1073.00
	毛利率	23.36%	24.45%	24.48%	24.52%

数据来源: 西南证券研发中心整理

我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.93 元、1.13 元和 1.43 元, 19.58 元的发行价对应 PE 分别为 21.15 倍、17.35 倍、13.67 倍, 参考可比公司估值情况及公司未来的成长性, 我们认为给予公司 2014 年 14—18 倍的估值是合理的, 对应合理估值区间 15.82—20.34 元, 建议投资者参与申购。

表10: 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价(元) 2014/1/13	EPS(元)			PE(倍)		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
601058.SH	赛轮股份	13.07	0.58	0.87	1.06	22.56	14.96	12.33
002381.SZ	双箭股份	11.63	0.60	0.68	0.76	19.30	17.10	15.30
002224.SZ	三力士	12.05	0.42	0.60	0.81	28.69	20.08	14.88
300237.SZ	美晨科技	34.56	0.54	0.65	0.77	64.00	53.17	44.88
000887.SZ	中鼎股份	7.52	0.44	0.56	0.69	17.09	13.43	10.89
均值						30.33	23.75	19.66

数据来源: WIND, 西南证券研发中心整理

七、风险提示

宏观经济复苏乏力, 汽车行业增速下降从而导致公司胶管销售不及预期的风险;

新增产能难以消化的风险;

下游销售客户较集中的风险。

附录：财务预测表 (百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	85.31	130.25	435.75	530.30	营业收入	760.55	982.74	1165.37	1421.49
应收和预付款项	170.53	184.38	199.73	224.57	减:营业成本	582.87	742.49	880.11	1073.00
存货	192.97	243.79	273.92	315.64	营业税金及附加	3.83	4.91	5.83	7.11
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	26.65	37.34	44.28	54.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	61.59	86.48	101.39	120.83
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.51	0.97	-1.34	-5.46
固定资产和在建工程	206.96	211.98	222.90	238.62	资产减值损失	0.59	0.70	0.80	1.00
无形资产和开发支出	25.74	34.81	38.68	41.75	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.45	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	682.96	805.21	1170.98	1350.87	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	20.00	40.00	40.00	40.00	营业利润	84.51	109.84	134.30	171.00
应付和预收款项	135.10	153.96	163.87	196.71	加:其他非经营损益	5.88	2.00	2.00	2.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	90.38	111.84	136.30	173.00
其他负债	29.07	17.39	17.39	17.39	减:所得税	13.83	16.78	20.45	25.95
负债合计	184.17	211.36	221.27	254.11	净利润	76.55	95.07	115.86	147.05
股本	76.99	76.99	102.69	102.69	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	91.50	91.50	305.80	305.80	归属母公司股东净利润	76.55	95.07	115.86	147.05
留存收益	330.30	425.37	541.23	688.28	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	498.79	593.86	949.71	1096.76	经营性现金净流量	34.83	84.14	118.46	152.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-16.61	-50.30	-56.30	-66.30
股东权益合计	498.79	593.86	949.71	1096.76	筹资性现金净流量	-0.34	21.33	243.34	8.46
负债和股东权益合计	682.96	805.21	1170.98	1350.87	现金流量净额	17.95	55.17	305.50	94.54

数据来源: 西南证券研发中心

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