

跃岭股份(002725)新股分析报告

专注于铝制车轮AM市场的优质制造商

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是国内铝合金车轮市场AM制造商龙头企业，产品主要针对国外AM市场，具有一定技术优势，并远销俄罗斯、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。募投项目(年产230万件铸造汽车车轮和研发中心建设)达产后(铝合金车轮产能将达到580万件)，公司产品升级将提高产品质量，降低生产成本，提高产品竞争力和盈利水平。
- 国际市场空间:** 公司产品主要用于汽车改装和维修等市场，随着国际市场汽车保有量的逐步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，预计年复合增长率为2.25%，AM的市场前景广阔。公司依托国际销售经验、渠道和品牌优势，有望继续拓展国际市场销售份额。
- 国内市场空间:** 当前国内市场主要是配套摩托车车轮的生产，但随着近年国内汽车保有量的大幅增加以及汽车文化的发展，国内对汽车车轮的个性化需求将增加，将促进中高端铝合金车轮市场的需求逐年提升，预计2017年达到1152万件。
- 公司竞争优势:** 公司作为国内最大的铝合金车轮出口生产企业之一，在技术开发、公司管理、客户资源以及品牌等方面具有一定的优势，公司依托已有的生产技术优势，在募投项目研发中心建设投入后，通过人才队伍构建、新产品研发和技术创新，有望提升公司核心竞争力。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计2013-2015年公司收入分别为8.15亿、9.36亿和10.8亿，增长率分别为0.60%、14.79%和15.71%，净利润分别为0.92亿、1.04亿和1.23亿元，增长率分别为-3.08%、13.37%和17.97%，EPS分别为1.22元、1.39元、1.64元。结合国内同行业相关上市公司的估值情况，综合考虑公司在AM市场的龙头位置优势以及国际贸易摩擦、募投项目新产能消化的不确定性带来的风险，给予公司12-15倍的市盈率估值区间，每股合理询价区间为16.68-20.85元，对应2013年PE为14-17倍。
- 风险提示:** 国际贸易摩擦；国际宏观经济下滑；汇率大幅波动；原材料价格大幅波动。

指标/年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	865.58	810.52	815.42	935.99
增长率	24.08%	-6.36%	0.60%	14.79%
归属母公司净利润(百万元)	88.73	94.73	91.81	104.08
增长率	73.72%	6.75%	-3.08%	13.37%
每股收益EPS(元)	1.183	1.263	1.224	1.388
净资产收益率ROE	27.54%	23.50%	18.74%	17.68%

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：梁超

电话：023-67898871

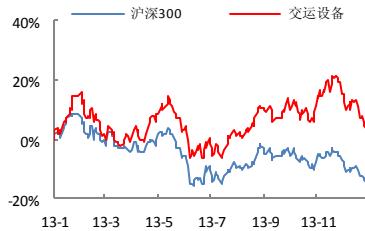
邮箱：lchao@swsc.com.cn

研究助理：简洁

电话：023-67610282

邮箱：jjie@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)	7500
本次发行(万股)	2500
发行后总股本(万股)	10000
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.26
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.23

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	5.37
毛利率(%)	24.51
流动比率(倍)	1.7
速动比率(倍)	1.33
应收账款周转率(次)	9.23
资产负债率(合并报表)(%)	32.1
净资产收益率(加权平均)(%)	26.53

目 录

一、公司概况：汽车铝合金车轮出口 AM 市场中的领跑者	1
二、需求分析：汽车保有量增加和个性化需求促进 AM 市场发展.....	4
(一) 国际市场：汽车铝合金车轮 AM 市场前景广阔	4
(二) 国内市场：汽车铝合金车轮 AM 市场需求处于起步阶段	6
三、竞争优势：定位于 AM 市场，精耕细作	10
(一) 技术优势	10
(二) 品牌优势	10
(三) 管理优势	10
(四) 质量优势	11
(五) 地域优势	11
(六) 客户优势	11
四、盈利预测与投资建议	11
五、风险提示	13
(一) 宏观经济波动的风险	13
(二) 主要原材料价格波动风险	13
(三) 贸易摩擦风险	13
(四) 海外市场风险	13
(五) 汇率风险	13
(六) 增值税出口退税率变动的风险	13

插图目录

图 1: 公司的股权结构	1
图 2: 公司生产的部分铝合金车轮图片	2
图 3: 公司 2012 年主营业务结构情况	3
图 4: 公司 2012 年主营业务毛利情况	3
图 5: 公司 2006 年以来营业收入及增速	4
图 6: 公司 2006 年以来净利润及增速	4
图 7: AM 市场供应商、经销商体系示意图	5
图 8: 全球 42 个主要国家汽车产量 (辆)	6
图 9: 全球 82 个主要国家汽车保有量	6
图 10: 2004-2012 年我国主要铝合金车轮生产企业总产量	7
图 11: 1995-2012 年中国汽车零部件出口	7

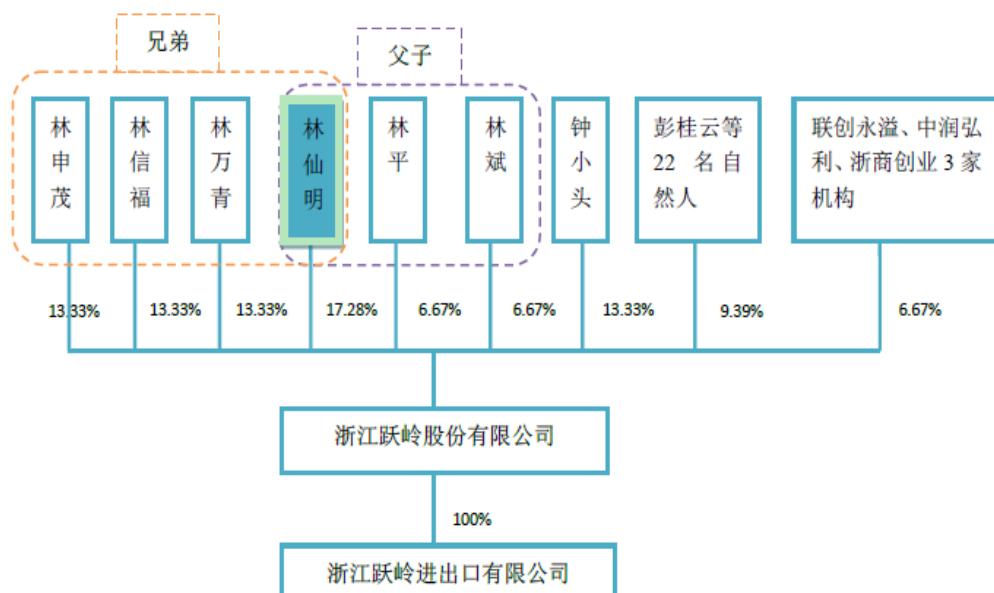
表格目录

表 1: 公司主要产品及用途	1
表 2: 公司铝车轮各类市场销售情况	3
表 3: 产品按销售区域统计	6
表 4: 车轮行业主要企业级市场份额	8
表 5: 我国铝合金车轮总产量预计	9
表 6: 2012-2017 年我国汽车铝合金车轮市场需求量及增长情况预测	9
表 7: 公司募投项目基本情况	12
表 8: 公司产能及产销情况预算	12

一、公司概况：汽车铝合金车轮出口 AM 市场中的领跑者

跃岭股份是国内铝合金车轮生产和出口均具备规模优势的企业之一，由 1998 年 5 月，林仙明、钟小头、林万青、林信福、林申茂、林平、赵迎丰、陈玲香、李丹平、陈丽萍、应冬香 11 位自然人共同出资 528 万元建设，其中以现金出资 100 万元，以实物出资 428 万元，设立跃岭有限。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%。

图 1: 公司的股权结构



数据来源: Wind, 西南证券

公司主营业务结构：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（2012年报显示汽车轮毂及配件占比99%，摩托车轮毂占1%），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、真空电镀车轮等。

表 1: 公司主要产品及用途

产品类别	性能特点	用途
汽车铝合金涂装轮	1.款式花俏，样式多变，生产周期短； 2.成本相对低，适合不同市场不同客户要求； 3.抗腐蚀能较好； 4.易清洗。	主要用于一般轿车、商务车
汽车铝合金抛光轮	1.抛光后产品表面光亮，呈镜面状； 2.抛光的表面粗糙度细化程度较高； 3.制作工艺简单、易掌握； 4.极大提高表面耐腐蚀性。	主要用于中、高档轿车

产品类别	性能特点	用途
汽车铝合金电镀轮	1.色泽光亮，金属感较强； 2.防腐蚀效果好； 3.制作成本较高、生产周期长。	一般用于高档轿跑车、四轮驱动运动型多用途汽车
汽车铝合金真空电镀轮	1.其产品金属感较强，亮度高； 2.表面光滑，硬度与耐磨性较好； 3.易清洗，不吸尘。	主要用于中高档轿车
摩托车铝合金车轮	1.款式多变，生产周期短； 2.成本低、易清洗。	用于摩托车

数据来源：招股说明书，西南证券

图 2：公司生产的部分铝合金车轮图片



数据来源：招股说明书，西南证券

公司产品主要出口国际市场，并以售后市场（AM）为主导。目前，公司产品已远销俄罗斯、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。

在 AM 市场，供应商主要通过经销商向专业零售店、连锁店、专卖店，以及改装厂等形式销售给终端消费者。供应商需要针对不同企业、国家或地区进行检测设备、产品质量等方面的认可，例如 TÜV、VIA、SFI 等国际第三方质量认证，才能给相应的 AM 市场进行配套或进入相应的国家和地区销售。

由于 AM 市场直接面对终端消费者，所以其具有个性化需求强和更新速度快的特点。为适应消费者的需求特点，采购商在产品采购时往往采取小批量、多品种的采购方式，这就要

求供应商必须具有能够适应小批量、多样化生产的生产经营及管理模式；同时，由于产品特殊（尺寸特殊、造型特殊、表面处理个性化）、款式多样，供应商必须具有独特的研发设计能力和快速的市场反应能力，才能应对不断变化的市场需求；此外，由于 AM 市场直接面对终端消费者，其采购批量小、销售渠道广，因此 AM 供应商具有较强的议价能力和较高的利润率水平。

总之，相对于 OEM 市场来说，AM 市场不仅利润率水平较高，而且对供应商的生产模式、管理模式、营销模式和技术水平等提出了更为特殊的要求。

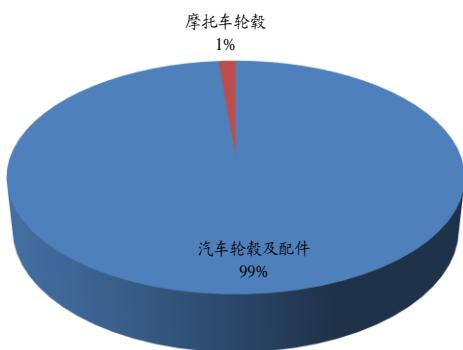
表 2：公司铝车轮各类市场销售情况

市场类别		2013年 1-6月		2012年		2011年		2010年	
		金额 (万元)	比重	金额 (万元)	比重	金额 (万元)	比重	金额 (万元)	比重
国际 销售	AM 市场	39,555.20	96.64%	76,909.09	95.20%	76,965.90	89.41%	59,554.84	85.79%
	OEM 市场	-	-	-	-	-	-	-	-
	小计	39,555.20	96.64%	76,909.09	95.20%	76,965.9	89.41%	59,554.84	85.79%
国内 销售	AM 市场	1,373.60	3.36%	3,040.28	3.76%	3,607.33	4.19%	3,768.07	5.43%
	OEM 市场	-	-	838.25	1.04%	5,506.23	6.40%	6,092.55	8.78%
	小计	1,373.60	3.36%	3,878.53	4.80%	9,113.56	10.59%	9,860.62	14.21%
合计		40,928.80	100.00%	80,787.62	100.00%	86,079.46	100.00%	69,415.46	100.00%

数据来源：招股说明书，西南证券

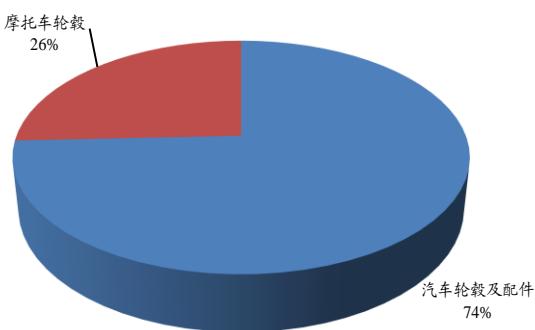
作为国内铝合金车轮生产和出口均具备规模优势的企业之一，公司竞争优势较为明显。根据中国汽车工业协会车轮委员会统计，公司 2012 年的汽车铝合金车轮出口金额在全国排名第五位；另外，根据中国汽车工业协会车轮委员会《2010 年中国铝车轮行业出口情况报告》统计，公司在汽车铝合金车轮出口 AM 市场中的排名位居全国第一。

图 3：公司 2012 年主营业务结构情况



数据来源：招股说明书，西南证券

图 4：公司 2012 年主营业务毛利情况



数据来源：招股说明书，西南证券

公司业绩状况：公司营业收入近三年保持 19.25% 的年复合增长率，2012 年，随着国际市场特别是欧洲市场经济低迷，以及受到欧盟对中国铝制车轮采取反倾销处理，公司产品出口下降，营业收入实现下滑。2010 年至 2012 年，公司出口欧盟的销售收入占公司出口销售收入的平均比重为 8.97%，据公司统计，2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年 1-9 月，公

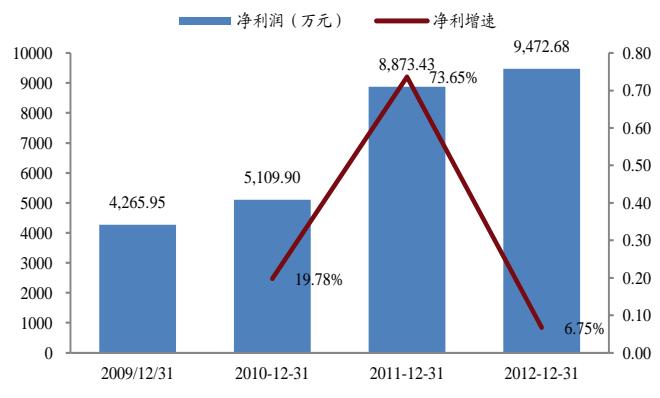
司向欧盟出口销售金额分别为人民币 7,349.37 万元、7,093.63 万元、4,735.85 万元和 3,429.98 万元，占公司同期境外销售收入的比例分别为 12.30%、9.19%、6.15% 和 5.69%，欧盟销售收入占外销收入的比例呈逐年下降趋势。

图 5：公司 2006 年以来营业收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券

图 6：公司 2006 年以来净利润及增速



数据来源：招股说明书，西南证券

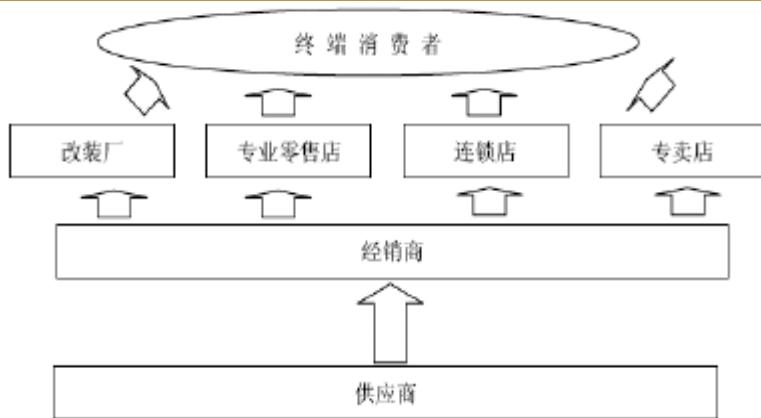
二、需求分析：汽车保有量增加和个性化需求促进 AM 市场发展

汽车产业产业链长，涉及的产业众多，一般按使用对象分类，可将汽车零部件市场分为向汽车整车制造商供货的整车市场（OEM 市场）和用于汽车零部件维修、改装的售后服务市场（AM 市场）。

（一）国际市场：汽车铝合金车轮 AM 市场前景广阔

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。AM 市场供应商体系具体如下图所示：

图 7: AM 市场供应商、经销商体系示意图



数据来源：招股说明书，西南证券

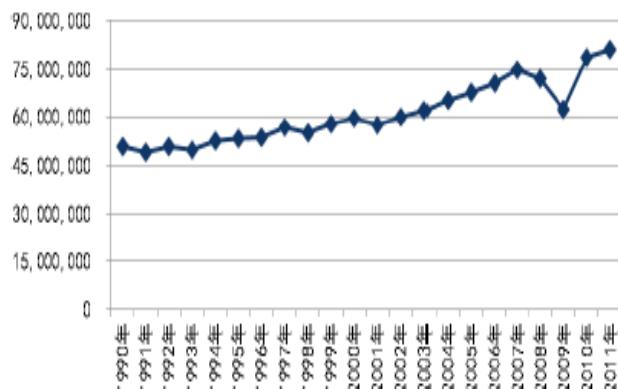
目前，美国、日本、俄罗斯以及欧盟是乘用车人均保有量水平位居前列的国家和地区，同时也是汽车零部件最大的 AM 市场，其中美国 AM 市场最具有代表性。截至 2011 年 8 月底，美国汽车保有量达 2.85 亿辆，居世界首位。据德国调研机构(R.L.Polk Marketing Systems)的最新预测报道，尽管目前环保已成为全球性热门话题，但在未来 7 年内全球汽车保有量仍将继续增长近 20%，到 2015 年，全球汽车保有量将从 2007 年的近 9.2 亿辆增至 11.2 亿辆左右。

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。

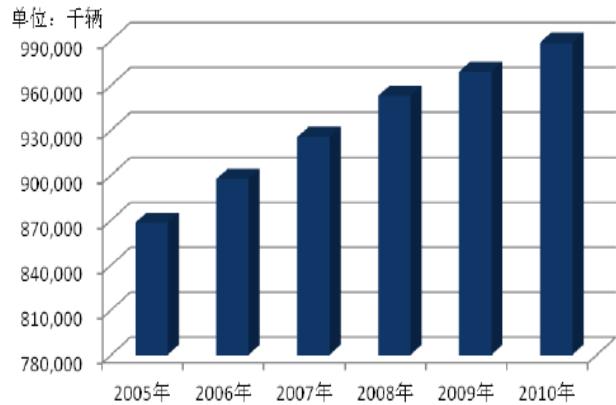
全球汽车工业已经发展成熟，汽车产量稳步发展。1990-2011 年，全球 48 个主要国家汽车总产量由 50,759,127 辆增加到 81,034,798 辆，年均复合增长约为 2.25%。受 2008 年国际金融危机的影响，2008 年和 2009 年的全球汽车产量出现连续下降。2010 年，依托中国、印度等新兴国家的经济增长，全球汽车产量已止跌回升并逐步转向放大。

与此同时，全球主要国家的汽车保有量呈现稳步上升的趋势。据《世界汽车统计年鉴》(2012 年)数据显示，2005 年-2010 年，全球 82 个主要国家的汽车保有量已从 868,339,000 辆增加到 988,397,000 辆，年均复合增长率约为 2.62%。

汽车产量和保有量的提升使得包括汽车铝合金车轮在内的汽车零部件市场需求总体上也保持了稳步发展的趋势。保守估计，未来全球铝合金车轮需求量的年均复合增长率应在 2.25% (1990-2011 年世界主要国家汽车总产量的年均复合增长率) 以上。随着经济复苏和发展中国家轿车工业的加速发展、汽车铝化率不断提高以及汽车保有量增加所带来的 AM 市场需求的不断提升，汽车铝合金车轮国际市场前景将十分广阔，目前的生产能力已远不能满足未来的市场需求。

图 8：全球 42 个主要国家汽车产量（辆）


数据来源：招股说明书，西南证券

图 9：全球 82 个主要国家汽车保有量


数据来源：招股说明书，西南证券

2010 年我国民用汽车保有量 93,563,163 辆，其中载客汽车 74,783,699 辆，载客汽车占民用汽车保有量比例为 79.93%，与经济发达国家相比我国民用乘用车占汽车总量的比例仍有一定差距。鉴于采集样本均为经济较为发达且铝合金车轮年进口额排名前列的国家，因此世界主要地区乘用车保有量占汽车保有量比例采用 79.93% 进行估算，2012 年、2013 年、2018 年、2023 年世界主要地区（除中国大陆外）乘用车保有量预测指标如

表 3：产品按销售区域统计

地区	2012 年	2013 年	2018 年	2023 年
北美	25,154	25,454	26,926	28,399
南美	4,446	4,621	5,601	7,031
欧洲	25,180	25,452	26,766	28,190
亚洲及大洋洲	12,739	12,993	14,272	15,491
非洲	964	995	1,126	1,234
中东地区	1,679	1,737	2,133	2,495
合计	70,162	71,251	76,824	82,840

数据来源：招股说明书，西南证券

(二) 国内市场：汽车铝合金车轮 AM 市场需求处于起步阶段

2004 年 -2012 年，我国主要铝合金车轮生产企业的铝合金车轮总产量分别为 13,673,383 件、23,953,780 件、39,346,629 件、53,879,820 件、32,369,230 件、48,889,486 件、75,188,630 件、89,473,430 件和 105,040,325 件，分别比上年同期增长 75.19%、64.26%、36.94%、-39.92%、51.04%、53.79%、19.00% 和 17.40%。由于受国际金融危机的影响，全球汽车产量在 2008 年出现大幅下滑，并且同一时期的国内铝合金车轮产量也因此出现大幅度下降；金融危机过后，国内 2009 年铝合金车轮的产量则出现大幅回升，至 2010 年，我国的铝合金车轮产量已超过 7,500 万件，远远超出金融危机之前的产量水平。从国内铝合金车轮产量变化趋势可以看出，基于铝合金车轮本身的优质特点及全球汽车保有量的大幅增加，未来我国铝合金车轮的总产量水平将继续保持不断攀升的态势。

图 10: 2004-2012 年我国主要铝合金车轮生产企业总产量


数据来源：招股说明书，西南证券

在产品出口方面，由于车轮作为可模块化定制的标准化零部件，其技术相对成熟，是汽车产业全球转移中向发展中国家转移的主要零部件，同时，中国在人力成本、模具成本、行业配套等方面具有绝对优势，此外，中国具有较好的工业基础，以上各种因素共同作用，致使中国车轮制造业具有较强的国际竞争力，发达国家在市场竞争中并不具有显著优势，因此外部竞争环境并不是很严酷；同时，汽车制造产业的转移使得我国汽车铝合金车轮企业面临较大的市场空间。近年来，我国生产汽车车轮的外商投资企业和民营企业生产工艺水平、产品质量和性能都得到较大的提高，部分企业产品通过了相关国际第三方认证、跨国整车制造商第二方认证，产品达到了跨国公司整车配套的高质量、低成本要求，具有一定的国际竞争力，汽车铝合金车轮已成为我国颇受重视的出口汽车零部件，是我国能替代进口并可以向美国、日本、欧洲等发达国家批量出口的主要零部件之一。据《中国汽车工业统计年鉴》统计显示，在 2011 年我国汽车零部件出口（未包含发动机零部件）中，行驶系统零部件出口额占汽车零部件出口总额的 36.00%，居第一位。汽车车轮作为主要的行驶系统零部件，在出口品种中占据举足轻重的地位。

2008 年下半年以来，受国际金融危机影响，我国汽车产品出口增长速度放缓，特别是 2008 年第四季度出口数量及金额均出现大幅下滑，但 2008 年汽车产品出口总额依然增长 11.4%。2009 年受国际汽车市场萎缩影响，我国汽车产品出口总体呈现一定程度的下滑。2010 年随着全球经济形势进一步好转，我国出口业务整体也出现同比增长，根据海关信息网统计，2010 年-2012 年，“未列名车辆用车轮及其零件、附件（海关商品编码：87087091）”出口额分别为 29.59 亿美元、36.86 亿美元和 40.49 亿美元。

目前，在我国整车市场已步入买方市场的压力下，我国各类企业处于平等竞争的地位，市场竞争激烈，竞争能力主要体现在资金实力、设计开发、产品品质、及时配套能力和售后服务能力等各个环节，竞争的市场化程度越来越高。

在国内 AM 市场方面，由于国内人均汽车保有量水平还远低于发达国家，且消费者对汽车产品的个性化需求远不及发达国家，因此国内 AM 市场还未充分发展起来。

在出口市场方面，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上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。

目前我国的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。

预计未来，在汽车零部件行业由分散竞争向集中竞争过渡的背景下，铝合金车轮生产企业的资金实力、技术水平、产品质量以及国内外客户群数量将越来越成为各大厂商竞争取胜的关键。

表 4：车轮行业主要企业级市场份额

企业名称	主要配套(机)型	铝合金车轮产量(件)	占总产量比例
万丰奥特控股集团有限公司	各种车型	33,950,000	37.94%
中信戴卡轮毂制造股份有限公司	各种车型	24,511,024	27.39%
宁波宝迪汽车部件有限公司	各种车型	3,504,505	3.92%
浙江跃岭股份有限公司	各种车型	3,438,958	3.84%
保定立中车轮制造有限公司	日产、吉利、上海、哈飞	3,310,000	3.70%
三门峡戴卡轮毂制造有限公司	各种车型	3,000,000	3.35%
大亚车轮制造有限公司	各种车型	2,313,785	2.59%
沈阳都瑞轮毂有限公司	北京现代、华晨金杯	2,252,249	2.52%
天津戴卡轮毂制造有限公司	各种车辆	2,010,000	2.25%
江苏圆通汽车零部件有限责任公司	本田、金城、新大洲	1,978,800	2.21%
浙江曙光实业有限公司	力帆、大冶、好日子	1,939,091	2.17%
广州中精汽车部件有限公司	各种车型	1,535,856	1.72%
宁波圣龙(集团)有限公司	吉利、力帆、比亚迪	1,120,000	1.25%
扬州市别克机电有限公司	各种车型	856,524	0.96%
芜湖宝德轮业有限公司	奇瑞、万丰、现代	740,000	0.83%
友发铝业(上海)有限公司	大众、上汽、通用	702,200	0.78%
湖北东泰铝轮毂有限公司	各种车型	580,000	0.65%
黄石鑫华轮毂有限公司	各种车型	530,000	0.59%
安徽汇联机械工业有限公司	奔驰、宝马	421,000	0.47%
湖北阳新昂运铝轮有限公司	比亚迪、武汉中人瑞众、武汉万向等	380,000	0.42%
恒巨铝业(白山)有限公司	各种车型	305,238	0.34%
上海金合利铝轮毂制造有限公司	大众通用	58,700	0.07%
玉环盛大汽摩部件工业有限公司	各种车型	35,500	0.04%
合计		89,473,430	100.00%

数据来源：招股说明书，西南证券

我国铝合金车轮市场近几年快速发展，据《中国汽车工业年鉴》统计数据，2004 年-2012 年，我国主要铝合金车轮生产企业的铝合金车轮总产量已从 13,673,383 件增长至 105,040,325 件，年均复合增长率约为 29.03%。2009 年，国内主要铝合金车轮生产企业有 25 家，其中产量在 500 万件以上的企业仅有 2 家；而到 2010 年，国内的主要铝合金车轮生产企业为 20 家，产量在 500 万件以上的企业有 4 家。经过近年来的调整发展，生产企业逐

渐呈现出集中的趋势。

预计在今后十年内我国铝合金车轮行业还会在提高质量和扩大应用的基础上继续保持较高的增长速度。按目前的发展态势和投资力度，若按照年均 10%的复合增长率保守预测，到 2013 年我国铝合金车轮总产量预计将达到 11,554 万件，到 2016 年总产量将达到 15,379 万件以上。

表 5：我国铝合金车轮总产量预计

年份	2012 年	2013 年 (E)	2014 年 (E)	2015 年 (E)	2016 年 (E)
总产量 (万件)	10,504.03	11,554	12,710	13,981	15,379
年增长率	-	10%	10%	10%	10%

数据来源：招股说明书，西南证券

在国内市场，汽车铝合金车轮的市场需求与国内汽车整车产销量和汽车保有量保持较为密切的关系。由于国内消费者对汽车产品的个性化需求远不及发达国家，国内 AM 市场还未充分发展起来，因此，目前国内市场对铝合金车轮的需求主要取决于 OEM 市场。

在国内 OEM 市场中，乘用车产量的大小决定了 OEM 市场对铝合金车轮的需求。2012 年，我国乘用车产量为 15,523,658 辆。根据我国国情，乘用车以铝合金车轮为主作标准配件，装配率可以按 85% 计算，2010 年我国 OEM 市场汽车铝合金车轮需求量约为 52,780,437.20 件。1992 年-2011 年，我国汽车产量年均复合增长率为 15.60%。若按照汽车产量 5% 的年复合增长率保守预测，到 2017 年，我国乘用车产量约为 1,981 万辆，相应的 OEM 市场对汽车铝合金车轮需求量约为 6,736 万件。

在国内 AM 市场中，乘用车保有量的大小决定了 AM 市场对铝合金车轮的需求。2012 年，我国乘用车保有量为 89,430,115 辆，由于铝车轮损坏率很低，但考虑到部分改装车有更换车轮的需求，因此可按乘用车保有量的 2%（行业经验值）作为预测 AM 市场中每年需要更换铝轮的乘用车总量，2012 年我国 AM 市场汽车铝合金车轮需求量约为 7,154,409.205 件。2002-2012 年，我国民用汽车保有量年均复合增长率为 18.20%，若按照乘用车保有量 10% 的年均复合增长率保守预测，到 2017 年，我国乘用车保有量约为 14,403 万辆，相应的 AM 市场对铝合金车轮需求量约为 1,152 万件。

表 6：2012-2017 年我国汽车铝合金车轮市场需求量及增长情况预测

	市场预测	2012 年	2013 年 (E)	2014 年 (E)	2015 年 (E)	2016 年 (E)	2017 年 (E)
OEM 市场	乘用车产量 (万辆)	1,552.37	1,630	1,711	1,797	1,887	1,981
	年增长率	7.17%	5%	5%	5%	5%	5%
	铝轮需求量 (万件)	5,278	5,542	5,819	6,110	6,416	6,736
AM 市场	乘用车保有量 (万辆)	8,943.01	9,837	10,821	11,903	13,093	14,403
	年增长率	19.59%	10%	10%	10%	10%	10%
	铝轮需求量 (万件)	715.44	787	866	952	1,047	1,152

数据来源：招股说明书，西南证券

三、竞争优势：定位于 AM 市场，精耕细作

公司是国内最大的铝合金车轮出口生产企业之一，产品产量和出口额位均位居国内前列。2011年我国汽车铝合金车轮主要生产企业产量合计为89,473,430件，公司在其中的产量份额为3.89%。公司具有年产380万件汽车铝合金车轮和20万件摩托车铝合金车轮的生产能力。公司生产的铝合金车轮85%以上直接出口到国外AM市场，在国际汽车铝轮AM细分市场上，公司在国内企业中处于领先地位。主要竞争对手包括中信戴卡车轮制造股份有限公司、浙江万丰奥威汽轮股份有限公司、浙江今飞机械集团有限公司、保定市立中车轮制造有限公司等。公司的优势主要体现在以下几方面：

(一) 技术优势

2009年公司被浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局和浙江省地方税务局等批准认定为高新技术企业，2012年12月27日通过浙江省高新技术企业复审，2010年公司被国家科技部评为国家火炬计划重点高新技术企业。经过多年的专业化研发及生产，公司已拥有国内先进的技术研发中心，具有较强的技术研发和产品设计、制造能力。同时，公司还配备有一整套具有国际先进水平的生产和检测设备，具备了从产品设计、模具设计和制造到产品成型、精加工、表面涂装等一体化生产能力。公司拥有一支经验丰富、高素质的研发队伍，涉及材料科学、机械设计、铸造技术等多个专业；此外，公司还聘请了4名国内知名的铸造技术行业专家为公司技术顾问。

通过十余载精耕细作及实践积累，公司已在铝合金车轮轻量化技术、铝车轮表面多色涂装技术、重力铸造双边浇技术等方面处于国内领先水平。目前，公司已经获得1项发明专利，25项实用新型专利和47项外观设计专利；同时，公司正在积极申请多项其他专利；此外，公司具有快速的市场反应能力，始终保持着新产品开发速度处于国内同行业企业中的领先地位。

(二) 品牌优势

经过多年的市场开拓和培育，公司已经拥有一批稳定的客户群。公司生产的产品已销往俄罗斯、日本、美国、东南亚、欧洲、中东和南美等世界上80多个国家和地区，在国际市场上享有较高声誉。2006年8月，公司被国家商务部和国家发展改革委员会评为“国家汽车零部件出口基地企业”；2007年12月和2010年9月，公司“跃岭”牌铝合金车轮被浙江省质量技术监督局评为“浙江名牌产品”荣誉称号。近年来，公司产品销售额逐年增长，市场占有率持续提高，充分体现了客户对公司产品的认可程度。

(三) 管理优势

公司一直坚持以循环经济3R(即减量化REDUCE、再利用REUSE和再循环RECYCLE)标准为生产宗旨，十分重视成本管理与控制，在内部控制中特别强调高效、节约的生产模式，相比于其他企业生产的同类产品，公司产品在国内外市场更具竞争力；同时，公司推行JIT(适时管理)管理模式，对公司的生产经营实行精益化管理，避免了原材料的浪费，提高了生产效率。

为满足国际汽车铝合金车轮AM市场小批量、多样化的生产特点，公司在经营模式和管

理模式方面进行了创新。目前，公司已建立起一套灵活有效的经营管理模式，以专门应对不断变化的市场需求。在原材料采购方面，公司采取了产品售价与原材料价格联动的调节机制，及时调整原料采购价和产品售价，以灵活应对原材料价格上涨带来的风险；在产品生产方面，公司具有快速的市场反应能力，能够及时设计和生产出符合客户需求的产品；在产品销售方面，公司高度重视每一笔订单，能够做到准确、及时地向客户交付产品。

（四）质量优势

目前公司铝合金车轮的质量已达到国际先进水平。公司铝合金车轮的生产和服务过程已先后通过 GB/T19001-2000-ISO9001:2000、QS9000:1998、GB/T1001-2008idt ISO9001:2008、ISO/TS16949:2009 等国际质量管理体系认证；同时，公司产品已分别通过日本 VIA 及德国 TÜV 等汽车车轮行业最高权威标准认证，并符合美国 SFI 质量标准。目前，公司已能生产出符合各种国际质量标准的铝合金车轮产品。公司优质的产品质量不仅满足了客户需求，而且有效提升了产品的市场竞争力。

（五）地域优势

公司地处经济发达的沿海城市浙江省温岭市，这里海陆空交通非常便捷，境内有甬台温高速公路、甬台温铁路、台州机场，公司距离宁波港、杭州萧山国际机场、温州永强国际机场以及宁波栎社国际机场的车程均在两小时之内，便利的交通为公司产品销路的顺利拓展提供了有效保障。

（六）客户优势

公司产品销售以国际 AM 市场为核心，产品销往世界上 80 多个国家和地区，并先后成功融入欧洲、美国、日本等发达国家的售后市场，同时，公司已与国外多家客户建立了长期稳固的合作关系。

在欧美市场，公司与俄罗斯锐麦克斯集团、瑞士恩吉提斯有限公司、捷克工业公司等主要企业有较为稳定的业务往来；在亚洲市场，公司与日本共丰公司、印尼坡达拉发电机公司、泰国 PP 轮胎公司等合作关系稳定。此外，阿联酋迪拜 ATC 公司、乌克兰马克公司、南非科普公司等知名车轮品牌公司都是公司的长期客户。

四、盈利预测与投资建议

公司本次募集资金投资项目为年产 230 万件铸旋 15-24 寸汽车铝合金车轮及研发中心建设项目。募投项目的实施将进一步提升公司产品性能、降低产品重量，有利于公司提高现有的市场竞争优势，加上现有的 350 万件产能，汽车铝合金车轮总产能将达到 580 万件。公司生产规模化水平的提升能有效提高劳动生产率，降低产品生产成本，有利于保持公司在国际 AM 市场中领先地位。

表 7：公司募投项目基本情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	达产后新增收入	新增净利润
1	年产 230 万件铸旋汽车铝合金车轮项目	36,796.00	85,5500	9.706
2	研发中心建设项目	3,376.40		
	合计	40,172.40		

数据来源：招股说明书，西南证券

如果项目募集资金在 2014 年到位，预计本募集资金投资项目可以在 2014 年 6 月底完成全部建设工作，并在 2015 年 7 月份正式投产，2016 年达到 100% 产能。根据上述假设条件。按照 90% 的产能利用率和 99.71% 的产销量，具体预测如下：

表 8：公司产能及产销情况预算

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
产品产销	汽轮					
	产能 (件)	2,800,000	3,500,000	3,800,000	3,800,000	4,400,000
	产量 (件)	2,859,856	3,437,187	3,482,284.00	3411640	3,960,000
	销量 (件)	2,837,652	3,412,994	3,464,252.00	3,401,746	3,948,516
	产能利用率	102.14%	98.21%	91.64%	91.00%	90.00%
	产销率	99.22%	99.30%	99.48%	99.71%	99.71%
	摩轮					
	产能 (件)	800,000.00	580,000.00	30,000.00	30,000.00	3,000.00
	产量 (件)	882,288.00	559,004.00	23,322.00	29,470.00	31,000.00
	产能利用率	110.29%	96.38%	77.74%	98.23%	103.33%
公司经营	营业收入					
	汽轮	63,155.59	80,342.72	79,790.46	79,974.01	91,954.77
	摩轮	6,458.22	5,929.39	1,161.70	1,467.94	1,544.15
	合计	69,758.86	86,558.06	81,051.64	81,541.95	93,598.92
	营业成本					
	汽轮	49,466.05	61,694.29	60,048.77	59,980.51	68,046.53
	摩轮	6,777.08	6,141.49	1,062.49	1,174.35	1,235.32
	合计	56,271.69	67,957.82	61,184.82	61,154.86	69,281.85

数据来源：招股说明书，西南证券

我们预计 2013-2015 年公司收入分别为 8.15 亿、9.36 亿和 10.8 亿，增长率分别为 0.60%、14.79% 和 15.71%，净利润分别为 0.92 亿、1.04 亿和 1.23 亿元，增长率分别为 -3.08%、13.37% 和 17.97%，EPS 分别为 1.22 元、1.39 元、1.64 元。结合国内同行业相关上市公司的估值情况，综合考虑公司在国内 AM 市场的龙头位置优势以及国际贸易摩擦、募投项目新产能消化的不确定性带来的风险，给予公司 12-15 倍的市盈率估值区间，每股合理询价区间为 16.68-20.85 元，对应 2013 年 PE 为 14-17 倍。

五、风险提示

(一) 宏观经济波动的风险

公司所处汽车零部件行业的发展主要取决于整车制造业的景气程度和售后服务业的需求。汽车制造业与宏观经济之间具有较强相关性，受全球金融危机影响，国内车轮行业的出口业务出现一定程度的下滑，如果全球经济再次出现系统性危机，则仍会冲击发行人产品的市场需求，公司将面临由此带来的相关风险。

(二) 主要原材料价格波动风险

公司生产所需的原材料主要为铝锭 A356，在报告期内铝锭占生产成本的平均比例为 63% 左右，铝锭价格的波幅较大，将来公司仍然面临原材料价格波动带来的相关风险。

(三) 贸易摩擦风险

目前公司出口业务最大的国家是俄罗斯，2012 年公司约有 30% 的收入来自俄罗斯市场，假设俄罗斯对从中国进口的铝合金车轮开展反倾销调查，并最终决定收取反倾销税，如俄罗斯对中国铝合金车轮征收反倾销税，参考欧盟征收反倾销税后对公司的影响，预计公司俄罗斯市场收入将下降 10% ~ 40% 之间，则俄罗斯市场收入将减少 2,300 万 ~ 9,200 万元之间，净利润将减少 253 万 ~ 1,012 万元之间。

(四) 海外市场风险

2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年 1-9 月，公司的出口销售收入分别为 59,741.44 万元、77,149.77 万元、77,058.11 万元和 60,250.35 万元，分别占同期主营业务收入的 85.82%、89.43%、95.19% 和 96.32%，产品主要出口到俄罗斯、日本、美国、东南亚、欧洲、中东、南美等国家和地区。从公司产品销售市场分布可以看出，出口业务对发行人影响重大。若发行人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。

(五) 汇率风险

报告期内公司的出口销售收入占同期主营业务收入的比例均在 85% 以上。由于发行人的主要营业收入来自于国际 AM 市场出口业务，结算货币以美元为主。因此，公司受汇率波动的影响较大。2005 年 7 月我国开始实行人民币汇率形成机制改革以来，人民币总体呈升值趋势，对出口型的本公司有较大的影响。

(六) 增值税出口退税率变动的风险

目前，公司及全资子公司跃岭进出口公司出口的汽车车轮享受 17% 的出口退税率，摩托车车轮享受 15% 的出口退税率，所执行的出口退税率较高。如果未来公司产品的出口退税率被降低，将导致公司的主营业务成本上升，从而对利润水平造成一定程度的影响。

附录：财务预测表（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	865.58	810.52	815.42	935.99	1083.03
减：营业成本	679.58	611.85	612.30	697.42	801.67
营业税金及附加	5.10	5.20	5.23	6.01	6.95
营业费用	16.31	15.19	15.49	17.88	20.69
管理费用	62.69	66.05	66.62	76.66	88.70
财务费用	-0.17	2.86	7.75	15.56	20.53
资产减值损失	2.24	2.01	0.02	0.02	0.04
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	99.77	107.38	108.01	122.45	144.45
加：其他非经营损益	2.88	2.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.64	109.65	108.01	122.45	144.45
减：所得税	13.91	14.92	16.20	18.37	21.67
净利润	88.73	94.73	91.81	104.08	122.78
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	88.73	94.73	91.81	104.08	122.78
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	113.27	96.94	57.85	9.36	10.83
应收和预付款项	107.57	120.01	114.78	154.45	156.80
存货	84.33	71.72	81.37	93.00	107.44
其他流动资产	2.48	23.89	23.89	23.89	23.89
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	145.02	156.51	240.99	465.46	581.91
无形资产和开发支出	114.37	112.14	100.38	88.62	76.86
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	567.05	581.22	619.27	834.78	957.73
应付和预收款项	124.78	117.88	119.19	150.20	158.74
其他负债	13.19	10.08	10.08	10.08	10.08
负债合计	244.81	178.19	129.28	246.21	252.85
资本公积	134.61	135.68	135.68	135.68	135.68
留存收益	112.63	192.35	279.32	377.90	494.20
归属母公司股东权益	322.24	403.03	489.99	588.58	704.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	322.24	403.03	489.99	588.58	704.88
负债和股东权益合计	567.05	581.22	619.27	834.78	957.73
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	131.45	125.45	125.58	122.60	167.12
投资性现金净流量	-143.13	-66.77	-110.00	-250.00	-153.00
筹资性现金净流量	39.01	-75.82	-54.66	78.90	-12.65
现金流量净额	35.87	-14.53	-39.08	-48.50	1.47

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率					
毛利率	21.49%	24.51%	24.91%	25.49%	25.98%
三费销售收入	9.11%	10.38%	11.02%	11.76%	12.00%
EBIT/销售收入	12.61%	14.08%	13.20%	13.24%	13.73%
EBITDA/销售收入	14.88%	16.89%	17.77%	17.23%	18.19%
销售净利率	10.25%	11.69%	11.26%	11.12%	11.34%
资产获利率					
ROE	27.54%	23.50%	18.74%	17.68%	17.42%
ROA	19.25%	19.64%	17.38%	14.85%	15.53%
ROIC	39.85%	29.79%	25.11%	23.95%	18.75%
增长率					
销售收入增长率	24.08%	-6.36%	0.60%	14.79%	15.71%
EBIT 增长率	62.58%	4.55%	-5.72%	15.21%	19.97%
EBITDA 增长率	52.65%	6.26%	5.82%	11.30%	22.18%
净利润增长率	73.65%	6.75%	-3.08%	13.37%	17.97%
总资产增长率	36.50%	2.50%	6.55%	34.80%	14.73%
股东权益增长率	86.32%	25.07%	21.58%	20.12%	19.76%
经营营运资本增长率	-36.28%	47.31%	3.31%	21.79%	8.09%
资本结构					
资产负债率	43.17%	30.66%	20.88%	29.49%	26.40%
投资资本总额资产	57.18%	62.66%	71.06%	80.77%	82.35%
带息债务总额负债	43.64%	28.18%	0.00%	34.90%	33.23%
流动比率	1.31	1.75	2.15	1.14	1.18
速动比率	0.94	1.22	1.34	0.67	0.66
股利支付率	0.00%	15.84%	5.28%	5.28%	5.28%
资产管理效率					
总资产周转率	1.53	1.39	1.32	1.12	1.13
固定资产周转率	6.03	5.97	6.23	8.88	6.05
应收账款周转率	9.68	9.17	9.13	8.16	8.93
存货周转率	8.06	8.53	7.52	7.50	7.46
业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBIT	109.17	114.13	107.60	123.97	148.73
EBITDA	128.84	136.91	144.87	161.24	197.01
NOPLAT	91.91	96.58	91.46	105.38	126.42
净利润	88.73	94.73	91.81	104.08	122.78
EPS	1.183	1.263	1.224	1.388	1.637
BPS	4.297	5.374	6.533	7.848	9.398
PE	109.17	114.13	107.60	123.97	148.73
PEG	—	—	—	—	—
PB	—	—	—	—	—
PS	—	—	—	—	—

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