



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

天时地利人和铸就公司发展新机遇

—— 渤海活塞（600960.sh）首次覆盖报告

2014 年 01 月 23 日

邢海芝

汽车行业分析师

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

渤海活塞 (600960.sh)



首次评级

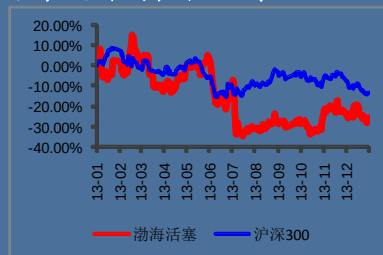
邢海芝 行业分析师

执业编号: S1500510120007

联系电话: +86 10 63081259

邮箱: xinghaizhi@cindasc.com

渤海活塞相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2014. 01. 22)

收盘价 (元)	7.46
52 周内股价 波动区间 (元)	8.75-5.68
最近一月涨跌幅 (%)	-0.67
总股本 (亿股)	2.1167
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	15.79

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

天时地利人和铸就公司发展新机遇

2014 年 01 月 23 日

本期内容提要:

- ◆ **公司属于地方国资持股的细分行业龙头企业。**具有技术、质量、产能和市场等方面较强竞争优势。2013 年前三季度, 随着亏损业务的剥离, 公司净利同比增长已达到 22.56%, 呈现明显的周期性恢复态势。
- ◆ **公司业务发展进入新的阶段。**成功打入大众汽车配套体系标志着其突破了增长的瓶颈; 定增项目实施为公司未来增长及业务升级打下坚实基础; 关停亏损资产, 斩断关联交易, 公司及各相关主体利益进一步理顺。
- ◆ **活塞行业发展面临技术升级、进口替代以及下游需求增长等契机。**国内汽车发动机及零部件的技术升级进程将为公司带来差异化竞争优势; 跨国公司供应链的国际化转移为公司突破更大市场带来机遇; 下游汽车行业短期增长支撑公司业务扩张。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2013-15 年实现归属于母公司净利润分别约 0.62 亿元、0.87 亿元和 1.44 亿元, 同比分别增长 48.03%、40.75% 和 64.98%, 相应的 EPS 分别约为 0.33 元、0.32 元和 0.42 元。不论是基于绝对估值还是基于同类可比公司相对估值, 目前股价相对其价值都有所低估。如果考虑公司中短期业务增长的较大驱动性因素, 以及所屬下游汽车行业景气度继续提升的预期, 我们认为公司股价未来上行的概率依然较大。综合给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 行业景气增长在 2014 年一季度前后继续被验证; 公司业绩增长超出市场预期。
- ◆ **风险因素:** 宏观经济和政策风险; 客户开拓风险; 非公开发行不能如期实施。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,823.87	1,414.19	1,250.00	1,437.50	2,004.37
增长率 YoY %	3.19%	-22.46%	-11.61%	15.00%	39.43%
归属母公司净利润(百万元)	100.39	41.96	62.11	87.42	144.23
增长率 YoY%	-17.72%	-58.20%	48.03%	40.75%	64.98%
毛利率%	18.54%	16.63%	24.00%	24.00%	24.00%
净资产收益率 ROE%	11.89%	4.64%	6.63%	5.75%	6.79%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.26	0.33	0.32	0.42
市盈率 P/E(倍)	16	38	25	29	18
市净率 P/B(倍)	1.4	1.3	1.7	1.2	1.2

来源: wind, 信达证券研发中心 注: 假设公司定增 2014 年完成, 股本增加到约 3.4 亿股。股价为 2014 年 01 月 22 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司属于地方国资持股的细分行业龙头企业	3
基本情况	3
公司具有技术、质量、产能和市场等方面较强竞争优势	4
业务增长及盈利情况与下游商用车行业相一致，具有显著的周期性波动特征	5
公司业务发展进入新的阶段	6
成功打入大众汽车配套体系标志着其突破了增长的瓶颈	6
定增项目实施为公司未来增长及业务升级打下坚实基础	7
关停亏损资产，斩断关联交易，公司及各相关主体利益进一步理顺	8
活塞行业发展面临技术升级、进口替代以及下游需求增长等契机	8
国内汽车发动机及零部件的技术升级进程将为公司带来差异化竞争优势	8
跨国公司供应链的国际化转移为公司突破更大市场带来机遇	9
下游汽车行业中短期增长支撑公司业务扩张	10
盈利预测、估值与投资评级	11
盈利预测及假设	11
公司估值	12
投资评级：首次覆盖给予“买入”评级	14
风险因素分析	14

表 目 录

表 1: 渤海活塞前十大股东持股情况（截至 2013 年 9 月 30 日）（万股，%）	3
表 2: 渤海活塞 SWOT 分析	4
表 3: 渤海活塞主要客户及其贡献收入情况（亿元）	6
表 4: 渤海活塞定增拟实施项目情况（万元）	7
表 5: 渤海活塞近年及未来三年业绩及增长预测	12
表 6: 渤海活塞 FCFE 估值法参数与估值结果	13
表 7: 渤海活塞 FCFE 估值敏感性分析	13
表 8: 同类公司相对估值比较	13

图 目 录

图 1: 渤海活塞商/乘用车用活塞（图片）	3
图 2: 渤海活塞最新活塞（图片）	3
图 3: 渤海活塞近年主营业务及收入情况（亿元）	5
图 4: 渤海活塞历年营收及净利增长情况（%）	5
图 5: 渤海活塞主营产品毛利率变动情况（%）	8
图 6: 渤海活塞近年出口规模变化情况（亿元）	10
图 7: 中国汽车零部件历年进出口额（亿美元）	10
图 8: 近 10 年 GDP 增速与汽车行业增速对比（%）	11
图 9: 主要乘用车企业近年产能变化情况（万辆，%）	11
图 10: 同类汽车零部件公司毛利率对比（%）	12
图 11: 同类汽车零部件公司利润率对比（%）	12

投资聚焦

核心观点和投资逻辑

我们对渤海活塞的业务和价值进行了分析。公司属于地方国资持股的细分行业龙头企业，具有技术、质量、产能和市场等方面较强竞争优势。2013 年前三季度，随着亏损业务的剥离，公司净利同比增长已达到 22.56%，呈现明显的周期性恢复态势。

公司业务发展进入新的阶段，成功打入大众汽车配套体系，这也标志着公司突破了增长的瓶颈。通过我们调研了解，如果前期合作顺利，2014 年开始，公司有望为大众更多型号发动机提供配套。按大众的全球规模和增长预期，我们预计未来公司为大众配套的活塞数量有望有 600 万支左右的规模空间，这相当于公司现有 2000 万支产能的 30%。

公司此次定增拟募集资金不超过 10 亿元投资三大项目，除了能够满足未来包括大众以及其他跨国大公司的配套需求外，还使得公司的产品技术升级得以实现，从而满足不断增长的环保标准，并最终带来与竞争对手的差异化竞争优势。同时，跨国公司供应链的国际化转移近年由于成本、技术等要素的推动越来越向中国等市场转移，这也为公司突破更大市场带来中长期发展的机遇。

另外，公司关停亏损资产，斩断关联交易，已实现公司及各相关主体利益的进一步一致性。公司未来发展进入新的阶段。

行业方面，2014 年汽车及零部件行业将继续延续景气性回升态势，行业主要特征将从“量的增长到业绩的释放”。

与市场不同之处

我们认为汽车行业中长期依然可以维持在 13%左右的复合增长，这提供了相关公司未来业务规模和利润大幅增长的空间和预期；其次，就中短期来说，汽车行业的周期性依然明显，2014 年行业将延续 2013 年以来的景气性上行周期；第三，就某些细分行业龙头类零部件公司来说，环保标准升级、进口替代以及全球范围内跨国公司的产业链重整等背景及趋势也创造了其相对份额的增长空间。

股价催化剂

行业景气增长在 2014 年一季度前后继续被验证；公司业绩增长超出市场预期。

盈利预测、估值与投资评级

我们预计渤海活塞 2013-2015 年实现归属于母公司净利润分别约 0.62 亿元、0.87 亿元和 1.44 亿元，同比分别增长 48.03%、40.75%和 64.98%，相应的 EPS 分别约为 0.33 元、0.32 元和 0.42 元，净资产收益率分别约为 6.63%、5.75%和 6.79%。

基于绝对估值计算得出公司价值约为 20.35 亿元，折合每股价值 9.61 元，高于当前股价（1 月 22 日收盘价 7.46 元）30%左右。同时，基于可比同类公司的相对估值来看，公司股价也略有低估。考虑公司中短期业务增长的较大驱动性因素，以及所属下游汽车行业景气度继续提升的预期，我们认为公司股价未来上行的概率依然较大。综合给予“买入”评级。

核心假设及风险

行业方面，我们认为 2014 年汽车行业景气度将继续上升，预计 2014 年、2015 年行业销量增速分别为 15%、12%；公司原有产能在 2013 年约 2000 万只的基础上，2014-16 年每年产出增长分别为 15%、13%和 12%。公司募投项目 2015 年开始投产，2015 年、2016 年达产率分别为 40%和 80%；考虑到原材料价格可能的上升预期，并公司产品附加值提升的因素，综合假定其 2014 年、2015 年的综合毛利率都约为 24%；2014 年及以后，公司期间费率在资产剥离后会有所回落，并到前期正常水平。这里假定公司 2013-2015 年费用率分别约为 16%、14%和 14.5%。

风险因素包括：宏观经济和外部政策风险；客户开拓风险；新产品、项目达产预期和经济可行性风险。

公司属于地方国资持股的细分行业龙头企业

基本情况

渤海活塞主要从事活塞产品开发、设计、制造和销售业务，包括汽车用活塞、农机用活塞、船用活塞等，缸径范围从 30mm ~ 400mm，产品品种涉及 1000 多种，广泛应用于汽车、摩托车、船舶、空压机、冷冻机、工程机械、农用机械等领域。公司地点位于山东省滨州市，占地面积约 800 亩，目前产能约为 2000 万支，2013 年销量约为 2000 多万只，属满产状态。

图 1: 渤海活塞商/乘用车用活塞（图片）



来源：公司网站 左、右分别为商用车和乘用车用活塞。

图 2: 渤海活塞最新活塞（图片）



来源：公司网站 左右分别为整体锻钢和陶瓷内冷铝活塞。

目前，公司唯一的大股东是滨州市国资委，持股数为 10514.47 万股，占比 49.67%，定增实施后，滨州市国资委还将通过其控股子公司滨州市国有资产经营公司持有公司新增发约 750 万股（按 8.52 元增发价计算），最终合计直接和间接共持有渤海活塞 11264.47 万股，占比约 32.94%，依然处于第一大股东位置。

表 1: 渤海活塞前十大股东持股情况（截至 2013 年 9 月 30 日）（万股，%）

股东名称	持股数	持股比	股份性质	增减情况
滨州市人民政府国有资产监督管理委员会	10514.47	49.67	流通 A 股	2426.42
龚岚	143.80	.68	流通 A 股	33.52
中国银河证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	107.49	.51	流通 A 股	41.86
招商证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	53.14	.25	流通 A 股	-12.14
陈斌	50.08	.24	流通 A 股	50.08
华泰证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	48.68	.23	流通 A 股	48.68

杜建梅	46.48	.22	流通 A 股	10.72
招志发	40.12	.19	流通 A 股	40.12
罗凤岐	40.05	.19	流通 A 股	9.24
厦门国际信托-聚富银河新型结构化证券投资资金信托	40.00	.19	流通 A 股	40.00

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

公司具有技术、质量、产能和市场等方面较强竞争优势

2004 年上市以来, 公司专注于活塞领域, 通过不断的积累形成了自己的核心竞争力, 巩固了自身在国内活塞领域的领先地位, 步入国际市场并取得了一定的地位。公司活塞的产销规模、技术水平、产品质量等主要指标已连续二十年位居全国活塞行业之首。

公司拥有行业唯一的国家级企业技术中心、国家认可实验室和博士后科研工作站, 在活塞设计开发技术、新材料开发应用等方面都居于国内领先地位。公司已成功研制生产陶瓷纤维活塞、钛合金活塞、碳素体活塞等高性能特种活塞, 在燃烧室喉口激光重熔技术、材料疲劳试验数据库、军工高端活塞研制、新型活塞铝合金等方面的开发应用取得新突破, 并已成为了国内活塞行业中具备批量生产锻钢结构活塞能力的企业, 也是国内第一家推出具有自主知识产权的整体锻钢结构活塞。公司同时也是活塞行业国家标准的主导者, 作为全国内燃机标准化技术委员会活塞活塞环分委员会的主持单位, 公司负责活塞产品国家和行业标准的制定和修订工作, 近年来共主持或参与制定、修订国家、行业标准 9 项, 其中包括主持制定了我国活塞行业唯一的产品验收标准。

公司主导产品高性能活塞的直径横跨 30mm 至 400mm, 品种达 1,000 多个, 广泛用于各种汽车、船舶、工程机械、军工等动力机械领域, 为一汽无锡柴油机厂、一汽大连柴油机厂、上海柴油机股份公司、潍柴动力、中国重汽、长安集团、广汽集团、广西玉柴机器股份公司、奇瑞汽车、江淮汽车、东风康明斯、北汽福田、哈东安、云内动力、德国大众、韩国大宇、川崎重工、卡特彼勒、美国通用电气等国内外著名主机厂家配套, 并建立了覆盖全国的社会配件营销网络。同时, 公司已开始进入进入大众、通用、福特、戴姆勒克莱斯勒等国际著名汽车及发动机公司的全球供应商体系。目前公司的综合市场占有率达到 35%, 其中重型载重车主机配套市场占有率超过了 60%, 是国内极少数具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准活塞产品能力的企业之一。

表 2: 渤海活塞 SWOT 分析

	内部能力	优势 (Strength)	劣势 (Weakness)
外部因素		技术国内领先, 行业标准主导者	受制于汽车特别是商用车行业的周期性波动风险
		规模化效应明显	公司治理结构和激励机制尚不完善
		产品范围广, 服务客户广泛	

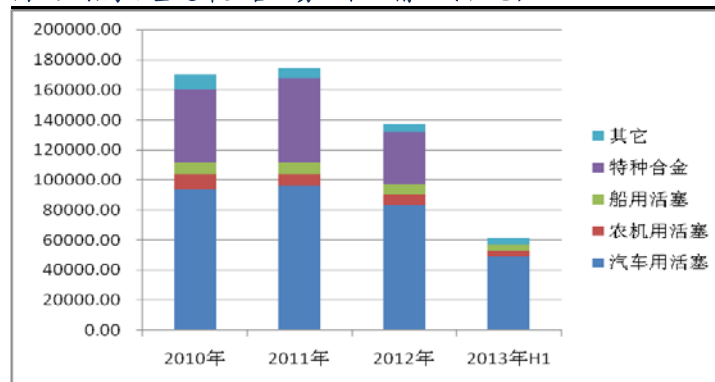
机会 (Opportunities)	SO	WO
跨国公司供应链的国际化转移为公司突破更大市场带来机遇	以大众汽车 OEM 为突破口, 扩大在中高端乘用车市场占有率	提升乘用车配套比重, 降低对商用车特别是主要客户的增长依赖
国内汽车发动机及零部件的技术升级进程将为公司带来差异化竞争优势	加快产品结构化升级, 提升高附加值产品比重	借助地方国资改革的大背景, 加快建立复合规范和科学合理的治理和激励机制
下游汽车行业中短期增长支撑公司业务扩张	进一步提升公司规模	
风险 (Threats)	ST	WT
汽车行业增长近年受政策等影响较大	重视前瞻性研究	中长期提升国际化客户比重
公司成本控制能力尚需提升		

资料来源: 信达证券研发中心

业务增长及盈利情况与下游商用车行业相一致, 具有显著的周期性波动特征

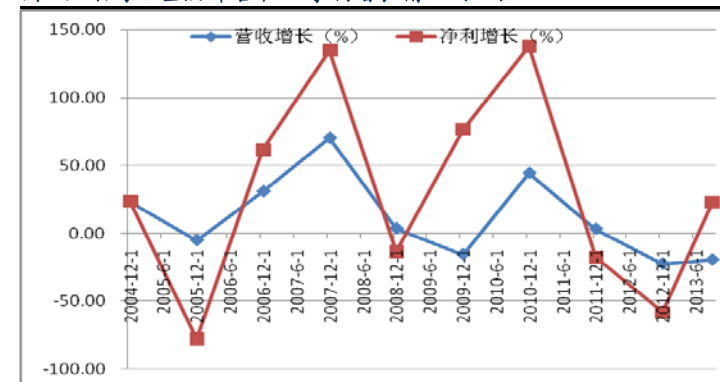
公司活塞业务中, 汽车活塞占比最高, 占公司总营收一直在 60% 以上, 目前已占到约 75% (2013 年中报)。公司属于汽车行业的上游零部件行业, 且主要以商用车客户为主, 因此, 其增长包括利润一直呈现较大的周期性波动特征, 也与整个汽车行业的周期性波动相一致。比如 2010 年, 公司营收和净利增长分别达到了 44.49% 和 137.58%, 而随后随着行业进入调整周期, 其营收和净利增速 2011 年分别下降到 3.19% 和 -17.72%, 2012 年进一步下降到 -22.46% -58.20%。进入 2013 年, 随着下游汽车行业的逐步恢复景气性增长, 公司营收和净利也呈现明显回升态势, 其中上半年分别增长 12.59% (同口径后) 和 16.32%, 前三季度公司净利同比增长已达到 22.56% (三季度营收增长无同口径可比数据)。

图 3: 渤海活塞近年主营业务及收入情况 (亿元)



来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 渤海活塞历年营收及净利增长情况 (%)



来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司业务发展进入新的阶段

成功打入大众汽车配套体系标志着其突破了增长的瓶颈

渤海活塞的产品主要供应国内商用车企业较多，市场占有率也较高，目前国内主机市场占有率超过 40%，载重车活塞主机市场占有率 60%左右，产品国内市场综合占有率在 25%以上。尽管近年公司在乘用车主机市场特别是自主品牌市场也有所突破和增长，但单一客户规模并不大，且由于主要集中在中低端市场，产品价值偏低，因此，其对业绩增长的拉动也不明显。传统商用车用活塞方面，由于商用车市场总量相对并不大，加之商用车行业的波动性特征较大，因此公司整体的业务增长近年来看实际上并不突出。

但我们也看到，随着技术和质量等地不断进步，公司的市场份额也在逐步提高，关键性的市场正在逐步突破，特别是被合资品牌包括高端合资品牌不断认可。2013 年下半年，公司拿到了德国大众集团给予的 EM(首批样件)认可，并通过了大众质量工程师的 2TP(两日生产)审核，成功进入大众供应商体系，随后，公司收到了大众的订单。目前，公司主要是为大众 EA111 1.2L TFSI 发动机供货，数量也比较小，属于试验阶段，在产能和供货稳定后，渤海活塞为德国大众 EA111 1.2L TFSI 发动机供货将正式进入批量状态。我们预计到今年上半年，该型号产品的供货量可由目前的约 26000 只/月，增加到约 108000 只/月，即年度约 120 万支。渤海活塞为德国大众配套的 EA111 项目是活塞、活塞环、卡簧及活塞销四件总成，其中活塞是渤海活塞自主设计开发。

跻身大众供应商体系，代表者渤海活塞全面进军国际市场迈出了非常重要的一步。更重要的是，突破大众汽车的配套体系也意味着公司未来进入各主要跨国企业的配套体系也将可以预期，不论从规模销量、单位产品附加值以及业务增长稳定性方面，公司发展都可以说上了一个新的台阶。

通过我们调研了解，如果前期合作顺利，2014 年开始，公司有望为大众更多型号发动机提供配套。按大众的全球规模和增长预期，我们预计未来公司为大众配套的活塞数量有望达到 600 万支左右，这相当于公司现有 2000 万支产能的 30%，相当于定增项目之一的 800 万支轿车活塞项目产能的 75%。届时，其也预计将为公司带来将新增营业收入约 2.5 亿元，而目前，公司最大的客户潍柴，其 2013 年贡献公司的营收也只有约 1.3 亿元（2012 年为 0.78 亿元），显然，大众特别是乘用车中高端市场的突破，其对公司未来营收增长的拉动是非常重大的。

表 3：渤海活塞主要客户及其贡献收入情况（亿元）

	客户	营业收入		
		2012	2013H1	2013E
1	潍柴动力备品资源公司	0.78	0.64	1.3
2	一汽解放无锡柴油机分公司	0.69	0.42	0.9

3	广西玉柴	0.48	0.36	0.7
4	东风康明斯		0.28	0.6
5	上海柴油机		0.22	0.48

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

定增项目实施为公司未来增长及业务升级打下坚实基础

公司于 2013 年再次重新推出定增方案（2010 年曾推出后因市场因素取消），拟募集资金不超过 10 亿元投资三大项目：年产 800 万支高档轿车用活塞建设项目、年产 200 万支大功率柴油机铝合金活塞建设项目公告、年产 40 万支汽车用高强度锻钢结构活塞制造项目。其中，高档轿车用活塞项目的实施，将确保公司现有高档轿车订单的顺利完成，进一步扩大轿车用活塞的市场占有率，而高强低碳锻钢结构活塞制造项目和柴油机铝合金活塞技术改造项目的实施将有利于公司加快开发并生产高强度锻钢结构活塞，实现产品的结构升级，为公司创造新的利润增长点。

经测算，三大募投项目预期应在 2015 年正式投产，预计达产后将合计新增销售收入 9.4 亿元，相当于公司 2013 年公司预期营业收入约 12.5 亿元的 75%，显然这对公司现有业务规模是个较大的提升。

另外，盈利能力方面，新募投项目的盈利能力相对现有以传统商用车为主的活塞产品盈利能力也将有明显提高。公司现有活塞产品的平均销售单价经计算约为 62.5 元（按 2000 万只计算），而根据募投项目可行性分析报告，新募投项目 200 万支大功率柴油机铝合金活塞产品预期的销售单价可达到 200 元，40 万支高强度锻钢结构活塞单价可达到 450 元，两个项目的税后内部收益率分别于其可达到 14.39%和 18.3%。轿车用活塞尽管单价较低，约为 45 元，但由于其规模化效应明显，其税后内部收益率更高，达到了 22.7%。

我们也对上述可行性分析做了相关模拟测算，我们认为，如果相关原材料包括铝、钢等的价格能够不出现大的波动，公司上述项目的业绩预期是在合理和可行的范围内的。

表 4：渤海活塞定增拟实施项目情况(万元，%)

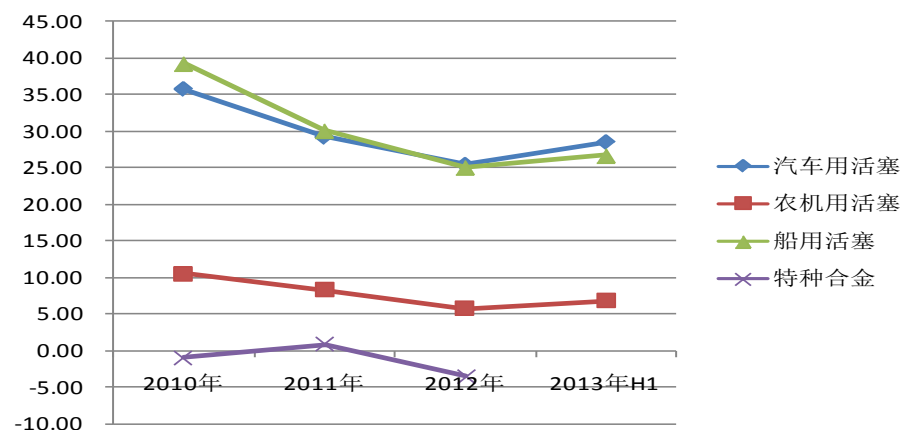
序号	项目名称	项目投资总额/ 拟使用募集资金	新增营业收入	税后内部收益率
1	年产 800 万支高档轿车用活塞建设项目	41296/41296	36000	22.7
2	年产 200 万支大功率柴油机铝合金活塞建设项目	33169/30689	40000	14.39
3	年产 40 万支汽车用高强度锻钢结构活塞制造项目	28015/28015	18000	18.3
	合计	102480/100000	94000	

资料来源：公司公告

关停亏损资产，斩断关联交易，公司及各相关主体利益进一步理顺

公司原有业务中含有部分特种合金业务，主要为约 5.6 万吨电解铝的相关产能，营收占比达到了 25%左右（2012 年）。受国内外经济形势的影响，电解铝市场价格持续走低，而电价不断提高，尽管公司也采取各种技术改进和节约挖潜措施，但因生产成本过高，导致公司合金铝生产亏损一直较大，影响到了公司总体利润的提升。为此公司于 2012 年 8 月份全部关停 5.6 万吨合金铝生产项目，并于 2013 年 9 月将其出售给第三方。关停和出售资产盘活了公司的资产，并为未来的利润增长提供了基础和支撑。

图 5：渤海活塞主营产品毛利率变动情况（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

另外，除了铝合金业务及带来的关联交易问题，2012 年，公司收购了向盟威集团实际租赁使用的 600 亩工业用地的土地使用权，因此，其与盟威集团的关联交易问题也已得到解决。

除了上述关联交易的消除之外，我们认为，公司未来的发展，管理层与公司以及与大股东等的利益一致性有了一定程度地改善，此次定增中，大股东承诺以 6500 万元现金进行认购，我们认为这也反映了这一点。另外，在国有企业改革的大背景下，公司大股东所属的地方国资背景显然具有较大的改革和重组预期，这也将对公司未来的激励机制等产生正面影响。

活塞行业发展面临技术升级、进口替代以及下游需求增长等契机

国内汽车发动机及零部件的技术升级进程将为公司带来差异化竞争优势

活塞作为发动机的关键零部件，在工作中承受交变机械负荷和热负荷，其性能的优劣，将直接影响发动机的功率输出、排放、噪声和油耗等指标。而随着环保政策的出台和不断严格，设计开发、研究环保节能活塞已成为我国内燃机工业今后发展的主要任务之一。技术上，活塞产品正朝着高强度、高耐磨、高精密、低膨胀、以及结构复合组合化等的方向发展，特别是在中重型卡车、内燃机车、工程机械、石油机械、发电机组的大功率柴油机活塞方面，更向镶耐磨圈，活塞头部内冷通道设计以及活塞裙部和销孔异型结构设计等高技术产品升级。同时，活塞毛坯生产工艺也从常规的重力铸造向半固态挤压铸造延伸。另外，未来一段时间里，我国载货汽车市场的动力水平将快速升级，高速度、大功率的载货汽车将成为用户的首选。而这其中，常规的铝合金活塞已不能完全适应高性能发动机的高增压、低油耗、低排放等新技术要求，而整体锻钢结构活塞则成为其理想的选择。整体锻钢活塞的发展对材料、设计、加工制造等技术都提出了更高的要求。

目前全国大小活塞厂家有 300 多家，其中年产销 10 万只、销售收入上 500 万元的却不到 30 家。大多数活塞企业因为生产规模受限而无法实现规模经济效应。由于生产企业众多，产品同质化非常严重，在 OEM 主机配套市场和售后维修市场上，竞争异常激烈。我们认为，在上述行业面临技术、产品等升级的背景下，众多企业可能越来越无法满足市场的需求而被淘汰，市场集中度也将进一步提升，渤海活塞的市场份额也将得到提升。

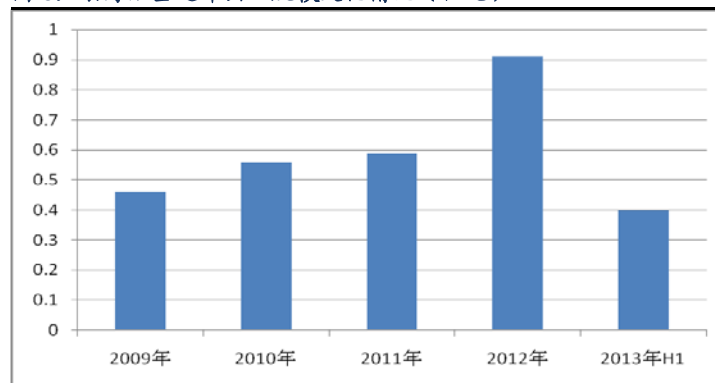
跨国公司供应链的国际化转移为公司突破更大市场带来机遇

从市场容量来看，国内轿车市场增长迅速，特别是合资品牌的汽车，如大众、通用、福特、丰田等品牌产能不断提升，活塞需求量剧增，但由于此类合资车企在建厂初期就同步建设了自己的活塞生产厂，或者依然从其原有的世界范围内的供应体系内采购，活塞基本都属于自供，国内活塞企业因此并没有拿到大量的合资品牌中高端轿车活塞的订单，也并未给国内的活塞企业带来太多利好。然而近几年，随着合资车企自营的活塞工厂面临成本、产能、质量等诸多问题，一些品牌如通用、大众等大型企业开始在国内活塞企业中寻求合作伙伴。同时，另一方面，不光是活塞企业，国内零部件企业不论在制造还是设计等综合竞争能力方面已得到明显提升，逐渐形成了进口替代和高端市场替代的情况。作为国内活塞龙头企业，渤海活塞未来在这样的背景趋势下，市场份额有望进一步提升。

实际上，公司已经为美国康明斯、卡特匹勒、科勒、川崎重工、日本小松、韩国 DOOSAN 等国内外著名主机和整车生产厂家达成和正在达成配套的意向，即在中高端市场特别是商用车中国高端市场占据一定优势。乘用车方面，除了大众之外，公司也先后进入了通用、福特、戴姆勒、克莱斯勒等国际著名汽车及发动机生产企业的全球潜在供应商体系，此次对大众的批量化供应也表明了公司的市场开拓又取得重大进展。

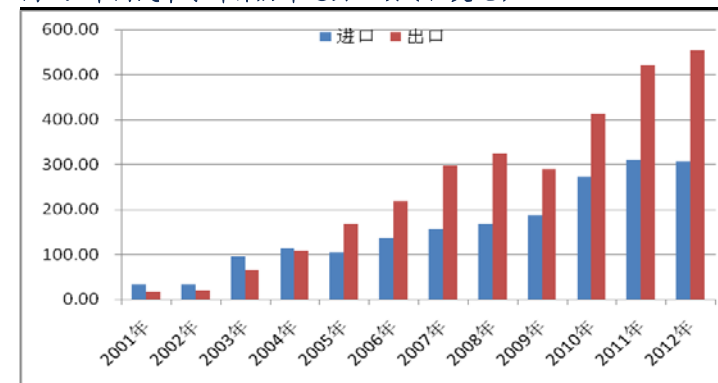
另外，不只是国内市场替代和高端市场替代，包含活塞产品的汽车零部件未来在出口前景方面也会进一步乐观。据海关统计数字，2012 年，我国汽车零部件出口额继上一年超过 500 亿美元后，达到 553.22 亿美元，同比增长 5.99%，占汽车商品出口总额的 74.31%，同时汽车零部件进出口贸易的顺差达到 246.89 亿美元，比上一年多出 35.19 亿美元。

图 6: 渤海活塞近年出口规模变化情况 (亿元)



来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 中国汽车零部件历年进出口额 (亿美元)



来源: caam, 信达证券研发中心

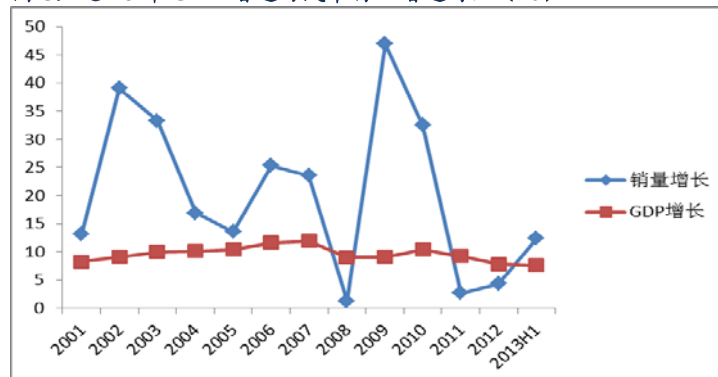
下游汽车行业中短期增长支撑公司业务扩张

通过我们的测算, 如果未来国内经济增速维持在 7% 左右, 那么国内汽车行业的长期复合增长将会保持在 10% 以上, 龙头企业由于相对份额的上升, 预计将会高于这一增速。同时, 随着行业规模以及汽车保有量规模的进一步增大, 汽车行业的总体周期性即波动性会有所偏弱, 特别是对于上游以客户多元化为主要特征的零部件企业, 其增长将会呈现更加稳健的特征, 那些具有细分行业龙头优势的企业的竞争优势也将会不断体现出来。

短期来看, 2013-2014 年, 汽车行业已步入周期性恢复增长的阶段, 我们认为汽车行业 2014 年年需求有 15% 左右的增长是可以预期的, 至少是概率比较大的。这主要是基于行业需求在经历了 2011 年、2012 年两年接近零增长之后, 2013 年已呈现步入景气上行周期的特征, 而 2014 年将进入上行周期的后半阶段。

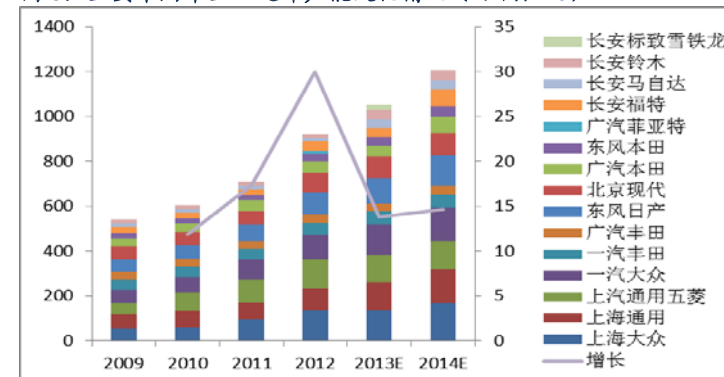
实际上, 从行业近年的供给情况变化看, 依据对上市公司融资时点、投资进度、资产结构等的考察, 我们注意到行业产能在 2012 年底已集中完成或接近尾声, 其中 2013 年相对 2012 年主要合资轿车企业的产能增长就约在 30%。同时企业特别是合资企业如长安福特、上海通用、东方日产等近年推出新产品热情明显变高, 众多新产品蓄势待发, 自主品牌如长安、江淮、海马等也较多新产品都已在 2013 年开始上市, 2014 年预计这一特征将继续有所体现。

图 8: 近 10 年 GDP 增速与汽车行业增速对比 (%)



来源: wind, 信达证券研发中心

图 9: 主要乘用车企业近年产能变化情况 (万辆, %)



来源: 信达证券研发中心整理

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

综合正文分析, 我们对公司未来三年经营预期有如下主要判断和假定:

- 1、行业方面, 2014 年汽车行业景气度继续上升, 整体进入“由量的增长向业绩的释放”的阶段。预计 2014 年、2015 年行业销量增速分别为 15%、12%;
- 2、公司原有产能在 2013 年约 2000 万只的基础上, 2014-16 年每年产出增长分别为 15%、13%和 12%。公司募投项目 2015 年开始投产, 2015 年、2016 年达产率分别为 40%和 80%。
- 3、前期由于原材料价格相对低位, 同时由于剥离了亏损的电解铝业务, 公司综合毛利率由 2012 年的 16.63%提高到 2013 年前三季度的 25%左右。未来, 考虑到原材料价格可能的上升预期, 并公司产品附加值提升的因素, 综合假定其 2013-2015 年的综合毛利率都约为 24%;
- 4、费用方面, 公司 2010-2012 年各年的综合费率分别为 13.35%、12.17%和 13.51%, 2013 年前三季度为 18%左右。我们认为, 2013 年费率较高主要是由于资产剥离因素以及其它短期因素所致, 2014 年及以后会有所回落到前期正常水平。这里假定公司 2013-2015 年费用率分别约为 16%、14%和 14.5%;

根据我们的公司研究模型得出的结果, 预计渤海活塞 2013-2015 年实现营业收入分别约 12.50 亿元、14.38 亿元和 20.04 亿

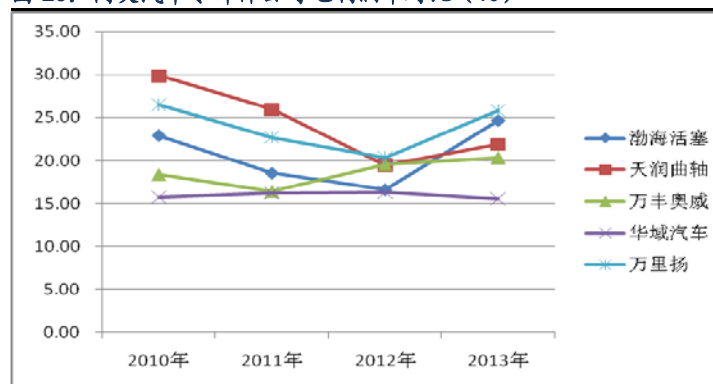
元，同比增长分别为-11.61%、15.00%和 39.43%；实现归属于母公司净利润分别约 0.62 亿元、0.87 亿元和 1.44 亿元，同比分别增长 48.03%、40.75%和 64.98%，考虑增发后股本增加因素，相应的加权 EPS 分别约为 0.33 元、0.32 元和 0.42 元，净资产收益率分别约为 6.63%、5.75%和 679%。

表 5: 渤海活塞近年及未来三年业绩及增长预测

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
原有产能营收, 万元	176751.06	182387.15	141418.93	125000	143750	162437.5	181930
增长, %					15	13	12
新建产能营收, 万元							38000
达产率, %							0.4
合计营收, 万元	176751.06	182387.15	141418.93	125000	143750	200437.5	256930
增长, %		3.19	-22.46	-11.61	15.00	39.43	28.18
净利润, 万元	12224.63	10057.01	4272.55	6210.74	8741.90	14422.63	23124.00
利润率, %	6.92	5.51	3.02	4.97	6.08	7.20	9.00
毛利润率, %	22.90	18.54	16.63	24.00	24.00	24.00	24.00
期间费率, %	13.35	12.17	13.51	16.00	14.00	14.50	15.00

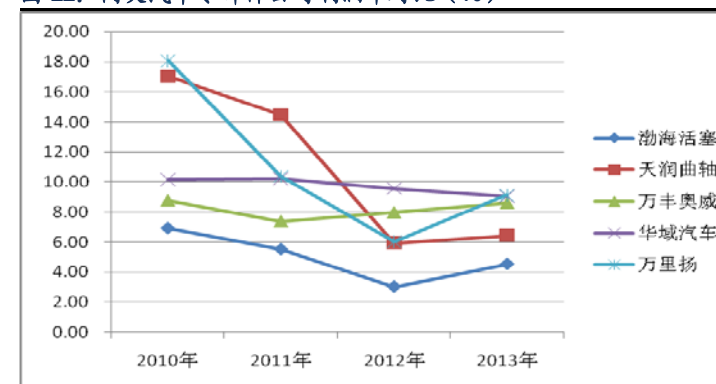
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 同类汽车零部件公司毛利润率对比 (%)



来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 同类汽车零部件公司利润率对比 (%)



来源: wind, 信达证券研发中心

公司估值

FCFE 估值

采用信达企业股权自由流折现法（FCFE）对公司进行估值，计算得出公司价值约为 20.35 亿元，折合每股价值 9.61 元。在对公司的绝对估值中，除股权资本成本以外，永续增长率以及公司未来收入增长率对估值结果的影响是比较大的，综合来看，基于绝对估值的估值区间约在 9.45 元-10.69 元之间。

表 6: 渤海活塞 FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	1.12	研究期经营价值	6.27 亿元
股票 Beta	0.9448	TV	11.85 亿元
无风险利率	3.70%	其它价值	2.22
市场收益率	10.70%	合计	20.35 亿元
TV 增长率	2%	总股本	2.1167 亿股
股权资本成本 K	10.31%	每股价值	9.61 元/股

资料来源：信达证券研发中心

表 7: 渤海活塞 FCFE 估值敏感性分析

K \ 永续增长率 g	8.00%	9.00%	10.32%	11.00%	12.00%
0.00%	11.40	9.91	8.43	7.83	7.08
1.00%	12.49	10.69	8.96	8.26	7.41
2.00%	13.94	11.69	9.61	8.79	7.81
3.00%	15.97	13.03	10.43	9.45	8.30
4.00%	19.01	14.90	11.52	10.30	8.91

资料来源：wind，信达证券研发中心

相对估值

公司当前股价（1 月 22 日收盘价：7.46 元）基于 2013 年每股收益的 PE 约为 23 倍，与同类可比公司均值相一致，PB 看，当前公司 PB 约为 1.6 倍，与同类可比公司均值的 1.9 倍相比略有低估。

表 8: 同类公司相对估值比较

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB
		2012	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	

渤海活塞	7.46	0.26	0.33	0.32	29	23	23	1.6
天润曲轴	5.84	0.11	0.17	0.24	53	34	24	1.0
万丰奥威	19.38	0.64	0.78	1.23	30	25	16	4.4
华域汽车	8.97	1.201	1.32	1.64	7	7	5	1.1
万里扬	9.42	0.27	0.42	0.53	35	22	18	1.6
均值					31	22	17	1.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心 同类公司 EPS 为 wind 一致预期。

投资评级：首次覆盖给予“买入”评级

总体来看，不论是基于绝对估值还是基于同类可比公司的相对估值，公司目前股价相对其价值都有所低估。如果考虑公司中短期业务增长的较大驱动性因素，以及所属下游汽车行业景气度继续提升的预期，我们认为公司股价未来上行的概率依然较大。综合给予公司“买入”评级。

风险因素分析

- 1、受国家整体经济环境包括外部政策的影响，行业增速预期当前还存在一定的不确定性。
- 2、公司尽管已经突破了跨国公司的配套体系，达到了规模化配套的技术和能力，但能否稳定、持续地获得下游客户的订单，还有赖于公司进一步地工作。
- 3、公司新投项目，特别是整体锻钢等新技术项目的达产稳定性、经济性等有赖诸多条件的配合。
- 4、公司增发如若不能按计划完成，公司项目达产预期或会受到一定影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,352.22	1,250.57	1,130.40	1,752.40	1,685.75
现金	331.55	354.02	378.86	888.46	481.99
应收账款	273.79	240.67	212.62	244.52	340.94
其它应收款	362.58	239.38	220.69	253.79	353.87
预付账款	19.01	63.56	45.29	52.08	72.62
存货	363.51	350.74	270.73	311.34	434.11
其他	1.79	2.21	2.21	2.21	2.21
非流动资产	657.42	796.09	1,048.57	1,369.46	1,576.33
长期投资	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
固定资产	630.15	623.50	612.93	871.73	1,166.96
无形资产	11.53	141.65	141.46	141.19	140.84
其他	14.14	29.34	292.59	354.94	266.93
资产总计	2,009.64	2,046.66	2,178.97	3,121.85	3,262.07
流动负债	815.21	873.63	973.74	777.97	843.43
短期借款	306.00	209.66	309.66	109.66	109.66
应付账款	126.56	84.79	72.07	82.88	115.56
其他	382.65	579.18	592.02	585.43	618.21
非流动负债	302.71	246.73	246.73	246.73	246.73
长期借款	282.42	219.79	219.79	219.79	219.79
其他	20.29	26.94	26.94	26.94	26.94
负债合计	1,117.93	1,120.36	1,220.48	1,024.70	1,090.16
少数股东权益	4.91	5.67	6.81	8.42	11.06
归属母公司股东权益	886.81	920.63	951.68	2,088.74	2,160.86
负债和股东权益	2009.64	2046.66	2178.97	3121.85	3262.07

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,823.87	1,414.19	1,250.00	1,437.50	2,004.37
同比(%)	3.19%	-22.46%	-11.61%	15.00%	39.43%
归属母公司净利润	100.39	41.96	62.11	87.42	144.23
同比(%)	-17.72%	-58.20%	48.03%	40.75%	64.98%
毛利率(%)	18.54%	16.63%	24.00%	24.00%	24.00%
ROE(%)	11.89%	4.64%	6.63%	5.75%	6.79%
每股收益(元)	0.62	0.26	0.33	0.32	0.42
P/E	16	38	25	29	18
P/B	1.4	1.3	1.7	1.2	1.2
EV/EBITDA	7.41	8.97	10.45	11.90	8.93

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,823.87	1,414.19	1,250.00	1,437.50	2,004.37
营业成本	1,485.70	1,179.07	950.00	1,092.50	1,523.32
营业税金及附加	9.45	7.20	6.36	7.32	10.20
营业费用	60.96	46.40	56.25	71.87	110.24
管理费用	95.12	89.75	108.75	112.12	150.33
财务费用	52.62	60.51	46.42	41.78	28.46
资产减值损失	4.00	-13.14	4.91	5.65	7.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.66	0.88	0.51
营业利润	116.03	44.39	77.97	107.14	174.45
营业外收入	6.05	8.17	5.53	6.52	6.88
营业外支出	3.93	2.58	9.51	9.51	9.51
利润总额	118.16	49.99	73.99	104.15	171.83
所得税	17.58	7.26	10.75	15.13	24.96
净利润	100.57	42.73	63.25	89.02	146.87
少数股东损益	0.18	0.77	1.14	1.60	2.64
归属母公司净利润	100.39	41.96	62.11	87.42	144.23
EBITDA	259.47	194.72	211.59	250.57	333.98
EPS (摊薄)	0.62	0.26	0.33	0.32	0.42

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	238.03	286.17	347.45	128.41	35.85
净利润	100.57	42.73	63.25	89.02	146.87
折旧摊销	92.01	85.90	92.50	106.01	131.16
财务费用	49.30	58.83	45.10	40.41	30.98
投资损失	0.00	0.00	-0.66	-0.88	-0.51
营运资金变动	-11.11	108.94	140.22	-113.83	-282.24
其它	7.26	-10.23	7.05	7.68	9.58
投资活动现金流	2.36	-247.78	-346.46	-428.03	-339.22
资本支出	-5.98	-247.64	-347.12	-428.91	-339.73
长期投资	2.92	0.00	0.66	0.88	0.51
其他	5.42	-0.14	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-227.52	-15.91	23.88	809.27	-103.08
吸收投资	0.00	0.00	0.00	1,093.35	0.00
借款	-164.60	53.12	100.00	-200.00	0.00
支付利息或股息	59.40	67.21	76.12	84.08	103.08
现金净增加额	12.87	22.48	24.84	509.60	-406.47

分析师简介

邢海芝，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业，曾在某汽车类上市公司战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

汽车行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江铃汽车	000550	长安汽车	600625	一汽夏利	000927	宇通客车	600066
上汽集团	600104	福田汽车	600166	江淮汽车	600418	潍柴动力	000338
万向钱潮	000559	海马汽车	000572	威孚高科	000981	一汽轿车	000800
中国重汽	000951	金龙汽车	600686	东风汽车	600006	福耀玻璃	600660

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。