

日期: 2014 年 6 月 12 日

行业: 汽车零部件及配件制造业



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@shzq.com

执业证书编号: S0870511030004

潘贻立

021-53519888*1909

Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870112110005

随行业快速成长的国内整车零部件供应商

■ 投资要点:

国内著名整车制造商一级供应商, 行业地位较高

公司自设立以来致力于为汽车冲压及焊接总成零部件的开发、生产与销售, 主要产品为汽车车身零部件。公司拥有先进的冲压、焊接总成及模具开发技术, 是国内著名整车制造商上海通用、上汽集团、上海大众的一级供应商, 具备与整车商进行产品同步开发的能力, 掌握了大型车身总成零部件的开发与生产的核心技术, 具有较高的行业地位。此次募集资金主要用于投资模具研发项目以及上海空港、烟台两个生产基地项目。生产基地的建设有利于公司突破产能瓶颈制约, 增强市场开发及业务拓展能力; 通过模具研发项目建设, 公司将进一步加大对研发场地、研发设备、专业软件平台等方面的投入, 有利于公司提高模具及新产品开发水平, 缩短产品开发周期, 从而进一步提升公司的技术竞争能力, 以适应公司快速发展的需要。

盈利能力平稳上升, 营运能力高于行业平均

公司近年营业收入呈持续增长趋势, 主要是由于公司为上海通用配套的主要车型销量保持平稳增长。公司主要客户为国内知名整车商, 应收账款周转情况良好。公司生产模式为“订单式生产”, 根据客户的订单情况合理安排原材料采购规模、生产进度以及发货时间, 有效提高了存货周转率。

上市 6 个月内的估值区间为 17.46 - 21.34 元

此次公司公开发行新股的募集资金总额不超过 27,800 万元, 含发行费用 2,800 万元, 募集资金净额不超过 25,000 万元。根据目前的新股发行方式, 建议公司的 IPO 询价价格为 13.90 元。预计 2014-2016 年公司可分别实现每股收益 (按发行后最新股本摊薄) 0.97 元、1.11 元和 1.36 元。考虑公司未来的成长性和盈利性, 结合同行业可比上市公司的估值水平, 预期未来 6 个月内公司股价对应 2014 年每股收益的动态市盈率可达 18-22 倍, 公司的合理估值区间为 17.46-21.34 元/股, 对应 2013 年每股收益 (0.75 元) 的静态市盈率为 23-28 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	404.99	466.06	542.42	669.22
年增长率	13.44%	15.08%	16.38%	23.38%
归属于母公司的净利润	60.30	77.93	89.10	108.97
年增长率	18.05%	29.24%	14.33%	22.30%
按最新股本摊薄后的每股收益 (元)	0.75	0.97	1.11	1.36

注: 按最新总股本计算

IPO 询价 RMB 13.90

合理估值区间 RMB 17.46 - 21.34

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 20

发行后总股本 (百万股) 80

发行方式 网下询价网上定价

保荐机构 中信建投

主要股东 (IPO 前)

联明投资 70.00%

吉蔚娣 5.93%

徐培华 4.87%

张桂华 4.85%

秦春霞 4.00%

收入结构 (MRQ)

车身零部件 96.51%

模具 3.14%

其他 0.35%

报告编号: PYL14-NSP05

首次报告日期: 2014 年 6 月 12 日

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

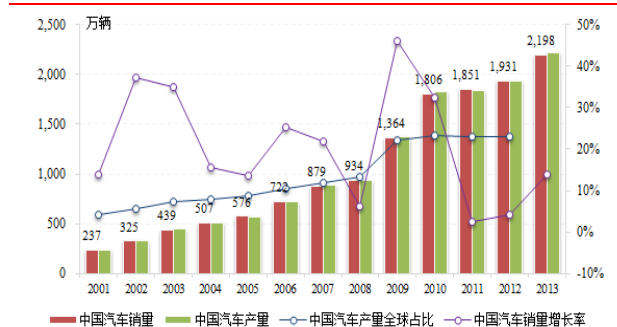
公司自设立以来致力于为汽车冲压及焊接总成零部件的开发、生产与销售，主要产品为汽车车身零部件。目前，公司已成为多家知名整车商的专业零部件供应商。报告期内，车身零部件收入保持持续增长，占公司营业收入的比重较高，是公司最重要的收入来源。

行业分类：根据《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），公司所处行业为汽车制造业（C36）。根据《国民经济行业分类》，公司所处行业为汽车制造业（C36）下属的汽车零部件及配件制造业（C3660）。

1.2 我国汽车行业增长前景

2000 年以来，我国汽车行业逐步发展成为国民经济的支柱产业，在社会经济全局中的重要性逐渐提高。近十余年来，我国汽车行业取得了高速发展。2001-2013 年，我国汽车销量年复合增长率高达 20.40%，汽车产量占全球产量的比例由 2001 年的 4.25% 迅速增至 2012 年的 22.90%。自 2009 年成为世界汽车第一产销大国后，我国已连续五年蝉联世界第一。2010 年以来，受国家宏观调控政策、基数较大等因素影响，我国汽车产销规模增速放缓，但 2012 年开始增速已逐渐回升。2013 年我国汽车产销量分别为 2,211.68 万辆、2,198.41 万辆，创历史新高，较上年同期分别增长 14.76%、13.87%。

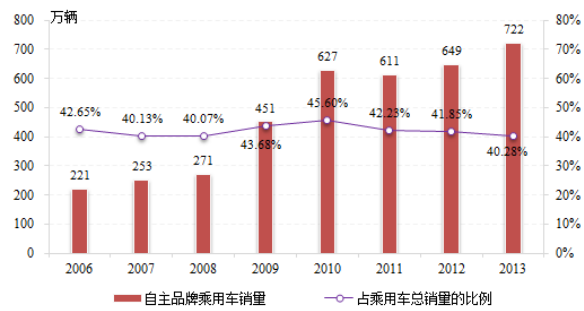
图 1 2001-2013 年中国汽车产销规模及增长情况



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

我国自主品牌乘用车市场稳步发展，销量由 2006 年的 220.77 万辆上升到 2013 年的 722.20 万辆，占乘用车总销量的比例由 2006 年的 42.65% 变为 2013 年的 40.28%。2013 年我国自主品牌乘用车销量为 722.20 万辆，较上年同期增长 11.36%。

图 2 2006-2013 年中国自主品牌乘用车市场规模



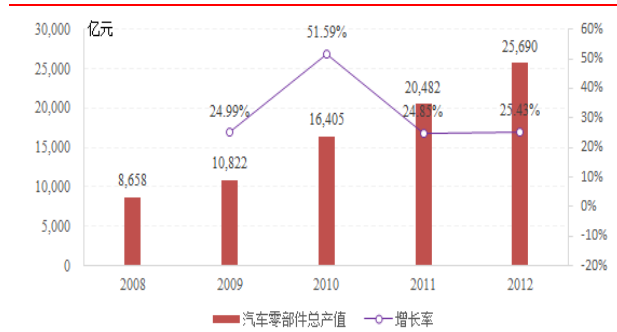
资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

目前，我国汽车千人保有量仍较低，2013 年末全国民用汽车保有总量为 13,741 万辆，其中私人汽车保有量为 10,892 万辆，千人汽车保有量约为 101 辆/千人，与发达国家一般超过 500 辆/千人的水平相比差距较大，因此我国乘用车市场未来发展空间巨大。自 2009 年以来，在汽车产业振兴规划等一系列鼓励汽车消费政策的推动下，我国二、三线城市乘用车市场需求增长率对整个市场增长的贡献率远大于一线城市，这表明我国二、三线乘用车市场已经启动，由于二、三线市场人口基数、经济总量大，目前汽车保有量水平低，由此预计未来 5-10 年我国汽车市场仍将保持快速增长。

1.3 我国汽车零部件行业概况

作为汽车整车制造的配套产业，我国汽车零部件行业是伴随着汽车产业的快速发展而成长起来的。因此，汽车产业的持续、稳定发展对零部件行业的发展起着重要的推动作用，是汽车零部件行业发展的主要驱动因素。近年来，中国汽车零部件产业得益于汽车整车制造业的整体发展，发展速度明显加快。2008-2012 年，我国汽车零部件行业总产值由 8,658 亿元增至 25,690 亿元，年复合增长率高达 31.25%。2012 年我国汽车零部件行业实现总产值 25,690 亿元，同比增长 25.43%，约占汽车工业总产值的 48.60%。2012 年，在中国汽车零部件产业产值结构中，传动系统、车身及附件和发动机系统的产值占到零部件总产值的 55.60%，是汽车零部件产业中拉动力最强的三个细分产业。

图 3 2008-2012 年中国零部件行业产值情况



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

目前，国内上百家上规模的零部件园区形成的产业集群已经成为支撑中国汽车工业发展的重要力量，未来我国汽车零部件市场存在配套市场需求和售后市场需求双重提升，成长空间广阔。一方面，我国汽车行业的持续高增长为上游零部件行业带来了庞大的配套市场需求；另一方面，截至 2013 年末我国私人汽车保有量已达到 10,892 万辆，预计到 2015 年我国私人汽车保有量将达到 1.5 亿辆，随着我国向汽车社会过渡，对售后市场的规范势在必行，零部件骨干企业将在合理健康的市场环境下获得广阔的售后市场空间。目前，我国汽车零部件产业正处于规模扩张和产业升级的加速阶段，未来我国零部件企业在规模、装备及技术水平等方面将有较大提升，并将有能力通过技术突破创造进口替代需求并参与全球分工，从而进一步提升我国汽车零部件企业的国际竞争力。作为我国汽车产业由大变强的关键环节，汽车零部件行业的发展在下一个十年将得到大幅度提升。

1.4 行业竞争结构及公司地位

我国汽车零部件行业处于完全开放的环境，基本在所有领域都存在着激烈的竞争，既有本土企业与外资企业间的竞争，也有不同背景的外资企业之间的竞争。在竞争加剧、淘汰加速的大环境中，不同的企业采取了不同的竞争方式，如外资零部件公司力求通过二级零部件的本地化生产来控制成本，而本土企业则力争借开发能力、技术水平的提升以及低成本优势扩大规模等。由于我国已经成为全球最大的汽车市场，全球跨国汽车零部件公司都加大了对我国市场的投入。外资零部件公司凭借其技术、管理和客户资源等优势，在我国汽车零部件市场表现十分突出。目前行业进入的壁垒主要表现在：合格供应商评审壁垒、技术壁垒、资金壁垒以及人力资源壁垒等。

公司拥有先进的冲压、焊接总成及模具开发技术，是国内著名整车制造商上海通用、上汽集团、上海大众的一级供应商，具备与

整车商进行产品同步开发的能力，掌握了大型车身总成零部件的开发与生产的核心技术，具有较高的行业地位。

目前，公司的主要客户为上海通用、通用东岳、通用北盛、本特勒、上海赛科利、上海敏孚、上汽集团、上汽商用车、上海大众等。在公司上海空港、烟台、沈阳、武汉等生产基地建设完成后，公司将根据实际情况继续加大整车商客户的开发。2011-2013 年，公司向上海通用及其关联方供应的零部件所对应的主要车型的销量占上海通用汽车总销量的比例分别为 95.51%、95.88%、94.25%，公司营业收入主要来源于为上述车型配套的零部件销售。随着新客户的成功开发，未来公司的收入规模将进一步提高。

1.5 公司的竞争优势

公司的竞争优势体现在：

技术优势：公司拥有经验丰富的专业技术团队，通过与上海通用、泛亚汽车技术中心等公司的产品合作开发与技术交流，公司自主研发和技术创新能力进一步提升。目前，公司拥有冲压工艺、焊接工艺核心技术，具备完善的产品开发系统及先进的模具开发能力，具有较强的技术研发优势。总成件是汽车零部件产品中技术含量较高的产品。公司作为专业的车身零部件供应商，各类车身总成件的成功开发、投产充分体现了公司的研发能力。未来公司将继续加大技术研发投入，不断开发技术含量更高的产品，从而稳步提升公司的技术研发优势。

产品质量优势：公司在生产过程中严格执行 ISO/TS16949 质量管理体系，保证了产品质量的稳定可靠。2011-2013 年，公司产品交样合格率分别为 91%、91%和 90%，均高于上海通用要求的 85% 的标准；产品年零公里 PPM 均值为 7.88，符合上海通用要求低于 25 的标准；产品交样及时率均为 100%，切实保障了公司客户对产品及时性的要求；产品一次合格率分别达到 99.79%、99.46%、99.88%，在业内处于领先水平。公司产品质量优势明显，能为整车商提供优质、及时的配套服务。

客户资源优势：在长期的业务合作中，公司与上海通用等主要整车商建立了稳定的战略合作关系。上海通用是中国乘用车制造行业的领先企业，其技术、管理均代表了中国汽车工业的先进水平。汽车零部件供应商要与整车商建立战略合作关系，须通过整车商严格的合格供应商体系认证。从产品开发到大批量供货一般约需两年左右的时间，公司与上海通用的合作从单一产品、单一车型的配套

开始，逐步扩大至为上海通用主要车型的配套，双方已经建立了稳定的战略合作关系。报告期内，公司又成功开拓了上汽集团、上汽商用车、上海大众等新客户。新客户的开发将有助于保证公司未来业绩的持续、稳定增长。

区位优势：作为整车商的一级零部件供应商，必须具备快速的响应能力，才能为其提供高效、优质的配套服务，良好的区位优势将进一步增强公司产品的市场竞争力。公司上海金桥生产基地位于上海市浦东新区金桥功能区，距主要客户上海通用约 7 公里；上海空港生产基地位于上海市浦东新区空港工业园区，距主要客户上海通用约 20 公里；烟台生产基地位于山东省烟台市福山高新技术开发区，距主要客户通用东岳约 5 公里；沈阳生产基地位于通用北盛在沈阳三期工厂的配套园区内；武汉生产基地位于上海通用在武汉工厂的配套园区内。公司上述生产基地地理位置优越，产业集群优势明显，政策扶持力度大。

公司的竞争劣势体现在：

产能不足：2011-2013 年，公司冲压设备产能利用率分别为 120.49%、115.60%和 127.52%。报告期内，随着原有客户需求的逐年增加，公司采取了延长工作时间等措施来满足客户需要。目前，产能瓶颈已成为公司进一步发展的主要障碍，同时也制约了公司新客户的拓展。

融资渠道有限：由于车身零部件行业属于资金密集型行业，在装备投入、技术研发、日常运营等方面资金需求量较大，再加上当前公司产能扩张需求迫切，也需要大量资金。目前，公司的主要外部融资渠道为银行借款，单一的融资渠道使得公司无法足额、及时地获得经营所需资金，限制了公司的进一步发展。

公司主要竞争对手：

汽车车身零部件行业具有区域集中的特点，区域内竞争是该行业的主要竞争模式。公司目前的竞争对手主要包括上海拖拉机内燃机有限公司、上海航空发动机制造股份有限公司、上海赛科利等为上海通用提供车身零部件产品的一级供应商。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司是由由联明有限原股东整体变更而设立的。公司控股股东为联明投资，持有公司 70% 的股份，为公司的主要发起人及控股股东。公司实际控制人为徐涛明、吉蔚娣夫妇，其中徐涛明持有公司控股股东联明投资 89% 的股权，通过联明投资间接控制公司 70% 的股份；吉蔚娣直接持有公司 5.93% 的股份，两人合计控制公司 75.93% 的股份。

表 1：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	联明投资	4,200.00	70.00%	4,200.00	52.50%
2	吉蔚娣	356.00	5.93%	356.00	4.45%
3	徐培华	292.00	4.87%	292.00	3.65%
4	张桂华	291.00	4.85%	291.00	3.64%
5	秦春霞	240.00	4.00%	240.00	3.00%
6	陶永生	120.00	2.00%	120.00	1.50%
7	黄云飞	120.00	2.00%	120.00	1.50%
8	杨华	120.00	2.00%	120.00	1.50%
9	杨艳萍	90.00	1.50%	90.00	1.13%
10	杨燕华	60.00	1.00%	60.00	0.75%
11	李政涛	60.00	1.00%	60.00	0.75%
12	王少波	30.00	0.50%	30.00	0.38%
13	林晓峰	21.00	0.35%	21.00	0.26%
合计		6,000.00	100.00%	8,000.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入、利润结构变化

生产模式

公司主要依据客户订单来制定生产计划，组织日常生产。由生产部根据市场部提供的月销售计划制定生产计划，生产车间根据日进度计划组织车间生产，确保生产计划顺利完成。产品经过质量检测合格后将进行成品包装并入库，然后按订单要求的日期发货。

生产过程中，针对少数零部件需要进行电镀、电泳漆等表面处理工艺，公司将该等工序采用外协方式加工，也将部分冲压件采用外协方式加工。

销售模式

根据公司的行业特点，在“订单式生产”经营模式下，新产品中标并成功签订合同即意味着未来产品的销售已经确定，后续的销售工作主要是获取客户订单、客户订单完成情况跟踪、及时收集客户的反馈信息等。公司的销售客户主要是国内客户尤其是以上海通用、通用东岳、通用北盛为主，公司销售模式主要体现在新产品中标上，所有的生产订单均为公司直接获得。目前，公司与上海通用、通用东岳、通用北盛的销售结算方式为在上海通用、通用东岳、通用北盛验收产品且收到发票后的平均 47 日通过银行按周支付。

收入确认及产品定价方式

公司根据客户的要求将产品运送至客户指定的地点，客户对产品的质量、品种规格等验收确认，公司在收到客户确认反馈信息后确认销售收入的实现。

公司外购模具经调试检验，能够达到客户对所生产零件的质量要求并能批量生产，经客户验收后确认销售收入的实现。

公司的产品定价模式为：按照生产成本加上合理的利润确定产品销售价格，并据此价格参与客户的投标竞价，最终根据竞标成功的价格与客户签署产品生产意向书。产品批量供货后，产品销售价格按照主要原材料价格的波动情况与客户进行协商调整，客户也可能对公司产品价格提出了年降要求，因此公司产品毛利率在报告期内会存在一定幅度的波动。

2.3 报告期内公司主营业务收入构成情况

公司自设立以来，一直专注于汽车冲压及焊接总成零部件的开发、生产与销售，主营业务未发生变化。报告期内，公司车身零部件收入持续增长，由 2011 年的 31,202.65 万元增至 2013 年的 39,085.79 万元，占公司营业收入的比重较高且基本保持稳定，是公司最重要的收入来源。

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

项目	2013		2012		2011	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
车身零部件	39,085.79	96.51%	33,931.32	95.04%	31,202.65	96.03%
模具	1,270.41	3.14%	1,719.23	4.82%	1,205.61	3.71%
其他	142.99	0.35%	51.99	0.15%	85.84	0.26%
合计	40,499.19	100.00%	35,702.54	100.00%	32,494.10	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司的产品主要是为汽车整车商配套，主营业务收入按地区分布情况与所供货整车商相应车型的生产基地分布密切相关。报告期内，公司上海地区销售收入由 2011 年的 24,899.94 万元降至 2013 年的 16,898.90 万元，山东地区销售收入由 2011 年的 4,781.47 万元增至 2013 年的 20,243.65 万元。

表 3：公司报告期内主营业务收入按地区划分

项目	2013		2012		2011	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
华东	37,441.94	92.78%	32,992.38	92.54%	29,779.97	91.89%
其中：						
上海	16,898.90	41.87%	21,877.52	61.37%	24,899.94	76.83%
山东	20,243.65	50.16%	10,909.09	30.60%	4,781.47	14.75%
其他	299.39	0.74%	205.77	0.58%	98.56	0.30%
东北	2,880.26	7.14%	2,648.83	7.43%	2,628.29	8.11%
其他	34.00	0.08%	9.34	0.03%	-	-
合计	40,356.20	100.00%	35,650.55	100.00%	32,408.26	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 4：公司冲压设备、焊接设备的产能及利用情况

设备名称	项目	2013	2012	2011
冲压设备	理论冲压次数（万次）	1,270.41	1,719.23	1,205.61
	实际冲压次数（万次）	40,356.20	35,650.55	32,408.26
	产能利用率	1,078.07	1,479.91	795.70
焊接设备	理论焊接点数（万焊点数）	27.47%	26.01%	29.11%
	实际焊接点数（万焊点数）	15.14%	13.92%	34.00%
	产能利用率	27.08%	25.43%	29.29%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 5：公司主要产品毛利率

项目	2013	2012	2011
1、营业收入(单位：万元)			
车身零部件	39,085.79	33,931.32	31,202.65
模具	1,270.41	1,719.23	1,205.61
合计	40,356.20	35,650.55	32,408.26
2、营业成本(单位：万元)			
车身零部件	28,348.92	25,105.78	22,119.56
模具	1,078.07	1,479.91	795.70
合计	29,427.74	26,584.62	22,915.88
3、毛利率			
车身零部件	27.47%	26.01%	29.11%
模具	15.14%	13.92%	34.00%
主营业务综合毛利率	27.08%	25.43%	29.29%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.4 募资项目

随着公司业务规模的不断扩大，公司原有厂区和产能已不能满足公司生产经营的正常需要，产能瓶颈已经成为制约公司业务发展的主要因素之一。此次募集资金主要用于投资模具研发项目以及上海空港、烟台两个生产基地项目。生产基地的建设有利于公司突破产能瓶颈制约，增强市场开发及业务拓展能力；通过模具研发项目建设，公司将进一步加大对研发场地、研发设备、专业软件平台等方面的投入，有利于公司提高模具及新产品开发水平，缩短产品开发周期，从而进一步提升公司的技术竞争能力，以适应公司快速发展的需要。

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	预计投资 额(万元)	募集资金 使用量 (万元)	建设期	新增营业收 入 (万元/年)	投资回收 期
汽车大型冲压零部件生 1 产基地（一期）及模具研 发项目	17,000.00	12,300.00	3	37,421.00	5.9
2 汽车冲压及焊接零部件 生产基地项目	8,450.00	5,300.00	2	24,056.00	5.5
3 补充流动资金	7,400.00	7,400.00			
合计	32,850.00	25,000.00		61,477.00	

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

按照发行 2,000 万股，每股需募集资金约 12.50 元。

汽车大型冲压零部件生产基地（一期）及模具研发项目

公司拟投资 17,000.00 万元在上海浦东空港工业园区投资建设汽车大型冲压零部件生产基地（一期）及模具研发项目。项目主要生产仪表板总成、纵梁总成、轮罩总成、后端板总成、柱类总成、天窗框总成等乘用车内主要结构件的冲压及焊接总成件。项目建成后，公司将拥有具有国内领先水平的汽车大型车身零部件生产基地及模具研发产业基地，有助于提升公司的产品开发、制造能力以及市场竞争力。该项目用地位于上海市浦东空港工业园区 17-2、17-3、17-4 地块，宗地面积为 23,875 平方米。项目投资总额 17,000.00 万元，其中项目建设投资 16,000.00 万元，项目铺底流动资金 1,000.00 万元。公司此次拟使用募集资金 12,300.00 万元投入该项目建设。

项目主要经济效益指标：项目达产后年均销售收入 37,421.00 万元，税前利润为 6,176.00 万元，年所得税额 1,544.00 万元，年税后利润 4,632.00 万元，项目财务内部收益率为 21.23%，投资回收期 5.90 年。

汽车冲压及焊接零部件生产基地项目

公司拟投资 8,450.00 万元通过全资子公司烟台万事达在烟台市福山高新技术产业区投资建设汽车冲压及焊接零部件生产基地项目。作为公司的北方生产基地，烟台万事达项目建成后，有助于提升公司对通用东岳、通用北盛的配套服务能力并开拓北方市场。该项目实施主体为烟台万事达，项目用地位于山东省烟台市福山区延峰路 13 号，项目基地面积 30,726 平方米。项目投资总额 8,450.00 万元，其中项目建设投资 7,850.00 万元，铺底流动资金 600.00 万元。公司此次拟使用募集资金 5,300.00 万元投入该项目建设。

项目主要经济效益指标：项目建成后年均销售收入 24,056.00 万元，税前利润为 3,846.00 万元，年所得税额 961.00 万元，年税后利润 2,884.00 万元，项目财务内部收益率为 24.74%，投资回收期 5.50 年。

补充流动资金

随着营业收入的持续增长，公司对营运资金的需求也不断增加。2011-2013 年，公司营业收入年平均增长率达 11.24%。同时，公司近三年的流动资产周转率和流动比率相对稳定，近三年的平均值分别为 2.03 和 1.65。考虑公司募集资金投资项目逐步实施后业务规模进一步扩大等因素，未来几年，公司将面临资本性支出需求和收入增长带来的营运资金需求。公司拟使用此次募集资金 7,400.00 万元用于补充流动资金，以缓解流动资金压力，节省利息费用，为公司各项经营活动的顺利开展提供流动资金保障。

三、财务状况分析及盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

产品盈利能力平稳上升，毛率水平略高于同业

公司 2011-2013 年营业收入呈持续增长趋势，主要是由于公司为上海通用配套的主要车型销量保持平稳增长。由于各自的产品和客户不同，各可比上市公司的收入变动趋势存在差异，2013 年可比

上市公司营业收入均较上年有所增长。

表 7：公司和相关公司的销售收入比较（单位：万元）

证券简称	2013 年度	2012 年度	2011 年度
金马股份	90,247.60	84,370.32	87,055.46
天汽模	116,654.39	89,403.21	100,513.09
世纪华通	122,743.12	92,889.97	99,872.64
龙生股份	29,135.24	23,496.05	22,339.93
双林股份	120,567.22	107,414.08	97,566.90
黎明股份	40,499.19	35,702.54	32,494.10

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

影响毛利率水平的因素众多，包括生产经营模式、产品结构、客户结构、产品定价能力的差异等，不同企业之间毛利率水平存在一定差异，公司的毛利率与可比上市公司相比不存在明显差异。报告期内，公司的毛利率有所波动，略高于可比上市公司平均水平。

表 8：公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2013 年度	2012 年度	2011 年度
金马股份	23.41%	16.58%	17.57%
天汽模	27.32%	24.69%	21.56%
世纪华通	22.96%	25.08%	28.83%
龙生股份	28.19%	32.59%	33.85%
双林股份	26.82%	27.91%	29.23%
平均值	25.74%	25.37%	26.21%
黎明股份	27.01%	25.49%	29.44%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司管理费用率低于可比上市公司平均水平主要系公司研发费用偏低。报告期内，公司管理费用有所增长，占营业收入的比重相对稳定。

表 9：公司和相关公司的管理费用率比较（单位：%）

证券简称	2013 年度	2012 年度	2011 年度
金马股份	8.60%	6.07%	5.93%
天汽模	8.78%	8.02%	6.04%
世纪华通	7.99%	7.36%	5.29%
龙生股份	11.66%	13.00%	10.00%
双林股份	11.05%	10.89%	8.65%
平均值	9.62%	9.07%	7.18%
黎明股份	5.61%	4.84%	5.88%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

持续稳定增长趋势

公司 2011-2013 年营业收入呈持续增长趋势，年复合增长率达 11.64%，主要是由于公司为上海通用配套的主要车型销量保持持续增长。由于各自的产品和客户不同，各可比上市公司的收入变动趋势存在差异，2013 年可比上市公司营业收入均较上年有所增长。

表 10：公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2012 年同比 增长率	2013 年同比 增长率	2013 年相对于 2011 的年复合增长率
金马股份	-3.08%	6.97%	1.82%
天汽模	-11.05%	30.48%	7.73%
世纪华通	-6.99%	32.14%	10.86%
龙生股份	5.18%	24.00%	14.20%
双林股份	10.09%	12.25%	11.16%
平均值	-1.17%	21.17%	9.15%
黎明股份	9.87%	13.44%	11.64%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 11：公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2012 年同比 增长率	2013 年同比 增长率	2013 年相对于 2011 的年复合增长率
金马股份	-24.22%	41.60%	3.59%
天汽模	-13.15%	23.88%	3.73%
世纪华通	-33.97%	-13.10%	-24.25%
龙生股份	-19.55%	-9.05%	-14.46%
双林股份	-19.24%	-6.58%	-13.14%
平均值	-22.03%	7.35%	-8.91%
黎明股份	-3.90%	18.05%	6.51%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

营运能力表现高于行业平均水平

报告期内，公司的应收账款周转率高于可比上市公司平均水平，主要原因系公司客户大部分为国内知名整车商，信用情况良好，能够按时支付货款，且付款期限相对较短，公司应收账款周转情况良好。2013 年，公司应收账款周转率有所下降，主要原因系公司与上海通用、通用东岳和通用北盛的结算周期调整导致期末应收账款大幅上升。

报告期内，公司存货周转率高于可比上市公司平均水平，主要原因系公司的生产模式为“订单式生产”，公司根据客户的订单情况合理安排原材料采购规模、生产进度以及发货时间，减少了原材料

和产成品的库存时间，有效提高了存货周转率。

表 12：公司和相关公司的存货周转率

证券简称	2013 年度	2012 年度	2011 年度
金马股份	1.79	2.10	2.07
天汽模	0.98	1.05	1.54
世纪华通	2.55	2.44	3.38
龙生股份	5.50	4.63	4.74
双林股份	3.73	3.85	3.56
平均值	2.91	2.81	3.06
黎明股份	4.39	4.23	3.88

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 13：公司和相关公司的应收账款周转率

证券简称	2013 年度	2012 年度	2011 年度
金马股份	2.62	2.88	3.33
天汽模	3.83	3.33	4.82
世纪华通	4.27	3.67	4.35
龙生股份	2.59	2.38	3.53
双林股份	3.95	4.59	4.94
平均值	3.45	3.37	4.19
黎明股份	8.00	9.93	10.08

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

1) 公司所遵循的国家和地方现行有关法律法规和经济政策无重大改变；

2) 国家宏观经济不出现在目前背景下无法预期的剧烈动荡；

3) 募投项目进展顺利，按时投产、达产，并取得预期收益；

4) 公司所处行业与市场环境不会发生重大不利变化；主营业务发展稳定。

3.3 公司盈利预测

基于以上假设，初步预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入 466.06 百万元、542.42 百万元和 669.22 百万元，同比增长 15.08%、16.38%和 23.38%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 77.93 百万元、89.10 百万元和 108.97 百万元，同比增长 29.24%、14.33%和 22.30%；分别实现每股收益（按发行后最新股本摊薄）0.97 元、1.11 元和 1.36 元。

表 14：公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	404.99	466.06	542.42	669.22
增长率	13.44%	15.08%	16.38%	23.38%
营业成本	295.60	337.64	393.19	485.38
二、营业毛利	109.39	128.42	149.22	183.84
增长率	20.20%	17.39%	16.20%	23.20%
毛利率	27.01%	27.55%	27.51%	27.47%
营业税金及附加	1.87	1.68	1.95	2.41
销售费用	2.88	3.03	3.25	3.68
管理费用	22.72	25.17	28.75	33.46
财务费用	2.08	-3.73	-2.17	0.67
资产减值损失	0.70	0.70	0.81	1.00
三、主营业利润	79.14	101.57	116.62	142.61
增长率	17.72%	28.34%	14.82%	22.29%
收入比	19.54%	21.79%	21.50%	21.31%
四、营业利润	79.14	101.57	116.62	142.61
营业外净收益	1.54	2.33	2.17	2.68
五、利润总额	80.68	103.90	118.79	145.29
减：所得税	20.38	25.98	29.70	36.32
六、净利润	60.30	77.93	89.10	108.97
少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	60.30	77.93	89.10	108.97
增长率	18.05%	29.24%	14.33%	22.30%
收入比	14.89%	16.72%	16.43%	16.28%
七、每股收益：				
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.75	0.97	1.11	1.36
增长率	18.05%	29.24%	14.33%	22.30%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

4.1 客户集中度较高的风险

上海通用是国内领先的乘用车制造企业，考虑到上海通用的实力、信誉，与其合作的可持续性及其物流成本等因素，公司在发展初期将上海通用作为重点开发的客户对象。但重点客户的开发导向也使得公司的客户集中度相对较高，2011-2013 年，公司对上海通用、通用北盛、通用东岳的合计销售额占公司当期营业收入的比例分别为 91.56%、94.50% 和 96.45%。如上海通用、通用东岳、通用北盛订单转移或经营状况、相关产品竞争力发生重大不利变化，将直接影响到公司的生产经营，从而给公司盈利能力造成不利影响。

4.2 主要原材料价格波动的风险

公司主要原材料为车用板材，2011-2013 年，车用板材成本占公司主营业务成本的比例平均为 67.08%。报告期内，车用板材价格存在一定波动。公司采用“订单式生产”模式，在参与客户投标竞价时按照生产成本加上合理的利润确定产品单价，并根据竞标成功的价格与客户签署产品生产意向书，产品批量供货后，产品销售价格按照主要原材料价格的波动情况与客户进行协商调整。由于公司产品销售价格的调整通常滞后于主要原材料价格的波动，特别是当主要原材料价格持续快速上涨时，将会对公司的盈利能力造成不利影响。

4.3 受整车制造行业发展状况影响的风险

公司下游客户为整车商，公司产品的市场需求与下游整车制造行业的发展状况息息相关。近年来，随着汽车行业的快速发展以及汽车保有量的不断增长，带动了包括公司在内的汽车零部件企业的快速发展。如果下游整车制造行业景气度出现明显下滑，将会影响到公司产品的销售，从而对公司的经营造成一定的不利影响。

4.4 市场竞争及业务替代风险

在整车商成熟的供应体系下，整车商与零部件生产企业之间业已形成专业化的分工与协作体系。目前公司主要客户为上海通用、通用东岳、通用北盛，上述客户的车身零部件一级供应商除公司外，还有上海拖拉机内燃机有限公司、上海航空发动机制造股份有限公司、上海赛科利等公司。各家公司供应的产品类似，且技术工艺、生产设备相近，存在直接的竞争关系，如公司产品及服务发生严重质量问题及重大风险，将会削弱公司的市场竞争力并可能会对公司未来新订单的投标竞价造成不利影响，公司业务存在被上海通用等整车商的其它车身零部件一级供应商替代的风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2014-2016 年的动态市盈率均值分别为 21 倍、14 倍和 10 倍。

表 15：同行业可比上市公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS	PER(倍)
------	------	----	-----	--------

			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
000980	金马股份	4.51	0.07				61			
002510	天汽模	8.58	0.30	0.41	0.60	0.84	29	21	14	10
002602	世纪华通	22.66	0.31				73			
002625	龙生股份	12.32	0.27				46			
300100	双林股份	6.81	0.37				18			
	样本均值						45	21	14	10

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

5.2 股票估值

预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 15.08%、16.38% 和 23.38%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 29.24%、14.33% 和 22.30%；分别实现每股收益（按发行后最新股本摊薄）1.30 元、1.48 元和 1.82 元。

5.3 询价估值

公司此次公开发行新股的募集资金总额不超过 27,800 万元，含发行费用 2,800 万元，募集资金净额不超过 25,000 万元。根据目前的新股发行方式，建议公司的 IPO 询价价格为 13.90 元。

预计 2014-2016 年公司可分别实现每股收益（按发行后最新股本摊薄）0.97 元、1.11 元和 1.36 元。考虑公司未来的成长性和盈利性，结合同行业可比上市公司的估值水平，预期未来 6 个月内公司股价对应 2014 年每股收益的动态市盈率可达 18-22 倍，公司的合理估值区间为 17.46-21.34 元/股，对应 2013 年每股收益（0.75 元）的静态市盈率为 23-28 倍。

分析师承诺

分析师 曾小勇、潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。