

日期: 2017年09月01日

行业: 汽车



分析师: 邵锐
Tel: 021-53686137
E-mail: shaorui@shzq.com
SAC 证书编号: S0870513050001
研究助理: 黄涵虚
Tel: 021-53686177
E-mail: huanghanxu@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116030006

IPO 询价区间 RMB62.67 元
上市合理估值 RMB88.75-106.50 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 16.68
 发行后总股本 (百万股) 66.68
 发行数量占发行后总股本 25%

保荐机构 海通证券

主要股东 (IPO 前)

杭州兆丰实业有限公司 48.18%
 杭州寰宇投资有限公司 26.79%
 香港弘泰控股有限公司 25.04%

收入结构 (2017H1)

第三代轮毂轴承单元 77.77%
 第二代轮毂轴承单元 13.09%
 第一代轮毂轴承单元 8.74%
 其他业务 0.40%

报告编号: QCXGDJ-1

首次报告日期: 2017年9月1日

汽车轮毂轴承生产商

■ 投资要点

公司简介

公司主要产品为第一、二、三代汽车轮毂轴承单元,目前已累计开发达3116种型号,适用于奔驰、宝马、奥迪、福特、通用、克莱斯勒、大众、本田、丰田、标致等车系车型。公司产品以出口欧美汽车售后市场为主,是商务部、发改委首批认定的“国家汽车零部件出口基地企业”。

公司是国内规模较大的轮毂轴承单元生产商之一,目前已取得辉门、斯凯孚、德尔福、通用、FEBI、GMB 等知名厂商的贴牌生产订单或生产指令,同时产品已进入美国大型汽车零部件连锁经销商 AutoZone、NAPA 和 Advance 的连锁体系,在汽车轮毂轴承领域具有一定的竞争力。

盈利预测

预计公司2017年至2019年营业收入为6.43亿元、7.56亿元、8.91亿元,同比增长25.69%、17.66%、17.85%;归属于母公司股东的净利润2.37亿元、2.80亿元、3.26亿元,同比增长19.26%、18.19%、16.56%;对应EPS为3.55元、4.20元、4.90元。

定价结论

公司计划发行股份不超过1667.77万股,对应发行价62.67元。预计募集资金净额104519.15万元,发行费用8759.75万元。对应2016年PE为22.99倍。

参考可比公司的估值水平,我们认为给予公司2017年每股收益25-30倍市盈率较为合理,对应估值区间为88.75元-106.50元。

■ 数据预测与估值:

| 至12月31日 (¥.百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 511.38 | 642.77 | 756.30 | 891.28 |
| 年增长率 | 52.71% | 25.69% | 17.66% | 17.85% |
| 归母净利润 | 198.67 | 236.94 | 280.04 | 326.41 |
| 年增长率 | 76.25% | 19.26% | 18.19% | 16.56% |
| 每股收益 (元) | 2.98 | 3.55 | 4.20 | 4.90 |

注: 有关指标按最新股本摊薄

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司主要产品为第一、二、三代汽车轮毂轴承单元，目前已累计开发达 3116 种型号，适用于奔驰、宝马、奥迪、福特、通用、克莱斯勒、大众、本田、丰田、标致等车系车型。公司产品以出口欧美汽车售后市场为主，是商务部、发改委首批认定的“国家汽车零部件出口基地企业”。

表 1 公司各代产品

| 类型 | 特点 | 图示 |
|-----|--|---|
| 第一代 | <ul style="list-style-type: none"> 可设置最佳预紧，安装时不需要调整游隙 加工精度高，产品振动小，噪音低 采用复合式密封圈，密封性能好，单元可靠性高 具有独到的滚道凸度加工技术，单元使用寿命长 结构紧凑，可采用与密封圈结合一体的 ABS 磁性编码器 |  |
| 第二代 | <ul style="list-style-type: none"> 采用有限元和动力学动态仿真分析软件进行产品结构设计和计算寿命验证，产品多采用轻量化设计，结构紧凑 采用多唇复合式密封结构，进一步提升密封性能 采用特殊密封结构设计，单元启动扭矩小 具有独到的滚道凸度加工技术和沟道曲面加工技术 单元加工精度高，振动低，噪声小 单元外圈滚道/沟道感应淬火区域及硬度控制精确，单元使用寿命长 |  |
| 第三代 | <ul style="list-style-type: none"> 国内较早开发主动式（芯片）轮速传感器，采用高精度 ABS 传感器，输出信号稳定，相应阈值低 采用有限元分析软件进行结构设计和验证，产品多采用轻量化设计，结构紧凑，单元整体刚性好 国内较早开发成功铆合结构，能实现单元最佳预紧，确保使用的可靠性和安全性 成功开发采用抗擦伤耐腐蚀黑化技术 单元外圈滚道/沟道感应淬火范围及硬度控制精确，单元寿命长 单元工作表面进行强化抗疲劳处理，单元寿命可靠 芯轴磨加工采用复合曲面精密加工专有技术，组装精度高，可靠性高 |  |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

汽车轮毂轴承单元是将轮毂轴承安装法兰、轮毂轴承、轮毂与刹车盘或轮轴的连接心轴、以及相关的密封件、轮速传感器和磁性

编码器等主要零部件一体化设计并制造的汽车零部件产品，应用于汽车轮轴处用来承重和为轮毂的传动提供精确引导。20 世纪 60 年代起，汽车轮毂轴承单元得到商业化应用，20 年代 80 年代起被广泛用于乘用车中。20 世纪 90 年代，随着第三代轮毂轴承单元批量生产，汽车轮毂轴承单元的应用拓展载重汽车领域，我国也开始大量运用汽车轮毂轴承单元技术。目前国内大量生产使用的仍以第一、二代轮毂轴承单元为主，但第三代轮毂轴承单元已开始被自主品牌车型采用，未来将逐渐成为主流。

表 2 各代汽车轴承单元特点

| 代系 | 通用结构特点 | 主要优点 |
|-----|--|---|
| 第一代 | 将原两套分离的角接触球轴承或圆锥滚子轴承集成为一套外圈整体式、内圈背对背的组合。 | 出厂前预先设定好最佳工作游隙，使用安装时无需调整，一次性专业润滑，安装方便、结构紧凑、性能可靠。 |
| 第二代 | 将轮毂轴承外圈与相配合的安装凸缘制成一体的结构。 | 除具有第一代的全部优点外，由于其外圈与安装凸缘整合为一体，刚性好、可靠性高、重量较轻，并可有效缩短生产周期。 |
| 第三代 | 将轮毂轴承与联接轮毂的安装凸缘、联接万向节的凸缘芯轴一级传感器集成为一个总成部件，其中内置轮速传感器的第三代轮毂轴承单元已成为发展趋势。 | 与第二代轮毂轴承单元相比，其整体刚性更好、承载能力更强、可靠性更高，并且内置轮速传感器，实现了机电一体化发展。 |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 3 各主要车型轮毂轴承使用情况

| 车系 | 使用情况 |
|---------|---|
| 美系车 | 90% 以上的乘用车和轻卡都已近采用了第三代轮毂轴承单元，为第三代轮毂轴承单元应用最广泛的车系。 |
| 欧系车 | 更新换代速度慢于美系，中档及中低档的大部分车型仍采用第二代，一些比较老的车型如捷达、桑塔那、富康等尚采用第一代，新推出的中、高档车型（如宝马 5 系列、7 系列、越野车系列、奔驰 G500 等）的驱动轮都采用了第三代轮毂轴承单元。 |
| 日系车 | 豪华车型、越野车型和轻卡的驱动轮均已使用第三代轮毂轴承单元。 |
| 韩系车 | 应用情况与日系车非常相似。 |
| 国内自主品牌车 | 上汽、东风、一汽、广汽、长安、长城、吉利、比亚迪、奇瑞等国内知名自主品牌的中高档车型已经使用第三代轮毂轴承单元。 |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

汽车零部件市场售后市场在汽车工业发展早期附属于整车厂，主要通过整车厂推出的 4S 体系实行单一品牌特约维修。20 世纪 90 年代以后，随着汽车消费水平、消费者经济实力、消费偏好等多样化，汽车零部件售后市场在欧美国家开始向以社会独立售后体系为主导的模式转型。目前独立售后体系已在欧美汽车消费发达国家占据主导地位，其中一般零部件厂商的出售量和使用率远超于独立品牌零部件厂商，是国外售后市场的主要供应商。

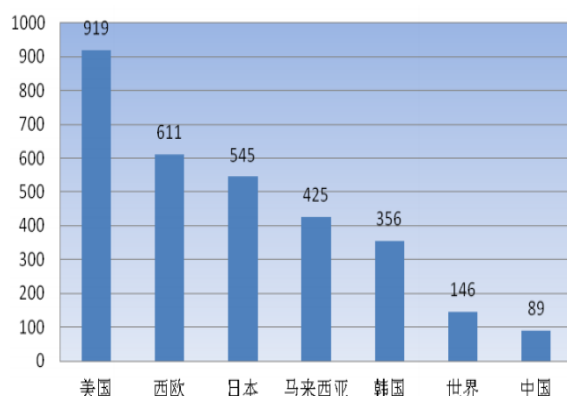
目前北美和欧洲地区占全球汽车保有量的比例超过四成，是全球范围内重要的汽车零部件售后市场。而中国的汽车产业快速发展，已成为世界最大汽车生产国和销售国，总保有量仅次于美国位居全球第二，未来在售后市场具有较高的发展潜力。

表 4 汽车零部件售后市场概况

| 体系 | 零部件供应商 | 销售 | 备注 |
|----------|-----------|--------------------------|---------------------|
| 传统 4S 体系 | 整车配套厂 | 借用整车厂的品牌，并通过整车厂的 4S 体系进行 | 国外已非市场主导地位 |
| | 独立品牌零部件厂商 | 以自己的品牌为配套和售后市场生产供应零部件 | 直接以自有品牌进入售后市场的企业还较少 |
| 社会独立售后体系 | 一般零部件厂商 | 以商品品牌、贴牌服务商或独立品牌制造 | 国外售后市场的主要供应商 |
| | | 商的品牌进入到售后市场 | |

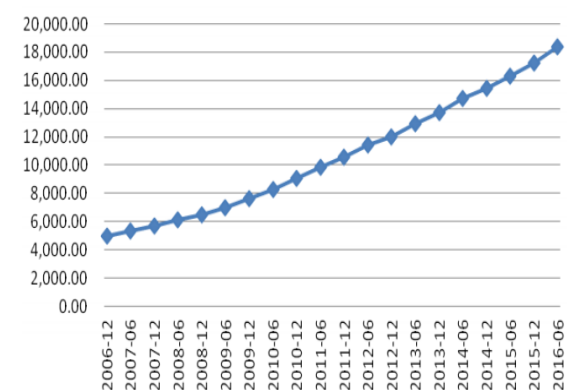
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 1 2012 年各国千人汽车保有量水平



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 2 中国汽车保有量 (万辆)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

全球范围内，轮毂轴承单元配套市场大部分市场份额由瑞典斯凯孚、美国 TIMKEN、德国 FAG、日本 NSK、JTEKT、NTN 等大型生产商垄断。而在国内，外商合资或独资企业仍有较大市场优势，如瑞典斯凯孚在我国的工厂配套主机厂包括上海大众、一汽大众、东风神龙、上海通用、长安福特、长安、华晨、奇瑞等。国内轮毂轴承单元的生产商数量繁多，规模较大的包括公司、万向钱潮、瓦房店轴承集团、新火炬等，其中万向钱潮、瓦房店轴承集团主要面向国内配套市场，公司主要面向国外售后市场，新火炬都有涉及。

表 5 公司主要竞争对手

| 竞争对手 | 2015 年度 销售规模 | 技术水平 |
|-----------------|----------------------|--|
| 美国 TIMKEN | 28.72 亿美元 | 全球最大的圆锥滚子轴承制造商，第二大轴承制造商。研发了分析工具，通过对整体系统的要求进行分析来优化轴承产品，SYBER 分析软件把诸如轴的弯曲变形、轴承座的变形、润滑、温度和许多其他的环境和操作因素考虑在内。 |
| JTEKT (捷太格特) | 116.19 亿美元 | 综合轴承产品制造商，汽车轴承是特别擅长的领域之一。已经建立大型轴承技术开发中心，引入超大型轴承评价实验机及高速铁路车辆用轴承实验机，用于模拟实机的使用环境对轴承进行测评。 |
| NTN (恩梯恩) | 59.51 亿美元 | 世界综合性精密机械制造厂家之一，为日本汽车、工业轴承的主要制造商。产品型号达到 15 万种。轴承外圈直径从 1 毫米的微型轴承到直径高达 5 米的超大型轴承；从流体动压等滑动轴承到滚动轴承；从滚珠轴承到滚子轴承。NTN 轴承精度达到 1 纳米的精密精度，用于轨道卫星、航空等工业领域。 |
| 瑞典斯凯孚 | 无数据 | 作为福特汽车供应商的 20 家 SKF 工厂全数获得 Q1 质量第一奖座，也曾荣获通用汽车、大众汽车、墨西哥日产、佳士拿、劳斯莱斯、奥迪、英国铁路、Black&Decker、亚特拉科普柯颁赠的同类殊荣。 |
| 日本 NSK | 无数据 | 凭借其在精密加工方面的技术优势，不断开发汽车零部件、精密机械组件等高、精、尖产品，在电子应用等领域积极开展多元化经营。在全球 20 多个国家和地区建立了销售网络，并拥有 30 多家工厂，行业排名在世界范围内稳居榜首。 |
| 德国 FAG | 无数据 | 产品广泛应用于各行各业中，其代表作有高速、高精度主轴轴承，极限转速高于任何其他品牌。具有较高的极限转速和承载力这种优良特性普遍反映在 FAG 的所有轴承上。 |
| 万向钱潮 | 16.48 亿人民币 (万向精工) | 目前国内最大的独立汽车系统零部件专业生产供应商之一，技术已达到国际先进水平，国内市场和国际市场占有率分别达到 60% 和 10% 左右。 |
| 瓦房店轴承 集团 | 无数据 | 中国最大的轴承制造企业，在国内外拥有 8 大产品制造基地，共 23 家制造工厂，拥有国家级企业技术中心，国家轴承产品检测试验中心和中国轴承行业唯一的“国家大型轴承工程技术研究中心”等科研开发机构。 |
| 湖北新火炬 | 9.21 亿人民币 | 拥有与汽车轮毂轴承技术相关的专利 41 项，已获得“国家认定企业技术中心”称号。 |

数据来源：招股书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司拥有的主要竞争优势包括:

(1) 产品优势

公司产品品种丰富,累计开发汽车轮毂轴承单元产品共计 3116 种型号,其中第一代 944 种,第二代 628 种,第三代 1554 种。另外公司响应能力较强,追踪世界市场最新车型变化并通过集成创新及时推出市场需要的品种,以此迅速打入市场。

(2) 市场优势

公司已取得辉门、斯凯孚、德尔福、通用、FEBI、GMB 等知名厂商的贴牌生产订单或生产指令,间接进入到出口配套和售后市场的高档次产品市场,公司产品地位进一步提升。另外,公司通过贸易商和独立品牌制造商出口到北美的产品已进入美国大型汽车零部件连锁经销商 AutoZone、NAPA 和 Advance 的连锁体系。

表 6 公司已建立合作关系的国际知名独立品牌制造商

| 客户名称 | 概况 | 品牌名称 |
|------|---|---------|
| 辉门 | 总部设于美国密执安州萨斯菲尔德的一个全球性汽车零配件制造供应商,为世界较多著名汽车制造商提供主机产品,并有完善的售后经销网络。 | MOOG |
| 斯凯孚 | 成立于 1907 年的世界最大轴承生产商,公司总部位于瑞典哥德堡,轴承产量占全球同类产品总产量的 20%。 | SKF |
| 德尔福 | 全球领先的汽车与汽车电子零部件及系统技术供应商,产品几乎涵盖了现代汽车零部件工业的主要领域。 | DELPHI |
| 通用 | 全球主要汽车制造商之一,同时也是全球主要的汽车零部件采购商和供应商,其 ACDelco 品牌在全球汽车零部件售后市场占有重要地位。 | ACDelco |
| FEBI | 一家有着 160 多年历史的德国企业,在汽车零部件售后市场处于国际领先地位,在 69 个国家设有分支机构。 | FEBI |
| GMB | 日本 GMB 株式会社设在美国的附属企业。日本 GMB 株式会社成立于 1943 年,主要生产万向节、水泵、轴承等汽车零部件。 | GMB |

数据来源:招股书 上海证券研究所

表 7 美国品牌连锁商情况

| 连锁商名称 | 概况 | 主要销售对象 | 配件品种 |
|----------|--|---------------------------------|--|
| AutoZone | 1979 年创立,在美国及墨西哥境内共设 9 个分销中心,供应所属 4457 家基层连锁店。 | 以 DIY 客户为主要服务对象,占其总销售额的 95% 以上。 | 全部为轿车和轻型货车,以 7-10 年车龄的汽车为主要服务对象。 |
| NAPA | 1925 年成立,为纽交所上市公司 Genuine Parts 子品牌,在美国有 64 家 NAPA 汽车配件经销中心和 6000 家 NAPA 汽车配件商店。 | 汽车修理厂、重型机械修理厂、汽车美容店和自助维修客户等。 | 为各种汽车、卡车、船舶、雪地机动车、拖拉机和农用设备、休闲车辆和其他应用提供 30 多万种不同的零部件。 |
| Advance | 1932 年创立,在北美运营超过 6500 家店铺 | 专业的汽车零部件、有关附件和维护用品的零售商 | 经营全车配件,其拥有庞大的数据库系统,包括十年以上车型的 |

原厂部件、替代件、车辆修理信息，为修理厂提供数据支持

数据来源：招股书 上海证券研究所

（3）技术优势

公司注重技术创新，多项成果取得行业突破或达到国际先进水平。公司是国内首家开发商用车驱动中桥主动齿轮轴承单元的厂商，并较早开发了铆合机构技术、创造了符合曲面精密加工技术。公司的“凌志轿车轮毂单元总成”、“福特汽车带线性啮式极轴轮速传感器轮毂单元总成”、“带霍尔传感器的汽车轮毂单元总成”、“重型卡车的中桥单元总成”四项产品荣获了国家火炬计划项目。公司先后参与了五项国家或行业标准的制订，并拥有发明专利 6 项、实用新型专利 37 项、外观涉及专利 2 项，技术水平在行业内处于领先地位。

表 8 公司参与制订的国家或行业标准

| 序号 | 标准号 | 标准名称 | 标准制订或实施阶段 |
|----|----------------------------------|--|-----------|
| 1 | GB/T24610.3-2009/ISO15242-3:2006 | 滚动轴承 振动测量方法 第 3 部分：具有圆柱孔和圆柱外表面的调心滚子轴承和圆锥滚子轴承 | 已颁布实施 |
| 2 | GB/T24611-2009/ISO15243:2004 | 滚动轴承 损伤和失效术语、特征及原因 | 已颁布实施 |
| 3 | JB/T10236-2001 | 滚动轴承 圆锥滚子轴承振动（速度）技术条件 | 已颁布实施 |
| 4 | JJF1185-2007 | 速度型滚动轴承振动测量仪校准规范 | 已颁布实施 |
| 5 | JB/T10238-2011 | 滚动轴承 汽车轮毂轴承单元 | 已颁布实施 |

数据来源：招股书 上海证券研究所

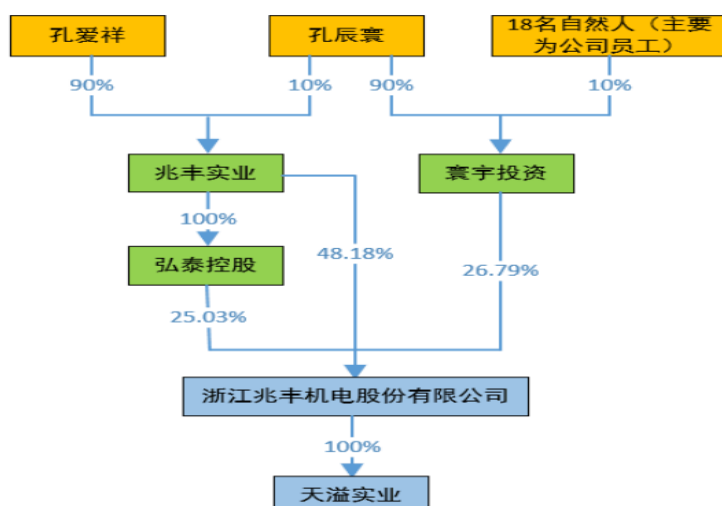
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

2002 年 11 月，杭州兆丰汽车零部件制造有限公司成立，2009 年 12 月整体变更为浙江兆丰机电股份有限公司。

公司控股股东为兆丰实业，直接持有公司 48.18% 股份，并通过弘泰控股间接持有公司 25.03% 股份。孔爱祥和孔辰寰父子合计持有公司 97.32% 股份，是公司的实际控制人。

图 3 公司股权结构



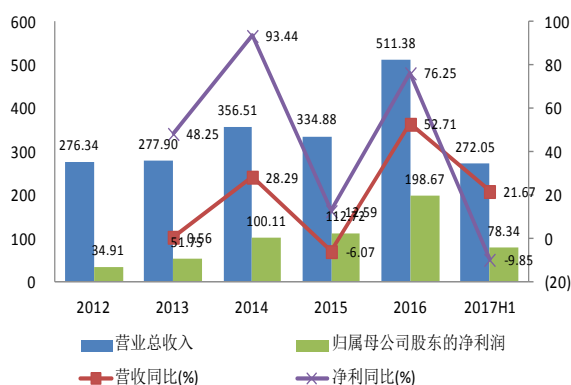
数据来源：招股书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

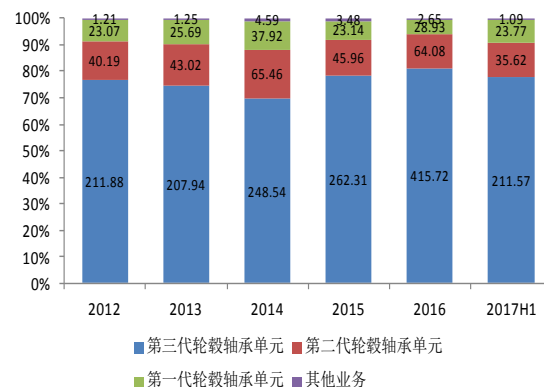
2014 年至 2016 年公司分别实现营业收入 3.57 亿元、3.35 亿元、5.11 亿元，同比增速分别达到 28.29%、-6.07%、52.71%。净利润方面，2014 年至 2016 年公司归母净利润分别为 1.00 亿元、1.13 亿元、1.99 亿元，同比增速分别为 93.44%、12.59%、76.25%，实现了业绩的快速增长。

从产品结构来看，第三代轮毂轴承单元销售收入由 2014 年的 2.49 亿元上升至 2016 年的 4.16 亿元，占公司营收的比例由 2014 年的 69.71% 上升至 81.29%，第一代、第二代轮毂轴承单元的比例逐年降低，显示出公司产品结构逐步改善、高附加值产品进一步占据主导地位。

图 4 2012 年~2017 年营业总收入、归母净利润（百万元） 图 5 2012 年~2017 年主营构成（百万元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

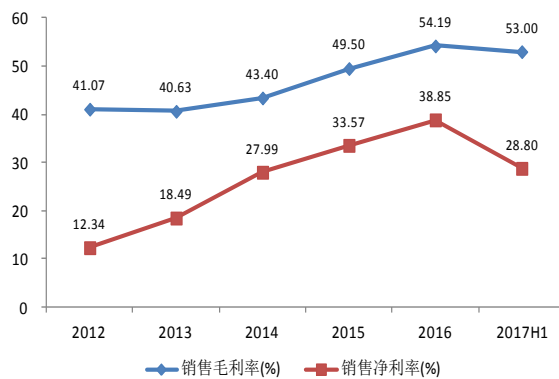


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

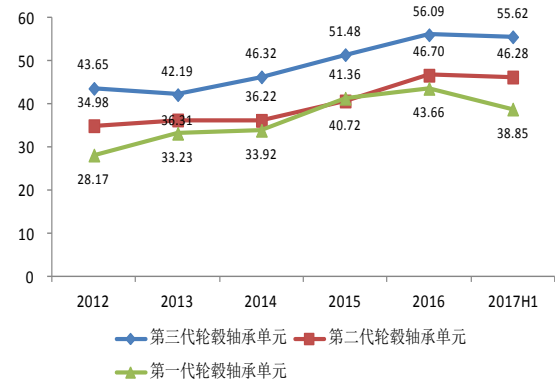
2014 年至 2016 年，公司毛利率分别为 43.40%、49.50%、54.19%，上升超过 10 个百分点，盈利能力提升显著。期间公司各类产品毛利率均保持稳步上升趋势，第三代、第二代、第一代轮毂轴承单元毛利率分别由 2014 年的 46.32%、36.22%、33.92% 上升至 2016 年的 56.09%、46.70%、43.66%。

图 6 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 2012 年~2017 年分业务毛利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次拟发行不超过 1667.77 万股，发行价 62.67 元/股，募集资金拟投入年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目、企业技术中心升级改造项目、电动汽车轮毂电机驱动及控制系统研发项目、汽车轮毂轴承单元装备自动化、管理职能技术改造项目和补充与主营业务相关的营运资金等。

表 9 募集资金运用计划

| 项目名称 | 总投资额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) | 建设期 |
|----------------------------|--------------|-----------------|-------|
| 1 年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目 | 48669.00 | 48669.00 | 24 个月 |
| 2 企业技术中心升级改造项目 | 9983.00 | 9983.00 | 24 个月 |
| 3 电动汽车轮毂电机驱动及控制系统研发项目 | 16939.00 | 16939.00 | 24 个月 |
| 4 汽车轮毂轴承单元装备自动化、管理职能技术改造项目 | 15169.00 | 15169.00 | 24 个月 |
| 5 补充与主营业务相关的营运资金 | 5000.00 | 4999.40 | - |
| 合计 | 95760.00 | 95760.00 | - |

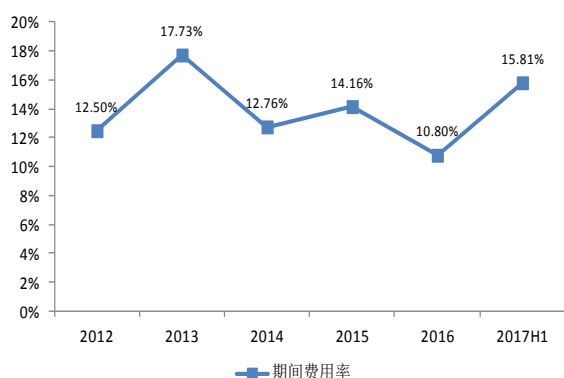
数据来源: 招股书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

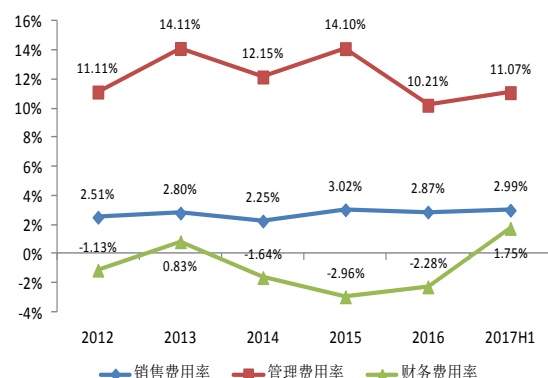
公司期间费用率波动与当年业绩增长幅度相关,2014年至2016年期间费用率分别为12.76%、14.16%、10.80%,其中销售费用率分别为2.25%、3.02%、2.87%,管理费用率分别为12.15%、14.10%、10.21%,财务费用率分别为-1.64%、-2.96%、-2.28%。

图 8 2012 年~2017 年期间费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

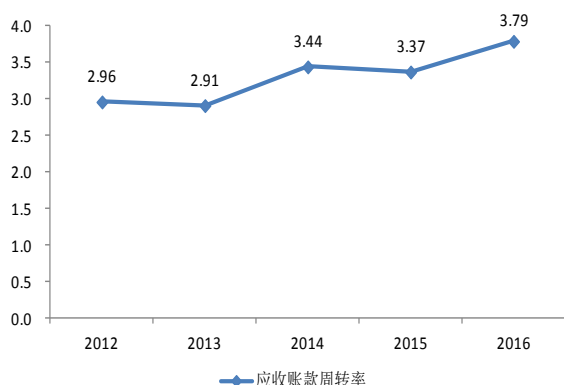
图 9 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

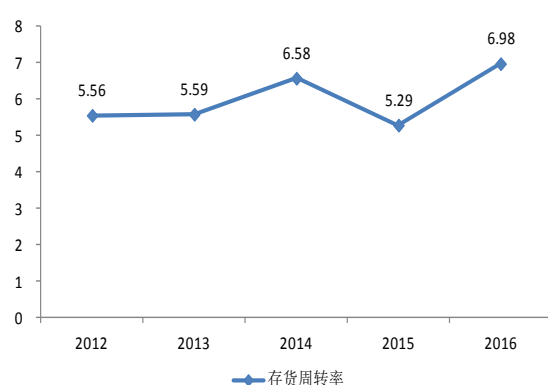
公司应收账款周转率和存货周转率小幅度上升。2014年至2016年公司应收账款周转率分别为3.44%、3.37%、3.79%,存货周转率分别为6.58%、5.29%、6.98%。

图 10 2012 年~2016 年应收账款周转率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 2012 年~2016 年存货周转率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

假设公司各类产品销售收入稳步增长,毛利率水平保持稳定,

预计公司 2017 年至 2019 年营业收入为 6.43 亿元、7.56 亿元、8.91 亿元，同比增长 25.69%、17.66%、17.85%；归属于母公司股东的净利润 2.37 亿元、2.80 亿元、3.26 亿元，同比增长 19.26%、18.19%、16.56%；对应 EPS 为 3.55 元、4.20 元、4.90 元。

表 10 盈利预测结果

| 指标名称 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 334.88 | 511.38 | 642.77 | 756.30 | 891.28 |
| 年增长率（%） | -6.07% | 52.71% | 25.69% | 17.66% | 17.85% |
| 归属于母公司股东的净利润（百万元） | 112.72 | 198.67 | 236.94 | 280.04 | 326.41 |
| 年增长率（%） | 12.59% | 76.25% | 19.26% | 18.19% | 16.56% |
| 每股收益（元） | 1.69 | 2.98 | 3.55 | 4.20 | 4.90 |

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

注：有关指标按最新股本摊薄

四、风险因素

4.1 市场风险

汽车轴承单元市场可能会受到经济周期、宏观政策等因素影响出现市场波动的风险；同时，行业内市场竞争加剧，如果公司在产品质量、价格竞争力、技术创新能力、响应速度等方面不能有效满足客户要求，可能出现业绩波动的风险。

4.2 客户相对集中的风险

2014 年至 2016 年公司前五名客户销售收入占营收的比例分别达到 76.93%、78.42%、84.27%，如果主要客户的生产经营发生重大问题或财务状况恶化，将对公司的产品销售和应收账款的及时回收等产生一定的不利影响。

4.3 应收账款发生坏账的风险

2014 年末、2015 年末、2016 年末，公司应收账款余额分别为 11604.51 万元、9287.36 万元和 19136.34 万元，如果宏观经济环境、客户经营状况等发生重大变化，将导致公司面临坏账的风险和资产周转效率下降的风险。

4.4 主要原材料价格波动的风险

公司产品主要原材料中的锻件、螺栓、钢球和滚子的原材料为钢材，如果未来钢材价格波动的同时公司不能采取相应的有效措施，将有可能导致公司产品毛利率的波动，影响公司经营业绩

4.5 汇率变动的风险

公司出口业务主要以美元结算，如果未来人民币汇率波动，将直接影响到出口产品的销售价格，影响其在海外市场的竞争力。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于 2017 年、2018 年市场一致预期的均值，同行业重点公司平均动态市盈率分别为 28.83 倍、23.49 倍。

表 11 同业上市公司比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | EPS | | | PE | | |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2016A | 2017E | 2018E | 2016A | 2017E | 2018E |
| 天润曲轴 | 002283.SZ | 6.63 | 0.26 | 0.31 | 0.38 | 25.38 | 21.35 | 17.26 |
| 中原内配 | 002448.SZ | 10.27 | 0.48 | 0.56 | 0.64 | 21.59 | 18.22 | 16.16 |
| 双环传动 | 002472.SZ | 10.69 | 0.36 | 0.47 | 0.59 | 29.62 | 22.51 | 18.06 |
| 南方轴承 | 002553.SZ | 10.99 | 0.24 | 0.28 | 0.32 | 45.60 | 39.36 | 34.24 |
| 精锻科技 | 300258.SZ | 16.64 | 0.64 | 0.84 | 1.09 | 26.02 | 19.86 | 15.26 |
| 富临精工 | 300432.SZ | 23.39 | 0.94 | 1.19 | 1.39 | 24.78 | 19.62 | 16.84 |
| 可比公司平均 | - | - | - | - | - | 28.83 | 23.49 | 19.64 |

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

注：EPS 数据为万得一致预期，股价截止 2017 年 8 月 29 日

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司计划发行股份不超过 1667.77 万股，对应发行价 62.67 元。预计募集资金净额 104519.15 万元，发行费用 8759.75 万元。对应 2016 年 PE 为 22.99 倍。

参考可比公司的估值水平，我们认为给予公司 2017 年每股收益 25-30 倍市盈率较为合理，对应估值区间为 88.75 元-106.50 元。

六、附表

资产负债表（单位：百万元）

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 315 | 1,005 | 828 | 1,155 |
| 存货 | 35 | 50 | 49 | 68 |
| 应收账款及票据 | 184 | 170 | 246 | 245 |
| 其他 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动资产合计 | 534 | 1,227 | 1,124 | 1,469 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 172 | 506 | 709 | 612 |
| 在建工程 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 16 | 104 | 181 | 159 |
| 其他 | 39 | 31 | 31 | 31 |
| 非流动资产合计 | 228 | 641 | 922 | 803 |
| 资产总计 | 762 | 1,868 | 2,047 | 2,272 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 221 | 254 | 303 | 352 |
| 其他 | 58 | 16 | 16 | 16 |
| 流动负债合计 | 279 | 270 | 319 | 368 |
| 长期借款&应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 296 | 270 | 319 | 368 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 465 | 1,598 | 1,728 | 1,904 |
| 负债和股东权益 | 762 | 1,868 | 2,047 | 2,272 |
| 现金流量表（单位：百万元） | | | | |
| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 199 | 237 | 280 | 326 |
| 折旧和摊销 | 79 | 119 | 119 | 0 |
| 营运资本变动 | 58 | 2 | 54 | 2 |
| 经营活动现金流 | 195 | 325 | 344 | 447 |
| 资本支出 | (23) | (500) | (400) | 0 |
| 投资收益 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 8 | (492) | (392) | 8 |
| 股权融资 | 0 | 1,045 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息支出 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 融资活动现金流 | (152) | 909 | (129) | (128) |
| 净现金流 | 49 | 742 | (177) | 327 |

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 511 | 643 | 756 | 891 |
| 营业成本 | 234 | 297 | 349 | 409 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 营业费用 | 15 | 17 | 21 | 24 |
| 管理费用 | 52 | 78 | 92 | 108 |
| 财务费用 | (12) | (25) | (31) | (33) |
| 资产减值损失 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 222 | 269 | 320 | 374 |
| 营业外收支净额 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 231 | 279 | 329 | 384 |
| 所得税 | 32 | 42 | 49 | 58 |
| 净利润 | 199 | 237 | 280 | 326 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 199 | 237 | 280 | 326 |
| 财务比率分析 | | | | |
| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 总收入增长率 | 1.37% | 7.41% | 3.61% | 4.36% |
| EBITDA 增长率 | -22.92% | -13.17% | -0.89% | 2.71% |
| EBIT 增长率 | -27.57% | -10.29% | -1.49% | 3.33% |
| 净利润增长率 | -11.51% | 0.09% | 4.16% | 4.75% |
| 毛利率 | 33.86% | 33.97% | 33.63% | 33.58% |
| EBITDA/总收入 | 10.08% | 8.15% | 7.80% | 7.67% |
| EBIT/总收入 | 7.98% | 6.66% | 6.33% | 6.27% |
| 净利润率 | 13.98% | 13.03% | 13.10% | 13.14% |
| 资产负债率 | 43.75% | 41.99% | 37.71% | 38.40% |
| 流动比率 | 2.19 | 2.38 | 2.78 | 2.71 |
| 速动比率 | 1.51 | 1.70 | 2.06 | 2.00 |
| 总资产回报率(ROA) | 6.36% | 5.61% | 5.70% | 5.39% |
| 净资产收益率(ROE) | 13.51% | 11.25% | 10.49% | 9.90% |

分析师承诺

邵锐、黄涵虚

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。