

特尔佳 (002213)

股价 12.40 元

跟踪报告

2008 年 4 月 3 日 星期四

货车缓速器未来发展有望促进公司业绩快速提升

分析师	李涛
电话	021-50586660-8966
邮件	lt@longone.com.cn
行业	机械

重点摘要

□ 公司 07 年业绩表现良好

公司 07 年实现营业收入 13,571.83 万元,同比增长 19%;实现净利润 2,391.73 万元,同比增长 37%。扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.27 元(以最新股份计算的全面摊薄的每股收益 0.23 元)。公司 07 年销售电涡流缓速器 15,165 台,同比增长 26.6%,行业龙头地位不断加强。公司期间费用率同比下降了 1.24%,使净利润增速大幅超过收入增速。

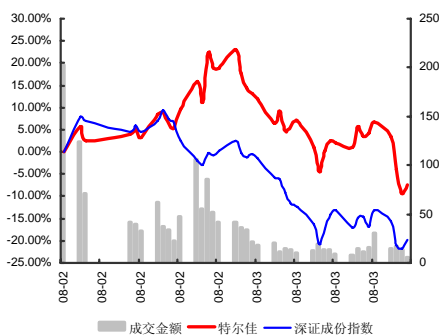
重要数据

总股本(万股)	10,300
流通股本(万股)	2,080
总市值(亿元)	12.77
流通市值(亿元)	2.58

市场表现

	1M	3M	6M
绝对涨幅(%)	-24.67	-7.32	-7.32
相对涨幅(%)	-2.83	122.03	25.60

个股相对深成指走势图



□ 行业龙头地位不断加强

作为国内汽车缓速器行业中的龙头企业,公司产品销量和市场份额处于绝对优势地位,国内市场占有率在 40%左右。与国内外竞争对手相比,公司在控制系统方面竞争优势明显。预计公司 08 年缓速器产品销量将超过 20,000 台,行业龙头地位不断加强。

□ 下游需求稳定,未来还有广阔的发展空间

缓速器行业下游需求稳定增长,行业增长基础稳定,未来客车销量增长是缓速器行业发展的直接推动力,中型和重型货车的持续增长将带动汽车缓速器的潜在需求。预计在未来 3-5 年的时间内,国内缓速器行业将处于需求量不断放大的状态,电涡流缓速器有足够的市场空间。

□ 募投项目的陆续实施将巩固公司行业龙头地位

公司电涡流缓速器项目 2011 年将完全达产,届时公司电涡流缓速器的生产能力有望达到 5 万台/年。特尔佳近年产品基本上全部供应客车市场,市场需求稳定,预计未来重型货车和半挂车有望成为汽车缓速器需求的最大增长点。汽车电子技术研发中心项目将有利于改变产品结构单一的现状,提高公司的核心竞争力和持续发展能力。

□ 主要不确定因素

原材料价格上涨;行业竞争加剧;产品结构相对单一风险;税收优

惠政策发生变化。

□ 公司盈利预测

作为汽车零部件行业中的一个细分子行业，汽车缓速器行业虽尚处于发展期，但已经显示出良好的发展前景。随着公司募投项目的陆续实施，公司的产能瓶颈将得到缓解，综合毛利率也会有所提升，我们预计公司 08、09 年的每股收益分别为 0.27 和 0.39 元。

主要财务指标				
	2006	2007	2008E	2009E
营业收入(万元)	11,409.82	13571.83	17696.24	26443.64
营业收入增长率(%)	9.14	18.95	30.39	49.43
营业利润(万元)	1,744.50	2134.57	2747.99	4106.34
营业利润增长率(%)	-17.71	22.36	28.74	49.43
净利润(万元)	1,749.02	2391.73	2736.14	3992.61
净利润增长率(%)	-13.04	36.75	14.40	45.92
每股收益(元)	0.17	0.23	0.27	0.39

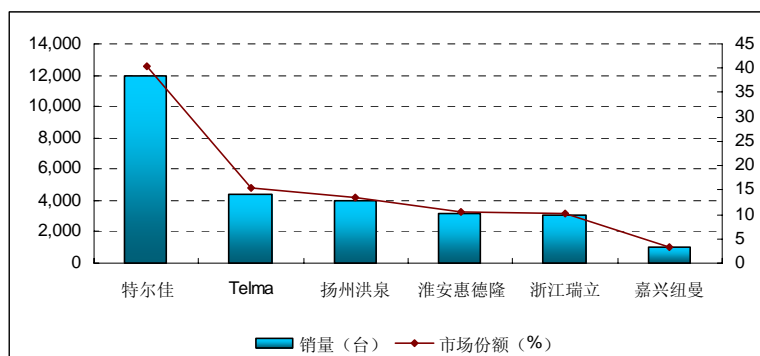
注：每股收益按发行后的总股本计算

1、公司 07 年业绩表现良好，行业龙头地位不断加强

公司 07 年实现营业收入 13,571.83 万元，同比增长 19%；实现净利润 2,391.73 万元，同比增长 37%。扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.27 元（以最新股份计算的全面摊薄的每股收益 0.23 元）。公司在产能不足的情况下实现了营业收入快速增长，凭借自身电涡流缓速器的术领先优势，公司 07 年销售电涡流缓速器 15,165 台，同比增长 26.6%，行业龙头地位不断加强。与收入增长相对应的，公司期间费用率有所降低，同比下降了 1.24%。其中销售费用率为 12.38%，同比下降 0.38%；管理费用率为 8.30%，同比下降 0.61%。另外，财务费用较 2006 年同期下降了 30.24 万元，保证了公司净利润实现大幅增长。

我国汽车缓速器行业发展只有七年时间，尚处于渡过导入期、进入初步发展阶段。但经过近年来的经验和技术的积累，优势企业电涡流缓速器的技术水平已与世界先进水平相当，具有相当的竞争能力。特尔佳作为国内汽车缓速器行业中的龙头企业，其国内市场占有率达到了 40% 左右，产品销量和市场份额处于绝对优势地位。与行业内其他公司相比，特尔佳具有明显的竞争优势。与法国 TELMA 公司产品技术相比，特尔佳产品的技术优势主要体现在控制系统方面，在与国产车辆的匹配上也具有一定的优势。与淮安惠德隆汽车零部件有限公司、扬州市洪泉实业有限公司等国内主要厂商的产品技术相比，公司产品技术的优势不仅体现在控制系统上，而且在产品机械结构的设计、生产制造工艺上都具备一定优势，同时公司产品系列齐全，产品覆盖面较宽。从公司三大系列产品的销售情况看，目前公司电涡流缓速器产品的主要市场是车长为 8-12 米的中型客车和大型客车市场，预计 2008 年公司缓速器产品销量将超过 20,000 台。

图 1：2006 年国内同行业主要企业产品销量比较



数据来源：中国汽车咨询中心网、嘉之道汽车咨询

2、下游需求保证了缓速器行业的稳步增长，未来还有广阔的发展空间

按照交通部《公路水路交通“十一五”发展规划》确定的目标，2010年，全国公路总里程将达到230万公里。2006年底，我国高速公路总里程已经达到4.54万公里，未来5年里每年将新建成4,000多公里高速公路。交通基础设施的建设为进一步扩大客、货车的市场空间奠定了基础，也为进入成长期的中国汽车缓速器行业提供了广阔的市场空间。汽车缓速器主要应用于各类中型以上的公交、旅游、长途客运等客车以及中型和重型货车等制动强度高、制动较频繁的车辆，下游需求的稳定增长是缓速器行业稳定增长的基础。

近年来汽车缓速器市场的需求量增长迅速，一方面是大中型客车的销量增长，另一方面由于政策影响，新增大中型客车的缓速器安装率不断上升。客车每年的销售增量以及尚未安装缓速器的大中型客车的存量即客车缓速器产品的市场容量（含潜在市场容量）。大中型客车存量的具体数据无法准确掌握，我们仅从我国大中型客车每年增量上进行分析，来预测客车缓速器的市场规模。

表1：客车缓速器的市场规模预测

项 目	2007E	2008E	2009E
大中型客车产量（辆）	65,183	70,398	76,030
缓速器安装比例	54.3%	59.7%	65.7%
缓速器需求量（台）	35,394	42,028	49,951

数据来源：东海证券研究所

在货车市场方面，目前我国还没有出台针对货车安装汽车缓速器的有关政策。随着重型货车制造技术的进步，发动机功率越来越大，车速也随着我国公路状况的改善而不断提高，重型货车配置汽车缓速器作为辅助制动已变得越来越迫切和必要。即使在未来几年汽车缓速器在货车领域的强制安装标准不出台，由于安装汽车缓速器带来的经济性，预计未来3-5年重型货车和半挂车有望成为汽车缓速器需求的最大增长点。

表2：重型货车（含半挂车）电涡流缓速器的市场规模预测

项 目	2007E	2008E	2009E
重 型 重型货车产量（台， 不含半挂车）	266,995	311,147	336,038

项 目		2007E	2008E	2009E
货车	应用比例	-	5%	12%
	缓速器需求量(台)	3,600	15,557	40,325
半挂车	半挂车产量(台)	154,413	223,899	268,679
	应用比例	-	4%	7%
	缓速的需求量(台)	1,000	8,956	18,808

数据来源：东海证券研究所

综合以上客车市场、货车以及半挂车市场的需求分析，预计 2010 年国内汽车缓速器的市场规模有望达到 16.15 万台。而我国当前电涡流缓速器的年销量仅在 4 万台左右，从全球范围来看，仅法国 TELMA 公司的电涡流缓速器产品年销售量即超过 10 万台(主要集中于欧洲市场)，我们预计在未来 3-5 年的时间内，国内缓速器行业将会是处于需求量不断放大的状态，电涡流缓速器有足够的市场空间。

3、募投项目的陆续实施将巩固公司行业龙头地位

公司 IPO 募集资金运用均围绕主业进行，以扩大生产规模，优化产品结构，保持行业技术领先，提升竞争实力。按照项目的轻重缓急顺序，使用计划如下。

表 3：公司募投项目使用计划

承诺投资项目(单位：万元)		第一年	第二年	合计
电涡流缓速器项目	总投资	5,000	4,867	9,867
	固定资产投资	4,100	4,818	8,918
	流动资金	900	49	949
汽车电子技术研发中心项目	总投资	3,622	181	3,803
	固定资产投资	3,622	0	3,622
	其他	0	181	181

数据来源：公司资料

公司目前正面临良好的发展机遇，为快速争夺市场份额，尽早使募集资金投资项目发挥效益，实现公司利益最大化，在本次发行募集资金到位前，公司已利用补贴资金和银行贷款先行实施电涡流缓速器项目。电涡流缓速器项目建设期为 24 个月，预计项目 2011 年将完全达产，届时公司电涡流缓速器的生产能力有望达到 5 万台/年(包括年产 2.5 万台客车缓速器、2 万台货车缓速器和 5 千台半挂车缓速器的生产能力)，继续保持行业龙头地位，成为国内技术最先进、规模最大的电涡流缓速器研发和制造基地。

汽车电子技术研发中心项目计划于 2 年内完成建设，主要从事液力缓速器、测功机、汽车行驶记录仪等的研发工作。研发中心建成后开发的部分产品与技术可填补国内空白，可以提高公司在汽车零部件、汽车电子产品行业领域的自主创新能力，提高公司的产品性能与技术水平，有利于改变产品结构单一的现状，提高公司的核心竞争力和持续发展能力。

4、公司盈利预测

特尔佳近年产品基本上全部供应客车市场，市场需求稳定。虽然缓速器在货车领域的安装应用政策尚未出台，但缓速器在货车领域的推广是必然趋势。虽然目前重型货车和半挂车缓速器的安装率很低，但由于货车（含半挂车）的保有量和销量远大于客车，货车缓速器市场空间巨大。由于我国载重货车的产业集中度比较高，载重货车 OEM 市场的开拓相对客车市场更容易实现。

表 4：公司缓速器销售收入预测

类 别		2008E	2009E
客车用缓速器	销量(台)	18,000	20,000
	单价(元/台)	8,718	8,376
	总价(万元)	15,692	16,752
货车用缓速器	销量(台)	2,000	6,500
	单价(元/台)	8,120	7,692
	总价(万元)	1,624	5,000
半挂车用缓速器	销量(台)		2,500
	单价(元/台)		17,094
	总价(万元)		4,274
总销量(台)		20,000	29,000
总销售收入(万元)		17,316	26,026

数据来源：公司资料、东海证券研究所

表 5：公司盈利预测（单位：万元）

项 目	2006	2007	2008E	2009E
一、营业收入	11,409.82	13571.83	17696.24	26443.64
减：营业成本	7,067.88	8625.08	11246.20	16805.29
营业税金及附加	28.50	32.00	42.47	63.46
销售费用	1,456.46	1680.79	2190.79	3273.72
管理费用	1,017.00	1127.13	1468.79	2194.82

二、营业利润	1,744.50	2134.57	2747.99	4106.34
三、利润总额	1,851.54	2448.80	2957.99	4316.34
减：所得税费用	102.51	57.07	221.85	323.73
四、净利润	1,749.02	2391.73	2736.14	3992.61
五、每股收益(元)	0.17	0.23	0.27	0.39

注：每股收益按发行后的总股本计算 数据来源：公司资料、东海证券研究所

作为零部件行业中的一个细分子行业，汽车缓速器行业虽尚处于发展期，但已经显示出良好的发展前景。随着公司募投项目的陆续实施，公司的产能瓶颈将得到缓解，综合毛利率也会有所提升，我们预计公司08、09年的每股收益分别为0.27和0.39元。

附注:

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路 989 号中达广场 13 楼

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：(86-21) 50586660 转 8959

传真：(86-21) 50586660 转 8973

邮编：200122