

新股研究报告

汽车

汽车零部件

兴民钢圈

合理价值区间: 11.6~13.9 元

2010年1月21日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	210.4/52.6
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
上证综指/深圳成指	3212.75/13161.09
发行价格(元)	n.a.
发行股本(百万股)	52.6

财务数据

净资产值(百万元)	393
每股净资产(元)	2.49
资产负债率	52%

新股分析

高端无内胎车轮行业先兵

● 钢制车轮行业：竞争性行业、产品结构正处转型

钢制车轮是一个竞争较为充分的零部件子行业。主要为商用车、工程机械、农用车等配套，市场集中度不高，但近年来，行业产销量仍实现了 20% 以上的复合增速。其增长推动力有三：国内商用车需求的持续上升；商用车整车出口的快速增长带动相关零部件；国际零部件配套体系向中国转移。

行业产品结构正处转型。钢制车轮分为型钢制车轮和无内胎钢制车轮。目前看，无内胎车轮逐步替代型钢制车轮将是顺势所趋，但预计部分低端商用车和工程机械仍将会继续采用型钢制车轮。相应的，主流企业的产品结构转型异常明显。

● 预计 2010 年钢制车轮行业销量增长 15% 以上

预计 2010 年出口将明显复苏。受外围经济影响，2009 年汽车零部件出口进入低谷，同比降幅超过 25%，我们预计 2010 年行业出口将恢复至接近 2008 年的水平，同比增长 30% 以上。

内需依赖于商用车表现，预计同比增幅仍有望达到 10%。

● 公司是国内领先钢制车轮生产企业之一

产品结构不断优化，综合毛利率不断提升。高毛利的无内胎车轮占比多年以来持续提升，募集资金项目达产后，预计无内胎车轮的比例将达到近 70%。过去三年，公司毛利率在稳步提升。

受益于国际零部件产业向中国转移。2007-2009 年公司出口销量的比例分别为 23.5%、24.9%、15.1%，2009 年受到外需大幅下滑的影响，我们预计未来几年，这一比例将明显提升。出口已成为公司的重要战略之一。

产品为原材料密集型，受原材料价格波动影响大。历史上，原材料价格从收入、利润率两个层面共同影响公司盈利。公司通过与上游建立战略合作关系以抵御这一波动。

● 2010 年将是公司产能、盈利大幅释放期

产能释放：一是募集资金 200 万套无内胎车轮（出口、配套大型商用车）将在 2010 年中期投产；二是非募集资金投资的约 200 万套无内胎车轮（内销、配套轻型车、微客）有望在二季度投产。两者合计导致公司 2010 年产能同比增长 40% 以上。由于 2009 年面临严重产能不足，订单积压，新增产能有望迅速满产。

盈利释放：无内胎车轮 20% 以上的毛利率将改善公司整体利润率水平，而募集资金项目的大口径钢制车轮，属于高端产品，竞争者少，并以出口为主，我们预计毛利率在 25% 以上。综上，公司 2010 年毛利率水平有望进一步上升 2 个百分点左右，至 17.5%，盈利增幅将超过收入增幅。

分析师：李君

电话：021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

分析师：左涛

电话：021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● **风险提示**

原材料价格波动风险；实际控制人与其关联方达成一致行动的风险；出口复苏程度以及力度低于预期。

● **合理价值在 11.6~13.9 元/股之间**

预计公司 2010、2011 年分别实现净利 1.22 亿元、1.44 亿元，分别同比增长 55%、18%，按发行后股本计算（假定发行 5260 万股，总股本达到 2.1 亿股），对应 EPS 分别为 0.58 元、0.68 元。根据绝对估值法和相对估值法的计算，我们预计公司的合理价值区间在 11.6 元至 13.9 元之间。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万)	983	1068	1,335	1,535
(+/-%)	24.9%	8.6%	25.0%	15.0%
净利润(百万元)	52	78	122	144
(+/-%)	33.3%	51.2%	55.2%	18.3%
总股本(百万股)	158	158	210	210
每股收益(元)	0.33	0.50	0.58	0.68
EBIT Margin	8%	10%	13.0%	13.7%
净资产收益率	18%	22%	13%	14%

内容目录

估值与投资建议	5
绝对估值法: 12.0~13.8 元/股	5
相对估值法: 11.6~13.9 元/股	5
钢制车轮行业	6
钢车轮: 国内商用车需求与国际产业转移的双重推动	6
对 2010 年国内商用车行业的判断	9
公司概况: 钢车轮行业翘楚	14
公司主要产品是各类钢车轮	14
公司的实际控制人为董事长王嘉民先生	14
公司分析: 高端无内胎车轮行业先兵	15
公司处于钢车轮行业第一梯队	15
产品结构不断优化, 综合毛利率不断提升	16
受益于国际零部件产业向中国转移	17
公司处于原材料密集型行业, 受原材料价格波动影响较大	17
募集资金项目分析	18
2010 年将是公司产能、盈利大幅释放期	18
风险提示	19
盈利预测	19

图表目录

图 1: 国内钢车轮产量 (2004-2007)	6
图 2: 钢车轮主要产品	6
图 3: 车轮年出口量及同比增速 (2004-2008)	8
图 4: 重工业化进程及重卡销售结构变化(1994-2007)	9
图 5: 重卡替代中卡 (1994-2008)	9
图 6: 重卡销量结构变化 (2005.1-2009-10)	9
图 7: 重卡年销量及同比增速(2001-2010E).....	10
图 8: 重卡月销量及同比增速 (2005.1-2009-10)	10
图 9: 重卡销量结构变化 (2005.1-2009-10)	10
图 10: 大中客月销量及同比增速 (2005.1-2009-10)	11
图 11: 大客月销量及同比增速 (2005.1-2009.10)	11
图 12: 中客月销量及同比增速 (2005.1-2009-10)	12
图 13: 大客月出口及同比增速 (2007.1-2009.10)	12
图 14: 微客年销量及同比增速 (2001-2009E)	13
图 15: 微卡年销量及同比增速 (2001-2009E)	13
图 16: 轻卡年销量及同比增速 (2001-2009E)	13
图 17: 农用机械产量同比增速 (2009.1-2009.11)	13
图 18: 2009 年公司销售结构.....	14
图 19: 2009 年公司销售收入AM、OEM占比.....	14
图 20: 兴民钢圈发行前股权结构	14
图 21: 2007 年钢车轮行业市场份额	15
图 22: 兴民钢圈年销量 (2006-2009)	15
图 23: 公司产能变动 (2007-2010E)	15
图 24: 公司产品结构 (2006-2009)	16
图 25: 无内胎车轮毛利率显著更高 (2006-2009)	16
图 26: 公司OEM占比逐步提高 (2006-2009)	16
图 27: 公司毛利结构 (2006-2009)	16
图 28: 公司出口比例变动 (2006-2009)	17
图 29: 公司出口、内销无内胎车轮比例 (2006-2009)	17
图 30: 公司 2009 年成本结构.....	17
图 31: 公司分产品平均售价情况 (2006-2009)	17
表 1: 绝对估值的基本假设条件	5
表 2: FCFE估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	5
表 3: 汽车行业重点关注公司盈利预测及估值表	5
表 4: 车轮主要分类及特点	7
表 5: 无内胎车轮及型钢车轮比较.....	8

估值与投资建议

绝对估值法：12.0~13.8 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。在折现率为 9.6%~10.2%、永续增长率为 0.4%~1% 假设范围内，得到兴民钢圈绝对估值的合理区间在 12.0~13.8 元之间，价值中枢为 12.8 元。

表 1: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	1.00%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.20%	Ke	9.93%
行业平均 Beta	0.99	风险溢价	6.80%
Kd	5.30%	WACC	8.14%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.3%	9.6%	9.93%	10.2%	10.5%
1.3%	14.86	14.14	13.47	12.85	12.27
1.0%	14.47	13.78	13.14	12.55	11.99
0.7%	14.10	13.44	12.84	12.27	11.74
0.4%	13.76	13.13	12.55	12.01	11.50
0.1%	13.43	12.84	12.28	11.76	11.27

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：11.6~13.9 元/股

按发行后股本计算(假定发行 5260 万股)，预计兴民钢圈 2010、2011 年 EPS 分别为 0.58、0.68 元。国信目前关注的汽车零部件行业重点公司 2010 年平均动态 PE 为 23.7 倍，参考当前 A 股汽车零部件行业估值水平，可以给予公司 2010 年 20-24 倍 PE，则对应合理价值区间为 11.6-13.9 元。

表 3: 汽车零部件行业重点关注公司盈利预测及估值表

公司 名称	收盘价 2009-1-8	EPS			PE			PB			投资评级
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
一汽富维	25.28	0.90	1.32	1.48	28.1	19.2	17.1	4.0	3.4	2.9	谨慎推荐
潍柴动力	68.88	2.32	3.96	4.46	29.7	17.4	15.4	7.2	5.1	3.9	谨慎推荐
银轮股份	19.48	0.44	0.52	0.83	44.3	37.5	23.5	4.1	3.8	3.4	谨慎推荐
云内动力	13.27	0.36	0.41	0.51	37.1	32.4	26.0	2.0	2.0	1.9	谨慎推荐
威孚高科	17.80	0.34	0.60	0.75	52.4	29.7	23.7	4.0	3.7	3.3	谨慎推荐
天润曲轴	22.46	0.42	0.51	0.62	53.5	44.0	36.2	9.3	8.1	6.9	n. a.
万丰奥威	12.20	0.08	n.a	n.a	152.5	n.a	n.a	4.3	n.a	n.a	n. a.
行业平均	27.86	0.69	1.22	1.44	40.1	30.0	23.7	5.0	4.3	3.7	

数据来源：Wind, 国信证券经济研究所

注：计算 2008 年平均 PE 剔除了万丰奥威，其当年市盈率超过 100 倍，视作异常值处理

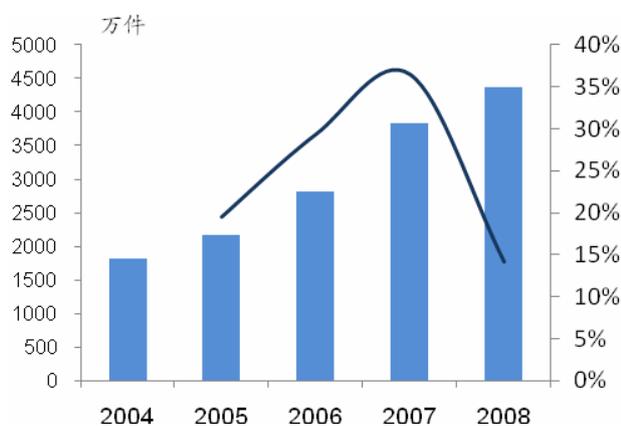
综合绝对估值和相对估值法，则公司的合理价值区间为 11.6-13.9 元。

钢制车轮行业

钢车轮：国内商用车需求与国际产业转移的双重推动

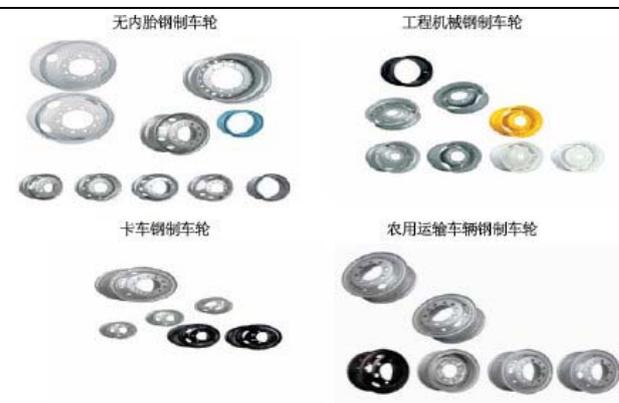
兴民钢圈主要产品为钢车轮。钢车轮主要配套商用车、中低端乘用车、工程机械车辆、农用车（含低速货车、三轮车）等。目前兴民钢圈配套比例较大的包括商用车（卡车、客车）和农用车。

图 1：国内钢车轮产量（2004-2008）



资料来源：中国汽车工业统计年鉴，国信证券经济研究所

图 2：钢车轮主要产品



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

乘用车领域，铝车轮替代钢车轮：从全球范围看，过去二十年，钢车轮在汽车用车轮市场占比由 90% 下降至 40%，主要是乘用车尤其是中高端轿车普遍使用铝车轮，而目前最主要的汽车市场之一的中国市场，乘用车已取代商用车成为汽车市场的主体，以轿车为例，国内轿车销量占比由 1998 年的 31.7% 上升至 2009 年的 55%，这也导致国内生产的铝车轮相对钢车轮的比例在不断上升。

商用车领域，钢车轮仍是主导，并表现为持续快速增长：目前国内大部分商用车和中低端乘用车仍使用钢车轮，钢车轮行业受益于下游商用车行业的高速增长，钢车轮产量由 2004 年的 1819.5 万件上升至 2009 年的 4377.3 万件，复合增长率达到 24.5%。

表 4: 车轮主要分类及特点

分类	相对优点	相对缺点	应用领域
铝轮	1、重量轻。由于铝的比重比钢要小，所以同型号的铝车轮比钢轮轻，装备在汽车上耗油少；2、精度高。铝车轮属脆性材料，易于机械加工，从而使车轮的端径跳、平面度等指标较钢轮有所提高。	1、安全性能低于钢轮；2、平衡指标低于钢轮；3、价格高于钢轮；4、生产过程中废品率较钢轮高。	主要应用于轿车
钢轮	1、安全性能好。由于钢板属韧性材料，当其达到疲劳极限时不会出现突然破碎的情况，只能从小裂纹开始逐步扩大，容易被发现；2、平衡指标优良。钢制车轮因材料密度较均匀一致，故平衡指标优良；3、价格低廉。钢板材料的价格只有铝合金材料价格的 1/4-1/3；4、生产过程中出现的废品比铝轮低。	1、重量较铝轮重，装备在汽车上后较铝轮耗油量；2、产品精度低于铝轮。	主要应用于卡车、客车、中低档轿车、工程车辆、农业机械等车辆。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

钢车轮中，无内胎车轮在替代型钢车轮：按照生产工艺的不同，钢车轮可分为型钢车轮和无内胎车轮。型钢车轮按照配套车辆的不同，可分为工程机械钢轮、卡车钢轮、农用车钢轮。无内胎车轮重量相对较轻，与子午线轮胎配套，具有安全性和节油性的特点，但价格要高于型钢车轮。近年来，国内生产的钢车轮中，无内胎车轮替代型钢车轮的趋势非常明显，具体而言：

- **欧美、日本等发达国家和地区，重卡和大中客已普遍使用无内胎车轮。**近年，随着零部件配套体系在近年不断向中国转移，导致无内胎钢车轮出口持续增长。
- **内需中，高端重卡、大中客、中低端乘用车大量使用无内胎车轮。**与铝车轮相比，无内胎钢车轮售价较低，是其最大优势。
- **内需中，部分重卡、轻型商用车仍在用型钢车轮。**型钢车轮在普遍超载、路况较差、低速运行时较无内胎钢车轮具有一定优势，但随着超载治理不断加强、公路条件普遍改善，型钢车轮将逐步被无内胎钢车轮替代。
- **工程机械车辆、农用车主要用型钢车轮。**上述车辆的特点是工作条件较为恶劣，多处于低速运行状态，型钢车轮具有技术成熟、强度高、成本低的特点，因此上述车型中，型钢车轮被无内胎钢车轮替代的风险并不大，将跟随工程机械、农用车行业的增长而稳定增长。

表 5: 无内胎车轮及型钢车轮比较

品类	应用领域	是否存在替代风险	
无内胎车轮	重卡、大中客、中低档经济型轿车、微客	应用比重逐步提高	
工程机械钢轮	工程机械车辆、工程收获机械车辆、农林专用	替代风险小	
型钢车轮	卡车钢轮	应用比重逐步降低, 存在被替代、市场逐步萎缩的风险	
	农用运输车钢轮	农用运输车辆	替代风险小

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

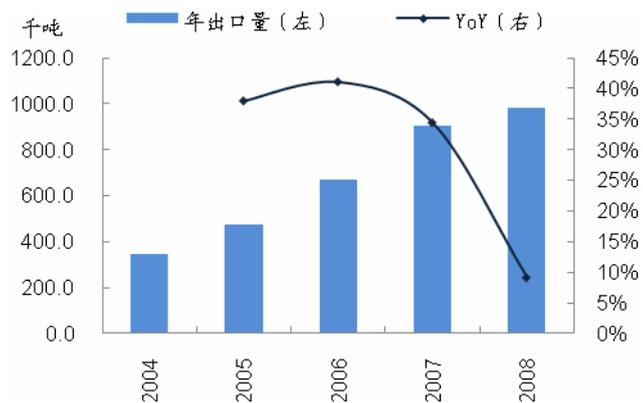
近年, 钢车轮产销保持 20% 以上的复合增速, 其主要推动力有三:

1、国内商用车需求快速增长。国内商用车需求增长基本上来自于国内基建投资、物流运输带来的运力需求, 与宏观经济表现相一致, 整体而言, 年均增速在 10-15% 左右, 但部分子行业, 如重卡, 受益于重工业化进程, 年销量增速优于商用车行业整体;

2、汽车出口快速提高, 增速显著快于国内。2004-2008 年, 国内汽车年出口增速达到 50% 以上;

3、随国际零部件配套体系向中国转移, 零部件出口快速提高。近年, 国内车轮出口量复合增速达到 30%。

图 3: 车轮年出口量及同比增速 (2004-2008)



资料来源: 国信证券经济研究所

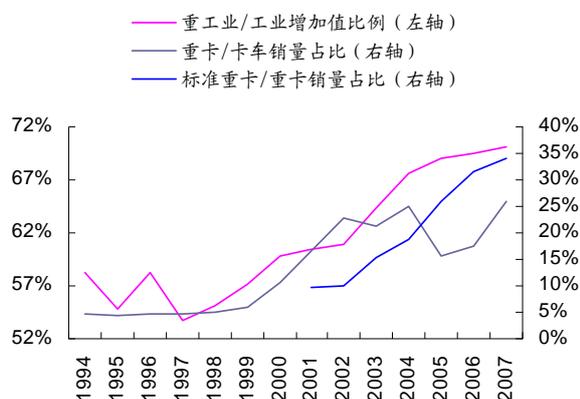
对 2010 年国内商用车行业的判断

要判断车轮零部件行业的需求，首先要判断下游用户即整车厂的需求。无内胎车轮普遍应用于重卡、大中客、微客等配套，因而，我们需要分析上述三个子行业的整车需求。

1、2010 年的重卡需求

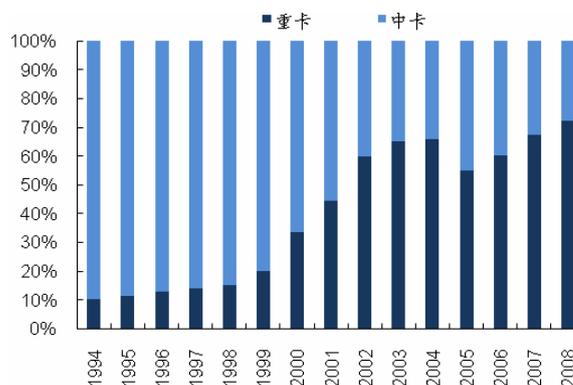
重卡长期受益于重工业化：产业结构向“重工业化”转变是 1999 年以后重卡销量中轴大幅提升的主要原因。1999 年之后，中国产业结构向“重工业化”转变，重工业/工业增加值的比例逐年抬升，相应的，1999 年之后，重卡销量增速中轴大幅抬升，重卡对中卡、标准重卡对准重卡开始显著替代，另外，“计重收费”、排放标准提升、高速公路建设加速等因素也使得重卡替代中卡、标准重卡替代准重卡。重卡行业将长期受益于这一过程，销量将稳定增长。

图 4：重工业化进程及重卡销售结构变化(1994-2007)



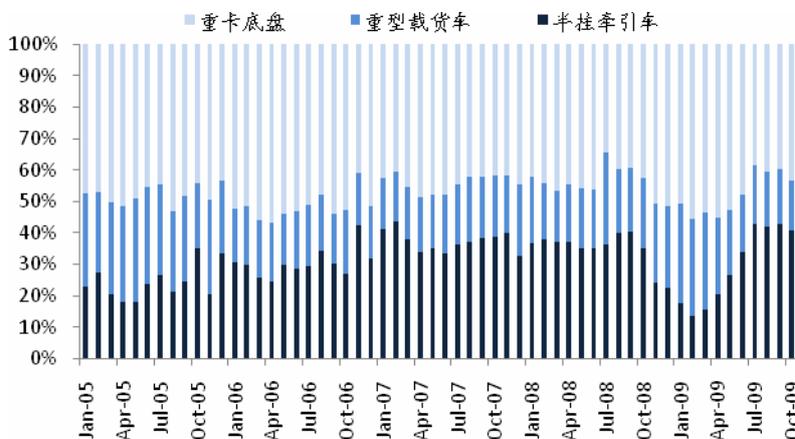
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 5：重卡替代中卡 (1994-2008)



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 6：重卡销量结构变化 (2005.1-2009-10)

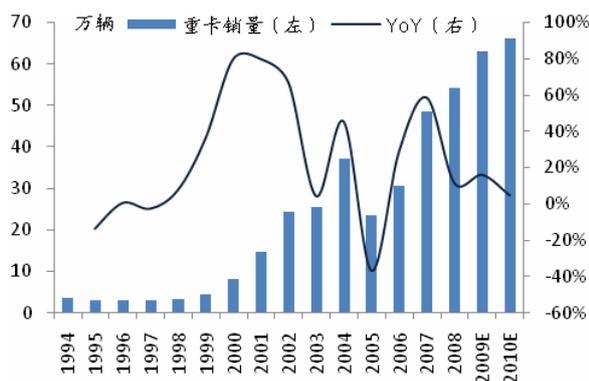


资料来源：国信证券经济研究所

2009年，重卡需求表现为工程用车先复苏，物流用车后复苏：【1】2009年3月起，在国家相关政策的刺激下，基建需求快速释放，并主要体现在对工程用车，即自卸车销售的拉动。**【2】**2Q09起，物流用车逐步回暖，并在三季度达到高峰。2008年底是国内公路物流企业运力过剩最严重的时期，当时相当一部分物流企业约有15-20%左右车辆出现“报停”，导致同期牵引车销量降幅达80%。随着2Q09过剩物流运力得以消化，半挂牵引车销量环比持续明显回升，三季度后已恢复至历史高位。

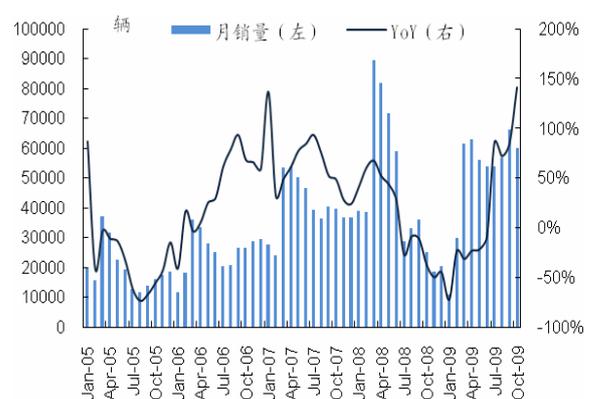
预计2010年重卡销量将同比小幅增长5%，至66万辆左右。预计投资需求、物流需求将继续维持高位，但2010年的投资量“增量”与2009年比预计增幅不会很大，从而导致重卡保有量的增加需求相对有限，从而仅带来重卡销售的小幅增长。

图7：重卡年销量及同比增速(2001-2010E)



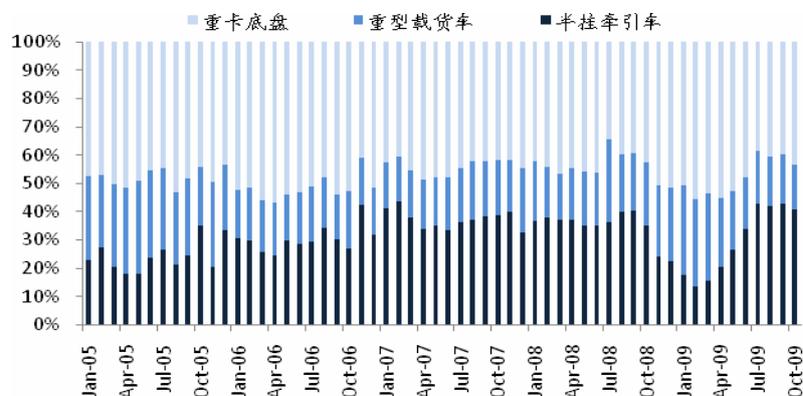
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图8：重卡月销量及同比增速（2005.1-2009-10）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图9：重卡销量结构变化（2005.1-2009-10）



资料来源：国信证券经济研究所

2、2010 年的大中客需求

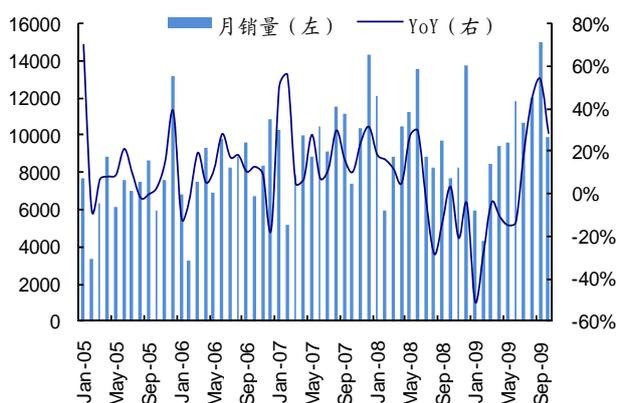
国内需求已恢复至正常水平：2009 年，大中客国内销量逐季改善，年初销量同比大幅下降 50%，三季度已与上年持平，绝对量也恢复至历史上较高的水平。预计短期内国内销量仍将处于稳步上升通道。

出口仍有改善空间：预计大中客出口随外围经济回暖将逐步改善，大中客仍是汽车子行业中出口最值得期待的子行业。历史上大中客行业出口销量占比约为 20%-30%，但 2H08 起，大中客主要出口目的地国家经济受创，需求锐减。自 2Q09 起，大中客出口需求逐步回暖，目前大客月出口量已达到 1000 辆左右的水平，但距 1H08 平均 1500 辆左右的水平仍有差距，改善空间较大。随着国际金融危机影响逐步减弱，全球经济复苏，主要能源价格上涨，预计作为我国大中客主要出口目的地的能源出口国家大中客需求将逐步恢复，2010 年中大客出口量将持续改善。

预计未来 3-5 年，大中客保有量的 5-10%会受到铁路客运的替代。受冲击的车型主要是大客中的公路车，环渤海、长三角、珠三角区域大客销量约占全国销量的一半，再考虑到公路客车分城际运输和旅游客车，预计受影响的大客销量占大客总销量的 5-10%。而城市公交车基本不会受到冲击。

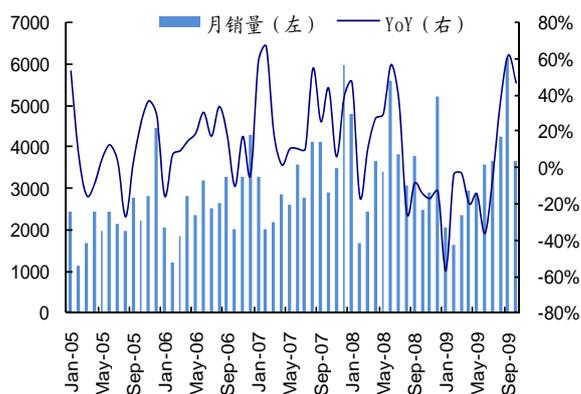
预计 2010 年中大客销量将同比增长 7-10%。2010 年上半年，由于较低的基数效应，名义增速将会较高。尽管中期看，我们认为铁路投资会对公路客运需求有影响，但这是一个循序渐进的过程，短期看，影响会较为有限。

图 10：大中客月销量及同比增速（2005.1-2009.10）



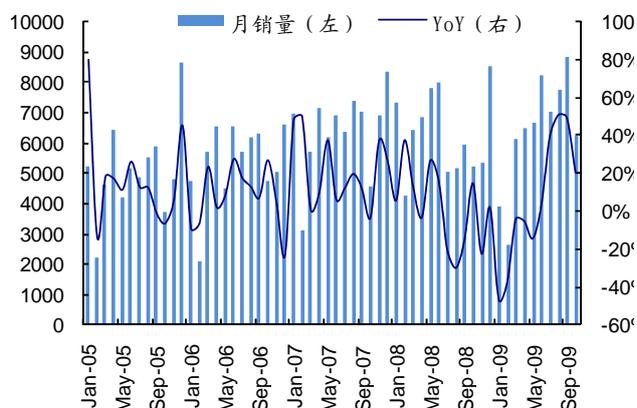
资料来源：国信证券经济研究所

图 11：大客月销量及同比增速（2005.1-2009.10）



资料来源：国信证券经济研究所

图 12: 中客月销量及同比增速 (2005.1-2009.10)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 13: 大客月出口及同比增速 (2007.1-2009.10)



资料来源: 国信证券经济研究所

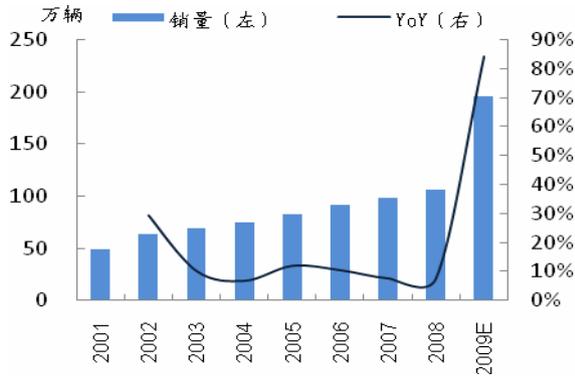
3、2010 年的微客需求

我们认为, 2009 年微客销售井喷, 至少是以下几个因素共同作用的结果:

- 2008 年部分外出务工人员失业回乡;
- 购置税优惠;
- 养路费取消、燃油税改革;
- 汽车下乡和以旧换新政策。

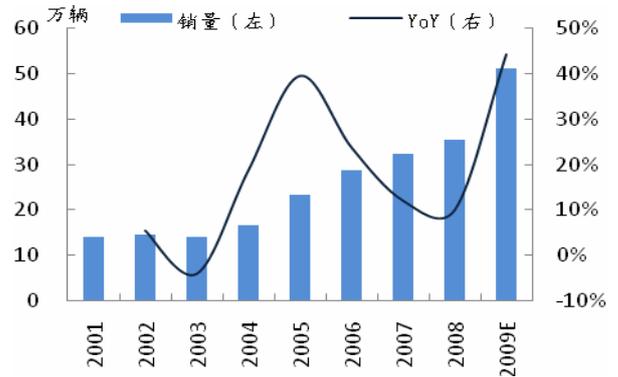
其中, 2008 年外出务工人员回乡起了非常巨大的作用。一方面, 2008 年金融危机下, 务工人员回乡的直接效应是资本转移或储蓄搬家。不完整的统计数字表明, 因失业而回乡的人数在 300 万至 1000 万之间, 根据局部调查, 回乡人员中, “回乡携带资金在万元以上的, 在三成以上”, 这意味着 300 至 1000 亿元的资金随着人口的流动从沿海地区转移到内地, 将使得短期内农用相关资本品的需求大幅上升。另一方面, 一个反证是, 如果仅用购置税等政策因素来解释微客销售的井喷, 无法解释在 2009 年, 不光是微客, 包括微卡、轻卡 (低端轻卡最明显)、农机等几乎所有农用资本品的销售均出现了大幅的增长。

图 14: 微客年销量及同比增速 (2001-2009E)



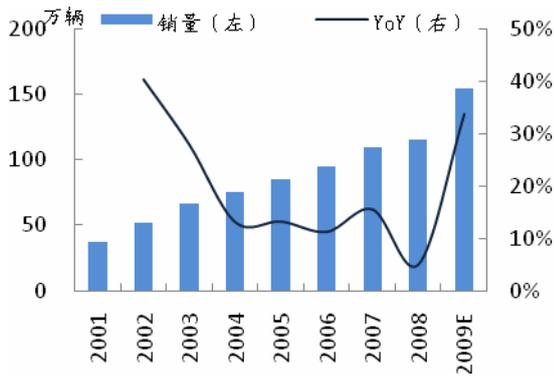
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 15: 微卡年销量及同比增速 (2001-2009E)



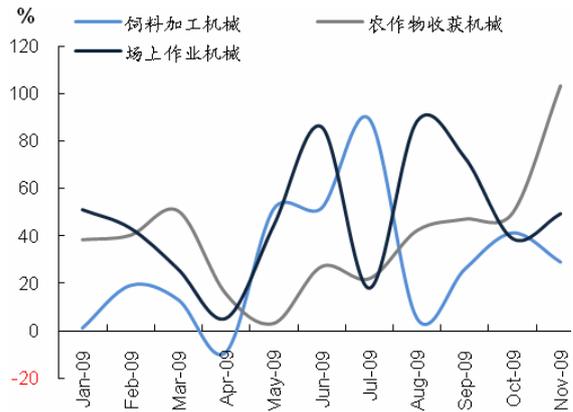
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 16: 轻卡年销量及同比增速 (2001-2009E)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 17: 农用机械产量同比增速 (2009.1-2009.11)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

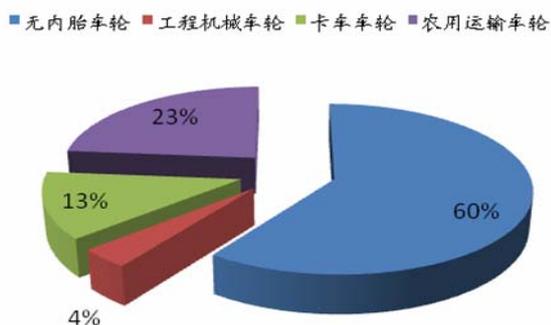
我们对 2010 年的微客市场更加谨慎, 预计 2010 年微客销量最多能与 2009 年持平, 而不会显著增长。2009 年下半年, 随着经济的复苏, 沿海部分地区再次出现了用工紧张的现象, 这意味着 2010 年很有可能大量农民工会再次从农村返回城市。另外, 即使不考虑外出务工人员回流城市, 这种资本转移带来的“需求冲击”也已经更多的反映在 2009 年, 并不具有持续性。相关的利好政策尽管在 2010 年会一定程度延续, 但我们却不容易看到“增量”。

公司概况：钢车轮行业翘楚

公司主要产品是各类钢车轮

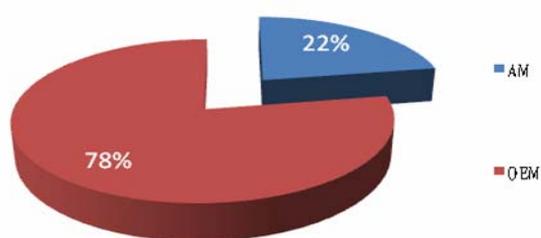
兴民钢圈主要产品是各类钢制车轮，包括无内胎钢制车轮、工程机械钢制车轮、卡车钢制车轮、农用运输钢制车轮等。产品主要用于配套重卡、大中客、工程机械和农用车的 OEM 市场，小部分用于配套相关 AM 市场。

图 18：2009 年公司销售结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 19：2009 年公司销售收入 AM、OEM 占比

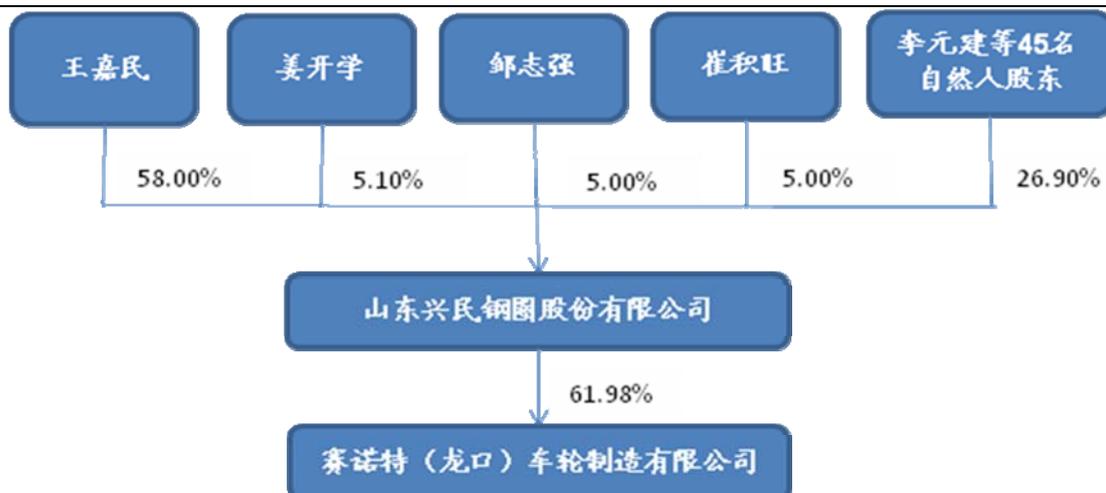


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司的实际控制人为董事长王嘉民先生

公司是一家家族控股的民营企业，发行前总股本为 15780 万股，本次拟发行 5260 万股，占发行后总股本的 25%。公司的实际控制人为董事长王嘉民先生，持有公司发行前 58% 的股权，发行后持股比例为 43.5%。需要一提的是，公司的董事会成员大多是公司的创始人，并同时担任公司的管理层。

图 20：兴民钢圈发行前股权结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

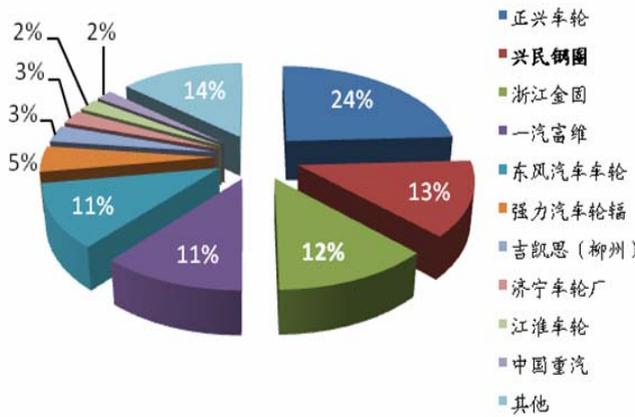
公司分析：高端无内胎车轮行业先锋

公司处于钢车轮行业第一梯队

公司 2008 年市场份额约为 13%，行业排名第二：钢车轮行业集中度相对较低，位于行业第一梯队的公司年产销量在 500 万件以上，公司 2006、2007、2008 年的销量分别为 453、547、584 万件，主要客户包括北汽福田、厦门金龙、长安汽车、沈阳金杯、山东唐骏、东安黑豹、山东凯马等国内主要重卡、大中客、农用车厂商。

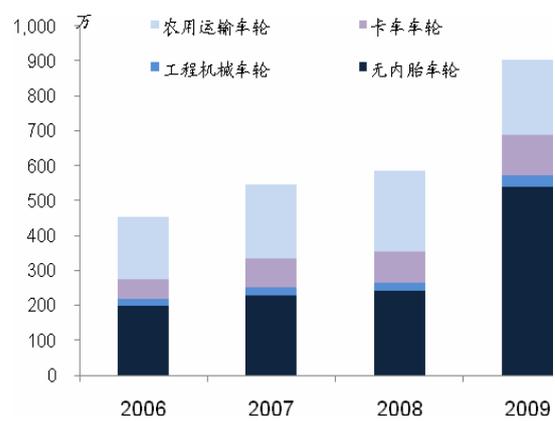
2009 年销量大幅跃升，市场份额上升：2009 年，公司车轮总销量达到 902 万件，同比增长 54%，高于汽车整车销量增速，预计公司市场份额在 2009 年有所上升，这应该得益于公司产能的及时跟进。需要指出，公司无内胎车轮 2009 年销量同比增长 123%，主要来自微客等低端乘用车的配套量大幅上升。

图 21：2008 年钢车轮行业市场份额



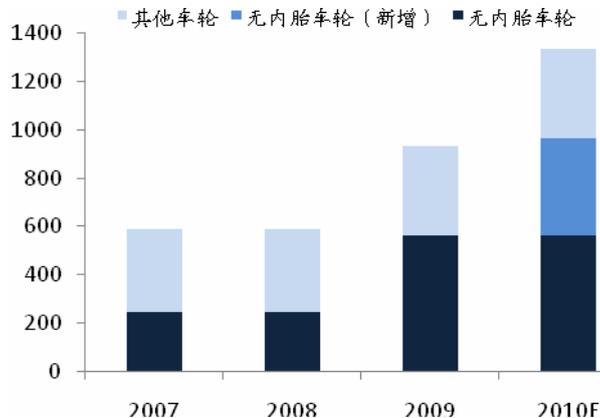
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 22：兴民钢圈年销量（2006-2009）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 23：公司产能变动（2007-2010E）

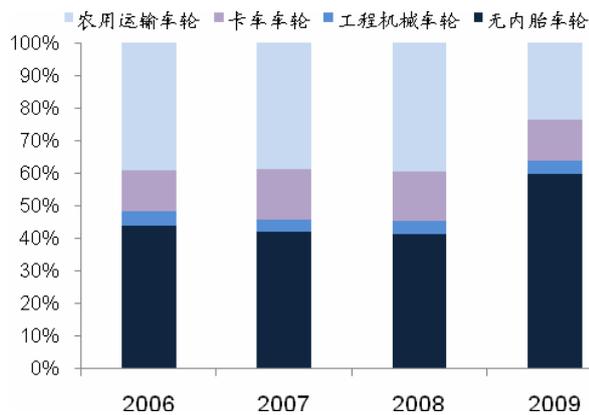


资料来源：国信证券经济研究所

产品结构不断优化，综合毛利率不断提升

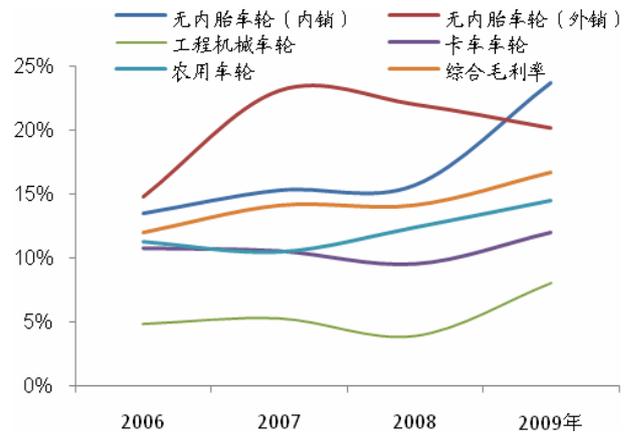
无内胎车轮占比提高，产品结构优化：公司产品无内胎车轮、工程机械车轮、卡车车轮、农用运输车轮四大类，往年平均毛利率水平分别为 20%、5%、10%、15%左右，其中外销无内胎车轮毛利率较内销产品高 5 个百分点左右。近年公司产品结构不断优化，毛利率较高的无内胎车轮占比由 2007 年的 41.9%提高至 2009 年的 59.9%，从而导致公司综合毛利率水平在持续上升，由 2006 年的 12%上升至 2009 年的 15.5%，利润增速显著快于收入增速。

图 24：公司产品结构（2006-2009）



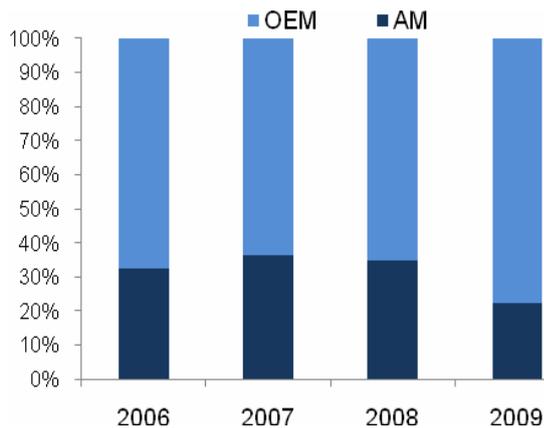
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 25：无内胎车轮毛利率显著更高（2006-2009）



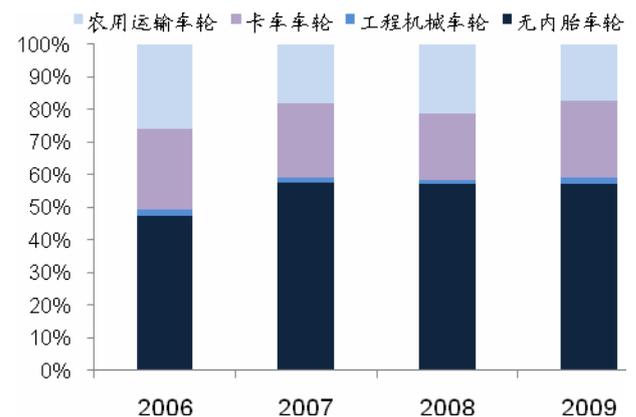
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 26：公司 OEM 占比逐步提高（2006-2009）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 27：公司毛利结构（2006-2009）



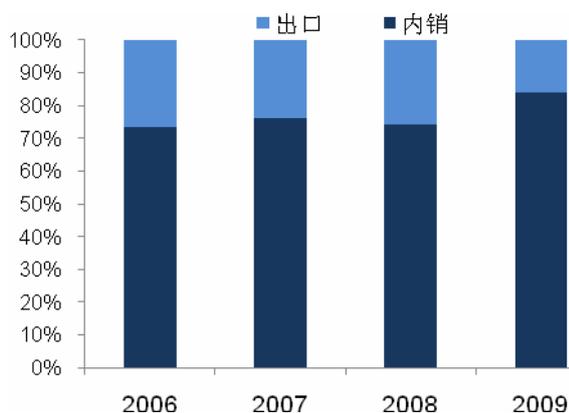
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

OEM 市场占比逐步上升：公司产品主要为 OEM 及 AM 市场配套，相对于 AM 市场，OEM 市场由于需要复杂的认证具有更高的进入壁垒，同类产品具有更高的毛利率。公司近年 OEM 配套占比不断提高，已由 2006 年的 67.6%上升至 2009 年的 77.7%。

受益于国际零部件产业向中国转移

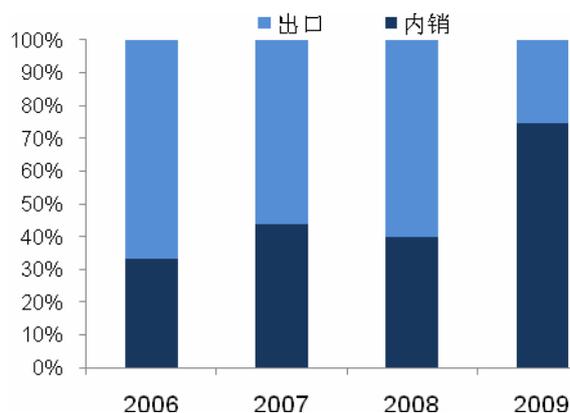
2007-2009年，公司出口金额分别为1.73、2.34、1.54亿元，占全部销售比例分别为23.9%、25.6%、15.9%。上述仅仅是公司车轮产品的直接出口，而整车厂出口带动的无内胎销售需求同样不可忽视。因而，出口对公司的拉动作用至少体现在两个层面：**【1】**国际整车和主机厂加快中国采购：由于中国制造业显著的成本优势，国外主机厂在中国的零部件采购正在加快，目前，公司主要是通过TBC等经销商对外出口；**【2】**整车厂出口的加速，是相关零部件产品出口的另一种变相形式。

图 28: 公司出口比例变动 (2006-2009)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 29: 公司出口、内销无内胎车轮比例 (2006-2009)

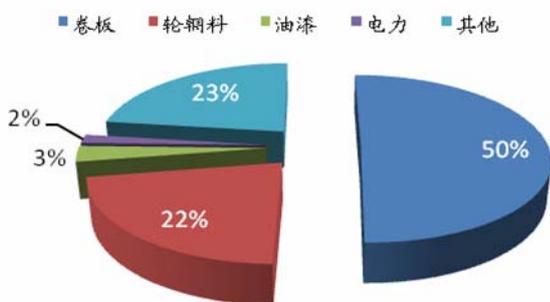


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

公司处于原材料密集型行业，受原材料价格波动影响较大

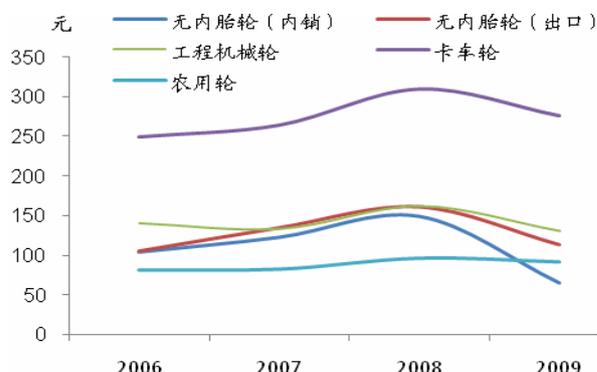
公司通过与上游钢材厂长期良好合作关系稳定原材料价格：钢铁等原材料成本占公司总成本的比例在70%以上，因而公司利润率对原材料价格的波动较为敏感。公司是烟台本钢的重要大客户，凭借这一点，公司获得了一定的议价能力，部分抵消这一风险。

图 30: 公司 2009 年成本结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 31: 公司分产品平均售价情况 (2006-2009)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

募集资金项目分析

主要募投项目：200 万套高强度轻型无内胎钢车轮。公司本次募集资金将全部用于年产 200 万套高强度轻型无内胎钢车轮建设项目。项目产品主要为尺寸在 22.5 × 8.25 英寸的大型无内胎车轮。项目产品供应国际市场为主，主要供应北美、俄罗斯市场。国内短期主要用于配套金龙汽车、北汽福田的大中客、重卡。

公司募投项目产品在国内具备先发优势：公司募集资金项目产品属于 22.5 英寸直径大型无内胎钢车轮，目前国内其他厂商产能及扩产主要集中于 17.5 英寸以下无内胎钢车轮，在这一细分领域，公司在国内没有强劲竞争对手。公司生产无内胎钢车轮的主要优势在于：**【1】**公司多年来一直从事钢车轮业务，具有丰富的经验；**【2】**募集资金项目投产后，无内胎车轮单位产品自重可由原来的 48 公斤降低至 42 公斤，减少 15%，效果较为明显；**【3】**募集资金项目投产后，公司总产能可达到 1300 万件，其中无内胎钢车轮产能 900 万件，位于国内市场前列，可充分发挥规模效应，扩大综合成本优势。**【4】**经过多年的合作，公司在国内外拥有了一批稳定的客户群。

募投项目 2010 年中期即有望达产：募集资金到位前，公司已利用自有资金先行投资。我们预计 2010 年中期，该项目即有望达产，届时，公司将新增 200 万套大型无内胎钢车轮产能，大型无内胎钢车轮单价较高，约 250-350 元/个，将新增年收入约 5-7 亿元，预计 2010 年下半年将贡献收入 2 亿元左右。

2010 年将是公司产能、盈利大幅释放期

产能释放：一是募集资金 200 万套无内胎车轮（出口、配套大型商用车）将在 2010 年中期投产；二是非募集资金投资的约 200 万套无内胎车轮（内销、配套轻型车、微客）有望在二季度投产。两者合计导致公司 2010 年产能同比增长 40% 以上。由于 2009 年面临严重产能不足，订单积压，新增产能有望迅速满产。

盈利释放：无内胎车轮 20% 以上的毛利率将改善公司整体利润率水平，而募集资金项目的大口径钢轮，属于高端产品，竞争者少，并以出口为主，我们预计毛利率在 25% 以上。综上，公司利润率 2010 年进一步改善，我们预计平均毛利率在 2010 年将上升 2 个百分点，盈利增幅继续超过收入增幅。

风险提示

原材料价格波动风险: 近年, 钢材价格波动较大, 公司面临原材料价格波动的风险。但鉴于公司产销规模在行业内位于前列, 通过及时调整采购政策、与客户协商调整价格, 可以缓解一部分成本压力。

实际控制人与其关联方达成一致行动的风险: 公司控股股东王嘉民先生与股东姜开学、邹志强、崔积旺、崔积和、姜开学等有亲属等关联关系。王嘉民先生自身拥有公司发行前 58% 的股份, 姜开学等其关联方合计持有公司发行前月 19.38% 的股权, 若实际控制人王嘉民先生与其关联方达成一致行动, 则合计拥有公司发行前约 77.38% 的股权, 发行后合计将拥有 58.03% 的股权, 对公司相关决策将产生重大影响。

出口复苏时间及力度低于预期: 公司正常年份直接出口占比约为 25%, 此外还有通过配套重卡、大中客的出口。若 2010 年车轮、重卡、大中客出口复苏时间及力度低于预期, 将会影响我们对于盈利的判断。

盈利预测

关键假设:

- 1、募集资金项目 2010 年中期达产, 2010 年贡献无内胎车轮约 80-100 万套, 贡献收入约 2-2.5 亿元, 毛利率达到 25%;
- 2、出口复苏, 外销无内胎车轮 2010 年同比增长 30%;
- 3、2010 年, 由于高毛利的无内胎车轮占比上升, 公司综合毛利率进一步提升, 上升至 17.5% 左右, 较 2009 年提高约 2 个百分点;
- 4、原材料价格 2010 年小幅增长, 公司通过价格调整等方式基本消化。

在上述假设下, 预计公司 2010、2011 年分别实现净利 1.22 亿元、1.44 亿元, 按发行后股本计算 (假定发行 5260 万股, 总股本达到 2.1 亿股), 对应 EPS 分别为 0.58 元、0.68 元。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
现金及现金等价物	85	190	558	584
应收款项	69	102	110	126
存货净额	173	165	208	237
其他流动资产	107	55	67	77
流动资产合计	433	511	942	1024
固定资产	181	282	359	447
无形资产及其他	22	22	21	20
投资性房地产	4	1	1	1
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	644	820	1327	1497
短期借款及交易性金融负债	109	93	0	0
应付款项	200	306	326	373
其他流动负债	22	28	34	39
流动负债合计	331	427	361	412
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	331	427	361	412
少数股东权益	29	31	34	36
股东权益	284	362	933	1048
负债和股东权益总计	644	820	1327	1497

关键财务与估值指标	2008	2009	2010E	2011E
每股收益	0.33	0.50	0.58	0.68
每股红利	0.05	0.04	0.12	0.14
每股净资产	1.80	2.30	4.43	4.98
ROIC	5%	18%	24%	25%
ROE	18%	22%	13%	14%
毛利率	13%	15.5%	17.5%	17.5%
EBIT Margin	8%	10%	12%	12%
EBITDA Margin	10%	12%	14%	14%
收入增长	25%	9%	25%	15%
净利润增长率	32%	52%	55%	18%
资产负债率	56%	56%	30%	30%
息率	0.7%	0.4%	1.5%	1.8%
P/E	n.a	n.a	n.a	n.a
P/B	n.a	n.a	n.a	n.a
EV/EBITDA	n.a	n.a	n.a	n.a

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	983	1068	1335	1535
营业成本	857	903	1101	1266
营业税金及附加	3	2	3	3
销售费用	28	37	47	54
管理费用	17	16	21	24
财务费用	7	6	(3)	(9)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	2	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	71	105	166	196
营业外净收支	0	1	0	0
利润总额	71	106	166	196
所得税费用	18	26	42	49
少数股东损益	1	2	3	4
归属于母公司净利润	52	78	122	144

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
净利润	52	78	122	144
资产减值准备	6	(4)	2	0
折旧摊销	19	20	22	32
公允价值变动损失	2	(2)	0	0
财务费用	7	6	(3)	(9)
营运资本变动	(90)	138	(34)	(5)
其它	(5)	6	0	3
经营活动现金流	(17)	236	112	175
资本开支	(51)	(119)	(100)	(120)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(51)	(119)	(100)	(120)
权益性融资	0	0	473	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(8)	(6)	(24)	(29)
其它融资现金流	79	(0)	(93)	0
融资活动现金流	64	(12)	356	(29)
现金净变动	(4)	105	369	26
货币资金的期初余额	89	85	190	558
货币资金的期末余额	85	190	558	584
企业自由现金流	(43)	122	11	49
权益自由现金流	36	122	(80)	55

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-60933162	高 健	0755-82130678
				郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鹤	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
徐颖真	021-60875162	非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	