

日期: 2010年2月8日  
行业: 交通运输设备制造业



魏成钢  
021-53519888-1974  
wchg2000@sohu.com

## 募投项目短平快，阶段增长动量足

上市合理定价 RMB 15.30 ~ 19.60 元

### 基本数据(IPO)

发行数量不超过(万股)	5,260
发行后总股本(万股)	21,040
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 1,000 网上定价发行 4,260
保荐机构	国信证券

### IPO 前后的指标对比

08年每股收益/发行后摊薄(元)	0.33/0.25
1H09年每股净资产/发行后每股净资产	2.03/4.88

### 主要股东(IPO前)

王嘉民	58.00%
姜开学	5.10%
邹志强	5.00%
崔积旺	5.00%
李元建等 45 名自然人股东	26.90%

### 收入结构(1H2009)

无内胎车轮	48.54%
工程机械车轮	6.51%
卡车车轮	24.19%
农用运输车轮	20.76%

报告编号: WCHG10-NSP03

### ■ 投资要点:

#### ● 国内钢制车轮行业领先企业，充分享下游行业景气

公司是国内最大的钢制车轮生产企业之一，产销量近三年均位居全国前三名。2009年以来，国内汽车行业产销两旺，各细分车型产销量同比均出现大幅增长。公司产品市场需求旺盛，产能瓶颈成为困扰企业的主要问题。

#### ● IPO 募集项目见效快

公司 IPO 募集资金投向年产 200 万套高强度轻型无内胎钢制车轮建设项目。项目建成后一方面使公司无内胎钢制车轮产能提升约 53%；另一方面受益于新工艺的采用，公司每年可节约材料采购成本约 4000 万元。由于公司已利用自有资金先期投入建设，预计募投项目 2010 年即可正式投产，当年贡献大部分新增产能。

#### ● 近两年公司业绩高速增长

2008 年下半年公司对原有生产线进行技改，新增 2 条无内胎车轮和 1 条农用运输车轮生产线。同时，公司募投项目 2010 年即可建成投产。2009~2010 年公司都有新增产能释放，短期内公司业绩增长动力充足。

#### ● 定价结论

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板公司的估值情况，我们认为给予公司 2009 年 40~45 倍、2010 年 35~40 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 15.30~19.60 元。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	983.27	1,100.75	1,417.50	1,521.00	1,596.00
年增长率(%)	24.89%	11.95%	28.78%	7.30%	4.93%
归属于母公司的净利润	51.61	77.68	103.51	107.51	112.79
年增长率(%)	32.05%	50.51%	33.25%	3.87%	4.91%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.37	0.49	0.51	0.54

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

## 一、行业背景

### ■ 公司概况

公司主营业务为汽车钢制车轮的研发、制造和销售，隶属于汽车零部件制造行业车轮制造子行业。目前，公司的主要产品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。作为我国汽车钢制车轮龙头企业，公司竞争优势明显。公司业务规模在同行业居领先地位，2007 年公司在钢制车轮行业产量排名第三。截至目前公司已经为北汽福田汽车股份有限公司、厦门金龙汽车集团股份有限公司、河北长安汽车有限公司、福田雷沃国际重工股份有限公司、山东五征集团有限公司，沈阳金杯车辆制造有限公司、中国第一汽车集团哈尔滨轻型车厂、大连叉车有限责任公司、山东唐骏欧铃汽车制造有限公司、东安黑豹股份有限公司、山东凯马汽车制造有限公司、重庆长安汽车股份有限公司、辽宁曙光汽车集团股份有限公司等国内整车厂提供配套，并已将产品销往美国、欧洲等国际市场。

### ■ 国内重机行业仍具较大发展空间

车轮按照生产材料的不同，可分为钢制车轮和铝制车轮。从当前车轮在汽车上的配置情况看，目前商用车所用车轮主要以钢制车轮为主。乘用车所用车轮中，中高档乘用车所用车轮主要以铝制车轮为主，经济型乘用车所用车轮主要以钢制车轮为主。由于国家的能源政策和汽车产业政策均鼓励经济型车型的发展，钢轮在乘用车上的配置将逐步提高。

钢制车轮的需求主要来自新增汽车产量，售后市场钢制车轮需求则与汽车保有量有关。从国内来看，我国汽车产量近年来保持较快增长，2007 年达到 888.24 万辆，同比增长 22.02%；销售 879.15 万辆，同比增长 21.84%。随着我国国民经济的快速发展，我国汽车保有量也逐年增加。2007 年末全国民用汽车保有量达到 5,697 万辆，比上年末增长 14.3%。汽车新增产量的增长和汽车保有量的逐年增加，直接拉动了对钢制车轮需求。2004~2007 年，我国钢制车轮的产量从 1,819.45 万件增长到 3,835.17 万件，CAGR 为 28.22%。而根据《中国车轮行业“十一五”发展规划》预测，2010 年中国汽车车轮 OEM 需求量约为 6000 万件，全国车轮行业 OEM 的市场价值可望达到 135 亿元左右，其中乘用车钢制车轮 20 亿元，乘用车铝车轮 60 亿元，商用车车轮 55 亿元左右。

钢制车轮按照生产工艺的不同，还可分为型钢车轮和无内胎钢制车轮。与传统的型钢车轮相比，无内胎钢制车轮具有工艺效率和精度高、重量轻等优点。无内胎车轮主要适用于无内胎的子午线轮胎，直接依靠轮辋密封轮胎气压，适合于高速公路行走，安全性和节油作用

十分明显。发达国家如美国、欧洲和日本的载重汽车和客车几乎全部采用无内胎钢制车轮。我国在豪华客车和供出口的卡车、客车上已大量使用了钢制无内胎车轮。近年来，由于：(1)我国高速公路发展迅猛，国家对超限超载的查处力度日益加强，型钢车轮的竞争优势逐步减少；(2)我国卡、客车出口数量也在逐步增加，对无内胎车轮的需求不断增加；(3)国家发改委正在拟订《轮胎工业产业政策》，支持子午线轮胎的发展，限制斜交胎扩大生产规模，将进一步增加与之配套的无内胎车轮的需求。因此，我国的卡车、客车钢制车轮的发展趋势将是无内胎化，无内胎车轮未来发展空间广阔。

■ **公司在行业中处于领先地位**

根据《中国汽车工业年鉴(2008 年版)》统计资料，我国钢制车轮主要生产家有 36 家，前 10 大厂商 2007 年产量占全国总产量 80.81%的份额，显示行业的市场集中度较高。

公司是国内最大的钢制车轮生产企业之一，产销量近三年均位居全国前三名。2005~2007 年公司的钢制车轮产量占全国钢制车轮总产量的份额分别为 19.17%、16.13%和 15.20%。

表 1 2007 年我国主要钢制车轮生产企业的产量情况

序号	企业名称	产量(万件)	份额
1	正兴车轮集团有限公司	935.00	24.38%
2	东风汽车车轮有限公司	818.00	21.33%
3	<b>兴民钢圈</b>	<b>583.00</b>	<b>15.20%</b>
4	上海汽车锻造有限公司	164.00	4.28%
5	山东济宁车轮厂	120.00	3.13%
6	吉凯思车轮(柳州)有限公司	109.80	2.86%
7	蚌埠江淮车轮有限公司	106.77	2.78%
8	许昌恒丰实业有限公司	90.15	2.35%
9	中国重汽济南商用车有限公司	87.06	2.27%
10	成都陵川特种工业有限责任公司	85.60	2.23%
	全国总产量	3,835.17	80.81%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ **丰富的产品品种和规模优势构筑公司核心竞争力**

公司在行业中的竞争对手主要包括正兴车轮集团有限公司、长春一汽富维汽车零部件股份有限公司、东风汽车车轮有限公司、山东济宁车轮厂和浙江金固股份有限公司。从生产规模看，公司钢轮年产量仅次于正兴车轮集团有限公司和东风汽车车轮有限公司，排名行业第三。

**表 2 公司与国内主要竞争对手比较**

公司	产能(万套)	市场定位
正兴车轮集团有限公司	1000	市场营销网络覆盖全国各省、市、自治区，拥有销售网点 4000 余个，产品远销韩国、日本、印度、美国等 70 多个国家和地区，并为 100 多家大、中型汽车配套。形成了维修、配套、外贸三大市场协调发展的网络体系。
东风汽车车轮有限公司	700	主要服务于东风汽车公司，包括湖北武汉神龙汽车、江苏盐城东风起亚悦达，同时开发了包括奇瑞、昌河、长安、江淮等客户。
长春一汽富维	400	产品覆盖一汽集团的全部车型，同时为一汽大众、上海大众等轿车企业配套滚型车轮；为郑州宇通、杭州日产等 30 余家豪华大客、重型卡车企业配套旋压车轮，产品出口到欧、美及东南亚各地。
山东济宁车轮厂	200	国内主要配套整车制造商为一汽、南京跃进、东风、中集集团、中国重汽、宇通客车、安凯汽车、江淮汽车、金龙客车、北京华德尼奥普兰、中国一拖集团、上海纽荷兰、约翰迪尔，北汽福田、山工集团、徐工集团等。国际市场主要出口美国、韩国、香港、马来西亚、日本、台湾等国家地区。
浙江金固	600	以出口市场为主，公司产品 80% 出口美国、加拿大、南非、澳大利亚等国家。
兴民钢圈	833	公司约 70% 直接向国内整车制造商和国际一级供应商销售；公司产品主要向下列整车制造商供货：北汽福田、厦门金龙、河北长安、福田雷沃、山东五征、沈阳金杯、一汽哈轻、大连叉车、山东唐骏欧铃、东安黑豹、山东凯马、重庆长安、辽宁曙光等国内整车厂。公司约 30% 产品面向零售市场。经销商主要有：美国 TBC 公司、上海协钢工贸有限公司、徐州天乙圣辰工贸有限公司等。

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

与竞争对手相比，公司的竞争优势主要表现在以下几个方面：

(1) 产品规格型号丰富：公司生产的钢制车轮产品拥有 1,000 多个规格型号，为目前国内钢制车轮品种最全的生产企业之一，能满足不同客户对钢制车轮产品的不同需求。丰富的钢制车轮品种成为公司满足客户需求的重要手段；(2) 规模优势：钢制车轮产业是典型的资金密集、技术密集型产业，具有显著的规模经济特性。公司 2007 年钢制车轮产量排名全国第三位，具有较强的规模优势；(3) 客户优势：公司拥有稳定的客户群。经过多年的发展，公司目前已成为北汽福田、厦门金龙、河北长安、福田雷沃、山东五征、沈阳金杯、一汽哈尔滨轻型车厂、大连叉车、山东唐骏欧铃、东安黑豹、重庆长安、辽宁曙光等整车制造商的钢制车轮主要供应商。

## 二、公司历史沿革及募资项目分析

### ■ 公司历史沿革及股权结构

公司是由山东龙口兴民车轮有限公司整体变更设立的股份有限公司。王嘉民先生持有公司发行前 58%、发行后 43.50% 的股份，为公司的控股股东和实际控制人。此外，姜开学、邹志强、崔积旺、崔积和、王翠英、姜开云、高赫男、梁群升、王强等合计持有公司发行前 19.38% 股权的 9 名股东与王嘉民具有关联关系。王嘉民先生若与其关联方达成一致行动，则合计拥有公司发行前约 77.38%、发行后 58.03%

的股权。

**表 3 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	王嘉民	9152.40	58.00%	9152.40	43.50%
2	姜开学	804.78	5.10%	804.78	3.83%
3	邹志强	789.00	5.00%	789.00	3.75%
4	崔积旺	789.00	5.00%	789.00	3.75%
5	李元建等 45 名 自然人股东	4244.82	26.90%	4244.82	20.18%
6	社会公众股东	-	-	5,260.00	25.00%
	合计	15,780.00	100.00%	21,040.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司下属 1 家控股子公司赛诺特(龙口)车轮制造有限公司，系公司与美国汤姆·沃克先生共同投资设立的中外合资企业，注册资本 263 万美元，公司持有其 61.98% 的股权。赛诺特目前主要产品为工程机械车轮和农用运输车轮，与公司产品互补。2008 年赛诺特实现净利润 311.76 万元，2009 年上半年实现净利润 315.25 万元，占公司合并报表净利润的比重分别为 5.90% 和 8.23%。

此外，公司还分别参股北京福田环保动力股份有限公司和山东龙口农村合作银行，分别持有这两家公司 0.76% 和 0.2% 的股权。

## ■ 公司业务简况

公司无内胎钢制车轮系列主要应用于卡车和客车，主要为欧曼重型汽车(出口)、厦门金龙客车、苏州金龙客车、南京长安汽车、河北长安汽车、烟台舒驰客车、欧 V 客车、福田欧马克等车型提供整车配套以及出口欧美等国际市市场；工程机械钢制车轮系列主要应用于叉车、农业联合收割机械等，主要为雷沃谷神、斗山工程机械、大连叉车等提供整车配套；卡车钢制车轮系列主要应用于卡车，主要为欧曼重型汽车(内销)、中集集团专用车、重汽五岳专用汽车、一汽哈轻、沈阳金杯、福田诸城汽车、奥铃汽车、唐骏欧铃等提供整车配套；农用运输钢制车轮系列主要应用于农用车辆，主要为山东五征农用车、东安黑豹、潍坊车辆厂、雷沃德州专用车等提供整车配套。

公司毛利率较高的无内胎车轮和卡车车轮在公司销售比重逐步提高，无内胎车轮在销售中的比重由 2006 年 39.79% 提高至 2009 年上半年的 48.54%。卡车车轮在销售中的比重由 2006 年度 27.47% 提高

至 2009 年上半年的 30.42%。

表 4 2006~2009 年上半年公司营收和主营利润构成

产品类别	2006 年		2007 年		2008 年		1H2009 年	
	主营收入 占比	主营利润 占比	主营收入 占比	主营利润 占比	主营收入 占比	主营利润 占比	主营收入 占比	主营利润 占比
无内胎车轮	39.79%	47.46%	41.02%	57.62%	41.35%	57.30%	48.54%	62.34%
工程机械车轮	5.13%	2.04%	3.93%	1.45%	4.07%	1.10%	6.51%	2.83%
卡车车轮	27.47%	24.57%	30.86%	22.99%	30.42%	20.45%	24.19%	17.24%
农用运输车轮	27.62%	25.93%	24.20%	17.94%	24.16%	21.15%	20.76%	17.59%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### ■ 募集资金投向

公司本次发行的募集资金全部投向年产 200 万套高强度轻型无内胎钢制车轮建设项目。该项目是公司为了适应商用车(包括卡车和客车)零部件 OEM 和 AM 市场需求,大规模供应高质量钢制无内胎车轮产品的需求而投资建设的。项目产品主要为尺寸在 22.5(直径,英寸)×8.25(宽度,英寸)以上的大型钢制无内胎车轮。

项目建成后公司将新增 200 万套高强度轻型无内胎钢制车轮,主要为钢制无内胎车轮。产品主要用于厦门金龙汽车集团股份有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、郑州宇通客车股份有限公司和苏州金龙客车有限公司、烟台舒驰客车有限责任公司、中集集团专用车有限公司、辽宁曙光汽车集团股份有限公司等厂家的整车配套和与之相关的零售市场。

公司的募资项目计划采用新工艺,使产品自重可由原先的 48 公斤/套,减至 42 公斤/套,单位产品可减轻重量约 6 公斤。据此估算,项目建成后,可为公司节约钢材资源 1.2 万余吨/年,节约主材成本约 4000 万元。

表 5 公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	预计投资额 (万元)	建设 期(年)	新增营业收 入(万元/年)	新增利润总 额(万元/年)
年产 200 万套高强度轻型 无内胎钢制车轮建设项目	26,006.66	1.5	50,000.00	6,066.52

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司已利用自有资金对该项目先期投入 7,556 万元。待募集资金到位后,公司将用募集资金偿还已先期投入的款项。目前,项目的主体工程已基本完工,预计 2010 年下半年投产。

表 6 公司 IPO 募资项目建设达产进度预测

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
募资项目达产进度	0	30%	70%	100%
无内胎车轮产能(万套)	378.00	438.00	518.00	578.00

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

### 三、公司财务状况分析及盈利预测

#### ■ 公司财务指标分析

##### 产品盈利能力较强

近三年, 公司主要产品中无内胎车轮、卡车车轮及农用运输车平均销售价逐年上升, 工程机械车轮价格则在各年度间有所波动。2009 年上半年由于钢材价格的下降, 公司采用产品价格随原材料市场价格波动而调整的定价政策, 因此随着成本降低产品价格也向下调整。不过, 这并未对公司盈利能力造成影响, 同期各项产品及公司综合毛利率仍稳定增长(见图 1、2)。

以汽车零部件行业的盈利标准来衡量, 公司的盈利能力并非优秀, 历年的综合毛利率和净利率都要略逊于行业水平(见图 3)。不过, 从 2008 年起, 公司的销售净利率水平逐渐缩小差距, 与行业水平趋于一致。为了更能准确的显示公司的盈利能力。我们从汽车零部件行业中选出产品业务与公司最为相近的中小板上市公司万丰奥威作为参照的标杆。与后者相比, 公司的盈利能力就被凸现出来了, 2007 年以来综合毛利率和净利率都处领先 2 个百分点左右的领先水平。与同行业公司比较结果表明, 公司盈利水平与行业标准的差异主要来自于产品特性, 并非公司运营、管理能力方面存在缺陷。

图 1 近年来公司主要产品售价变化情况

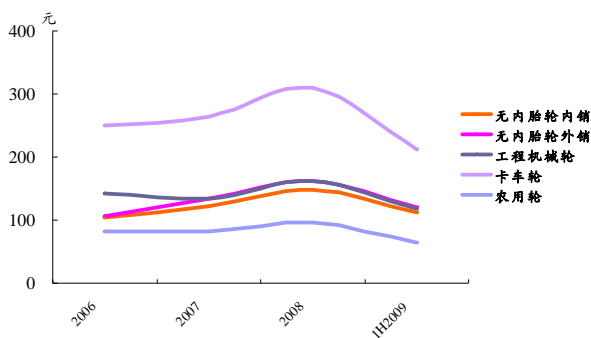
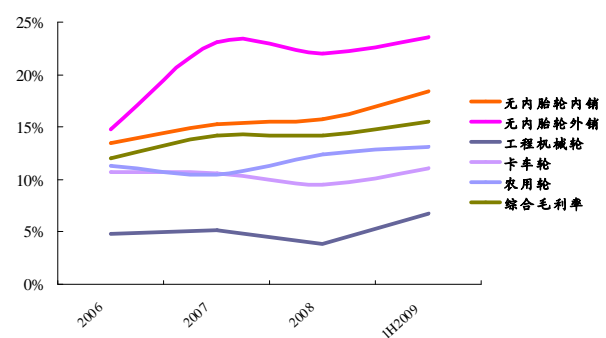


图 2 近年来公司主要产品毛利率变化情况



资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

营业收入、净利润保持增长

2006~2009年上半年,公司的营业收入和净利润一直保持高速增长(见图4)。值得注意的是,公司净利润在2006、2007年爆发式增长缘于期间高毛利的无内胎车轮产销规模快速扩张。自2008年起,受产能瓶颈制约,公司无内胎车轮的销售恢复平稳成长,相应的公司净利润的增速也出现回落,与营业收入的增长保持同步。

图3 兴民钢圈与同业公司盈利能力比较

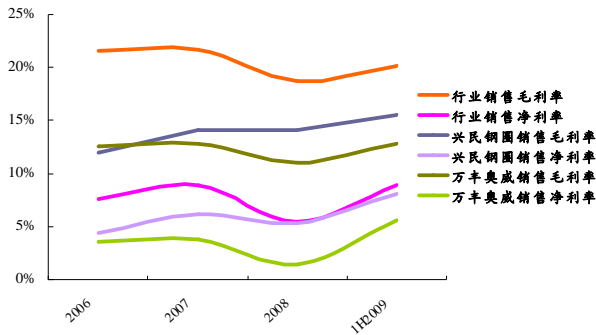
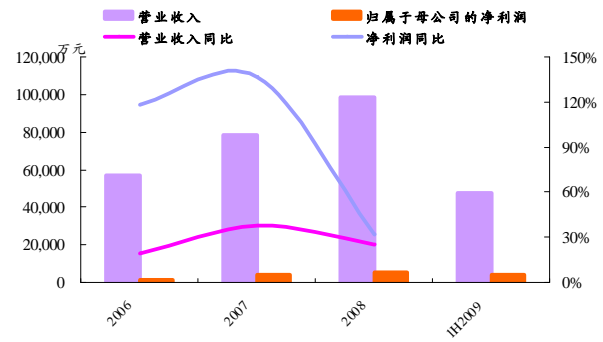


图4 2006~2009年上半年公司的盈利状况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从营运能力来看,近年来公司的应收帐款周转率要远好于行业水平及与公司产品业务相近的万丰奥威;而存货周转率则与行业标准相当,差于万丰奥威。从发展趋势看,公司的存货周转率有逐年下降趋势,这与公司原材料采购策略有关。由于受钢材价格波动影响,公司为了应对市场供求风险,增加了原材料和库存商品储备量。

表7 同行业上市公司营运能力比较(单位:次)

公司简称	2006年		2007年		2008年		1H2009年	
	应收帐款 周转率	存货 周转率	应收帐款 周转率	存货 周转率	应收帐款 周转率	存货 周转率	应收帐款 周转率	存货 周转率
潍柴动力	6.40	2.82	15.64	6.11	13.75	5.20	4.10	2.29
万向钱潮	7.12	3.61	7.50	3.67	7.68	3.73	3.12	1.82
中鼎股份	2.49	3.36	4.74	4.96	4.91	5.17	2.00	1.76
金马股份	4.02	2.72	3.88	3.22	3.27	3.62	1.76	1.78
中航精机	4.93	2.45	4.32	2.83	3.72	3.27	1.42	1.67
宁波华翔	10.22	5.05	8.40	4.89	8.16	3.99	3.49	1.73
万丰奥威	<b>5.63</b>	<b>7.15</b>	<b>5.81</b>	<b>6.58</b>	<b>5.95</b>	<b>6.20</b>	<b>2.44</b>	<b>2.83</b>
银轮股份	4.90	3.49	5.14	3.68	4.27	3.75	1.51	1.50
特尔佳	2.95	4.33	2.85	4.57	3.17	5.02	1.27	1.46
天润曲轴	6.88	2.68	8.61	3.62	7.61	2.82	3.11	1.22
亚太股份	4.81	5.26	5.08	6.71	4.71	6.43	2.60	3.73
凌云股份	4.26	2.94	4.61	3.43	4.80	3.13	2.07	1.65
风帆股份	10.94	3.72	10.55	2.54	10.95	3.01	4.55	1.84
福耀玻璃	7.60	2.70	7.47	2.78	7.40	3.12	2.91	1.34



华域汽车	49.50	54.62	38.33	23.83	30.24	17.61	3.91	6.68
一汽富维	10.70	7.45	19.73	8.80	25.38	10.02	9.37	4.25
平均值	<b>8.96</b>	<b>7.15</b>	<b>9.54</b>	<b>5.76</b>	<b>9.12</b>	<b>5.38</b>	<b>3.10</b>	<b>2.35</b>
兴民钢圈	<b>9.62</b>	<b>8.55</b>	<b>13.16</b>	<b>6.24</b>	<b>16.47</b>	<b>5.12</b>	<b>8.10</b>	<b>2.35</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## ■ 盈利预测

根据公司未来两年的发展计划, 公司预计, 到 2011 年底产销各种型号的钢制车轮将达到 1,000 万件, 国内市场和国际市场的分布比重为 60%和 40%, OEM 市场和 AM 市场的比重 65%和 35%。结合行业在国内的发展前景及《中国车轮行业“十一五”发展规划》的预测, 我们认为公司的两年发展计划较为可行。据此, 对公司各主要产品未来的销售情况做出初步估计。

表 8 公司分产品业绩预测

类别	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	
无内胎车轮	内销(万件)	96.27	330.00	371.00	390.50	400.00
	单价(元)	148.96	120.00	158.89	163.44	165.50
	销售额(万元)	14339.89	39600.00	58950.00	63825.00	66200.00
	毛利率(%)	15.69%	18.00%	18.00%	18.50%	19.00%
	外销(万件)	145.37	110.00	149.00	169.50	190.00
	单价(元)	161.02	120.00	154.03	165.63	174.74
	销售额(万元)	23407.35	13200.00	22950.00	28075.00	33200.00
	毛利率(%)	22.01%	23.50%	23.00%	23.50%	24.00%
工程机械车轮	内销(万件)	22.83	50.00	50.00	50.00	50.00
	单价(元)	162.68	120.00	120.00	120.00	120.00
	销售额(万元)	3714.63	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
	毛利率(%)	3.84%	6.50%	6.00%	6.00%	6.00%
卡车车轮	内销(万件)	89.66	115.00	110.00	110.00	110.00
	单价(元)	309.68	230.00	250.00	250.00	250.00
	销售额(万元)	27765.30	26450.00	27500.00	27500.00	27500.00
	毛利率(%)	9.51%	11.00%	10.50%	10.50%	10.50%
农用运输车轮	内销(万件)	229.80	305.00	305.00	310.00	310.00
	单价(元)	95.98	65.00	70.00	70.00	70.00
	销售额(万元)	22054.91	19825.00	21350.00	21700.00	21700.00
	毛利率(%)	12.39%	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	销售额(万元)	7023.32	5000.00	5000.00	5000.00	5000.00
	毛利率(%)	-4.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入	98327.47	110075.00	141750.00	152100.00	159600.00	
综合毛利率	12.84%	14.63%	15.31%	15.95%	16.54%	
收入增长%	24.89%	11.95%	28.78%	7.30%	4.93%	

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

从 2010 年下半年起年产 200 万套高强度轻型无内胎钢制车轮建设项目建成投产，新增产能逐年释放。由于销售规模扩大、产品结构优化，我们预计未来公司无内胎钢轮产品的内外销价格和毛利率不断提升。而其他产品的毛利率则保持稳定。

基于以上分析和假设，我们预计 2009~2012 年公司归属于母公司的净利润将实现年递增 43.02%、30.75%、26.58%和 14.47%，相应的摊薄后每股收益为 0.35、0.46、0.58 和 0.66 元。

表 9 公司损益简表及预测(单位:百万元)

指标名称	2008A	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
营业总收入	983.27	1,100.75	1,417.50	1,521.00	1,596.00
营业成本	856.98	939.68	1,200.51	1,278.43	1,332.03
营业税金及附加	3.12	2.20	2.84	3.04	3.19
销售费用	27.60	27.52	38.27	45.63	47.88
管理费用	16.50	18.71	25.52	28.90	31.92
财务费用	6.87	7.71	7.09	15.21	23.94
资产减值损失	1.64	-2.00	1.00	2.00	2.00
投资收益	0.17	0.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	70.55	106.93	142.28	147.79	155.04
营业外收入	0.19	0.05	0.20	0.20	0.20
营业外支出	0.16	0.20	0.20	0.20	0.20
利润总额	70.57	106.78	142.28	147.79	155.04
所得税费用	17.77	26.69	35.57	36.95	38.76
净利润	52.80	80.08	106.71	110.84	116.28
少数股东损益	1.19	2.40	3.20	3.33	3.49
归属于母公司所有者的净利润	51.61	77.68	103.51	107.51	112.79
摊薄 EPS(元)	0.25	0.37	0.49	0.51	0.54

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

#### 四、风险因素

##### ■ 宏观经济波动的风险

国内汽车需求和宏观经济密切相关，历年汽车销量的波动性显著要高于 GDP，属于典型的周期性行业。经过 2003 年和 2004 年的高速增长，我国汽车市场已经逐步发展成为买方市场，下游整车制造商相对汽车零部件厂商有更大的话语权，在议价时处于有利的位置。由于需求不振而整车价格下降时，整车制造商会将压缩成本的压力向上游零部件供应商传导，从而对车轮生产企业经营效益产生较大影响。因此，当宏观经济进入景气回落周期导致国内汽车市场需求低迷时，下游整车制造企业的利润下滑将对钢制车轮生产企业的产品售价造成

较大压力。

### ■ 原材料供应价格波动风险

公司生产所需的主要原材料为钢材，包括钢材卷板和轮辋料。公司单位产品的用钢量为 46 公斤，钢材卷板和轮辋料合计占到公司生产成本的约 70%。由于公司采用产品价格随原材料市场价格波动而调整的定价政策，因此原材料价格波动风险对公司经营业绩影响的大小主要取决于公司原材料采购策略的正确与否，即能否在钢材价格由下降出现上升拐点时，进行超订单需要量采购原材料，在钢材价格由上升出现下降拐点时，进行低于订单需要量采购原材料并在生产过程中实施小量多批次采购以满足订单需要。近年来，由于公司与主要供应商已建立战略合作关系，可以及时获得钢材价格波动的信息，进行相应采购政策的调整，因此，近几年，钢材价格的波动并未对公司造成重大损失。但在价格上涨时，如果公司资金不足，不能向供应商及时全额支付货款，则无法实施超订单采购，将使公司产品毛利水平受到影响，在价格下跌时，如果公司边角料存量较大，则将遭受跌价损失。

### ■ 依赖大客户的风险

公司现有客户中，最大的客户为北汽福田。2006~2009 年上半年，公司向北汽福田销售额占其销售总额的比重 37.75%、37.71%、40.87%和 38.27%。由于向北汽福田的销售量占公司每年销售收入较大比重，若其生产经营情况发生不利变化，或者竞争能力下降，将有可能减少对公司产品的采购量，从而对公司产品销售收入带来较大影响。

## 五、估值及定价分析

### ■ 国内/国际同类公司比较分析

根据行业可比公司 2009~2010 年的预测每股收益，它们目前股价的平均动态市盈率为 34 倍和 28 倍。同时，最近新上市的中小板市场公司的定价水平在 2009 年 52 倍和 2010 年 40 倍动态市盈率左右。

表 10 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
000338.SZ	潍柴动力	62.10	2.32	3.79	4.31	4.42	26.79	16.37	14.40	14.05
000559.SZ	万向钱潮	7.26	0.22	0.33	0.42	0.35	33.72	22.26	17.47	20.72
000887.SZ	中鼎股份	13.84	0.31	0.49	0.59	0.72	44.12	28.08	23.40	19.21
000980.SZ	金马股份	8.06	0.07	0.13	0.17	0.21	111.33	62.34	47.33	39.32
002013.SZ	中航精机	15.97	0.18	0.27	0.31	0.34	90.02	59.46	51.65	47.39
002048.SZ	宁波华翔	11.94	0.29	0.65	0.50	0.49	40.95	18.47	23.65	24.29

002085.SZ	万丰奥威	11.44	0.08	0.22	0.27	0.29	150.92	51.05	41.80	39.79
002126.SZ	银轮股份	17.33	0.44	0.52	0.74	0.89	39.80	33.45	23.39	19.38
002213.SZ	特尔佳	12.56	0.24	0.37	0.42	0.50	52.18	33.57	30.16	25.31
002283.SZ	天润曲轴	19.53	0.42	0.53	0.65	0.77	46.28	37.14	30.21	25.51
002284.SZ	亚太股份	38.02	0.51	0.84	1.01	1.22	74.72	45.11	37.57	31.22
600480.SH	凌云股份	11.23	0.31	0.52	0.59	0.65	35.95	21.73	19.10	17.37
600482.SH	风帆股份	10.18	-0.62	0.19	0.27	0.34	-16.34	54.97	37.18	29.67
600660.SH	福耀玻璃	11.90	0.12	0.52	0.73	0.85	96.91	22.91	16.25	14.02
600741.SH	华域汽车	8.78	-0.01	0.50	0.61	0.70	-627.14	17.40	14.30	12.61
600742.SH	一汽富维	25.17	0.90	1.32	1.56	1.81	28.09	19.08	16.16	13.91
汽车零部件可比公司平均值							<b>55.45</b>	<b>33.96</b>	<b>27.75</b>	<b>24.61</b>
425 HK Equity	敏实集团	11.00	0.44	0.59	0.68	N.A.	24.77	18.58	16.08	N.A.
MSS IN Equity	MOTHERSON SUMI SYSTEMS LTD	127.50	1.13	3.12	7.45	N.A.	112.78	40.81	17.11	N.A.
1319 TT Equity	东阳实业厂	54.30	0.26	3.17	3.74	N.A.	206.20	17.12	14.51	N.A.
FSYS Equity	US SYSTEMS SOLUTIONS INC	48.56	10.36	2.43	2.73	N.A.	4.69	19.98	17.79	N.A.
FSYS Equity	US SYSTEMS SOLUTIONS INC	48.56	10.36	2.43	2.73	N.A.	4.69	19.98	17.79	N.A.
MPAA Equity	US MOTORCAR PARTS OF AMERICA IN	5.28	2.20	0.64	0.75	N.A.	2.40	8.25	7.04	N.A.
国际可比公司平均值							<b>59.26</b>	<b>20.79</b>	<b>15.05</b>	<b>N.A.</b>

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 股价以2月5日收盘价计

表 11 最近上市中小板公司(10家平均)的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
002298.SZ	鑫龙电器	20.95	0.25	0.32	0.40	0.51	82.94	65.57	51.99	41.39
002299.SZ	圣农发展	27.14	0.44	0.51	0.75	0.94	61.36	53.37	36.31	28.97
002300.SZ	太阳电缆	29.14	0.40	0.72	0.92	1.20	72.08	40.34	31.60	24.29
002301.SZ	齐心文具	31.52	0.47	0.62	0.89	1.31	66.71	50.95	35.23	24.12
002302.SZ	西部建设	30.50	0.46	0.61	0.69	0.77	65.80	50.28	44.43	39.48
002303.SZ	美盈森	27.25	0.57	0.71	0.97	1.39	47.78	38.35	28.02	19.65
002304.SZ	洋河股份	103.00	1.65	2.47	3.12	3.85	62.38	41.71	33.04	26.72
002305.SZ	南国置业	15.11	0.34	0.35	0.45	0.57	45.06	43.77	33.84	26.74
002306.SZ	湘鄂情	25.10	0.32	0.43	0.56	0.76	78.68	58.22	44.81	33.15
002307.SZ	北新路桥	25.96	0.22	0.33	0.43	0.51	119.52	79.80	60.94	50.99
平均值							<b>70.23</b>	<b>52.24</b>	<b>40.02</b>	<b>31.55</b>

2010年2月8日

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 股价以2月5日收盘价计

### 公司合理价格区间

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板公司股票估值情况, 我们认为给予公司 2009 年 40~45 倍、2010 年 35~40 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 15.30~19.60 元。

## 分析师承诺

分析师 魏成钢

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。

## 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
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。