

2010年03月02日

隆基机械 (002363.SZ)

——短期增长有保障，长期价值待验证

 上市定价(人民币)：14.65-16.74 元
 目标价格(人民币)：14.65-16.74 元

长期竞争力评级：等于行业均值
市场数据(人民币)

发行价(元)	18.00
发行 A 股数量(百万股)	30.00
总股本(百万股)	120.00
国金汽车零部件指数	6106.74
沪深 300 指数	3324.42
中小板指数	5965.80


分析师:李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.190	0.591	0.675	0.698	0.871	1.170
净利润增长率	N/A	3.14%	14.23%	37.86%	24.80%	34.41%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	54.95	15.87	51.56	51.56	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	30.23%	23.88%	21.52%	9.54%	10.71%	12.58%
每股净资产(元)	3.94	2.47	3.13	7.31	8.13	9.30
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	24.00	24.00	24.00
总股本(百万股)	43.30	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

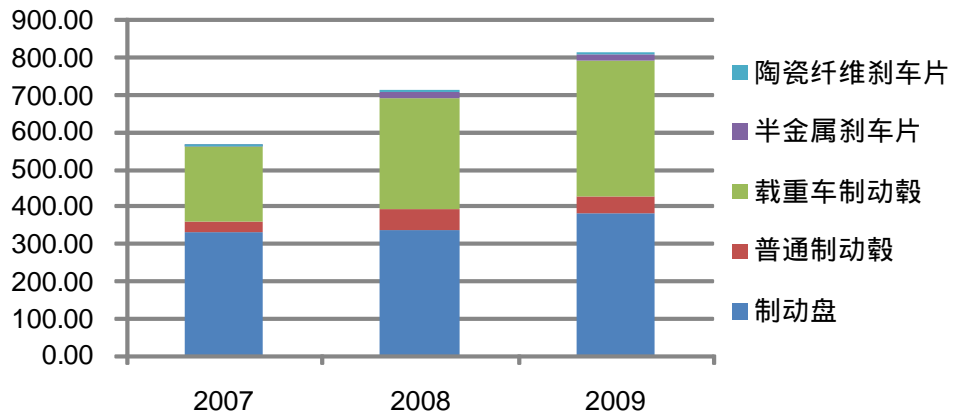
- 隆基机械是我国汽车制动部件二级供应商龙头，产品以制动盘和载重车制动毂为主（合计占公司收入约 90%）；公司过去以出口为主导，07 年之前约 90% 收入来自海外 AM 市场，08 年开始，国际金融危机促使公司大力开拓国内 OEM 市场，目前国内收入占比已超过 30%；
- 我们认为公司的竞争力更多体现为一种“先发优势”：公司在汽车制动部件领域已有超过 15 年的经验，研发能力和产品工艺水平处于国内领先，龙头地位有利于公司规模优势的发挥，而较早地进入出口市场则使公司具备了丰富的海外市场开拓经验和客户资源；
- 我们认为，国内 OEM 市场的拓展有望成为未来几年公司主要增长动力：
 - ◆ 凭借出众的产品质量，公司载重车制动毂产品在短短几年之内就大规模进入了国内多家重卡龙头厂商的配套体系，我们预计未来 3-5 年重卡产销仍将保持上升趋势，而公司的市场份额也有望继续提升；
 - ◆ 公司制动盘产品也进入了国内部分自主品牌轿车厂商的配套体系，未来有望分享国内乘用车市场特别是二三线市场的增长；
- 但是，从长期来看，公司的竞争优势能否保持尚有待于观察：公司二级供应商地位使其在产业链中优势有限；而公司目前收入的主要来源——欧美 AM 市场，不仅增长潜力有限，而且相对较低的壁垒也决定其将面临着越来越激烈来自国内外同类厂商的竞争；
- 对于公司来说，提升其长期价值有两条途径：一是进一步完善产品结构，增强模块化、总成化的供货能力，向一级供应商发展，二是进入主流跨国汽车（包括零部件）厂商的配套体系，成为国际化的 OEM 供应商；公司目前已经开始在以上两个方面做出努力（包括此次募投项目——球墨铸铁轮毂，就有利于完善公司产品结构），能否成功则需要时间的检验；
- 我们预测公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.698、0.871 和 1.170 元，考虑到公司的行业地位和成长空间，我们给予公司 21-24 倍的 2010 年动态 PE，对应的二级市场的合理价位为 14.65-16.74 元；

隆基机械：国内汽车制动系统部件龙头

- 山东隆基机械股份有限公司主营业务为汽车制动系统部件的生产和销售，产品包括制动盘、普通制动毂、载重车制动毂和刹车片。其中，制动盘和载重车制动毂是公司的主要产品，销售额占总收入的 90%左右。近年来公司业绩保持良好的增长态势，07-09 年销售收入复合增长率达 21%。

图表1：公司 07-09 年主营业务收入结构

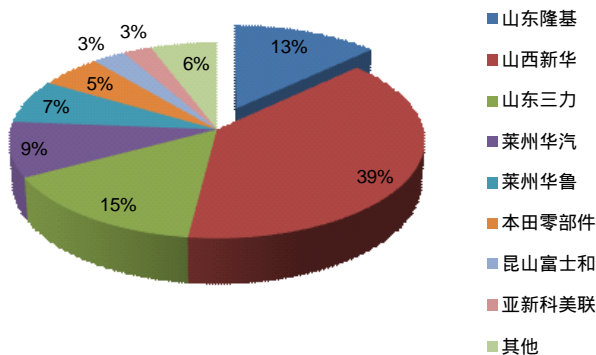
单位：百万元



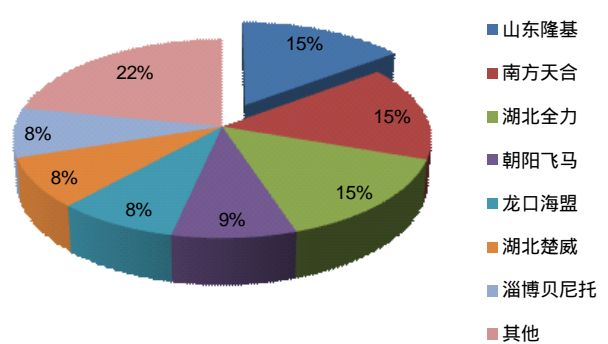
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司是国内汽车制动系统部件龙头之一，主要产品制动盘和制动毂的产销量都名列国内同行前茅。

图表2：2008 年国内汽车制动盘产量份额



图表3：2008 年国内汽车制动毂产量份额



来源：中国汽车工业年鉴，国金证券研究所

“先发优势”奠定公司竞争实力

- 汽车制动盘、制动毂、刹车片等部件技术相对较为成熟，具备生产能力的厂商较多，因此行业内的竞争就更多地体现为设计能力、工艺水平、生产规模和客户关系的比拼。
 - ◆ 公司在汽车制动部件领域拥有超过 15 年的从业经历，丰富的经验积累使公司的研发设计能力和生产工艺水平处于国内同行领先地位，公司产品的性能与质量一直为国内外客户所称道。
 - ◆ 公司是国内生产规模最大，产品型号最多的制动部件厂商之一，具备年产制动盘和普通制动毂 750 万件、载重车制动毂 100 万件、刹车片 75 万套的能力，产品规格多达 5300 余种，规模经济效益也增添了公司的竞争优势。

- ◆ 在出口市场上，公司同样体现出先发优势：公司早在成立之初就开始从事零部件出口，积累了深厚的国际市场开拓经验，并在欧洲、北美等地区拥有丰富和稳定的客户资源。

图表4：公司在海外市场拥有稳定的客户群体

欧洲	直接客户	Honeywell, Brembo, Hermann Peters, Europart, IAT, TRW-Lucas, Fiday, MEYLE, Juratek, Paccar
	通过中间商供货	ATE, Arvinmeritor
北美	直接客户	Affinia, Gunita, Fleetpride, GPC(NAPA), Automann, Autozone, Advance, Carquest, Federal Mogul, Chinada Industry
	通过中间商供货	International truck, Hendrickson
亚太	直接客户	Perodua, Proton, DBA
	通过中间商供货	Hyundai, KIA

来源：公司公告，国金证券研究所

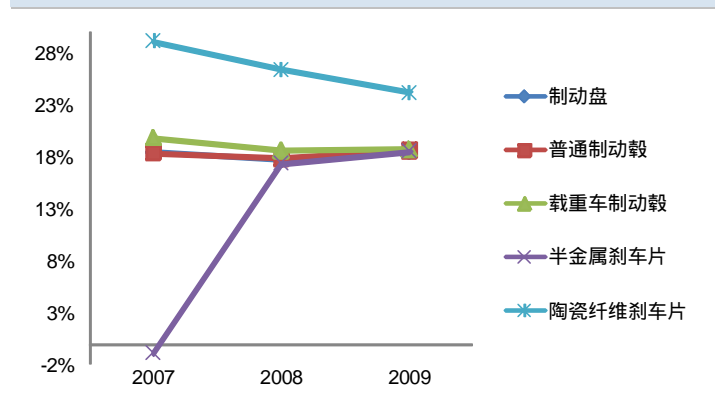
- 良好的行业地位给予公司较强的议价和成本转移能力，加之优秀的成本控制能力，保证了公司盈利水平的稳定：06-09年，尽管经历了原材料价格的大幅波动，公司的毛利率稳定在18%-19%。

图表5：公司毛利率水平较为稳定

上市公司	2006年	2007年	2008年	09年1-9月
亚太股份	22.89%	22.81%	19.27%	20.69%
滨州活塞	18.92%	15.85%	17.09%	22.97%
万向钱潮	19.20%	20.35%	16.97%	17.98%
万丰奥威	12.59%	12.79%	10.99%	14.25%
兴民钢圈	12.00%	14.13%	14.15%	14.67%
宁波华翔	20.19%	19.13%	18.29%	20.88%
隆基机械	19.03%	18.86%	18.26%	18.25%

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表6：公司各类产品毛利率变化

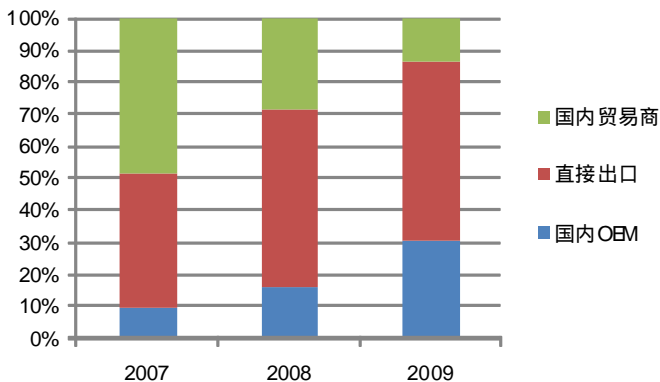


国内 OEM 市场有望成为未来几年公司主要增长动力

灵活转身，大力开拓国内 OEM 市场

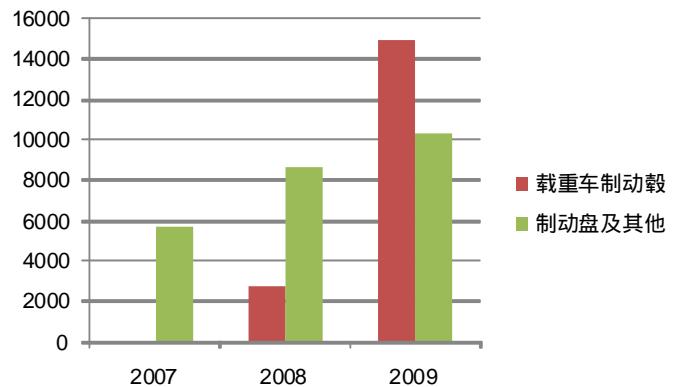
- 公司在 07 年以前是出口导向型的零部件生产企业，90%销售收入来自海外 AM 市场。08 年金融危机爆发以来，公司的出口业务受到消极影响，09 年公司出口收入同比下降 5.4%。为此，公司开始转型大力拓展国内 OEM 市场。
- ◆ 与 AM 市场不同，OEM 市场直接面向主机厂或整车厂客户，对产品质量和供货数量稳定性的要求较高，加之主机厂相对严格和漫长的认证过程，OEM 市场的壁垒更高，盈利水平也优于 AM 市场。
- ◆ 公司凭借其行业龙头地位和产品质量优势，分别与国内多家车桥和制动器总成制造企业建立了配套关系，特别是 08 年以来，公司在国内 OEM 市场进展迅速，07-09 年国内 OEM 市场占公司销售收入比例分别为 9.79%、16.20%和 30.97%。

图表7：公司国内OEM、直接和间接出口额比例



来源：公司公告，国金证券研究所，其中对“国内贸易商”销售产品大部分为间接出口

图表8：公司在国内OEM市场收入 单位：万元



- ◆ 通过国内OEM市场的拓展，公司已进入国内多家领军重卡厂商和自主品牌轿车厂商的配套体系。
- ◆ 在未来几年中，公司将仍以拓展国内OEM市场作为其主要发展目标，计划将国内OEM占销售收入比提高到40%；我们认为，凭借行业龙头地位和优秀的产品质量，公司在国内OEM市场的份额仍有进一步提升的空间。

图表9：公司载重车制动毂产品国内OEM主要客户

供应产品	客户名称	主要配套整车厂	09年采购额
载重车 制动毂	东风德纳	东风集团	6835.14万元
	陕西汉德	陕西重汽	3969.04万元
	北奔重汽	北方奔驰	-
	中国重汽 济南桥箱厂	中国重汽	-

来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：公司制动盘产品国内OEM主要客户

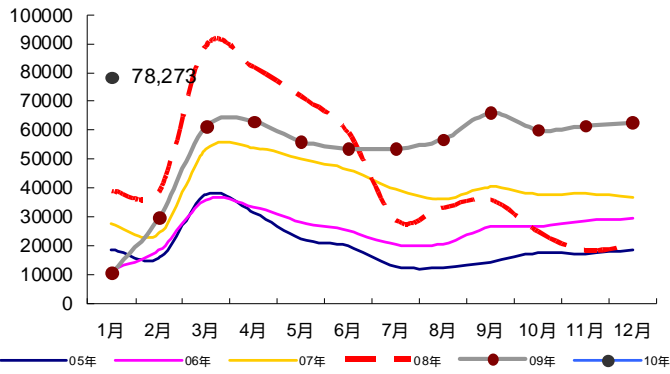
供应产品	客户名称	主要配套整车厂	09年采购额
制动盘	芜湖伯特利	奇瑞汽车	2413.54万元
	武汉元丰	东风汽车、陕西汽车 北汽福田、江淮汽车	1332.53万元
	青岛华瑞	一汽集团、北汽福田 哈飞汽车、长城汽车	829.75万元

公司将受益于国内重卡与自主品牌轿车市场的增长

- 公司的载重车制动毂产品在国内主要为重型卡车制造商及其车桥供应商提供配套。
 - ◆ 我们认为2010年重卡销量有望获得15%以上的增长：基建投资类重卡需求仍将保持旺盛，而国内外贸易的复苏、资源品运输量的增长将带来物流运输类重卡需求的强劲反弹，此外，2009年重卡出口历经大幅下滑，2010年出口向上复苏的概率远大于向下继续探底。
 - ◆ 我们预计未来3-5年国内重卡产销仍将保持上升趋势，公司的载重车制动毂产品将显著从中受益，而市场份额也有望进一步增长。

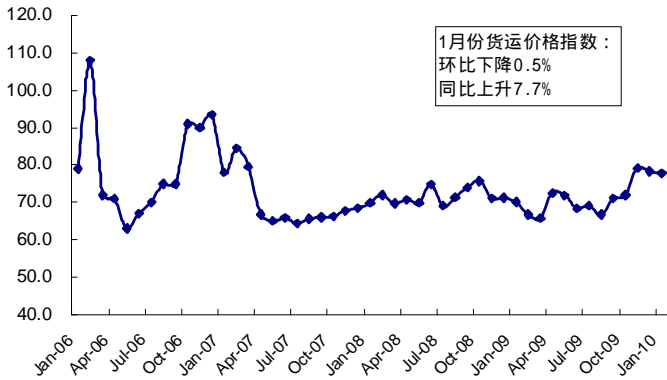
图表11：重型卡车月度销量

单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

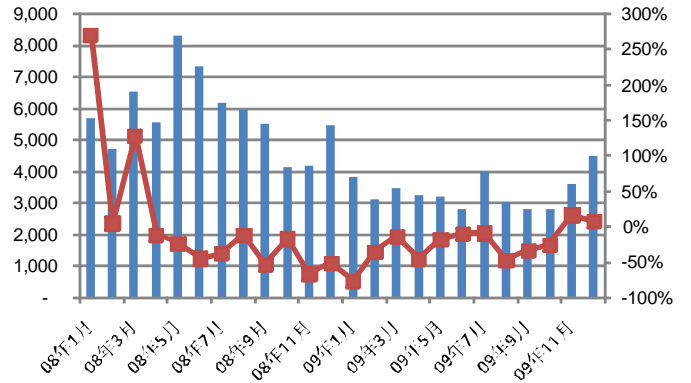
图表13：公路运输价格指数变化



来源：中国物流与采购网，中汽协，国金证券研究所

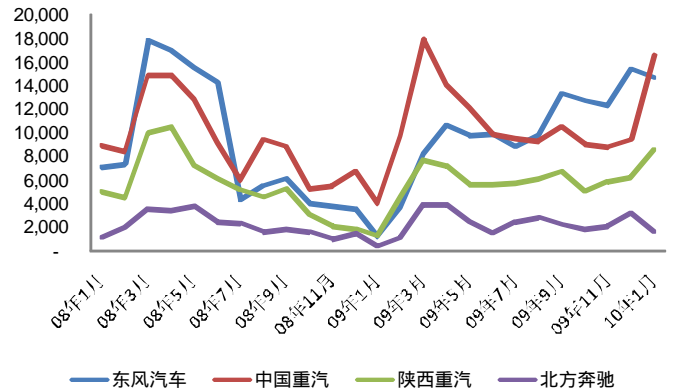
图表12：重型卡车月度出口量

单位：辆



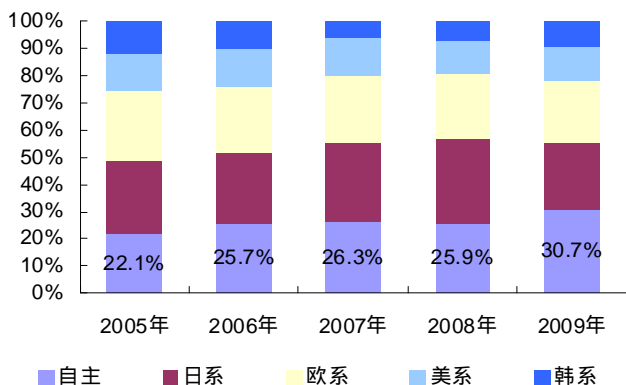
图表14：公司下游配套重卡厂商销量变化

单位：辆



- 公司的制动盘产品在国内主要间接为部分自主品牌乘用车厂商提供配套。
 - ◆ 自主品牌轿车在 2009 年表现抢眼，随着汽车消费向二三线城市转移的趋势以及小排量轿车购置优惠政策的延续，自主品牌轿车在未来几年仍有广阔的增长机会，带来公司制动盘产品国内需求的增长。

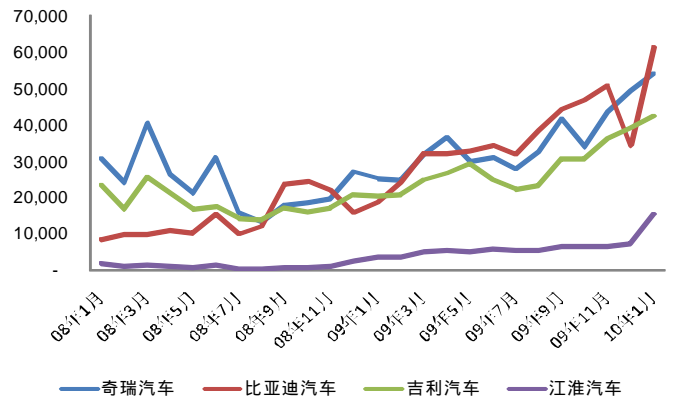
图表15：自主品牌轿车销量份额显著上升



来源：中汽协，国金证券研究所

图表16：部分自主品牌轿车厂商月度销量

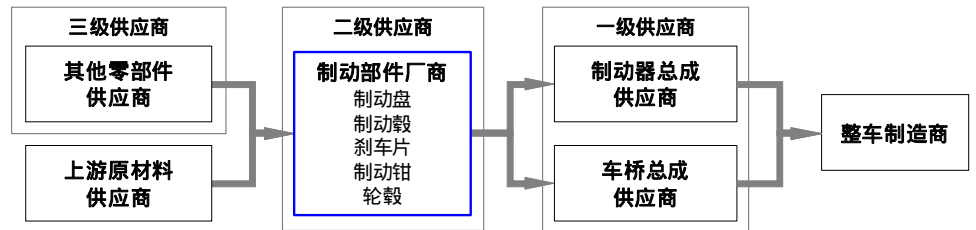
单位：辆



公司长期价值仍有待于观察

- 在汽车制动器产业链中，公司处于二级供应商地位，产品以制动器总成和车桥总成所需的各种部件为主，从长期来看，其进入壁垒、话语权与赢利能力并不占优势，公司目前的竞争优势能否长期保持也存在不确定性。

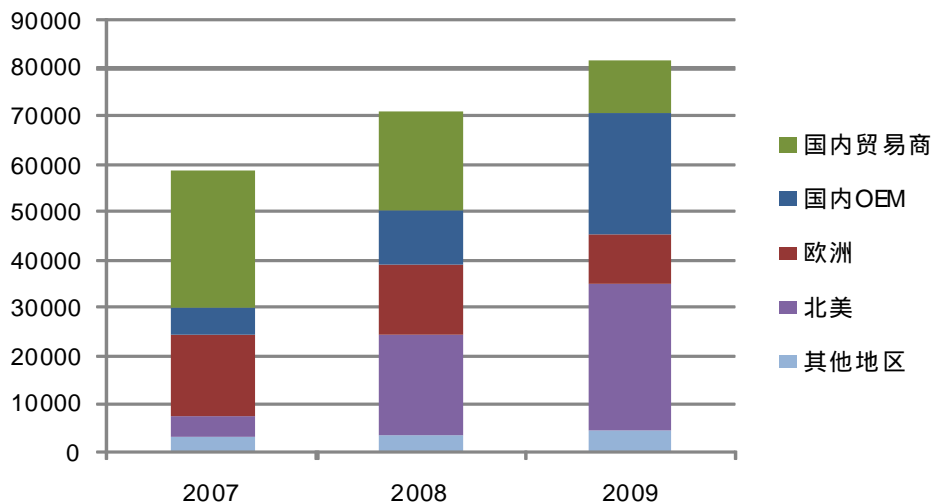
图表17：公司在汽车制动器产业链中属于二级供应商



来源：国金证券研究所

- 目前，公司的销售收入中，仍有 60%以上来自国外 AM 市场（其中大部分来自欧美地区）。尽管公司的产品在出口市场中拥有显著的技术、质量和成本优势，但从长期来看：欧美国家的汽车消费成熟，保有量已趋于稳定，零部件 AM 市场增长潜力有限；而 AM 市场壁垒相对较低、对价格较为敏感，也会使公司面临越来越多来自国内外同行竞争的压力。

图表18：公司目前大部分收入来自欧美 AM 市场



来源：公司公告，国金证券研究所，其中对“国内贸易商”销售产品大部分为间接出口

- 对于公司来说，提升其长期价值有两条途径：
 - ◆ 第一，进一步完善产品结构，增强模块化、总成化的供货能力，向一级供应商发展。从招股书中我们得知，公司目前已有类似想法，包括此次募集资金项目的产品——球墨铸铁轮毂，就有助于完善公司制动部件类产品结构，为向一级供应商发展奠定基础。
 - ◆ 第二，进入主流跨国汽车（包括零部件）厂商的配套体系，成为国际化的 OEM 供应商。目前，公司已经具备了进入国际 OEM 市场的能力，加大了市场开拓力度，并已开始为国外部分汽车零部件一级供应商提供 OEM 配套产品。

募集资金投向：年产 200 万件球墨铸铁轮毂项目

图表19：募集资金项目达产后主要指标一览表

指标名称	单位	数值	备注
投产时间	2011年		
设计产能	万吨		第一年达2.3万吨 第二年达3.3万吨
年新增销售收入	万元	42,900	
年新增利润总额	万元	6,121	
投资利润率	%	17.4	
投资回收期	年	5.6	所得税前，含建设期
		6.6	所得税后，含建设期
财务内部收益率	%	24.1	所得税前
		18.4	所得税后
盈亏平衡点	%	59.8	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 此次募集资金项目的产品为薄壁非等厚球墨铸铁汽车轮毂。该产品的壁厚比原有轮毂减少 1/3-1/2，重量减少 10%-15%，铸件的壁厚不均匀性也有所加大，其主要优点在于：在不影响机械性能的同时，产品重量和原材料成本都有所降低，符合商用车轮毂轻量化的发展趋势。
 - ◆ 我们认为该产品在国外 OEM 市场有广阔的运用前景：欧美的运输企业注重运输效率和成本控制，薄壁非等厚轮毂自重比普通轮毂减少 10%-15%，正好迎合了他们节能、增效的要求。
 - ◆ 但是，该产品在国内市场的普及速度将会慢于国外市场：现阶段国内重卡超载现象普遍、高速路网结构还不完善，而薄壁非等厚轮毂在超载情况下和普通公路上并不占优势；但是从长远来看，汽车节能减排是必然趋势，加上国家对超载现象的整治和高速公路网络的不断完善，我们认为未来新产品在国内市场的仍具有广阔的需求空间。
 - ◆ 募投项目产品为公司自主研发，公司也是目前国内极少数掌握这一技术的厂商之一，公司丰富和稳定的客户资源为其新产品的推广提供了极大的便利。现阶段，公司已收到小批量订单，并且与几家国外客户签订了意向订单，对国内 OEM 市场的供货也在积极洽谈中，我们认为在未来 3 年左右时间内，募投项目的产能可以被市场逐步消化。

图表20：募投项目产品已获得部分国外客户意向订单

客户名称	意向采购量
美国 ACCURIDE 公司	110万件
德国 IAT Automobile Technic GmbH 公司	80万件/年
德国 HERMANN PETERS GMBH&KG 公司	90万件/年

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司其他扩大产能的计划：
 - ◆ 09 年公司产能利用率已经超过 100%。公司投资 1.5 亿元投资的年产 2.5 万吨制动盘/毂生产线将于 2010 年一季度投入生产，预计制动盘产能将增加 150 万件，载重车制动毂产能增加 30 万件。同时，公司计划在 2-3 年内对现有生产线进行改建，预计完工后可以形成 130 万件载重车制动毂和 1200 万件制动盘、毂的产能。新生产线投产后将大大缓解目前出现的产能不足的情况，有利于公司业绩的进一步增长。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测 2010-2012 年公司分别实现售收入 1,038、1,403 和 1,715 百万元，实现归属母公司净利润 84、104 和 140 百万元，同比增速分别为 39.86%、24.80%和 34.41%，按照新股本全面摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.698、0.871 和 1.170 元。

图表21：公司销售收入分拆预测

单位：百万元

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
制动盘						
平均售价 (元/吨)	7,277.48	8,685.95	8,438.77	8,523.16	8,523.16	8,437.93
增长率 (YOY)	n/a	19.35%	-2.85%	1.00%	0.00%	-1.00%
销售数量 (千吨)	45.49	39.03	45.30	56.62	64.55	73.58
增长率 (YOY)	n/a	-14.19%	16.04%	25.00%	14.00%	14.00%
销售收入 (百万元)	331.04	339.05	382.25	482.59	550.15	620.90
增长率 (YOY)	n/a	2.42%	12.74%	26.25%	14.00%	12.86%
毛利率	18.50%	17.75%	18.64%	18.45%	18.45%	18.45%
销售成本 (百万元)	269.80	278.87	311.00	393.53	448.63	506.32
增长率 (YOY)	n/a	3.36%	11.52%	26.54%	14.00%	12.86%
毛利 (百万元)	61.24	60.18	71.25	89.05	101.52	114.58
增长率 (YOY)	n/a	-1.73%	18.39%	24.99%	14.00%	12.86%
占总销售额比重	57.48%	47.64%	46.77%	46.45%	39.20%	36.20%
占主营业务利润比重	56.71%	46.29%	46.44%	45.09%	40.41%	36.78%
普通制动毂						
平均售价 (元/吨)	7,216.14	8,875.12	8,569.26	8,654.95	8,654.95	8,568.40
增长率 (YOY)	n/a	22.99%	-3.45%	1.00%	0.00%	-1.00%
销售数量 (千吨)	3.92	5.91	5.28	6.33	6.90	7.52
增长率 (YOY)	n/a	50.63%	-10.65%	20.00%	9.00%	9.00%
销售收入 (百万元)	28.29	52.41	45.22	54.80	59.74	64.46
增长率 (YOY)	n/a	85.26%	-13.73%	21.20%	9.00%	7.91%
毛利率	18.50%	17.97%	18.74%	18.70%	18.67%	18.63%
销售成本 (百万元)	23.06	42.99	36.74	44.56	48.58	52.45
增长率 (YOY)	n/a	86.46%	-14.54%	21.26%	9.04%	7.96%
毛利 (百万元)	5.23	9.42	8.47	10.25	11.15	12.01
增长率 (YOY)	n/a	79.95%	-10.03%	20.94%	8.83%	7.68%
占总销售额比重	4.91%	7.36%	5.53%	5.28%	4.26%	3.76%
占主营业务利润比重	4.85%	7.24%	5.52%	5.19%	4.44%	3.86%
载重车制动毂						
平均售价 (元/吨)	5,902.88	7,684.01	7,355.06	7,502.16	7,577.18	7,577.18
增长率 (YOY)	n/a	30.17%	-4.28%	2.00%	1.00%	0.00%
销售数量 (千吨)	34.62	39.17	50.03	63.29	75.95	87.34
增长率 (YOY)	n/a	13.13%	27.74%	26.50%	20.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	204.37	300.96	368.00	474.83	575.49	661.81
增长率 (YOY)	n/a	47.27%	22.27%	29.03%	21.20%	15.00%
毛利率	19.89%	18.66%	18.78%	19.50%	19.40%	19.31%
销售成本 (百万元)	163.72	244.80	298.89	382.24	463.83	534.05
增长率 (YOY)	n/a	49.53%	22.09%	27.89%	21.35%	15.14%
毛利 (百万元)	40.65	56.16	69.11	92.59	111.66	127.77
增长率 (YOY)	n/a	38.16%	23.06%	33.98%	20.59%	14.43%
占总销售额比重	35.48%	42.29%	45.02%	45.71%	41.01%	38.58%
占主营业务利润比重	37.64%	43.20%	45.04%	46.88%	44.44%	41.01%
半金属刹车片						
平均售价 (元/吨)	15,353.62	17,974.51	17,092.84	17,263.77	17,263.77	17,091.13
增长率 (YOY)	n/a	17.07%	-4.91%	1.00%	0.00%	-1.00%
销售数量 (千吨)	0.59	0.52	0.73	0.87	0.96	1.06
增长率 (YOY)	n/a	-12.44%	41.04%	20.00%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	9.04	9.27	12.43	15.06	16.57	18.04
增长率 (YOY)	n/a	2.51%	34.12%	21.20%	10.00%	8.90%
毛利率	-0.86%	17.40%	18.55%	18.55%	18.55%	18.55%
销售成本 (百万元)	9.12	7.65	10.12	12.27	13.50	14.70
增长率 (YOY)	n/a	-16.05%	32.25%	21.20%	10.00%	8.90%
毛利 (百万元)	-0.08	1.61	2.31	2.79	3.07	3.35
增长率 (YOY)	n/a	-2174.02%	42.99%	21.20%	10.00%	8.90%
占总销售额比重	1.57%	1.30%	1.52%	1.45%	1.18%	1.05%
占主营业务利润比重	-0.07%	1.24%	1.50%	1.41%	1.22%	1.07%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表22：公司销售收入分拆预测（续）

单位：百万元

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
陶瓷纤维刹车片						
平均售价（元/吨）	22,687.72	24,312.67	23,338.79	23,805.57	24,043.62	24,043.62
增长率（YOY）	n/a	7.16%	-4.01%	2.00%	1.00%	0.00%
销售数量（千吨）	0.14	0.41	0.40	0.49	0.53	0.59
增长率（YOY）	n/a	187.87%	-1.42%	20.00%	10.00%	10.00%
销售收入（百万元）	3.23	9.97	9.44	11.55	12.83	14.12
增长率（YOY）	n/a	208.48%	-5.37%	22.40%	11.10%	10.00%
毛利率	29.20%	26.47%	24.29%	24.27%	24.27%	24.27%
销售成本（百万元）	2.29	7.33	7.15	8.75	9.72	10.69
增长率（YOY）	n/a	220.38%	-2.56%	22.43%	11.10%	10.00%
毛利（百万元）	0.94	2.64	2.29	2.80	3.11	3.43
增长率（YOY）	n/a	179.64%	-13.16%	22.30%	11.10%	10.00%
占总销售额比重	0.56%	1.40%	1.15%	1.11%	0.91%	0.82%
占主营业务利润比重	0.87%	2.03%	1.49%	1.42%	1.24%	1.10%
汽车轮毂						
平均售价（元/吨）					13,000.00	12,870.00
增长率（YOY）					0.00%	-1.00%
销售数量（千吨）					14.50	26.10
增长率（YOY）					n/a	80.00%
销售收入（百万元）					188.50	335.91
增长率（YOY）					n/a	30.00%
毛利率					11.00%	15.00%
销售成本（百万元）					167.77	285.52
增长率（YOY）					n/a	70.19%
毛利（百万元）					20.74	50.39
增长率（YOY）					n/a	143.00%
占总销售额比重					13.43%	19.58%
占主营业务利润比重					8.25%	16.17%
销售总收入（百万元）	575.97	711.67	817.33	1038.83	1403.28	1715.24
销售总成本（百万元）	467.98	581.66	663.90	841.34	1152.02	1403.73
毛利（百万元）	107.99	130.01	153.43	197.49	251.26	311.51
平均毛利率	18.75%	18.27%	18.77%	19.01%	17.91%	18.16%

来源：公司公告，国金证券研究所

股票估值

- 我们使用相对估值法进行估值：目前国内汽车零部件行业 2010 年平均动态 PE 约为 19 倍，考虑到公司的行业地位、成长空间，以及中小板股票的估值水平，我们给予公司股票 21-24 倍的 2010 年动态 PE，对应的二级市场合理价位为 14.65-16.74 元。

图表23：汽车行业上市公司相对估值水平

股票名称	收盘价 (元)	08EPS (元)	EPS 09%08	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	09PB
中国重汽	28.78	1.127	2.84%	1.159	56.51%	1.814	19.35%	2.165	25.54	24.83	15.87	13.29	4.26
福田汽车	19.99	0.400	182.50%	1.130	60.62%	1.815	19.12%	2.162	49.98	17.69	11.01	9.25	4.26
江铃汽车	21.30	0.909	36.19%	1.238	23.10%	1.524	16.54%	1.776	23.43	17.21	13.98	11.99	3.72
潍柴动力	69.45	2.320	82.84%	4.242	28.24%	5.440	12.65%	6.128	29.94	16.37	12.77	11.33	5.01
华域汽车	9.38			0.514	12.65%	0.579	9.67%	0.635		18.25	16.20	14.77	1.77
中鼎股份	14.02	0.424	48.56%	0.466	16.74%	0.544	20.22%	0.654	33.04	30.09	25.77	21.44	7.34
宇通客车	18.48	1.021	-7.15%	0.948	16.03%	1.100	12.00%	1.232	18.10	19.49	16.80	15.00	5.04
上海汽车	22.00	0.100	860.00%	0.960	47.19%	1.413	9.98%	1.554	220.00	22.92	15.57	14.16	3.41
一汽夏利	10.93	0.063	95.24%	0.123	339.84%	0.541	12.75%	0.610	173.49	88.86	20.20	17.92	4.99
长安汽车	12.89	0.010	5340.00%	0.544	70.40%	0.927	12.08%	1.039	1289.00	23.69	13.91	12.41	3.47
金龙汽车	9.85	0.440	-37.27%	0.276	10.87%	0.306	30.72%	0.400	22.39	35.69	32.19	24.63	3.09
一汽轿车	23.64	0.668	18.68%	0.793	31.40%	1.042	10.08%	1.147	35.38	29.81	22.69	20.61	4.93
威孚高科	18.99	0.341	96.48%	0.670	23.43%	0.827	11.37%	0.921	55.69	28.34	22.96	20.62	3.78
东安动力	17.22	0.347	72.48%	0.598	32.94%	0.795	15.35%	0.917	49.67	28.80	21.66	18.78	3.65
云内动力	13.83	0.360	13.89%	0.410	24.39%	0.510	15.69%	0.590	38.42	33.73	27.12	23.44	2.07
江淮汽车	10.70	0.040	475.00%	0.230	113.48%	0.491	11.41%	0.547	267.50	46.52	21.79	19.56	3.33
成飞集成	18.56	0.320	0.31%	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	58.00	57.82	48.84	42.18	3.93
威海广泰	21.99	0.450	13.33%	0.510	31.37%	0.670	19.40%	0.800	48.87	43.12	32.82	27.49	7.28
曙光股份	13.50	0.300	100.00%	0.600	-20.00%	0.480	22.92%	0.590	45.00	22.50	28.13	22.88	2.24
万丰奥威	11.18	0.080	200.00%	0.240	25.00%	0.300	33.33%	0.400	139.75	46.58	37.27	27.95	3.65
福耀玻璃	12.92	0.120	325.00%	0.510	62.75%	0.830	20.48%	1.000	107.67	25.33	15.57	12.92	2.63
海马股份	7.73	0.060	-433.33%	(0.200)	-180.00%	0.160	25.00%	0.200	128.83	(38.65)	48.31	38.65	2.58
宁波华翔	13.22	0.292	146.58%	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	45.27	18.36	21.67	16.95	5.08
一汽富维	28.02	0.900	73.33%	1.560	27.56%	1.990	14.57%	2.280	31.13	17.96	14.08	12.29	3.96
算术平均值									127.66	28.14	23.22	19.60	3.98
加权平均值									61.89	25.05	17.13	14.36	3.73
整车									72.51	25.27	16.31	14.52	3.74
零部件									48.16	24.62	18.98	14.07	3.73

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

■ 原材料价格波动的风险：

- ◆ 公司生产成本中，原材料成本占比较大，尤其是生铁、废钢铁和焦炭，主要原材料价格的波动可能会对公司的盈利情况造成影响，当然，公司有能力在原材料价格上涨时向下游客户转移部分成本。

图 18：公司 2008 年主营业务成本分析

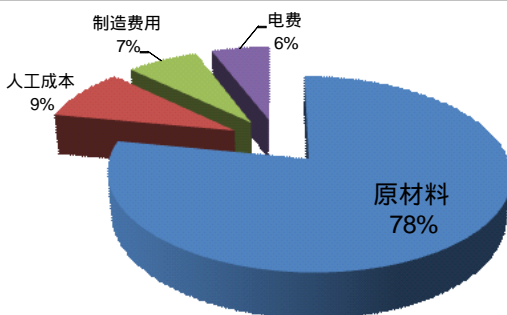
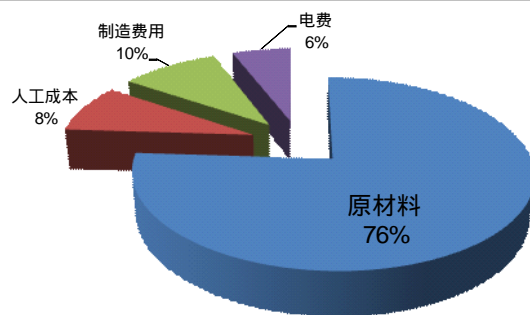


图 19：公司 2009 年主营业务成本分析



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 募集资金项目产品前景的风险：

- ◆ 从意向订单的数量上看，国外客户对新产品有一定的潜在需求，但公司产品还没有大规模地接受市场的检验，长期来看，新产品能否获得市场认可尚存在不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	589	712	817	1,039	1,403	1,715
增长率		20.9%	14.8%	27.1%	35.1%	22.2%
主营业务成本	-478	-582	-664	-841	-1,152	-1,404
% 销售收入	81.1%	81.7%	81.2%	81.0%	82.1%	81.8%
毛利	111	130	153	197	251	312
% 销售收入	18.9%	18.3%	18.8%	19.0%	17.9%	18.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-11	-14	-21	-27	-36	-44
% 销售收入	1.9%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-22	-27	-28	-35	-48	-58
% 销售收入	3.7%	3.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	78	88	105	135	167	209
% 销售收入	13.3%	12.4%	12.8%	13.0%	11.9%	12.2%
财务费用	-11	-15	-16	-19	-15	-9
% 销售收入	1.8%	2.1%	1.9%	1.9%	1.1%	0.5%
资产减值损失	0	1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	67	74	87	116	152	200
营业利润率	11.5%	10.5%	10.6%	11.2%	10.8%	11.7%
营业外收支	0	0	1	1	1	1
税前利润	68	75	87	117	153	201
利润率	11.5%	10.5%	10.7%	11.2%	10.9%	11.7%
所得税	-11	-15	-17	-23	-38	-50
所得税率	15.6%	20.5%	19.6%	19.8%	25.0%	25.0%
净利润	57	59	70	94	114	150
少数股东损益	6	6	9	10	10	10
归属于母公司的净利润	52	53	61	84	104	140
净利率	8.8%	7.5%	7.4%	8.1%	7.4%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	57	59	70	94	114	150
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	30	36	47	58	61
非经营收益	8	13	15	21	10	7
营运资金变动	-70	39	-99	43	16	21
经营活动现金净流	22	141	22	205	199	240
资本开支	-71	-32	-186	-292	-68	-49
投资	-64	-52	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-135	-84	-186	-293	-68	-49
股权募资	16	0	0	512	-7	0
债权募资	131	-88	239	-90	-70	-50
其他	-10	-13	-15	-21	-11	-8
筹资活动现金净流	137	-101	224	401	-87	-58
现金净流量	24	-44	60	313	43	133

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	108	83	111	424	467	600
应收款项	81	91	162	191	270	330
存货	102	116	122	145	199	242
其他流动资产	28	3	43	52	65	58
流动资产	318	293	438	813	1,001	1,231
% 总资产	46.6%	44.4%	48.1%	53.1%	57.9%	63.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	345	331	438	682	694	683
% 总资产	50.4%	50.3%	48.1%	44.6%	40.2%	35.1%
无形资产	19	33	33	32	32	32
非流动资产	365	366	473	718	729	717
% 总资产	53.4%	55.6%	51.9%	46.9%	42.1%	36.8%
资产总计	683	659	911	1,531	1,730	1,948
短期借款	172	115	194	144	104	74
应付款项	260	262	205	306	461	573
其他流动负债	11	13	14	18	24	29
流动负债	443	391	414	468	589	677
长期贷款	30	0	160	120	90	70
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	473	391	574	588	679	747
普通股股东权益	170	223	282	878	975	1,116
少数股东权益	40	46	55	65	75	85
负债股东权益合计	683	659	911	1,531	1,730	1,948

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.190	0.591	0.675	0.698	0.871	1.170
每股净资产	3.937	2.473	3.134	7.314	8.129	9.299
每股经营现金净流	0.497	1.566	0.241	1.712	1.655	2.004
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	30.23%	23.88%	21.53%	9.54%	10.71%	12.58%
总资产收益率	7.54%	8.07%	6.67%	5.47%	6.04%	7.21%
投入资本收益率	15.99%	18.38%	12.18%	9.00%	10.09%	11.65%
增长率						
主营业务收入增长率	26.65%	20.88%	14.85%	27.10%	35.08%	22.23%
EBIT增长率	25.37%	13.17%	18.34%	29.26%	23.62%	24.86%
净利润增长率	22.43%	3.15%	14.23%	37.86%	24.80%	34.41%
总资产增长率	17.30%	-3.54%	38.21%	68.10%	13.00%	12.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.6	43.3	50.8	55.0	58.0	58.0
存货周转天数	56.4	68.4	65.4	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	86.9	58.0	44.6	50.0	55.0	58.0
固定资产周转天数	202.3	169.9	190.5	193.1	159.2	134.2
偿债能力						
净负债/股东权益	45.19%	11.91%	72.02%	-16.99%	-26.00%	-38.00%
EBIT利息保障倍数	7.3	6.0	6.7	7.0	10.9	23.0
资产负债率	69.25%	59.28%	62.99%	38.42%	39.27%	38.35%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。