

国内市场前景气，海外市场逐步恢复

暂不评级

分析师：李丹 邮箱：lidan@chinastock.com.cn 电话：010-66568293 执业证书编号：S0130108023471

1. 事件

4月23日，兴民钢圈发布2010年一季度业绩报告。2010年一季度，公司实现营业总收入3.31亿元，较上年同期增长73.5%，归属于上市公司股东的净利润0.242亿元，基本每股收益0.14元。

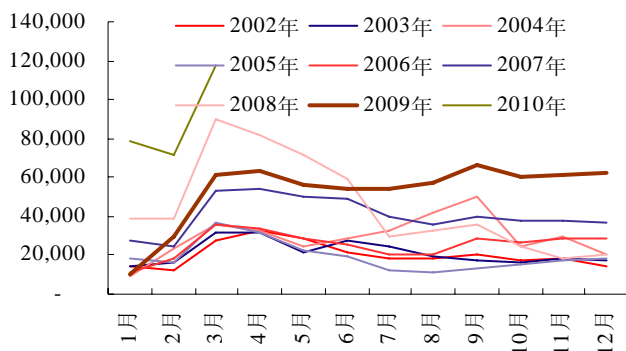
2. 我们的分析与判断

加大国内市场配套力度，受益于商用车行业高景气

兴民钢圈作为国内钢车轮行业的领先企业之一，其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。公司产品广泛配套于卡车、大中客、工程机械和农用车，也有小部分产品销往AM市场。早期，公司主要面向的是海外市场，间接为海外整车企业供货。金融危机爆发以来，公司为顺利渡过难关，及时转向国内市场，在近两年内迅速建立起了国内配套体系，为国内主流商用车企业配套，主要为北汽福田、厦门金龙、河北长安、福田雷沃国际重工、山东五征、沈阳金杯、一汽、大连叉车、山东唐骏欧铃汽车、东安黑豹、重庆长安、辽宁曙光等整车及零部件制造商配套。

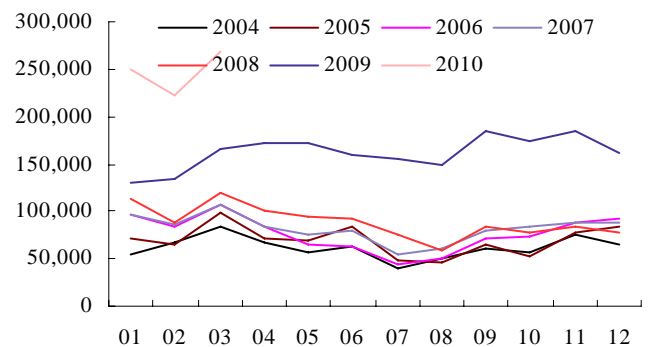
一季度，国内经济高景气繁荣，商、乘用车销量都实现了大幅增长，受益于重卡、微车、客车等汽车子行业的高景气，公司国内OEM销售收入实现了快速增长。

图1：一季度重卡销量井喷 单位：辆



资料来源：中国银河证券研究所

图2：一季度微客销量仍出现高景气繁荣



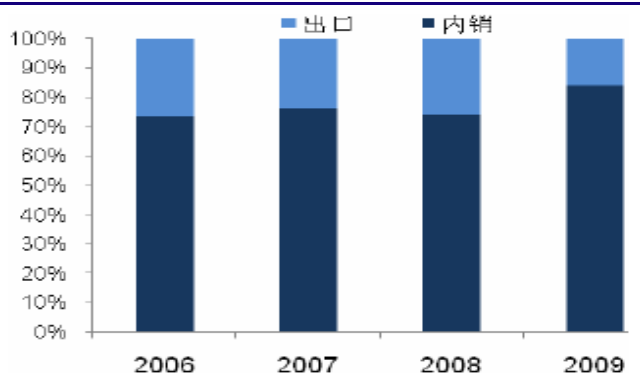
资料来源：中国银河证券研究所

承接产业转移，海外出口有所恢复

在海外危机爆发下，国际汽车巨头纷纷发展产业链全球分布，整车企业将不具有核心竞争力的部分分离出去，实行全球采购、全球生产的经营策略。国内配件企业凭借其在国际市场中的比较优势，进入国际采购体系，承接国际产业转移。在钢轮领域这种趋势也较为明显。

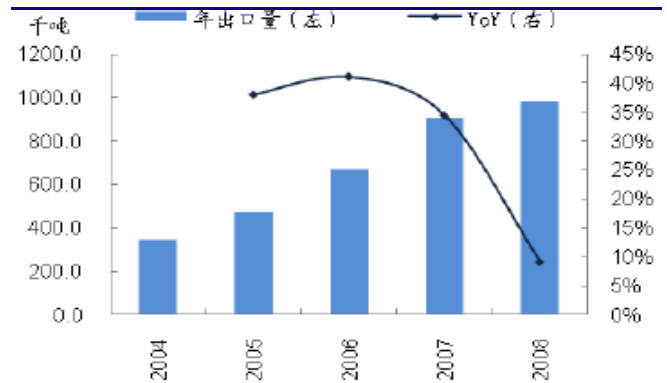
国内主要原材料及能源价格仍然明显低于国际竞争对手，中国优势依然明显。2007-2009年，兴民钢圈出口金额占全部销售额比例分别为23.9%、25.6%、15.9%。目前，公司主要是通过TBC等经销商对外出口。

图 3: 兴民钢圈出口、内销比例



资料来源: 中国银河证券研究所

图 4: 车轮年出口量及增速情况



资料来源: 中国银河证券研究所

今年一季度, 曾降入冰点的海外市场有所恢复, 带动了公司出口销售收入的增加。

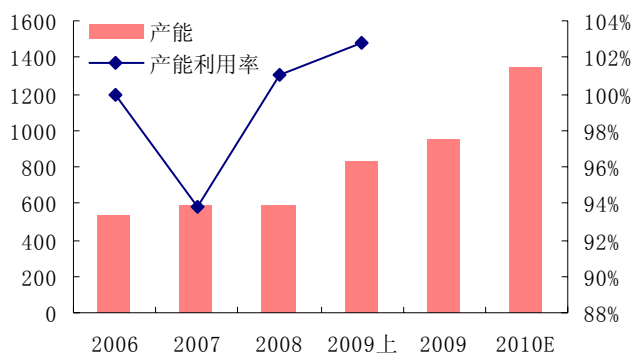
产能消化是关键

2010 年公司产能将有较大突破, 一是此次 IPO 募集资金的 200 万套无内胎车轮, 将在 2010 年中期投产, 主要用于海外出口; 二是非募集资金投资的约 200 万套无内胎车轮有望在二季度投产, 主要配套国内 10 万元以下车辆。产能增速达到 40% 以上, 主要体现在无内胎车轮产能的增长上。

由于无内胎车轮符合钢车轮发展方向, 将逐步替代型钢车轮, 且具备广阔的出口前景, 加之 2009 年公司由于产能限制存在订单积压的问题, 公司对未来产能消化持乐观态度。

图 5: 公司产能增长情况

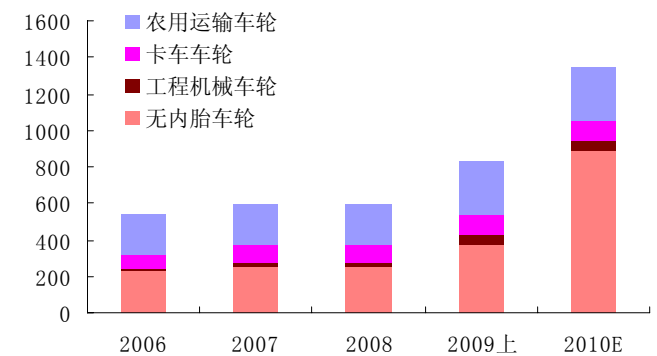
单位: 万件, %



资料来源: 中国银河证券研究所

图 6: 无内胎车轮产能增长最快

单位: 万件



资料来源: 中国银河证券研究所

3. 投资建议

公司一季度完成了我们全年预测值的 24%, 基本符合预期, 我们维持对公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.58、0.68 元的预测, 当前 18.15 元的股价, 对应 2010、2011 年 PE 为 31 倍、26.7 倍。

公司未来主要的风险因素有宏观经济下滑, 下游客户需求锐减, 导致公司新建产能大量闲置; 公司主要原材料采购策略出现重大失误。

公司报表及主要财务指标预测
表 1: 三大财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2008	2009	2010E	2011E		2008	2009	2010E	2011E
现金及等价物	85	190	558	584	营业收入	983	1068	1335	1535
应收账款	69	102	110	126	营业成本	857	903	1101	1266
存货	173	165	208	237	营业税金及附加	3	2	3	3
其他流动资产	107	55	67	77	销售费用	28	37	47	54
流动资产合计	433	511	942	1024	管理费用	17	16	21	24
固定资产	181	582	359	447	财务费用	7	6	-3	-9
无形资产及其他	22	22	21	20	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4	1	1	1	资产减值损失及公允价值	-2	2	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	0	0	0	0
资产总计	644	820	1327	1497	营业利润	71	105	166	196
短借及交易性负债	109	93	0	0	营业外收支净额	0	1	0	0
应付账款	200	306	326	373	利润总额	71	106	166	196
其他流动负债	22	28	34	39	所得税费用	18	26	42	49
流动负债合计	331	427	361	412	少数股东损益	1	2	3	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	52	78	122	144
其他长期负债	0	0	0	0	基本每股收益	0.33	0.496	0.58	0.68
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	331	427	361	412	财务指标	2008	2009	2010E	2011E
少数股东权益	29	31	34	36	成长性				
股东权益	284	362	933	1048	营收增长率	25%	9%	25%	15%
负债和股东权益总计	644	820	1327	1497	净利润增长率	32%	52%	55%	18%
					盈利性				
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	销售毛利率	13%	15.5%	17.5%	17.5%
净利润	52	78	122	144	ROE	18%	22%	13%	14%
折旧与摊销	19	20	22	32	ROIC	10.81%	18%	24%	25%
经营活动现金流	-17	236	112	175	估值倍数				
投资活动现金流	-51	-119	-100.0	-120	PE	55	36.6	31	26.7
融资活动现金流	64	-12	365	-29	股息收益率	0.7%	0.4%	1.5%	1.8%
现金净变动	-4	105	369	26					
期初现金余额	89	85	190	558					
期末现金余额	85	190	558	584					

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908