

兴民钢圈 (002355) 汽车零部件

—未来三年高增长可持续

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 17.21 元

投资要点:

●公司的主导产品为钢车轮,根据有无内胎可分为无内胎钢制车轮和有内胎钢制车轮。其中,无内胎车轮主要配套在重卡、大中客、经济型轿车和微客上;有内胎车轮又称型钢车轮,主要配套于工程机械、卡车和农用车上。目前钢车轮主要配置在商用车和中低端的乘用车上,

●汽车的轻量化发展方向,选择轻型材料如铝合金、镁合金、高强度钢等替代现在普遍使用的钢材料可减轻车身重量,有效载荷率增加可提高燃油经济性。与钢车轮相比,铝车轮具有重量轻、精度高的优点,但价格是钢车轮的 3 倍左右,因此,铝车轮主要装配在轿车上;而钢车轮则凭借着其安全性能好、平衡指标优良、价格低廉和加工废品率低的优势,主要应用于商用车、中低端乘用车和工程机械上,中短期内,不存在铝车轮替代钢车轮的风险。

●公司是钢圈 OEM 市场的龙头企业。据《中国汽车工业年鉴(2009 年版)》统计,2008 年公司在钢制车轮行业产量排名第二。排名第一的正兴轮胎主要是做 AM 市场,因此公司是钢圈 OEM 市场的龙头。2009 年公司钢圈总销量为 902 万件,同比增长 54%,高于汽车行业销量增幅,市场占有率为 15%左右。公司的主要客户是福田汽车、长安汽车、五征汽车、沈阳金杯、大连叉车、大宇重工等,其中福田、长安、五征。OEM 市场与 AM 市场的比重为 7:3 左右。2008 年公司内销和外销的比例为 2.9:1,2009 年由于国内车市的火爆和国外金融危机的影响,以及产能不足,公司放屁国外订单以确保国内 OEM 市场,导致内外销比为 5.3:1。2010 年-2011 年公司将有新增产能释放,逐步解决产能瓶颈问题,3 年后最终产能将达到 2000 万件,加入国际一流钢制车轮供应商的行列。

●无内胎钢制车轮替代有内胎钢制车轮的趋势有助于毛利率的提高。无内胎钢制车轮重量相对较轻,且不存在内胎爆胎的危险发生,因此具有节油性和安全性的特点,有内胎车轮的优势是强度高、成本低,在工况恶劣、低速运行状态下具有优势。因此在商用车和工程机械中普遍使用有内胎车轮,不存在被有内胎车轮替代的风险,但在高端重卡、大中客中,随着公路条件的改善和超载的减少,无内胎车轮更具优势,有替代有内胎车轮的趋势。根据 2009 年年报披露的数字,无内胎钢制车轮和有内胎钢制车轮的毛利率分别为 22.36%和 12.53%,无内胎钢制车轮替代有内胎钢制车轮的趋势会提高公司产品的综合毛利率。

2010 年 4 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	18.89/14.37
上证指数/深圳成指	2868.43/11196.35
50 日均成交额(百万元)	73.86
市净率(倍)	10.05
股息率	0.66%

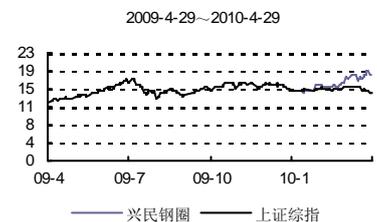
基础数据

流通股(百万股)	42.60
总股本(百万股)	210.40
流通市值(百万元)	736.98
总市值(百万元)	3639.92
每股净资产(元)	1.72
净资产负债率	117.86%

股东信息

大股东名称	王嘉民
持股比例	58.00%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	闻祥
执业证书编号:	S0020209020737
电话:	021-51097188-1870
电邮:	wenxiang@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	021-51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

●**钢价上涨，公司有对整车厂转移成本的能力。**公司产品的成本构成为原材料等钢材成本占 70%，油漆等其他辅料占 5%，折旧占 5%，人工占 12%左右，其余为动力及其他。2009 年和 2010 年一季度公司产品的毛利率为 15.46%和 15.79%，较为稳定。车轮作为汽车的最重要零部件，直接关系到行车安全性和行车舒适性，进入整车厂的配套体系需要经过认证和试验，有一定的进入壁垒；整车厂为了自身产品的安全和厂家名誉考虑会选择质量过硬的钢圈供应商，因此当钢材等原材料价格上涨时，钢圈厂有对下游转移成本的能力，以使其毛利率保持稳定。特别是象兴民钢圈这样的 OEM 市场的龙头企业，产品供不应求，已遭遇产能瓶颈，这种转嫁能力会更强。

●**生产钢圈的技术含量并不低。**目前市场上普遍认为钢圈的结构简单，制造工艺也相对简单，其实，钢圈作为行车中重要的汽车零部件，对行车安全和舒适平稳非常重要，对径跳动、轴跳动等反映平面度和圆柱度的指标要求较严，需要有设计、制造工艺做保障。公司2007年-2009年的研发投入占营业收入的比重分别为2.35%、2.38%和2.68%。

●**募投项目和超募项目达产后将缓解公司的产能瓶颈。**

公司的募投项目为200万套高强度轻型无内胎钢制车轮建设项目，其产品尺寸为22.5英寸的大直径，主要用在中高端重卡和大中客上，在欧美市场的普及率已经达到95%，而在国内，大中客的OEM市场已经广泛采用，但中重卡使用率还很低。国外市场上，公司的大尺寸无内胎钢圈已取得第三方认证，只要有产能，可迅速实现销售；国内市场，由于中重卡的大尺寸无内胎钢圈使用率较低，因为也面临巨大的增量市场。短期内，该项目产品主要以国际市场为主，国内则主要配套金龙客车、福田客车和重卡。该项目现在已经进入设备购置安装阶段，三季度将完成调试投产。

公司的超募项目为400万件轿车车轮生产项目，项目总投资为3亿元，产品为高质量轿车钢制车轮，达产后可实现年销售收入3.4亿元。该项目预计将月2011年上半年投产。

公司的非募集资金项目，200万件无内胎车轮，主要市场是面向轻型车、微客，将于2010年中投产。

以上项目达产后，2010年将新增产能400万件，2010年再新增产能400万件，达到1600万件的产能，解决产能瓶颈问题，据公司口径，三年内公司产能将达到2000万件。鉴于公司产品一直供不应求，项目投产后将会很快满产，在可预见的三年内公司收入和盈利将保持高增长。

●**盈利预测与投资评级**

2009 年至今公司产能一直很紧，主机厂来蹲点要货的现象频频发生，公司为了维护客户稳定，主动放弃了国外订单，即使这样，仍只满足主机厂的部分需求。未来三年，公司产能将不断增加，有利于公司抓住国内汽车市场快速增长和国际汽车零部件向中国转移的趋势的大机遇；公司的大尺寸无内胎项目和轿车车轮项目，有利于公司提高产品结构，实现高端产品策略。未来三年，公司的收入和盈利将保持高增长，预计 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.51 元和 0.65 元，考虑到其高成长性，给予“推荐”的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	511	1258	1500	1864
现金	190	803	884	1073
应收账款	58	80	104	130
其它应收款	1	2	2	3
预付账款	55	72	94	118
存货	165	237	324	425
其他	42	64	92	115
非流动资产	309	576	608	536
长期投资	4	4	4	4
固定资产	146	464	545	503
无形资产	22	21	21	20
其他	137	86	38	8
资产总计	820	1833	2108	2400
流动负债	427	499	645	792
短期借款	63	0	0	0
应付账款	106	144	203	253
其他	258	356	442	538
非流动负债	0	85	96	96
长期借款	0	0	0	0
其他	0	85	96	96
负债合计	427	584	741	888
少数股东权益	31	33	36	40
股本	158	210	210	210
资本公积	28	700	700	700
留存收益	177	265	376	513
归属母公司股东权益	362	1176	1286	1423
负债和股东权益	820	1793	2063	2350

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	166	270	210	237
净利润	80	109	140	174
折旧摊销	20	44	78	92
财务费用	6	0	-2	-3
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	62	28	-19	-30
其它	-2	89	14	3
投资活动现金流	-40	-310	-110	-20
资本支出	40	310	110	20
长期投资	0	0	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	1420	1846	2308
营业成本	903	1196	1560	1950
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	37	55	72	91
管理费用	16	21	26	32
财务费用	6	0	-2	-3
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	105	145	187	232
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	106	145	187	232
所得税	26	36	47	58
净利润	80	109	140	174
少数股东损益	2	2	3	3
归属母公司净利润	78	107	138	171
EBITDA	132	189	263	322
EPS (元)	0.50	0.51	0.65	0.81

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	8.6%	33.0%	30.0%	25.0%
营业利润	49.4%	37.8%	28.8%	24.2%
归属于母公司净利润	51.7%	36.5%	28.6%	24.2%
获利能力				
毛利率	15.5%	15.8%	15.5%	15.5%
净利率	7.3%	7.5%	7.4%	7.4%
ROE	21.6%	9.1%	10.7%	12.0%
ROIC	38.3%	27.6%	32.2%	43.4%
偿债能力				
资产负债率	52.0%	32.6%	35.9%	37.8%
净负债比率	21.72%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.20	2.52	2.33	2.35
速动比率	0.81	2.04	1.82	1.81
营运能力				
总资产周转率	1.46	1.07	0.94	1.02
应收账款周转率	18	19	19	19
应付账款周转率	11.77	9.59	9.01	8.55

其他	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-22	654	-20	-27	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.51	0.65	0.81
短期借款	-46	-63	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.28	1.00	1.12
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.72	5.59	6.11	6.76
普通股增加	0	53	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	672	0	0	P/E	34.68	33.86	26.33	21.20
其他	24	-8	-20	-27	P/B	7.50	3.08	2.81	2.55
现金净增加额	105	613	81	190	EV/EBITDA	27	19	14	11

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	1420	1846	2308
同比(%)	9%	33%	30%	25%
归属母公司净利润	78	107	138	171
同比(%)	52%	37%	29%	24%
毛利率(%)	15.5%	15.8%	15.5%	15.5%
ROE(%)	21.6%	9.1%	10.7%	12.0%
每股收益(元)	0.50	0.51	0.65	0.81
P/E	34.68	33.86	26.33	21.20
P/B	7.50	3.08	2.81	2.55
EV/EBITDA	27	19	14	11

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn