

日期: 2010年5月14日

行业: 汽车零部件行业



魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870209100160

上市合理定价 RMB 27.94 ~ 33.53 元

基本数据(IPO)

发行数量(万股)	4,700
发行后总股本(万股)	18,700
发行数量占发行后总股本	25.13%
发行方式	网下询价配售 940 网上定价发行 3,760
保荐机构	中原证券

IPO 前后的指标对比

09年每股收益/发行后摊薄(元)	0.93/0.70
09年每股净资产/发行后每股净资产(元)	3.26/9.13

主要股东(IPO 前)

刘延生	42.48%
史彩霞	6.00%
杨国军	5.25%

收入结构(2009)

重卡系列	40.90%
工程机械系列	23.33%
配件	18.73%
其他	17.04%

报告编号: WCHG10-NSP06

首次报告日期: 2010年5月14日

传递不竭的成长动力

■ **投资要点:**

● **传动轴行业受益下游整车需求的持续高增长**

国民经济的持续发展,公路物流与客运需求逐年增长,特别是我国高等级公路体系建设的快速发展,直接刺激了公路货运量与客运量以及货物与旅客周转量的增长,带动汽车需求量的迅速增长。作为上游配套的传动轴行业将有机会分享这一难得发展机遇,发展前景广阔。

● **国内最大的非等速传动轴制造商**

公司是国内规模最大的非等速传动轴生产企业。2006~2009年,公司重卡系列传动轴的市场占有率分别达到15.84%、20.16%、22.03%和20.10%,工程机械用传动轴的市场占有率分别达到63.99%、55.61%、56.67%和56.29%。

● **业绩将保持持续增长**

2010年底,公司IPO募资项目投产开始贡献收益,公司产能瓶颈将得到显著缓解,预期营收可快速释放。不过2010年,上游原材料钢材价格上涨的压力较大,公司产品的毛利率比2009年将有所回落。预估2010~2013年公司归属于母公司的净利润将实现年递增10.72%、25.92%、17.30%和2.37%,相应的摊薄后每股收益为0.77、0.97、1.14和1.17元。

● **定价结论**

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板公司股票的估值情况,我们认为给予公司2009年40~48倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为27.94~33.53元。

■ **数据预测与估值:**

至12月31日(¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	616.65	751.22	1,076.75	1,312.86	1,380.97
年增长率(%)	1.75%	21.82%	43.33%	21.93%	5.19%
归属于母公司的净利润	130.63	144.63	182.12	213.62	218.68
年增长率(%)	39.54%	10.72%	25.92%	17.30%	2.37%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.77	0.97	1.14	1.17

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

公司主要从事非等速传动轴及相关零部件的研发、生产与销售，具备年产 140 万套非等速传动轴的生产能力。公司目前的主要产品共分轻型、中型、重型和工程机械 4 大系列、5,680 多个品种。其中以重型和工程机械系列为主，主要用于重卡、装载机和起重机等。

■ 与中国整车市场一同成长

汽车行业主机配套市场

随着我国经济的持续发展，公路物流与客运需求逐年增长，特别是我国高等级公路体系建设的快速发展，直接刺激了公路货运量与客运量以及货物与旅客周转量的增长，带动汽车需求量的迅速增长，这为国内汽车工业的发展提供了广阔的空间，中国汽车产业已经迎来了历史性的发展机遇，市场需求的增长潜力巨大。1992~2008 年，国内各细分车型的年均复合增长率分别为：重卡 21.70%，中卡 0.07%，轻小卡 11.81%，客车 15.51%，轿车 27.50%。根据上述各车型增长率，可预计 2011 年各车型的总产量和各车型所用传动轴的总量如下表：

表 1：2011 年国内汽车行业前装传动轴需求预测

车型	2008 年主机产量 (万台)	2008 年传动轴需求估计 (万套)	2011 年主机产量预测 (万台)	2011 年传动轴需求预测 (万套)
重卡	53.60	144.73	96.62	260.87
中卡	20.63	41.27	20.68	41.36
轻小卡	152.78	229.17	213.56	320.33
客车	203.76	407.51	313.99	627.98
轿车	503.73	1007.47	1043.97	2087.93
合计	934.51	1830.15	1688.81	3338.47

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

工程机械行业主机配套市场

传动轴在工程机械中主要应用在装载机和轮式起重机上。1997~2008 年，国内装载机和轮式起重机产量的年均复合增长率分别为 22.71% 和 21.10%。根据这一产量增速水平，预计至 2011 年国内装载机和轮式起重机的总产量和对传动轴的需求量如下表：

表 2：2011 年国内工程机械行业前装传动轴需求预测

车型	2008 年主机产量 (万台)	2008 年传动轴需求估计 (万套)	2011 年主机产量预测 (万台)	2011 年传动轴需求预测 (万套)
装载机	16.53	49.60	30.55	91.65

轮式起重机	2.14	6.43	3.80	11.41
合计	18.68	56.03	34.35	103.06

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

维修服务市场

近几年，随着产销量的增加，国内汽车、工程机械的市场保有量不断增加。经过多年的积累，已经形成了一个规模可观的维修服务市场，这为包括传动轴在内的汽车和工程机械零部件行业提供了另一个巨大的市场空间。1989~2008年，载客汽车、载货汽车保有量的年平均增长率分别为18.76%和6.40%。截至2008年底，我国装载机的保有量92.20~99.90万台、轮式起重机的保有量约11.60~12.50万台，结合装载机和起重机销量的年复合增长率，保守预计其保有量的年复合增长率为5%。预计2011年我国汽车和装载机、起重机的保有量和非等速传动轴的市场需求量如下表所示：

表 3：2013 年国内汽车、工程机械行业维修服务用传动轴需求预测

车型	2011 年主机产量预测(万台)	2011 年传动轴需求预测(万套)
载客汽车	1607.00	321.40
载货汽车	1356.00	271.20
装载机	111.19	33.36
轮式起重机	13.95	4.18
合计	3088.14	630.14

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 国内最大的非等速传动轴制造商

根据2009年版《中国汽车工业年鉴》统计，国内主要的传动轴生产企业有32家。由于受到资金、技术、人才和发展历史等因素的影响，国内传动轴生产企业多数规模较小、产品档次低、整体竞争力不强，市场竞争主要集中于中低端产品市场。传动轴行业市场竞争呈现出以下格局：少数实力较强的传动轴生产企业占领主要的主机配套市场；规模较小、技术实力弱、品牌知名度不高的多数传动轴生产企业，主要靠低价优势占领部分低端主机配套市场和维修服务市场，在竞争中处于被动地位。

国内实力较强的传动轴企业，一部分是国外知名汽车零部件企业在国内的合资、合作或独资的传动轴生产企业，凭借其先进的设备、技术和较高的品牌知名度，主要为外资或合资主机制造商配套，在国内等速传动轴市场居主导地位；另一部分是经营历史长、拥有一定生产规模和自主品牌的国内传动轴生产企业，因其产品质量良好且有一定价格优势，与国内主要主机制造商有长期合作关系，在国内非等速

传动轴主机配套市场中优势地位明显。

公司在国内市场的主要竞争对手为从事非等速传动轴的生产及销售的企业。在非等速传动轴的主机配套市场中，除少数大型主机制造商既由关联传动轴企业提供内部配套又从外部供应商采购外，其他主机制造商全部由外部供应商提供配套。在主要非等速传动轴生产企业中，杭州万向传动轴有限公司、柳州市恒力传动轴有限责任公司、江苏格尔顿传动轴有限公司、湖北省丹江口丹传汽车传动轴有限公司在外部配套市场与公司形成竞争，而富奥汽车零部件股份有限公司、东风汽车传动轴有限公司、中国重汽集团济南商用车有限公司和陕西蓝通传动轴有限公司分别为一汽、东风汽车、中国重汽、陕西重汽提供内部配套。

表 4：国内主要传动轴生产企业

序号	企业名称	2008 年产量(件)	产品
1	上海纳铁福传动轴有限公司	4,800,000	等速传动轴
2	许昌远东传动轴股份有限公司	2,809,000	非等速传动轴
3	杭州万向传动轴有限公司	2,300,000	等速非等速传动轴
4	温州市冠盛汽车零部件制造有限公司	1,530,000	等速传动轴
5	柳州市恒力传动轴有限责任公司	500,000	非等速传动轴
6	河北凌云工业集团有限公司	443,467	等速传动轴
7	吉林江北机械制造有限公司	305,334	等速传动轴
8	江苏格尔顿传动轴有限公司	280,000	非等速传动轴
9	中国重汽集团济南商用车有限公司	243,144	非等速传动轴
10	陕西蓝通传动轴有限公司	213,180	非等速传动轴
11	东风汽车传动轴有限公司	200,200	非等速传动轴
12	富奥汽车零部件股份有限公司	160,000	非等速传动轴
13	天津丰津汽车传动部件有限公司	94,700	等速传动轴
14	台州和日汽车零部件有限公司	-	等速传动轴
15	瓦房店宏达等速万向节制造有限公司	-	等速传动轴
16	湖北省丹江口丹传汽车传动轴有限公司	-	非等速传动轴

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司是国内规模最大的非等速传动轴生产企业，生产的传动轴主要为轻卡、中卡、重卡、皮卡和 SUV、客车和装载机、起重机等多种工程机械配套。2006~2009 年，公司重卡系列传动轴的市场占有率分别达到 15.84%、20.16%、22.03%和 20.10%，工程机械用传动轴的市场占有率分别达到 63.99%、55.61%、56.67%和 56.29%。

■ 规模、产业链配套优势构筑公司核心竞争力

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) 规模优势：公司是国内最大的非等速传动轴生产企业，已形成完整的

非等速传动轴产品系列和齐全的产品规格。目前公司产品有 4 大系列、5,680 多个品种，是国内品种最多、规格最齐全的非等速传动轴生产厂家。公司的规模优势有利于降低生产成本，满足不同客户的产品定制，而且使公司在传动轴行业的整合过程中具有明显的优势；(2) 配套优势：公司全资子公司中兴锻造专门为公司供应毛坯件(锻件)，与公司位于同一工业园区，这有助于降低公司采购成本和提高物流效率。同时，中兴锻造拥有自己的模具车间，模具的研制可以与产品的设计开发同步进行，有助于节约成本和缩短新产品的开发周期，提高了公司对主机制造商新产品开发要求的快速反应能力；(3) 营销服务优势：近年来，公司推行“精益生产零距离，汽车基地办分厂”的策略，在全国主要大型汽车生产基地投资建设装配生产基地或与主机企业合资建厂，贯彻“零时间、零距离、零库存”的营销理念，快速响应客户要求，提供优质服务，进一步巩固与客户战略合作关系或一级供应商地位。

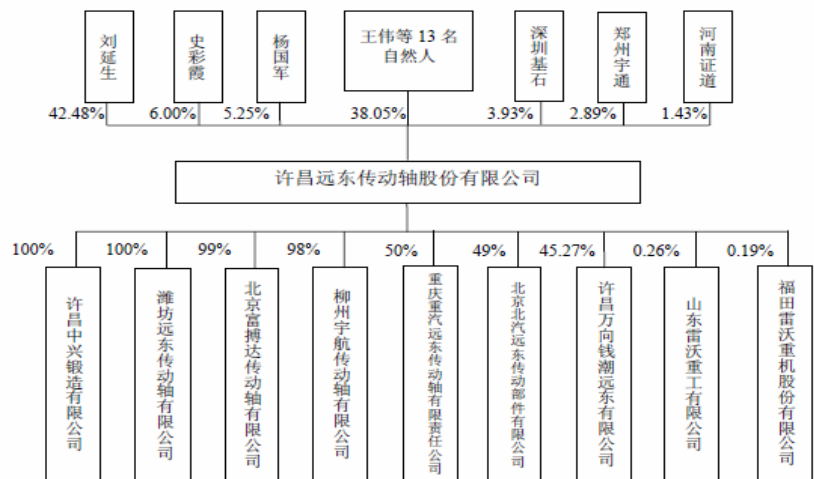
二、公司历史沿革及募资项目分析

■ 公司历史沿革及股权结构

公司前身是许昌汽车传动轴总厂，始建于 1954 年，是 1969 年国家机械部汽车局设立的国内第一家汽车传动轴专业制造厂。2007 年，公司由原许昌远东传动轴有限公司整体变更设立。公司董事长、总经理刘延生及其配偶史彩霞是公司的控股股东和实际控制人，合计持有公司发行前 48.48% 的股份。

目前，公司旗下拥有中兴锻造等 4 家控股子公司。此外，公司还与重庆重汽、北汽控股、万向钱潮分别合资成立了 3 家合资公司以及参股山东雷沃和福田雷沃两家公司(具体见图 1)。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 公司业务简介

生产模式

公司采用以销定产的生产模式，根据签订的销售合同制定实际生产计划并安排产品生产。公司每年年初与下游主机厂签订年度销售合同，每周根据销售部门按日提供的订单制定生产计划，再按生产计划组织产品生产。

销售模式

公司的传动轴主要为各大主机制造商配套，以直接销售方式供应给主机制造商；少量的产品销售给境外的汽车零部件经销商或进入国内的维修服务市场。

产品定价模式

公司针对不同客户采取不同的定价方式，对主要客户，通过协商和沟通签订年度或月度供货协议，约定价格或价格区间。如遇原材料上涨等突发因素时，再另行协商。对其他客户，以市场价格协商确定。

目前，公司拥有 109 条专业化的“U 型数控化一个流生产线”，具备年产 140 万套非等速传动轴的生产能力。公司各系列产品生产线的调整灵活度较高，可根据市场需求灵活调整各产品的产能。

公司主要产品中以重卡和工程机械用传动轴的销售收入比重最大。2006~2009 年，公司重卡系列传动轴的销售收入占主营业务收入比重分别为 35.32%、50.13%、54.81%和 53.63%，另一主要产品工程机械用传动轴销售收入占比分别为 23.14%、37.43%、26.42%和 21.91%。

表 5: 2006~2009 年公司营收和主营利润构成

产品类别	2006 年		2007 年		2008 年		2009 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
重卡系列	35.32%	40.22%	50.13%	54.58%	39.05%	41.15%	38.49%	40.90%
中卡系列	4.92%	2.80%	3.90%	2.44%	3.46%	2.17%	2.62%	2.11%
轻小卡系列	8.45%	4.58%	8.41%	5.05%	5.90%	3.68%	7.35%	5.73%
皮卡和 SUV 系列	4.74%	3.14%	4.43%	3.61%	4.37%	3.52%	5.64%	4.48%
客车系列	6.43%	5.45%	2.70%	2.24%	1.83%	1.65%	3.44%	3.11%
工程机械系列	37.43%	41.10%	29.97%	31.58%	26.42%	28.46%	21.91%	23.33%
其他系列	2.71%	2.71%	0.46%	0.49%	1.56%	1.13%	1.55%	1.61%
配件	-	-	-	-	17.41%	18.24%	18.99%	18.73%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

2008年4季度以来,在全球性金融危机的冲击下,下游汽车、工程机械行业主机厂的销售均出现大幅度的下降。受客户产品销量变动影响,公司工程机械系列传动轴产品收入同比出现下滑,重卡系列传动轴产品收入增速明显放缓。

受国家“汽车下乡”产业政策拉动,2009年公司轻小卡和皮卡客户的产品销量大幅增长,公司及时调整产品结构,满足客户需要,从而提高了轻小卡及皮卡和SUV系列传动轴的销售收入,部分消除了重卡和工程机械系列传动轴销售疲软的不利影响。

■ 募集资金投向

公司此次IPO募集资金计划投向三个项目,项目投资总额为34,822万元。

表 6: 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)
许昌远东年产100万套商用车传动轴项目	19,616	1.5	53,146	5,831
潍坊远东年产50万套商用车传动轴项目	10,326	1	19,900	2,323
中兴锻造年产2万吨传动轴零部件锻造项目	4,880	1	14,814	1,304
合计	34,822	-	87,860	9,458

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

年产100万套商用车传动轴项目

项目建设期为1.5年,建设资金第一年投入70%,第二年投入30%。项目投产期为2.5年,建成当年(6个月)达产30%,第二年达产70%,第三年满产。项目达产后,远东传动每年将新增100万套商用车传动轴的生产能力,产品的产量和质量均可获得有效提升。目前项目已经完成前期的考察论证、选址、可行性研究报告编制及备案等工作,并已开工建设和购置设备。截至2009年6月30日,项目已经投入3141.51万元。

年产50万套商用车传动轴项目

项目建设期为1年,建设资金全部当年投入;投产期2年,自建成起第一年达产70%,第二年达产100%。项目达产后,潍坊远东将具有年产50万套商用车传动轴的生产能力,产品主要供应山东及周边地区的主机制造商。目前项目已经完成前期的考察论证、选址、可行性研究报告编制及备案等工作,并已购置生产用地。截至2009年6

月 30 日，项目已经投入 1539.99 万元。

年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目

项目建设期为 1 年，建设资金当年全部投入；投产期 2 年，第一年达产 70%，第二年达产 100%。项目建成后，中兴锻造每年将新增 2 万吨的传动轴零部件锻件的生产能力，产能从目前的 1.3 万吨/年增至 3.3 万吨/年。公司现有产能和即将开工建设的两个募投项目足以消化这 3.3 万吨的锻件生产能力。目前该项目已经完成项考察论证、选址、可行性研究报告编制及备案等工作，并已开工建设和购置设备。截至 2009 年 6 月 30 日，项目已经投入 1099.36 元。

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

近四年，公司的综合毛利率、销售净利率在同业中可比肩东力传动(002164.SZ)、龙溪股份(600592.SH)等行业领先企业，在行业中处于显著领先的位置，超出行业平均水平一大截，公司产品突出的盈利能力毋庸置疑。

公司历史业绩表现较好

2006~2008 年，公司的营业收入和净利润一直都保持较快的增长(见图 3)。只是从 2008 年起，一方面由于产能出现瓶颈，另一方面全球性金融危机对下游行业产品的产销造成明显的影响，使得公司营收的增速放缓，2009 年上半年更是出现同比 26.92% 的下滑。

图 2: 远东传动与同业公司盈利能力比较

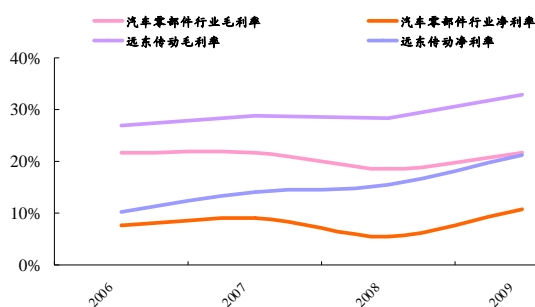
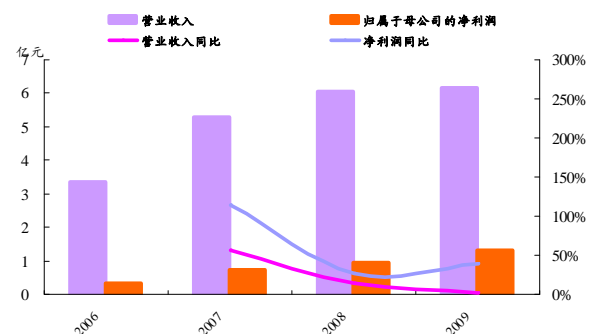


图 3: 2006~2009 年公司的盈利状况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

应收账款的管理应加强

从营运能力来看，公司近年来的存货管理方面做得较为出色，存

货周转率要明显优于同业。比较之下，公司的应收账款管理的表现就相对逊色了，近年来的周转率都要明显落后于行业水平及与可比公司，显示出公司在销售方面应该严控赊销的比例，同时在货款回收方面加大力度。

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		2009 年	
	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率
万向钱潮	7.12	3.61	7.50	3.67	7.68	3.73	6.88	4.09
万丰奥威	5.63	7.15	5.81	6.58	5.95	6.20	5.52	6.39
东力传动	4.88	3.25	4.56	2.84	4.68	2.95	3.34	2.68
长春一东	2.76	2.93	3.28	3.28	3.80	3.26	3.11	2.11
龙溪股份	4.97	1.95	5.37	2.08	5.58	1.82	3.91	1.31
行业平均值	7.85	4.20	11.00	5.22	10.33	4.86	9.05	5.54
远东传动	4.04	7.36	5.19	8.66	5.38	7.42	4.65	6.12

资料来源: Wind, 上海证券研究所

■ 盈利预测

2009 年国内汽车各细分车型都呈现旺销的局面而工程机械行业也实现了约 12% 的产值增长，不过由于产能受限，公司各项产品的销售增速预计要低于下游行业的产销增速。2010 年底，公司 IPO 募资项目投产开始贡献收益，公司产能瓶颈将得到显著缓解，预期营收可快速释放。不过 2010 年，上游原材料钢材价格上涨的压力较大，公司产品的毛利率比 2009 年将有所回落。

表 8: 公司分项产品收入预测

类别	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	
重卡	销量(套)	326,237	348,383	435,479	622,229	744,229	783,479
	单价(元/套)	954.97	907.55	930.00	930.00	930.00	930.00
	销售收入(万元)	31,154.75	31,617.57	40,499.52	57,867.27	69,213.27	72,863.52
	毛利率	28.63%	32.84%	31.50%	29.50%	30.00%	30.00%
中卡	销量(套)	52,186	80,998	93,148	121,148	142,148	149,148
	单价(元/套)	423.11	347.48	380.00	380.00	380.00	380.00
	销售收入(万元)	2,208.03	2,814.52	3,539.61	4,603.61	5,401.61	5,667.61
	毛利率	16.96%	23.99%	23.00%	21.50%	22.00%	22.00%
轻卡	销量(套)	171,893	254,600	296,600	454,100	559,100	590,600
	单价(元/套)	235.70	209.42	220.00	220.00	220.00	220.00
	销售收入(万元)	4,051.45	5,331.85	6,525.20	9,990.20	12,300.20	12,993.20
	毛利率	16.77%	23.60%	22.00%	20.50%	21.00%	21.00%
皮卡和 SUV	销量(套)	157,974	217,199	238,919	262,811	275,951	289,749
	单价(元/套)	157.12	153.12	150.00	150.00	150.00	150.00

	销售收入(万元)	2,482.12	3,325.72	3,583.78	3,942.16	4,139.27	4,346.23
	毛利率	21.65%	24.56%	23.50%	22.00%	22.00%	22.00%
客车	销量(套)	17,311	51,189	56,308	85,939	110,939	119,189
	单价(元/套)	600.30	396.21	450.00	450.00	450.00	450.00
	销售收入(万元)	1,039.21	2,028.14	2,533.86	3,867.26	4,992.26	5,363.51
	毛利率	24.32%	28.01%	27.00%	25.50%	26.00%	26.00%
工程机械	销量(套)	318,575	285,779	325,779	511,779	678,779	717,779
	单价(元/套)	471.43	452.07	445.00	440.00	435.00	430.00
	销售收入(万元)	15,018.44	12,919.32	14,497.17	22,518.28	29,526.89	30,864.50
	毛利率	28.97%	32.96%	30.50%	29.00%	29.50%	29.50%
其他	销量(套)	25,954	22,825	23,966	25,165	26,423	27,744
	单价(元/套)	341.09	400.81	400.00	400.00	400.00	400.00
	销售收入(万元)	885.26	914.86	958.65	1,006.58	1,056.91	1,109.76
	毛利率	19.43%	32.11%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
其他业务	销售额(万元)	3,763.54	2,713.14	2,984.45	3,879.79	4,655.75	4,888.54
	毛利率(%)	51.33%	73.02%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
营业收入		60,602.80	61,665.13	75,122.25	107,675.15	131,286.16	138,096.87
综合毛利率		28.41%	32.81%	30.67%	28.91%	29.38%	29.38%
收入增长%		14.72%	1.75%	21.82%	43.33%	21.93%	5.19%

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

综合以上分析, 我们预计 2010~2013 年公司归属于母公司的净利润将实现年递增 10.72%、25.92%、17.30%和 2.37%, 相应的摊薄后每股收益为 0.77、0.97、1.14 和 1.17 元。

表 9: 公司损益简表及预测(单位: 百万元)

指标名称	2008A	2009A	2010 E	2011 E	2012 E	2013E
营业总收入	606.03	616.65	751.22	1,076.75	1,312.86	1,380.97
营业成本	433.84	414.31	520.79	765.43	927.11	975.30
营业税金及附加	3.11	3.20	4.13	5.92	7.22	7.60
销售费用	34.40	38.72	45.07	66.76	84.02	89.76
管理费用	21.66	22.25	26.29	37.69	45.95	48.33
财务费用	5.20	6.84	-7.51	0.00	13.13	20.71
资产减值损失	0.88	0.46	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	4.63	5.61	4.71	5.30	5.89	6.00
营业利润	111.58	136.48	167.15	206.26	241.32	245.27
营业外收入	4.35	18.07	5.00	10.00	12.00	14.00
营业外支出	1.66	0.82	2.00	2.00	2.00	2.00
利润总额	114.26	153.73	170.15	214.26	251.32	257.27
所得税费用	20.67	23.13	25.52	32.14	37.70	38.59
净利润	93.59	130.60	144.63	182.12	213.62	218.68
少数股东损益	-0.03	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	93.62	130.63	144.63	182.12	213.62	218.68
摊薄 EPS(元)	0.50	0.70	0.77	0.97	1.14	1.17

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

国内传动轴市场主要为主机配套市场，其市场需求直接受汽车行业与工程机械行业的景气度和发展规模的影响。汽车和工程机械行业在保持长期增长的趋势下存在周期性波动的特征，受国民经济发展的影响较大，在国家对基础设施建设与固定资产投资宏观调控的时期，汽车与工程机械行业的增长也将趋缓，公司也将受到影响。

■ 原材料供应价格波动风险

公司产品所用的主要原材料是钢材(圆钢、钢管)、毛坯件、万向节和支承，2006~2009年，主要原材料成本占生产成本的比重分别为67.01%、65.16%、72.99%和70.95%，主要原材料的价格变化对公司毛利率水平有重要影响。

■ 扩展维修服务市场业务拉低公司盈利能力的风险

公司产能扩张后将进一步拓展维修服务市场，计划三年内在维修服务市场的占有率达到5%。而国内维修服务市场目前存在以低质低价产品无序竞争的情形，产品的平均毛利率要低于主机配套市场。维修服务市场销售占比的提升将对公司的盈利能力产生影响。

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每股收益和2010年预测每股收益，它们目前股价的平均静态市盈率为33倍、2010年动态市盈率为25倍。同时，最近新上市的中小板公司的定价水平在2009年51倍和2010年39倍市盈率左右。

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)			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
000338.SZ	潍柴动力	59.70	4.09	5.52	5.96	6.64	14.60	10.82	10.02	9.00
000559.SZ	万向钱潮	10.22	0.22	0.42	0.53	0.69	47.08	24.36	19.46	14.72
000887.SZ	中鼎股份	16.48	0.47	0.70	0.90	1.16	35.06	23.56	18.35	14.20
002013.SZ	中航精机	13.70	0.18	0.24	0.27	0.29	74.86	57.13	51.33	47.44
002048.SZ	宁波华翔	12.32	0.63	0.49	0.63	0.61	19.53	24.93	19.54	20.36
002126.SZ	银轮股份	20.10	0.54	0.78	0.89	0.82	37.24	25.73	22.55	24.62
002213.SZ	特尔佳	18.18	0.27	0.34	0.42	0.53	66.84	54.12	43.02	34.14
002283.SZ	天润曲轴	19.75	0.47	0.76	1.05	1.32	41.94	25.83	18.89	14.93

600480.SH	凌云股份	12.56	0.61	0.76	0.95	1.25	20.64	16.54	13.22	10.09	
600660.SH	福耀玻璃	9.98	0.56	0.77	0.91	1.10	17.88	12.98	10.97	9.06	
600741.SH	华域汽车	8.75	0.59	0.69	0.79	0.94	14.77	12.77	11.10	9.34	
600742.SH	一汽富维	18.66	1.68	1.79	2.13	2.80	11.13	10.44	8.75	6.66	
汽车零部件可比公司平均值								33.46	24.93	20.60	17.88
425	HK	敏实集团	9.67	0.50	0.63	0.74	N.A.	19.34	15.40	13.03	N.A.
MSS	IN	MOTHERSON SUMI SYSTEMS LTD	137.75	7.49	4.29	7.79	N.A.	18.39	32.09	17.67	N.A.
1319	TT	东阳实业厂	47.50	1.19	3.29	3.83	N.A.	39.92	14.45	12.39	N.A.
FSYS	US	FUEL SYSTEMS SOLUTIONS INC	35.64	1.49	2.43	2.65	N.A.	23.92	14.67	13.45	N.A.
MPAA	US	MOTORCAR PARTS OF AMERICA IN	5.71	0.32	0.64	0.75	N.A.	17.84	8.92	7.61	N.A.
国际可比公司平均值								19.90	14.25	10.69	N.A.

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 股价以5月13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)				
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
002394.SZ	联发股份	41.11	1.49	1.71	2.02	2.32	27.53	24.03	20.39	17.75	
002395.SZ	双象股份	23.26	0.47	0.60	0.96	1.34	49.32	38.47	24.16	17.42	
002397.SZ	梦洁家纺	44.50	1.41	1.48	1.88	2.35	31.64	30.09	23.71	18.95	
002398.SZ	建研集团	24.13	0.57	0.69	1.01	1.39	42.16	34.79	23.84	17.32	
002399.SZ	海普瑞	135.50	2.02	3.19	4.42	6.06	67.01	42.49	30.65	22.37	
002400.SZ	省广股份	37.02	0.65	0.90	1.18	1.52	57.22	41.32	31.33	24.33	
002401.SZ	交技发展	35.50	0.51	0.62	0.78	0.96	69.50	57.07	45.71	36.83	
002402.SZ	和而泰	39.51	0.55	0.79	1.08	1.42	72.22	49.87	36.74	27.85	
002403.SZ	爱仕达	17.29	0.35	0.51	0.74	0.97	49.50	33.66	23.22	17.91	
002404.SZ	嘉欣丝绸	19.82	0.48	0.57	0.82	1.05	41.22	34.67	24.19	18.81	
平均值								50.73	38.65	28.39	21.95

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 股价以5月13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 40~48 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 27.94~33.53 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	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大势	Underperform	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	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	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。