

日期: 2011 年 2 月 15 日
行业: 汽车零部件制造行业



✉ 冀丽俊
☎ 021-53519888-1921
✉ jilijun@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB24.44-28.52 元
上市合理估值 RMB30.55-35.64 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 17.00
发行后总股本 (百万股) 67.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 国元证券

主要股东 (IPO 前)

吴绪顺 29.64%
吴卫红 22.88%
吴卫东 22.58%

收入结构 (Y10)

燃油箱类 85.68%
注塑内饰件类 11.48%

报告编号: JLJ11-NSP03

首次报告时间: 2011 年 2 月 15 日

领先的塑料燃油箱企业

■ 投资要点:

领先的塑料燃油箱企业

公司主要从事多层汽车塑料燃油箱的研制、生产和销售业务。公司拥有国际先进水平的汽车塑料燃油箱制造和检测设备,主导产品六层塑料燃油箱已在奇瑞、江淮、广汽、东风、华晨、长城、吉利、华普、海马、长丰等国内自主品牌汽车上广泛应用,并正在为上汽等整车生产企业开发新塑料燃油箱产品。

募投项目增加产能

本次募集资金将用于汽车塑料燃油箱改扩建项目。本项目产品为六层塑料燃油箱。项目达产后,公司将每年新增 120 万只六层塑料燃油箱系列产品的生产能力。

业绩增长可持续

募投项目已于 2010 年 11 月部分投产,产能瓶颈得以突破。我们测算 2011-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 73.28%、28.85%和 22.78%,相应的稀释后每股收益为 1.27 元、1.64 元和 2.01 元。

定价结论

我们认为,给予公司 2011 年 24-28 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 30.55-35.64 元。从 2010 年上市的中小板股票来看,截至今 2 月 11 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 18.14%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20%的折让,建议询价区间为 24.44-28.52 元,对应的 2010 年市盈率区间为 33.27-38.81 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	236.42	316.76	530.86	734.55	940.42
年增长率	24.69%	33.98%	67.59%	38.37%	28.03%
归属于母公司的净利润	38.66	49.22	85.29	109.90	134.93
年增长率	76.50%	27.31%	73.28%	28.85%	22.78%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.577	0.73	1.273	1.640	2.014

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司所从事的汽车塑料油箱制造行业属于汽车零部件制造行业。汽车零部件制造行业是汽车制造专业化分工的重要组成部分，汽车零部件生产企业主要通过向整车生产企业提供配套零部件。

公司的经营范围为汽车零部件制造、销售，主要从事多层汽车塑料燃油箱的研制、生产和销售业务。公司拥有国际先进水平的汽车塑料燃油箱制造和检测设备，主导产品六层塑料燃油箱已在奇瑞、江淮、广汽、东风、华晨、长城、吉利、华普、长丰等国内自主品牌汽车上广泛应用，并正在为上汽等整车生产企业开发新塑料燃油箱产品。

自 2005 年以来，公司与整车生产企业建立了战略合作关系，奇瑞、江淮、东风、吉利、长城、华普等分别授予公司“核心供应商”、“优秀供应商”、“最佳质量供应商”、“优秀备件供应商”、“特别支持奖”和“最佳合作奖”等多种荣誉。

表1 塑料燃油箱特点

优点	描述
重量轻	通常一只同等容积的塑料燃油箱的重量仅为金属燃油箱的40%
成本低	产品一次成型，并且废料经粉碎后可以循环使用
安全性高	塑料的热传导性很低，不会因为热膨胀而爆炸
耐腐蚀、寿命长	不会因腐蚀产生的杂质进入发动机而损伤发动机
有效利用车身空间	可以根据底盘剩余空间任意成形，有效利用了车身空间
易与其他塑料零部件结合	随着塑料零部件在汽车上的广泛应用，塑料燃油箱更容易与其他零部件结合，能有效防止燃油从衔接处渗漏

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司前身为芜湖市顺荣汽车部件有限公司，成立于 1995 年 5 月 26 日。2007 年 11 月 6 日，芜湖市顺荣汽车部件有限公司整体变更设立芜湖顺荣汽车部件股份有限公司

吴绪顺先生、吴卫红女士、吴卫东先生三人合计持有公司本次发行前 75.10%的股份，为公司控股股东、实际控制人。除持有公司股份外，控股股东和实际控制人不存在控制其他企业的情形。

表 2 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股

序	股东名称	发行前	发行后
---	------	-----	-----

号		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	吴绪顺	1482.21	29.644	1482.21	22.123
2	吴卫红	1143.76	22.875	1143.76	17.071
3	吴卫东	1129.03	22.581	1129.03	16.851
4	国富基金	550.00	11.000	550.00	8.209
5	瀚玥投资	350.00	7.000	350.00	5.224
6	国元投资	345.00	6.900	345.00	5.149
7	社会公众股	-	-	1700.00	25.373
	合计	5000.00	100.00	6,700.00	6700.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

近年来，我国汽车产业持续、快速、健康发展，根据国务院发展研究中心、汽车工程学会联合发布《中国汽车产业蓝皮书》预测，中国乘用车 2010 年-2020 年年均增长接近 10%，2020 年的年度总需求将达到 2,337 万辆。2025 年中国乘用车年度总需求将达到 2,925 万辆，较 2020 年年度总需求增长达 25.12%。汽车产销量的高速增长带动了包括汽车塑料燃油箱在内的汽车零部件产业快速发展。

根据我国加入 WTO 的承诺，自 2007 年开始，汽车行业强制实行国Ⅲ标准。随着全球气候变化和人们的节能环保要求越来越高。六层塑料燃油箱具有轻量化、节能环保的特点，能够满足汽车产业要求，并将逐步取代传统燃油箱。我国汽车工业中，金属燃油箱主要应用于商用车型上（卡车、客车等），塑料燃油箱则主要应用于乘用车型上。目前，国内塑料燃油箱的使用率已达到了 70% 左右。

据中国汽车工业协会统计，2010 年上半年，汽车产量为 892.73 万辆。其中乘用车产量 668.38 万辆，商用车产量为 224.35 万辆。根据国家信息中心预测，2010 年我国汽车销量将达到 1,700 万辆，同比增长 24.5%；2011 年汽车销量将达到 1,900 万辆，同比增长 12%。据预计，“十二五”期间，我国国内汽车产量将达 3,000 万辆，占世界汽车产量的 30% 左右。据此预测，未来我国乘用车对汽车塑料燃油箱的市场需求将达到千万只以上。同时，由于环保、节能的需要，我国中型、轻型货车使用塑料燃油箱的比例也将越来越高，这也将带来对汽车塑料燃油箱更大的市场需求。

■ 行业竞争结构及公司的地位

1、国际汽车塑料燃油箱市场竞争格局

汽车塑料燃油箱起源于欧洲，欧洲汽车塑料燃油箱制造企业 Kautex Textron（考泰斯）和 Inergy（英瑞吉）处于汽车塑料燃油箱行业领先地位。随着汽车塑料燃油箱在北美和日本汽车市场的迅速推广，区域市场上也发展起来一批知名塑料燃油箱企业——如北美的 TI Automotive（邦迪管路）、Visteon，以及日本的 Yachiyo（八仟代）等。

2005 年，全球塑料燃油箱的主要生产企业为：Kautex Textron（考泰斯）、Inergy（英瑞吉）和 TI Automotive（邦迪管路），三家企业的产量之和占全球当年塑料燃油箱产量的 65%。

2、国内汽车塑料燃油箱市场竞争格局

目前，国内塑料燃油箱行业呈现外资品牌——Kautex Textron（考泰斯）、TI Automotive（邦迪管路）、Inergy（英瑞吉）等，具有成套进口设备和开发能力的内资厂家——亚普与顺荣，以及虽具有进口设备但不具备开发能力的厂家和采用国产设备的厂家共同竞争的格局。其中合资和国有塑料燃油箱生产企业主要是为大众、通用、日产、丰田、本田等合资品牌整车生产企业进行配套，而民营塑料燃油箱企业进入较晚，目前主要为自主品牌整车生产企业进行配套。

根据中国汽车工业协会统计资料，2010 年前三季度，国内汽车销售排名前列的整车生产企业为上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、奇瑞、比亚迪、华晨、江淮、吉利和长城等。

目前国内汽车塑料燃油箱主要生产企业有：扬州亚普汽车部件有限公司、长春考泰斯兰宝塑料制品有限公司、邦迪管路系统（天津）有限公司、英瑞杰汽车系统（武汉）有限公司、江苏塑光工程塑料有限公司及公司等。根据 2008 年版、2009 年版《中国汽车工业年鉴》及机械工业部汽车工业天津规划设计研究院的相关数据，2007 年、2008 年，我国汽车塑料燃油箱产量分别为 447.5 万只和 459 万只，公司塑料燃油箱产品的市场占有率分别达 5.9%和 9.02%。

表3 整车生产企业所用塑料燃油箱的配套情况

整车生产企业名称		主要配套塑料燃油箱生产企业名称
1	上汽	合资品牌（上海通用、上海大众等） 亚普、Kautex Textron（考泰斯）等
		自主品牌（荣威、名爵等） 亚普、顺荣股份等
2	东风	合资品牌（雪铁龙、标致、东风日产、东风本田、东风悦达起亚等） Kautex Textron（考泰斯）、Inergy（英瑞吉）、Yachiyo（八仟代）、亚普等
		自主品牌（风神、猛士等） 亚普、顺荣股份等
3	一汽	合资品牌（一汽大众、一汽丰田、一汽马自达等） Kautex Textron（考泰斯）、TI Automotive（邦迪管路）、亚普等

4	长安	自主品牌(奔腾、红旗、海马等)	Kautex Textron (考泰斯)、亚普、顺荣股份等
		合资品牌(长安福特、长安马自达、长安铃木等)	亚普、Kautex Textron (考泰斯)等
		自主品牌(长安)	重庆长安汽车配件总厂注等
5	北汽	合资品牌(北京现代、北京奔驰)	Inergy (英瑞吉)、TI Automotive (邦迪管路)等
6	广汽	合资品牌(广汽丰田、广汽本田等)	TI Automotive (邦迪管路)、Kautex Textron (考泰斯)、Yachiyo (八什代)等
		自主品牌(传祺)	顺荣股份
7	奇瑞		顺荣股份、亚普等
8	比亚迪		成都陵川车用油箱有限公司注等
9	华晨	合资品牌(华晨宝马)	Kautex Textron (考泰斯)等
		自主品牌(中华等)	顺荣股份、河北世昌等
10	江淮		顺荣股份、江苏塑光等
11	吉利		顺荣股份、江苏长运等
12	长城		顺荣股份、TI Automotive (邦迪管路)等

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表4 汽车塑料燃油箱企业市场占有率

主要企业	序号	2007		序号	2008	
		产量(只)	市场占有率		产量(只)	市场占有率
扬州亚普汽车零部件有限公司	1	855,109	19.11%	1	712,054	15.51%
长春考泰斯兰宝塑料制品有限公司	2	328,219	7.33%	3	343,241	7.48%
公司	3	263,953	5.90%	2	414,017	9.02%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司竞争优势体现在：

1、具有同步开发、自主模具设计能力

公司能够在整车生产企业新车研发的前期介入，同步开发新车所需的燃油箱系统总成，并提供样品进行产品装机试验考核和路试检验。同步开发可以帮助整车生产企业新车研发和车型改进的时大大缩短开发周期，在提升产品品质的同时，加速新车的产业化进程，使产品能尽快推向市场。

公司同时拥有模具、夹具自主设计和制造能力，自主创新的模具设计制造能力使得公司在未来市场开拓中具有竞争优势。公司引进德国 KAUTEX 多层共挤吹塑机、必诺塑料燃油箱全自动打孔焊接机、

德国马克亚斯水冷定型机、塑料燃油箱水检机、全自动上料系统、全自动称重系统、PWDS 壁厚控制系统等先进的生产装备；公司在生产过程中通过对生产线的流水设计和各环节的匹配计算，优化工艺流程，减少加工工序，逐步形成公司特有的先进工艺流程，产品品质和稳定性得到了提升，自动化水平和生产效率也得到了提高。

2、先进完备的检测设备及手段

公司配备了用于从原材料到产成品全过程检验的全套实验检测设备，能够在研发和生产过程中进行材料试验和检验、产品试验和检测，以满足客户的全部要求。公司拥有从产品设计→模具制造→燃油箱本体生产→燃油箱系统总成供应链的整个产品链条，减少了中间环节成本，缩短了产品从研发到量产的周期，有效控制了成本，提升了公司的市场开拓竞争力。

3、丰富的客户资源

整车生产企业在选择零部件生产企业的时候一般需要经过严格的认证，零部件生产企业获得整车生产企业的正式认可后通常能够保持较长时间的供货合作。经过长期合作，公司与多家整车生产企业建立了战略合作关系，奇瑞、江淮、东风、吉利、长城、华普等企业分别授予公司“核心供应商”、“优秀供应商”、“最佳质量供应商”、“优秀备件供应商”、“特别贡献奖”和“合作贡献奖”等多种荣誉，为公司持续稳定发展提供可靠保障。

■ 募资项目

本次募集资金将用于汽车塑料燃油箱改扩建项目。本项目产品为六层塑料燃油箱。项目达产后，公司将每年新增 120 万只六层塑料燃油箱系列产品的生产能力。

表5 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	建设期
1	汽车塑料燃油箱改扩建项目	25,000	2年
	合计	25,000	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

本次募集资金投资项目达产后，预计将实现年销售收入 61,633 万元，年利润总额 8,664 万元。项目投资回收期 3.85 年（全部投资所得税前），内部收益率 39.47%（全部投资所得税前）。

公司已以出让方式取得了本项目用地的土地使用权，完成了设备选型并与主要设备供应商签订设备购买合同及支付部分设备预付款项。2010 年 11 月，本次募投项目的一条单工位吹塑机生产线已投产，形成年产 20 万只塑料燃油箱的新增生产能力。

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

采购模式。根据销售定单，结合库存情况，公司生产部制定生产计划，采购部根据生产计划制定采购计划，采用持续分批量的形式向供应商进行采购，公司现已建立稳定的原材料及零配件供应渠道

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安排生产

销售模式。公司向整车生产企业的销售模式有两种：直接向整车制造商供应批量产品和公司与整车制造商合作开发新产品。

产品定价方式。公司主要产品定价方式为以燃油箱的生产成本（包括外协件、原材料、自制配件、能耗、直接人工、制造费用等）为基础，加上合理毛利，向整车生产企业提供报价。

公司主要从事汽车塑料燃油箱的生产和销售，公司的营业收入主要来源于主营业务收入，主营业务收入保持快速增长。公司 2008-2009 年营业总收入同比增长分别为 36.58% 和 24.69%，净利润同比增长 -14.73% 和 76.50%。报告期内，公司主营业务收入和营业利润主要来自于燃油箱类产品的销售，业务增长也主要是来自于公司汽车燃油箱类产品的销售增长，主营业务毛利率的变动趋势也与燃油箱产品毛利率的变动趋势一致。

表 6 公司报告期内主营业务收入构成 单位：万元

	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	31,270.34	98.72%	23,614.07	99.88%	18,932.30	99.85%	13,876.32	99.95%
其中：燃油箱类	27,139.27	85.68%	20,115.48	85.08%	16,018.53	84.48%	10,060.23	72.46%
注塑内饰件类	3,635.01	11.48%	3,037.90	12.85%	2,462.26	12.99%	3,065.51	22.08%
其他类	496.051	1.57%	460.69	1.95%	451.51	2.38%	750.58	5.41%
其他业务收入	405.4547	1.28%	28.38	0.12%	29.29	0.15%	6.82	0.05%
营业收入合计	31,675.79	100.00%	23,642.45	100.00%	18,961.58	100.00%	13,883.14	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表7 公司产能利用情况

	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
产能 (只)	1,000,000	600,000	600,000	400,000
产量 (只)	676,461	575,696	414,017	263,953
销量 (只)	630,366	546,278	381,341	286,976
产能利用率	104.07%	91.05%	63.56%	71.74%
产销率	93.91%	94.89%	92.11%	108.72%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理 2010 年 11 月、12 月募投项目分别有一条 20 万只/年的生产线投产, 2010 年底公司年产能为 100 万只, 2010 年度实际产能为 65 万只; 2010 年产能利用率系以实际年产能计算

公司的产品是为汽车整车生产企业配套, 公司主营业务收入按地区分布情况与所供货整车生产企业的分布情况密切相关。

表8 主要产品销售的地域分布 单位: 万元、%

项目	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
华北地区	1,242.45	3.97	1,579.26	6.69	1,558.98	8.23	1,553.52	11.20
华东地区	29,567.10	94.55	21,657.15	91.71	17,125.32	90.46	12,076.39	87.02
其中: 安徽省	29,010.96	92.77	19,012.35	80.51	14,542.11	76.81	8,652.99	62.36
东北地区	64.35	0.21	271.58	1.15	99.20	0.52	182.49	1.32
华中地区	145.44	0.47	81.83	0.35	148.80	0.79	63.92	0.46
华南地区	251.00	0.80	24.23	0.10	-	-	-	-
合计	31,270.34	100.00	23,614.05	100.00	18,932.30	100.00	13,876.32	100.00

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表9 主要产品汽车塑料燃油箱总成的销售价格情况 单位: 元/只、只

	不含燃油泵燃油箱总成销售		含燃油泵 燃油箱总成销售			全部 燃油箱总成销售	
	平均单价	销量	平均单价	其中: 油泵单价	销量	平均单价	销量
2010 年	289.33	171,109	483.14	198.56	459,257	430.53	630,366
2009 年	275.41	278,751	464.94	213.72	267,527	368.23	546,278
2008 年	325.88	174,527	499.53	232.30	206,814	420.06	381,341
2007 年	317.62	244,213	538.69	245.61	42,763	350.56	286,976

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

公司 2009-2010 年营业总收入同比增长分别为 24.69% 和 33.98%，净利润同比增长 76.50% 和 27.31%。主营业务收入的增加主要是燃油箱类产品销量增加所致；2008 年净利润下降的主要原因是由于全球金融危机的影响以及公司主要原材料 HDPE 价格大幅波动所致。

2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 27.75%、31.04% 和 31.21%，毛利率保持稳定。毛利率主要根据产品结构的调整、产品销售价格、成本等因素进行变化。

表10 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项 目	2010年		2009年		2008年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
营业收入	31675.79	33.98	23642.45	24.69	18961.58	36.58
营业利润	5435.36	25.97	4314.87	85.14	2330.60	-30.85
利润总额	5720.50	26.56	4519.90	77.14	2551.63	-34.76
归属于母公司 股东的净利润	4922.22	27.31	3866.21	76.50	2190.50	-14.73

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司坚持以市场为导向的经营理念，实行“以销定产、适度库存”的销售策略和较严的信用政策，有效地提高了资产的营运效率。

2008-2010 年公司应收账款周转率分别为 6.58 次、7.09 次、6.97 次，主要系公司的客户大多为信用良好的国内汽车整车生产企业，货款回笼及时。应收账款周转率逐步提高。

公司存货周转率逐步提高，2008-2010 年公司存货周转率分别为 4.72 次、4.86 次、4.94 次，主要系公司推行精益化生产，以零库存为目标，通过库存计划管理，对原材料、零配件和产成品分类核定库存额度。

表 11 公司运营能力情况 单位：次

财 务 指 标	2010 年	2009 年度	2008 年度
应收帐款周转率（次）	6.97	7.09	6.58
存货周转率（次）	4.94	4.86	4.72

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

业绩预测

募投项目已于 2010 年 11 月部分投产，产能瓶颈得以突破。我们

测算 2011-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 73.28%、28.85%和 22.78%，相应的稀释后每股收益为 1.27 元、1.64 元和 2.01 元。

表 12 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指 标	2010	2011E	2012E	2013E
现有业务				
销售量（万只）	63.04	64.93	66.88	68.88
燃油箱类				
平均价格（元/只）				
燃油箱类	430.53	450.00	450.00	450.00
主营业务	31,270	34,150	35,984	38,033
其中：燃油箱类	27,139	29,217	30,094	30,997
注塑内饰件类	3,635	4,362	5,234	6,281
其他类	496	570	656	754
其他业务	405	446	491	540
收入合计	31,676	34,596	36,475	38,572
主营业务	31.44%	32.60%	32.67%	32.75%
其中：燃油箱类	31.06%	32.00%	32.00%	32.00%
注塑内饰件类	32.77%	35.00%	35.00%	35.00%
其他类	42.40%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	13.76%	10.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率	31.21%	32.31%	32.37%	32.44%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 13 募集资金项目盈利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	0	18,490	36,980	55,470	61,633	61,633
二、营业总成本	0	15,891	31,781	47,672	52,969	52,969
营业成本	0	13,764	27,528	41,292	45,880	45,880
营业税金及附加	0	92	185	277	308	308
销售费用	0	740	1,479	2,219	2,465	2,465
管理费用	0	924	1,849	2,773	3,082	3,082
财务费用	0	370	740	1,109	1,233	1,233
五、利润总额	0	2,599	5,198	7,798	8,664	8,664
减：所得税	0	390	780	1,170	1,300	1,300
六、净利润	0	2,209	4,419	6,628	7,364	7,364

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 14 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业总收入	236.42	316.76	530.86	734.55	940.42
营业总成本	193.40	262.40	430.87	605.44	781.68
营业成本	163.04	217.89	371.82	521.96	673.53
营业税金及附加	1.31	0.95	2.65	3.67	4.70
销售费用	12.99	12.06	21.23	29.38	37.62
管理费用	11.19	26.63	26.54	36.73	47.02
财务费用	3.53	4.32	8.62	13.69	18.81
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	43.15	54.35	99.99	129.11	158.74
加：营业外收入	3.21	2.93	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	1.16	0.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.20	57.20	99.99	129.11	158.74
减：所得税	6.54	7.98	14.70	19.22	23.81
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	38.66	49.22	85.29	109.90	134.93
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	38.66	49.22	85.29	109.90	134.93
摊薄 EPS（元）	0.577	0.73	1.273	1.640	2.014

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

募集资金投资项目的销售风险

本次发行募集资金投资项目达产后，公司汽车塑料燃油箱的产能将从 2009 年底的 60 万只/年提高到 180 万只/年。产能扩张为公司未来市场占有率的增加奠定了基础，但也对公司市场开拓能力以及产品开发能力提出了更高的要求。若未来市场环境及国家相关汽车产业扶持政策出现较大变化，公司将面临部分产能闲置的风险，可能对公司的经营业绩产生不利影响。

公司客户集中的风险

报告期内，公司主要客户包括奇瑞、江淮、吉利、长城、华晨等整车生产企业，2010 年 1-6 月、2009 年、2008 年、2007 年，公司对前五名客户的销售收入占公司当期营业收入的比例分别为 97.91%、98.52%、96.07%和 96.35%，其中，对奇瑞和江淮的销售收入占公司当期营业收入的 93.10%、79.82%、75.70%和 60.56%，公司客户集中度高，一旦有客户因生产经营出现波动或其他原因减少对其产品的需求，将可能对公司的收入和利润产生较大影响。

原材料价格波动风险

汽车塑料燃油箱本体的主要原材料为高密度聚乙烯（HDPE），公司 HDPE 原料从国外进口。2010 年 1-6 月、2009 年、2008 年、2007 年，HDPE 占公司营业成本的比例分别为 18.16%、20.16%、22.97%和 22.24%，为保证正常生产，公司通常保持 HDPE 等原材料的合理库存。但若 HDPE 等原材料价格短期内大幅波动，则将导致公司经营业绩的波动，公司存在因原材料价格大幅波动所致经营风险。

主要客户竞争环境加剧的风险

2010 年前三季度销量排名，公司的主要客户奇瑞和江淮分别排名第七位和第十位，具有一定的行业地位。虽然奇瑞和江淮具有一定的行业领先地位和竞争优势，经营业绩稳定增长，发展预期良好。但是，如果我国宏观经济及汽车产业政策调整等方面出现对汽车行业不利的变化，使得公司主要客户竞争环境加剧，影响其竞争能力，将会对公司的生产经营产生不利的影响。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同类公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 41.58 倍、31.96 倍和 25.57 倍。最近上市的中小板股票中，2009-2011 年平均动态市盈率分别为 48.64 倍、43.40 倍和 30.83 倍。

表 15 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600741.SH	华域汽车	12.81	0.69	0.98	1.15	1.33	18.54	13.02	11.09	9.62
600303.SH	曙光股份	19.20	0.72	0.68	0.80	1.17	26.67	28.43	23.92	16.44
600523.SH	贵航股份	24.04	0.36	0.38	0.44	0.49	66.78	63.70	55.10	48.82
002283.SZ	天润曲轴	35.78	0.57	0.87	1.30	1.60	62.77	41.21	27.43	22.42
002406.SZ	远东传动	29.48	0.93	1.09	1.48	1.93	31.70	26.96	19.87	15.30
002454.SZ	松芝股份	28.70	0.84	1.13	1.42	1.73	34.03	25.51	20.20	16.56
000581.SZ	威孚高科	39.95	0.79	1.60	1.87	2.39	50.57	24.91	21.37	16.73
国内同行业整体平均							41.58	31.96	25.57	20.84

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（2 月 11 日收盘价）

表 16 最近上市（中小板）股票（10 只平均）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）			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002535.SZ	林州重机	30.80	0.40	0.49	0.84	1.25	77.00	63.05	36.71	24.64
002536.SZ	西泵股份	34.00	0.74	0.93	1.22	1.54	45.95	36.53	27.81	22.02

002537.SZ	海立美达	36.13	0.83	0.92	1.34	1.87	43.53	39.27	26.99	19.28
002538.SZ	司尔特	24.80	0.59	0.58	0.74	0.99	42.03	42.81	33.50	24.98
002539.SZ	新都化工	30.59	0.77	0.87	1.12	1.53	39.68	35.16	27.22	20.01
002540.SZ	亚太科技	34.46	0.78	0.84	1.02	1.67	44.18	41.03	33.62	20.58
002541.SZ	鸿路钢构	41.28	0.81	1.16	1.67	2.26	50.80	35.69	24.69	18.26
002542.SZ	中化岩土	42.80	0.66	0.65	1.05	1.40	64.85	65.60	40.84	30.48
002543.SZ	万和电气	28.00	0.84	0.90	1.14	1.43	33.33	31.11	24.51	19.55
002544.SZ	杰赛科技	29.75	0.66	0.68	0.92	1.35	45.08	43.72	32.43	22.05
平均值							48.64	43.40	30.83	22.18

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (2月11日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

公司募集资金项目于2010年11月部分投产,产能瓶颈代开,盈利能力逐步提升。我们认为,给予公司2011年24-28倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为30.55-35.64元。

从2010年上市的中小板股票来看,截至今年2月11日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为18.14%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场20%的折让,建议询价区间为24.44-28.52元,对应的2010年市盈率区间为33.27-38.81倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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其中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
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	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其中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，任何机构和个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。