

徐敏锋

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

2010年2月24日

具铸造技术优势，扩国内配套份额

——隆基机械（002363）新股点评报告

新股点评

报告关键要素：

公司是国内制动部件行业主要企业之一，具有一定的铸造技术优势，近期在发展境外市场的同时加大力度开拓国内OEM市场。新投资的轮毂项目，技术要求和下游客户与制动毂相似，将成为未来新的利润增长点。

事件：

- **隆基机械发行新股。**公司总部位于山东龙口，主要生产汽车制动毂、制动盘、刹车片等制动系统部件。实际控制人为张乔敏家族，其控股的隆基集团持有公司75%股份（发行前）。公司拟在中小板发行新股3000万股，发行价为18.00元，按2009年摊薄每股收益计算发行市盈率为36倍，募集资金5.40亿元，发行后总股本为12000万股。

点评：

- **产量规模位居制动部件行业第二。**制动盘、制动毂和刹车片是汽车制动系统的主要部件。目前我国大约有700余家汽车制动部件生产企业，市场集中度很低，年产量超过300万件的大型企业不足行业内企业总数的2%。据统计国内主要制动部件企业中，公司产量规模居第二位。据估计在2009年国内OEM市场中，公司在制动盘和普通制动毂方面市场占有率为4.25%，在载重车制动毂方面市场占有率为8.34%。

表 1：2008 年主要企业制动盘毂产量 单位：万件

	制动毂	制动盘	盘毂总产量
山西新华大铸业	-	1630	1630
山东隆基机械	161	541	702
山东省三力集团	-	633	633
莱州华汽机械	-	380	380
莱州华鲁汽车配件	-	300	300
东风本田汽车零部件	-	226	226

资料来源：招股说明书

表 2：国内 OEM 市场占有率 单位：万件，%

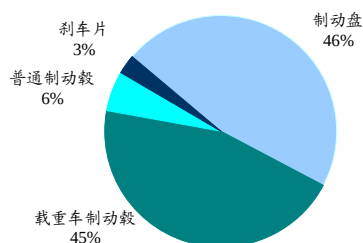
		2007	2008	2009
制动盘与 普通制动毂	公司销量	106	153	223
	国内 OEM 需求	3342	3506	5243
	市场占有率	3.18	4.39	4.25
载重车 制动毂	公司销量	-	7	41
	国内 OEM 需求	370	406	485
	市场占有率	-	1.75	8.34

资料来源：招股说明书

- **铸造技术优势突出。**制动系统是影响汽车主动安全的重要部件，整车厂对此产品要求严格，而质量控制重点在铸造技术。通过持续稳定的研发投入，公司在铸造工艺、产品材质控制以及造型、模具设计开发等方面形成了大量的自有先进技术，如双联熔炼铸造工艺、流水线作业的先进造型技术、全程控制全产品检验的质量检测程序等，并已成为国内铸造规模最大、产品规格型号最多的汽车制动部件生产企业和主要制动部件产品出口企业之一。技术优势使得公司产品在质量控制和成本控制两方面得到均衡匹配。
- **盘毂两类主要产品，境内外市场并重。**公司产品中，制动盘和载重车制动毂占据收入的90%以上，普通制动毂和刹车片占比较小。从地区来看，境内外表现收入基本相当，不同年份有所波动。值得注意的是不同产品不同市场的销售有所波动。其中制动盘和普通制动毂内销收入逐年下降而外销逐年上升，主要是因为公司减少了通过贸易商的间接出口，改为直接出口。载重车制动毂内外销收入

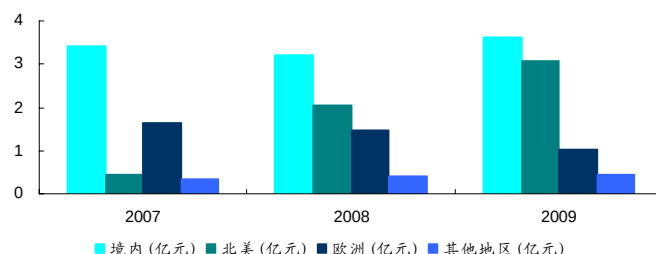
出现了相反的变化，内销增长而外销减少，主要是近年来境外载重车制动毂需求下降，而随着国内重卡等销量的上升，其OEM配套需求量逐年上升。

图 1: 2009 年分产品收入结构



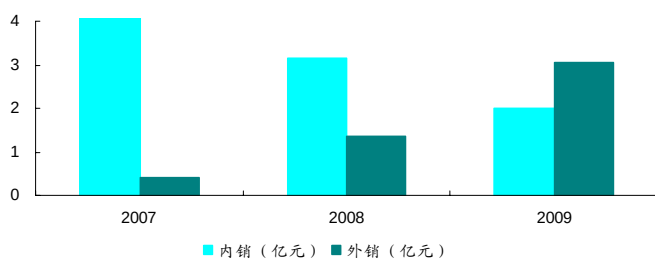
资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

图 2: 2007-2009 年分地区收入结构



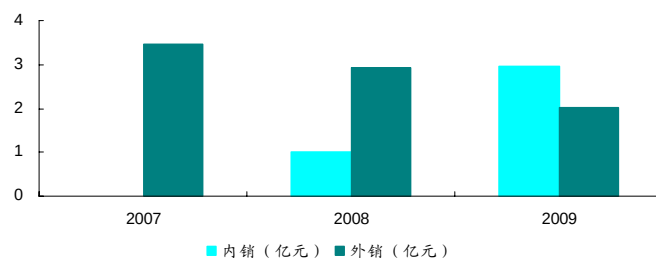
资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

图 3: 制动盘与普通制动毂内外销收入变化



资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

图 4: 载重车制动毂内外销收入变化



资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

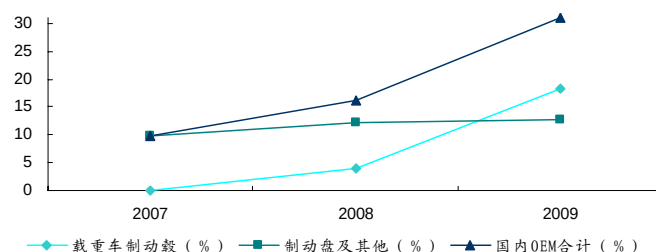
- **加大国内OEM配套市场开拓力度。**自2007年下半年以来,公司已开始着手加大国内市场的开拓力度,已经成为东风德纳、陕西汉德、曙光车桥等的主要供货商,国内OEM市场销售收入占比从2007年的不足10%提高到2009年的31%。随着中国重汽、北方奔驰等新开发客户逐步进入,预计未来国内OEM市场销售收入比例将进一步上升,订单持续性进一步加强。2010年一季度达产的新建2.5万吨制动盘/毂生产线与配套铸造车间将保证对上述新增客户的供货能力。

图 5: 国内 OEM 市场主要客户

客户	简介
东风德纳	2008 年开始提供配套,对其月供货量在 1.5 万件以上,已成为其载重车制动毂第一大供应商
陕西汉德	2008 年开始提供配套,对其月供货量接近 2 万件
中国重汽	已成为其桥箱厂载重车制动毂三家供应商之一,预计批量供货后月供货量将超过 2 万件
北方奔驰	已进入其车桥分公司的供应商名单

资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

图 6: 国内 OEM 收入比例

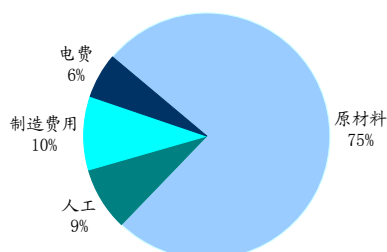


资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

- **具有一定调价能力, 毛利率稳定。**公司产品的主要成本中,原材料占75%,这些原材料主要包括生

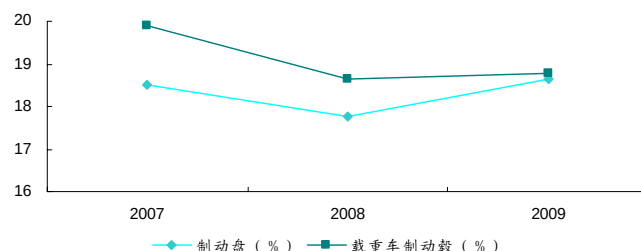
铁、废钢废铁和焦炭。虽然2007年以来原材料价格波动较大，但由于公司具有调价能力，能够基本覆盖原材料涨价带来的成本上升，另一方面客户也会在原材料价格下降时要求降价，因此总体来说毛利率较稳定。

图 7: 产品成本结构



资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

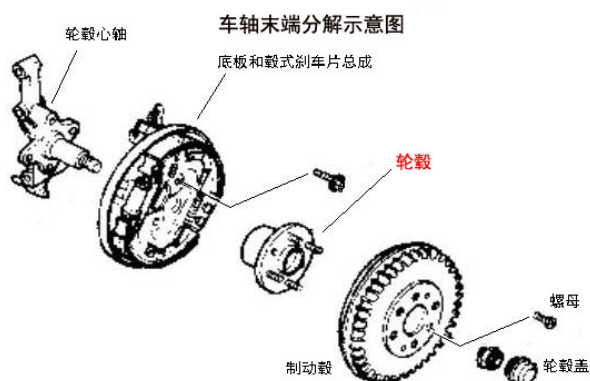
图 8: 主要产品毛利率



资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

- **募集资金投向年产200万件薄壁非等厚球墨铸铁汽车轮毂项目。**本次募集资金主要投向年产200万件汽车球墨铸铁轮毂项目。公司预计投资总额为3.51亿元，超募部分将用于补充流动资金。轮毂是传动力矩、承载重量的关键部件，主要采用球墨铸铁来生产。在近年来轻量化趋势下，薄壁非等厚轮毂正成为未来发展方向。由于轮毂与制动鼓技术要求和下游客户相似，而且公司在铸造技术方面具有优势，因此公司决定开拓轮毂市场。这一项目将成为新的利润增长点。

图 9: 轮毂与制动鼓位置示意图



资料来源: 招股说明书

表 3: 募投项目经济效益指标

指标	数值
年新增销售收入	42900 万元
年新增利润总额	6121 万元
投资利润率	17.4%
投资回收期	税前 5.6 年
	税后 6.6 年
全部投资财务内部收益率	税前 24.1%
	税后 18.4%
盈亏平衡点	59.8%

资料来源: 招股说明书

- **盈利预测。**我们预测公司2010年-2011年每股收益分别为0.65元和0.86元（按发行后总股本摊薄），发行价对应的2010年市盈率为28倍。近期中小板上市首日收盘涨幅在15%左右，估计公司上市首日收盘价格为20-23元，对应2010年市盈率分别为30-35倍。
- **风险提示。**（1）国内外市场订单大幅波动；（2）募集资金投资项目进展不顺利；（3）原材料价格大幅波动。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	7.12	8.17	9.29	11.80
增长比率 (%)	20.88	14.85	13.64	27.00
净利润 (亿元)	0.53	0.61	0.78	1.04
增长比率 (%)	3.15	14.23	29.20	32.17
每股收益 (元)	0.44	0.51	0.65	0.86
市盈率 (倍)				

发行数据

发行价 (元)	18.00
发行数量 (万股)	3000
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2 月 22 日
上市日期	

基础数据 (2009年12月31日)

每股净资产 (元)	3.13
每股经营现金流 (元)	0.24
毛利率 (%)	18.77
净资产收益率 (%)	21.53
资产负债率 (%)	62.99
总股本/流通股 (万股)	9000/
B 股/H 股 (万股)	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。