

穿越周期的跨越式增长



公司评级

未评级

秦绪文

汽车行业高级分析师

目标价格

021-63325888×6097

报告日期

2010 年 3 月 18 日 星期四

qinxuwen@orientsec.com.cn

事件：3 月 18 日，我们对兴民钢圈（002355）进行了调研，就公司目前的运营状况、募投项目的进展状况，企业的长期发展战略和公司的高管进行了深入的交流，主要分析结论如下：

研究结论：

- **市场需要对汽车轮胎钢圈产品进行重新认识。**市场普遍认为，轮胎钢圈产品只是轮辋和轮辐等几个简单的零部件组成的简单产品，技术含量不高。其实，市场把钢圈产品看得过于简单，要使端径跳、平面度等技术指标符合相关技术规范，并在大规模量产过程中始终保持良好的一致性，则需要多年的产品开发、设计经验、产品制造工艺的积淀，并需要良好的加工设备作保障。从汽车行驶系的技术要求来看，作为直接和行车安全高度相关的产品，轮胎钢圈产品的重要性不容小觑。
- **公司的竞争优势。**公司具备长期的轮胎钢圈产品开发、设计和制造经验，技术实力雄厚，工艺水平先进；轮胎钢圈产品产业链非常完整，和轮胎钢圈产品的技术开发、产品制造的所有工序都在公司内部完成，具备较强的成本控制、进度控制和技术控制能力；产品型谱非常齐全，有效规避市场风险，确保拥有规模经济效益；产品开发能力强，能不断推出新产品，并能有效引导下游整车厂的需求变化。
- **公司的汽车钢圈产品对下游整车用户具有成本转移能力。**由于涉及到行车安全，下游整车厂在确定轮胎钢圈供应商时，会选择产品质量过硬的供应商。当原材料价格上涨时，下游整车厂往往会满足钢圈供应商的提价要求，以确保钢圈的产品质量。公司作为国内轮胎钢圈 OEM 市场的龙头企业，自然对下游整车厂享有更强的成本转移能力。
- **销量高速增长、产品毛利水平的提高是过去三年里盈利水平高速增长的重要驱动力。**公司产品销量的高速增长主要得益于国内 OEM 市场和海外 AM 市场的高度繁荣；坚持 OEM 市场的高端产品路线、不断推出的新产品、无内胎钢圈产品的销量比重的不断提高、海外产品销量比重的不断提高是公司产品毛利水平不断提高的主要驱动因素。销量的高速增长和产品毛利水平的不断提高驱动公司的盈利水平在过去三年里以 46% 的复合增长率高速增长。
- **IPO 募集资金所投的项目将有效解决公司目前的产能瓶颈。**目前，公司的无内胎轮胎钢圈产能严重不足，导致 09 年公司不得不放弃大量的海外市场订单，以确保国内 OEM 市场，即使在国内 OEM 市场上，由于产能不足，一些大中型客车、重卡行业的客户的订单无法满足，一些已经获得供应商资格的乘用车客户的订单，也不得不放弃。公司 IPO 募得的资金，可以有效解决大、小尺寸的无内胎轮胎钢圈产品的产能瓶颈，驱动公司的产品销量继续保持高速增长的态势。
- **大尺寸无内胎轮胎钢圈项目的顺利实施将帮助公司实现穿越下游行业周期的跨越式增长。**大尺寸无内胎轮胎，用在长途货运运用中重卡和大中型客车上，具备节省轮胎、节省整车燃油、降低整车自重和安全性好等优点，在欧美发达国家的应用普及率已经超过 95%。在中国市场上，大中型客车产品的 OEM 市场已经广泛采用无内胎轮胎，但在长途货运运用中重卡市场的 OEM 市场上由于价格原因，普及率还非常低。公司的大尺寸无内胎轮胎钢圈产品已经获得欧美市场的第三方认证，只要具备产能，可以迅速实现销售，尽管公司已经实现对欧美 AM 市场的销售，但是受限于产能，欧美市场的销售始终无法再上一个台阶；国内的中重卡市场，大尺寸无内胎轮胎在 OEM 市场上正处在高速增长的前夕，市场潜力巨大，而在国内缺乏产品质量过硬的无内胎用轮胎钢圈制造商。如果公司的大尺寸无内胎轮胎用钢圈的产能瓶颈得以突破，凭借公司产品的技术和质量优势，公司将抓住海外经济复苏带来的无内胎轮胎钢圈产品需求的快速复苏和国内中重卡用大尺寸无内胎轮胎钢圈产品需求的爆发式增长的历史性机遇；产能评级瓶颈的解决，也有利于公司继续扩大在大中型客车用大尺寸无内胎轮胎钢圈市场的份额。所以，即使假定

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

国内中重卡市场和大中型客车市场不增长，公司的大尺寸无内胎轮胎钢圈产品的销量也将实现穿越周期的跨越式增长。

- **公司的盈利高增长的趋势有望在接下来的三年获得持续。**公司坚持高端产品的策略，能不断根据整车终端用户的需求特点不断推出新产品；无内胎轮胎钢圈产品产能瓶颈的突破有利于公司抓住该产品内需和外需爆发式增长的历史机遇；产品高端化的路线符合下游重卡行业产品技术升级的大趋势。我们认为，公司在未来三年的增速依然会处于非常高的水平。经过我们的初步估算，预计未来三年，公司的盈利增速复合增长率有望超过 40%。
- **投资评级：**未评级，请关注后续深度报告。
- **风险因素：**1）、宏观经济景气程度显著下降，下游整车企业的产品销量大幅度下滑；2）、现有轮圈制造企业大举投资大尺寸无内胎轮胎钢圈项目，使行业供过于求。

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

— 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

— 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

— 行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn