

分析师： 刘元瑞 (8621)68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn

从“黑马”到“白马”的钢轮龙头

事件描述

近日我们于公司进行实际调研，主要调研结论如下：

事件评论

第一，规模是钢轮行业未来竞争格局的关键要素

公司的主要业务是国内的钢制车轮，我们认为该细分行业在汽车零部件中属于规模密集型、资金密集型、技术密集型和劳动密集型的行业。中长期来看，随着汽车行业高强度、轻量化要求的不断提高，对于钢车轮也提出了更高的要求，因此，钢车轮企业的技术储备和技术领先很重要，但目前国内汽车企业轻量化的研发还不够系统，考虑到钢车轮在整车整备质量中占比较小，对整车轻量化的影响比较有限，技术当前是重要的储备而非决定竞争格局的关键。

我们预计汽车行业 2010 年整体增速达 25%，预计今后十数年汽车行业仍将是快速发展期，从短期来看，对于钢车轮企业发展的关键是依靠较好的品牌、质量水平，与整车厂建立紧密的战略合作，产能扩张能够跟上行业的发展步伐，在规模扩张中不断降低成本、提升技术实力，简单来说就是先入门，在干中学，在成长中不断提高。

第二，公司具备未来跨越式发展的潜力

鉴于行业竞争的关键要素短期看是规模，从长期看是规模与技术并重，我们认为，抓住汽车行业成长机会，迅速提升产能规模是公司的当务之急，而公司的近期动态似乎也透露出管理层的宏图大志。

根据《中国汽车工业年鉴》统计数据，2005 年、2006 年和 2007 年我国钢制车轮主要生产企业产量合计分别为 2,173.86 万件、2,810.75 万件和 3,835.17 万件，08-10 年汽车行业仍然保持了较高的复合增长率，当前及未来持续的增长将为钢轮行业提供良好的需求环境。

根据中国汽车工业年鉴数据，公司与正兴车轮已经成为国内仅有的两个产能超 1000 万件的行业龙头，其中正兴产能约 1000 万只，而公司在今年新建产能达产后产能也由 09 年的约 921 万只达到今年的约 1200 万只。公司与正兴业务的差别主要在于正兴以 AM 市场为主，而公司以 OEM 市场为主。公司产品线宽泛，品种达 1000 余种，可以覆盖汽车行业的主要细分市场。

自 07 年以来，产能便成为了公司国内业务快速拓展的桎梏，产能利用率自 08 年以来连续处于 99%以上的生产瓶颈。不同于整车制造通过加班加点方式可以拥有的较大产能弹性，由于车轮生产线的更换模具对于有效生产时间的限制，公司产能弹性并不大。在可供使用并不充裕的产能下，公司下游客户的开拓受到了较大的制约。公司产量的份额分别为 19.17%、16.13%和 15.20%，产能不足是公司份额下降的重要原因。

1、公司管理层朴实而专注，看到了公司目前的主要困难，利用上市契机集中解决规模的问题，同时提升了高毛利的无内胎钢轮的比重，未来有望形成规模和毛利双升。

公司管理层在上市后并未豪华装修办公室、大买豪华车辆，而是将募集资金、超募资金和部分自有资金用于投资主业，在长沙与唐山分别新建两工厂，与现有龙口新建厂区形成三地生产，有效覆盖商用车主要的生产基地中南、西南、华北、东北和华东地区，资金来源主要来自募集资金及自有资金。按照规划，达产后 2011 年底可形成约 2800 万件产能，资本市场的融资将使得公司较竞争对手更快的提升产能，产能到位后，公司将利用在国内较好的品牌和市场推广经验提升配套范围，快速提升规模。

表 1：我们预计公司产能规模及分布

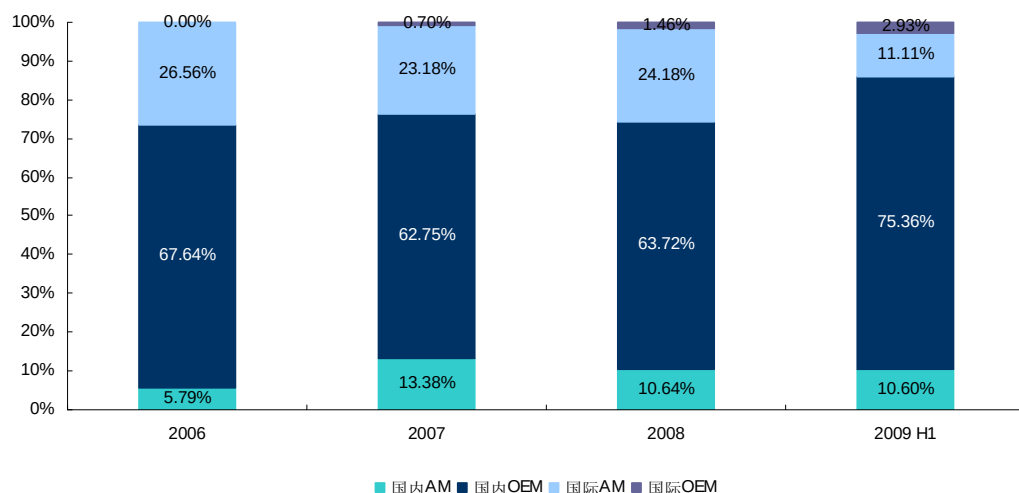
生产基地	产品	现有产能（万件）	未来产能（万件）	达产时间
龙口基地	无内胎车轮	650	1250	2011 年 6 月
	有内胎车轮	550	550	现有
长沙基地	复合	0	500	2011 年 8 月
唐山基地	复合	0	500	2011 年 5 月
合计	复合	1200	2800	2011 年

资料来源：长江证券研究部

从具体举措上看，海外 AM 市场的稳步开拓和国内 OEM 市场的爆发是公司高速成长的最主要驱动力。

公司目前主营业务收入约 21% 来自于海外市场，较 09 年末的约 16% 体现了较好的发展势头，我们认为公司未来海外市场的开拓将类似于中鼎股份，目前通过经销商进入海外 AM 市场建立品牌形象，未来有望通过合理收购本地工厂，推动进入主要生产商全球采购体系。

图 1：今年公司各部分业务构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

此外，对于成本问题，公司原材料采取集中采购模式，与供应商结成密切战略合作关系，享有相当优惠的采购政策，拥有较好的成本波动规避能力，因此也从一个方面说明了规模是相对竞争对手竞争优势的一个关键来源。

2、公司熟悉国内市场，能够较好的协调好上下游的关系，在细分市场内具有较强的技术研发实力。

钢车轮行业的关键竞争要素，从长期看是技术和战略合作带来的成长。规模增长与技术研发并重，才能使一个公司始终站在行业发展的前列。规模的领先可以提升公司行业内核心话语权，而技术的提前研发有望确保公司奠定行业技术

领导者的强势地位，只是这个过程将是一个长期的过程，其长短取决于上游钢材品质的革新和下游整车客户对于轻量化等核心技术研发的进展。

在把握钢车轮重新部分替代铝车轮的趋势中，高强度和轻量化需求对于车轮上下游协同研发提出了较高的要求。我们认为公司较好的协调好了钢厂、轮毂厂和整车厂的关系，共同推动技术和产品升级。短期来看，有望利用德、美、荷三国先进设备实现产品高端化结构调整，为了提升技术实力，公司今后还打算在大城市设立技术中心，提高对技术人才的吸引力。长期来看有望掌握如变截面不等厚轮辋旋压技术等行业先导技术，通过自身不断推进行业升级，成为行业规模与技术的双领导者。

3、唐山、长沙和龙口三基地的开拓将有助于开拓新客户，形成全国一盘棋。

未来公司将进一步围绕主业，伴随主机厂而建厂，有效节省对于车轮行业高额的物流成本，以 800 公里左右为半径，积极维护现有客户，争取潜在客户并挖掘新客户。我们认为以龙口总部开拓出口市场，依托各主要整车厂在各地不断布局设厂将是公司未来规模上的主要发展战略。

观察公司现有客户主要以北京的福田重卡、山东诸城的福田北方工程车、河北长安等为主，我们认为唐山工厂将大大减少公司物流费用，节约成本约 1000-2000 万元，提升了公司成本控制能力。同时未来面向中南西南地区如重庆长安等客户开拓的长沙基地也为公司业务开拓提供了丰富的想象空间。公司为国内细分市场的领先者福田汽车、金龙客车、长安汽车等主机厂配套，充分验证了公司的产品质量和品牌保证，新基地建成后若汽车行业景气度较高，新客户的开拓将更加顺利。现有龙口基地依托龙口港，未来还有望逐步提高出口比例，积极发展国际业务。

第三，给予“推荐”投资评级

我们认为公司抓住汽车行业快速增长的机遇，利用良好的品牌形象、客户关系，提升市场份额，提升规模经济和技术水平，实现从“黑马”到“白马”的华丽转身。预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 0.56 元和 0.85 元，当前股价 15.25 元，对应 PE 分别为 27.1 倍和 18.1 倍，给予“推荐”评级。

投资的风险主要在于新增产能不能及时到位、行业景气度下降导致公司的新增产能难以充分利用、行业内发生恶性价格竞争导致公司成本传递不顺畅。其中行业发生负增长导致竞争加剧，产能难以如期释放是最大的风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	1571	1980	2597	货币资金	190	16	20	25
营业成本	903	1325	1629	2109	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	165	246	351	488	应收账款	60	88	110	145
% 营业收入	15.5%	15.6%	17.7%	18.8%	存货	165	242	298	386
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	55	80	99	128
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	37	55	70	91	流动资产合计	511	489	605	786
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	16	24	30	39	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	6	1	6	9	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.1%	0.3%	0.3%	固定资产合计	282	631	924	1066
资产减值损失	-2	2	2	2	无形资产	22	21	20	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	1
营业利润	105	161	241	342	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	10.2%	12.2%	13.2%	资产总计	820	1144	1553	1875
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	93	61	204	186
利润总额	106	161	241	342	应付款项	306	449	552	715
% 营业收入	9.9%	10.2%	12.2%	13.2%	预收账款	14	21	27	35
所得税费用	26	39	59	84	应付职工薪酬	6	9	11	14
净利润	80	121	182	258	应交税费	8	12	17	25
归属于母公司所有者的净利润	78.3	118.5	177.5	251.9	其他流动负债	0	0	0	0
少数股东损益	2	3	4	6	流动负债合计	427	552	811	975
EPS (元/股)	0.50	0.56	0.84	1.20	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	166	198	319	457	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	427	552	811	975
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	362	463	614	828
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-40	-416	-420	-326	股东权益	31	34	38	45
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	393	497	652	872
投资活动现金流净额	-40	-416	-420	-326	基本指标	820	1049	1464	1847
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.496	0.563	0.844	1.197
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.30	2.93	3.89	5.25
银行贷款增加 (减少)	-16	51	143	-18	PE	30.73	27.07	18.07	12.74
筹资成本	6	-19	-33	-46	PEG	0.65	0.57	0.38	0.27
其他	-12	0	0	0	PB	6.64	5.20	3.92	2.91
筹资活动现金流净额	-22	32	110	-65	EV/EBITDA	23.60	14.12	9.06	6.30
现金净流量	105	-186	10	67	ROE	21.6%	25.6%	28.9%	30.4%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。