

顺荣股份 002555-SZ

在产品和客户两个维度上扩张

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 公司是国内排名第二的汽车塑料燃油箱内资生产企业

公司主营产品是汽车塑料燃油箱，此外有 11%~12% 的营业收入来自于注塑内饰件。公司的现有主要客户是奇瑞汽车、江淮汽车、吉利汽车和长城汽车等自主品牌车企，正在开发的客户包括广汽、上汽、北汽、长安、东风日产等自主与合资品牌。

◆ 汽车燃油箱是近年来数次引起汽车召回的安全法规件

汽车燃油系统需要实现存贮燃油、正常加油、显示余量、供应燃油和蒸汽管理等五大功能，由储存模块、供应模块、蒸汽管理模块和仪表和控制模块的 20 多个零部件组成，其中汽车燃油箱是汽车燃油系统的核心部件。与传统的金属燃油箱相比，塑料燃油箱具有重量轻、成本低、安全性高、耐腐蚀、寿命长、可有效利用车身空间等优点，因而国内绝大部分品牌的狭义乘用车都已采用塑料燃油箱。

国内塑料燃油箱市场呈现外资企业与内资企业水平分层竞争局面，外资企业主要配套质量要求高的合资品牌车企，内资企业配套自主性价比要求高的自主品牌车企。与外资竞争对手相比，公司的产品单价仅为合资品牌的 1/2~2/3；与内资竞争对手相比，公司产品质量可靠，近年来从未发生过召回事故。

◆ 公司将在产品和客户两个维度上扩张

我们认为，公司的产品战略是以塑料燃油箱为主，同步发展注塑内饰件，适度发展燃油泵等燃油系统其它零部件，未来可逐步实现由燃油箱供应商向燃油系统供应商的升级。公司的市场策略是短期增长依托奇瑞、江淮等现有客户，中长期发展则需要依靠高性价比向上挤占外资竞争对手、依靠可靠质量向下挤压内资竞争对手的市场空间。在公司未来几年的高速发展中，我们认为公司有必要在广州、北京等销地建厂，就近配套客户。

由于公司新增生产设备的周期在 1 年左右，因而 2008 年金融危机后公司产能的扩张滞后于主要客户汽车销量的增速。我们认为，公司依托现有客户，销量在 2011 年有望实现 70% 以上的高速增长。

◆ 募集资金将助于公司解决产能瓶颈，预计上市合理价格 41.16 元

公司募投项目为“汽车塑料燃油箱改扩建项目”，计划投资金额为 2.5 亿元将现有 60 万只燃油箱产能提升至 180 万只，公司的先期投入已经在 2010 年 11~12 月形成 40 万只燃油箱产能。我们预计公司未来 3 年净利润复合增速将达到 53.3%，按照 2011 年每股盈利 1.47 元的 28 倍 PE 估值，预计上市合理价格为 41.16 元，建议申购价格为 35.00~39.10 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	236	317	534	748	970
净利润（百万元）	39	49	99	138	177
每股收益	0.58	0.73	1.47	2.07	2.65
每股自由现金流 (FCFF)	0.05	-2.08	-1.11	-0.73	1.24
经营性 ROIC	24.17%	15.71%	19.38%	18.99%	21.94%
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.02%	27.00%	10.80%	13.16%	14.59%

合理申购价格	35.00~39.10 元
预计上市合理价	41.16 元
询价开始日期	2 月 14 日

分析师：

于 特 (执业证书编号：S0930510120015)

联系人：

奉 玮

021-22169320

fengw@ebscn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	17
发行后总股本(百万股)	50
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-02-21
主承销商	国元证券股份有限公司
主要股东	吴绪顺
第一大股东持有比例(%)	29.64%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
汽车塑料燃油箱改扩建项目	25,000
总金额	25,000

相关报告：

目 录

1	顺荣股份：排名居前的汽车塑料燃油箱生产企业	4
1.1	股权结构：周绪顺家族为公司实际控制人	4
1.2	主营产品：多层汽车塑料燃油箱	4
2	汽车燃油箱：近年造成数次汽车召回的安全法规件	4
2.1	产品特点：燃油箱是燃油系统的核心部件	5
2.2	技术路线：塑料燃油箱优于金属燃油箱	7
2.3	行业结构：内资与外资企业水平分层竞争	7
3	公司分析：在产品与客户两个维度上扩张	8
3.1	产品战略：以燃油箱为主 适度多元发展	8
3.2	市场策略：2011 年增长仍主要来自现有客户	9
3.3	扩张策略：销地建新工厂 上海建研发中心	12
3.4	SWOT 分析：中长期增长需要开拓新客户	12
4	募集资金项目分析	13
5	盈利预测	13
5.1	假设前提	13
5.2	业绩预测	13
6	估值	15
6.1	绝对价值评估	15
6.2	相对价值评估	15
7	投资评价和建议	16
8	风险分析	16
8.1	产品质量事故的风险	16
8.2	国内汽车行业增速大幅下滑	16
8.3	客户过于集中的风险	16
8.4	管理能力不能与公司高速扩张同步提升的风险	16

图目录

图表 1	汽车燃油系统示意图	6
图表 2	公司燃油箱销量按是否含燃油泵占比	9
图表 3	公司燃油箱单价按是否含燃油泵（单位：元）	9
图表 4	公司产品 2009 年分客户平均售价（单位：元）	9
图表 5	公司营业收入分客户占比	9
图表 6	公司 2009 年在主要客户中的配套比例	10
图表 7	公司 2010 年上半年在主要客户中的配套比例	10
图表 8	公司 2011 年主要客户销量占比预测	11
图表 9	公司 2011 年在主要客户中的配套比例预测	11

表目录

表格 1 发行前后公司 IPO 前后股权分布情况.....	4
表格 2 汽车燃油系统的 5 项基本功能.....	5
表格 3 汽车燃油系统 4 大功能模块.....	5
表格 4 近 3 年国内汽车市场由于燃油系统存在质量问题而发生的汽车召回	6
表格 5 塑料燃油箱较金属燃油箱所具有的优点.....	7
表格 6 公司主要客户 2011 年产量预测.....	10
表格 7 公司 2011 年分客户销量预测.....	10
表格 8 公司的异地扩张计划.....	12
表格 9 公司 SWOT 分析.....	12
表格 10 公司募投项目基本情况（单位：万元）	13
表格 11 主营收入、增速、毛利率预测.....	13
表格 12 同行业可比上市公司估值.....	16

1 顺荣股份：排名居前的汽车塑料燃油箱生产企业

公司是国内排名第二的汽车塑料燃油箱内资生产企业，主要为奇瑞汽车、江淮汽车、吉利汽车和长城汽车等自主品牌配套塑料燃油箱。公司主营产品以塑料燃油箱为主，另外有 11%~12% 的营业收入来自于注塑内饰件。

1.1 股权结构：周绪顺家族为公司实际控制人

持有公司发行前 5% 及以上股份的主要股东是吴绪顺、吴卫红、吴卫东、国富基金、翰玥投资和国元直投。吴绪顺是公司董事长；其女吴卫红是公司的副董事长兼常务总经理，主管财务；其子吴卫东是公司的总经理，主管销售。吴绪顺、吴卫红、吴卫东合计控制公司发行前股份 75.10%，是公司的控股股东和实际控制人。

表格 1 发行前后公司 IPO 前后股权分布情况

史建伟、史娟华、史维是为公司的控股股东和实际控制人

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股本数量（股）	持股比例（%）	股本数量（股）	持股比例（%）
吴绪顺	14,822,124	29.64	14,822,124	22.12
吴卫红	11,437,576	22.88	11,437,576	17.07
吴卫东	11,290,300	22.58	11,290,300	16.85
国富基金	5,500,000	11.00	5,500,000	8.21
翰玥投资	3,500,000	7.00	3,500,000	5.22
国元直投	3,450,000	6.90	3,450,000	5.15
本次发行流通股		-	1700.00	25.29
合计	6500.00	100.00	8700.00	100.00

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

1.2 主营产品：多层汽车塑料燃油箱

公司主营产品是多层汽车塑料燃油箱，同时公司利用生产塑料燃油箱的边角余料生产注塑内饰件，有效地提高了公司的原材料利用率，使得公司的综合毛利率从 2008 年的 27.7% 稳步增长至 2010 年的 31.2%。此外，公司未来还将开发燃油泵等汽车燃油系统中除燃油箱以外的其它零部件。

2 汽车燃油箱：近年造成数次汽车召回的安全法规件

汽车燃油箱为固定于汽车上用于存贮燃油的独立箱体总成，是重要的安全法规件。

2.1 产品特点：燃油箱是燃油系统的核心部件

如表格 2 所示，汽车燃油系统需要实现 5 项基本功能。其中除了要实现正常的存贮、加油、显示与供油等功能外，现在排放法规还要求汽车燃油系统管理燃油及其挥发物泄漏所造成的环境污染。

表格 2 汽车燃油系统的 5 项基本功能

滚针轴承在汽车行业、摩托车行业和工具行业中有广泛应用

功能	说明	可能存在的失效模式
存贮	安全、可靠地存贮燃油	燃油箱渗漏；极端情况下燃油箱爆炸、燃烧
加油	高质量的加油特性	在加油过程中出现喷油或燃油不能注入
显示	正确指示存贮的油量	错误显示燃油余量
供油	依照动力系统的要求向发动机提供洁净的燃料	燃油泵不工作，停止供油
蒸汽管理	管理燃油和燃油蒸汽的产生、储存和溢出	燃油或燃油蒸汽泄漏

资料来源：光大证券研究所

如表格 3 所示，汽车燃油系统又可进一步细分为 4 大功能模块。其中，汽车燃油箱是汽车燃油系统的核心部件，其余各功能组件均需要最后安装到汽车燃油箱上，因而汽车燃油箱供应商存在升级成为汽车燃油系统供应商的可能。

表格 3 汽车燃油系统 4 大功能模块

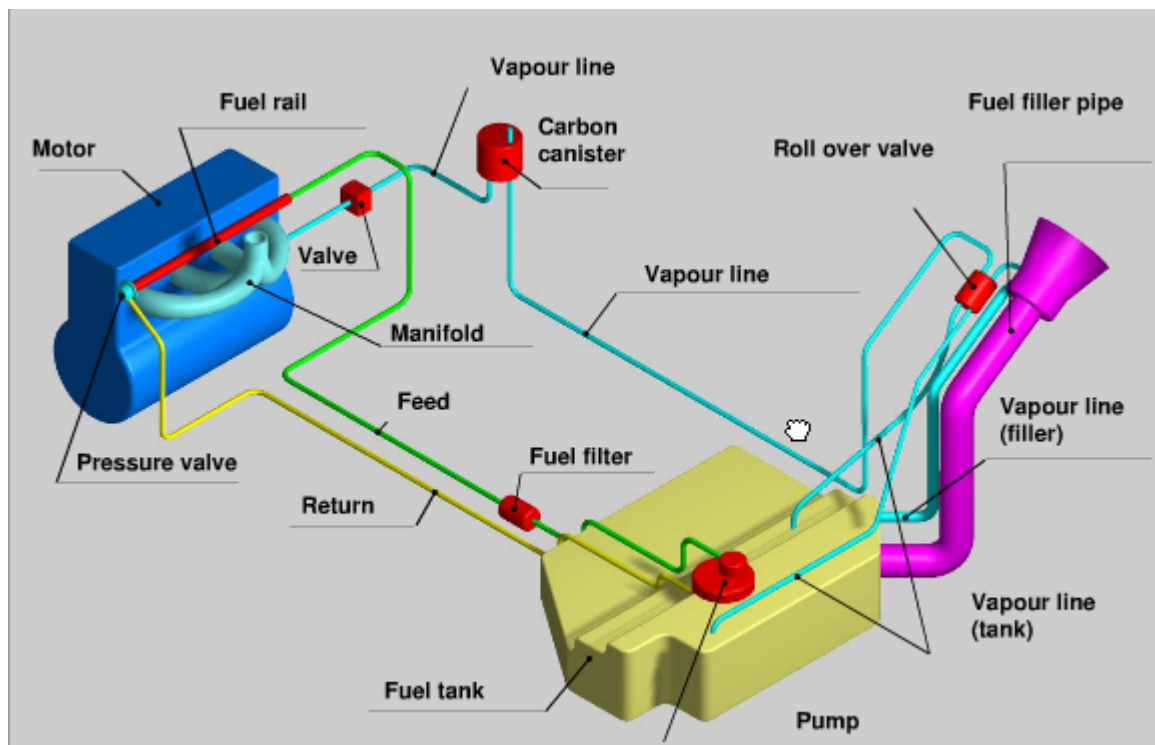
对应于汽车燃油系统的 5 大功能，汽车燃油系统可分为 4 大模块

功能模块	主要零件
储存模块	燃油箱、注油管、储油桶、锁盖、排气管、接头、绑带、热保护板、防护板、扣件
供应模块	燃油泵、燃油滤清器、调压阀、燃油管、减震垫、发送模块
蒸汽管理模块	碳罐、ORVR（On-board Refill Vapor Recovery）阀、翻转阀、通风阀、压力保持阀
仪表和控制模块	燃油传感器、进口控制阀、导线

资料来源：光大证券研究所

图表 1 汽车燃油系统示意图

汽车燃油系统由 20 个以上的零件组成



资料来源：光大证券研究所

一旦汽车燃油系统不能正常实现上述五大基本功能中的任何一项，就有可能影响车辆使用安全，迫使整车企业实施昂贵的汽车召回。表格 4 列举了国内汽车市场近三年来发生的由于燃油系统存在质量问题而发生的数次汽车召回，其中不仅有售价 4 万多的五菱宏光，也有售价 700 多万的兰博基尼。

我们认为，由于国内汽车召回制度仍不完善，因此与宝马、大众等外资品牌正式召回不同，自主品牌车企会更多地以非公开的方式处理其所遇到的燃油系统质量缺陷问题。

但自主品牌整车企业不正式召回并不意味着整车企业不向燃油箱供应商索赔，因此对于质量不可靠的汽车燃油箱供应商而言，它们一方面会给整车企业带来质量事故风险，另一方面自己也需要面对整车企业的高额索赔。

表格 4 近 3 年国内汽车市场由于燃油系统存在质量问题而发生的汽车召回

众多国际汽车厂商都已开始使用 OAP

日期	厂家	车型	召回原因
2011/1/14	上汽通用五菱	6075 辆五菱宏光	由于中排座椅的一颗紧固螺栓与燃油箱配合尺寸累积超差，可能导致紧固螺栓与燃油箱上表面干涉，造成燃油箱的干涉部位产生磨损；极端情况下，可能在干涉部位出现轻微的燃油渗漏，影响车辆使用安全
2010/11/9	宝马(中国)汽车贸易有限公司	6009 辆宝马 X5	由于油箱内燃油泵中电机内的换向器与碳刷接触发生异常磨损，可能造成燃油泵不工作，车辆将不能启动。如果在车辆行驶过程中燃油泵停止工作，会造成发动机突然熄火，车辆将失去转向助力和刹车助力功能，导致驾驶员需要采取较大的转向力和制动力，

			存在安全隐患。
2010/8/18	宝马(中国)汽车贸易有限公司	5308 辆宝马 5 系 GT	车辆燃油箱内油位传感器浮臂可能被通气管卡住,造成浮臂不能随燃油箱内油面一同降低,当燃油耗尽时,仪表板仍然会错误地显示有一定的燃油余量(可行驶里程),可能造成无预警情况下的发动机熄火,熄火后车辆无法重新启动,存在安全隐患。
2010/5/24	大众进口汽车销售有限公司	30 辆兰博基尼蝙蝠系列车型	由于受到燃油箱本身及箱内燃油振动作用的影响,位于燃油箱内部的燃油泵支架焊接点可能出现分离现象,极端情况下可能导致燃油箱出现破损,造成燃油泄漏,形成安全隐患。
2009/11/2	沈阳华晨金杯汽车有限公司	8984 辆骏捷 FRV 轿车	由于油箱生产工艺问题,导致油箱开焊,出现裂纹,车辆在使用过程中可能发生燃油渗漏,影响车辆安全
2008/4/15	大众进口汽车销售有限公司	77 辆进口四轮驱动帕萨特 B5 轿车	由于燃油箱总成装配问题,造成通风口出口处应力集中,在极端情况下,会导致通风口出口处根部出现裂纹甚至裂缝,引起燃油泄漏,存在一定的着火风险。

资料来源:公开媒体,光大证券研究所整理

2.2 技术路线:塑料燃油箱优于金属燃油箱

传统的汽车燃油箱使用金属材料,直到 20 世纪 60 年代德国大众汽车公司、巴斯夫公司(BASF)和考特斯公司(Kautex)联合研究开发出世界第一只汽车塑料燃油箱。如表格 5 所示,汽车塑料燃油箱较金属燃油箱具有重量轻、成本低等 6 大优点,因此欧美发达国家的汽车塑料燃油箱的使用率已达到 90%,而福特公司的塑料燃油箱使用率在 1997 年就达到了 100%。

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。商用车由于空间大,金属燃油箱的形状可以做成非常规则的长方体,因此加工难度低、加工成本也低。而在乘用车中,由于空间有限,燃油箱的形状较为复杂,因而国内绝大部分品牌的狭义乘用车都已采用塑料燃油箱。

表格 5 塑料燃油箱较金属燃油箱所具有的优点

滚针轴承在汽车行业、摩托车行业和工具行业中有广泛应用

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:公司招股说明书,光大证券研究所整理

2.3 行业结构:内资与外资企业水平分层竞争

目前国内汽车塑料燃油箱行业呈现一个水平分层竞争局面,整个行业大致

可分为以下 4 层：

- 1) 外资品牌：具备开发能力，产品质量可靠，但售价是公司产品的 2 倍以上，主要为合资品牌整车企业供货；
- 2) 使用成套进口设备并具备开发能力的内资品牌，如扬州亚普与顺荣股份：产品质量可靠，仅具有开发能力，主要为排名居前的自主品牌配套；
- 3) 使用进口设备单不具备开发能力的供应商：产品以仿制为主，主要为中低端自主品牌配套；
- 4) 使用国产设备的供应商：产品仿制为主，为市场最低端的车型配套。

与考特斯等外资品牌相比，公司具有巨大的成本优势，价格仅为前者的 1/2~2/3，原因是：

- 1) 公司具有完整的产业链，具备模具自制能力，产品开发周期明显快于研发能力在国外的外资品牌；
- 2) 燃油系统的配件自制率较高；
- 3) 除燃油箱外公司还生产注塑内饰件，正好可以利用生产燃油箱剩下的边角余料；
- 4) 人员成本相对较低；
- 5) 公司根据国内市场多品种、小批量的特点对设备进行了改造，提高了生产线的柔性，提高了多品种产品下的生产效率。

3 公司分析：在产品与客户两个维度上扩张

公司的产品战略是以塑料燃油箱为主，同步发展注塑内饰件，适度发展燃油泵等燃油系统其它零部件。公司的市场策略是短期增长需要依托奇瑞、江淮等现有客户，中长期发展则需要向上挤占外资竞争对手、向下挤压内资竞争对手的市场空间。在公司未来几年的高速发展中，我们认为公司有必要在广州、北京等销地建厂，就近配套客户。

3.1 产品战略：以燃油箱为主 适度多元发展

公司现有的核心产品是燃油箱，此外有 11%~12% 的营业收入来自于注塑内饰件。我们认为，由于公司的注塑内饰件可以有效地利用燃油箱的边角余料，提高原材料利用率，因此未来公司的注塑内饰件业务增速将与公司的燃油箱业务基本保持同步。

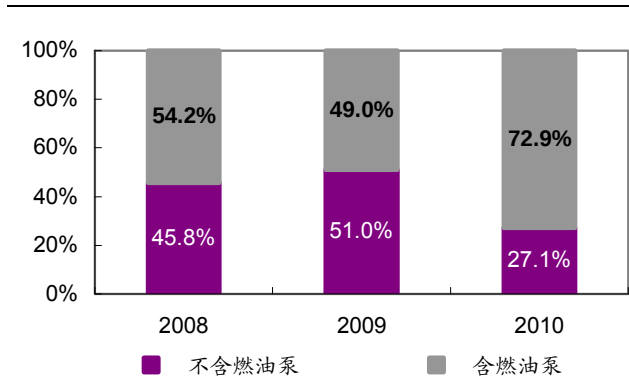
此外，公司未来可以进入的产品领域是汽车燃油系统中除燃油箱以外的其它零部件，如燃油泵。我们认为，公司进入这一产品领域与现有燃油箱业务可以产生很好的协同效应：

- 1) 系统化供货是汽车行业的大趋势。从图表 2 可以看出，含燃油泵的燃油箱销量占比已从 2007 年的 54.2% 上升至 2010 年的 72.9%；
- 2) 系统化供货有利于提高公司的毛利率水平。从图表 3 可以看出，含燃油泵的燃油箱的单价从 2008 年的 267 元上涨至 2010 年的 285 元，增长 6.7%，而同期不含燃油泵的燃油箱的单价从 2008 年的 326 元下降至 2010 年的 289 元，降幅为 11.4%。
- 3) 超募资金将为公司这一产品扩张提供财力支持。公司现有 120 万套燃

油箱项目需要资金 2.5 亿元，我们认为公司实际募集资金将有望达到 5.95~6.65 亿元，扣除发行费用后，公司还将有 3 亿元左右的超募资金。

图表 2 公司燃油箱销量按是否含燃油泵占比

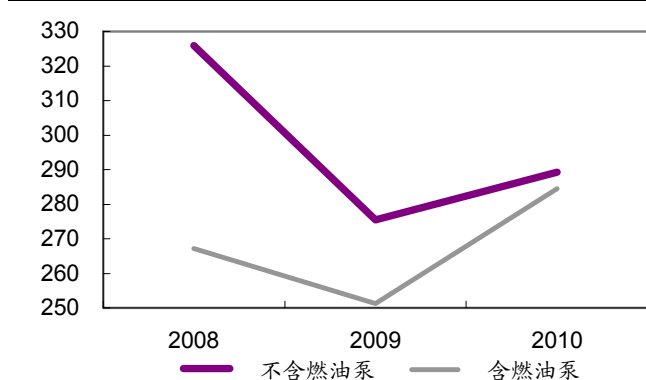
含燃油泵的燃油箱销量增速高于不含燃油泵的燃油箱



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图表 3 公司燃油箱单价按是否含燃油泵（单位：元）

含燃油泵的燃油箱单价走势优于不含燃油泵的燃油箱



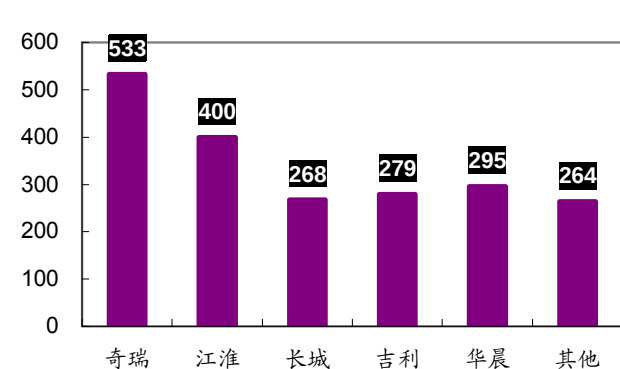
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

3.2 市场策略：2011 年增长仍主要来自现有客户

公司现在最为重要的客户是同处于安徽省的奇瑞汽车和江淮汽车。从图表 4 与图表 5 可以看出，奇瑞汽车不仅贡献了公司 60% 以上的营业收入，而且其平均单价也远高于江淮汽车（公司对奇瑞与江淮汽车的销量以含燃油泵的燃油箱为主，因此这两家的平均售价要远高于其他各家）。

图表 4 公司产品 2009 年分客户平均售价（单位：元）

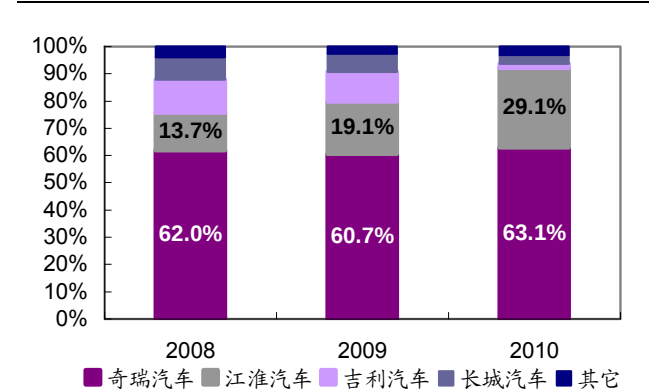
公司对奇瑞和江淮销售产品的平均单价最高



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图表 5 公司营业收入分客户占比

2010 年公司营业收入的 92.2% 来自于奇瑞汽车与江淮汽车



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

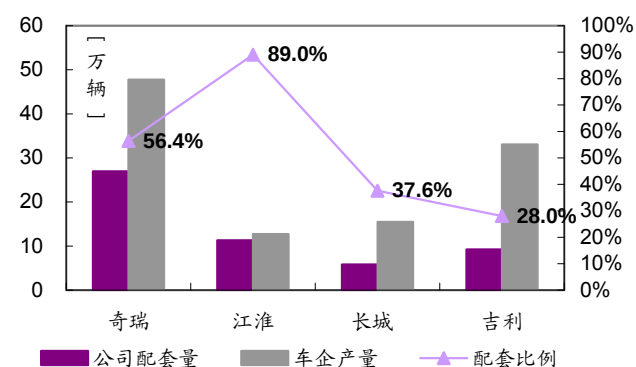
对比图表 6 与图表 7 中公司在主要客户中的配套比例可以看出，公司在 2010 年产能紧张的情况下选择重点保障奇瑞与江淮两家重点客户的配套需求，被迫降低了在长城与吉利两家客户中的配套比例。

我们认为，随着公司新增产能从 2010 年 11 月开始逐步投产，公司产能

紧张的局面得到逐步缓解，公司 2011 年的高速增长可以首先从长城、吉利 2 家已有客户中寻求更高的配套份额。

图表 6 公司 2009 年在主要客户中的配套比例

公司在长城、吉利两大客户中的配套比例仍有较大提升空间

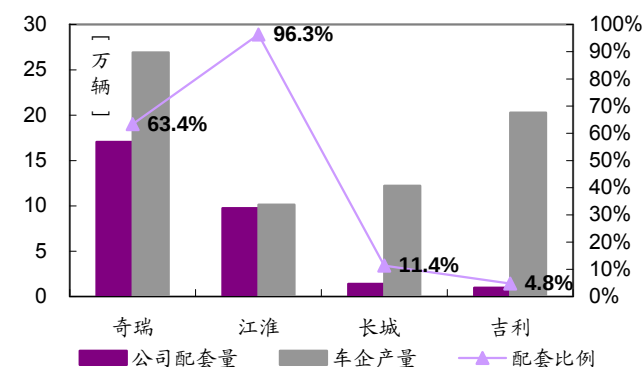


注：江淮与长城的产量为其乘用车产量，不含商用车

资料来源：公司招股说明书，中汽协，光大证券研究所整理

图表 7 公司 2010 年上半年在主要客户中的配套比例

公司在 2010 年产能有限的情况下重点保障 2 家重点客户



注：江淮与长城的产量为其乘用车产量，不含商用车

资料来源：公司招股说明书，中汽协，光大证券研究所整理

表格 7 是公司招股说明书列出的 2011 年分客户销量预测。我们认为，公司在 2011 年销量增长将主要来自于 2 方面：1) 原有主要客户奇瑞和江淮乘用车的自然增长；2) 恢复在长城、吉利两大原有客户中的配套比例。

而中长期看，公司的销量增长将主要来自于：1) 向上拓展市场，通过高性价比挤占外资竞争对手在合资品牌车企的配套份额；2) 向下拓展市场，通过可靠的质量保证挤压内资竞争对手在自主品牌车企的配套份额。

由于公司产品单价仅有考特斯等外资品牌单价的 1/2~2/3，因而合资品牌整车企业在成本压力下会加大从公司这类高性价比供应商的采购比例，并且公司已经开始与广汽丰田、广汽本田、长安福特等合资品牌整车企业接触。

随着国内汽车召回制度的完善和终端客户对于汽车安全性能的关注，我们认为近年来由于燃油箱质量问题引起的公开的和非公开的汽车召回，将促使自主品牌车企加快采购升级的步伐，同时汽车召回的压力也将迫使一批中低端的燃油箱生产企业退出市场。

表格 6 公司主要客户 2011 年产量预测

我们预计自主品牌车企在 2011 年将保持 15%~22% 的同比增速

整车企业	2010 年产量	2011 年预测产量	同比增长
奇瑞	622,626	730,000	17.2%
江淮	200,730	245,000	22.1%
吉利	416,776	500,000	20.0%
长城	294,321	340,000	15.5%

资料来源：中汽协，光大证券研究所预测

表格 7 公司 2011 年分客户销量预测

公司预计 2010 年燃油箱销量将达到 120 万只，我们认为最大的不确定性来自于奇瑞汽车

客户	2011 年销量预测	配套车型
奇瑞	56.8 万	开瑞、旗云、A5、东方之子、A1、QQ6、QQ、瑞虎、A3、瑞麒 M1 (S18)、瑞麒 M2 (S18D)、旗云 2 (A13)、瑞麒 X5 (开发代码为 P11 的 SUV 车型)、瑞麒 H5 (开发代码为 H13 的 MPV 车型)
吉利	15.5 万	远景、自由舰、帝豪 EC7、金刚、帝豪 GC-5 (开发代码为 CE-1 的 B 级轿车)
长城	12 万	风骏、哈弗、嘉誉
江淮	23.9 万	瑞鹰、宾悦、同悦、帅铃 II、瑞风、和悦、悦越
东风	0.3 万	东风铁甲
华晨	2 万	骏捷
吉利	0.3 万	英伦帝华 TX4
海马	2.5 万	福美来
广汽	2 万	传祺
新客户	5 万	其它车型
合计	120.3 万	

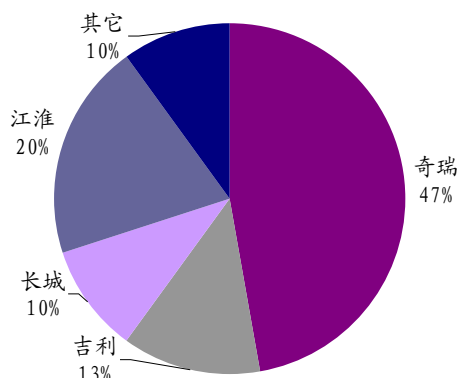
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

从图表 8 中可以看出，公司 2011 年的销量仍主要来自于现有的四大客户。在图表 9 中，我们根据表格 7 中所列公司的分客户销量预测与表格 6 中我们对这 4 家整车企业的销量预测，计算出了公司在 2011 年在主要客户中的配套比例预测。从图表 9 的 2011 年分客户配套比例预测可以看出，公司需要在 2011 年将在长城、吉利两家 2 家的配套比例恢复到 2009 年的水平，此外还需要进一步提高其他奇瑞汽车中的配套比例。

我们认为，公司 2011 年销量预测中最大的不确定性来自于对奇瑞汽车的配套量。但考虑到公司对长城、吉利 2 家客户的配套比例依然偏低，我们认为公司 2011 年的汽车燃油箱销量在 110 万只以上是大概率事件。

图表 8 公司 2011 年主要客户销量占比预测

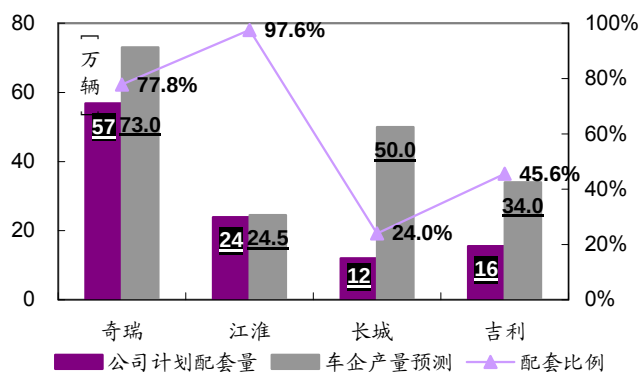
公司 2011 年的销量仍主要来自于现有 4 大客户



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图表 9 公司 2011 年在主要客户中的配套比例预测

公司在长城与吉利 2 家客户中的配套比例恢复至 2009 年水平



注：江淮与长城的产量预测为其乘用车产量，不含商用车

资料来源：公司招股说明书，中汽协，光大证券研究所整理

3.3 扩张策略：销地建新工厂 上海建研发中心

由于汽车燃油箱体体积较大、形状不规则，并且长途运输中存在碰撞、刮蹭等问题，因此与注塑类内饰件类似，适于销地建厂，就近配套客户。

如上文所述，我们认为公司此次公开发行后将有 3 亿元左右的超募资金。对于超募资金的使用，我们认为公司可在广州、北京等地异地建厂，实现就近供货。

表格 8 公司的异地扩张计划

现有客户资源有助于公司开拓新客户

建厂选址	功能	现有客户与潜在客户
广州	生产基地	广汽传祺、广汽丰田、广汽本田等
北京	生产基地	长城、华晨、北汽等
重庆	生产基地	重庆长安、长安福特等
上海	研发中心	引进国内外高技术人才

资料来源：公司招股路演推介会，光大证券研究所整理

3.4 SWOT 分析：中长期增长需要开拓新客户

我们认为，公司最大的优势是准确的市场定位。一方面，公司完整的产业链和先进的生产设备使得公司的产品既质量可靠，又具有高性价比；另一方面，公司的产品范围既包括燃油箱，又包括注塑内饰件，使得公司可更有效地使用材料，提升毛利率。

我们认为，公司上市后最大的劣势是客户过于集中。如果重点客户主动降低公司配套比例，或重点客户发展速度放缓，将对公司的发展速度造成重点影响。因此在公司扩充产能后，需要积极拓展广汽、上汽等新客户。

我们认为，公司短期发展的增长依然是依托奇瑞、江淮、长城和吉利这四大现有客户，而中长期的发展则需要向上拓展合资品牌车企，向下拓展中低端自主品牌车企，沿着产业链纵向开发燃油泵等燃油系统零部件。

我们认为，公司未来发展主要的威胁有 3 个：1) 产品质量事故引起汽车召回；2) 高速扩张阶段管理能力不能同步加强；3) 重点客户更换供应商。

表格 9 公司 SWOT 分析

公司的中长期增长来自于向上、向下拓展市场空间，并沿

公司优势	公司劣势
1) 先进的生产设备及工艺：公司是国内滚针轴承行业唯一一家进入国际配套汽车零部件全球采购体系的企业。 2) 快速高效的产品同步研发能力；公司具备模具生产能力，有效缩短新产品开发周期； 3) 独具特色的管理创新：公司借鉴精益生产的理念，在员工中开展一人多能、质量小组等管理创新； 4) 国际先进水平的质量保证体系：十年来公司尚未出现过产品召回事故；	1) 融资渠道单一：公司上市前产能紧张，但资产负债率仅有 51%，除了公司经营稳健外，与公司上市前融资渠道单一也有一定关系。 2) 客户过于集中：公司现有主要客户主要为奇瑞、江淮、长城和吉利，如果重点客户主动降低公司配套比例，或重点客户发展速度放缓，将对公司的发展速度造成重点影响。

5) 丰富的客户资源: 公司为东风、奇瑞、广汽、长丰、江淮、华晨、海马、吉利、长城、华普均开发过产品。	
公司机会	公司威胁
1) 向上拓展市场, 通过高性价比从外资品牌中抢夺合资品牌车企的配套份额; 2) 向下拓展市场, 通过可靠的质量保证从中低端内资燃油箱生产企业中抢夺自主品牌车企的配套份额; 3) 沿产业链纵向拓展市场, 开发燃油泵等燃油系统零部件。	1) 产品质量事故引起汽车召回; 2) 高速扩张阶段管理能力不能同步加强; 3) 重点客户更换供应商。

资料来源: 光大证券研究所

4 募集资金项目分析

公司 2010 年具备年产 65 万只塑料燃油箱的生产能力, 而公司 2010 年燃油箱的实际产量为 67.65 万套, 产能利用率为 104.1%。

如表格 10 所示, 公司募投项目为“汽车塑料燃油箱改扩建项目”, 项目总投资为 2.5 亿元, 预计项目达产后将实现年销售收入 61,633 万元, 年利润总额 8,664 万元。

公司已对募投项目进行前期投入, 在 2010 年 11 月、12 月分别有一条 20 万只/年的单工位吹塑机生产线投产。

表格 10 公司募投项目基本情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	第一年计划投资	第二年计划投资	达产后新增销售收入	新增净利润
汽车塑料燃油箱改扩建项目	25,000	16,577	8,423	61,633	8,664

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

5 盈利预测

5.1 假设前提

预计十二五期间国内汽车产量仍将保持 10% 以上的复合增速。公司募投项目顺利达产, 未来 5 年营业收入的复合增长率将达到 37%。

5.2 业绩预测

表格 11 主营收入、增速、毛利率预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
燃油箱类	201.15	271.39	461.36	645.91
毛利率	29.8%	31.1%	31.0%	31.2%
注塑内饰类	30.38	36.35	62.52	90.66
毛利率	38.0%	32.8%	32.0%	32.0%
其他类	4.61	4.96	5.95	7.26

毛利率	40.8%	42.4%	40.0%	40.0%	
总收入	236.4	316.8	533.9	747.9	
综合毛利率	31.0%	31.2%	31.7%	31.3%	
营业税率	0.55%	0.30%	0.40%	0.45%	
销售费率	5.50%	3.81%	4.00%	4.20%	
管理费率	4.73%	8.41%	6.50%	6.60%	
实际税率	13.9%	14.2%	14.5%	15.0%	
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	2,57
归属母公司的净利润	38.66	49.22	98.69	138.48	
EPS (全面摊薄)	0.58	0.73	1.47	2.07	

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

6 估值

6.1 绝对价值评估

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (levered)	1.25
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	14.76%
税率	14.50%
Kd	4.54%
Ve	244.28
Vd	140.83
目标资本结构	30.00%
WACC	11.69%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	141.46	5.09%
第二阶段	1354.39	48.78%
第三阶段 (终值)	1280.82	46.13%
企业价值 AEV	2776.66	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1.84	0.07%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	140.83	-5.07%
总股本价值	2637.67	94.99%
股本 (百万股)	67.00	
每股价值 (元)	39.37	
PE (隐含)	26.73	
PE (动态)	0.00	

资料来源：光大证券研究所

6.2 相对价值评估

由于汽车塑料燃油箱既属于塑料件，又与发动机相关，因此我们主要选取中小市值的塑料类汽车零部件供应商和发动机零部件供应商作为顺荣股份相对估值的可比公司。从表格 12 中我们可以看出，可比公司组合股价对应的 2010 和 2011 年平均 PE 分别为 35.3 倍和 28.5 倍。

考虑到顺荣股份的在手订单大于产能，因而 2011 年的盈利预测具有较强的确定性，所以我们认为公司上市后的合理股价为 2011 年 28 倍 PE，即 41.16 元。

表格 12 同行业可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
000700	模塑科技	8.69	0.24	0.28	0.38	36.2	31.0	22.9
300100	双林股份	36.92	1.01	1.24	1.57	36.6	29.8	23.5
002126	银轮股份	36.52	1.20	1.41	2.02	30.4	25.9	18.1
002448	中原内配	41.02	1.10	1.44	1.60	37.3	28.5	25.6
002536	西泵股份	34.06	0.94	1.24	1.53	36.2	27.5	22.3
						35.3	28.5	22.5
002555	顺荣股份		0.73	1.47	2.06			

注：以上可比公司盈利为一致预测，南方轴承盈利为光大证券研究所预测数据

资料来源：Wind，光大证券研究所

7 投资评价和建议

综合以上绝对估值和相对估值的结果，结合近期市场对于汽车板块的估值提升效应，预计上市首日合理价格为 41.16 元，建议询价范围为 35.00~39.10 元。

8 风险分析

8.1 产品质量事故的风险

我们认为，公司最大的风险是产品质量事故。如表格 4 所示，近 3 年来由于燃油箱的质量问题，包括宝马、大众在内的多家整车企业被迫实施召回。

8.2 国内汽车行业增速大幅下滑

我们认为，国内汽车产量在十二五期间仍将保持五年复合增长 10%以上的增速。但如果由于政策和能源问题等原因造成国内汽车行业未来五年复合增速远低于 10%，则公司未来 5 年营业收入增速也将远低于 37%。

8.3 客户过于集中的风险

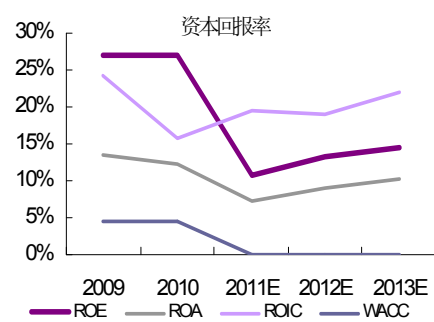
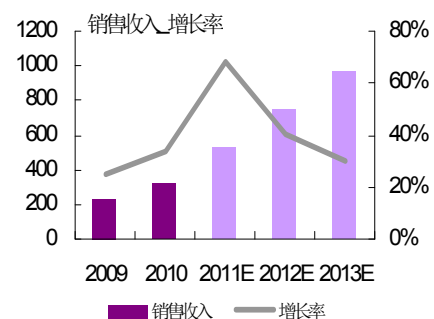
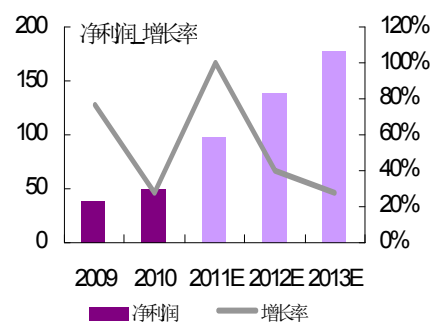
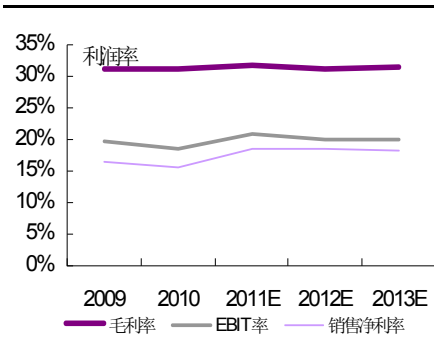
公司现有客户主要是奇瑞和江淮，虽然公司正在积极扩大对长城和吉利的供货量，并开发广汽、上汽等新客户，但如果奇瑞与江淮未来 2 年增速放缓，仍将对公司的高速成长带来压力。

8.4 管理能力不能与公司高速扩张同步提升的风险

公司 2010 年的产量为 67.65 万套汽车塑料燃油箱，在公司募投项目达产

后，公司的产能将达到 180 万套，企业规模增大为现有规模的 3 倍。此外，公司还将计划在广州、北京、重庆等地设立新的生产基地，在上海成立研发中心，这将会对公司的远程管理能力和管理人才提出挑战。我们认为，公司需要在企业高速扩张过程中同步提升管理能力。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	236	317	534	748	970
营业成本	163	218	364	514	665
折旧和摊销	14	16	26	34	40
营业税费	1	1	2	3	5
销售费用	13	12	21	31	41
管理费用	11	27	35	49	65
财务费用	4	4	-2	-11	-11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	43	54	113	160	205
利润总额	45	57	115	163	209
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	38.66	49.22	98.69	138.48	177.43

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	287	400	1,371	1,553	1,750
流动资产	158	181	1,002	1,067	1,255
货币资金	45	11	761	728	816
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	41	50	93	131	169
应收票据	20	10	27	37	49
其他应收款	0	0	1	1	2
存货	36	52	84	118	153
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	116	171	295	392	406
无形资产	9	26	25	23	22
总负债	144	217	137	179	213
无息负债	84	77	137	179	213
有息负债	60	141	0	0	0
股东权益	143	182	914	1,052	1,216
股本	50	50	67	67	67
公积金	26	21	647	658	658
未分配利润	67	111	200	327	491
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	31	33	111	107	140
净利润	39	49	99	138	177
折旧摊销	14	16	26	34	40
净营运资金增加	24	67	18	62	73
其他	-46	-99	-32	-127	-150
投资活动产生现金流	-18	-149	-177	-150	-50
净资本支出	28	139	177	150	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-45	-288	-354	-300	-100
融资活动现金流	25	83	494	11	-3
股本变化	0	0	17	0	0
债务净变化	13	81	-141	0	0
无息负债变化	27	-8	60	43	34
净现金流	38	-33	428	-32	87

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.69%	33.98%	68.55%	40.08%	29.74%
净利润增长率	76.50%	27.31%	100.50%	40.31%	28.13%
EBITDA 增长率	34.93%	22.70%	84.42%	33.44%	27.48%
EBIT 增长率	46.68%	26.02%	89.44%	33.84%	30.18%
盈利能力 (%)					
毛利率	31.04%	31.21%	31.74%	31.29%	31.48%
EBITDA 率	25.66%	23.50%	25.72%	24.50%	24.07%
EBIT 率	19.69%	18.52%	20.82%	19.89%	19.96%
税前净利润率	19.12%	18.06%	21.62%	21.73%	21.51%
税后净利润率 (归属母公司)	16.35%	15.54%	18.49%	18.52%	18.29%
ROA	13.45%	12.31%	7.20%	8.92%	10.14%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.02%	27.00%	10.80%	13.16%	14.59%
经营性 ROIC	24.17%	15.71%	19.38%	18.99%	21.94%
偿债能力					
流动比率	1.09	0.83	7.33	5.95	5.88
速动比率	84.20%	59.17%	671.77%	529.38%	516.61%
归属母公司权益/有息债务	2.38	1.29	-	-	-
有形资产/有息债务	4.63	2.63	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.58	0.73	1.47	2.07	2.65
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.21	0.26
每股经营现金流	0.46	0.49	1.66	1.60	2.09
每股自由现金流(FCFF)	0.05	-2.08	-1.11	-0.73	1.24
每股净资产	2.14	2.72	13.64	15.71	18.15
每股销售收入	3.53	4.73	7.97	11.16	14.48

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。