

顺荣股份(002555)新股定价

最大的民营汽车燃油箱生产商

可选消费/汽车零部件

定价区间
31.25-37.50 元

发布时间: 2011 年 3 月 1 日

投资要点:

- 公司为自然人绝对控股企业。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。
- 公司是奇瑞、江淮等整车生产企业的核心供应商。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，并成为广汽、上汽等其他整车生产企业的供应商公司。
- 公司产能不足已影响到对其他整车生产厂家的供货。2010 年公司燃油箱的生产能力为 65 万只/年，而同期塑料燃油箱产量为 67.65 万只，产能利用率达到饱和。考虑到和奇瑞、江淮的长期合作关系，公司在产能有限的情况下，给予奇瑞、江淮在产能资源分配上的倾斜。
- 本次募集资金拟投资于“汽车塑料燃油箱改扩建项目”。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，项目完成后将使公司产能达到现有的三倍。
- 按发行后总股本 6700 万股计算，我们预测公司 2011-2013 年每股收益为 1.25 元、1.88 元、2.45 元。
- 我们给予公司 A 股 2011 年市盈率区间为 25-30 倍，对应合理价格区间为 31.25-37.50 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	23,642	24.69	3,866	76.50	0.58			
2010	31,676	33.98	4,922	27.31	0.73			
2011E	57,017	80.00	8,375	70.15	1.25			
2012E	91,227	60.00	12,596	50.00	1.88			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	5,000
发行数量 (万股)	1,700
发行价格 (元)	35.00
发行前 EPS (元)	0.98
发行后 EPS (元)	0.73
发行前每股净资产 (元)	3.65
发行日期	2011-2-21
上市日期	2011-3-2
主承销商	国元证券

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)6337 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司基本情况:

1、股权结构:

自然人吴绪顺、吴卫红、吴卫东合计持有公司的股份占公司发行前股份 75.10%，为公司控股股东、实际控制人；国富基金持有公司 11.00%的股份；瀚玥投资持有公司 7.00%的股份；国元直投持有公司 6.90%的股份。

本次发行前，公司总股本为5,000万股。本次发行不超过1,700万股，本次发行数量不超过发行后总股本的25.37%。

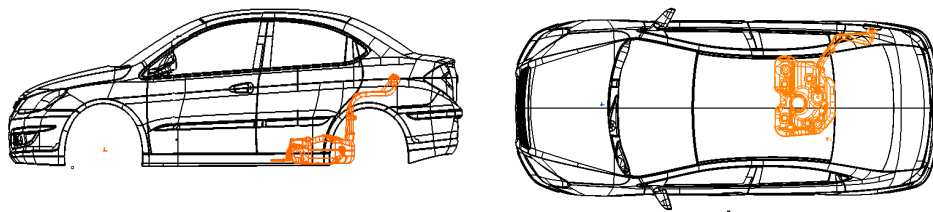
本次发行前后公司的股本结构为:

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量 (股)	比例 (%)	持股数量 (股)	比例 (%)
1	吴绪顺	14,822,124	29.644	14,822,124	22.123
2	吴卫红	11,437,576	22.875	11,437,576	17.071
3	吴卫东	11,290,300	22.581	11,290,300	16.851
4	国富基金	5,500,000	11.000	5,500,000	8.209
5	瀚玥投资	3,500,000	7.000	3,500,000	5.224
6	国元直投	3,450,000	6.900	3,450,000	5.149
7	社会公众股	-	-	17,000,000	25.373
	合计	50,000,000	100.000	67,000,000	100.000

资料来源: 公司招股说明书

2、公司业务:

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。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。公司产品示意如下:



资料来源: 公司招股说明书

汽车燃油箱传统上一直用金属制作，如钢板燃油箱。自德国大众汽车公司、BASF公司和Kautex公司于二十世纪六十年代联合研究开发出世界第一只汽车塑料燃油箱并成功运用于保时捷以来，由于其较传统金属燃油箱具有更安全、耐腐蚀和使用寿命长的特性，适应了汽车轻量化的发展趋势，符合汽车燃油经济性标准，伴随汽车产业的发展和进步，汽车塑料燃油箱得到了越来越广泛的应用。

汽车燃油箱的优点列示如下:

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

进入21世纪, 欧美发达国家的汽车塑料燃油箱的使用率已达90%, 其中福特汽车公司在1997年塑料燃油箱的使用率已达到100%; 在我国, 金属燃油箱主要应用于商用车上, 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。

3、行业竞争态势:

目前国内塑料燃油箱行业竞争者可分为四个层次: **第一层次为外资品牌**, Kautex Textron (考泰斯)、TI Automotive (邦迪管路)、Inergy (英瑞吉) 等; **第二层次**为具有成套进口设备和开发能力的内资厂家——**亚普与本公司**; **第三层次**为, 具有进口设备但不具备开发能力的厂家; **第四层次**为采用国产设备的厂家。

由于塑料燃油箱是汽车重要的功能与安全部件, 因此该行业具有较高的进入壁垒。行业内领先企业因为优良的产品品质与下游客户保持稳定的合作关系。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。

目前, 外资塑料燃油箱企业的客户仍集中在合资品牌汽车整车厂家。行业内部分领先的内资塑料燃油箱企业, 已具备产品的自主开发、设计和生产制造能力, 技术水平、以其产品具有较高的性价比, 正逐步开拓合资品牌整车生产企业的配套市场。国内的合资品牌汽车厂家因其行业竞争越来越激烈, 也面临着越来越大的成本压力, 迫使他们选择那些能够满足技术和性能要求的、性价比更高的内资或民营的塑料燃油箱生产企业。

二、公司经营分析:

1、公司是奇瑞、江淮等整车生产企业的核心供应商

由于汽车塑料燃油箱产品为耐用件, 其设计寿命与整车使用年限基本一致, 因此公司产品主要是在 OEM 市场, 进入 AM 市场的比例很低。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，并成为广汽、上汽等其他整车生产企业的供应商。

公司主要客户如下：



资料来源：公司招股说明书

2、公司产能不足已影响到对其他整车生产厂家的供货

2010 年公司燃油箱的生产能力为 65 万只/年（截止 2010 年 10 月产能为 60 万只，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，加权计算 2010 年产能为 65 万只），而同期塑料燃油箱产量为 67.65 万只，产能利用率达到饱和。考虑到和奇瑞、江淮的长期合作关系，公司在产能有限的情况下，给予奇瑞、江淮在产能资源分配上的倾斜。

公司 2010 年前五名客户及其销售情况如下：

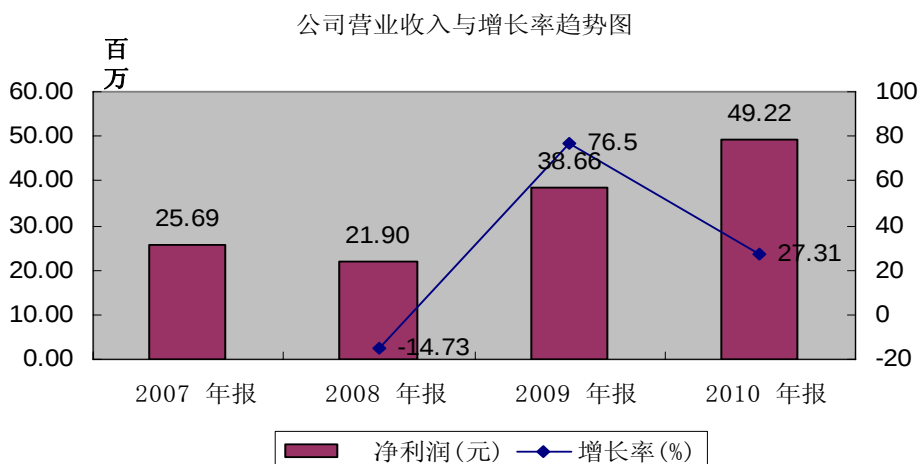
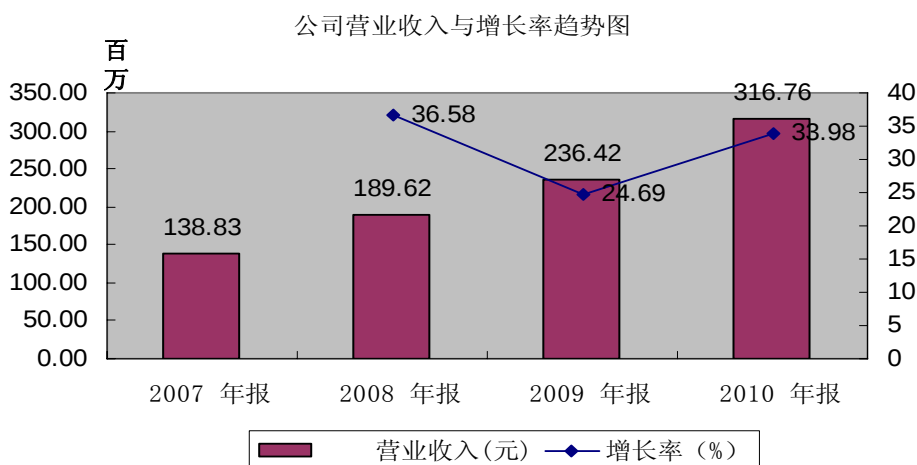
序号	客户名称	金额（万元）	占营业收入比例（%）
1	奇瑞汽车股份有限公司	19,989.79	63.11
2	安徽江淮汽车股份有限公司	9,202.38	29.05
3	长城汽车股份有限公司	1,042.60	3.29
4	浙江远景汽配有限公司	478.50	1.51
5	一汽海马汽车有限公司	248.39	0.78
	合计	30,961.66	97.74

资料来源：公司招股说明书

公司产能不足已影响公司对其他整车生产厂家的供货，因此公司在保证优先向奇瑞和江淮等主要客户供货的同时，维护好与其他客户的关系，自 2010 年三季度，公司已逐步调整增加对其他整车生产企业的供货；公司已对募集资金项目进行前期投入以扩大产能。2010 年四季度，公司新增的两条单工位吹塑机生产线已开始批量生产，形成年产 20 万只塑料燃油箱的新增生产能力。预计随着本次发行募集资金项目的提前实施，公司将逐步形成新的生产能力，产品供不应求的局面也将逐步得到缓解，公司的客户收入结构也将得到改善。

3、公司产品盈利能力较强

2008 -2010 年，公司燃油箱总成销量的年均复合增幅为 36.06%，同期公司营业收入的年均复合增幅为 29.25%。



三、募资投向分析:

1、公司已经满负荷生产

截止目前,公司主要产品的产能及产量(单位:只)

	2010 年	2009 年	2008 年
产能	650,000	600,000	600,000
产量	676,461	575,696	414,017

资料来源:公司招股说明书

从上表可以看出,2010年公司已经超负荷生产,迫切需要扩大产能以满足日益增长的产能需求。

2、募投项目完成后将使公司产能达到现有的三倍

本次募集资金拟投资于“汽车塑料燃油箱改扩建项目”。

项目名称	投资总额	募集资金使用计划	
		第一年	第二年
汽车塑料燃油箱 改扩建项目	25,000	16,577	8,423

资料来源:公司招股说明书

本项目产品为六层塑料燃油箱。公司募投项目的产品市场空间广阔;公司已经为募集资金投资项目在技术、人员、管理、市场开拓等方面做了充分准备,项目前期投入进展顺利。

由于公司产能紧张,公司已对本募投项目进行前期投入,其中,2010年11月,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。

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,项目完成后将使公司产能达到现有的三倍。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)。

四、定价分析:

按发行后总股本6700万股计算,我们预测公司2011-2013年每股收益为1.25元、1.88元、2.45元。

在目前的汽车零部件上市公司中,没有与公司主营业务一致的上市公司,我们选择类似或相近或具上下游关系的上市公司作为估值参照。如下表:

证券简称	2009 年 EPS	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE
模塑科技		0.24	0.27	36.77	32.19
松芝股份	1.22	1.11	1.42	26.69	20.78
宁波华翔	0.44	0.73	0.92	20.00	15.89
兴民钢圈	0.37	0.50	0.77	35.38	22.91
中鼎股份	0.50	0.79	1.03	34.43	26.21
银轮股份	0.52	1.18	1.38	32.07	27.49

资料来源: Wind 资讯 东北证券整理

我们给予公司 A 股 2011 年市盈率区间为 25-30 倍, 对应合理价格区间为 31.25-37.50 元。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。