

日上集团 (002593.sz)

钢轮、钢构，并驾齐驱

黎韦清 分析师

电话: 020-87555888-8630

eMail: lwq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020007

盈利预测与风险提示

我们预计公司未来3年EPS(按发行摊薄后)为0.59元、0.71元和0.87元。我们分两部分对公司进行估值，一部分是钢轮部分，另外一部分是钢构部分。我们按钢轮部分22.4倍、钢构部分20.23倍的PE，分别赋予56%和44%的权重，得出其合理估值水平应为21.4倍，合理价格为12.67元。

公司的风险来自于钢材等原材料成本大幅上升以及公司管理半径提高所带来的挑战。

双主业：钢轮与钢构并驾齐驱

公司主要产品是钢制车轮和钢结构。在钢轮方面，公司是国内领先的载重钢轮厂商，目前已形成载重钢轮产能360万套，其中，无内胎载重钢轮210万套，2010年钢轮销量约为230万套。公司“2010年钢制车轮产量排名进入前十名，无内胎载重钢轮排名进入前三名。”；钢构方面：公司厂房钢结构主要用于电子、机械、汽车等企业厂房仓库等建筑，设备钢结构主要用于石化电力等大型设备和设施。

募投项目分析

公司拟募集资金用于对子公司四川日上金属工业有限公司、厦门日上金属有限公司增资，并投资到：4亿元用于四川日上汽车钢圈和钢结构项目，2亿元用于厦门150万套无内钢圈项目。未来厦门生产基地可生产载重钢轮480万套、钢结构5万吨，将进一步增强公司在东部地区、国外市场的竞争力。南充生产基地建成后，可生产载重钢轮200万套、钢结构5万吨，能够进一步增强公司的盈利能力。比照现在的规模的话，公司钢轮业务产能将由360万扩展到680万，钢构将由5万吨产能扩张到10万吨，3年内实现翻番式的增长。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	609.47	1,070.31	1352.50	1662.30	2017.70
增长率(%)	-24.42%	75.61%	26.37%	22.91%	21.38%
EBITDA(百万元)	70.84	143.13	183.21	226.06	274.72
净利润(百万元)	30.67	83.55	125.39	151.12	185.02
增长率(%)	-0.09%	172.39%	50.07%	20.52%	22.43%
每股收益(元)	0.26	0.53	0.59	0.71	0.87

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	12.67元
上市价格	12.67元

股票数据

总股本/流通A股(百万股):159

主要股东:吴子文

主要股东持股比例 61.59%

财务比率

ROE	19.22%
ROA	11.75%
资产负债率	65.73%
每股净资产(元)	2.73

2010年报数据

发行信息:

发行价格(元)	0.00
主承销商:	浙商证券有限责任公司
发行市盈率	0.00

盈利预测与风险提示

我们预计公司未来3年EPS（按发行摊薄后）为0.59元、0.71元和0.87元。我们分两部分对公司进行估值，一部分是钢轮部分，另外一部分是钢构部分。目前可比的钢轮公司主要是兴民钢圈和金固股份。钢构部分主要包括杭萧钢构、鸿路钢构以及精工钢构。我们按钢轮部分22.4倍、钢构部分20.23倍的PE，分别赋予56%和44%的权重，得出其合理估值水平应为21.4倍，合理价格为12.67。当前的市场环境使得我们不得不在估值时多一点点思考。我们假设公司本次发行可以成功，并且募集资金与实际相符（不超募集），则上市后公司每股净资产可以达到约5.1,按钢轮上市公司2.52（钢构部分为3.5）的平均PB给予估值，合理价格为12.85.综合考虑，我们认为公司合理股价为12.67元。

公司的风险来自于钢材等原材料成本大幅上升以及公司管理半径提高所带来的挑战。

表 1: 估值参考

		EPS			PE		PB
		2010	2011E	2012E	2011	2012	
002488.sz	金固股份	0.6500	0.48	0.73	24.86	16.31	2.56
002355.sz	兴民钢圈	0.4700	0.70	1.11	20.01	12.55	2.49
	平均				22.43	14.43	2.52
600477	杭萧钢构	0.2440	0.41	0.53	20.82	15.93	4.00
002541.sz	鸿路钢构	1.6139	1.76	2.44	21.21	15.34	2.79
600496	精工钢构	0.5800	0.57	0.76	18.65	13.93	3.76
	平均				20.23	15.07	3.52

数据来源：Wind，EPS取自Wind一致预期

表 2: 盈利预测假设

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
无内胎载重钢轮					
平均售价（元/套）	323.46	283.57	280	280	280
销售数量（套）	532000	1024500	1500000	2000000	2500000
销售收入	17208.07	29051.75	42000	56000	70000
毛利率	21.10%	24.02%	23.00%	23.00%	23.00%
型钢载重钢轮					
平均售价（元/套）	204.92	202.3	200	200	200
销售数量（套）	748400	1274000	1500000	1700000	1900000
销售收入	15336.21	25773.02	30000	34000	38000
毛利率	13.08%	16.07%	16.00%	16.00%	16.00%
钢结构工程					
平均售价（元/吨）	7440.8	7559.48	7600	7600	7600
销售数量（吨）	27100	46600	60000	72000	90000
销售收入	20164.57	35227.18	45600	54720	68400
毛利率	16.30%	19.23%	19.00%	19.00%	19.00%
钢结构制造					
平均售价（元/吨）	10328.63	9268.64	9300	9300	9300
销售数量（吨）	3500	4900	5000	7000	9000
销售收入	3615.02	4541.63	4650	6510	8370

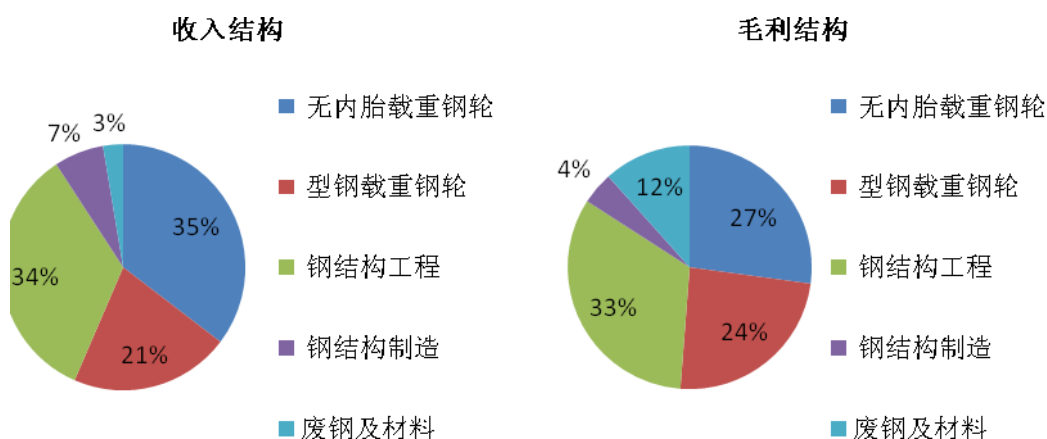
毛利率	27.66%	28.12%	28.00%	28.00%	28.00%
其它业务收入					
销售收入	4621.26	12423.71	13000	15000	17000
毛利率	2.49%	3.82%	4.00%	4.00%	4.00%
销售收入小计	60945.13	107017.29	135250	166230	201770
销售成本小计	50906.44	87371.45	110304	135090.4	163570.4
毛利	10038.69	19645.83	24946	31139.6	38199.6
平均毛利率	16.47%	18.36%	18.44%	18.73%	18.93%

数据来源：广发证券发展研究中心，公司资料

双主业：钢轮和钢构协同发展

公司主要产品是钢制车轮和钢结构。在钢轮方面，公司是国内领先的载重钢轮厂商，目前已形成载重钢轮产能360 万套，其中，无内胎载重钢轮210 万套，2010年钢轮销量约为230万套。公司“2010 年钢制车轮产量排名进入前十名，无内胎载重钢轮排名进入前三名。”；公司厂房钢结构主要用于电子、机械、汽车等企业厂房仓库等建筑，设备钢结构主要用于石化电力等大型设备和设施。

图1： 收入和利润结构



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

表 3： 公司产能与产量情况

类别	2010		2009		2008	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
无内胎载钢轮	135	111.49	60	56.71	60	58.78
型钢载重钢轮	125	124.28	100	72.65	100	97.91
载重钢轮小计	260	235.77	160	129.36	160	156.69
钢结构（万吨）	5	5.51	5	3.2	5	4.6

数据来源：公司资料，注：招股书同时披露，到2010年10月底，钢轮产能已经达到了360万套。

无内胎车轮享受政策利好

根据最新的《轮胎产业政策》，“2015年，乘用车胎子午化率达到100%，轻型载重车胎子午化率达85%，载重车胎子午化率达到90%。公司产品主要是用于商用车的载重车轮。目前我国载重轮胎子午化率约为70%。一般而言，载重轮胎需要配对无内

胎车轮。但是目前我国无内胎钢轮占比还不足20%，未来还有较大的发展空间，我们预计占比可以提升到50%以上。无内胎钢轮将由2009年的约1000万套上升到2015年4000万套以上。行业复合增速超过25%。

市场结构：单位产品价值含量高、AM市场相对稳定

公司无内胎钢轮售价约为280-300元/套，型钢轮也在200元/套左右，比金固和兴民钢圈等竞争对手的产品都要高。公司全部产品均价约为金固的2.5倍、兴民的2倍。因此价值含量相对较高。同时公司50%多以上的收入来自AM市场，这样的市场结构有2个好处：一是受整车销售波动比较小，二是议价能力相对较强。但是品牌影响力不如OEM市场占比高的公司大。

钢结构市场：品质保障口碑

公司钢结构业务中来自老客户项目金额占比超过了50%，并主要通过邀标方式参与项目投标。这说明公司钢构品质有保障，同时公司钢构业务毛利率达到了20%，比钢构同行高出了约7-8个百分点。公司子公司新长诚亦在广州、上海、武汉、成都等地设立了办事处，积极建立业务信息网络，稳步扩大了钢结构客户群体。南充基地产能扩大后，伴随着四川等地大规模承接东部地区生产制造型企业以及川渝经济区的跨越式发展，有望复制一个新的日上。并且，钢结构业务除了可以享受“西进”（四川、越南）所带来的市场扩张，上市后由于实力的加强使得大量承接JGC的分包合同成为可能。钢构业务有望迎来一轮跨越式发展。

募投项目分析

公司拟募集资金用于对子公司四川日上金属工业有限公司、厦门日上金属有限公司增资，并投资到：4亿元用于四川日上汽车钢圈和钢结构项目，2亿元用于厦门150万套无内钢圈项目。未来厦门生产基地可生产载重钢轮480万套、钢结构5万吨，将进一步增强公司在东部地区、国外市场的竞争力。南充生产基地建成后，可生产载重钢轮200万套、钢结构5万吨，能够进一步增强公司的盈利能力。比照现在的规模的话，公司钢轮业务产能将由360万扩展到680万，钢构部分将由5万吨产能扩张到10万吨，3年内实现翻番式的增长。

资产负债表

单位：百万元

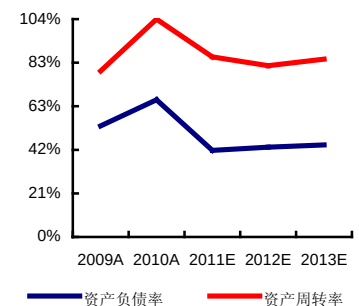
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	579	968	1,356	1,454	1,799
货币资金	97	206	404	363	431
应收及预付	195	322	397	470	580
存货	286	441	556	621	788
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	204	300	513	728	758
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	121	216	222	227	244
在建工程	37	14	214	414	414
无形资产	43	67	77	86	99
其他非流动资产	3	2	0	0	0
资产总计	783	1,268	1,869	2,182	2,557
流动负债	417	788	730	892	1,082
短期借款	82	187	0	0	0
应付及预收	335	600	730	892	1,082
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	46	46	46	46
长期借款	0	46	46	46	46
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	417	834	776	938	1,128
股本	120	159	212	212	212
资本公积	5	113	590	590	590
留存收益	137	166	291	443	628
归属母公司股东权益	261	435	1,093	1,244	1,429
少数股东权益	105	0	0	0	0
负债和股东权益	783	1,268	1,869	2,182	2,557

利润表

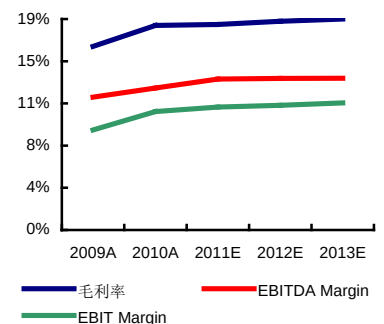
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	609	1070	1353	1662	2018
营业成本	509	874	1103	1351	1636
营业税金及附加	2	2	3	3	4
销售费用	25	46	54	68	83
管理费用	19	35	44	54	65
财务费用	8	18	0	6	10
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	95	149	180	221
营业外收入	2	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	102	149	180	221
所得税	7	16	24	29	36
净利润	39	86	125	151	185
少数股东损益	8	2	0	0	0
归属母公司净利润	31	84	125	151	185
EBITDA	73	136	183	226	275
EPS (元)	0.26	0.53	0.59	0.71	0.87

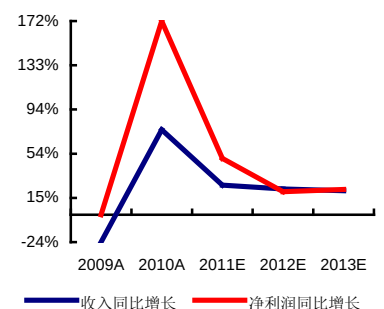
资产负债率趋势



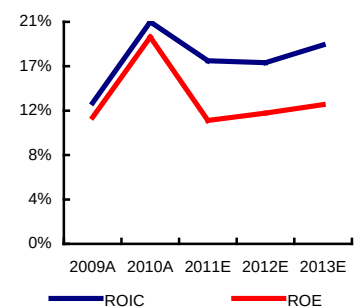
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

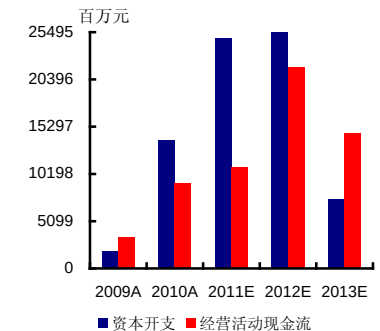
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	34	92	110	217	146
净利润	39	86	125	151	185
折旧摊销	18	23	34	40	45
营运资金变动	-32	-29	-60	23	-87
其它	10	13	11	3	3
投资活动现金流	-19	-244	-249	-255	-74
资本支出	-19	-139	-249	-255	-74
投资变动	0	-106	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-25	242	337	-3	-3
银行借款	143	273	-187	0	0
债券融资	-167	-121	0	0	0
股权融资	0	90	530	0	0
其他	-1	0	-6	-3	-3
现金净增加额	-10	89	198	-41	68
期初现金余额	95	97	206	404	363
期末现金余额	85	186	404	363	431

主要财务比率

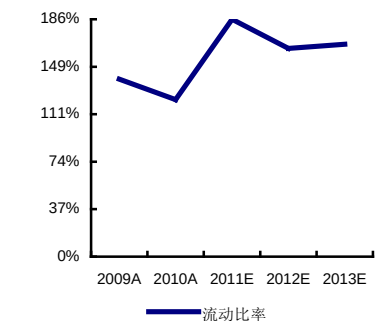
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-24.4%	75.6%	26.4%	22.9%	21.4%
营业利润	-7.0%	112.0%	57.4%	20.5%	22.5%
归属于母公司净利润	-0.1%	172.4%	50.1%	20.5%	22.4%
获利能力					
毛利率	16.5%	18.4%	18.4%	18.7%	18.9%
净利率	6.4%	8.0%	9.3%	9.1%	9.2%
ROE	11.8%	19.2%	11.5%	12.1%	12.9%
ROIC	13.1%	20.6%	17.0%	16.8%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	53.2%	65.7%	41.5%	43.0%	44.1%
净负债比率	-4.2%	6.3%	-32.7%	-25.5%	-27.0%
流动比率	1.39	1.23	1.86	1.63	1.66
速动比率	0.49	0.50	0.85	0.69	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.79	1.04	0.86	0.82	0.85
应收账款周转率	7.17	9.73	8.25	8.93	8.58
存货周转率	1.69	2.40	1.99	2.17	2.08
每股指标 (元)					
每股收益	0.26	0.53	0.59	0.71	0.87
每股经营现金流	0.29	0.58	0.52	1.02	0.69
每股净资产	2.17	2.73	5.16	5.87	6.74
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-0.2	0.2	-2.0	-1.4	-1.4

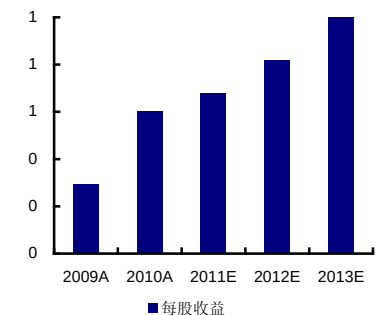
资本开支与经营活动现金流



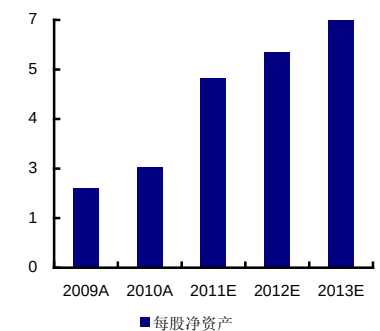
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。