

2011-06-14

美晨科技 300237-SZ

少帅团队，志存高远

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 商用车非轮胎橡胶制品龙头企业，目标成为汽车底盘系统供应商

公司是国内商用车市场的非轮胎橡胶制品龙头企业，产品分为减振橡胶制品、胶管制品和工程塑料制品三类。公司与 A 股可比公司中鼎股份和时代新材最大的区别在于，公司主要创始人均在汽车车桥行业有多年的工作经验，并且非常年轻气盛、志存高远（董事长与总经理分别是 1977 和 1978 年生人），因此公司的产品战略是以非轮胎橡胶制品为基础但不局限于橡胶制品，更倾向于为整车企业系统化设计、模块化制造和集成化供货，目标是成为汽车底盘悬架乃至车桥的系统供应商。公司现在主要为北汽福田和陕西重汽等中重卡整车企业配套，但已在乘用车和工程机械市场开拓了徐工和三一重工等新客户。

◆ 核心技术优势为橡胶材料的研发，以材料技术带动产品提升

公司的核心技术为橡胶材料的研究与开发，目前拥有 1500 多项配方，并已获国家授权发明专利 4 项，实用新型专利 44 项，外观设计专利 58 项。并且公司以材料技术带动产品提升，不仅已具备与整车企业同步开发的能力，还储备了空气悬架总成等多个新产品。

◆ 减振橡胶制品：垂直整合产业链，提供全套解决方案

公司减振橡胶产品的竞争策略是垂直整合产业链，为客户提供悬架系统的解决方案。公司既生产基础零件，又生产制造系统产品，这样的好处在于：1）公司为外资汽车系统供应商生产基础零件，可以通过获取外资客户的技术和标准来提升基础零件的水平；2）公司对基础零件更深刻的理解有助于公司设计和优化悬架系统；3）垂直整合产业链有助于降低成本。我们认为，公开发行将使公司在垂直整合产业链的道路上如虎添翼，有利于公司在汽车底盘系统通过兼并收购做大做强。

◆ 胶管制品：非标产品市场差异化竞争，高端产品市场技术领先

公司的胶管制品连续三年毛利率在 42% 以上，主要为汽车发动机配套的气管和水管，此外还为工程机械和家电配套气管、水管和油管。我们认为，由于胶管产品下游客户众多，且属于多品种、小批量的非标产品，因此公司首先充分利用市场的多元化，与竞争对手差异化竞争；其次公司利用技术优势，开发为涡轮增压器配套的新型氟硅橡胶软管等高端产品占领高端产品市场。

◆ 中期胶管产品为现金牛，长期底盘系统空间广阔，建议 33~35 元申购

我们认为，未来三年公司的胶管产品营业收入增速将快于减振橡胶产品，为公司贡献约 1/4 的营业收入和约 1/3 的营业毛利，是公司中短期发展的现金牛；但长远来看，随着国内商用车的技术升级和超载问题的逐步解决，空气弹簧和空气悬架总成这一欧美商用车市场普及率高达 80% 的技术终将在国内市场大面积推广，为公司的长远发展提供了广阔的空间。我们预计公司 2011-2013 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.82/2.56/3.22，以 2010 年为基期的三年复合增速是 31.2%，给予公司 2011 年 20 倍 PE 估值，预计上市合理价格为 36.40 元，建议申购区间为 33~35 元。

业绩预测和估值指标

年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	341	579	794	1,001	1,268
净利润(百万元)	50	81	104	146	184
每股收益	0.88	1.42	1.82	2.56	3.22
每股净资产	2.00	3.27	13.91	16.47	19.31
ROIC	38.15%	38.48%	25.64%	20.80%	19.76%
ROE	43.87%	43.55%	13.07%	15.57%	16.68%

合理申购价格 33~35 元

预计上市合理价 36.40 元

询价开始日期 6 月 10 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)	14
发行后总股本(百万股)	43
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-06-20
主承销商	中国建银投资证券有限责任公司
主要股东	张磊
第一大股东持有比例(%)	54.72%

募股资金投向

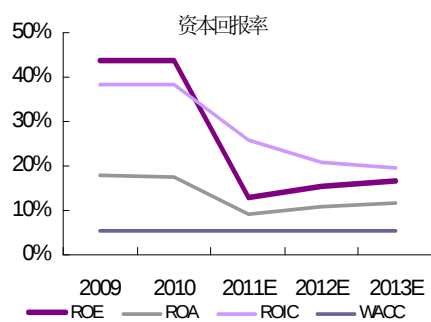
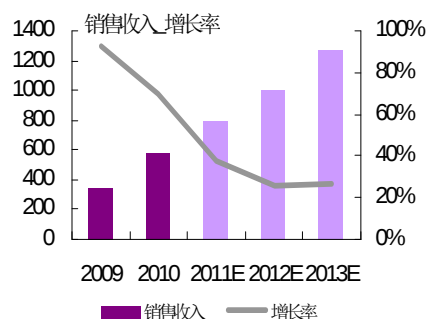
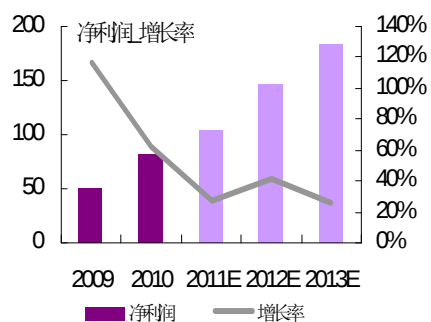
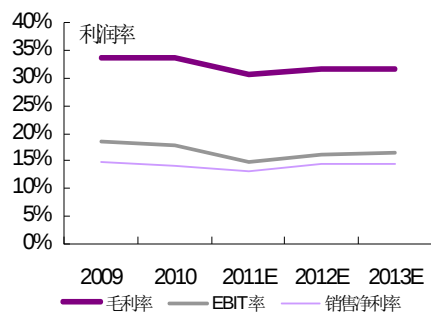
项目名称	金额(百万元)
新增橡胶减振系列产品	79
新增橡胶流体管路产品	103
新建技术中心项目	58.16
总金额	240.16

相关报告：

光大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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	341	579	794	1,001	1,268
营业成本	227	384	551	685	865
折旧和摊销	5	9	16	25	37
营业税费	2	3	4	6	7
销售费用	21	36	49	62	79
管理费用	27	49	71	85	108
财务费用	5	7	-5	-11	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	58	96	123	173	217
利润总额	58	94	121	172	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	49.92	81.21	103.63	146.19	183.56

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	281	460	1,119	1,332	1,588
流动资产	172	294	854	841	915
货币资金	58	73	547	457	428
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	58	98	128	162	205
应收票据	9	31	40	50	63
其他应收款	2	1	4	5	6
存货	37	63	94	116	147
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	7	4	4	4	4
固定资产	71	120	205	389	544
无形资产	21	21	20	19	18
总负债	167	274	327	393	488
无息负债	123	238	294	361	455
有息负债	44	36	33	33	33
股东权益	114	186	793	939	1,101
股本	43	43	57	57	57
公积金	32	40	539	544	544
未分配利润	39	104	197	338	500
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	75	100	89	149	204
净利润	50	81	104	146	184
折旧摊销	5	9	16	25	37
净营运资金增加	-4	31	62	43	47
其他	23	-21	-92	-65	-64
投资活动产生现金流	-33	-68	-119	-250	-220
净资本支出	25	70	120	250	220
长期投资变化	7	4	0	0	0
其他资产变化	-65	-143	-239	-500	-440
融资活动现金流	-24	-40	504	11	-12
股本变化	17	0	14	0	0
债务净变化	17	-8	-4	0	0
无息负债变化	76	115	57	66	95
净现金流	18	-7	474	-90	-28

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	92.28%	69.74%	37.23%	26.07%	26.66%
净利润增长率	116.37%	62.69%	27.60%	41.08%	25.56%
EBITDA 增长率	96.15%	65.02%	18.87%	39.49%	30.71%
EBIT 增长率	103.93%	64.68%	14.11%	37.04%	28.12%
盈利能力 (%)					
毛利率	33.51%	33.68%	30.65%	31.57%	31.76%
EBITDA 率	20.02%	19.47%	16.86%	18.66%	19.25%
EBIT 率	18.41%	17.86%	14.85%	16.15%	16.33%
税前净利润率	16.98%	16.30%	15.26%	17.18%	17.03%
税后净利润率 (归属母公司)	14.64%	14.03%	13.05%	14.60%	14.47%
ROA	17.79%	17.64%	9.26%	10.98%	11.56%
ROE (归属母公司) (摊薄)	43.87%	43.55%	13.07%	15.57%	16.68%
经营性 ROIC	38.15%	38.48%	25.64%	20.80%	19.76%
偿债能力					
流动比率	1.21	1.18	2.98	2.38	2.04
速动比率	95.28%	92.84%	265.23%	205.42%	171.48%
归属母公司权益/有息债务	2.59	5.12	24.39	28.89	33.86
有形资产/有息债务	5.87	11.96	33.85	40.41	48.33
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.88	1.42	1.82	2.56	3.22
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.38	0.48
每股经营现金流	1.32	1.76	1.56	2.61	3.57
每股自由现金流(FCFF)	0.69	-0.01	-1.13	-2.25	-0.91
每股净资产	2.00	3.27	13.91	16.47	19.31
每股销售收入	5.98	10.15	13.93	17.57	22.25

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，本证券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	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	lixy1@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

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。