

汽车零部件

世纪华通 (002602)

合理价值区间：
21.60~25.92 元

优质的汽车塑料件二级供应商

市场数据

报告日期

收盘价 (元)	
总股本 (百万股)	130
流通股本 (百万股)	
总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
净资产 (百万元)	410
总资产 (百万元)	884
每股净资产	3.15

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	908	1082	1433	1919
同比增长	59.7%	19.2%	32.4%	33.9%
净利润 (百万元)	159	189	254	309
同比增长	55.7%	19.0%	34.4%	21.6%
毛利率	31.7%	30.8%	29.5%	28.3%
净利率	17.5%	17.5%	17.7%	16.1%
每股收益 (元)	0.91	1.08	1.45	1.77
每股经营现金流 (元)	0.55	1.11	0.60	0.66

相关报告

投资要点

- **优质的汽车塑料件二级供应商。**公司为汽车塑料零部件二级供应商，产品分为热交换、空调、车灯、内外饰、安全系统塑料件和金属件六大类，2010 年实现营业收入 9.08 亿，净利润 1.59 亿元，综合毛利率 31.7%，净资产收益率 38.7%。
- **汽车塑料市场容量约 500 亿（按成本计），市场集中度较低。**汽车节能带来的轻量化趋势将使塑料件市场加速发展，但目前行业规模较小，以单车塑料用量 130kg 估算，目前按生产成本计量的市场容量约为 380 亿元至 550 亿元之间，4 家上市公司市占率合计约 10%，集中度偏低。
- **背靠优质客户资源，但预计未来毛利率将面临下滑压力。**2010 年公司收入增量的 57% 源于上汽旗下的合资零部件企业，在重点发展的空调、车灯、内外饰塑料件市场，上汽也是主要客户，公司能够凭借优质客户资源分享行业成长。原材料约占公司产品成本的 80%，原材料价格上涨将侵蚀毛利，同时低毛利率产品增速加快也将拉低综合毛利率。
- **未来三年净利复合增速 25%，合理价格区间 21.60~25.92 元。**我们预计公司 2011-2013 年发行后完全摊薄 EPS 为 1.08 元、1.45 元和 1.77 元，根据行业可比公司估值，考虑公司战略定位与发生趋势，我们认为合理的询价区间在 21.60~25.92 元之间，对应 2011 年 20 倍~24 倍的市盈率。

分析师 李纲领
021-3856 5920
ligangl@xyzq.com.cn
SAC:S0190209040144

目录

一、优质的汽车塑料件二级供应商	- 3 -
1.1 专注主营业务 盈利能力较强	- 3 -
1.2 股权结构清晰 进取动力充足	- 4 -
二、500 亿汽车塑料部件市场集中度偏低	- 5 -
三、上汽为公司重要客户 预计毛利率面临下滑压力	- 7 -
3.1 上汽系贡献 2010 年公司收入增量的 57%	- 7 -
3.2 原料成本上升、产品结构调整拉低毛利率	- 10 -
3.3 公司竞争力主要体现在客户资源的把握上	- 12 -
四、募投项目 2013 年底达产 合计产能增 130%至 20.7 亿件	- 14 -
五、盈利预测与估值	- 15 -
5.1 盈利预测：未来 3 年净利润复合增速 24.8%	- 15 -
5.2 估值：合理估值区间 21.60~25.92 元	- 16 -
图 1、公司主要财务数据一览	- 3 -
图 2、公司发展历史	- 4 -
图 3、公司股权结构	- 4 -
图 4、公司管理层	- 4 -
图 5、单车塑料用量结构	- 6 -
图 6、2010 年汽车塑料市场占有率	- 6 -
图 7、公司收入、毛利率按地域分布	- 7 -
图 8、2010 年营业收入按低于分类	- 7 -
图 9、海外客户占公司收入比重总量	- 8 -
图 10、海外客户占公司收入比重结构	- 8 -
图 11、上汽系占公司收入比重合计	- 8 -
图 12、上汽系占公司收入比重结构	- 8 -
图 13、产品成本绝对结构	- 10 -
图 14、产品成本相对结构	- 10 -
图 15、采购成本中塑料粒子、辅料占比	- 10 -
图 16、塑料粒子成本结构	- 10 -
图 17、美国杜邦 101L PA66 价格走势	- 11 -
图 18、PP（聚丙烯）价格走势	- 11 -
图 19、我们预计综合毛利率呈下降趋势	- 12 -
图 20、分产品毛利率	- 12 -
图 21、分产品收入增速	- 12 -
表 1、汽车塑料产品分类	- 5 -
表 2、公司产品、客户结构	- 9 -
表 3、产能利用率偏紧	- 14 -
表 4、项目投资规划	- 14 -
表 5、预计 2013 年底达产	- 14 -
表 5、分产品收入预测表	- 16 -
表 6、可比公司估值对照	- 17 -

一、优质的汽车塑料件二级供应商

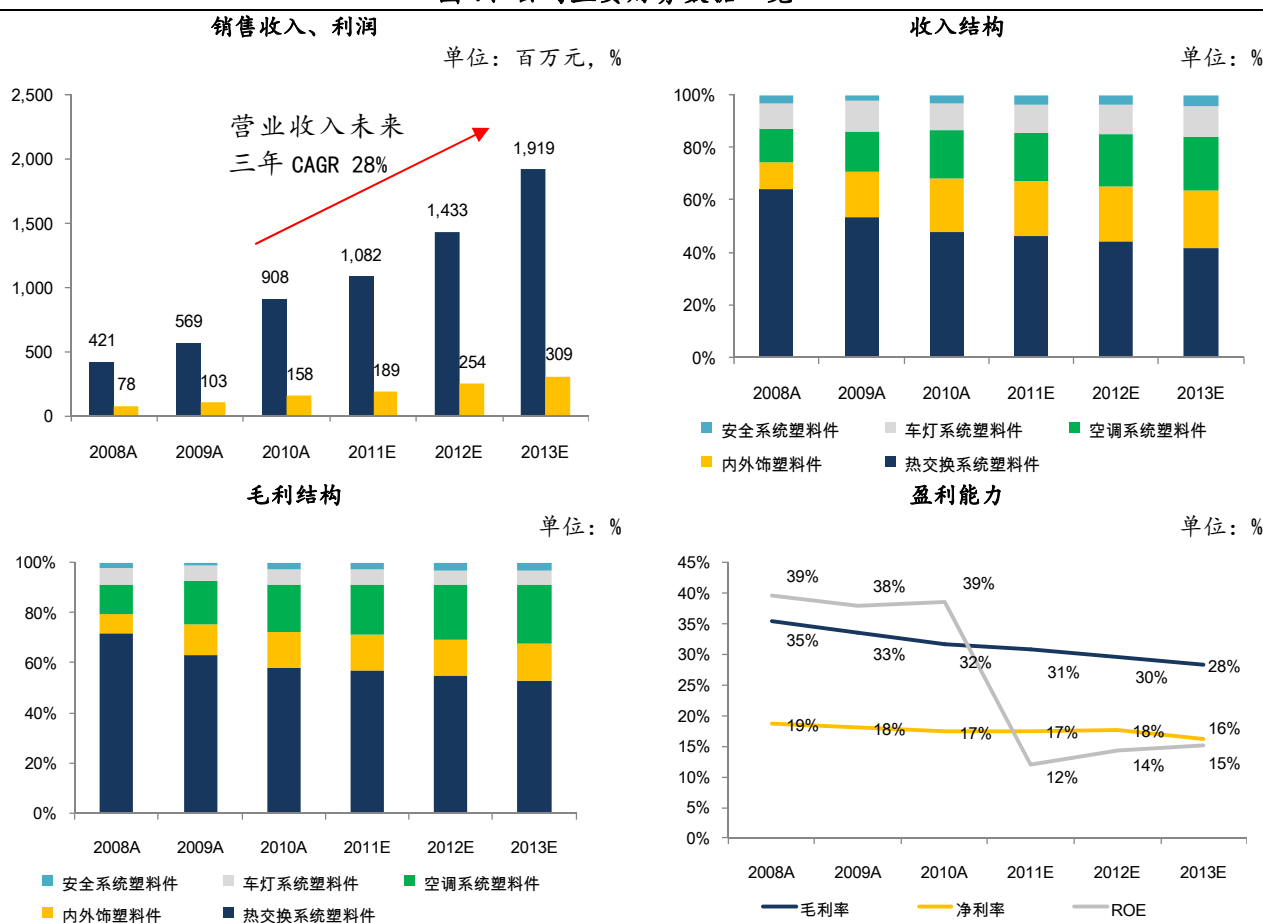
要点提示：

- 公司为汽车塑料件二级零部件供应商，六大类产品中，热交换系统是公司的起步产品，并且在收入、毛利中占比过半，空调、车灯、内饰塑料增速较快，也是公司未来业务发展重点；
- 董事长王苗通 1993 年下海创立公司，股权结构清晰，最先与上海大众开展业务，有很长的合作历史，在公司高管构成中也有前上汽集团的人员，有利于公司现有业务的稳定和未来业务的开拓。

1.1 专注主营业务 盈利能力较强

公司属于汽车零部件二级供应商，主要从事各种汽车用塑料零部件及相关模具的研发、制造和销售。公司产品分为热交换系统、空调系统、车灯系统、内外饰件、安全系统、金属件（散热器主片）六大类，2010 年实现营业收入 9.08 亿，净利润 1.59 亿元，综合毛利率 32%，净资产收益率 46%，投入资本回报率 25%。

图 1、公司主要财务数据一览



数据来源：招股书 兴业证券研究所

1.2 股权结构清晰 进取动力充足

公司为董事长一手创立，进取精神强烈。1993 年王苗通下海创立华通汽车部件厂，起步于 1994 年桑塔纳塑料水室的进口替代，并一直在国内水室类产品市场保持较高份额。公司于 2001 年通过诸葛晓舟实现出口美国市场，2002 年向空调系统、车灯系统等其他汽车用塑料件领域拓展，2008 年改制成股份有限公司。

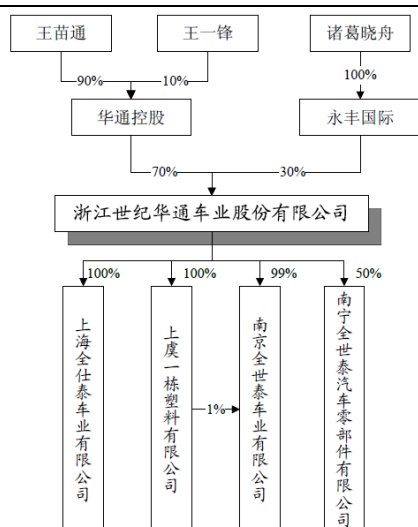
图 2、公司发展历史



数据来源：招股书 兴业证券研究所

公司股权结构有利于业务拓展。诸葛晓舟是公司海外业务的重要合作方，从 2001 年便持续经营公司海外业务，虽然 2009 年起公司海外业务改为直销模式，意在强化上市公司的独立经营，但我们相信诸葛晓舟的作用依然很大。此外，公司高管中有三名源自上汽集团，这对维持上汽集团的业务有很好的帮助。

图 3、公司股权结构



数据来源：招股书 兴业证券研究所

图 4、公司管理层

名称	公司职位	曾任职位
陈忠德	独立董事	上汽集团党委副书记 上海汽车股份有限公司监事长 上海小糸车灯有限公司监事长 上海汽车集团财务责任有限公司监事长 上海客车制造有限公司监事长 上海市汽车行业协会常务副会长
胡辉	华通有限副总经理助理 司监事会主席	上海汽车零部件有限公司上海汽车配件厂二级经理

二、500 亿汽车塑料部件市场集中度偏低

要点提示：

- 大多数汽车塑料零部件需与其他部件集成才能形成具有某一独立功能的部件，国内塑料企业很难发展为一级供应商，多为提供配套产品的“绿叶型”企业；
- 根据 2010 年销售乘用车 1376 万辆，单车塑料用量 130kg 估算，目前乘用车塑料零部件市场容量按生产成本计约为 380 亿元至 550 亿元，四家上市公司市场占有率合计约 10%，集中度较低。

汽车塑料为“绿叶型”市场。汽车塑料零部件是指除汽车机架以外的所有塑料零件和塑料部件，通常一部整车的塑料零部件按用途可大体划分为内饰件、外饰件和结构功能件。除保险杠等少量产品外，大都需要与其他金属或电子类零件进行集成才能形成具有某一独立功能的部件。

表 1、汽车塑料产品分类

种类	主要应用	作用
内饰件	仪表板、车门内饰板、座椅、方向盘、顶棚、地毯垫、遮阳板、门手柄、饰条、侧窗防霜器、杂物箱及盖、吸音衬里等。	大量运用可吸收能量的弹性改性塑料和发泡塑料，减轻碰撞对人体造成的伤害，提高安全系数，达到美观时尚效果。
外饰件	汽车保险杠、散热器格栅、挡泥板、侧防撞条、进气管、导流板等。	增加塑料制品用量代替钢制品，减轻汽车重量，达到节能效果。
结构功能件	散热系统、空调系统、燃油箱、安全气囊、发动机前端模块、发动机罩盖、油路连接管等。	运用高强度工程塑料在塑料燃油箱、发动机和底盘等零件，达到降低成本、简化工序、增加零件寿命的效果。

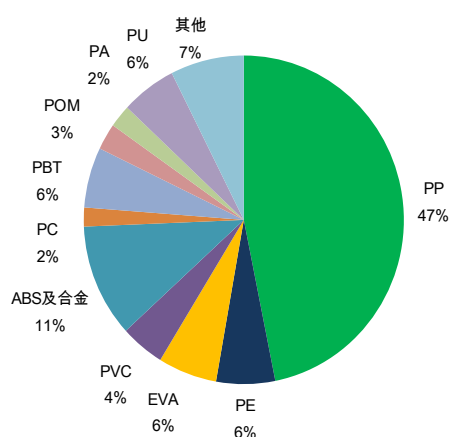
资料来源：招股书 兴业证券研究所

汽车轻量化加速塑料件市场增长。当前，世界汽车材料技术发展的主要方向是轻量化和环保化，轻量化已被证明是汽车“节能减排”的关键技术路线，汽车自重每减少 10%，可降低油耗 6~8%，降低 CO₂ 排放 13%。为此，增加塑料类零部件在汽车中的使用量，便成为降低整车成本及其重量，增加汽车有效载荷的关键。

市场容量约 500 亿。国内中级轿车平均塑料用量约为 130kg/辆，主要材料有 PP、PE、PC、PC/ABS 等，根据每种塑料的平均价格，可以估算出单车塑料原材料价值约为 2000 元左右，按行业内塑料原材料成本占塑料件生产成本的 50%-70% 计算，单车塑料件产值约为 2800-4000 元，以 2010 年我国乘用车产量 1376 万辆估算，目前乘用车塑料件市场容量按生产成本计约为 380 亿元至 550 亿元。

图 5、单车塑料用量结构

单位：%

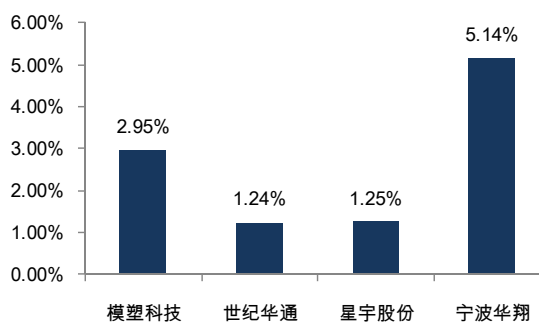


数据来源：招股书 兴业证券研究所

市场集中度较低。国内汽车塑料件行业总成产品的企业数量较少，多为二三级供应商，在某个汽车塑料件领域具有较强的市场地位，如星宇股份在灯具、模塑科技在保险杠、宁波华翔在内外饰件。由于缺乏单独的统计数据，我们以四家上市公司 2010 年营业成本对市场容量之比衡量市占率，四家合计约 10%，集中度较低。

图 6、2010 年汽车塑料市场占有率

单位：%



数据来源：公司年报 兴业证券研究所

三、上汽为公司重要客户 预计毛利率面临下滑压力

要点提示：

- 2010 年公司收入增量的 57% 源于上汽系，在未来主要发展的空调、车灯、内外饰塑料件中，上汽系也是主要客户；
- 公司产品成本结构中原材料占比约 80%，而 PA66、PP 占采购成本的一半，价格上涨侵蚀毛利，同时伴随低毛利率产品增速加快，综合毛利率呈下降趋势；
- 公司与上汽关系紧密，可以凭借优质客户资源分享行业成长，并依托德尔福、伟世通外资等在中国的合资企业拓展市场，模具设计、开发能力与注塑产品加工精度也增加了公司的议价能力。

3.1 上汽系贡献 2010 年公司收入增量的 57%

内销创造收入主要增量。目前公司销售主要集中在国内 OEM 市场，尤其是以一线品牌配套为主，收益国内汽车消费市场的高增长，公司内销收入 3 年复合增速达 64%；公司外销产品以热交换器为主，主要集中于 AM 市场，三年复合增速 13%。

图 7、公司收入、毛利率按地域分布

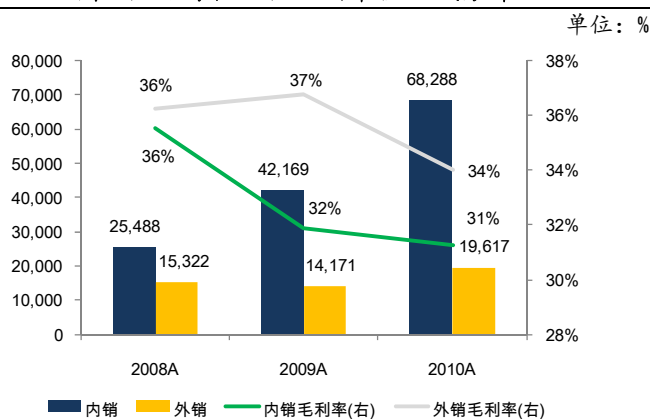
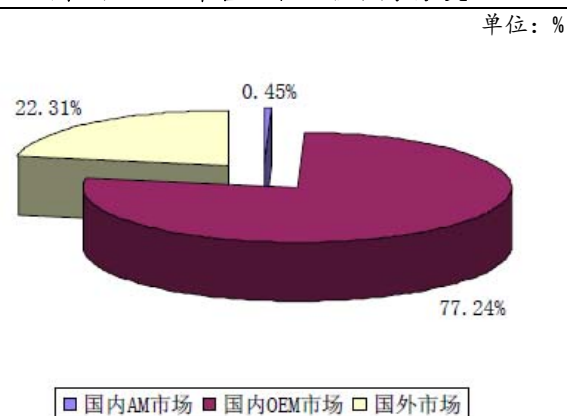


图 8、2010 年营业收入按低于分类



数据来源：招股书 兴业证券研究所

外销占收入比重逐年降低。公司海外客户主要为美国 VP 公司、加拿大 SPI 公司等北美 AM 市场供应商，为保持经营独立性，2009 年公司将原来 TGG 代销模式改为直销模式。虽然外销产品的毛利率高于国内，但海外市场应收账款风险较大，在国内市场存在增量的情况下，公司大幅开拓海外市场的概率较低。

图 9、海外客户占公司收入比重总量

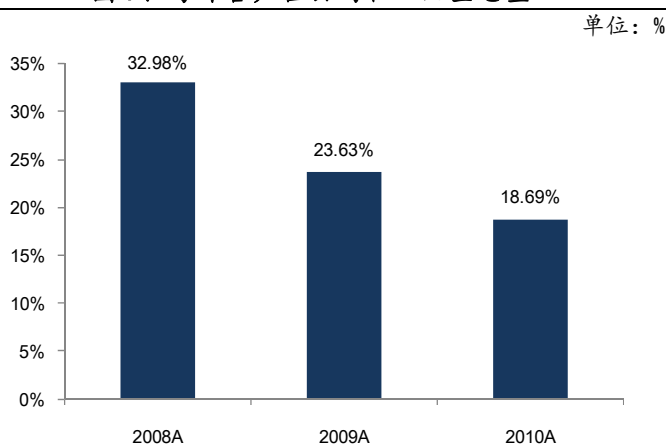
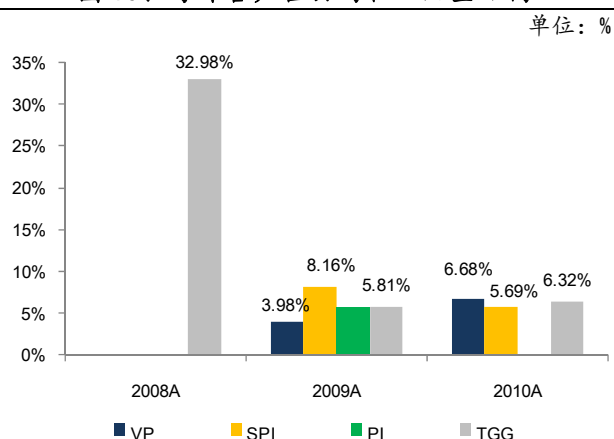


图 10、海外客户占公司收入比重结构



注：仅统计前十大客户数据

数据来源：招股书 兴业证券研究所

上汽是公司收入的主要来源。公司汽车零部件产品内销的主要客户为上海贝洱、小系车灯、延锋伟世通、富奥伟世通、青岛东洋、东风贝洱等国内知名汽车零部件一级配套商，其中上汽系在公司收入中的占比由 2008 年的 28% 上升到 2010 年的 36%。

图 11、上汽系占公司收入比重合计

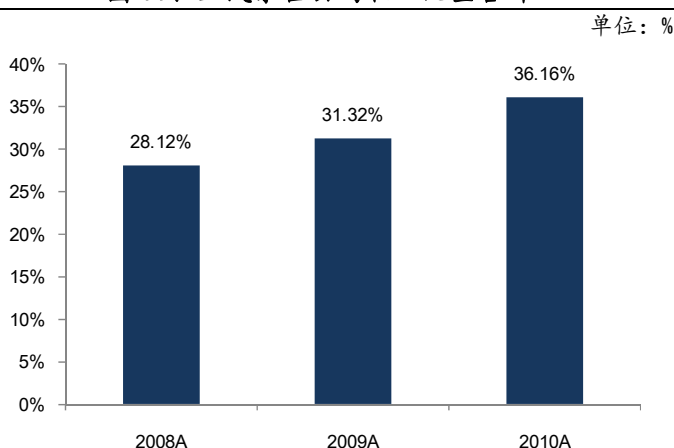
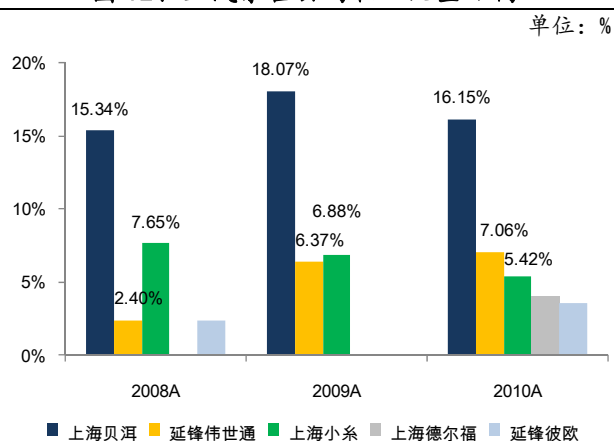


图 12、上汽系占公司收入比重结构



注：仅统计前十大客户数据

数据来源：招股书 兴业证券研究所

收入增量和客户结构也印证了上述观点。2009、2010 年内销收入增量分别为 1.67 亿和 2.61 亿元，相应年份的上汽系采购额增量分别为 0.60 亿和 1.50 亿，占据了增量的 36% 和 57%。此外，公司公布的六大板块客户结构显示，在未来主要发展的三大领域：车灯、空调、内外饰塑料件中，上汽系均为主要客户。

表 2、公司产品、客户结构

产品板块	配套企业	配套汽车集团及车型
热交换系统塑料件	上海贝洱	上海大众 桑塔纳、桑塔纳Vista、帕萨特、POLO、PQ35平台、PQ46平台、朗逸、斯柯达晶锐等
		上海通用 雪佛兰乐风、乐骋、景程、别克凯越、君威、君越等
		上海汽车 荣威550等
	东风贝洱	东风汽车 东风天龙重卡等
		东风日产 爱丽舍等
	富奥伟世通	一汽大众 捷达、奔腾等
		天津一汽 夏利
		长安福特 蒙迪欧等
	比亚迪	比亚迪 F3
	青岛东洋	华晨汽车 金杯海狮、金杯阁瑞斯、中华A1
		南京依维柯 依维柯
		东南汽车 V3，富利卡等
	泰安鼎鑫	上海汽车 名爵
		中国重汽
		北汽福田
		北方奔驰
车灯塑料件	上海小糸	奇瑞汽车 A3
		一汽丰田 卡罗拉、威驰
		道奇 锋哲
		上海大众 帕萨特
		上海汽车 荣威550
		上海通用 君越、凯越
空调系统塑料件	上海贝洱	上海大众 PQ35平台、斯柯达系列、POLO等
		东风汽车 东风天龙重卡等
		上海通用 克鲁兹、别克凯越等
	上海德尔福	上海汽车 名爵等
		长安福特 蒙迪欧、嘉年华、马自达3
		湖北法雷奥 宝来
内外饰塑料件	上海大众	上海大众 桑塔纳
		上海通用 GL8、君越、君威、雪佛兰乐风等
		江淮汽车
	延锋伟世通	东风本田 思域
		上海汽车 荣威550
		上海大众 朗逸、斯柯达晶锐、明锐、途安等
	延锋彼欧	上海通用 君越
		上海通用 君越
		上海通用 君越
	上海名盛	上海通用 君越
		格拉默车辆内饰 君威
安全系统塑料件	延锋百利	一汽大众 宝来
		一汽奥迪 A4L
		上海通用 凯越
金属件	东风贝洱	东风汽车 东风天龙重卡等
		富奥伟世通 夏利
	富奥伟世通	长安福特 蒙迪欧等
		南京依维柯 依维柯
	青岛东洋	长安福特 蒙迪欧
	南方英特	比亚迪 F6
	比亚迪	东风雪铁龙 爱丽舍

资料来源：招股书 兴业证券研究所

3.2 原料成本上升、产品结构调整拉低毛利率

汽车用塑料零部件行业属于材料密集型行业。在该细分行业中，通常情况下各种塑料成本约占产品生产成本的 50%-70%，而公司原材料在生产成本中的比重更达 78%-80%。因此，塑料粒子价格波动，对汽车用塑料零部件行业影响较大。

图 13、产品成本绝对结构

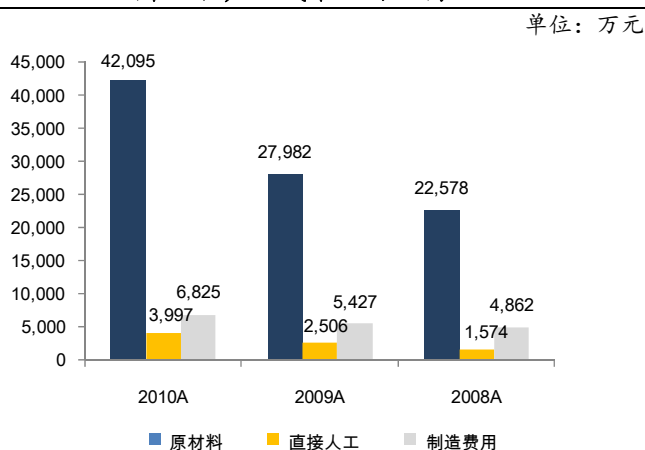
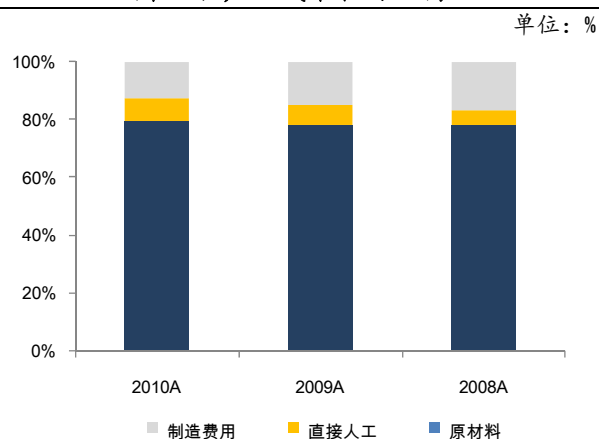


图 14、产品成本相对结构



数据来源：招股书 兴业证券研究所

PA66、PP 为主要成本项目。公司汽车塑料件产品主要原材料为 PA66、PP、ABS、PC/ABS 等塑料粒子，辅件为油冷器等外购件，金属件产品主要原材料为铝材，其他产品的主要原料为中冷器气室半成品、橡胶垫等。其中，PA66、PP 占 2010 年塑料粒子成本的 72%，总采购成本的 45%。

图 15、采购成本中塑料粒子、辅料占比

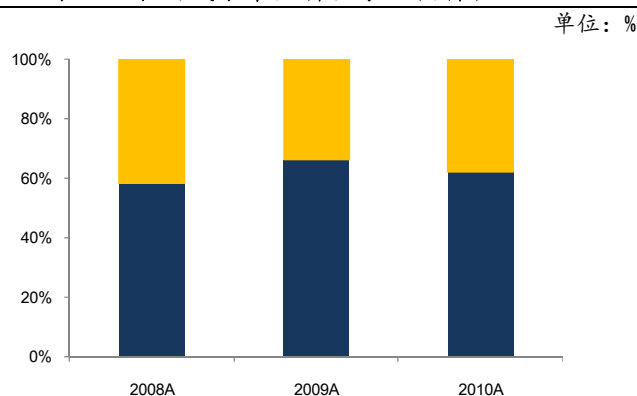
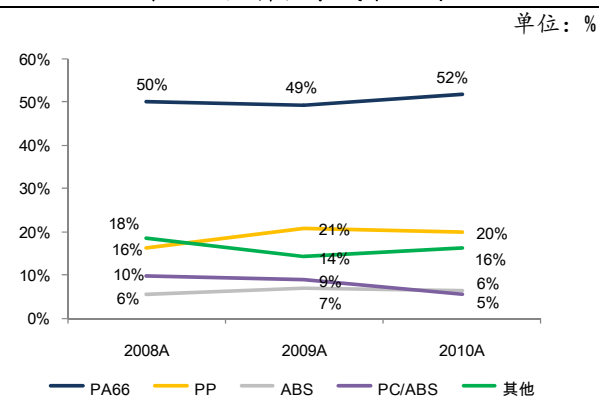


图 16、塑料粒子成本结构

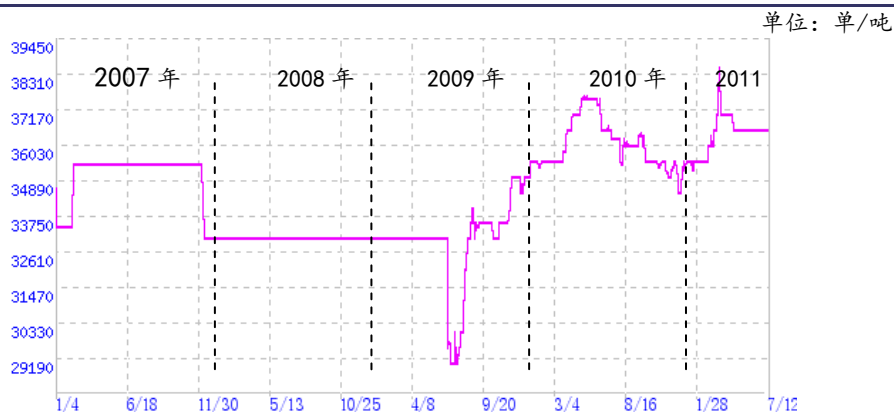


数据来源：招股书 兴业证券研究所

公司为国内改性 PA66 领域重要采购商之一，2010 年采购改性 PA66 超过 6700 吨。年初至今，公司 PA66 类原材料均价稳中有降，基本保持在 20,000 元/吨的水平，

2010 年采购均价出现大幅提升，同比上涨 13.53%。2010 年 PP 采购均价 11,236 元/吨，同比上涨 5.20%。

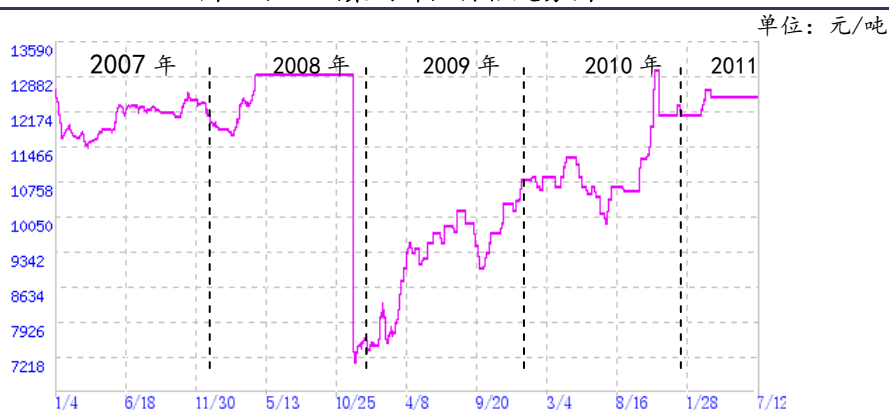
图 17、美国杜邦 101L PA66 价格走势



注：华东地区-余姚塑料市场-美国杜邦 101L 2007-01-01 至 2011-07-12

来源：中国化工网 兴业证券研究所

图 18、PP（聚丙烯）价格走势

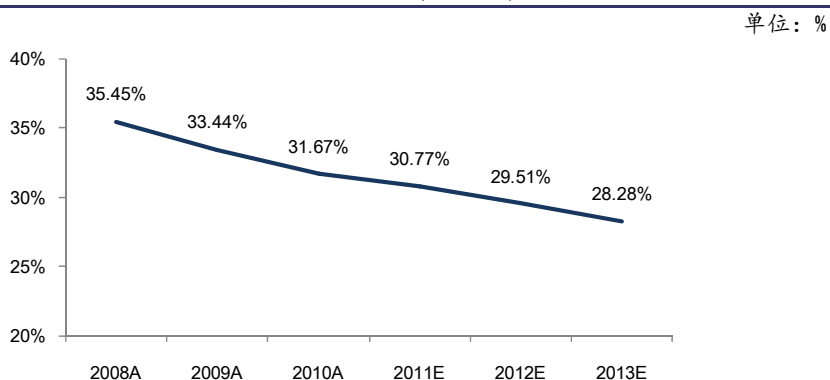


注：华东地区-余姚塑料城-镇海炼化，2007-01-01 至 2011-07-12

数据来源：中国化工网 兴业证券研究所

公司通过协议向下传导成本压力。公司与重要的下游客户协商约定如果主要原材料市场价格波动较大（例如涨幅超过 5%）时，可以进行价格调整，将成本压力及时向下游传导，降低了原料成本上涨的风险，但“涨价—协商—提价”间的时滞依然会挤压毛利。2009 年开始，主要成本项 PA66、PP 价格均大幅上涨，反映在报表中即成本增速高于收入增速，导致毛利率下降。

图 19、我们预计综合毛利率呈下降趋势



数据来源：招股书 兴业证券研究所

产品结构调整亦拉低综合毛利率。公司传统的热交换塑料业务毛利率最高，但在收入占比中逐年下滑，重点开拓的三项业务中内外饰、车灯塑料产品毛利率显著低于热交换业务。

图 20、分产品毛利率

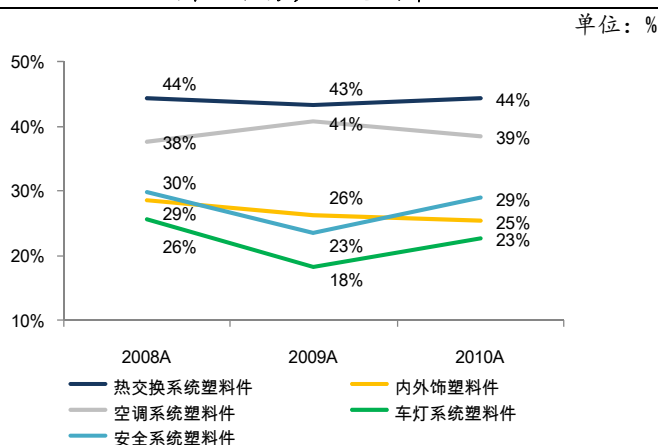
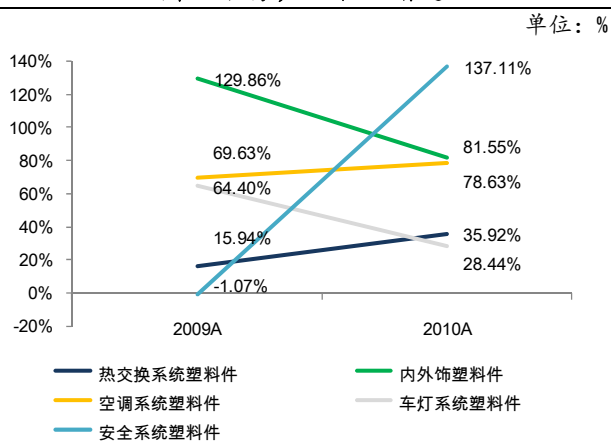


图 21、分产品收入增速



数据来源：招股书 兴业证券研究所

3.3 公司竞争力主要体现在客户资源的把握上

客户资源优势。上汽系的零部件企业无疑是公司重要的收入来源，而且公司能够依托外资集团在国内的众多合资企业拓展客户。公司客户包括贝洱集团、伟世通集团、法雷奥集团、德尔福集团等国际零部件总成企业，这些公司具有很高的品牌知名度、产品开发实力和市场开拓能力。

模具开发优势。汽车零部件模具设计开发水平直接决定产品质量及档次，是否具有独立开发甚至同步开发模具能力是主流一级汽车零部件厂商选择供应商的重要评审标准。公司技术研发中心为省级技术中心，采用 UGNX、MOLDFLOW 等设计软

件，应用“模流分析”、“翘曲变形预先控制”等技术开发模具，拥有行业内较为先进的模具设计开发、制造能力。

规模优势。目前，公司年使用塑料粒子超过 10,000 吨，可生产各系列汽车用塑料件 8,000 万件以上，年设计开发模具 500 套、检具 300 套以上，可以满足客户多批次、多品种的及时供货需求。公司每年采购改性塑料粒子 1.5 万吨，是杜邦、罗地亚等公司的 PA66 和 GF30 等化工原材料在国内最大的单一客户。这使得公司在原材料采购上不仅价格低于市场均价 5%~10%，而且在原材料供应紧张的时候可得到优先保证。

四、募投项目 2013 年底达产 合计产能增 130%至 20.7 亿件

产能偏紧，急需扩产。公司产品产能利用率均保持在 90%以上，生产设备始终处于满负荷生产状态，2010 年公司收入、毛利的主要构成热交换系统塑料件的产能利用率达 99.41%，满负荷生产不仅显示了销量扩张，也导致成本上升，急需扩产缓解产能瓶颈。

表 3、产能利用率偏紧

项目	2008A	2009A	2010A
热交换系统塑料件	107.60%	98.22%	99.41%
内外饰塑料件	116.03%	94.18%	92.07%
空调系统塑料件	92.64%	93.26%	91.08%
车灯系统塑料件	106.34%	100.21%	97.44%
安全系统塑料件	86.21%	89.71%	95.99%
金属件	96.78%	88.66%	93.99%
合计	104.94%	95.68%	96.03%

资料来源：招股书 兴业证券研究所

公司计划募集资金 5.74 亿元，分别投资于：（1）汽车轻量化、节能塑料件系列产品建设项目；（2）工程技术中心建设项目，其中建设投资 4.71 亿元，铺底流动资金 1.03 亿元。

表 4、项目投资规划

项目	建设期	投资总额 (万元)	分期投入情况 (万元)			
			第一年	第二年	第三年	第四年
汽车轻量化、节能塑料项目	2.5年	52,452	14,000	18,000	14,317	6,135
工程技术中心建设项目	1.5年	4,985	3,300	1,685	-	-
合计		57,437	17,300	19,685	14,317	6,135

单位：年，万元

资料来源：招股书 兴业证券研究所

公司未来的增长将围绕汽车塑料件，依靠产品线和生产基地的扩张。汽车轻量化项目预计开始投入后 2.5 年内完成土建、设备安装调试，流动资金分别于项目启动后的第 3 年、第 4 年投入，项目产能将从第 3 年起逐步释放，第 5 年为达产期。由于公司募投前已利用自有资金投入建设，我们预计项目 2013 能够达产。

表 5、预计 2013 年底达产

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
热交换系统塑料件	1,500	2,000	2,500	3,033	4,500	5,481
空调系统塑料件	800	1,500	2,000	3,000	5,000	7,900
车灯系统塑料件	300	400	500	1,000	1,900	1,900
安全系统塑料件	1,000	1,300	2,000	2,000	2,000	2,000
内外饰塑料件	500	1,000	1,500	2,000	2,500	3,400
金属件	150	250	400	400	400	400
塑料油底壳	0	小批量生产	小批量生产	60	60	60
合计	4,250	6,450	8,900	11,493	16,360	20,681

单位：万件

资料来源：招股书 兴业证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测：未来3年净利润复合增速24.8%

I. 基本假设

- 公司所处汽车行业的政策不发生重大变化；
- 公司目前执行的税负、税率及享受的相关税收优惠没有重大调整。作为合资企业，公司从2006年开始享受企业所得税“两免三减半”的优惠政策，2008年至2010年减半缴纳，实际执行税率为12.5%。2010年9月被认定为高新技术企业，自2010年至2012年，公司可减按15%的税率缴纳企业所得税。子公司上海全仕泰、上虞一栋、南京全世泰适用所得税税率为25%。

II. 销售收入与毛利率预测

公司主要客户上汽集团旗下企业2011年销量表现良好，我们预计公司能够分享其增长，2011-2013年公司塑料产品销量增速分别为20.21%，31.01%和33.20%，产品价格受原料价格上涨稳步上升，毛利率呈下降趋势。

收入预测：

热交换系统塑料件稳步增长，内外饰、空调、车灯塑料件加速增长，预计2011-2013年塑料件产品收入增速分别为24.02%，33.14%，34.94%，3年复合增速30.61%。

毛利率预测：

综合考虑产品结构调整、主要原料、辅料价格上涨等因素，我们预计公司毛利率未来三年呈现下降趋势，综合毛利率区间为28%-30%。

表 5、分产品收入预测表

单位：万件，万元

销售收入(万元)							
热交换系统塑料件	20,630	23,918	32,510	39,129	49,491	63,101	
内外饰塑料件	3,351	7,703	13,985	17,496	23,862	33,035	
空调系统塑料件	4,080	6,922	12,364	15,578	21,919	31,300	
车灯系统塑料件	3,253	5,348	6,869	9,101	12,541	17,282	
安全系统塑料件	981	971	2,302	3,064	4,516	6,855	
合计	32,295	44,861	68,029	84,369	112,329	151,573	
产品毛利率							
热交换系统塑料件	44%	43%	44%	43.32%	42.21%	41.07%	
内外饰塑料件	29%	26%	25%	24.29%	23.22%	22.13%	
空调系统塑料件	38%	41%	39%	37.92%	37.33%	36.73%	
车灯系统塑料件	26%	18%	23%	20.47%	18.22%	15.90%	
安全系统塑料件	30%	23%	29%	27.63%	26.32%	24.98%	
合计	39.56%	36.54%	36.70%	35.34%	33.90%	32.45%	
其他业务收入							
金属件	3,178	3,055	6,363	7,636	9,927	12,905	
模具/检具	1,343	2,904	3,218	3,861	5,020	6,526	
其他	3,995	5,520	10,294	12,353	16,059	20,876	
主营业务收入							
	40,811	56,341	87,905	108,219	143,335	191,880	
YoY		38.05%	56.02%	23.11%	32.45%	33.87%	

资料来源：招股书 兴业证券研究所

5.2 估值：合理估值区间 21.60~25.92 元

1. 可比公司

我们选择 6 家汽车塑料部件企业作为估值参照对象，分别为宁波华翔、星宇股份、双林股份、顺荣股份、模塑科技、凌云股份。从塑料件收入占比来看，双林股份和顺荣股份塑料件收入占比较高，与公司最为相近。

- **宁波华翔**：以内饰件与改装车为主，客户主要为上海大众、一汽大众等国内知名整车厂商，市场主要定位于一级供应商；
- **星宇股份**：以车灯业务为主，客户为一汽集团、奇瑞等整车厂商，市场主要定位于一级供应商；
- **双林股份**：主要从事汽车塑料件、金属件以及模具开发，其中空调系统塑料件与本公司产品类似；
- **顺荣股份**：主要从事塑料燃油箱和内饰件的生产，内饰件与公司内饰塑料件类似；
- **模塑科技**：主营业务为汽车保险杠等外饰件以及房地产开发，2009 年房地产业务收入占其营业收入的比重为 40%；
- **凌云股份**：公司业务分为汽车零部件、PE 管道系统两大部分，塑料件产品包

括车门框、保险杠、防撞杆、外饰件等。

表 6、可比公司估值对照

代码	简称	收盘价 2011/7/1	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
000700.SZ	模塑科技	7.08	0.11	0.27	0.40	182	73	50
002048.SZ	宁波华翔	12.28	0.77	0.96	1.22	26	21	16
002555.SZ	顺荣股份	14.29	0.98	0.67	0.91	20	30	22
300100.SZ	双林股份	18.05	1.31	1.04	1.37	15	19	15
600480.SH	凌云股份	13.87	0.81	1.11	1.55	25	18	13
601799.SH	星宇股份	20.00	0.77	0.84	1.13	26	24	18
平均(不含模塑科技)						22	22	17

资料来源：Wind 兴业证券研究所

II. 估值讨论：二级供应商 成长空间相对较低 产业链和价值链位置偏弱

剔除模塑科技异常值后，塑料类汽车零部件企业 2010 年的平均 PE 为 22 倍，由于宁波华翔、星宇股份为一级供应商，成长空间相对广阔，故估值水平为 24-26 倍。考虑到公司为塑料件二级供应商，为原料密集型企业，且毛利率存在下降压力，给予公司 20-24 倍的估值水平较为合理。

III. 估值水平：合理估值区间-21.60~25.92 元

建议询价区间 21.60~25.92 元。我们预计公司 2011、2012、2013 年发行后完全摊薄 EPS 为 1.08 元、1.45 元和 1.77 元，根据行业可比公司估值，考虑公司战略定位与公司发展前景，我们认为合理的询价区间在 21.60~25.92 元之间，对应 2011 年 20 倍~24 倍的市盈率。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	491	1426	1529	1755
货币资金	81	898	802	742
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	207	249	344	480
其他应收款	1	4	4	6
存货	179	225	313	440
非流动资产	393	523	682	795
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	7	8	8
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	223	340	478	600
在建工程	132	131	160	151
油气资产	0	0	0	0
无形资产	27	27	27	27
资产总计	884	1949	2211	2550
流动负债	444	337	392	486
短期借款	198	0	0	0
应付票据	1	28	36	42
应付账款	112	174	235	309
其他	133	134	121	136
非流动负债	30	30	30	30
长期借款	30	30	30	30
其他	0	0	0	0
负债合计	474	367	422	516
股本	130	175	175	175
资本公积	21	960	960	960
未分配利润	228	398	580	794
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	410	1582	1789	2034
负债及权益合计	884	1949	2211	2550

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	159	189	254	309
折旧和摊销	0	15	22	30
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-3	-26	-23
投资损失	0	-3	-4	-4
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	0	-11	151	195
经营活动产生现金	96	194	105	116
投资活动产生现金	-157	-126	-187	-137
融资活动产生现金	81	750	-14	-38
现金净变动	18	817	-96	-60
现金的期初余额	51	81	898	802
现金的期末余额	69	898	802	742

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	908	1082	1433	1919
营业成本	620	749	1010	1376
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	48	57	76	102
管理费用	46	59	76	102
财务费用	14	-3	-26	-23
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	4
营业利润	181	222	299	363
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	182	222	299	363
所得税	23	33	45	55
净利润	159	189	254	309
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	159	189	254	309
BPS (元)	0.91	1.08	1.45	1.77

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长性				
营业收入增长率	59.7%	19.2%	32.4%	33.9%
营业利润增长率	58.2%	22.6%	34.4%	21.6%
净利润增长率	55.7%	19.0%	34.4%	21.6%
盈利能力				
毛利率	31.7%	30.8%	29.5%	28.3%
净利率	17.5%	17.5%	17.7%	16.1%
ROE	38.7%	11.9%	14.2%	15.2%

偿债能力

资产负债率	53.6%	18.8%	19.1%	20.2%
流动比率	1.10	4.23	3.90	3.61
速动比率	0.70	3.57	3.10	2.71

营运能力

资产周转率	117.2%	76.4%	68.9%	80.6%
应收账款周转率	482.5%	475.1%	483.5%	465.9%

每股资料 (元)

每股收益	0.91	1.08	1.45	1.77
每股经营现金	0.55	1.11	0.60	0.66
每股净资产	2.34	9.04	10.22	11.63

估值比率 (倍)

PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建

新股定价报告

议仅供参考，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。