

增持 首次

隆基机械（002363）

2014年11月11日

拥抱汽车后市场，外延拓展有潜力

2014年11月11日收盘价：16.30元

6个月目标价：18.00元

汽车行业核心分析师：邓学
SAC 执业证书编号：S0850514050002
dx9618@htsec.com
0755-23963569汽车行业分析师：廖瀚博
SAC 执业证书编号：S0850514080001
lhb9781@htsec.com
0755-82900477

汽车反垄断激活汽车后市场。法理层面，依法治国，《反垄断法》高于产业办法，推动汽车流通领域变革。需求层面，中国跑步进入后汽车时代，平均车龄快速上升，万亿维护市场广阔，消费痛点密布。汽车后市场是未来值得挖掘金矿。

障碍清除，群雄逐鹿。过去汽车后市场深受配件渠道纵向垄断制约，市场分散混乱。后市场市场化机遇来临，未来胜出来自于线上线下资源并举，和产业结盟资源共享。配件电商、快修连锁、深度维护都面临巨大机遇。

汽车后市场我们看好的核心标的，围绕配件电商（隆基机械）、维修连锁（德联集团）、4S 经销巨头（国机汽车、亚夏汽车）布局。

传统业务稳步增长的基础上，隆基机械积极谋求新的业务拓展。依托于丰富的售后配件制造、销售经验，公司主动切入汽车后市场领域，实现传统业务进一步延伸。公司参股车易安（B2B2C 平台，持股 27.09%，第一大股东），实现汽车配件制造商、汽车配件经销商、汽车快修店、消费者的对接。

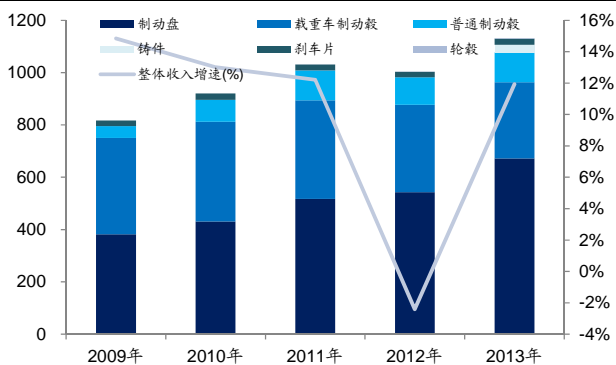
盈利预测与投资建议。考虑到卡钳业务明年投产，德国 SHW 合作项目逐步落地，公司传统业务的产品结构和客户结构有望不断改善。汽车后市场空间广阔，公司参股车易，进入成长新蓝海。预测公司 2014 - 2016 年 EPS 分别 0.20 元、0.30 元、0.45 元，对应 2014 年 11 月 10 日收盘价 PE 分别为 81 倍、54 倍和 36 倍，首次给予“增持”评级。公司传统业务扎实，车易安平台竞争力突出，享受一定估值溢价。未来 6 个月目标价 18 元，对应 2016 年 PE 为 40 倍。

风险提示。汽车行业景气大幅下滑；汽车后市场业务发展低于预期。

公司是国内汽车制动系统零部件龙头，2010年3月登陆A股市场，大股东是隆基集团有限公司，持有公司股权45.18%，实际控制人是张乔敏、张海燕和张超，分别持有隆基集团51.0%、16.3%和10.9%股权。

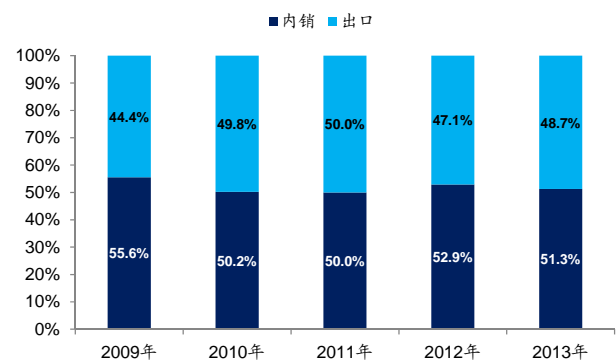
公司主要产品包括制动毂、制动盘、轮毂、刹车片、铸件等，其中制动毂、制动盘是公司绝对业务支柱，收入和毛利的贡献比重总和均保持在95%以上。公司产品内销与出口比重基本相当，其中内销产品以OEM配套为主，客户涵盖绝大多数（除一汽外）商用车企业、自主品牌及少量合资品牌（福特、铃木）乘用车企业；出口产品面向AM市场为主，客户涵盖NAPA、AutoZone等知名汽车零部件销售商。

图1 公司收入结构及增速



资料来源：公司招股书，各年度财务报告，海通证券研究所
注：收入对应左轴，单位为百万元；收入增速对应右轴；

图2 公司产品内外销结构



资料来源：公司招股书，各年度财务报告，海通证券研究所

未来公司传统业务的增长主要来源于两方面：一是产品结构升级；二是拓展合资品牌乘用车客户。

2013年12月，公司与厦门稳佳成、烟台华兴、丹麦步德威共同出资8000万元设立山东隆基步德威制动钳有限公司（隆基机械控股67.5%），投产制动钳、钳体、支架、转向节等汽车制动部件，年产能为80万套制动钳。目前合资公司处于试生产阶段，预计明年下半年正式投产。由于卡钳产品单价和毛利更高，投产后将提升公司综合盈利能力。另外公司已具备制动毂、制动盘、刹车片、卡钳等零部件，未来或将进一步投产支架和转向节，构成完整的汽车制造系统。公司产品由单一零部件向制动系统发展，综合竞争力和盈利能力有望不断提升。

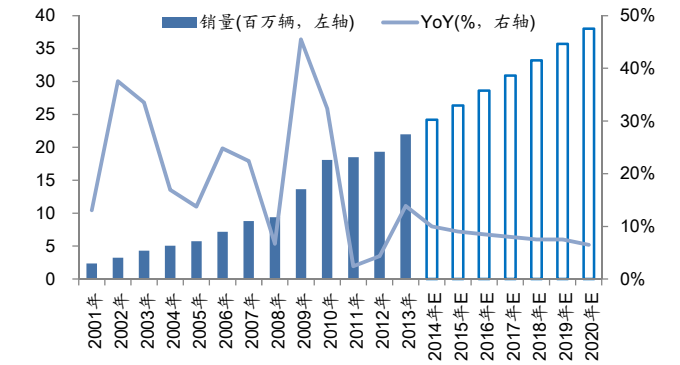
2014年5月，公司与德国SHW公司签订合作框架协议，拟共同投资设立公司进行制动盘研发、生产及销售。SHW公司主要生产汽车泵及发动机部件、车用整体式、复合式制动盘产品，广泛配套于大众、通用、宝马、奔驰等国际主流厂商。依托于SHW资源，未来公司有望逐步切入国内合资品牌供应体系，实现客户结构升级，为公司长期成长打开新的空间。

在传统业务稳步增长的基础上，公司积极谋求新的业务拓展。依托于丰富的售后配件制造、销售经验，公司主动切入汽车后市场领域，实现传统业务进一步延伸。

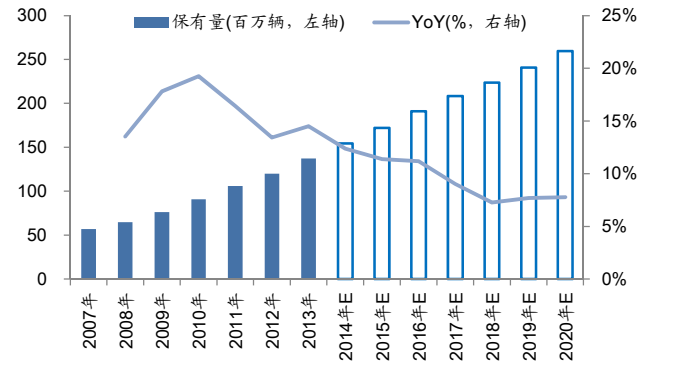
根据中汽协、国家统计局资料显示，2013年国内汽车销售2200万辆，同比增长13.9%。截止至2013年底，国内汽车保有量接近1.4亿辆，同比增长14.5%。尽管国内汽车销售增速已进入中低速增长区间，但汽车保有量增速明显高于新车销售增速，推动国内汽车维修市场容量快速增长。

根据汽车维修行业协会统计，截止至2013年底，全国共有机动车维修业户48万家、从业人员近300万人，完成年维修量3.3亿辆次，年产值达5000亿元以上，约占全国GDP总量的1%。考虑到2013年国内汽车保有量约为1.4亿辆，对应单车维修的年平均产值约为3600元。

国内汽车维修市场容量达到 1 万亿。假设未来 7 年新车销售复合增速为 8%，汽车使用寿命为 8 年，则 2020 年国内汽车销量达到 3800 万辆，较 2013 年增长 73%，国内汽车保有量达到 2.6 亿辆，较 2013 年增长 86%。按单车维修产值 3600 元进行测算，2020 年国内汽车维修产值将接近 1 万亿元。

图 3 国内新车销售及增速预测


资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 4 国内汽车保有量及增速预测


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2014 年 9 月，公司与上海车易公司签署合作意向书。2014 年 10 月，公司通过增资及受让方式取得车易公司 27.1% 股权，成为车易公司第一大股东。车易公司基于数据信息系统，为汽车服务商和配件供应商提供线下实体店和线上网店有机融合、互为联动的双店管理以及高效的供应链实时协同等整套电子商务系统解决方案。现有客户主要集中在上海、杭州地区，已有 500 余家汽车服务商和 100 余家汽车零部件经销商进驻平台，前端注册用户 6 万余个。

车易公司通过搭建 B2B2C 平台（车易安），实现汽车配件制造商、汽车配件经销商、汽车快修店、消费者的对接。1、对于配件制造商、经销商而言，车易安平台提供线上入口，有利于拓展产品销售渠道；2、对于汽车快修店而言，车易安平台整合全国配件采购资源，能够有效缩减配件流通的中间层级，降低采购成本；3、对于消费者而言，车易安平台提供丰富维修网络资源，引入评价反馈机制，营造更加便捷、透明、高效的消费环境。

盈利预测与投资建议。考虑到卡钳业务明年投产，德国 SHW 合作项目逐步落地，公司传统业务的产品结构和客户结构有望不断改善。汽车后市场空间广阔，公司参股车易，进入成长新蓝海。预测公司 2014 - 2016 年 EPS 分别 0.20 元、0.30 元、0.45 元，对应 2014 年 11 月 10 日收盘价 PE 分别为 81 倍、54 倍和 36 倍，首次给予“增持”评级。公司传统业务扎实，车易安平台竞争力突出，享受一定估值溢价。未来 6 个月目标价 18 元，对应 2016 年 PE 为 40 倍。

风险提示。汽车行业景气大幅下滑；汽车后市场业务发展低于预期。

表 1 可比公司相对估值对比

股票代码	公司简称	当前股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002488.SZ	金固股份	21.61	0.45	0.97	1.67	48	22	13
002666.SZ	德联集团	14.38	0.55	0.65	0.83	26	22	17
002607.SZ	亚夏汽车	8.29	0.16	0.22	0.24	53	37	35
601258.SH	庞大集团	5.74	0.07	0.10	0.13	82	57	44
平均值							52	35
002363.SZ	隆基机械	16.30	0.20	0.30	0.45	81	54	36

资料来源：WIND，海通证券研究所，注：当前股价为 2014 年 11 月 11 日收盘价，可比公司盈利预测采用 WIND 一致预期。

表 2 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1236	1112	1368	1611	营业收入	1132	1245	1475	1761
现金	202	124	148	176	营业成本	924	1012	1189	1399
应收账款	276	287	345	416	营业税金及附加	4	4	5	6
其他应收款	1	1	1	2	营业费用	66	75	86	99
预付账款	15	22	21	26	管理费用	48	62	66	70
存货	589	563	706	834	财务费用	44	25	27	30
其他流动资产	153	113	148	157	资产减值损失	4	2	2	3
非流动资产	1012	1114	1197	1261	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	4	4	4
固定资产	879	966	1042	1103	营业利润	42	68	104	158
无形资产	61	60	59	58	营业外收入	23	5	5	5
其他非流动资产	72	88	96	101	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2248	2225	2565	2872	利润总额	64	72	108	162
流动负债	914	779	1097	1336	所得税	11	12	18	27
短期借款	214	238	434	557	净利润	52	60	89	134
应付账款	253	246	309	370	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	447	295	354	409	归属母公司净利润	53	60	90	135
非流动负债	0	-67	-134	-201	EBITDA	170	191	248	324
长期借款	0	-67	-134	-201	EPS (元)	0.35	0.20	0.30	0.45
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	914	712	963	1135	主要财务比率				
少数股东权益	57	56	56	56	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	149	299	299	299	成长能力				
资本公积	861	861	861	861	营业收入	11.9%	9.9%	18.5%	19.4%
留存收益	267	297	387	521	营业利润	-27.0%	61.8%	52.9%	52.1%
归属母公司股东权益	1277	1457	1546	1681	归属于母公司净利润	41.4%	13.5%	49.9%	49.9%
负债和股东权益	2248	2225	2565	2872	获利能力				
					毛利率(%)	18.4%	18.7%	19.4%	20.5%
					净利率(%)	4.7%	4.7%	4.8%	6.1%
					ROE(%)	4.1%	4.1%	5.8%	8.0%
					ROIC(%)	4.8%	4.8%	5.9%	7.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.7%	32.0%	37.5%	39.5%
					净负债比率(%)	34.4%	31.8%	38.2%	37.2%
					流动比率	1.35	1.43	1.25	1.21
					速动比率	0.70	0.70	0.60	0.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.56	0.62	0.65
					应收账款周转率	4.24	4.19	4.42	4.39
					应付账款周转率	4.00	4.05	4.29	4.12
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.20	0.30	0.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.39	0.35	0.67
					每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.87	5.18	5.63
					估值比率				
					P/E	92.27	81.30	54.25	36.20
					P/B	3.81	3.34	3.15	2.90
					EV/EBITDA	29.63	26.32	20.33	15.56

资料来源: WIND, 海通证券研究所。注: 当前股价为 2014 年 11 月 11 日收盘价。

相关报告:

汽车行业跟踪报告: 汽车流通领域反垄断正式启动, 维持增持, 20140804
汽车行业跟踪报告: 反垄断风暴加剧, 重构经销配件格局, 维持增持, 20140820
汽车行业深度报告: 汽车反垄断, 一招定天下, 维持增持, 20140912
汽车行业跟踪报告: 处罚扩大至整车厂, 反垄断进程深化, 维持增持, 20140912
汽车行业深度报告: 跑步进入汽车后社会, 逐鹿中原“后市场”, 维持增持, 20141013

信息披露

分析师声明

邓学、廖瀚博：汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上汽集团 (600104.SH)、长城汽车 (601633.SH)、比亚迪 (002594.SZ)、长安汽车 (000625.SZ)、中国重汽 (000951.SZ)、潍柴动力 (000338.SZ)、江铃汽车 (000550.SZ)、一汽轿车 (000800.SZ)、威孚高科 (000581.SZ)、宇通客车 (600066.SH)、松芝股份 (002454.SZ)、均胜电子 (600699.SH)

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。