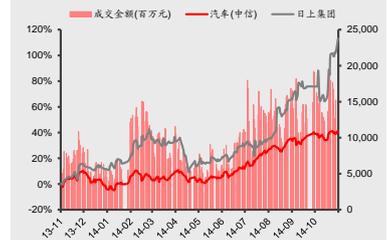


汽车行业：日上集团（002593）

2014年11月12日

受益绿色建筑和福建自贸区建设，公司价值有望提升 **推荐（维持）**

市场表现 截至 2014.11.11



⑤ 受益绿色建筑和福建自贸区建设，公司钢结构业务市场前景广阔

国内钢结构增长迅速，但相比发达国家普及率较低。对传统能源需求的持续，带动设备钢结构稳步增长；对绿色建筑的政策支持，则带来对建筑钢结构的巨量需求。在此背景下，公司定增加码绿色钢结构主业，长期业绩向好。此外，福建自贸区有望落成，基建需求增加。公司属区域性企业，坐地厦门，区域优势将进一步显现。

⑤ 无内胎化和替换市场是公司载重钢轮业务未来持续增长点

欧美等经济发达地区，无内胎车轮普及率高达 95% 以上，无内胎化是发展趋势。与此同时，尽管商用车需求减缓，但基于保有量基数大、加之替换频率较快，替换市场空间巨大。二者有望成为公司未来载重钢轮业务的持续增长点。

⑤ 土地溢价和股权激励提升公司价值

公司在厦门拥有 12 万平米土地，成本较低，目前已纳入政府商业用地规划，随着厦门自贸区的有望落地，该地块持续升值，若考虑溢价则将提升公司价值。此外，公司实施股权激励计划，有助于改善公司经营绩效，同样有利于公司价值的提升。

⑤ 盈利预测、估值与投资建议

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.20 元、0.30 元和 0.41 元。尽管公司当前市盈率估值偏高，但考虑到未来钢结构业务市场前景广阔，载重钢轮业务具备持续增长点，以及土地的价值溢价和股权激励有望提升价值，我们给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、绿色建筑相关政策实施不达预期；2、定增未获得相关部门通过；3、宏观经济大幅下行。

市场数据 2014-11-11

A 股收盘价 (元)	14.29
一年内最高价 (元)	14.99
一年内最低价 (元)	6.79
上证指数	2,469.67
市净率	2.51
总股本 (万股)	21,200
实际流通 A 股 (万股)	13,042
限售流通 A 股 (万股)	8,158
流通 A 股市值 (亿元)	18.64

分析师：刘宏程

执业证书号：S1490514020002

电话：010-58565133

邮箱：liuhongcheng@hrsec.com.cn

联系人：何健康

电话：010-58565123

邮箱：hejiankang@hrsec.com.cn

日上集团主要财务数据(假定 15 年完成定增)

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	1,230	1,322	1,911	2,301
同比增长 (+/-%)	12.7%	7.5%	44.5%	20.4%
归母净利润 (百万元)	35.51	41.44	78.65	107.69
同比增长 (+/-%)	-23.4%	16.7%	89.8%	36.9%
每股收益 (元)	0.17	0.20	0.30	0.41
PE	83.1	72.2	47.0	34.4

数据来源：华融证券

请务必阅读正文之后的免责声明部分

证券研究报告

目 录

一、公司业务向钢结构倾斜，盈利能力增强	5
1、公司属于传统家族控制企业，主营产品为载重钢轮与钢结构.....	5
2、公司业务向钢结构倾斜，盈利能力增强.....	7
(1) 公司业务向钢结构倾斜.....	7
(2) 公司总体毛利率继续回升，归母净利增速转负为正.....	7
3、公司业绩受钢材价格波动影响较小.....	8
二、受益绿色建筑和福建自贸区建设，公司钢结构业务市场前景广阔	8
1、国内钢结构增长迅速，但普及率较低.....	8
2、国内钢结构市场前景广阔.....	9
(1) 传统能源需求持续，带动设备钢结构稳步增长.....	10
(2) 政策支持绿色建筑发展，带来对建筑钢结构的巨量需求.....	10
3、定增加码绿色建筑主业，公司钢结构业绩长期向好.....	13
4、受益福建区域经济发展，公司区位优势进一步显现.....	14
(1) 福建自贸区有望落成，基建需求增加.....	14
(2) 公司属区域性企业，区位优势进一步显现.....	15
三、无内胎化和替换市场是公司载重钢轮业务未来的持续增长点	16
1、公司钢轮业务主要集中于商用车，无内胎钢轮占比大.....	16
2、无内胎化是载重钢轮发展趋势.....	17
3、替换市场是未来载重钢轮市场的主要增长点.....	18
(1) 受商用车产量影响，载重钢轮原配市场（OE）未来增速或放缓.....	19
(2) 替换市场（AM）是未来载重钢轮市场的主要增长点.....	20
四、土地溢价和股权激励有望提升公司价值	21
1、公司土地溢价被忽略.....	21
2、股权激励助于改善公司经营业绩.....	21
五、盈利预测、估值与投资建议	22
1、盈利预测.....	22
2、估值与投资建议.....	22
六、风险提示	24
附录：财务预测表	25

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	5
图表 2: 公司主营产品为钢结构和载重钢轮.....	6
图表 3: 公司业务发展历程.....	6
图表 4: 钢结构收入增长明显.....	7
图表 5: 钢结构收入占营收比重逐年升高.....	7
图表 6: 公司毛利率继续回升.....	7
图表 7: 公司钢结构产品毛利率略有下降.....	7
图表 8: 公司营业收入增速下滑.....	8
图表 9: 公司归母净利润增速转负为正.....	8
图表 10: 钢结构按型式分类.....	9
图表 11: 我国钢结构普及率较低.....	9
图表 12: 国内发电、石化设备产出量.....	10
图表 13: 政策支持绿色建筑快速发展.....	11
图表 14: 绿色建筑面积快速增长.....	11
图表 15: 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重提高到 50%.....	11
图表 16: 钢结构建筑在环保、施工工期等方面具有优势.....	12
图表 17: 非住宅、厂房竣工面积以及固定资产投资总额保持稳步增长.....	12
图表 18: 定增绿色建筑工业化集成系统生产项目（一期）经济效益预测.....	13
图表 19: 公司财务费用占营收比重逐年上升.....	13
图表 20: 公司营运资金占营收比重呈下降趋势.....	13
图表 21: 公司资产负债率总体呈逐步上升趋势.....	14
图表 22: 闽台经济总量逐年缩小.....	15
图表 23: 福建 GDP 增速明显高于台湾.....	15
图表 24: 福建经济总量有望在几年内超过台湾（亿美元）.....	15
图表 25: 公司属于区域性钢结构企业.....	16

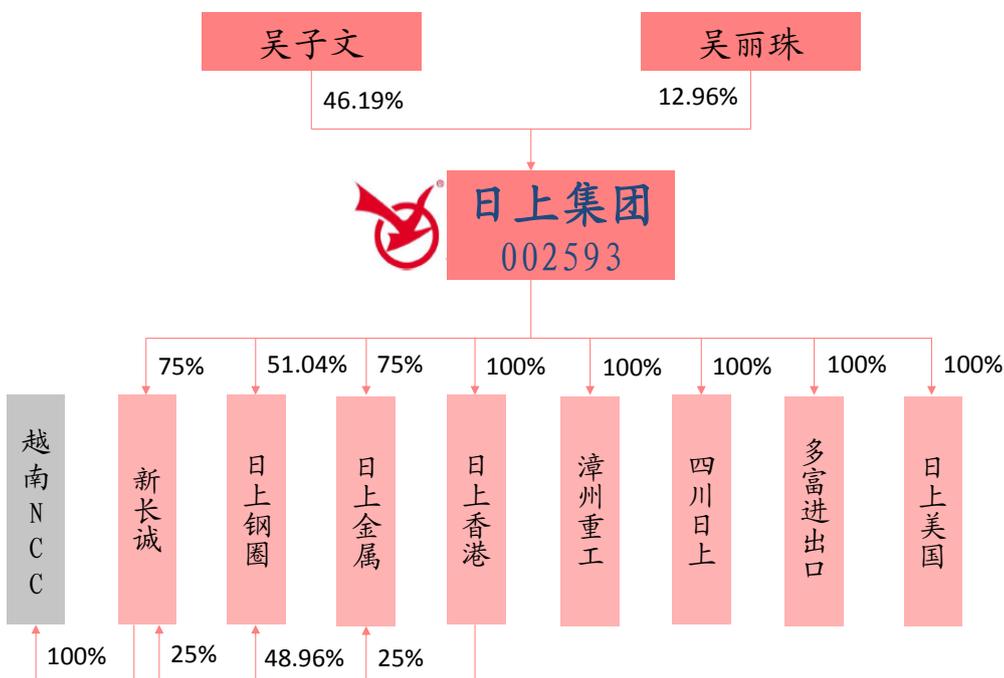
图表 26: 公司钢结构业务盈利能力处于中上水平.....	16
图表 27: 公司钢轮业务集中于商用车.....	17
图表 28: 无内胎钢轮在公司钢轮业务中一直占有较大比重.....	17
图表 29: 无内胎载重钢轮在安全性上占优势.....	18
图表 30: 无内胎载重钢轮截面图.....	18
图表 31: 型钢(有内胎)载重钢轮截面图.....	18
图表 32: 载重钢轮原配市场(OE)和替换市场(AM)特点.....	19
图表 33: 近几年我国商用车增速放缓.....	19
图表 34: 我国公路客运、货运保持较快速度增长.....	20
图表 35: 假定载货汽车零增长条件下保有量依然稳定增长.....	21
图表 36: 公司股权激励计划行权条件.....	22
图表 37: 主要财务指标预测(假定 15 年完成定增).....	22
图表 38: 日上集团市盈率在行业中处于高位(以 10 月 10 日收盘价计算).....	23
图表 39: 日上集团市净率比较(以 10 月 10 日收盘价计算).....	23

一、公司业务向钢结构倾斜，盈利能力增强

1、公司属于传统家族控制企业，主营产品为载重钢轮与钢结构

厦门日上车轮集团股份有限公司（简称“日上集团”）前身创立于 1995 年 8 月，并于 2011 年 6 月在深圳交易所上市，股票代码 002593.SZ。公司最大股东为吴子文，实际控制人为吴子文、吴丽珠夫妇，二人合计持股 59.15%。公司目前拥有厦门新长城钢构工程有限公司、厦门日上钢圈有限公司、厦门日上金属有限公司、四川日上金属工业有限公司、厦门多富进出口有限公司、日上车轮集团（香港）有限公司、新长城（漳州）重工有限公司、日上（美国）有限公司等八家子公司和新长城（越南）有限公司一家孙公司。

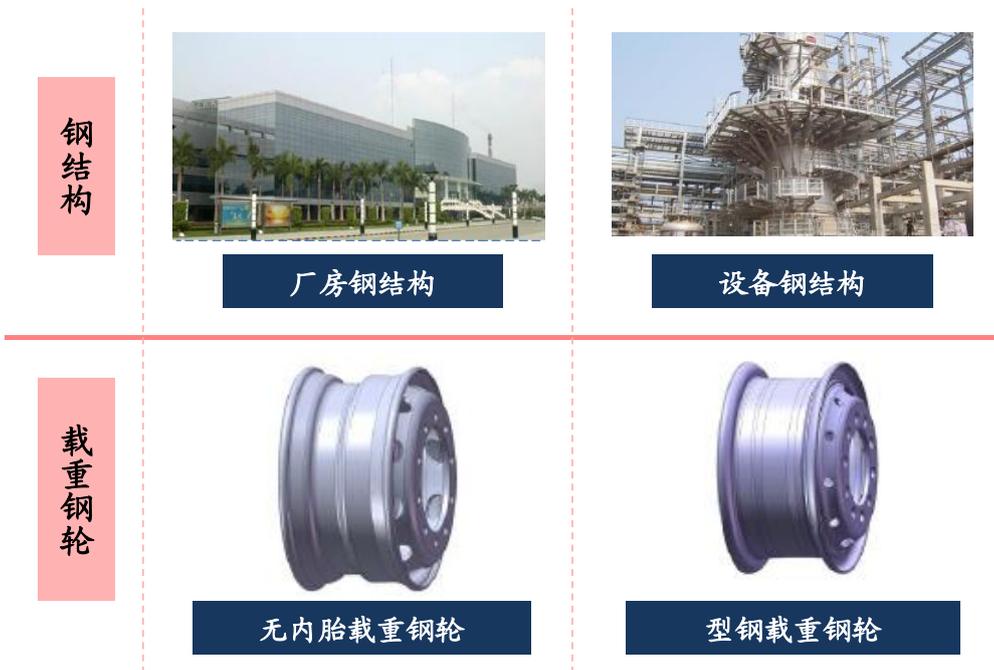
图表 1：公司股权结构



资料来源：公司网站，华融证券整理。

公司是年用钢能力超过 20 万吨的国内大型钢制品企业之一。主营产品为载重钢轮与钢结构，其中载重钢轮产品包括无内胎载重钢轮与型钢载重钢轮，适用于除微型车以外的全部商务车；钢结构产品包括应用于电子、汽车、机械等大型工业企业的厂房钢结构与用于石化、电力（火电）等行业大型设备和设施的设备钢结构。

图表 2: 公司主营产品为钢结构和载重钢轮



资料来源：公司网站，华融证券整理。

图表 3: 公司业务发展历程

载重钢轮	◆无	◆公司经营范围增加汽车钢圈 (2001.12)	◆集团公司 ◆日上钢圈 (2005.12) ◆日上金属 (2006.12) ◆越南NCC (2008.01)	◆集团公司 ◆日上钢圈 (2005.12) ◆日上金属 (2006.12) ◆越南NCC (2008.01) ◆四川日上 (2010.04)
钢结构	◆新长诚钢构 (1997.02)	◆新长诚钢构	◆新长诚钢构 ◆越南NCC (2008.01)	◆新长诚钢构 ◆越南NCC (2008.01) ◆四川日上 (2010.04) ◆漳州重工 (2012.03)
管理系统	◆ISO9000认证 ◆ERP系统	◆品质质量管理体系系统一 ◆财务、资金、采购集中	◆总部集中营销、生产管理 ◆财分工厂执行订单	◆SAP系统 ◆分区域执行订单
发展阶段	1995年~2001年 钢结构创业期	2002年~2005年 钢结构成长期& 载重钢轮创业期	2006年~2008年 厦门综合生产基地 整合提升期	2009年开始 产能跨区域布局 市场扩张期

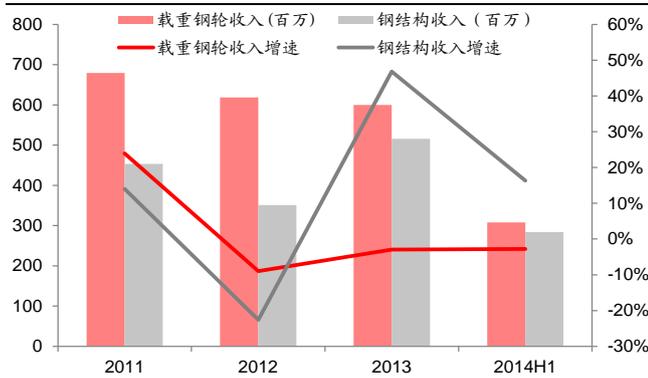
资料来源：公司网站，华融证券整理。

2、公司业务向钢结构倾斜，盈利能力增强

(1) 公司业务向钢结构倾斜

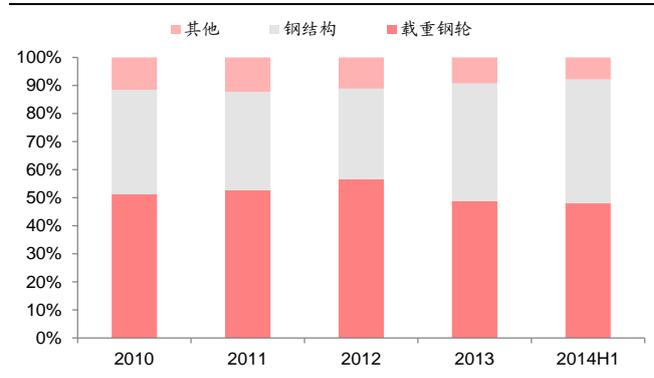
公司近几年主营业务发展向钢结构倾斜，钢结构业务收入增长明显，占主营收入的比重从2012年的32.18%上升到2013年的41.93%，并且有进一步上升的趋势。

图表4：钢结构收入增长明显



数据来源：公司公告、华融证券整理

图表5：钢结构收入占营收比重逐年升高

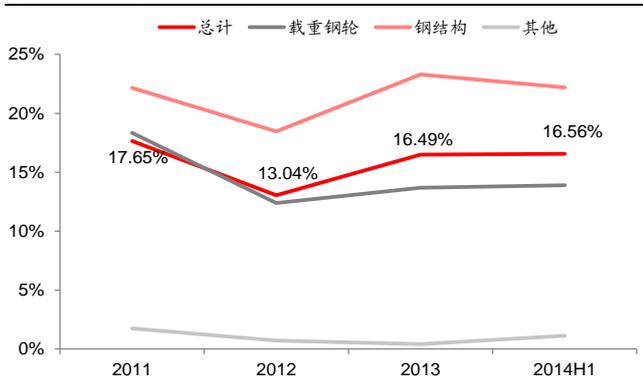


数据来源：公司公告、华融证券整理

(2) 公司总体毛利率继续回升，归母净利增速转负为正

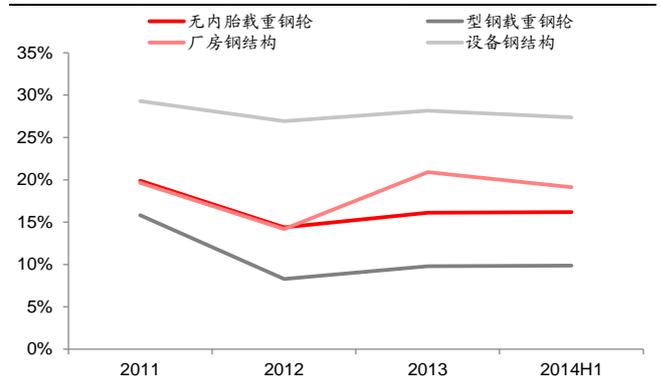
2013年，由于主营产品载重钢轮和钢结构毛利率均有较高增长，公司总体毛利率有较大幅度回升。2014年上半年，公司毛利率继续回升，但由于钢结构毛利率出现下滑，因此回升幅度不是很大。后续，随着高毛利率的钢结构业务在公司营收中的比重不断增大，公司毛利率有望继续保持上升趋势。

图表6：公司毛利率继续回升



数据来源：公司公告、华融证券整理

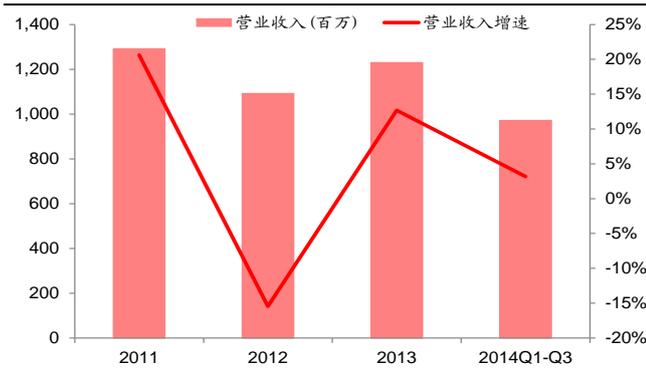
图表7：公司钢结构产品毛利率略有下降



数据来源：公司公告、华融证券整理

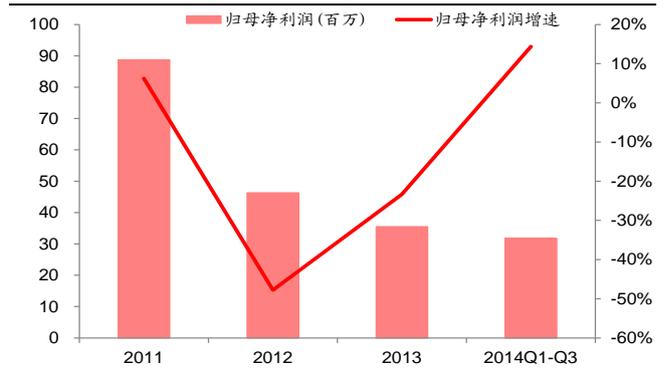
受载重钢轮业务下滑影响，公司营收增速减缓，2014年前三季度共实现营业收入 9.71 亿元，同比增长仅 3.17%。而由于高毛利率的钢结构业务稳步增长，在营收中的比重逐渐上升，公司 2014 年前三季度实现归母净利润 3,178 万元，增速转负为正，同比增长 14.39%。

图表 8：公司营业收入增速下滑



数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 9：公司归母净利润增速转负为正



数据来源：公司公告、华融证券整理

3、公司业绩受钢材价格波动影响较小

公司应用特殊的采购策略减小了钢材价格波动对公司业绩的影响。公司结合订单情况和经营计划，对特殊规格钢材根据订单直接锁定价格、数量；对通用规格钢材则依照“低价位高库存、高价位低库存”的采购策略，基本保障了每年平均采购成本低于市场平均价，保障了公司产品的成本竞争能力。

二、受益绿色建筑和福建自贸区建设，公司钢结构业务市场前景广阔

1、国内钢结构增长迅速，但普及率较低

钢结构是用各类钢材，采用焊接、栓接、铆接等紧固件、连接件连接而成，能承受和传递荷载的结构形式，主要适用于制造业、电力行业、石化行业、交通运输业、商业企业及政府机关等最终客户。钢结构按型式划分，可分为：建筑钢结构、设备钢结构和其他钢结构。

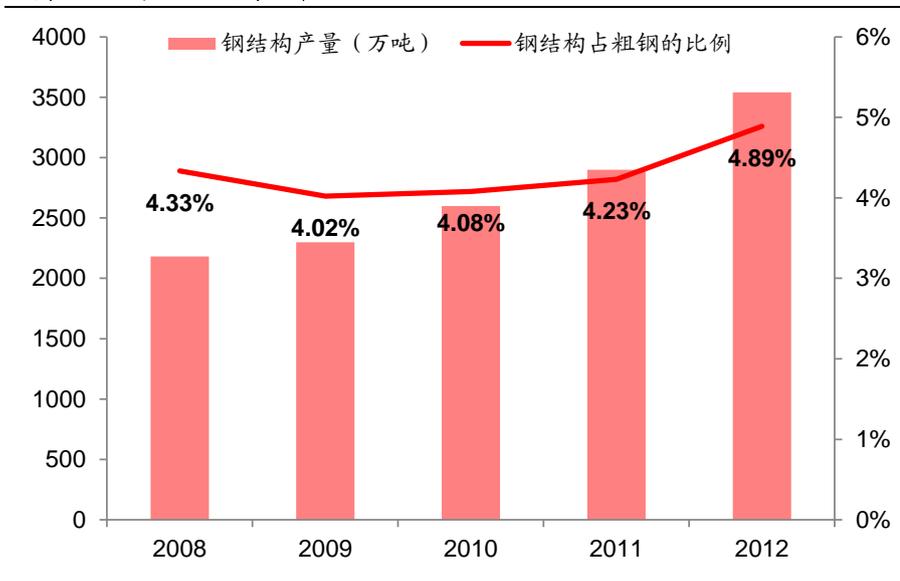
图表 10: 钢结构按型式分类

类别	型式	产品特点
建筑钢结构	厂房钢结构、高层钢结构、多层钢结构、公共建筑等	框架钢结构: 主结构、次结构 围护系统: 围护结构
设备钢结构	各类设备主体结构、支撑结构等, 主要用于电力、石化、冶金、船舶等重工业	主结构
其他钢结构	桥梁钢结构、塔桅钢结构等	主结构

资料来源: 公司招股说明书

随着我国政策从“节约用钢”转向“合理用钢”，再到“鼓励用钢”的转变，钢结构产业取得了快速发展。根据统计分析，2012年全国钢结构产量达到3540万吨，而2008年仅为2180万吨，四年间的年均复合增长率超过12%。

图表 11: 我国钢结构普及率较低



资料来源: 国家统计局, 华融证券整理。

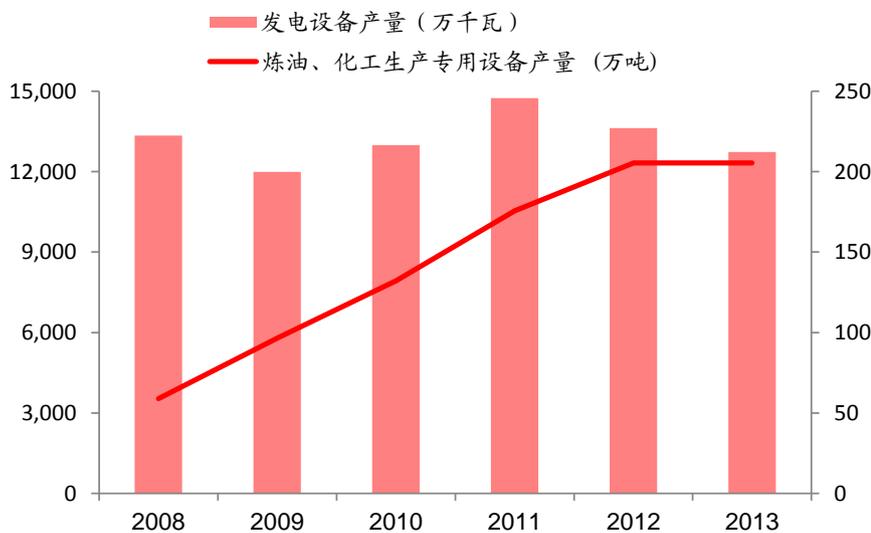
我国钢结构虽然增长迅速，但是普及率较低。2008年-2012年各年我国钢结构产量占粗钢产量的比例均低于5%，而通常情况下，发达国家这一比例在10%左右。此外，在我国建筑结构中，钢结构化的水平也相对较低，占比不超过10%。比如，2012年钢结构建筑仅占当年全国房屋建筑施工面积总量的6%左右，相比之下发达国家基本在40%到50%之间，甚至超过50%。

2、国内钢结构市场前景广阔

(1) 传统能源需求持续，带动设备钢结构稳步增长

据 IEA 预测，石油、天然气、煤炭等传统能源在未来数十年间仍将是世界能源需求的主要形式。随着能源需求的不断增长，世界各国在能源领域的投资将保持相当规模。石化、电力等设备钢结构作为能源投资的组成部分，供需仍将保持在较高水平。尽管我国近几年发电设备产量有所下降，石化设备产量经历了前几年的高速增长后在 13 年有所回落，但随着经济的进一步发展和对能源需求的不断增加，后续仍有较大的增长可能，对钢结构的需求也相应增加。

图表 12：国内发电、石化设备产出量



资料来源：国家统计局，华融证券整理。

(2) 政策支持绿色建筑发展，带来对建筑钢结构的巨量需求

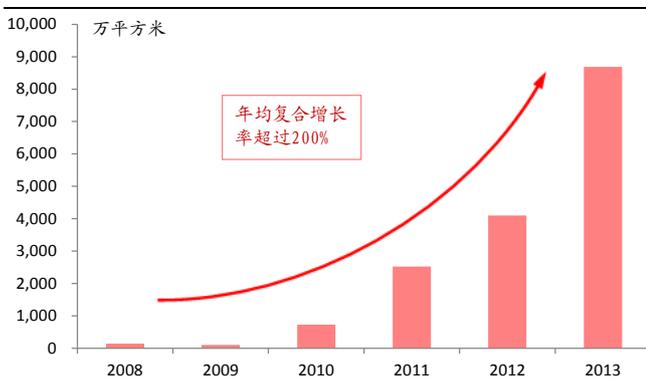
随着能源短缺和环境污染日益严重，节能环保成为当前最关注的问题之一。建筑作为节能降耗的重要领域，在近几年引起重视。相应政策陆续出台，支持绿色建筑发展，绿色建筑已然上升到了国家战略的高度。在 2013 年发改委和住建部发布的《绿色建筑行动方案》中对新建建筑，提出了“十二五”期间，新建绿色建筑 10 亿平方米，2015 年城镇新建建筑中绿色建筑的比例达到 20%。在今年发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》中，则进一步提出到 2020 年将这一比重提高到 50%。随着相关方案、规划和支持政策的落实和推进，绿色建筑有望迎来快速发展。据相关机构测算，按照欧美国家 60% 的渗透率水平计算，市场规模将达到 7200 亿元。

图表 13: 政策支持绿色建筑快速发展

颁布时间	颁布部门	文件	绿色建筑相关内容
2006.03	住建部、 质检总局	《绿色建筑评价标准》	绿色建筑评价指标体系由节地与室外环境、节能与能源利用、节水与水资源利用、节材与材料资源利用、室内环境质量和运营管理六类指标组成。每类指标包括控制项、一般项与优选项。绿色建筑划分为三个星级，满足的项数越多，评价等级越高
2013.01	发改委、 住建部	《绿色建筑行动方案》	对新建建筑，提出了“十二五”期间，城镇新建建筑严格落实强制性节能标准，新建绿色建筑 10 亿平方米，2015 年城镇新建建筑中绿色建筑的比例达到 20%
2013.04	住建部	《“十二五”绿色建筑和绿色生态城区发展规划》	2014 年起，政府投资的国家机关、学校、医院、博物馆、科技馆、体育馆等建筑，直辖市、计划单列市及省会城市的保障性住房，以及单体建筑面积超过 2 万平方米的机场、车站、宾馆、饭店、商场、写字楼等大型公共建筑，都要全面执行绿色建筑标准
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划（2014—2020）》	城镇绿色建筑占新建建筑比重从 2012 年的 2% 提升到 2020 年的 50%
2014.05	住建部	《绿色建筑评价标准》修订版	相比 8 年前的标准在评价方法、结构体系、适用范围等方面做了修改和优化

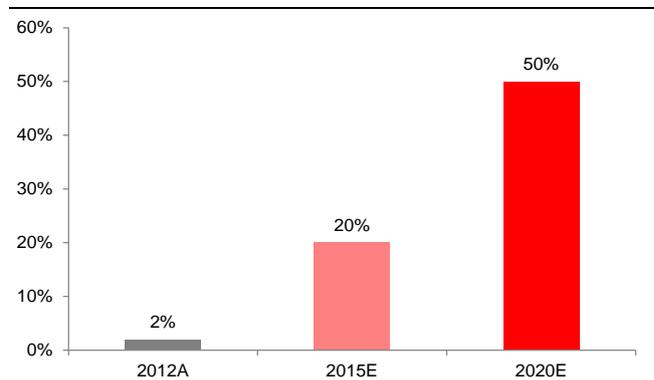
资料来源：政府网站、华融证券整理

图表 14: 绿色建筑面积快速增长



数据来源：国家统计局、台湾统计局、华融证券整理

图表 15: 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重提高到 50%



数据来源：绿色建筑行动方案、国家新型城镇化规划、华融证券整理

与传统建筑相比，钢结构建筑具有施工工期短、节能省地、环保施工、可

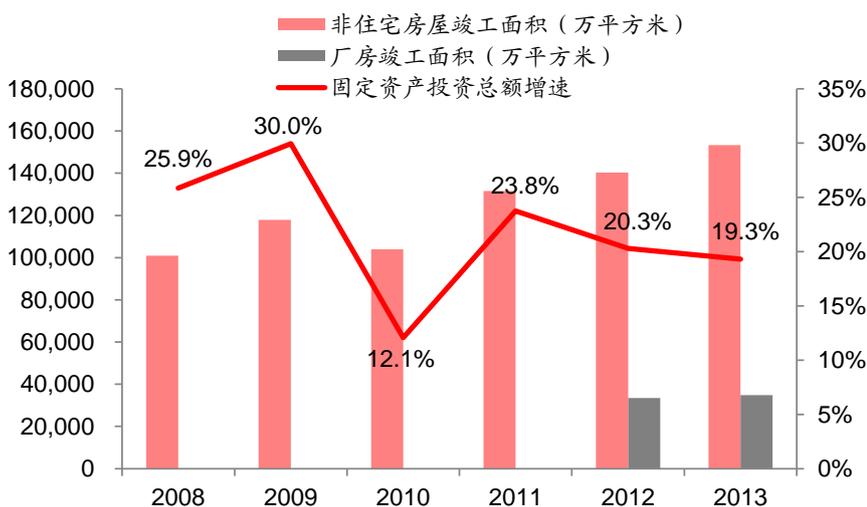
循环利用、抗震性能好等优势，是全球公认的绿色建筑材料。钢结构建筑绿色、环保，符合产业发展趋势，是我国政策鼓励发展的绿色建筑结构。尽管，目前我国建筑钢结构渗透率较低，但随着绿色建筑在新建建筑中的占比不断提高，将带来对建筑钢结构的巨量需求，市场前景广阔。

图表 16: 钢结构建筑在环保、施工工期等方面具有优势

	钢结构建筑	混凝土建筑
施工工期	工厂化生产，工期短，通常在 12 个月以内	施工工期长
环保性	干式施工，节约用水，占地少，噪音小，粉尘少	湿法施工，噪音大，粉尘多
	大量减少混凝土和砖瓦的使用，减少了城市周边开山挖石，有利于环境保护	混凝土、砖瓦使用多
循环利用性	不产生建筑垃圾，拆除后可回收利用	建筑垃圾多，拆除难度大，基本不可回收
基础施工破坏性	与同面积的建筑楼层相比，钢结构重量可减轻近 30%，基础施工取土量少，对土地资源破坏小	重量大，施工取土量大
抗震性	匀质性和韧性好、抗震性能佳	除剪力墙结构外，抗震性能差
土地及空间利用率	断面小，占地少，提高土地利用效率，使用面积可达到建筑面积的 80%-85%	断面大，占地面积相对较大，使用面积一般只有建筑面积的 70%左右

数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 17: 非住宅、厂房竣工面积以及固定资产投资总额保持稳步增长



资料来源：国家统计局，华融证券整理。

此外，受益于城市化、工业化进程，我国非住宅房屋、厂房竣工面积以及固定资产投资保持了快速的增长。随着城市化、工业化进程的不断推进，未来几年我国在上述领域仍将保持较快的增长，相应对钢结构的需求也呈上升趋势。

3、定增加码绿色建筑主业，公司钢结构业绩长期向好

公司十月发布定增预案，募集资金主要用于“绿色建筑工业化集成系统生产项目（一期）”，其目的是调整公司产品结构，实现从单一的制造钢结构转向提供整体建筑物系统建材、从单一的设备钢结构制造商向提供模块设备单元供应商的转变。

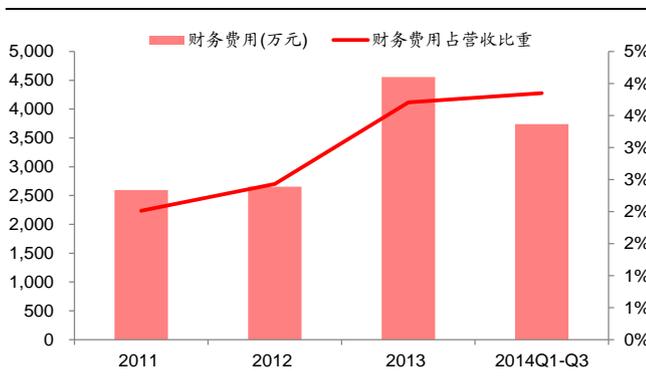
集成化、产业化是绿色建筑未来重要的发展方向，公司定增加码这一业务，顺应行业大趋势，有望提高高毛利率的钢结构在主营收入中的比重，增强盈利能力。按项目可行性分析，其达产后，可带来7.69亿元的年营业收入，实现年净利润5,237万元。

图表 18：定增绿色建筑工业化集成系统生产项目（一期）经济效益预测

经济效益指标名称	效益
年销售收入（不含税）	76,923.08 万元
年净利润	5,237.01 万元
财务内部收益率（所得税前）	19.59%
项目投资回收期（年，所得税前）	5.28

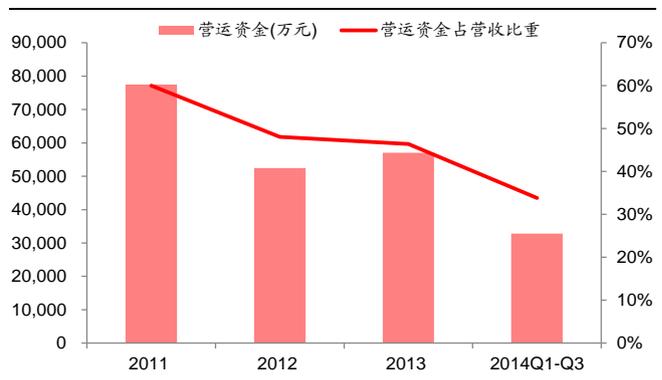
资料来源：公司公告，华融证券整理。

图表 19：公司财务费用占营收比重逐年上升



数据来源：wind、华融证券整理

图表 20：公司营运资金占营收比重呈下降趋势



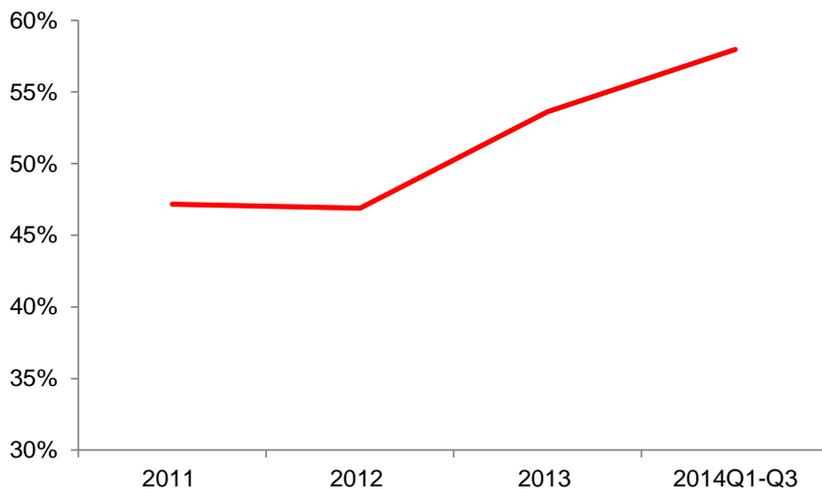
数据来源：wind、华融证券整理

此次定增募集资金的另一个用途是对工程承包业务营运资金的补充。随着

公司钢结构业务的不断扩张，公司的资金压力逐渐增大。为维持业务扩张的需要，公司银行贷款增加，导致财务费用逐年上升，2011年、2012年、2013年以及2014年Q1-Q3财务费用占营业收入的比重分别为2.01%、2.43%、3.70%和3.85%。上述期末的营运资金（流动资产-流动负债）占营业收入的比重分别为59.99%、48.04%、46.38%、33.82%，呈逐年下降趋势，现有营运资金规模难以支撑未来不断增长的业务扩张需求。

此外，公司近几年的资产负债率总体上也呈现逐步上升趋势，偿债压力较大。定增对工程承包业务营运资金的补充有助于提高公司的营运能力和偿债能力，降低财务风险，满足公司钢结构业务的扩张需求，进而提升盈利能力。

图表 21：公司资产负债率总体呈逐步上升趋势



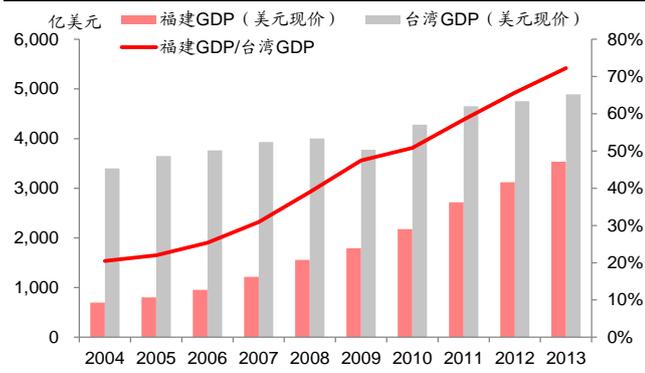
数据来源：wind、华融证券整理

4、受益福建区域经济发展，公司区位优势进一步显现

(1) 福建自贸区有望落成，基建需求增加

目前，上海自贸区经验开始向全国复制推广，其中福建属于呼声较高的一批。作为中国对台战略的重要省份，福建具有其他省份不可替代的发展优势。此前，在上海自贸区获批后，福建就先后抛出“厦门自贸区”、“平潭自由港”、“海西自贸区”等构想和方案。而近期，国家主席习近平考察对台前沿平潭更是被看作福建自贸区有望加速落成的信号，让社会各界对福建未来的发展充满期待。

图表 22: 闽台经济总量逐年缩小



数据来源：国家统计局、台湾统计局、华融证券整理

图表 23: 福建 GDP 增速明显高于台湾



数据来源：国家统计局、台湾统计局、华融证券整理

过去十年，福建 GDP 均保持超过 10% 的速度增长，在未来几年有望继续保持 10% 左右的年均增速，成为沿海发达地区中发展最快的省份。福建作为对台战略省份，与台湾的经济总量差距在逐年缩小，GDP 比例(闽/台)从 2004 年的 20.5% 上升到 2013 年的 72.3%。按此发展，福建经济总量有望在 2019 年左右超过台湾。

图表 24: 福建经济总量有望在几年内超过台湾 (亿美元)

	保守估计 (福建: 9%, 台湾: 4%)		中性估计 (福建: 10%, 台湾: 4%)		乐观估计 (福建: 11%, 台湾: 3%)	
	福建	台湾	福建	台湾	福建	台湾
2013A	3534.62	4891.32	3534.62	4891.32	3534.62	4891.32
2014E	3852.73	5086.97	3888.08	5086.97	3923.42	5038.06
2015E	4199.48	5290.45	4276.89	5290.45	4355.00	5189.20
2016E	4577.43	5502.07	4704.57	5502.07	4834.05	5344.88
2017E	4989.40	5722.15	5175.03	5722.15	5365.80	5505.22
2018E	5438.45	5951.04	5692.53	5951.04	5956.03	5670.38
2019E	5927.91	6189.08	6261.79	6189.08		
2020E	6461.42	6436.64				

数据来源：华融证券

福建自贸区的有望落成和未来经济的持续快速增长都将促使福建地区的基础建设需求增加，进而为钢结构等建筑材料提供广阔的市场空间。

(2) 公司属区域性企业，区位优势进一步显现

在钢结构行业，根据产品所在市场地理位置可分为全国性和区域性两类。

其中，日上集团属于区域性企业，钢结构产品市场主要集中于闽粤地区。相比于其他主要上市钢结构企业，公司钢结构业务的盈利能力处于中上水平，区位优势明显。在福建自贸区有望落成和未来经济持续快速增长的背景下，公司钢结构业务将长期享受区域性基础设施建设增加所带来的利好，获得高速发展。

图表 25：公司属于区域性钢结构企业

类别	厂房钢结构	设备钢结构
全国性	生产基地四家以上：精工钢构、杭萧钢构、东南网架、宝冶钢构； 生产基地 2-3 家：博思格巴特勒(中国)、华胤钢结构	宝冶钢构 华胤钢结构
区域性	江浙沪地区：上海美建、中远川崎 粤闽地区：日上集团、福建士鼎	日上集团、中远川崎、 福建士鼎

资料来源：公司招股说明书、华融证券整理

图表 26：公司钢结构业务盈利能力处于中上水平

上市企业	2012 年毛利率	2013 年毛利率
杭萧钢构	14.19%	16.34%
精工钢构	19.00%	18.05%
鸿路钢构	14.70%	14.31%
光正集团	16.83%	19.45%
东南网架	19.43%	16.31%
平均	16.83%	16.89%
日上集团-钢结构	18.47%	23.30%
日上集团-钢结构（剔除运费）	15.11%	21.09%

资料来源：各公司公告、华融证券整理。

为满足下游客户的及时交货需求，钢制品行业通常存在公路经济运输半径，运输距离每增加 1,000 公里所产生的运输费用相当于增加产品价格的 5% 左右。近期提交三审的《厦门经济特区生态文明建设条例（《草案》）》规定厦门以后的保障房、公共建筑、大型小区等都将是绿色建筑。公司坐地厦门，钢结构产品在厦门地区具有优势，该政策的落实将有助于公司钢结构业务的区域优势进一步得到显现。

三、无内胎化和替换市场是公司载重钢轮业务未来的持续增长点

1、公司钢轮业务主要集中于商用车，无内胎钢轮占比大

在钢轮行业，与行业龙头企业金固股份和兴民钢圈相比，日上集团规模较小，产品主要集中于商用车领域。

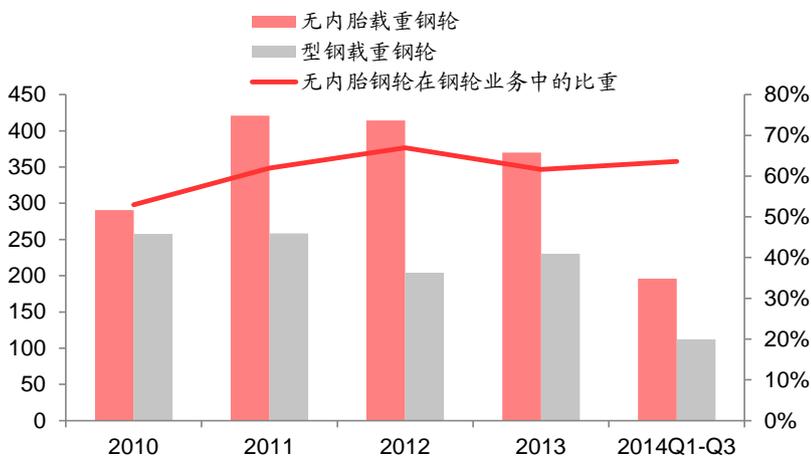
图表 27：公司钢轮业务集中于商用车

钢轮类别	主要厂商
商用车钢轮	日上集团、正兴车轮、兴民钢圈、金固股份、Hayes Lemmerz International, Inc.(全球)、Accuride International Inc. (北美)、TOPY Industries, Limited(日本)、Lochpe-Maxion, S.A. (巴西)、Wheel India Limited (WIL) (印度)
乘用车钢轮	金固股份、兴民钢圈、上海宝钢车轮有限公司、Hayes Lemmerz International, Inc.(全球)、Accuride International Inc. (北美)、TOPY Industries, Limited(日本)、Mefro Wheels GmbH(欧洲)、Lochpe-Maxion, S.A. (巴西)、Wheel India Limited (WIL) (印度)
低速车及农用车钢轮	兴民钢圈（国内最大）

资料来源：公司招股说明书、华融证券整理

无内胎钢轮一直在公司钢轮业务中占有较大比重，并且有进一步增加的趋势。

图表 28：无内胎钢轮在公司钢轮业务中一直占有较大比重



资料来源：Wind、华融证券。

2、无内胎化是载重钢轮发展趋势

安全性一直是汽车技术发展的方向之一。车轮是汽车关键零部件，直接影

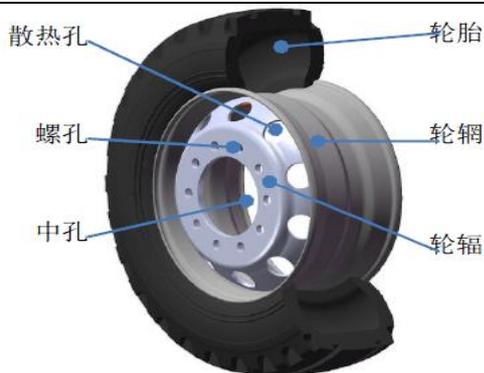
响汽车行驶的安全性能，随着载重汽车速度提升和高等级公路运输普及，避免载重汽车高速行驶中发生爆胎、爆裂失效等安全隐患，提高载重汽车行驶的安全性能，成为载重钢轮发展的趋势和要求。无内胎载重钢轮和无内胎轮胎组合使用，即使轮胎或轮辋上局部有裂纹、刺破等隐患，或者胎内气压过大，只会造成缓慢漏气，能有效防止汽车高速行驶中发生爆胎或爆裂，提高汽车行驶的安全性。因此，无内胎化是载重汽车行驶安全的重要保证。

图表 29: 无内胎载重钢轮在安全性上占优势

	型钢载重钢轮	无内胎载重钢轮	无内胎技术的影响
匹配轮胎	有内胎轮胎	子午无内胎轮胎	增强安全性
安全性	有爆胎、爆裂等安全隐患	无爆胎、爆裂等安全隐患	增强安全性
气密性	仅由内胎保障	由钢轮和轮胎共同保障	钢轮与轮胎须匹配

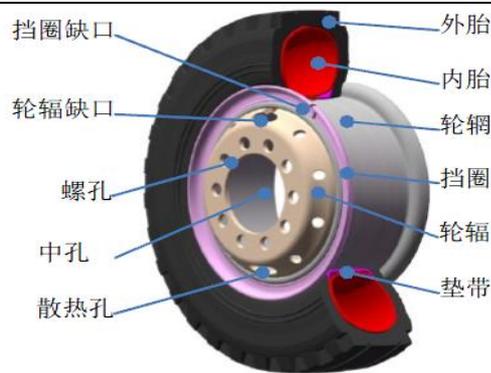
数据来源：公司招股说明书、华融证券整理

图表 30: 无内胎载重钢轮截面图



数据来源：公司招股说明书、华融证券整理。

图表 31: 型钢(有内胎)载重钢轮截面图



数据来源：公司招股说明书、华融证券整理。

国外市场尤其是欧美等经济发达地区，无内胎车轮凭借安全、节能、重量轻等特点和优势基本完成了对有内胎车轮的替代，普及率高达 95% 以上。相比之下，我国目前无内胎车轮的配套率仍低于有内胎车轮，随着国家产业政策的不断推行和对公路超载的进一步强化治理，无内胎车轮的发展和需求增加速度都将进一步加快。未来，无内胎载重钢轮将成为载重钢轮的发展趋势。

3、替换市场是未来载重钢轮市场的主要增长点

市场对载重钢轮的需求同时受原配市场 (OE) 和替换市场 (AM) 的影响。在 OE 市场，市场需求与商用车的产量成正相关关系；在 AM 市场，市场需求除与商用车保有量、运输市场景气程度密切相关外，还与商用车轮胎的替换市场 (AM) 需求之间存在正相关关系。

图表 32: 载重钢轮原配市场 (OE) 和替换市场 (AM) 特点

	最终客户	中间渠道	特点
OE 市场	整车制造商	无	进入门槛高、单一客户采购量大
AM 市场	个人车主、货运客运司机、物流运输车队	经销商、汽车维修店	进入门槛相对较低、单一客户采购量小、整体市场更大更稳定

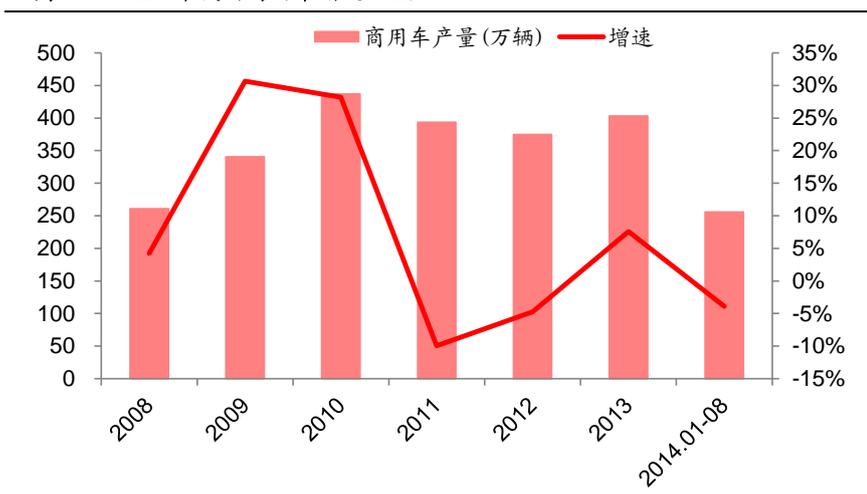
数据来源：公司招股说明书、华融证券整理

(1) 受商用车产量影响，载重钢轮原配市场 (OE) 未来增速或放缓

在 OE 市场，钢轮厂商直接向整车制造商供货，载重钢轮是整车制造商直接采购的总成部件，适用于除微型车以外的全部商用车，包括客车、货车、半挂牵引车等，其市场需求直接受商用车产量的影响，周期性较强。

商用车产销量受宏观经济影响十分明显。我国大批量的基础建设已基本结束，因此对商用车的需求增速也随之放缓。09、10 年受政府四万亿投资影响，有一个短暂的高速增长，随后进入低速甚至负增长状态。我们认为未来几年商用车产量仍将保持低速或负增长状态。因此，原配市场对载重钢轮的需求增速也相应放缓。

图表 33: 近几年我国商用车增速放缓



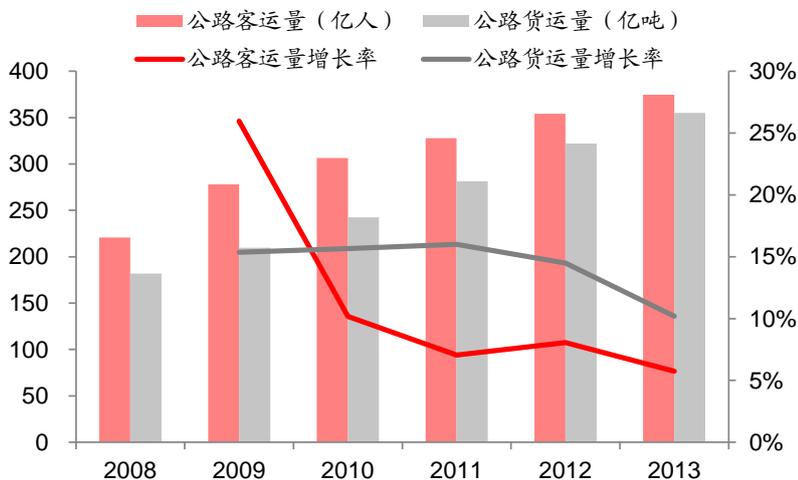
数据来源：中国汽车工业协会、华融证券整理

(2) 替换市场 (AM) 是未来载重钢轮市场的主要增长点

商用车载重钢轮的替换频率视使用强度、频率和道路状况等因素的不同而不同，根据经验一般为两年。在 AM 市场，市场需求除与商用车保有量、运输市场景气程度密切相关外，还与商用车轮胎的替换市场 (AM) 需求之间存在正相关关系，市场空间巨大。

尽管，公路货运、客运长期都将受铁路运输替代效应的影响，但随着我国公路网络的不断增加和完善以及经济发展的进一步要求，对公路客运、货运的需求还将持续增加，这将促进商用车保有量持续增长，并且巨大的客运和货运量将加快载重钢轮的替换频率。因此，我国载重钢轮 AM 市场的消费需求有望保持快速增长趋势。

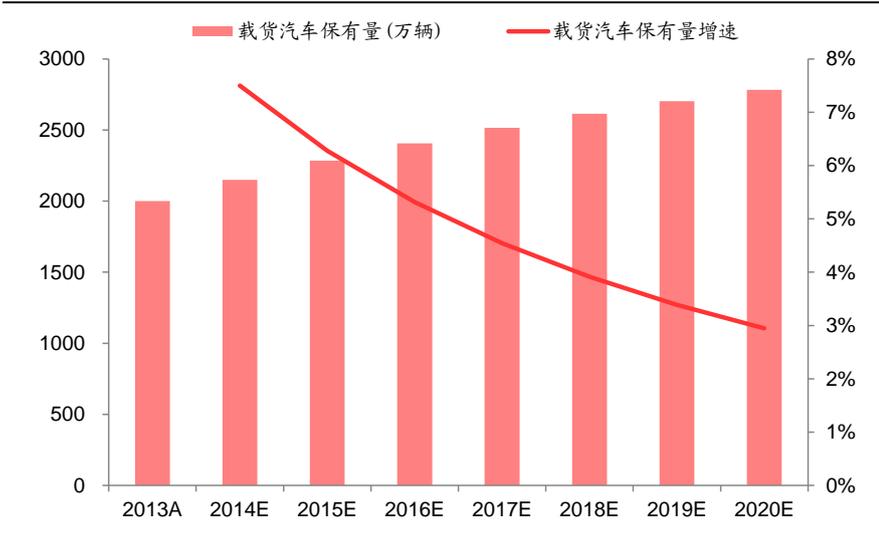
图表 34：我国公路客运、货运保持较快速度增长



资料来源：Wind，华融证券整理。

尽管对商用车的需求放缓，但在我国商用车销量基数较大的前提下，其保有量仍将保持稳定增长。以载货汽车为例，即使假定后续年份销量增速为 0，保有量在相当长一段时间内仍能保持较高速度的增长。加之替换频率较快，因此对于载重钢轮 AM 市场，形成巨大需求，使其成为未来载重钢轮市场主要的增长点。公司抓住这一市场需求，不断加大对国内外 AM 市场的拓展，取得了较好的效果。

图表 35：假定载货汽车零增长条件下保有量依然稳定增长



资料来源：华融证券。

注：2013 年，载货汽车保有量以 2000 万计量，2013 年载货汽车销量以 350 万辆计算，假设销量增速为 0。

四、土地溢价和股权激励有望提升公司价值

1、公司土地溢价被忽略

公司在厦门有 12 万平米土地，位于厦门岛附近，均是在 90 年代购入，成本较低。目前，公司所在地块已被厦门市政府纳入商业用地规划，随着厦门自贸区的有望落地，公司土地持续升值，但由此产生的价值溢价并没有在公司资产中得到体现。

目前公司的净资产仅为 12.1 亿元，若考虑公司土地价值溢价，则将极大提升公司净资产规模，降低市净率，提升公司价值。

2、股权激励助于改善公司经营业绩

今年 5 月，公司发布股权激励计划，激励对象为公司高级管理人员及对公司业务发展有重要贡献的人员。行权价格为 8.55 元/股，主要行权条件为：营业收入方面，以 2013 年为基数，2014 年度、2015 年度和 2016 年度相比增长 30%、55%和 80%；扣非后的归母净利润方面，以 2013 年为基数，2014 年度、2015 年度和 2016 年度相比增长 70%、100%和 130%；在等待期内，各年度归母净利润及扣非后的归母净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

图表 36: 公司股权激励计划行权条件

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入（相较于 2013 年的增速）	30%	55%	80%
扣非后归母净利（相较于 2013 年的增速）	70%	100%	130%
其他	各年度归母净利及扣非后归母净利均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负		

资料来源：公司公告、华融证券整理

公司 2014 年前三季度实现营业收入同比增长 3.17%，扣非后的归母净利同比增长 25.46%。就当前来看，2014 年公司基本不可能实现股权激励行权条件。尽管如此，我们认为公司后续年份达到行权条件仍属于大概率事件。管理层仍然有动力提高团队经营效率，改善公司经营业绩，进而提升公司价值。

五、盈利预测、估值与投资建议

1、盈利预测

我们预计 2014 年、2015 年和 2016 年公司实现营业收入分别为 13.22 亿元、19.11 亿元和 23.01 亿元，实现归母净利润分别为 0.41 亿元、0.79 亿元和 1.08 亿元，同比分别增长 16.7%、89.8%和 36.9%，对应 EPS 为 0.20 元、0.30 元和 0.41 元。

图表 37: 主要财务指标预测（假定 15 年完成定增）

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1,091	1,230	1,322	1,911	2,301
同比增长(+/-%)	-15.5%	12.7%	7.5%	44.5%	20.4%
营业利润（百万元）	19.57	33.73	46.80	96.24	134.96
同比增长(+/-%)	-79.6%	72.3%	38.8%	105.6%	40.2%
归母净利润（百万元）	46.34	35.51	41.44	78.65	107.69
同比增长(+/-%)	-47.8%	-23.4%	16.7%	89.8%	36.9%
每股收益（元）	0.22	0.17	0.20	0.30	0.41
PE	64.2	83.1	72.2	47.0	34.4
PB	2.53	2.51	2.49	2.16	2.12

资料来源：Wind、华融证券。

2、估值与投资建议

市盈率方面，我们选取 A 股上市公司中与日上集团业务相同的八家公司进

行比较。根据我们的盈利预测，日上集团的市盈率处于行业高位。

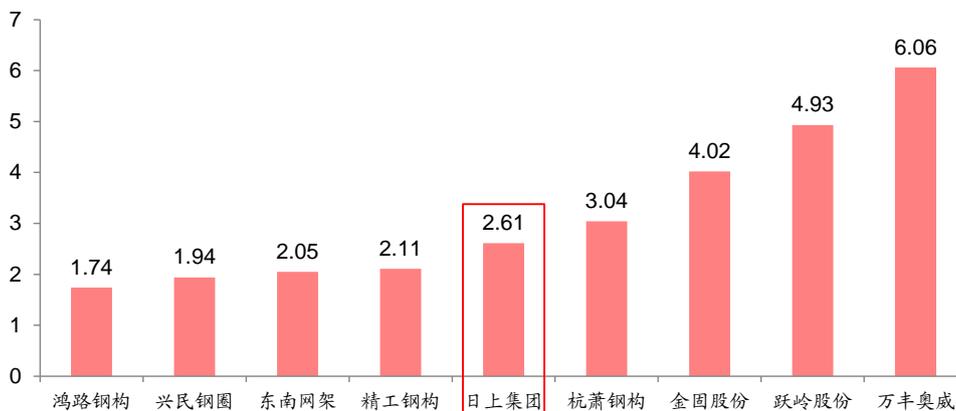
图表 38：日上集团市盈率在行业中处于高位（以 10 月 10 日收盘价计算）

上市公司	PE TTM	PE 2014E
杭萧钢构	79.0	
精工钢构	29.3	23.5
钢构类企业	24.5	22.2
东南网架	77.6	
平均	52.6	
万丰奥威	28.0	24.3
金固股份	69.3	46.1
钢圈类企业	82.1	
跃岭股份	41.0	
平均	55.1	
日上集团	79.9	72.2

资料来源：Wind、华融证券

市净率方面，不考虑土地价值溢价时，公司的市净率处于中间位置；如果考虑土地价值溢价，则公司市净率将有所降低。

图表 39：日上集团市净率比较（以 10 月 10 日收盘价计算）



资料来源：Wind、华融证券。

尽管公司当前市盈率估值偏高，但考虑到未来钢结构业务市场前景广阔，载重钢轮业务具备持续增长点，以及土地的价值溢价和股权激励有望提升公司价值，我们给予公司“推荐”评级。

六、风险提示

1、绿色建筑相关政策实施不达预期；2、定增未获得相关部门通过；3、宏观经济大幅下行。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,514	1,578	1,766	2,360	2,483
现金	247	154	264	382	460
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	105	76	128	152
应收款项	218	261	280	405	488
其他应收款	19	16	18	26	31
存货	769	902	964	1,266	1,168
其他	203	141	164	153	184
非流动资产	709	989	1,071	1,403	1,495
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	383	553	616	798	928
无形资产	105	128	125	123	120
其他	221	308	330	483	447
资产总计	2,224	2,567	2,838	3,763	3,978
流动负债	990	1,008	1,268	1,683	1,864
短期负债	565	564	783	1,012	1,058
应付账款	85	89	95	135	162
预收账款	46	28	30	43	52
其他	295	327	359	492	591
长期负债	52	368	366	368	370
长期借款	51	363	363	363	363
其他	1	6	3	5	7
负债合计	1,043	1,376	1,634	2,051	2,234
股本	212	212	212	262	262
资本公积金	708	708	708	1,143	1,143
留存收益	269	278	291	314	347
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1,181	1,190	1,204	1,712	1,744
负债及权益合计	2,224	2,567	2,838	3,763	3,978

现金流量表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-210	-128	122	-75	344
净利润	46	36	41	79	108
折旧摊销	47	62	63	73	81
财务费用	27	36	57	64	68
投资收益	0	1	0	0	0
营运资金变动	-329	-260	-39	-301	81
其他	-1	-3	0	11	6
投资活动现金流	-4	-81	-143	-403	-171
资本支出	18	64	-146	-405	-173
其他投资	-22	-145	2	2	2
筹资活动现金流	230	325	132	596	-95
借款变动	235	311	220	228	46
普通股增加	0	0	0	50	0
资本公积增加	0	0	0	435	0
股利分配	-32	-27	-29	-55	-75
其他	27	41	-59	-63	-66

数据来源：Wind、华融证券

利润表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,091	1,230	1,322	1,911	2,301
营业成本	949	1,027	1,098	1,563	1,874
营业税金及附加	4	6	2	3	3
营业费用	54	66	70	103	127
管理费用	35	42	46	69	85
财务费用	27	46	57	64	68
资产减值损失	4	10	2	13	8
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	34	47	96	135
营业外收入	38	16	9	9	9
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	57	48	55	105	144
所得税	11	13	14	26	36
净利润	46	36	41	79	108
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	46	36	41	79	108
EPS (元)	0.22	0.17	0.20	0.30	0.41

主要财务比率

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	-15.5%	12.7%	7.5%	44.5%	20.4%
营业利润	-79.6%	72.3%	38.8%	105.6%	40.2%
净利润	-47.8%	-23.4%	16.7%	89.8%	36.9%
盈利能力					
毛利率	13.0%	16.5%	17.0%	18.2%	18.5%
净利率	4.2%	2.9%	3.1%	4.1%	4.7%
ROE	3.9%	3.0%	3.4%	4.6%	6.2%
ROIC	4.6%	4.4%	4.8%	5.5%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	46.9%	53.6%	57.6%	54.5%	56.2%
流动比率	1.53	1.57	1.39	1.40	1.33
速动比率	0.62	0.63	0.59	0.65	0.71
营运能力					
资产周转率	0.49	0.48	0.47	0.51	0.58
存货周转率	1.23	1.14	1.14	1.23	1.60
应收账款周转率	3.93	3.37	3.71	3.59	3.60
每股资料 (元)					
每股收益	0.22	0.17	0.20	0.30	0.41
每股经营现金	-0.97	-0.56	0.58	-0.28	1.31
每股净资产	5.57	5.62	5.68	6.53	6.66
每股股利	0.15	0.13	0.14	0.23	0.27
估值比率					
PE	64.18	83.1	72.2	47.0	34.4
PB	2.53	2.51	2.49	2.16	2.12

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

刘宏程，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn