



扫描下载  
恒证通APP



恒大證券(香港)有限公司  
恒大期貨(香港)有限公司



公司名称	步阳国际
股份编号	2457 HK
行业	汽车

## 新股短评

### 招股资讯一览

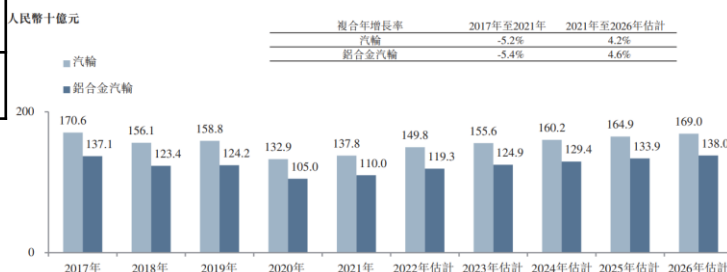
招股日期	2022年11月29日 - 2022年12月7日
公开发售结果	2022年12月14日
上市日期	2022年12月15日
招股价	0.5 - 0.6港元
最低入场费	3030.23 港元
集资金额	1.25 - 1.50 亿港元
发行市盈率	12.18 - 14.62倍
发行市帐率	1.35 - 1.50倍
市值	5.00 - 6.00亿港元
每手股数	5,000
公开发售股数	25,000,000
国际配售股数	225,000,000
保荐人	中泰国际
基石投资者	安德投资

数据来源：招股书，彭博

### 公司亮点

- 鋁合金汽輪製造商，滿足客戶的個性化需求
- 業務遍布全球，廣泛的國內外市場相輔相成
- 汽車、鋁合金汽輪行業市場將於疫後復蘇

### 全球市場汽輪及鋁合金汽輪的銷售價值，2017年至2026年估計



# 新股短評

公司的業務模式（六個完整主要步驟）

設計及開發

下達採購  
訂單

原材料  
採購

生產和  
質量控制

發貨及  
收款

售後客服

资料来源：招股书

## 鋁合金汽輪市場價值鏈

上游原材料

中游

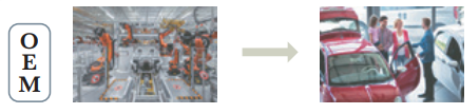
下游市場



鋁合金供應商



鋁合金汽輪生產商



OEM

汽車生產商



新汽車消費者



售後市場

批發商/經銷商



售後零售商

上游鋁合金汽輪市場中，鋁合金供應商為主要從業者，為中游鋁合金汽輪製造商提供鋁合金錠。汽輪生產所用的鋁合金錠佔汽輪生產成本的比例最高。鋁合金錠作為傳統的大宗商品，其價格通常由市場供需釐定，而個別的汽车部件公司一般擔當市場的價格接受方。

鋁合金汽輪製造商主要負責設計、生產、分銷及銷售鋁合金汽輪。憑藉來自上游供應商的鋁合金錠及採用鑄造、鍛造、表面熱處理及金屬切割等加工技術，鋁合金汽輪製造商生產符合下游市場要求的設計各異的汽輪。

鋁合金汽輪生產商的下游市場主要包括OEM市場（由汽車生產商及新汽車消費者組成）及售後市場分部（由批發商/經銷商及售後零售商組成）。在OEM市場中，汽車生產商的經營條件直接影響鋁合金汽輪生產商的产品價格及經營溢利。在售後市場中，鋁合金汽輪生產商直接面向汽車零件批發商/經銷商進行銷售，而批發商/經銷商及售後零售商的銷售網絡的覆蓋範圍及銷售業績則直接決定了鋁合金汽輪的需求。此外，售後市場分部的客戶通常要求訂制的汽輪，以各種配置及裝飾為特色，可適應各種細分市場。因此，鋁合金汽輪製造商常見的生产模式為品種多，批量小，而產品眾多。

资料来源：招股书

# 新股短評

## 鋁合金汽輪製造商，滿足客戶的個性化需求

公司是鋁合金汽輪製造商，專注於售後市場，即用於汽車維修及保養的零配件市場，公司製造及向客戶銷售各種鋁合金汽輪。根據弗若斯特沙利文的資料，按鋁合金汽輪出口價計，公司占2021年中國鋁合金汽輪市場約1.0%的市場份額。雖市場占比較少，但根據弗若斯特沙利文報告，鋁合金汽輪製造市場分散，大部份製造商傾向局限於或專注於特定的市場或終端客戶分部，而且售後汽車市場具有客戶需求快速變化且高度個性化的特徵。然而，公司能夠經濟高效地快速適應市場需求，在各方面根據客戶廣泛的要求及規格設計鋁合金汽輪，包括尺寸、設計及顏色。多年來，公司積累了售後市場服務經驗，能夠不斷及時並且經濟高效地滿足有關需求。公司于往績記錄期銷售合共約19,900種不同類型的鋁合金汽輪就是佐證。公司認為能夠憑借公司的專長及經驗進一步擴大公司國內外市場的市場份額以提高公司的盈利能力。

## 業務遍布全球，廣泛的國內外市場相輔相成

公司業務遍布亞洲、美洲、歐洲、非洲、大洋洲，交付國家包括中國、日本、美國、加拿大、英國、泰國、摩洛哥等國家。截至2019年、2020年及2021年12月31日止年度以及截至2022年5月31日止五個月，公司分別在52個、53個、38個及27個國家及地區擁有306名、263名、201名及141名客戶。收入方面，中國是公司最大的單一國市場，截至2019年、2020年及2021年12月31日止年度以及截至2022年5月31日止五個月分別占公司總收益的約25.2%、27.4%、33.8%及39.8%。同期，公司大部份收益來自海外市場的銷售，分別占公司總收益的約74.8%、72.6%、66.2%及60.2%。經過逾10年的市場發展，公司已於美國、加拿大、日本及多個歐盟國家扎穩腳跟。公司的海外客戶基礎令公司能夠分散風險，並減少發生可能對公司收益造成重大影響的事件的可能性。在未來，公司首要任務是在與中美洲及南美洲、澳洲及非洲的潛在客戶發展新關係的同時，加強與公司現有客戶的業務關係。

## 汽車、鋁合金汽輪行業市場將於疫後復蘇

全球汽車世界產量連續4年下滑，並於2020年降至76.3百萬元，此乃主要由於歐洲及中國兩個最大的汽車市場需求疲軟。於2020年，受COVID-19疫情的全球影響，汽車行業進一步急劇下滑。2020年全球汽車產量較2019年下降16%。於2021年，受COVID-19疫情的不利影響，全球汽車產量仍處於極低水平，較2020年僅錄得3.6%的按年增長。於2022年，由於國際上大多數經濟體已大幅放寬此前因COVID-19疫情而實施的隔離措施，預計全球汽車產量將快速恢復，並於2023年回升至疫情前水平。預期2022年至2026年全球汽車產量將維持復蘇趨勢，並將於2026年達至97.6百萬元，2021年至2026年的複合年增長率為4.3%。同樣，受到COVID-19疫情的影響，全球鋁合金汽輪銷售價值由2017年的人民幣1,371億元減至2021年的人民幣1,100億元，複合年增長率為-5.4%。展望未來，隨著全球汽車生產逐步恢復，全球鋁合金汽輪銷售價值預期將由2021年的人民幣1,100億元增至2026年的人民幣1,380億元，複合年增長率為4.6%。

資料來源：招股書

# 新股短评

## 同类公司比较

证券简称	代码	总市值 (亿)	市盈率 (倍)	股本回报 率 (%)	市账率 (倍)	市销率 (倍)	股息率 (%)
中位数		28.53	19.07	3.88	2.15	0.86	0.28
步阳国际	2457 HK	5.00 - 6.00	12.18 - 14.62	19.26	1.35 - 1.50	1.04 - 1.25	N/A
万丰奥威	002085 GH	150.96	19.07	12.23	2.33	0.86	N/A
今飞凯达	003963 GH	28.53	19.05	3.88	1.31	0.60	0.28
跃岭股份	002725 GH	24.48	103.08	3.01	2.15	2.56	0.28

货币单位：港元

数据来源：Bloomberg、招股书

# 新股短评

## 主要财务比率

	截至12月31日			截至5月31日	
	2019年	2020年	2021年	2021年	2022年
毛利率(%)	19.7	21.4	17.5	17.0	18.3
经调整净利润率(非香港财务报告准则计量指标)(%)	13.5	13.6	10.1	8.1	12.0

## 所得款项用途

57.0%	(51.4百万港元) 将用于扩大产能, 包括购置新设备以供生产铝合金汽轮所用。
36.2%	(32.5百万港元) 将用于建设新生产厂房、仓库及其他辅助设施, 以配合公司扩大的产能。
6.8%	(6.2百万港元) 将用于设计、开发及测试公司的新模具及样品。

## 风险因素

- 汽车行业以及影响售后市场需求的政府政策的发展及变动或会对公司铝合金汽轮的销售及生产产生不利影响。
- COVID-19疫情爆发及其持续扩散严重扰乱公司的业务营运。
- 由于公司向若干受到美国、欧盟、联合国、澳洲及其他有关制裁当局制裁的国家进行销售, 公司可能会受到不利影响。
- 公司面临有关铝锭价格波动的风险, 铝锭价格出现任何大幅上升均可能会对公司的业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。
- 公司绝大部份的原材料乃向少数供货商采购, 而公司并无与该等供货商订立长期协议。

# 免责声明

## 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

## 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

## 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；  
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；  
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999