

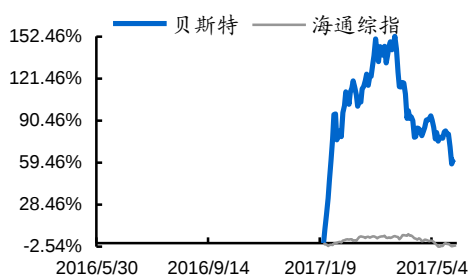
投资评级 **增持** 首次覆盖

股票数据

6 个月内目标价 (元)	24.48
05 月 26 日收盘价 (元)	22.58
52 周股价波动 (元)	12.49-35.40
总股本/流通 A 股 (百万股)	200/50
总市值/流通市值 (百万元)	4516/1129

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	45.1	38.9	32.7
市净率	5.7	4.1	3.7
市销率	9.63	8.08	6.95
EV/EBITDA	28.7	22.8	19.4
分红率(%)	—	—	—

相关研究
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-11.8	-33.7	-24.3
相对涨幅 (%)	-12.8	-33.4	-24.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张宇

Tel: (021)23219583

Email: zy9957@htsec.com

证书: S0850515080001

分析师: 邓学

Tel: (0755)23963569

Email: dx9618@htsec.com

证书: S0850514050002

联系人: 程碧升

Tel: (021)23154171

Email: cbs10969@htsec.com

联系人: 张宇轩

Tel:

Email: zyx11631@htsec.com

积极推进产品升级和航空、机器人业务, 有望打开新一轮增长空间

投资要点:

- 公司实力行业领先, 业绩快速增长。**公司 97 年成立, 做摩托车发动机工装夹具和精密零部件起家, 目前已成为国内涡轮增压器和工装夹具知名厂商。2016 年实现营收 5.47 亿元 (YoY14.85%), 归母净利润 1.17 亿元 (YoY24.30%), 具体大类有汽车零部件 (包含涡轮增压器的精密轴承件、叶轮、中间壳, 以及汽车发动机缸体, 合计收入 4.17 亿元, 毛利率 44.33%)、工装夹具 (收入 0.61 亿元, 毛利率 42.69%)、飞机机舱零部件 (收入 0.31 亿元, 毛利率 31.40%)、其他零部件 (收入 0.36 亿元, 毛利率 33.82%)。2017 年第一季度实现营收 1.45 亿元 (YoY13.77%), 归母净利润 0.31 亿元 (YoY13.98%)。
- 涡轮增压器市场高增长, 公司客户优势明显。**根据霍尼韦尔发布的“全球涡轮增压市场预测”报告, 预计全球涡轮增压器销量将从 2015 年的 3,400 万台增长到 2020 年的 5,200 万台, 复合增长率约为 9%。国内涡轮增压器行业受油耗限制和二氧化碳减排推动影响, 再加上国外涡轮增压器产能向国内转移, 国内涡轮增压器行业增长速度快于全球市场, 未来在国内新销售车辆的渗透率将极大地提升, 预计从 2015 年的 28% 上升至 2020 年的 47%, 涡轮增压器的年销量从 2015 年 750 万台上升到 1,550 万台, 复合增长率约为 16%。1 个涡轮增压器用 1 个中间壳和 1 个压气机叶轮, 因此可以预计全球中间壳、压气机叶轮销量复合增长率均为 9%, 国内均为 16%。公司下游客户均为霍尼韦尔、康明斯等行业著名主流企业, 2016 年前十大客户的销售占比为 81.91%。
- 产品升级、航空、机器人业务将打开公司新一轮增长空间。****叶轮升级:** 为了紧跟乘用车增压普及化的技术趋势, 实现现有产品的升级换代, 公司 2014 年就开始试生产全加工叶轮, 到 2015 年和 2016 年全加工叶轮产量占比不断提升, 相比铸件叶轮的主材是外采的叶轮毛坯件, 全加工叶轮的主材是铝棒, 直接材料成本更低, 同时综合性能更好。**打造飞机机身自动化钻铆系统:** 公司 2008 年开始为美国 BE 航空批量供应飞机机舱零部件, 公司投资的飞机机身自动化钻铆成套设备生产车间, 可以将飞机机身生产多项手工作业进行自动化生产。**投资建设生产自动化系统车间:** 通过生产机器人自动线, 为原工装夹具以及使用自动化生产线的客户提供更全面的、一揽子解决方案。我们认为这些新的产品升级、新的产品种类, 将成为公司后续强有力的业绩增长点。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	476.62	547.41	652.09	758.42	856.28
(+/-)YoY(%)	7.60%	14.85%	19.12%	16.31%	12.90%
净利润(百万元)	94.09	116.96	135.48	161.08	182.23
(+/-)YoY(%)	24.03%	24.30%	15.84%	18.90%	13.13%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.58	0.68	0.81	0.91
毛利率(%)	40.62%	42.95%	40.91%	41.04%	41.11%
净资产收益率(%)	15.73%	16.78%	10.60%	11.19%	11.24%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **上市融资扩产能。**公司上市募投项目为“高端自动化加工装备和精密零部件制造项目”，项目拟投资总额为 6.51 亿元，募集资金贡献 3.62 亿元，预计投入时间为 2 年。项目主要细分为三大块：①**汽车全加工涡轮增压器压气机叶轮等精密零部件生产：**建成后可年产 300 万件新一代汽油机用涡轮增压器全加工压气机叶轮、年产 200 万件涡轮增压器中间壳以及年产 30 万件满足欧 IV 以上排放标准的新一代高压共轨燃油泵体；②**飞机机身自动化钻铆系统：**公司拟投资建设飞机机身自动化钻铆成套设备生产车间，将研发成果实现商业化。项目建成后，预计可年生产 5 套机器人自动化钻孔系统、2 套双机器人自动化钻铆系统和 2 套飞机机身大部件复合加工机床系统；③**生产自动化系统：**公司拟投资建设生产自动化系统车间，建成后预计可年生产 72 套两轴桁架机器人自动线、30 套三轴桁架机器人自动线和 8 套倒挂关机器人自动线。**募投项目在 2015 年 9 月就已达到可使用状态，截止 2017 年一季度末，已实现累计收益 0.47 亿元，累计投资 3.51 亿元，占拟投资总额 6.51 亿元的 53.9%。**
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2018 年实现归属于母公司净利润分别为 1.35、1.61 和 1.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.81 和 0.91 元/股。相关可比公司 17 年 PE 在 28x-33X 之间，考虑到公司技术行业领先，且公司是 17 年刚上市的小市值公司，给予适当的估值溢价，给予公司 17 年 36 倍 PE，对应目标价 24.48 元，“增持”评级。
- **风险提示。**汽车行业周期波动；客户集中度过高；新技术开发风险；募投项目投产进度不达预期等。

1. 盈利预测与估值

假设 1：公司汽车零部件业务保持稳定增长趋势；工装夹具业务维持在现有规模；飞机机舱零部件和其他零部件以较低增速增长。

假设 2：各业务板块毛利率保持稳定。

表 1 贝斯特业务分拆预测（百万元）

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
汽车零部件	收入	346.16	417.32	521.65	625.98	719.88
	成本	202.97	232.31	302.56	363.07	417.53
	毛利	143.19	185.01	219.09	262.91	302.35
	毛利率	41.36%	44.33%	42.00%	42.00%	42.00%
	收入占比	72.92%	76.54%	80.00%	82.54%	84.07%
工装夹具	收入	65.41	60.99	62.21	62.21	63.45
	成本	37.09	34.95	36.08	36.08	36.80
	毛利	28.33	26.04	26.13	26.13	26.65
	毛利率	43.30%	42.69%	42.00%	42.00%	42.00%
	收入占比	13.78%	11.19%	9.54%	8.20%	7.41%
飞机机舱零部件	收入	33.49	31.13	31.75	33.02	35.00
	成本	23.07	21.36	22.23	23.12	24.50
	毛利	10.42	9.77	9.53	9.91	10.50
	毛利率	31.10%	31.40%	30.00%	30.00%	30.00%
	收入占比	7.05%	5.71%	4.87%	4.35%	4.09%
其他零部件	收入	29.65	35.76	36.48	37.20	37.95
	成本	19.87	23.67	24.44	24.93	25.43
	毛利	9.78	12.09	12.04	12.28	12.52
	毛利率	33.00%	33.82%	33.00%	33.00%	33.00%
	收入占比	6.25%	6.56%	5.59%	4.91%	4.43%
合计	收入	474.71	545.20	652.09	758.42	856.28
	成本	283.00	312.29	385.30	447.19	504.26
	毛利润	191.71	232.91	266.78	311.22	352.02
	毛利率	40.38%	42.72%	40.91%	41.04%	41.11%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值对比（2017.5.26，可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	每股收益（元/股）			市盈率（X）		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
宁波高发	603788.SH	37.67	1.12	1.37	1.68	33.63	27.50	22.42
万安科技	002590.SZ	13.05	0.27	0.39	0.48	48.33	33.46	27.19
可比公司平均						40.98	30.48	24.81

资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	547.41	652.09	758.42	856.28
每股收益	0.58	0.68	0.81	0.91	营业成本	312.29	385.30	447.19	504.26
每股净资产	4.65	6.39	7.20	8.11	毛利率%	42.95%	40.91%	41.04%	41.11%
每股经营现金流	0.74	0.71	0.86	0.98	营业税金及附加	6.36	7.58	8.81	9.95
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.16%	1.16%	1.16%	1.16%
价值评估（倍）					营业费用	14.05	16.30	18.96	21.41
P/E	45.06	38.90	32.72	28.92	营业费用率%	2.57%	2.50%	2.50%	2.50%
P/B	5.67	4.12	3.66	3.25	管理费用	84.62	94.55	109.97	124.16
P/S	9.63	8.08	6.95	6.15	管理费用率%	15.46%	14.50%	14.50%	14.50%
EV/EBITDA	28.73	22.77	19.37	16.82	EBIT	130.09	148.35	173.48	196.51
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	1.16	-0.89	-3.97	-5.53
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.21%	-0.14%	-0.52%	-0.65%
毛利率	42.95%	40.91%	41.04%	41.11%	资产减值损失	6.64	6.25	4.79	4.87
净利润率	21.37%	20.78%	21.24%	21.28%	投资收益	0.19	0.90	0.90	0.90
净资产收益率	16.78%	10.60%	11.19%	11.24%	营业利润	122.42	143.89	173.56	198.07
资产回报率	11.00%	8.82%	9.30%	9.37%	营业外收支	13.14	13.14	13.14	13.14
投资回报率	15.04%	17.62%	21.35%	25.18%	利润总额	135.56	157.03	186.70	211.21
盈利增长（%）					EBITDA	185.16	207.18	233.93	256.87
营业收入增长率	14.85%	19.12%	16.31%	12.90%	所得税	18.60	21.55	25.62	28.98
EBIT 增长率	31.01%	14.04%	16.94%	13.27%	有效所得税率%	13.72%	13.72%	13.72%	13.72%
净利润增长率	24.30%	15.84%	18.90%	13.13%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	116.96	135.48	161.08	182.23
资产负债率	34.4%	16.8%	16.9%	16.6%	扣除非经常性损益净利润	105.62	124.14	149.74	170.89
流动比率	1.41	4.45	4.86	5.28	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	0.91	3.88	4.28	4.71	货币资金	31.37	567.83	754.03	964.22
现金比率	0.39	35.87	47.63	60.91	应收款项	225.69	251.30	292.28	330.00
经营效率指标					存货	151.63	120.59	141.34	160.92
应收帐款周转天数	130.24	130.24	130.24	130.24	其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	149.72	112.00	112.00	112.00	流动资产合计	470.39	1004.00	1261.01	1536.41
总资产周转率	0.56	0.50	0.46	0.47	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.23	1.42	1.89	2.50	固定资产	489.64	489.64	489.64	489.64
					在建工程	5.19	5.19	5.19	5.19
					无形资产	61.44	59.87	56.67	53.56
					非流动资产合计	592.95	532.55	470.52	408.58
					资产总计	1063.35	1536.55	1731.53	1944.99
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	短期借款	80.83	15.83	15.83	15.83
净利润	116.96	135.48	161.08	182.23	应付账款	98.75	73.89	85.76	96.71
折旧摊销	55.07	58.83	60.45	60.36	预收账款	61.89	73.73	85.75	96.82
营运资金变动	-73.24	-46.47	-41.70	-38.84	其它流动负债	0.15	0.15	0.15	0.15
经营活动现金流	110.74	141.99	171.22	195.21	流动负债合计	333.85	225.78	259.68	290.92
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	1.58	1.58	1.58	其它长期负债	32.45	32.45	32.45	32.45
资本支出	128.55	-14.72	-14.72	-14.72	非流动负债合计	32.45	32.45	32.45	32.45
投资活动现金流	-116.85	15.62	15.62	15.62	负债总计	366.30	258.24	292.14	323.37
债务变化	26.85	-65.00	0.00	0.00	实收资本	150.00	200.00	200.00	200.00
股票发行	0.00	445.78	0.00	0.00	普通股股东权益	697.05	1278.31	1439.39	1621.62
融资活动现金流	4.84	378.85	-0.63	-0.63	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	-1.27	536.45	186.20	210.19	负债和所有者权益合计	1063.35	1536.55	1731.53	1944.99
公司自由现金流	11.22	169.16	179.58	202.37					
股权自由现金流	15.94	109.98	190.44	214.51					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张宇 中小市值团队
邓学 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： 中光防雷,卓翼科技,龙韵股份,继峰股份,东方锆业,万里扬,乐山电力,联明股份,三环集团,力星股份,黑猫股份,艾迪西,恒通股份,易见股份,日发精机,东百集团,青岛金王,德威新材,山东如意,禾嘉股份,国瓷材料,溢多利,飞荣达,道恩股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	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 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	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。