

投资评级 **增持** 首次覆盖

粉末冶金龙头，汽车领域渗透打开成长空间

股票数据

6个月内目标价(元)	18.60
08月11日收盘价(元)	16.31
52周股价波动(元)	14.80-19.28
总股本/流通A股(百万股)	436/387
总市值/流通市值(百万元)	7117/6307

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	40.5	26.4	22.6
市净率	3.0	2.8	2.5
市销率	4.85	3.92	3.45
EV/EBITDA	19.3	15.2	12.5
分红率(%)	—	—	—

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.3	0.7	-3.0
相对涨幅(%)	-5.7	-1.2	-11.6

资料来源:海通证券研究所

投资要点:

- 粉末冶金龙头，优质技术形成高壁垒，业绩高速增长印证公司竞争力强劲。** 公司是我国粉末冶金龙头，根据中国机协粉末冶金协会数据，公司16年前三季度销售收入和销售量分别占协会统计内厂家总额的22.75%和24.56%，领先第二名9.92%和17.27%。公司深耕行业50多年，设立博士后工作流动站、国家级企业技术中心等，提升自主创新能力，其核心竞争力优质技术为未来发展筑成高壁垒护城河。以技术为基础，公司业绩高速增长，2017Q1实现收入和归属上市公司股东净利润分别为4.07亿元和0.58亿元，同比增长14.61%和67.74%。同时，公司披露2017半年度业绩预告，预计2017H1实现归属上市公司股东净利润为1.4-1.56亿元，同比增长80%-100%。
- 变速箱自主崛起和特斯拉大潮来袭双轮驱动，公司新业务有望复制VVT/VCT业务高速增长模式。** 公司16年非公开发行募资投入“新增1.2万吨汽车动力系统和新能源产业粉末冶金新材料技术改造项目”，产品主要用于发动机零件、变速箱零件、电动汽车用零件等。汽车自主崛起持续推进，核心零部件变速箱也不断涌现出优质企业，除吉利、比亚迪、广汽等整车厂加快自主研发步伐，万里扬等优质第三方变速箱企业也发展迅猛。同时，特斯拉Model 3上市，技术和订单双突破。公司为特斯拉等品牌新能源汽车配套用于前后两个逆变器齿轮箱壳体和马达终端壳体粉末冶金零件，发展可期。公司自13年推出VVT/VCT产品后销量迅速攀升，2016年汽车VVT/VCT产品实现收入3.86亿元，同比增长27.39%。公司有望乘变速箱进口替代和新能源汽车大潮来袭东风复制VVT/VCT业务高速增长模式，打开成长空间。
- 管理层受让股份，管理结构优化，效率有望提升。** 17年3月宁波旭弘受让大股东睦金属2230万股。根据公司17年1季报披露，公司管理团队及员工持股平台宁波金广、宁波新金广和宁波旭弘截至1季度末共持股16.11%，超过第一大股东睦金属14.21%份额。管理层占比提升，有助提升经营效率。
- 盈利与预测。** 我们预计公司17-19年EPS分别为0.62元，0.72元和0.86元。可比上市公司17年平均预测PE为26.1倍，考虑到公司在自动变速箱和新能源汽车领域开拓渗透，给予公司17年30倍预测PE，目标价18.6元，“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料成本风险，汇率波动风险。

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1368.71	1467.48	1817.15	2061.36	2364.90
(+/-)YoY(%)	11.22%	7.22%	23.83%	13.44%	14.73%
净利润(百万元)	160.39	175.86	269.25	314.95	373.26
(+/-)YoY(%)	30.00%	9.65%	53.10%	16.97%	18.52%
全面摊薄EPS(元)	0.37	0.40	0.62	0.72	0.86
毛利率(%)	32.20%	34.51%	35.54%	35.94%	36.35%
净资产收益率(%)	9.77%	7.71%	10.52%	10.95%	11.49%

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

表 1 业务收入预测拆分表 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
粉末冶金制品				
收入	1318.06	1654.06	1888.06	2188.06
毛利率	35.89%	36.72%	37.13%	37.52%
营业成本	845.01	1046.61	1187.01	1367.01
毛利	473.05	607.45	701.05	821.05
软磁材料				
收入	133.42	144.09	151.30	155.84
毛利率	17.84%	20.00%	19.00%	18.00%
营业成本	109.62	115.27	122.55	127.79
毛利	23.80	28.82	28.75	28.05
其他				
收入	16.00	19.00	22.00	21.00
毛利率	59.99%	50.00%	50.00%	50.00%
营业成本	6.40	9.50	11.00	10.50
毛利	9.60	9.50	11.00	10.50

资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

表 2 公司盈利预测 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1467.48	1817.15	2061.36	2364.90
营业成本	961.03	1171.38	1320.56	1505.30
毛利率 (%)	34.51	35.54	35.94	36.35
营业税金及附加	17.52	19.52	22.97	26.04
营业费用	60.54	69.78	77.71	86.32
管理费用	198.96	239.14	267.98	303.89
财务费用	10.83	-7.27	-10.31	-10.64
EBIT	229.44	317.33	372.14	443.36
营业利润	202.12	317.07	371.73	442.50
利润总额	212.92	325.72	381.10	451.63
EBITDA	348.48	436.51	518.82	611.19
所得税	32.93	49.59	58.33	69.00
少数股东损益	4.12	6.88	7.83	9.36
归属母公司所有者净利润	175.86	269.25	314.95	373.26
EPS (元)	0.40	0.62	0.72	0.86

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值对比 (2017.08.11, 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)			每股收益 (元/股)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
富临精工	300432.SZ	23.54	0.94	1.19	1.38	25.0	19.8	17.1
双环传动	002472.SZ	9.84	0.35	0.46	0.57	28.0	21.5	17.1
精锻科技	300258.SZ	16.21	0.64	0.84	1.09	25.3	19.3	14.8
可比公司平均						26.1	20.2	16.3
东睦股份	600114.SH	16.31	0.62	0.72	0.86	26.4	22.6	19.1

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	1467.48	1817.15	2061.36	2364.90
每股收益	0.40	0.62	0.72	0.86	营业成本	961.03	1171.38	1320.56	1505.30
每股净资产	5.36	5.87	6.59	7.44	毛利率%	34.51%	35.54%	35.94%	36.35%
每股经营现金流	0.72	0.71	0.91	1.03	营业税金及附加	17.52	19.52	22.97	26.04
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.19%	1.07%	1.11%	1.10%
价值评估 (倍)					营业费用	60.54	69.78	77.71	86.32
P/E	40.47	26.43	22.60	19.07	营业费用率%	4.13%	3.84%	3.77%	3.65%
P/B	3.04	2.78	2.48	2.19	管理费用	198.96	239.14	267.98	303.89
P/S	4.85	3.92	3.45	3.01	管理费用率%	13.56%	13.16%	13.00%	12.85%
EV/EBITDA	19.34	15.18	12.46	9.84	EBIT	229.44	317.33	372.14	443.36
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	10.83	-7.27	-10.31	-10.64
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.74%	-0.40%	-0.50%	-0.45%
毛利率	34.51%	35.54%	35.94%	36.35%	资产减值损失	12.59	8.87	10.08	11.52
净利润率	12.26%	15.20%	15.66%	16.18%	投资收益	-4.57	1.34	-0.63	0.02
净资产收益率	7.71%	10.52%	10.95%	11.49%	营业利润	202.12	317.07	371.73	442.50
资产回报率	6.21%	8.47%	8.87%	9.34%	营业外收支	10.80	8.65	9.37	9.13
投资回报率	10.41%	13.18%	14.32%	17.62%	利润总额	212.92	325.72	381.10	451.63
盈利增长 (%)					EBITDA	348.48	436.51	518.82	611.19
营业收入增长率	7.22%	23.83%	13.44%	14.73%	所得税	32.93	49.59	58.33	69.00
EBIT 增长率	20.76%	38.31%	17.27%	19.14%	有效所得税率%	15.47%	15.22%	15.31%	15.28%
净利润增长率	8.97%	53.42%	16.89%	18.54%	少数股东损益	4.12	6.88	7.83	9.36
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	175.86	269.25	314.95	373.26
资产负债率	14.9%	15.1%	15.0%	14.8%	扣除非经常性损益净利润	170.86	268.79	314.84	374.90
流动比率	3.75	3.81	4.00	4.73	资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	3.00	3.09	3.27	4.00	货币资金	428.93	539.57	701.83	1153.20
现金比率	—	—	—	—	应收款项	370.17	423.25	482.05	552.30
经营效率指标					存货	236.24	265.11	300.10	341.61
应收帐款周转天数	86.03	85.02	85.36	85.24	其它流动资产	2.86	2.86	2.86	2.86
存货周转天数	83.62	82.61	82.95	82.83	流动资产合计	1228.50	1473.27	1752.44	2356.26
总资产周转率	0.57	0.60	0.61	0.63	长期股权投资	120.29	120.29	120.29	120.29
固定资产周转率	1.49	1.74	1.88	2.07	固定资产	1027.63	1177.63	1392.63	1562.63
					在建工程	114.09	179.09	199.09	29.09
					无形资产	222.99	229.78	226.98	224.24
					非流动资产合计	1602.35	1703.99	1799.60	1638.57
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	2830.85	3177.26	3552.04	3994.83
净利润	179.99	276.13	322.77	382.63	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	119.04	119.19	146.68	167.83	应付账款	126.51	145.37	165.40	187.96
营运资金变动	-22.23	-83.80	-74.98	-103.81	预收账款	6.01	7.27	8.31	9.51
经营活动现金流	305.32	310.39	395.82	449.02	其它流动负债	0.04	0.04	0.04	0.04
固定资产投资	0.00	-150.00	-215.00	-170.00	流动负债合计	327.26	386.47	438.47	498.64
无形资产投资	0.00	-6.80	-6.97	-6.91	长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00
资本支出	219.70	212.17	232.92	-2.33	其它长期负债	43.71	43.71	43.71	43.71
投资活动现金流	-289.83	-210.84	-233.56	2.35	非流动负债合计	93.71	93.71	93.71	93.71
债务变化	-260.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	420.97	480.19	532.19	592.36
股票发行	581.00	11.07	0.00	0.00	实收资本	425.35	436.35	436.35	436.35
融资活动现金流	209.17	11.07	0.00	0.00	普通股股东权益	2279.87	2560.19	2875.13	3248.40
现金净流量	224.67	110.63	162.26	451.38	少数股东权益	130.01	136.89	144.71	154.08
公司自由现金流	202.82	100.35	165.07	455.79	负债和所有者权益合计	2830.85	3177.26	3552.04	3994.83
股权自由现金流	188.85	107.47	172.66	462.80					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 11 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

潘莹练 中小市值团队

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： 如意集团,中光防雷,卓翼科技,江山欧派,东方锆业,万里扬,乐山电力,黎明股份,三环集团,力星股份,易见股份,恒通股份,日发精机,东百集团,青岛金王,德威新材,拓邦股份,溢多利,三环传动,道恩股份

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。