

强烈推荐-A (维持)

精锻科技 300258.SZ

当前股价: 13.6 元
2020 年 08 月 27 日

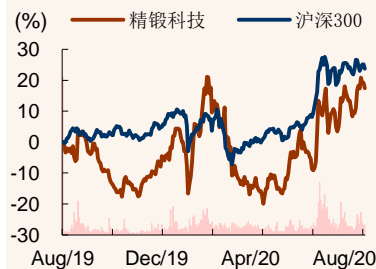
最差时间已过, 迎来产能释放周期

基础数据

上证综指	3330
总股本 (万股)	40500
已上市流通股 (万股)	37698
总市值 (亿元)	55
流通市值 (亿元)	51
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	5.3
资产负债率	41.3%
主要股东	江苏大洋投资有限公
主要股东持股比例	45.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-3	21
相对表现	3	-18	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《精锻科技 (300258) — 四维度看隐形龙头的新变化》2020-07-11
- 2、《精锻科技 (300258) — 短期承压, 看好天津项目产能爬坡》2020-04-28
- 3、《精锻科技 (300258) — 短期业绩承压, 看好天津项目产能爬坡》2019-11-09

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

事件:

公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 4.80 亿 (-21.1%), 归母净利润 5665.54 万 (-55.1%), 扣非归母净利润 4239.90 万 (-62.2%)。其中 20Q2 实现收入 2.42 亿 (-17.7%), 归母净利润 2591.08 万 (-57.0%), 扣非归母净利润 1380.75 万元 (-72.2%), 略低于此前预期。但我们认为最差时期已过, 公司三季度盈利伴随行业复苏、产能释放周期, 季度环比改善确定性强。预计 20-22 年 eps 分别为 0.52/0.70/0.90 元, 对应 21 年 18.5Xpe, 目前估值水平较低, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

评论:

1、受出口和固定资产转固影响, Q2 业绩略低于预期

收入端: 收入端受行业影响同比-21.1%, 符合此前预期, 表现稳健。

公司 20H1 实现营业收入 4.80 亿 (同比-21.1%)。其中, 二季度单季实现营收 2.42 亿 (同比-17.7%)。上半年国内汽车销量同比下降 16.9%, 引发公司产品销售收入下降。

从产品结构来看, 公司差速器行星半轴齿轮类产品销售额占主营业务收入的比例为 59.9%, 结合类产品为 18.3%, 其他产品为 21.9%。半轴齿轮产品收入贡献比较高且趋于稳定。新能源车配套产品销售额占比 2.18%; 对外资或合资客户占比 94.10%, 随着未来新能源车销量提升和车市恢复, 差速器总成产品收入将持续提升。

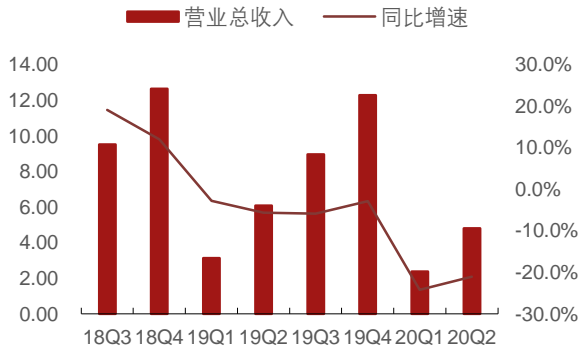
利润端: Q2 利润端受出口影响、折旧增加承压明显。

公司二季度单季实现归母净利润 0.26 亿 (-56.7%), 扣非归母净利润 1380.75 万元 (-72.2%), 略低于预期, 主因毛利率较高的出口业务二季度出现较大下滑、同时在建工程转固新增 1.3 亿。天津工厂逐步投产, 传动产品折旧成本增加, 且贷款购建厂房设备结转固定资产对应的利息不再予以资本化, 拖累业绩较明显。

展望三季度, 预计出口业务恢复至 85%左右, 环比大幅好转; 国内汽车工业呈现复苏行情。同时, 公司自身来看, 大众奥迪 DL380 项目三季度开始供货, 另外法雷奥、麦格纳制动盘毂的项目明显增量, 上汽变速器三项目投产、大众 MEB、博格华纳出口、墨西哥差速器总成的项目下半年逐步投产。

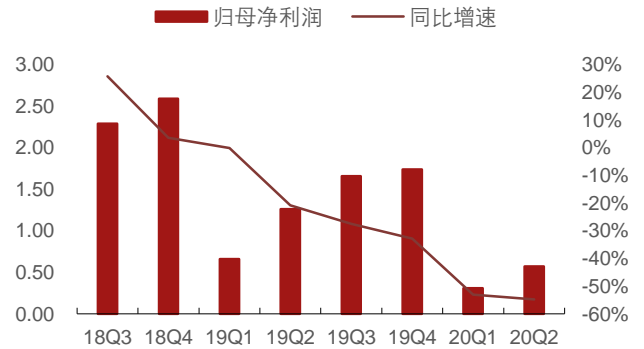
风险提示: 车市下滑叠加疫情持续引发配套市场出货量不及预期; 资本开支控制不确定性; 新能源轻量化项目投产不确定性

图 1：精锻科技营业总收入及增速（亿元）



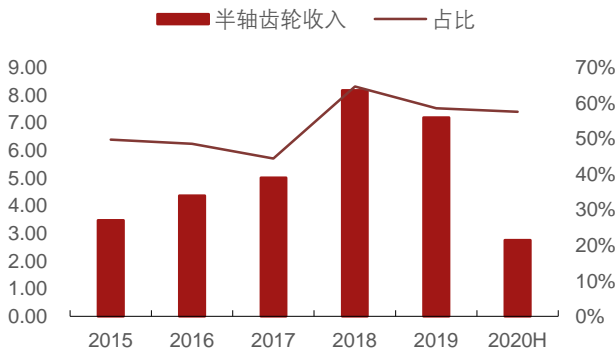
资料来源：wind，招商证券

图 2：精锻科技归母净利润及增速（亿元）



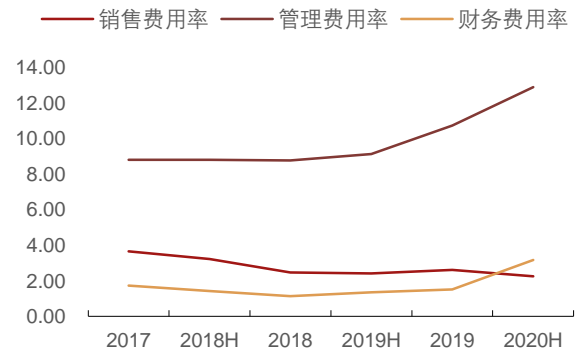
资料来源：wind，招商证券

图 3：精锻科技半轴齿轮收入及占总营收比例（亿元）



资料来源：wind，招商证券

图 4：精锻科技三费率



资料来源：公司公告，招商证券

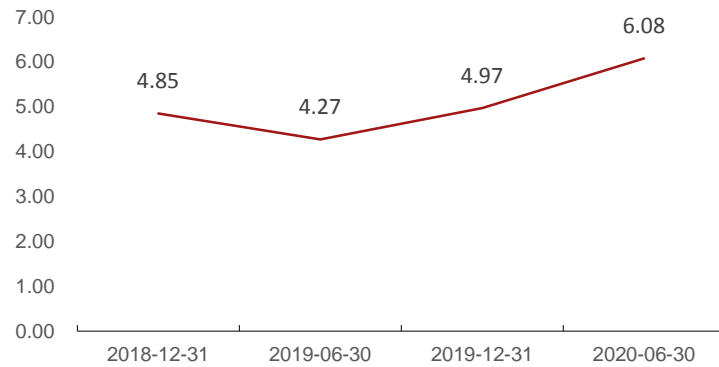
三费率：公司三费率保持稳定，上半年财务费用同比增加 1.83 个百分点，主要由天津工厂传动项目借款利息支出计入成本费用导致。上半年销售费用率同比下降 26.6%，Q3 有望保持当前水平。

2、乘电动化东风，价值量提升与配套扩展同步进行

新能源车由于结构设计对变速器的精度、强度要求更高，独立第三方厂商总成供应成趋势。公司作为变速器龙头（目前收入占比 70%），国内市场份额超 30%，显著受益全球新能源总成化趋势，同时积极拓展自主品牌、出口市场等增量市场。

公司在享有细分行业龙头优势基础上，积极投入研发，致力于锻造产品的横向拓展及变速器总成的研发能力，研发费用占比维持在 5% 以上，在工艺型零部件领域属较高水平。

图 5：研发费用占营收比例



资料来源：Wind、招商证券

1) 总成化供货比例提升，带来 2-3X 价值增量，配套全球新能源平台

公司过往配套变速器齿轮以 2 个行星齿轮、2 个锥齿轮为主，预计单车平均价值在 100 元左右，总成化供货后，除却基本齿轮配备，还须配备齿轮架、壳体等部件，同时具备核心的总成设计能力，考虑到锻造平台的电机轴等其他产品，预计价值量平均实现 250-400 元左右，一些国际车厂平台项目单价高达 600-800 元，单车价值平均提升 2-3X。

公司配套大众 MEB、奥迪、沃尔沃全球、捷豹路虎全球、蔚来汽车、小鹏汽车等主流新能源汽车平台，总成化比例快速提升。公司此前传统车总成化比例在 5% 左右，新能源车比例大幅提升，其中沃尔沃、捷豹路虎、蔚来、小鹏等均为总成化供货，价值量较高。除变速器齿轮外，公司亦通过配套电机轴等其他产品在新能源车上的价值量显著提升。

2) 积极拓展自主品牌、海外客户，获得新增长空间

公司作为全球变速器细分行业龙头，此前国内市场份额约为 30% 左右，但由于公司产能吃紧仅配套合资客户，因此合资客户市场有效份额达到 60% 以上，是细分行业的隐形冠军。

2020 年 2 月，公司以自有资金及实物出资 3200 万元成立重庆合资公司，股比 80%，公司拟以重庆合资公司为桥头堡，进军一线自主品牌，进军长安、吉利等品牌变速器总成市场。目前重庆工厂正在积极进行厂房、设备改造，一期产能 200-300 万件，上半年实现营业收入 111.10 万元，尚未产生利润，未来西南地区布局加码将助力重庆工厂收入持续提升。

3、进军底盘轻量化，德系配套成为收入引擎

公司定位为精密锻造平台型公司，具备产品的横向拓展能力，国内鲜有对手。锻造工艺具备较强横向扩展能力，目前单价 10X 于原有主业。锻造工艺可用于汽车变速器总成（公司目前 70% 主业来源，国内份额 30% 以上，全球份额快速提升）、变速器小齿轮（公司 10% 主业来源，高速增长），新能源电机轴、新能源轻量化底盘件转向节、控制臂等。考虑公司目前锻造零部件价值，总价超过 1000 元，10X 于原有主业空间，空间广大。

同日美系车以压铸作为轻量化结构件主要工艺相比，德系车以锻造工艺为主。汽车很多工艺方案德系、日系差异较大，以轻量化结构件控制臂、转向节为例，日系、美系通常采用低压差压铸方式，德系车更注重操控，以锻造工艺作为轻量化结构件的主要工艺方式。公司此次增发预案拟投资 3.9 亿致力新能源轻量化部件投产，正式进军底盘轻量化领域。

以德系车目标市场为例，全球转向节、控制臂锻造市场达 150 亿，公司大有可为。公司第一大客户大众系占比 40%，同时配套奔驰、宝马等客户，同时，已出口配套欧洲德系车市场。此次增发募资投产，亦是响应德系主机厂对于核心轻量化结构件的国产化需求，预计目标市场清晰稳定。2014-2019 年，公司重点客户德系车“三巨头”全球市场份额逐步上升，达到 17.6%，全球销量超过 1500 万台，预计锻造控制臂、转向节市场达 150 亿。

4、回购、增发，彰显发展信心

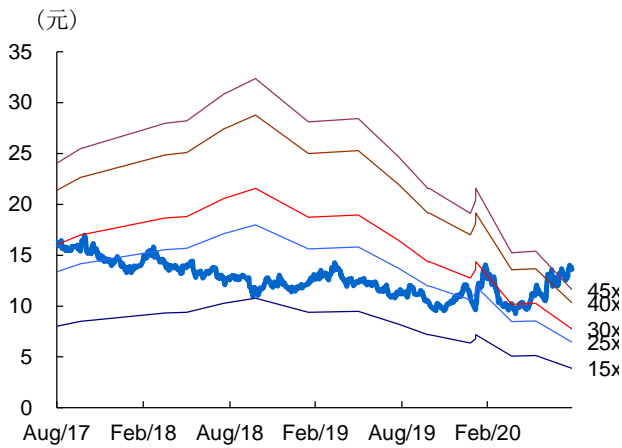
继 2020 年 3 月回购 1-2 亿元用于股权激励，调动核心员工积极性后，7 月公司公布增发说明书，拟募集不超过 10.08 亿元，投资新能源汽车轻量化关键零部件生产项目和年产 2 万套模具及 150 万套变速器总成项目等项目。建成后公司将形成年产 360 万件新能源汽车轻量化关键零部件产能，其中年产转向节 80 万件，控制臂 70 万件，主减齿轮 210 万件；预计完全达产后年平均销售收入 3.8 亿元，净利润为 5587 万元。年产 2 万套模具及 150 万套变速器总成项目等项目主要为了满足沃尔沃汽车集团关于 MEP2 新能源汽车项目 49 万套变速器总成的订单和博格华纳出口项目，预计建成完全达产后年平均销售收入 5.5 亿元，净利润 5369 万元。

表 1：募集资金投向

项目名称	项目投资额(万元)	募集资金拟投入额(万元)	实施主体
新能源汽车轻量化关键零部件生产项目	38,540.00	38,540.00	精锻科技
年产 2 万套模具及 150 万套变速器总成项目等项目	38,260.00	38,260.00	天津传动
偿还银行贷款	24,000.00	24,000.00	精锻科技
合计	100,800.00	100,800.00	-

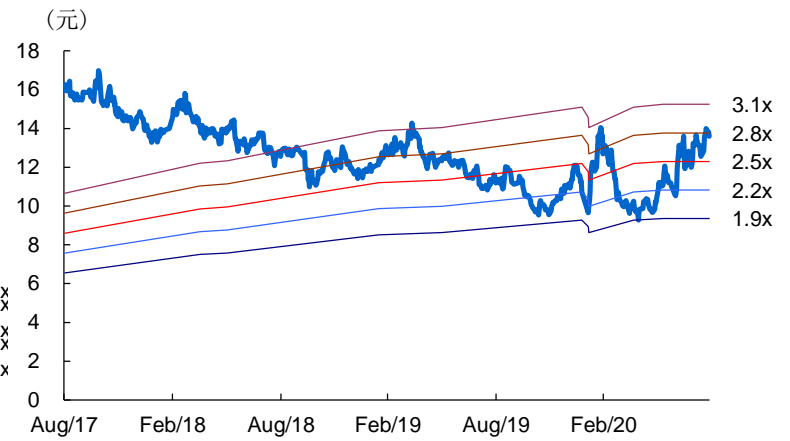
资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 精锻科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 精锻科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	907	1041	736	847	962
现金	295	435	150	150	150
交易性投资	1	42	42	42	42
应收票据	86	68	69	84	100
应收款项	242	260	244	297	354
其它应收款	5	3	3	4	5
存货	247	205	199	235	271
其他	29	28	28	34	40
非流动资产	1878	2200	2595	2948	3263
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1181	1617	2024	2389	2714
无形资产	163	126	114	102	92
其他	534	457	457	457	457
资产总计	2785	3241	3331	3795	4225
流动负债	665	827	748	1011	1158
短期借款	425	498	427	646	749
应付账款	170	239	243	286	330
预收账款	1	0	0	0	0
其他	70	90	79	79	79
长期负债	243	395	395	395	395
长期借款	159	332	332	332	332
其他	84	63	63	63	63
负债合计	908	1222	1143	1406	1553
股本	405	405	405	405	405
资本公积金	351	375	375	375	375
留存收益	1121	1238	1407	1608	1892
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1877	2019	2188	2388	2672
负债及权益合计	2785	3241	3331	3795	4225

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	424	464	423	446	563
净利润	259	174	210	282	365
折旧摊销	142	157	187	230	268
财务费用	15	21	19	19	19
投资收益	(0)	(0)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	11	114	25	(73)	(77)
其它	(1)	(1)	3	9	9
投资活动现金流	(435)	(489)	(566)	(566)	(566)
资本支出	(501)	(448)	(586)	(586)	(586)
其他投资	67	(42)	21	21	21
筹资活动现金流	132	162	(142)	119	3
借款变动	171	237	(82)	219	103
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	25	0	0	0
股利分配	(51)	(61)	(41)	(81)	(81)
其他	12	(39)	(19)	(19)	(19)
现金净增加额	122	136	(285)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1265	1229	1242	1515	1802
营业成本	782	795	806	951	1096
营业税金及附加	14	13	14	17	20
营业费用	31	32	32	40	47
管理费用	49	71	71	87	104
研发费用	61	61	62	75	90
财务费用	14	19	19	19	19
资产减值损失	(34)	(44)	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收益	22	20	20	20	20
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	301	214	258	347	448
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	304	213	257	345	447
所得税	45	39	47	63	82
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	259	174	210	282	365

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	12%	-3%	1%	22%	19%
营业利润	-8%	-29%	21%	34%	29%
净利润	-8%	-33%	21%	34%	29%
获利能力					
毛利率	38.2%	35.3%	35.1%	37.2%	39.2%
净利率	20.4%	14.1%	16.9%	18.6%	20.2%
ROE	13.8%	8.6%	9.6%	11.8%	13.7%
ROIC	10.9%	6.6%	7.7%	8.9%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	37.7%	34.3%	37.1%	36.8%
净负债比率	20.9%	25.9%	22.8%	25.8%	25.6%
流动比率	1.4	1.3	1.0	0.8	0.8
速动比率	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.6	3.5	4.0	4.4	4.3
应收帐款周转率	3.7	3.7	3.9	4.4	4.3
应付帐款周转率	4.7	3.9	3.3	3.6	3.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.64	0.43	0.52	0.70	0.90
每股经营现金	1.05	1.15	1.04	1.10	1.39
每股净资产	4.63	4.98	5.40	5.90	6.60
每股股利	0.15	0.10	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	20.1	30.0	24.8	18.5	14.3
PB	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.8	16.2	13.4	10.4	8.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。