

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

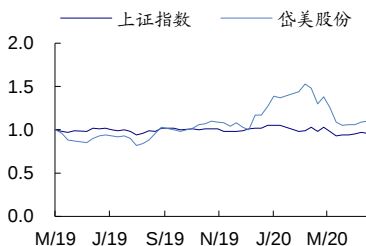
岱美股份(603730)
增持

19 年报及 20Q1 财报点评

(维持评级)

2020 年 05 月 10 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	401/73
总市值/流通(百万元)	11,942/2,171
上证综指/深圳成指	2,860/10,722
12 个月最高/最低(元)	40.98/20.02

相关研究报告:

《岱美股份-603730-2018 年半年报点评: 营收符合预期, 毛利率下滑显著》——2018-08-29
 《岱美股份-603730-看好遮阳板全球龙头的横向扩张》——2018-07-27

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

电话: 0755-81981823

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

MOTUS 盈利显著改善, 业绩符合预期

● 20Q1 业绩韧性较强, 19 年与 20Q1 业绩均符合预期

公司 19 实现营收 48.18 亿 (+12.74%), 净利润 6.25 亿 (+12.04%)。19Q4 实现营收 10.27 亿 (-23.57%), 实现净利润 1.04 亿 (-7.96%)。20Q1 实现营收 11.22 亿 (-9.99%), 实现净利润 1.57 亿 (-2.66%)。公司 19 年业绩符合预期, 20Q1 业绩符合预期。

● 剔除并表 19 年小幅下滑, 19Q4 营收下滑受通用罢工影响

公司于 18 年 7 月并表 MOTUS, 19 年 MOTUS 营收约 13 亿, 基本同期持平, 19 年全年相比 18 年多并表半年, 我们测算该部分营收弹性约 15.21%, 剔除该部分影响公司 19 年全年营收约下滑 2.47%。历史来看 Q4 公司的营收端绝对值在一年中最大, 但 19Q4 营收 1.04 亿显著低于其余 3 个季度, 主要由于去年通用罢工使得公司在四季度出货受到影响, 预计部分补库会在 20 年弥补。

● 汇兑与套保综合拖累约 6% 利润弹性, MOTUS 盈利显著改善

公司 20Q1 营收下滑主要由于 2-3 月国内以及 3 月份中旬海外受疫情影响。20Q1 由于锁汇带来的公允价值贡献-2708 万, 去年同期为 2495 万, 该项目同比减少 5203 万。汇兑损益带来的财务费用为-1398 万, 同比减少了 4161 万。综合汇兑损益以及锁汇带来的公允价值变动对公司利润拖累 1042 万, 对应业绩弹性约为-6.21%。因此剔除汇率扰动公司利润端显著跑赢营收端。另外, Motus 在 20Q1 盈利改善显著, 我们测算利润弹性约为 16%。

● 风险提示:

汽车行业复苏进度低于预期, 疫情影响后期需求复苏不及预期。

● 投资逻辑: Motus 盈利显著改善, 业绩复合预期

公司海外业务占比较高 (19 年达 82%), 疫情影响短期订单, 同时拖累 MOTUS 整合进度, 我们预计公司 20/21/22 年净利润 6.08/8.13/9.58 亿 (下调 20 年业绩, 原: 10.92 亿), 预计 EPS 分别为 1.52/2.03/2.39 元 (下调 20 年 EPS, 原: 2.68 元), 首次给予公司合理估值区间 36.54-44.66 元 (对应 21 年 18-22x PE), 维持“增持”评级。

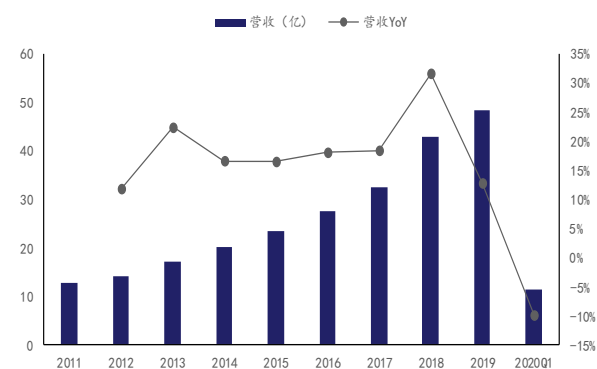
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4818	4253	5336	5988
(+/-%)	12.7%	-11.7%	25.4%	12.2%
净利润(百万元)	625	608	813	958
(+/-%)	12.0%	-2.7%	33.7%	17.8%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.52	2.03	2.39
EBIT Margin	17.5%	16.0%	17.1%	17.9%
净资产收益率(ROE)	16.7%	14.7%	17.4%	18.1%
市盈率(PE)	19.1	19.6	14.7	12.5
EV/EBITDA	13.7	16.8	13.1	11.3
市净率(PB)	3.19	2.89	2.56	2.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

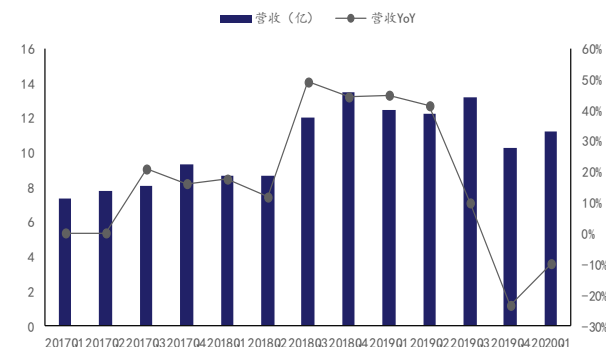
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营收及同比增速



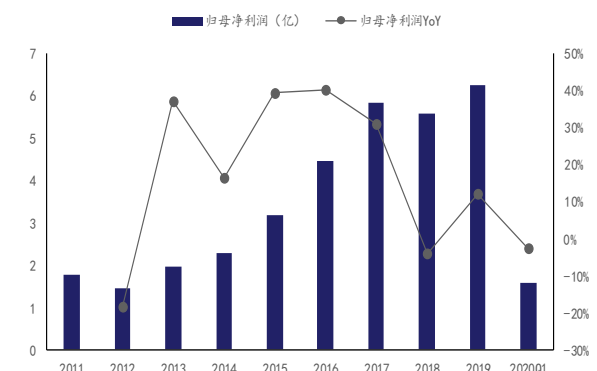
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及同比增速



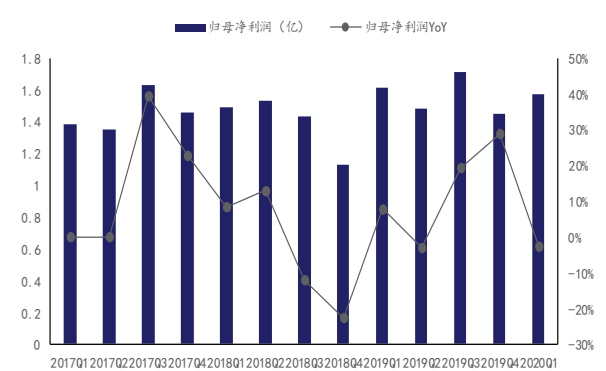
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



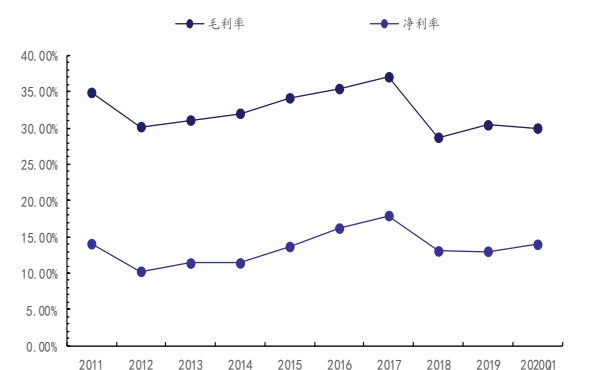
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速



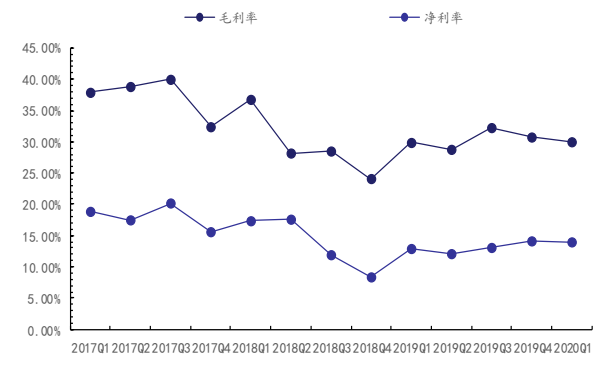
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率及净利率



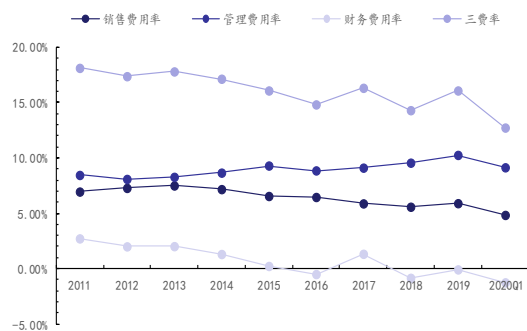
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率及净利率



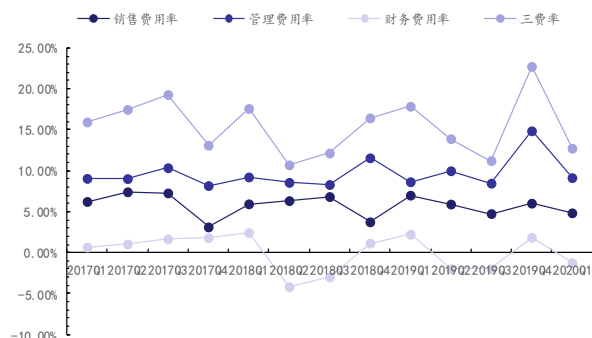
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司三费率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司单季度三费率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值分析: 疫情影响订单以及 MOTUS 整合进度, 下调 20 年业绩

由于公司海外占比比较高 (2019 年占比 82%), 全球疫情影响公司存量与增量订单, 同时拖累新收购公司 MOTUS 的整合进度, 我们预计公司 20/21/22 年归母净利润 6.08/8.13/9.58 亿 (下调 20 年业绩, 原: 10.92 亿), 对应同比增速分别为 -2.7%/33.7%/17.8%, 预计 EPS 分别为 1.52/2.03/2.39 元 (下调 20 年 EPS, 原: 2.68 元), 参考可比公司估值以及公司自身历史估值情况, 首次给予公司合理估值区间 36.54-44.66 元 (对应 21 年 18-22x PE), 维持“增持”评级。

我们对业绩下调主要基于以下原因:

第一, 存量订单层面: 公司 2019 年海外营收占比为 84.6%, 国内业务占比为 15.4%, 公司在 2-3 月受到国内疫情影响, 3 月下旬开始受到海外疫情影响, 4 月海外基本处于停工状态, 预计 5 月开始稳步复苏, 我们测算疫情对公司存量业务营收端弹性影响大约 -13%;

第二, 增量订单层面: 公司今年原计划项目较多, 遮阳板包括大众、通用、克莱斯勒、沃尔沃、特斯拉、国产奔驰等项目, 头枕包括通用 31XX、宝马、克莱斯勒等项目, 顶棚中央控制器包括克莱斯勒等项目, 我们假设新项目由于受疫情影响后 30% 项目进度延迟;

第三, 对 Motus 的整合: 由于疫情影响使得整合进度延迟, 我们测算预计在 20 年相比之前测算少贡献 2000-3000 万利润。

估值对标分析: 主要是选择福耀玻璃, 华域汽车, 新泉股份作为对标公司。岱美股份主营业务包括遮阳板、头枕、顶棚中控器等, 福耀玻璃主营业务主要是汽车玻璃, 华域汽车大部分业务主要是汽车内外饰件, 新泉股份主要是汽车仪表盘, 门板等内饰件。四个公司产品同为汽车内饰件, 同时福耀玻璃、华域汽车与岱美股份从细分产品的全球地位和格局来讲具有相似性, 均是走向全球的细分领域全球龙头。可比公司在 2020E 的平均市盈率为 19.24x, 岱美股份上市以来的历史估值中枢为 20.49x。

表 1: 可比公司估值对标

公司	代码	市值	股价	每股盈利			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
岱美股份	603730.SH	119.00	29.81	1.52	2.03	2.39	19.63	14.68	12.46	增持
福耀玻璃	600660.SH	496.00	19.79	1.04	1.25	1.41	19.03	15.83	14.04	增持
华域汽车	600741.SH	643.00	20.40	1.78	1.94	2.13	11.46	10.52	9.58	买入

新泉股份	603179.SH	56.89	25.25	0.94	1.20	1.51	26.86	21.04	16.72	增持
平均值							19.24	15.52	13.20	

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

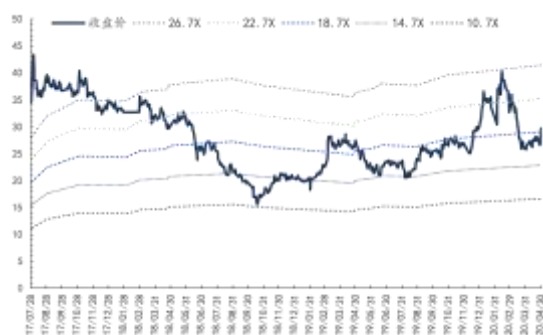
表 2: 营收及毛利拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	19.96	23.25	27.44	32.47	42.68	48.17	42.52	53.35	59.87
总体营收增速		16.5%	18.0%	18.3%	31.4%	12.9%	-11.7%	25.4%	12.2%
总毛利	6.39	7.94	9.72	12.03	12.28	14.66	13.81	17.84	20.50
综合毛利率	32.0%	34.2%	35.4%	37.0%	28.8%	30.4%	32.5%	33.4%	34.2%
岱美本部营收	19.96	23.25	27.44	32.47	35.73	34.27	30.43	39.92	45.78
岱美本部营收增速		16.5%	18.0%	18.3%	10.0%	-4.1%	-11.2%	31.2%	14.7%
岱美本部毛利率	32.0%	34.2%	35.4%	37.0%	31.4%	35.8%	38.2%	38.3%	38.6%
遮阳板整体									
遮阳板营收 (亿元)	10.82	13.42	15.24	17.94	26.47	34.04	30.93	37.94	41.55
遮阳板营收增速		24.0%	13.6%	17.7%	47.5%	28.6%	-9.1%	22.7%	9.5%
遮阳板毛利率	33.1%	35.4%	37.4%	38.0%	28.7%	29.8%	30.2%	31.3%	31.9%
遮阳板毛利 (亿元)	3.58	4.75	5.69	6.81	7.61	10.15	9.33	11.87	13.25
遮阳板-岱美本部									
营收	10.82	13.42	15.24	17.94	19.52	20.14	18.84	24.52	27.46
营收增速		24.0%	13.6%	17.7%	8.8%	3.2%	-6.5%	30.2%	12.0%
毛利	3.58	4.75	5.69	6.81	6.57	7.78	7.16	9.32	10.43
毛利率	33.1%	35.4%	37.4%	38.0%	33.6%	38.6%	38.0%	38.0%	38.0%
遮阳板-MOTUS (仅考虑并表)									
营收					6.95	13.90	12.09	13.42	14.09
营收增速					18H2 开始并表		-13.0%	11.0%	5.0%
毛利					1.04	2.38	2.18	2.55	2.82
毛利率					15.0%	17.1%	18.0%	19.0%	20.0%
头枕									
头枕营收 (亿元)	4.53	5.56	7.25	8.14	8.41	8.80	9.49	12.04	14.45
头枕营收增速		22.7%	30.4%	12.3%	3.3%	4.6%	7.8%	26.9%	20.0%
头枕毛利率	39.91%	40.13%	40.91%	43.39%	36.16%	35.22%	35.00%	35.50%	36.00%
头枕毛利 (亿元)	1.81	2.23	2.97	3.53	3.04	3.10	3.32	4.27	5.20
顶棚中控器									
顶棚中央控制系统营收 (亿元)	2.21	2.45	2.34	4.02	5.86	2.81	2.11	3.37	3.87
顶棚中央控制系统营收增速		10.9%	-4.5%	71.8%	45.8%	-52.0%	-25.1%	59.6%	15.0%
顶棚中央控制系统毛利率	28.8%	31.2%	32.5%	28.6%	22.4%	27.1%	23.0%	25.0%	27.0%
顶棚中央控制系统毛利 (亿元)	0.64	0.76	0.76	1.15	1.31	0.76	0.49	0.84	1.05
座椅									
座椅营收 (亿元)	1.43	0.82	0.60	0.00	0.00				
座椅营收增速		-42.7%	-26.8%						
座椅销量 (万套)	49.00	34.00	22.00						
座椅单价(元)	291.84	241.18	272.73						
座椅毛利率	17.9%	13.0%	15.2%						
座椅毛利 (亿元)	0.26	0.11	0.09	0.00	0.00				
其他主营业务									
其他主营业务营收 (亿元)	0.57	0.55	1.35	1.63	1.31	1.40	1.70	2.38	2.97
其他主营业务营收增速		-3.5%	145.5%	20.7%	18.6%	6.8%	21.8%	39.6%	25.0%
其他主营业务毛利率	2.9%	0.0%	4.1%	20.6%	18.6%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他主营业务毛利 (亿元)	0.02	0.00	0.05	0.34	0.24	0.35	0.43	0.59	0.74

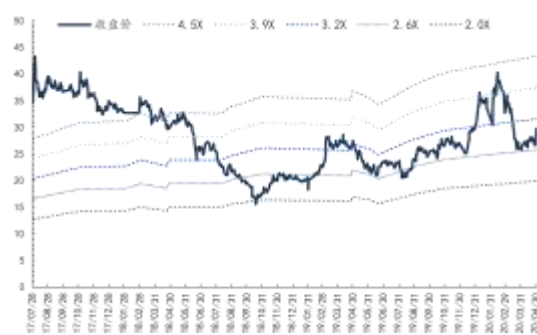
其他业务

其他业务营收 (亿元)	0.40	0.45	0.66	0.74	0.63	1.12	0.95	1.10	1.23
其他业务营收增速		12.5%	46.7%	12.1%	11.0%	-0.4%	-15.0%	15.0%	12.0%
其他业务毛利率	23.5%	20.3%	23.7%	27.1%	11.0%	26.6%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务毛利 (亿元)	0.09	0.09	0.16	0.20	0.07	0.30	0.25	0.28	0.32

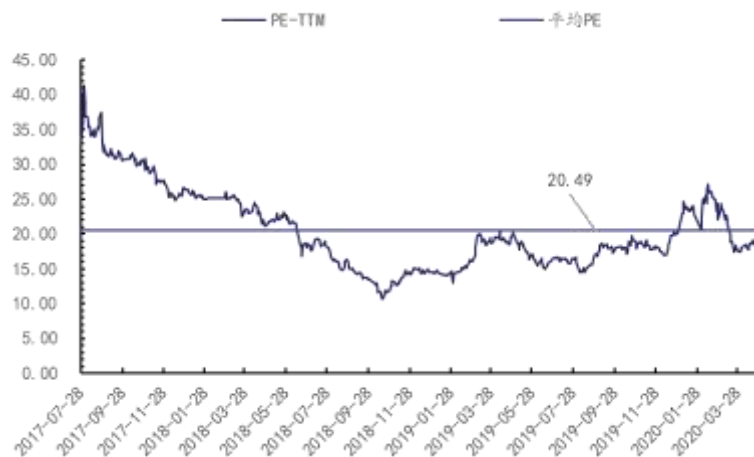
资料来源:wind、国信证券经济研究所预测

图 9: 公司 PE-Band


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司 PB-Band


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司历史 PE 及平均市盈率


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	651	1172	1256	1592	营业收入	4818	4253	5336	5988
应收款项	844	745	934	1049	营业成本	3352	2872	3552	3938
存货净额	1222	1044	1297	1439	营业税金及附加	25	22	27	31
其他流动资产	330	291	365	410	销售费用	284	238	299	335
流动资产合计	3098	3303	3904	4541	管理费用	314	440	548	613
固定资产	1162	1281	1391	1492	财务费用	(4)	9	4	1
无形资产及其他	362	347	333	318	投资收益	(11)	(11)	(11)	(11)
投资性房地产	647	647	647	647	资产减值及公允价值变动	6	6	6	6
长期股权投资	3	2	1	0	其他收入	(154)	0	0	0
资产总计	5272	5580	6276	6998	营业利润	688	668	901	1066
短期借款及交易性金融负债	512	512	512	512	营业外净收支	22	22	22	22
应付款项	448	383	476	528	利润总额	710	690	923	1088
其他流动负债	298	268	334	371	所得税费用	83	81	108	127
流动负债合计	1257	1163	1321	1410	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	625	608	813	958
其他长期负债	273	278	282	287					
长期负债合计	273	278	282	287					
负债合计	1530	1440	1603	1697					
少数股东权益	4	5	6	7					
股东权益	3738	4135	4667	5294					
负债和股东权益总计	5272	5580	6276	6998					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	625	608	813	958
资产减值准备	(22)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	140	116	125	134
公允价值变动损失	(6)	(6)	(6)	(6)
财务费用	(4)	9	4	1
营运资本变动	(72)	225	(354)	(207)
其它	23	1	1	1
经营活动现金流	687	944	579	881
资本开支	(189)	(214)	(214)	(214)
其它投资现金流	(52)	0	0	0
投资活动现金流	(240)	(213)	(213)	(213)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(217)	(211)	(282)	(332)
其它融资现金流	39	0	0	0
融资活动现金流	(394)	(211)	(282)	(332)
现金净变动	53	520	84	336
货币资金的期初余额	598	651	1172	1256
货币资金的期末余额	651	1172	1256	1592
企业自由现金流	623	730	361	660
权益自由现金流	662	722	357	659

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032