

公司研究/中报点评

2019年08月21日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.21
合理价格区间(元): 13.02~13.64

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

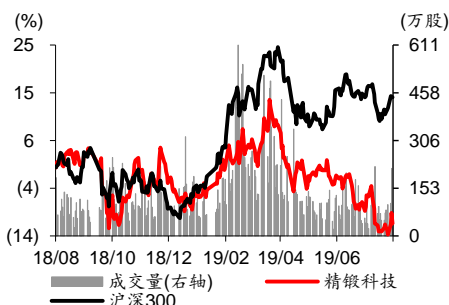
陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1 《精锻科技(300258,买入): DCT 配套产品大增, 中报符合预期》2018.08
- 2 《精锻科技(300258,买入): 17 业绩符合预期, 看好公司长期发展》2018.04
- 3 《精锻科技(300258,买入): 业绩符合预期, 产品需求不断向好》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

行业低迷拖累业绩, 看好新能源业务成长 精锻科技(300258)

行业产量下滑拖累业绩表现, 看好新能源业务成长

公司 8 月 20 日发布上半年业绩, 2019H1 年公司实现营收 6.08 亿元, 同比-5.64%; 归母净利 1.26 亿元, 同比-20.47%; 扣非归母净利为 1.12 亿元, 同比 22.35%。2019Q2 公司实现营收 2.94 亿元, 同比-8.48%; 归母净利 0.6 亿元, 同比-34.91%; 扣非归母净利 0.5 亿元, 同比-37.83%, 公司业绩表现低于我们预期。据中汽协数据, 2019H1 国内乘用车产量约 997.8 万辆, 同比-15.8%, 我们认为公司业绩下滑主要受乘用车产量下降影响。我们看好公司长期发展, 预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 0.62/0.72/0.84 元, 维持“买入”评级。

公司客户结构优良, 奠定业绩稳定基石

根据公司公告, 公司已为奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、福特、丰田、日产、克莱斯勒和 VOLVO 等终端客户全球配套, 同时也进入了 GKN、MAGNA、AAM、DANA、JOHNDEERE、博格华纳、舍弗勒和伊顿等全球知名一级供应商的配套体系。2019H1, 公司差速器行星半轴锥齿轮类产品营收占比约 61%, 结合齿类占比约 19%, 其他(含轴类件/差速器壳体等)占比为 20%; 按产品销售收入计算, 公司对外资和合资客户的配套比例近 94%。我们认为, 公司客户以外资及合资品牌为主, 这两类客户的车型产品竞争力强, 回款及年降压力相对友好, 有助于公司业绩保持稳定。

新能源业务营收占比提升, 持续获大众 MEB 平台订单

根据公告, 2018 年, 公司新能源车产品销售额占营收比例约 2.16%; 2019H1 该比例提升至 4.61%。2018 年公司获大众 MEB 项目转子轴及 VOLVO 新能源纯电动车差速器总成等项目; 2019 年 2 月, 公司获大众 MEB 项目差速器锥齿轮(行星齿轮与半轴齿轮)和主动轴、从动轴共 4 个件号定点协议。MEB 项目是大众汽车全球新能源电动车平台项目, 规划的年需求量为 71 万台套, 公司的供货份额约为 80%。我们认为, 公司获大众 MEB 平台及 Volvo 纯电动车等项目订单, 充分证明了公司产品在新能源汽车市场的竞争力, 新能源业务有望成为公司业绩的新增长点。

精锻齿轮细分龙头, 看好公司长期发展

公司是国内精锻齿轮龙头, 行业技术门槛较高。在零部件深度国产替代趋势加速的大背景下, 公司有望持续开拓客户, 提升市场份额。我们看好公司长期发展, 考虑乘用车行业产销增速下滑, 将使公司盈利能力承压, 我们预计公司 2019-21 年归母净利分别为 2.53/2.93/3.40 亿元(19/20 分别下调约 39.48%/46.64%), 对应 EPS 分别为 0.62/0.72/0.84 元。行业可比公司 2019 年平均估值约 17X PE, 公司是精锻齿轮细分龙头, 行业门槛较高, 且公司业务积极向新能源汽车配套领域转型, 给予公司 2019 年 21~22X PE 估值, 目标价区间调整为 13.02~13.64 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车行业销量不及预期, 自动变速器市场渗透力不达预期, 主要客户新车型爬坡不及预期, 宁波电控商誉继续减值。

公司基本资料

总股本(百万股)	405.00
流通 A 股(百万股)	376.68
52 周内股价区间(元)	10.92-14.58
总市值(百万元)	4,540
总资产(百万元)	3,050
每股净资产(元)	4.81

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,129	1,265	1,210	1,340	1,510
+/-%	25.62	12.10	(4.38)	10.74	12.69
归属母公司净利润(百万元)	250.33	258.68	252.91	292.80	340.07
+/-%	31.28	3.34	(2.23)	15.77	16.15
EPS(元, 最新摊薄)	0.62	0.64	0.62	0.72	0.84
PE(倍)	18.14	17.55	17.95	15.51	13.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司单季度财务数据

图表1: 公司 2018 年及 2019Q2 单季度财务数据

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 (亿元)	3.23	3.21	3.09	3.13	3.14	2.94
营业收入 YoY (%)	21.72	24.34	11.51	-4.82	-2.81	-8.48
归母净利润 (亿元)	0.66	0.93	0.71	0.29	0.66	0.60
归母净利润 YoY (%)	16.00	36.17	22.86	-56.75	-0.28	-34.91
扣非后归母净利润 (亿元)	0.65	0.80	0.66	0.27	0.62	0.50
扣非归母净利润 YoY (%)	16.41	33.96	17.77	-56.90	-3.23	-37.83
ROE (%)	3.89	5.27	3.90	1.58	3.45	3.1
扣非后 ROE (%)	3.80	4.54	3.65	1.43	3.27	2.55
销售毛利率 (%)	40.27	41.57	36.57	34.09	37.82	35.03
销售净利率 (%)	20.46	28.82	22.91	9.39	20.99	20.5
经营活动现金净流量 (亿元)	0.62	1.46	0.87	1.29	1.14	1.16
投资活动现金净流量 (亿元)	-0.71	0.00	-1.63	-2.00	-1.42	-1.74
筹资活动现金净流量 (亿元)	0.17	0.35	-0.04	0.85	0.73	0.71

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测与估值

收入拆分

据中汽协数据, 2019H1 国内乘用车销量约 1013 万辆, 同比-14%; 产量约 997.8 万辆, 同比-15.8%, 考虑需求韧性和基数因素, 我们认为 10 月起乘用车批发销量有望重回正增长, 预计 19H2 的批发销量增速将收窄至-1%, 全年销量增速-8%, 产量与销量基本保持同步, 预计 2020-21 年行业销量小幅回暖。

锥齿轮类业务: 受行业下滑影响, 2019H1 该业务营收同比-17.03%, 毛利率 35.55%。行业 2019Q4 起有望企稳回暖, 公司终端客户主要以中高端合资品牌为主, 预计锥齿轮类业务增速将高于行业, 我们预计 2019-21 年营收增速分别为-7.83%、7.84%和 10.34%。受行业低迷及主机厂年降压力影响, 我们预计 2019 年毛利率将略下滑, 随着 2020 年起行业销量回暖, 预计公司该业务毛利率将企稳回升, 预计毛利率分别为 35%、35.2%和 35.8%。

结合齿类业务: 2019H1 该业务营收同比+8.86%, 毛利率 30.69%, 我们认为 2019H2 行业销量回暖后, 公司该业务营收将继续保持高于行业增长, 预计 2020-21 年营收分别增长 10.91%、16.80%和 17.19%。毛利率方面, 受客户年降压力影响, 预计 2019 年将承压, 2020 年后行业销量回暖, 预计毛利率将稳中略升, 预计 2019-21 年毛利率分别为 33%、33.35%和 33.67%。

其他产品类业务: 该业务主要为含轴类件、差速器壳体和总成等零件, 2018 年营收+54.72%。我们认为公司该业务基数较低, 且将继续拓展新客户, 预计 2019-21 年营收分别增长 3.66%、15.88%和 15.74%; 该业务受主机厂价格压力影响, 2019 年毛利率或下滑, 随着行业销量企稳, 公司该业务类产品销量提升, 我们认为其毛利率将逐步回升, 预计 2019-21 年分别为 35.5%、35.7%和 35.9%。

VVT 类业务: 我们认为该业务 2019 年受行业低迷影响, 营收和毛利率将继续下滑, 根据公司公告, VVT 业务为江铃汽车配套的项目将于 2019 年下半年进入量产, 随着 2020 年起行业销量企稳回暖, VVT 业务基数较低, 客户不断拓展, 我们认为公司该业务 2020 年起将重回增长轨道, 预计 2019-21 年营收增速分别-17.24%、16.67%和 17.86%; 随着公司该业务产能利用率回升, 毛利率有望逐步企稳, 预计 2019-21 年分别为 26.2%、26.5%和 27%。

图表2：公司主营业务分产品分拆及预测

公司产品	2017	2018	2019E	2020E	2021E
锥齿轮类					
营收 (亿)	7.87	8.17	7.53	8.12	8.96
YOY		3.90%	-7.83%	7.84%	10.34%
毛利率	39.37%	36.04%	35.00%	35.20%	35.80%
成本 (亿)	4.77	5.23	4.89	5.26	5.75
结合齿类					
营收 (亿)	1.71	2.2	2.44	2.85	3.34
YOY		28.14%	10.91%	16.80%	17.19%
毛利率	40.80%	37.51%	33.00%	33.35%	33.67%
成本 (亿)	1.01	1.37	1.63	1.90	2.22
VVT 类					
营收 (亿)	0.48	0.29	0.24	0.28	0.33
YOY		-39.20%	-17.24%	16.67%	17.86%
毛利率	42.48%	27.43%	26.20%	26.50%	27.00%
成本 (亿)	0.28	0.21	0.18	0.21	0.24
其他产品类					
营收 (亿)	1.06	1.64	1.7	1.97	2.28
YOY		54.72%	3.66%	15.88%	15.74%
毛利率	43.91%	39.36%	35.50%	35.70%	35.90%
成本 (亿)	0.59	0.99	1.10	1.27	1.46
主营业务收入合计 (亿)	11.12	12.3	11.91	13.22	14.91
营收 YOY		10.61%	-3.17%	11.00%	12.78%
主营业务成本合计 (亿)	6.65	7.81	7.80	8.63	9.67

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司原 2019 和 2020 年主营业务营收预测与最新预测对比

公司产品营收	原 2019 预测	原 2020 预测	2019E	2020E
锥齿轮类 (亿)	10.65	13.18	7.53	8.12
锥齿轮类毛利率	41.50%	42.30%	35.00%	35.20%
结合齿类 (亿)	3.98	5.25	2.44	2.85
结合齿类毛利率	42.00%	42.50%	33.00%	33.35%
VVT 类 (亿)	0.83	1.18	0.24	0.28
VVT 类毛利率	43.00%	43.50%	26.20%	26.50%
其他产品类 (亿)	1.9	2.47	1.7	1.97
其他产品类毛利率	43.00%	43.80%	35.50%	35.70%
主营业务收入合计 (亿)	17.36	22.08	11.91	13.22
主营业务成本合计 (亿)	10.09	12.68	7.80	8.63

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司原 2019 和 2020 年费用率与最新预测对比

费用项目	原 2019 预测	原 2020 预测	2019E	2020E
销售费用率	3.47%	3.47%	3.02%	2.94%
管理+研发费用率	9.38%	9.33%	9.27%	9.07%
财务费用率	0.66%	0.13%	1.74%	1.54%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：可比公司估值（基于 2019/8/20 收盘价，EPS 来自 Wind 一致预期）

股票代码	股票简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002472.SZ	双环传动	5.06	0.48	15.81	13.32	10.54	0.48	15.81
601799.SH	星宇股份	76.51	4.53	26.66	21.08	16.89	4.53	26.66
002434.SZ	万里扬	6.11	0.69	14.90	11.11	8.86	0.69	14.90
603788.SH	宁波高发	13.00	1.36	11.21	9.77	9.56	1.36	11.21
	平均					17.15	13.82	11.46

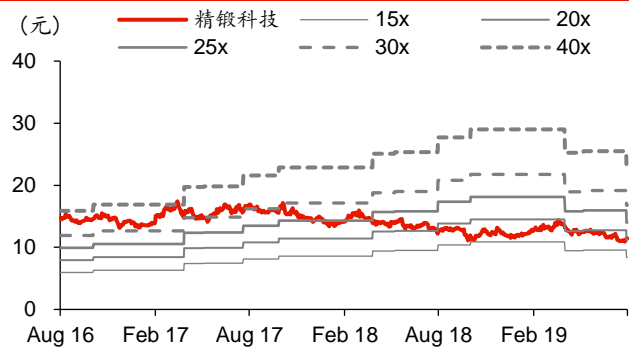
资料来源：Wind,华泰证券研究所

风险提示

汽车行业销量不及预期，自动变速器市场渗透力不达预期，主要客户新车型爬坡不及预期，宁波电控商誉继续减值。

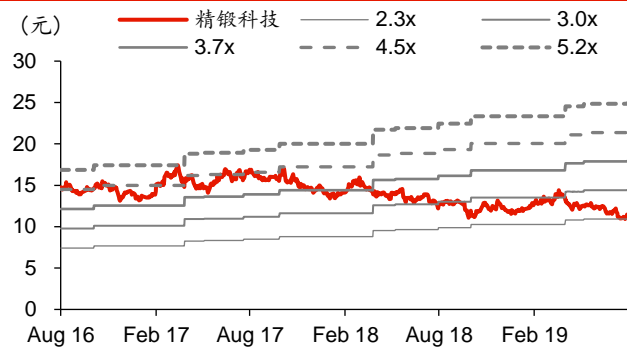
PE/PB – Bands

图表6：精锻科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：精锻科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	830.00	906.53	1,059	1,287	1,546
现金	168.64	295.03	409.59	573.55	768.09
应收账款	245.94	242.27	249.21	272.12	305.18
其他应收账款	4.88	5.42	4.70	5.46	6.12
预付账款	18.24	14.43	19.78	20.33	22.42
存货	189.19	247.07	242.95	268.21	300.17
其他流动资产	203.12	102.32	133.06	147.55	144.38
非流动资产	1,561	1,878	1,962	2,088	2,218
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,156	1,181	1,401	1,560	1,703
无形资产	134.04	129.94	141.21	147.44	152.70
其他非流动资产	270.96	567.11	419.71	380.49	362.96
资产总计	2,391	2,785	3,021	3,375	3,765
流动负债	666.66	665.44	667.13	693.98	715.17
短期借款	387.50	424.50	387.00	399.59	399.54
应付账款	164.46	170.33	180.25	199.44	220.25
其他流动负债	114.70	70.61	99.87	94.95	95.37
非流动负债	57.27	242.60	285.19	375.01	468.28
长期借款	0.00	158.93	225.11	308.01	398.01
其他非流动负债	57.27	83.68	60.08	67.00	70.28
负债合计	723.93	908.04	952.32	1,069	1,183
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	405.00	405.00	405.00	405.00	405.00
资本公积	350.62	350.62	350.62	350.62	350.62
留存公积	902.92	1,111	1,313	1,551	1,826
归属母公司股东权益	1,667	1,877	2,069	2,306	2,581
负债和股东权益	2,391	2,785	3,021	3,375	3,765

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	362.77	424.25	410.95	433.02	523.10
净利润	250.33	258.68	252.91	292.80	340.07
折旧摊销	129.54	141.68	137.05	169.90	201.95
财务费用	19.54	14.40	21.08	20.70	20.86
投资损失	(0.14)	(0.25)	(0.21)	(0.21)	(0.22)
营运资金变动	(46.40)	(23.66)	(16.35)	(51.18)	(45.41)
其他经营现金	9.89	33.40	16.48	1.01	5.85
投资活动现金	(379.22)	(434.53)	(261.17)	(286.47)	(330.48)
资本支出	263.01	501.12	245.00	275.00	320.00
长期投资	20.00	22.07	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(96.21)	88.66	(16.17)	(11.47)	(10.48)
筹资活动现金	78.39	132.26	(35.22)	17.41	1.92
短期借款	113.97	37.00	(37.50)	12.58	(0.04)
长期借款	(18.99)	158.93	66.18	82.90	90.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(16.59)	(63.66)	(63.90)	(78.07)	(88.04)
现金净增加额	57.66	124.33	114.56	163.96	194.54

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,129	1,265	1,210	1,340	1,510
营业成本	665.00	782.41	795.00	878.00	977.00
营业税金及附加	12.89	14.10	13.70	15.12	17.02
营业费用	41.35	31.20	36.53	39.42	43.61
管理费用	42.34	49.37	59.12	58.54	67.39
财务费用	19.54	14.40	21.08	20.70	20.86
资产减值损失	15.22	34.26	1.20	1.20	1.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.14	0.25	0.21	0.21	0.22
营业利润	296.07	300.50	283.58	327.24	383.14
营业外收入	0.39	4.80	17.18	19.70	19.80
营业外支出	0.48	1.25	0.84	0.92	0.95
利润总额	295.98	304.06	299.92	346.02	401.99
所得税	45.65	45.37	47.02	53.23	61.92
净利润	250.33	258.68	252.91	292.80	340.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	250.33	258.68	252.91	292.80	340.07
EBITDA	445.16	456.58	441.71	517.84	605.95
EPS (元, 基本)	0.62	0.64	0.62	0.72	0.84

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.62	12.10	(4.38)	10.74	12.69
营业利润	36.01	1.50	(5.63)	15.39	17.08
归属母公司净利润	31.28	3.34	(2.23)	15.77	16.15
获利能力 (%)					
毛利率	41.09	38.17	34.30	34.48	35.30
净利率	22.18	20.44	20.90	21.85	22.52
ROE	15.02	13.78	12.22	12.70	13.17
ROIC	14.65	13.27	11.90	12.67	13.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.28	32.61	31.52	31.67	31.44
净负债比率 (%)	59.60	64.25	66.17	67.72	68.59
流动比率	1.25	1.36	1.59	1.85	2.16
速动比率	0.94	0.96	1.19	1.44	1.71
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.49	0.42	0.42	0.42
应收账款周转率	4.77	4.91	4.66	4.87	4.95
应付账款周转率	4.78	4.67	4.54	4.62	4.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.64	0.62	0.72	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.05	1.01	1.07	1.29
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.63	5.11	5.69	6.37
估值比率					
PE (倍)	18.14	17.55	17.95	15.51	13.35
PB (倍)	2.72	2.42	2.19	1.97	1.76
EV_EBITDA (倍)	10.43	10.17	10.51	8.97	7.66

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com