

## 产品配套从自主到合资，有望提升盈利能力

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **业绩符合预期。**公司前三季度实现营业收入 21.45 亿元，同比下滑 18.6%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比下滑 42.7%，扣非归母净利润 1.22 亿元，同比下滑 45.7%，EPS 为 0.57 元。净利润增速低于营收增速主要因为毛利率下滑和期间费用率提升。
- **受下游客户销量下滑影响，短期毛利率受到影响** 公司前三季度毛利率为 21.3%，同比下滑 1.9 个百分点，其中 3 季度毛利率为 20%，同比下滑 3.1 个百分点，环比下滑 0.7 个百分点，预计主要受下游车企销量下滑影响收入规模及新增产能产生折旧等导致毛利率下降。前三季度期间费用率为 14.3%，同比增加 2.2 个百分点；管理费用率（包含研发费用）8.8%，同比增加 1.6 个百分点，其中研发费用率增长 0.6 个百分点。公司前三季度经营活动现金流净额为-1.78 亿元，同比下滑 139.8%，主要因为收到银行承兑增加，支付现金增加。
- **3 季度营收改善，公司产品配套从自主拓展至一汽大众，有望提升盈利及估值水平。**3 季度实现营业收入 6.97 亿元，环比增长 0.4%，同比下滑 11.1%，下滑幅度收窄 10.1 个百分点；实现归母净利润 3774.5 万元，环比下滑 1.8%。从公司下游客户 3 季度销量来看，吉利汽车下滑 17.2%，下滑收窄 7.4 个百分点；上汽乘用车同比增长 6.6%，增速改善 15.4 个百分点；下游客户销量改善拉动公司营收改善。公司积极拓展新客户，自主品牌中今年获得比亚迪、广汽蔚来、广汽新能源等车型配套；合资品牌中新获得一汽大众捷达新车型配套，SUV VS5 和轿车 VA3 在 9 月上市，首月销量分别达到 8140 辆和 2940 辆，预计将成为公司盈利增长点。随着汽车行业整体企稳及下游车企销量改善，预计公司 4 季度盈利有望改善。

**财务预测与投资建议：**略调整费用率及毛利率，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.99、1.35、1.71 元（原 1.17、1.46、1.81 元），参考可比公司估值，给予公司 2020 年 13 倍 PE，目标价 17.55 元，维持买入评级。

**风险提示：**乘用车行业需求低于预期、乘用车、商用车饰件产品配套量低于预期。

## 公司主要财务信息

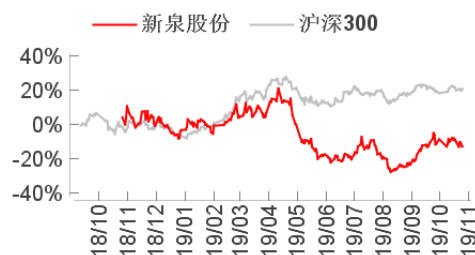
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,095	3,405	3,252	3,769	4,310
同比增长(%)	80.9%	10.0%	-4.5%	15.9%	14.4%
营业利润(百万元)	313	327	247	333	425
同比增长(%)	126.4%	4.5%	-24.5%	35.1%	27.6%
归属母公司净利润(百万元)	250	282	225	307	389
同比增长(%)	120.1%	12.7%	-20.2%	36.5%	26.6%
每股收益(元)	1.10	1.24	0.99	1.35	1.71
毛利率(%)	24.6%	22.5%	21.9%	22.6%	23.5%
净利率(%)	8.1%	8.3%	6.9%	8.2%	9.0%
净资产收益率(%)	25.9%	19.1%	12.7%	14.7%	16.0%
市盈率	12.9	11.4	14.3	10.5	8.3
市净率	2.4	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月25日)	14.18 元
目标价格	17.55 元
52周最高价/最低价	20.2/11.76 元
总股本/流通A股(万股)	22,763/9,493
A股市值(百万元)	3,228
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019年10月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.14	-7.26	2.01	-15.04
相对表现	3.85	7.93	-0.82	37.03
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

021-63325888\*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

## 相关报告

拓展新客户有望实现盈利改善：	2019-07-26
业绩略低于预期，毛利率季度改善明显：	2019-05-04
业绩略低于预期，车企去库存后将见盈利改善：	2019-02-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元) 2019年10月25日	每股收益 (元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
新坐标	603040	31.80	1.29	1.63	2.21	2.86	24.64	19.54	14.40	11.13
德尔股份	300473	38.06	1.28	2.85	3.87	3.87	29.84	13.35	9.84	9.84
亚太股份	002284	4.84	0.01	0.11	0.25	0.25	448.15	44.00	19.36	19.36
得润电子	002055	10.22	0.54	1.27	1.27	1.27	18.78	8.06	8.06	8.06
常熟汽饰	603035	9.41	1.21	1.39	1.58	1.58	7.75	6.77	5.97	5.97
旭升股份	603305	30.92	0.73	0.60	0.76	0.98	42.17	51.77	40.56	31.48
	调整后平均						28.86	21.24	12.92	12.10

资料来源：WIND、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	192	816	1,060	1,313	1,634	营业收入	3,095	3,405	3,252	3,769	4,310
应收账款	556	609	813	942	1,078	营业成本	2,335	2,641	2,542	2,916	3,299
预付账款	106	105	130	151	172	营业税金及附加	17	19	18	21	24
存货	591	574	1,144	1,312	1,485	营业费用	187	151	146	170	194
其他	724	524	342	394	450	管理费用	233	251	260	279	319
<b>流动资产合计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,629</b>	<b>3,488</b>	<b>4,112</b>	<b>4,818</b>	财务费用	5	19	46	57	56
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	5	0	0	0
固定资产	561	796	930	1,057	1,102	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	101	213	144	40	24	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	115	166	150	133	116	其他	(0)	7	7	7	7
其他	173	104	23	23	23	<b>营业利润</b>	<b>313</b>	<b>327</b>	<b>247</b>	<b>333</b>	<b>425</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>949</b>	<b>1,280</b>	<b>1,247</b>	<b>1,253</b>	<b>1,266</b>	营业外收入	7	47	22	30	32
<b>资产总计</b>	<b>3,119</b>	<b>3,908</b>	<b>4,735</b>	<b>5,365</b>	<b>6,084</b>	营业外支出	25	47	10	10	10
短期借款	120	295	300	300	300	<b>利润总额</b>	<b>294</b>	<b>327</b>	<b>259</b>	<b>353</b>	<b>447</b>
应付账款	1,015	897	1,652	1,895	2,145	所得税	44	44	34	46	58
其他	597	713	440	504	570	<b>净利润</b>	<b>250</b>	<b>282</b>	<b>225</b>	<b>307</b>	<b>389</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,732</b>	<b>1,905</b>	<b>2,392</b>	<b>2,699</b>	<b>3,015</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>250</b>	<b>282</b>	<b>225</b>	<b>307</b>	<b>389</b>
应付债券	0	368	384	400	414	每股收益(元)	1.10	1.24	0.99	1.35	1.71
其他	46	23	23	23	23						
<b>非流动负债合计</b>	<b>46</b>	<b>391</b>	<b>407</b>	<b>422</b>	<b>436</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,778</b>	<b>2,296</b>	<b>2,799</b>	<b>3,121</b>	<b>3,451</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	162	228	228	228	228						
资本公积	678	597	695	695	695	<b>成长能力</b>					
留存收益	501	702	927	1,234	1,623	营业收入	80.9%	10.0%	-4.5%	15.9%	14.4%
其他	0	86	86	86	86	营业利润	126.4%	4.5%	-24.5%	35.1%	27.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,341</b>	<b>1,613</b>	<b>1,936</b>	<b>2,244</b>	<b>2,633</b>	归属于母公司净利润	120.1%	12.7%	-20.2%	36.5%	26.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,119</b>	<b>3,908</b>	<b>4,735</b>	<b>5,365</b>	<b>6,084</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	24.6%	22.5%	21.9%	22.6%	23.5%
						净利率	8.1%	8.3%	6.9%	8.2%	9.0%
						ROE	25.9%	19.1%	12.7%	14.7%	16.0%
						ROIC	22.7%	16.0%	10.4%	12.2%	13.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	57.0%	58.7%	59.1%	58.2%	56.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.25	1.38	1.46	1.52	1.60
						速动比率	0.91	1.08	0.98	1.04	1.11
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.1	5.8	4.6	4.3	4.3
						存货周转率	4.0	4.5	3.0	2.4	2.4
						总资产周转率	1.2	1.0	0.8	0.7	0.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.10	1.24	0.99	1.35	1.71
						每股经营现金流	0.12	2.16	1.51	1.54	1.95
						每股净资产	5.91	7.10	8.53	9.88	11.60
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	12.9	11.4	14.3	10.5	8.3
						市净率	2.4	2.0	1.7	1.4	1.2
						EV/EBITDA	7.9	7.9	9.1	6.7	5.3
						EV/EBIT	9.2	8.4	10.0	7.5	6.1

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888\*1131

传真： 021-63326786

网址： [www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email: [wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

