

2017年08月29日

保隆科技 (603197.SH)

动态分析

主业稳健增长，TPMS 加速渗透带来业绩弹性

投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 21.47%，归母净利润同比增长 36.72%，超市场预期。**公司 17 年上半年实现营收 9.80 亿元，同比增长 21.47%；归母净利润 0.94 亿元，同比增长 36.72%；毛利率 36.31%，净利率 12.42%，同比分别上升 1.62 和 1.27 个百分点。其中 2Q 实现营收 4.73 亿元，同比增长 13.03%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 42.88%。我们认为公司在以下几个有利因素的共同驱动下有望继续高增长：（1）传统产品气门嘴和排气系统管件受益于自主品牌崛起，有望保持高于行业的增长速度；（2）随着国内 TPMS 安装法规的逐步临近，TPMS 需求量有望大幅提升，成为贡献业绩的主要增长点。
- ◆ **排气系统管件+气门嘴稳健发展，为公司提供业绩增长的基石。**排气系统管件（尾管和热端管）及气门嘴是公司的传统产品。排气系统管件已配套佛吉亚、天纳克、康奈可、麦格纳等供应商。传统气门嘴已进入通用、福特全球供应体系和上汽通用、北京现代等合资供应商。1H17 排气系统管件实现营收 3.67 亿元（占营收 37.40%），同比增长 15.64%。传统气门嘴实现营收 2.66 亿元（占营收 27.09%），同比增长 13.71%，以上两项业务仍是公司营业收入及利润主要来源。随着海外客户供货比例的提升及国内新项目的增加，该业务或将成为业绩稳健增长基石。
- ◆ **TPMS 渗透率提升带来需求高增长，有望为公司带来较大的业绩弹性。**TPMS 作为继 ABS、安全气囊之后的第三大安全系统，其重要性已日益凸显。美、欧、日、韩已相继推出 TPMS 强制性法规要求乘用车必须安装 TPMS。在中国，《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》也已于 16 年 9 月通过工信部技术审查，正式 TPMS 强制性安装法规预计有望于近两年颁布。法规或要求 2020 年起所有乘用车安装 TPMS。目前国内乘用车中 TPMS 仍主要装配在中高档车型中，在所有乘用车中渗透率不足 30%。若国家强制标准顺利实施，TPMS 渗透率将快速提升，其需求量将迅速扩大。17 年上半年公司 TPMS 相关业务实现营收 2.16 亿元，同比大增 51.16%，未来随着国内强制安装法规的出台，TPMS 业务有望进入加速渗透阶段，将为公司带来较大的业绩弹性。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.57 元、2.16 元和 2.67 元。净资产收益率分别为 24.6%、27.3% 和 27.3%。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 54.00 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**TPMS 强制性法规颁布时间晚于预期；国内外汽车销量增速不及预期。

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

54.00 元

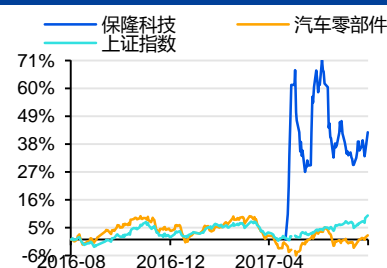
股价(2017-08-28)

46.86 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,487.34
流通市值 (百万元)	1,372.06
总股本 (百万股)	117.10
流通股本 (百万股)	29.28
12 个月价格区间	32.93/58.32 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.08	-19.74	-9.52
绝对收益	0.28	-11.62	

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,387.5	1,678.7	2,134.9	2,790.4	3,389.1
同比增长(%)	13.1%	21.0%	27.2%	30.7%	21.5%
营业利润(百万元)	147.7	227.5	347.8	459.7	567.8
同比增长(%)	41.1%	54.0%	52.9%	32.2%	23.5%
净利润(百万元)	68.0	132.4	183.5	252.4	312.4
同比增长(%)	63.4%	94.6%	38.6%	37.6%	23.8%
每股收益(元)	0.58	1.13	1.57	2.16	2.67
PE	76.4	39.2	28.3	20.6	16.6
PB	10.5	8.8	7.0	5.6	4.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、中报业绩超市场预期，有望继续高增长	4
（一）产品结构优化，盈利能力稳中有升	4
（二）三费率逐年递减，经营性净现金流情况良好	6
二、传统主业稳健增长，TPMS 增加业绩弹性	7
（一）传统主业发展稳健，提供业绩增长的基石	7
（二）沐政策之春风，TPMS 有望加速渗透	7
三、投资建议	8
四、风险提示	8

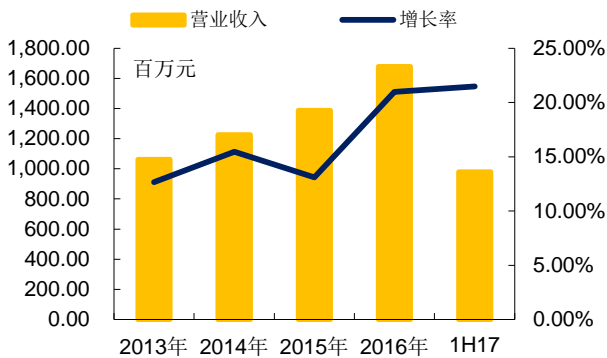
图表目录

图 1：过往 5 年营业收入及增长率	4
图 2：过往 5 年归母净利润及增长率	4
图 3：公司各业务历年营业收入及综合毛利率	4
图 4：1H17 各项业务营收占比	5
图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化	5
图 6：过往 12 个季度三费率	6
图 7：公司过往 5 年经营性净现金流及增速	6
图 8：公司主要产品	7

一、中报业绩超市场预期，有望继续高增长

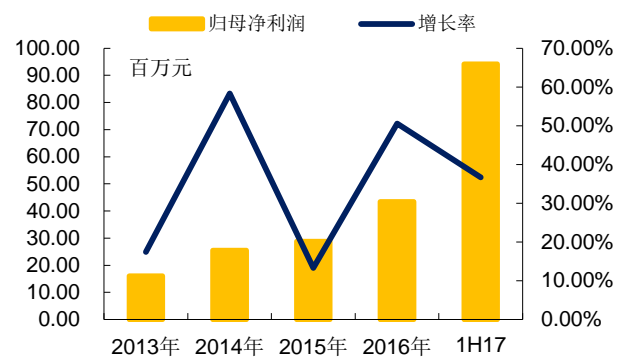
公司 17 年上半年实现营收 9.80 亿元，同比增长 21.47%；归母净利润 0.94 亿元，同比增长 36.72%；毛利率 36.31%，净利率 12.42%，同比分别上升 1.62 和 1.27 个百分点。其中 2Q 实现营收 4.73 亿元，同比增长 13.03%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 42.88%。我们认为公司在以下几个有利因素的共同驱动下有望继续高增长：（1）传统产品气门嘴和排气系统管件受益于自主品牌崛起，有望保持高于行业的增长速度；（2）随着国内 TPMS 安装法规的逐步临近，TPMS 需求量有望大幅提升，成为贡献业绩的主要增长点。

图 1：过往 5 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 5 年归母净利润及增长率

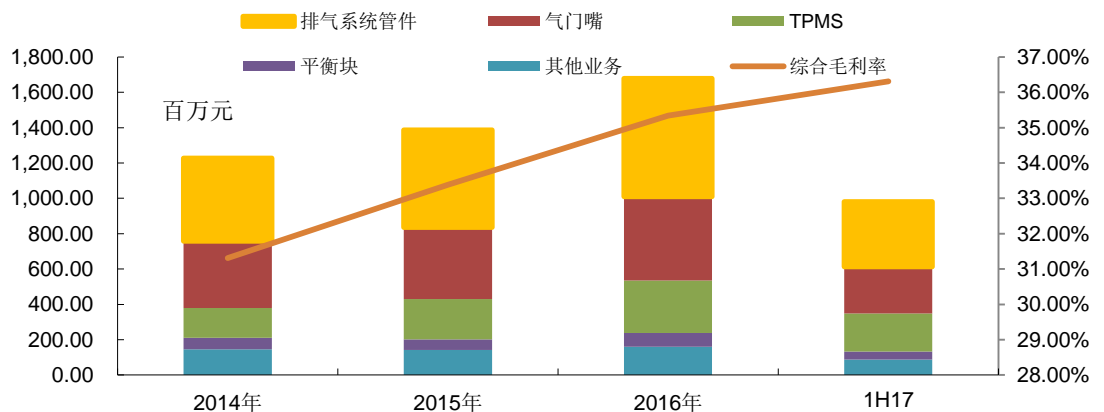


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）产品结构优化，盈利能力稳中有升

产品细分看，17 年上半年传统主业排气系统管件、气门嘴、平衡块三项业务均保持了稳定的增长速度，其中排气系统管件营业收入 3.67 亿元，同比增长 15.64%；气门嘴营业收入 2.66 亿元，同比增长 13.71%；平衡块营业收入 0.45 亿元，同比增长 17.91%。近年来大力发展的 TPMS 业务上半年开始发力，实现营业收入 2.16 亿元，同比大增 51.16%，受益于 TPMS 强制安装期限的临近，TPMS 需求量将快速提升，公司 TPMS 业务有望在未来几年中继续保持高增长态势。

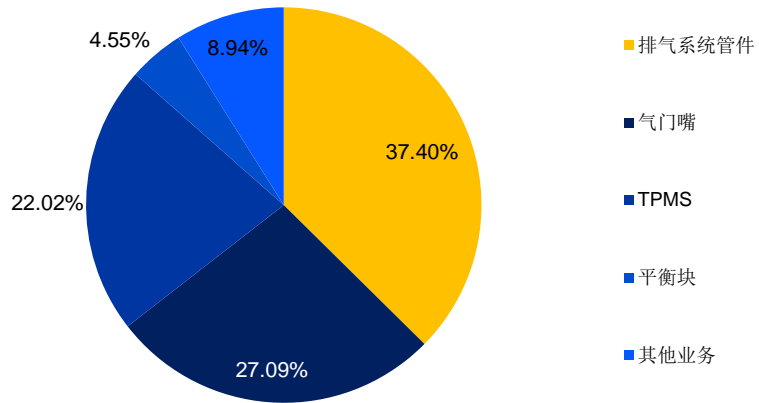
图 3：公司各业务历年营业收入及综合毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

17 年上半年各项业务营收占比中，传统业务排气系统管件及气门嘴占比都有下降的趋势，其中排气系统管件占比为 37.40%，气门嘴业务营收占比 27.09%，较去年同比分别下降 1.88 和 1.78 个百分点。TPMS 营收占比快速提升，1H17 占比已达 22.02%，较去年同期上升 4.49 个百分点，未来占比还有望持续提升。

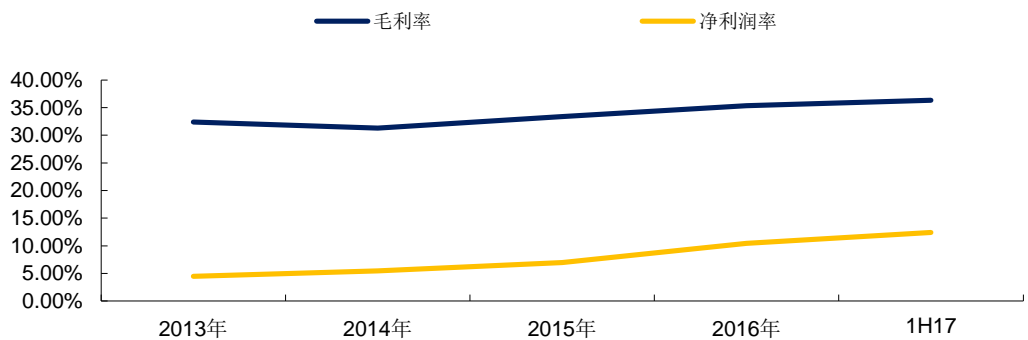
图 4：1H17 各项业务营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

17 年上半年公司毛利率 36.31%，净利率 12.42%，同比分别上升 1.62 和 1.27 个百分点。公司近年来毛利率保持稳中有升的趋势，主要是公司各项业务成本控制良好，细分业务毛利率所提升所致。公司净利率逐年提升，从 14 年最低的 4.46% 提升至 17 年上半年的 12.42%。净利率的提升一方面来自公司细分业务毛利率提升所带来的利润，另一方面来自公司不断下降的三项费用率。

图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



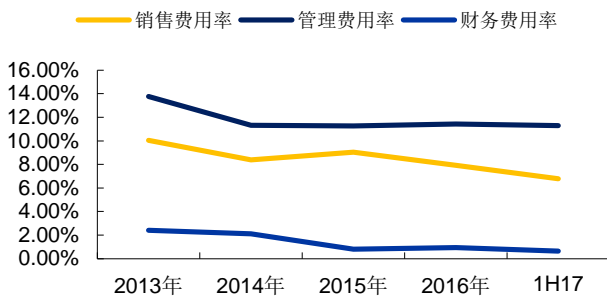
资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 三费率逐年递减，经营性净现金流情况良好

17年上半年公司三费率合计 18.72%，比上年同期下降 0.27 个百分点。公司在扩大规模的同时，也注重对各项费用的把控管理，因此过往几年中公司三费率呈逐年递减的态势。

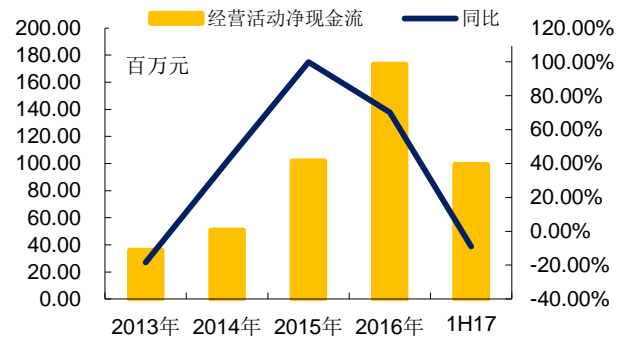
现金流方面，公司经营性净现金流连续多年保持高增长，17 年上半年受客户票据结算大幅增加所致，经营性净现金流同比下降了 8.87%，但绝对数量仍有 0.99 亿元（为 16 年全年的 57.38%），也显示出公司较强的现金回流能力。

图 6：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：公司过往 5 年经营性净现金流及增速



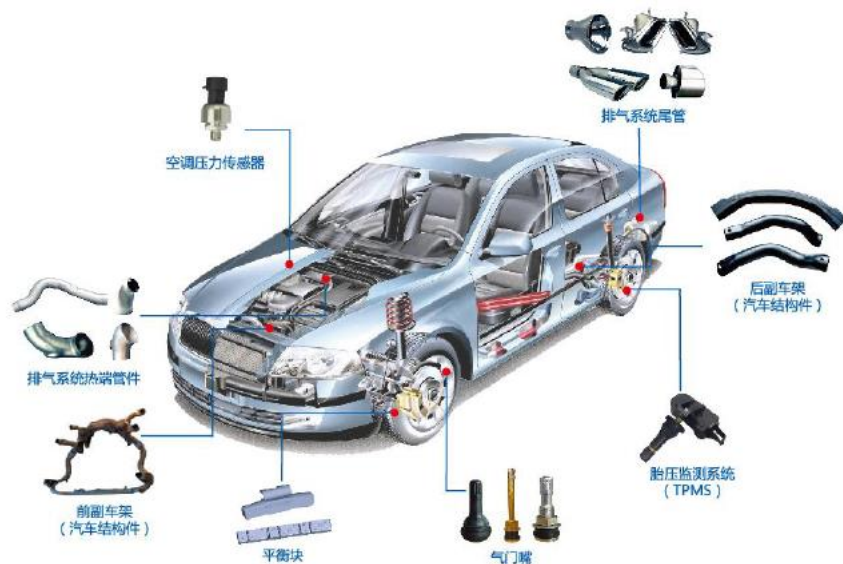
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、传统主业稳健增长，TPMS 增加业绩弹性

（一）传统主业发展稳健，提供业绩增长的基石

排气系统管件（尾管和热端管）及气门嘴是公司的传统产品。排气系统管件已配套佛吉亚、天纳克、康奈可、麦格纳等供应商。传统气门嘴已进入通用、福特全球供应体系和上汽通用、北京现代等合资供应商。1H17 排气系统管件实现营收 3.67 亿元（占营收 37.40%），同比增长 15.64%。传统气门嘴实现营收 2.66 亿元（占营收 27.09%），同比增长 13.71%，以上两项业务仍是公司营业收入及利润主要来源。随着海外客户供货比例的提升及国内新项目的增加，该业务或将成为业绩稳健增长基石。

图 8：公司主要产品



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（二）沐政策之春风，TPMS 有望加速渗透

TPMS 作为继 ABS、安全气囊之后的第三大安全系统，其重要性已日益凸显。美、欧、日、韩已相继推出 TPMS 强制性法规要求乘用车必须安装 TPMS。在中国，《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》也已于 16 年 9 月通过工信部技术审查，正式 TPMS 强制性安装法规预计有望于近两年颁布。法规或要求 2020 年起所有乘用车安装 TPMS。目前国内乘用车中 TPMS 仍主要装配在中高档车型中，在所有乘用车中渗透率不足 20%。若国家强制标准顺利实施，TPMS 渗透率将快速提升，其需求量将迅速扩大。17 年上半年公司 TPMS 相关业务实现营收 2.16 亿元，同比大增 51.16%，未来随着国内强制安装法规的出台，TPMS 业务有望进入加速渗透阶段，将为公司带来较大的业绩弹性。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.53 元、2.13 元和 2.64 元。净资产收益率分别为 24.2、27.1% 和 27.2%。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 57.50 元，相当于 2018 年 27 倍的动态市盈率。

四、风险提示

TPMS 强制性法规颁布时间晚于预期；国内外汽车销量增速不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,387.5	1,678.7	2,134.9	2,790.4	3,389.1	年增长率					
减:营业成本	924.3	1,085.5	1,367.0	1,782.9	2,161.7	营业收入增长率	13.1%	21.0%	27.2%	30.7%	21.5%
营业税费	6.5	12.0	11.4	16.0	20.6	营业利润增长率	41.1%	54.0%	52.9%	32.2%	23.5%
销售费用	125.5	132.8	153.7	198.1	240.6	净利润增长率	63.4%	94.6%	38.6%	37.6%	23.8%
管理费用	156.2	192.0	241.2	312.5	379.6	EBITDA 增长率	19.7%	46.6%	37.6%	31.5%	21.5%
财务费用	11.2	16.0	9.1	14.6	11.7	EBIT 增长率	21.8%	53.2%	46.6%	32.9%	22.2%
资产减值损失	8.1	12.5	8.0	8.0	9.0	NOPLAT 增长率	28.5%	84.7%	46.8%	34.7%	22.2%
加:公允价值变动收益	-4.0	0.9	1.3	-0.6	-0.0	投资资本增长率	18.5%	18.7%	3.0%	63.4%	-15.1%
投资和汇兑收益	-4.0	-1.3	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	16.5%	21.1%	33.0%	29.0%	27.3%
营业利润	147.7	227.5	347.8	459.7	567.8	盈利能力					
加:营业外净收支	10.4	10.4	10.5	10.5	10.5	毛利率	33.4%	35.3%	36.0%	36.1%	36.2%
利润总额	158.1	237.9	358.3	470.2	578.3	营业利润率	10.6%	13.6%	16.3%	16.5%	16.8%
减:所得税	61.2	62.2	93.2	117.5	144.6	净利润率	4.9%	7.9%	8.6%	9.0%	9.2%
净利润	68.0	132.4	183.5	252.4	312.4	EBITDA/营业收入	14.2%	17.1%	18.5%	18.7%	18.7%
						EBIT/营业收入	11.5%	14.5%	16.7%	17.0%	17.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	56.9%	55.2%	39.6%	51.2%	31.3%
货币资金	178.2	178.1	170.8	223.2	331.7	负债权益比	132.3%	123.1%	65.5%	105.0%	45.6%
交易性金融资产	-	-	1.0	0.3	0.5	流动比率	1.94	1.41	1.71	1.95	2.42
应收帐款	334.5	416.0	357.7	793.7	587.0	速动比率	1.20	0.88	0.97	1.16	1.47
应收票据	28.0	41.5	11.4	74.5	35.1	利息保障倍数	14.16	15.25	39.42	32.58	49.59
预付帐款	9.7	10.4	15.7	20.9	21.0	营运能力					
存货	346.8	398.2	427.6	775.0	640.8	固定资产周转天数	83	81	70	57	49
其他流动资产	11.1	19.8	10.6	13.8	14.8	流动营业资本周转天数	99	96	81	96	95
可供出售金融资产	9.7	10.4	6.7	9.0	8.7	流动资产周转天数	213	211	174	187	188
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	77	80	65	74	73
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	88	80	70	78	75
投资性房地产	40.1	38.0	50.7	53.5	57.9	总资产周转天数	329	322	271	267	258
固定资产	353.0	399.7	427.2	455.9	474.5	投资资本周转天数	182	179	155	158	150
在建工程	15.3	31.4	53.1	66.5	73.2	费用率					
无形资产	32.2	32.0	30.6	27.3	24.5	销售费用率	9.0%	7.9%	7.2%	7.1%	7.1%
其他非流动资产	30.8	41.0	31.3	33.5	34.7	管理费用率	11.3%	11.4%	11.3%	11.2%	11.2%
资产总额	1,389.5	1,616.7	1,594.6	2,547.2	2,304.4	财务费用率	0.8%	1.0%	0.4%	0.5%	0.3%
短期债务	137.2	163.2	102.6	205.9	-	三费/营业收入	21.1%	20.3%	18.9%	18.8%	18.6%
应付帐款	221.4	250.1	252.0	488.1	388.7	投资回报率					
应付票据	35.2	44.1	27.2	82.6	51.9	ROE	13.7%	22.5%	24.6%	27.3%	27.3%
其他流动负债	74.8	298.6	200.9	197.6	234.2	ROA	7.0%	10.9%	16.6%	13.8%	18.8%
长期借款	273.0	90.9	-	282.5	-	ROIC	15.1%	23.6%	29.2%	38.2%	28.5%
其他非流动负债	49.8	45.1	48.3	47.7	47.0	分红指标					
负债总额	791.3	892.1	631.0	1,304.4	721.9	DPS(元)	0.22	-	0.39	0.65	0.80
少数股东权益	102.1	135.6	217.3	317.5	438.9	分红比率	38.7%	0.0%	25.0%	30.0%	30.0%
股本	87.8	87.8	117.1	117.1	117.1	股息收益率	0.5%	0.0%	0.9%	1.5%	1.8%
留存收益	411.2	495.3	629.2	808.1	1,026.5						
股东权益	598.2	724.6	963.6	1,242.7	1,582.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.58	1.13	1.57	2.16	2.67
净利润	96.9	175.8	183.5	252.4	312.4	BVPS(元)	4.24	5.03	6.37	7.90	9.77
加:折旧和摊销	38.9	45.7	39.2	46.3	53.2	PE(X)	76.4	39.2	28.3	20.6	16.6
资产减值准备	8.1	12.5	-	-	-	PB(X)	10.5	8.8	7.0	5.6	4.5
公允价值变动损失	4.0	-0.9	1.3	-0.6	-0.0	P/FCF	97.4	365.6	-83.3	161.4	60.0
财务费用	20.0	21.1	9.1	14.6	11.7	P/S	3.7	3.1	2.4	1.9	1.5
投资损失	4.0	1.3	-2.0	-2.0	-2.0	EV/EBITDA	21.2	14.6	13.6	11.1	8.4
少数股东损益	28.8	43.4	81.7	100.3	121.4	CAGR(%)	53.8%	35.1%	58.1%	53.8%	35.1%
营运资金的变动	-72.4	-54.9	30.3	-554.2	251.3	PEG	1.4	1.1	0.5	0.4	0.5
经营活动产生现金流量	101.8	173.2	343.0	-143.3	747.9	ROIC/WACC	1.5	2.3	2.9	3.7	2.8
投资活动产生现金流量	-85.5	-118.1	-96.2	-86.8	-78.0						
融资活动产生现金流量	15.0	-42.6	-254.1	282.5	-561.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn