

渤海活塞 (600960) \汽车

——活塞业务受益于商用车高景气，韩系车低迷拖累公司业绩

事件:

公司2017年上半年实现营收11.78亿元，同比增长39.5%；归属于上市公司股东的净利润1.2亿元，同比增长92.75%；归属于上市公司股东的扣非净利润1.2亿元，同比增长259.49%；基本每股收益0.13元（由于公司16年收购了受同一控制的滨州发动机（现已更名为海纳川（滨州）轻量化汽车部件有限公司）100%股权，前期的财务数据已经过追溯调整）。

投资要点:

➤ 活塞业务+并表期差异，助推公司业绩同比快速增长

公司上半年营收较去年同期有较快增长，预计主要是因为（1）公司活塞业务受益于上半年商用车高景气和乘用车新客户的开拓获得较好增长；（2）去年同期无营收的渤海江森自控电池有限公司今年上半年实现营收6200万元。而公司净利润增速显著高于营收增速预计主要是因为（1）活塞营收的显著增长所带来的盈利能力的提升；（2）由于四家参股公司并非从16年年初就被划拨给滨州发动机，公司本期对联营和合营企业的投资收益较去年高出近3000万元；（3）两期持有泰安股权比例的差异（去年同期公司持有泰安启程51%股权，而本期公司则持有其100%股权）。

➤ 重卡高景气带动活塞业务

今年以来，国内商用车销售表现优异，上半年共销售210万辆，同比增长17.5%，主要是重卡销售持续火爆，景气强度和持续时间均超市场预期，上半年共销售58.4万辆，同比增长63%。在此带动下，公司的活塞业务上半年取得了较好表现，产销量同比分别增长17.3%和13.3%。从7月的销售数据来看，重卡销售淡季不淡，月销量仍突破9万辆，同比增长81%，环比仅小幅下滑，重卡全年销量有望继2010年后再次突破百万辆，公司的活塞业务也将明显受益，全年实现显著增长。

➤ 上半年现代销量暴跌，严重影响参股公司业绩

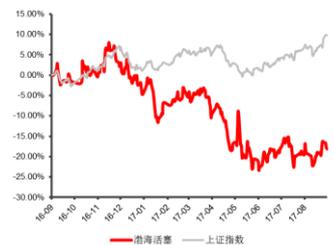
受到萨德事件以及自身产品竞争力下降等因素的影响，上半年韩系车表现低迷。北京现代上半年共销售整车30.1万辆，同比下滑42.4%，其中二季度降幅高达64%。受此影响，滨州发动机下属四家参股公司中三家韩系客户占比较高的企业业绩同比均有大幅下滑。虽然由于并表期的差异导致了本期公司对联营和合营企业的投资收益同比增长118%，为5467.72万元。但若剔除并表期的影响，这四家参股公司对上市公司的业绩贡献同比下滑34%，从8480万元降至5576万元（三家韩系客户占比较高的企业翰昂、天纳克排气和彼欧英瑞杰的利润降幅分别为48%、104%（亏损）和61%）。从月度走势来看，7月北京现代的同比下滑幅度收窄至28.6%，环比增长42.7%，有

投资建议：**推荐**
 上次建议：**强烈推荐**
 当前价格：7.61元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	951/525
流通A股市值（百万元）	4,046
每股净资产（元）	4.58
资产负债率（%）	29.23
一年内最高/最低（元）	10.12/6.81

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

卞莉
 电话：0510-85613713
 邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

- 《渤海活塞（600960）\机械设备行业》
《现代下半年销量有望企稳，资产注入预期强烈》
- 《渤海活塞（600960）\机械设备行业》
《更名并调整组织架构，北汽综合零部件平台扬》
- 《渤海活塞（600960）\机械设备行业》
《并表助推业绩大幅增长，北汽零部件平台未来》

所复苏。但考虑到近期萨德问题有又再度成为焦点以及16H2较高的销量基数，北京现代全年销量将面临大幅下滑，这也将明显拖累公司业绩。

➤ 北汽新能源销售喜人+顺利融资，公司有望显著受益

北汽新能源于近期完成了B轮融资，融资金额达到111.18亿元，超过了之前预计的80亿元融资额，这是北京产权交易所公开发布的规模最大的国有控股企业增资项目，也是国内新能源汽车行业企业单次募资规模最大的增资项目。本次募资后，北汽新能源的估值达到280亿元，以此来计算，公司持有的北汽新能源股权价值已经超过10亿元（公司2016年以5.32亿元人民币认购北汽新能源2.08亿股新增发股份，当时北汽新能源估值），后续北汽新能源也计划进行IPO，这将为公司带来更为可观的股权增值收益。上半年北汽新能源共销售新能源车3万辆，同比增长99%，发展迅速，本次的顺利融资也将帮助其提升自身的生产规模、研发生产能力等，从而更好的推动自身发展，而公司后续发展的重要看点轻量化产品也将为北汽新能源进行配套，将显著受益于北汽新能源产销规模的快速提升。

➤ 下调至“推荐”评级

考虑到北京现代销量下滑的幅度和持续时间超出我们的预期，我们下调公司2017年-2019年EPS至0.28、0.35、0.40元，市盈率分别为27倍、22倍、19倍，下调至“推荐”评级。

➤ 风险提示

1、韩系车销量大幅下滑；2、商用车及工程机械景气度不及预期；3、公司新产品推广不及预期等。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1025.11	1768.75	2253.04	2541.69	3019.62
增长率（%）	-13.04%	72.54%	27.38%	12.81%	18.80%
EBITDA（百万元）	133.84	325.34	402.57	478.88	535.16
净利润（百万元）	22.33	117.92	264.82	332.06	375.97
增长率（%）	-77.11%	428.15%	124.58%	25.39%	13.22%
EPS（元/股）	0.023	0.124	0.279	0.349	0.396
市盈率（P/E）	322.71	61.10	27.21	21.70	19.16
市净率（P/B）	3.54	1.68	1.60	1.51	1.42
EV/EBITDA	31.93	17.99	16.38	14.48	13.44

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	559.28	2,287.72	744.94	508.34	603.92	营业收入	1,025.11	1,768.75	2,253.04	2,541.69	3,019.62
应收账款+票据	456.22	739.11	998.15	1,287.61	1,467.88	营业成本	796.29	1,342.09	1,721.77	1,964.73	2,376.74
预付账款	18.50	31.99	47.99	61.91	70.57	营业税金及附加	8.64	26.10	33.80	38.13	45.29
存货	392.96	393.99	472.78	590.98	709.18	营业费用	57.52	81.68	99.13	106.75	120.78
其他	494.18	334.30	200.00	200.00	200.00	管理费用	118.63	145.27	182.50	203.34	238.55
流动资产合计	1,921.15	3,787.11	2,463.86	2,648.83	3,051.55	财务费用	25.12	25.02	11.23	-9.26	-13.85
长期股权投资	0.00	426.07	526.07	646.07	778.07	资产减值损失	26.56	27.06	28.00	25.00	20.00
固定资产	816.78	1,509.79	1,426.66	1,587.55	1,743.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	15.80	48.99	300.00	300.00	300.00	投资净收益	0.00	96.66	100.00	120.00	132.00
无形资产	151.37	220.36	220.36	229.96	239.16	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	32.50	607.33	601.60	593.98	593.98	营业利润	-7.65	218.20	276.62	333.01	364.09
非流动资产合计	1,016.44	2,812.53	3,074.68	3,357.56	3,654.64	营业外净收益	21.05	-63.43	10.00	25.00	40.00
资产总计	2,937.59	6,599.64	5,538.55	6,006.39	6,706.19	利润总额	13.40	154.77	286.62	358.01	404.09
短期借款	380.00	905.00	0.00	39.40	292.02	所得税	-1.85	12.19	16.80	20.94	23.13
应付账款+票据	159.99	617.42	710.04	852.04	979.85	净利润	15.25	142.59	269.82	337.06	380.97
其他	89.73	526.51	109.95	125.73	139.33	少数股东损益	-7.07	24.67	5.00	5.00	5.00
流动负债合计	629.71	2,048.93	819.98	1,017.17	1,411.20	归属于母公司净利润	22.33	117.92	264.82	332.06	375.97
长期带息负债	219.68	153.40	153.40	153.40	153.40						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	49.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	219.68	202.40	153.40	153.40	153.40						
负债合计	849.39	2,251.34	973.39	1,170.58	1,564.60						
少数股东权益	52.03	59.16	64.16	69.16	74.16						
股本	524.72	950.52	950.52	950.52	950.52						
资本公积	931.20	2,654.29	2,654.29	2,654.29	2,654.29						
留存收益	580.25	684.34	896.19	1,161.85	1,462.62						
股东权益合计	2,088.20	4,348.30	4,565.16	4,835.81	5,141.58						
负债和股东权益总计	2,937.59	6,599.64	5,538.55	6,006.39	6,706.19						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2.60	15.03	160.72	194.26	212.37
折旧摊销	92.45	127.77	111.73	122.13	124.91
财务费用	26.18	31.90	4.23	-1.26	6.15
存货减少	-28.64	42.64	-78.80	-118.20	-118.20
营运资金变动	80.82	-26.73	-464.69	-145.59	-47.52
其它	17.46	-8.78	-21.00	25.00	20.00
经营活动现金流	190.87	181.83	-287.81	76.35	197.71
资本支出	195.90	476.10	310.00	310.00	310.00
长期投资	3,004.49	1,738.48	0.00	0.00	0.00
其他	2,966.12	1,590.96	17.22	22.80	36.60
投资活动现金流	-234.27	-623.61	-292.78	-287.20	-273.40
债权融资	3.69	499.86	-905.00	39.40	252.62
股权融资	0.00	1,658.87	0.00	0.00	0.00
其他	-39.52	-132.34	-57.19	-65.16	-81.35
筹资活动现金流	-35.83	2,026.38	-962.19	-25.76	171.27
现金净增加额	-77.42	1,587.64	-1,542.78	-236.61	95.59

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-13.04%	72.54%	27.38%	12.81%	18.80%
EBIT	-72.95%	377.38%	47.21%	22.66%	15.00%
EBITDA	-43.49%	143.09%	23.74%	18.96%	11.75%
归属于母公司净利润	62.51%	428.15%	124.58%	25.39%	13.22%
获利能力					
毛利率	22.32%	24.12%	23.58%	22.70%	21.29%
净利率	1.49%	8.06%	11.98%	13.26%	12.62%
ROE	1.10%	2.75%	5.88%	6.97%	7.42%
ROIC	1.53%	10.29%	9.00%	8.05%	7.79%
偿债能力					
资产负债	28.91%	34.11%	17.57%	19.49%	23.33%
流动比率	3.05	1.85	3.00	2.60	2.16
速动比率	1.64	1.49	2.18	1.83	1.52
营运能力					
应收账款周转率	2.26	2.40	2.27	1.98	2.06
存货周转率	2.03	3.41	3.64	3.32	3.35
总资产周转率	0.35	0.27	0.41	0.42	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.02	0.12	0.28	0.35	0.40
每股经营现金流	0.20	0.19	-0.30	0.08	0.21
每股净资产	2.14	4.51	4.74	5.01	5.33
估值比率					
市盈率	322.71	61.10	27.21	21.70	19.16
市净率	3.54	1.68	1.60	1.51	1.42
EV/EBITDA	31.93	17.99	16.38	14.48	13.44
EV/EBIT	103.25	29.63	22.67	19.43	17.53

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064