

汽车零部件
营收低位企稳，国际化打开成长空间

2019年10月31日

——凯众股份（603037.SH）2019 季报点评

公司评级：增持（维持）
分析师：耿丙森

执业证书号：S1030517070001

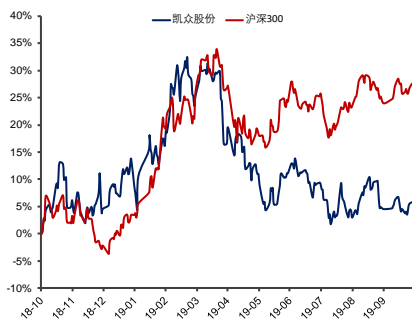
联系电话：0755-83199599

邮箱：gengbs@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格
分析师的相关报告：

1. 凯众股份:拥有核心技术,受益客户快速增长 2018-01-26
2. 凯众股份 2018 中报点评报告:业绩符合预期,公司长期成长性好 2018-08-24
3. 凯众股份 2019 中报点评报告:业绩略低于预期,公司长期成长性好 2019-08-21

凯众股份(603037)与沪深300对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

| | |
|-----------|---------|
| 总市值(百万) | 1841.33 |
| 流通市值(百万) | 1085.18 |
| 总股本(百万股) | 105.92 |
| 流通股本(百万股) | 61.66 |
| 日均成交额(百万) | 5.76 |
| 近一个月换手(%) | 8.62 |
| 第一大股东 | 杨颖韬 |

请务必阅读文末重要声明及免责条款

事件：

2019Q1-Q3 实现营收 3.73 亿元（同比-10.18%），归母净利润 0.74 亿元（同比-31.8%）。其中，2019Q3 营收 1.13 亿元（同比-9.12%），归母净利 0.14 亿元（同比-39.57%）。

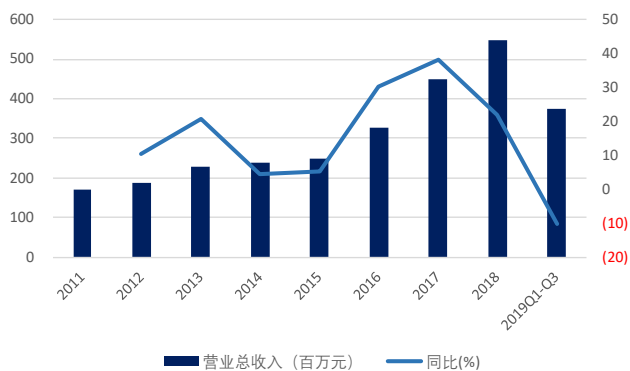
核心观点：

- 1) **公司营收随乘用车销量低位企稳，归母净利润大幅下降。**前三季度单季度营业收入同比增速分别为-8.26%/-13.2%/-9.12%，归母净利润同比增速分别为-7.1%/-45.26%/-39.57%。前三季度乘用车累计销售 1524 万辆（同比-11.65%），单季度销量同比增速分别为-13.77%/-14.34%/-6.04%，公司营收与下游行业景气度高度相关，随着乘用车销量逐步企稳，公司营收也将逐步企稳。
- 2) **产品价格下降导致毛利率和净利率下行加速。**公司单季度综合毛利率和净利率分别为 28.36%和 12.25%，分别环比减少了 10.2pcts 和 6.2pcts，公司毛利率和净利率加速下行。毛利率下行主要是因为汽车行业发展放缓，市场竞争加剧，整车企业将降价压力传导至上游零部件企业，致使公司产品价格下降所致。
- 3) **核心业务未来高成长+新业务+国际化布局打开公司成长空间。**公司规划核心减震业务将在 5 年内实现国内市场份额达到 50%，全球市场份额达到 30%。汽车电控业务已经开发多款 EPB 产品，争取在今年进入一家主机厂的供应商目录。公司将在北美、欧洲建立生产基地，打造全球配套供货能力，为公司打开成长空间。
- 4) **维持增持评级。**根据当前盈利预测，公司 19/20/21 年 EPS 分别为 0.76/0.88/0.95 元，较上一次预测分别下调了 28%/23%/24%，动态市盈率分别为 22/20/18 倍。公司掌握聚氨酯减震元件核心技术，客户开拓卓有成效，未来新业务投产和国际化布局打开公司成长空间，当前公司估值合理，维持增持评级。
- 5) **风险提示。**乘用车产销量下滑超预期；新业务拓展不达预期。

预测指标

| 预测指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 548.98 | 495.94 | 542.03 | 615.99 |
| 收入同比 | 21.97% | -9.66% | 9.29% | 13.65% |
| 净利润(百万元) | 126.98 | 80.85 | 92.96 | 100.05 |
| 净利润同比 | 9.16% | -36.33% | 14.98% | 7.62% |
| 销售毛利率 | 42.47% | 35.06% | 34.00% | 34.00% |
| 销售净利率 | 20.96% | 16.28% | 17.12% | 16.21% |
| EPS(元) | 1.09 | 0.76 | 0.88 | 0.95 |
| PE(倍) | 15.99 | 22.77 | 19.81 | 18.40 |

Figure 1 近年公司营业总收入及增长率



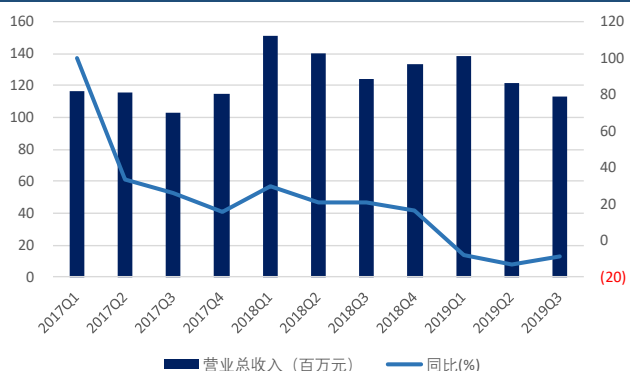
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 2 近年公司归母净利润及增长率



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司单季度营业总收入及增长率



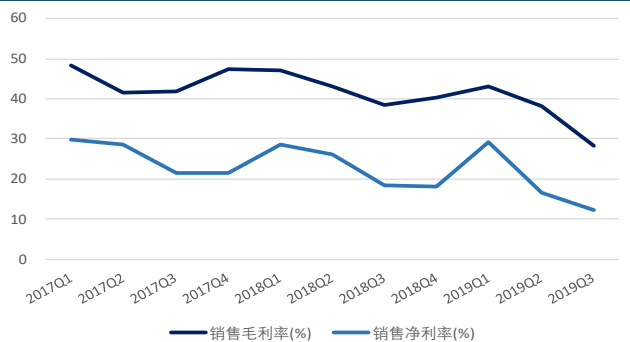
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司单季度归母净利润及增长率



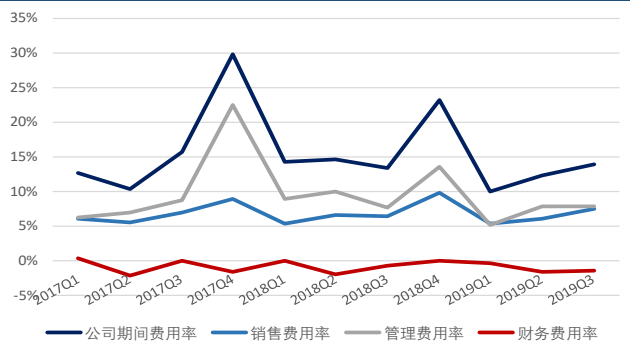
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司单季度销售毛利率及销售净利率



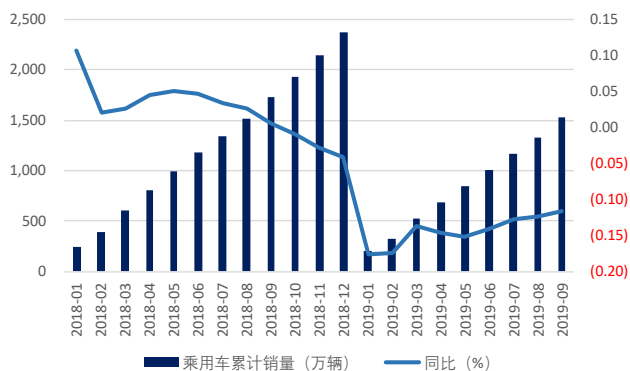
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 6 公司期间费用率



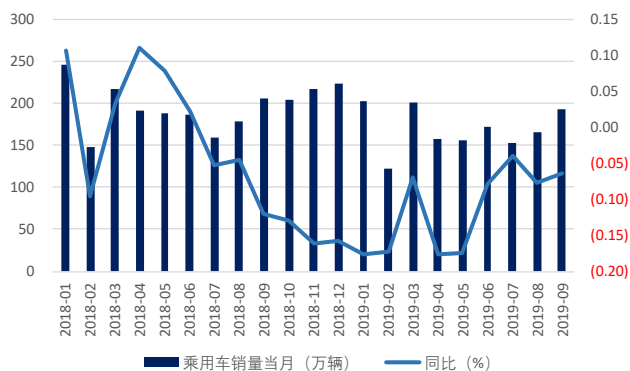
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 7 乘用车累计销量及同比



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 8 乘用车当月销量及同比



资料来源: Wind、世纪证券研究所

主要假设：

1) 收入增长假设：随着乘用车产销量逐步企稳，预计2019-2021年，减震元件营业收入分别增长-8%/8%/10%；踏板总成营业收入分别增长-13.5%/10%/20%；胶轮业务营业收入分别增长80%/10%和10%。预计公司营业总收入增长为-9.66%、9.29%、13.64%。

2) 毛利率假设：公司与主要原材料供应商签订长期协议锁定主要成本，且公司持续精益生产管理，取得了设备运行效率提高、产品一次合格率提升、原料利用率提高以及辅料消耗减少等多方面降成本效果。考虑到乘用车市场下行以来，由于产品价格下行导致公司毛利率大幅下滑，随着未来行业逐步企稳，预计公司毛利率逐步企稳。预计19-21年，公司毛利率分别为35.06%/33%/32%。

3) 税费假设：公司综合费用率保持平稳；享受的所得税优惠政策不发生重大改变。

Figure 9 公司分项收入预测

单位：百万元

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 325.55 | 450.08 | 548.98 | 260.21 | 495.94 | 542.03 | 615.99 |
| 同比 | 30.27% | 38.25% | 21.97% | -10.64% | -9.66% | 9.29% | 13.64% |
| 减震元件 | 258.35 | 373.96 | 402.61 | 194.86 | 370.40 | 400.03 | 440.03 |
| 同比 | 27.08% | 44.75% | 7.66% | -7.49% | -8.00% | 8.00% | 10.00% |
| 踏板总成 | 57.94 | 120.92 | 207.59 | 95.78 | 179.56 | 197.52 | 237.02 |
| 同比 | 86.64% | 108.69% | 71.67% | -12.34% | -13.50% | 10.00% | 20.00% |
| 塑料件 | | 52.28 | 56.70 | 20.92 | 42.53 | 44.65 | 49.12 |
| 同比 | | | 8.47% | -28.58% | -25.00% | 5.00% | 10.00% |
| 胶轮 | 9.25 | 16.65 | 10.32 | 7.87 | 18.57 | 20.43 | 22.47 |
| 同比 | -18.94% | 79.91% | -38.01% | 106.35% | 80.00% | 10.00% | 10.00% |
| 其他业务 | 0.00 | 3.84 | 5.79 | 2.15 | 5.50 | 6.05 | 6.65 |
| 同比 | | | | | -5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 内部抵销 | | -117.57 | -134.02 | -61.38 | -120.62 | -126.65 | -139.31 |
| 同比 | | | 13.99% | | -10.00% | 5.00% | 10.00% |
| 综合毛利率 | 48.01 | 44.90 | 42.47 | 40.85 | 35.06 | 34.00 | 34.00 |

数据来源：Wind、世纪证券研究所

附表

Figure 10 报表预测 (单位: 百万元)

| 报表预测 | | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 利润表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 325.55 | 450.08 | 548.98 | 495.94 | 542.03 | 615.99 |
| 减: 营业成本 | 169.24 | 248.00 | 315.80 | 322.06 | 357.74 | 406.55 |
| 营业税金及附加 | 3.31 | 2.31 | 2.76 | 2.49 | 2.73 | 3.10 |
| 营业费用 | 23.36 | 30.96 | 38.55 | 39.68 | 37.94 | 46.20 |
| 管理费用 | 34.49 | 50.17 | 43.10 | 42.15 | 40.65 | 49.28 |
| 财务费用 | -0.83 | -4.03 | -3.84 | -5.41 | -6.21 | -6.65 |
| 资产减值损失 | 1.84 | 0.62 | 0.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 1.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.84 | -7.30 | -36.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 94.14 | 122.05 | 128.83 | 94.96 | 109.18 | 117.51 |
| 加: 其他非经营损益 | 10.26 | -0.13 | 0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 104.39 | 121.92 | 128.87 | 94.96 | 109.18 | 117.51 |
| 减: 所得税 | 14.88 | 15.37 | 13.78 | 14.24 | 16.38 | 17.63 |
| 净利润 | 88.67 | 113.85 | 126.98 | 80.72 | 92.81 | 99.88 |
| 减: 少数股东损益 | 0.84 | 0.95 | -0.19 | -0.13 | -0.15 | -0.16 |
| 归属母公司股东净利润 | 88.67 | 113.85 | 126.98 | 80.85 | 92.96 | 100.05 |
| 资产负债表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 40.41 | 337.93 | 178.20 | 302.78 | 249.66 | 341.27 |
| 应收和预付款项 | 208.33 | 215.05 | 258.95 | 170.34 | 299.02 | 234.39 |
| 存货 | 106.82 | 140.28 | 132.71 | 163.68 | 165.55 | 208.61 |
| 其他流动资产 | 0.72 | 3.77 | 132.48 | 132.48 | 132.48 | 132.48 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 93.72 | 124.90 | 164.12 | 142.61 | 121.10 | 99.59 |
| 无形资产和开发支出 | 15.86 | 15.31 | 23.81 | 21.83 | 19.85 | 17.88 |
| 其他非流动资产 | 9.88 | 32.12 | 53.12 | 43.37 | 33.63 | 33.63 |
| 资产总计 | 475.75 | 869.36 | 943.40 | 977.10 | 1021.29 | 1067.84 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 59.53 | 106.26 | 108.32 | 113.31 | 124.49 | 135.50 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 59.53 | 106.26 | 108.32 | 113.31 | 124.49 | 135.50 |
| 股本 | 60.00 | 105.92 | 105.92 | 105.92 | 105.92 | 105.92 |
| 资本公积 | 178.89 | 421.25 | 440.89 | 440.89 | 440.89 | 440.89 |
| 留存收益 | 175.36 | 233.21 | 286.14 | 314.99 | 348.15 | 383.85 |
| 归属母公司股东权益 | 414.25 | 760.39 | 832.95 | 861.80 | 894.97 | 930.66 |
| 少数股东权益 | 1.96 | 2.71 | 2.13 | 1.99 | 1.84 | 1.67 |
| 股东权益合计 | 416.21 | 763.10 | 835.08 | 863.79 | 896.81 | 932.34 |
| 负债和股东权益合计 | 475.75 | 869.36 | 943.40 | 977.10 | 1021.29 | 1067.84 |
| 现金流量表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |

| | | | | | | |
|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|--------------|
| 经营性现金净流量 | 39.88 | 84.67 | 132.71 | 171.17 | 0.46 | 149.31 |
| 投资性现金净流量 | -33.91 | -52.59 | -214.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | -54.00 | 259.84 | -76.70 | -46.59 | -53.58 | -57.70 |
| 现金流量净额 | -48.65 | 291.33 | -158.25 | 124.57 | -53.11 | 91.60 |

财务分析和估值指标汇总

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收益率 | | | | | | |
| 毛利率 | 48.01% | 44.90% | 42.47% | 35.06% | 34.00% | 34.00% |
| 三费/销售收入 | 17.52% | 17.13% | 14.17% | 15.41% | 13.35% | 14.42% |
| EBIT/销售收入 | 31.60% | 26.05% | 22.77% | 18.06% | 19.00% | 18.00% |
| EBITDA/销售收入 | 36.12% | 29.94% | 26.80% | 24.76% | 25.13% | 21.81% |
| 销售净利率 | 27.50% | 23.67% | 20.96% | 16.28% | 17.12% | 16.21% |
| 资产获利率 | | | | | | |
| ROE | 21.40% | 13.89% | 13.84% | 9.38% | 10.39% | 10.75% |
| ROA | 21.62% | 13.48% | 13.25% | 9.17% | 10.08% | 10.38% |
| ROIC | 27.84% | 27.09% | 26.02% | 11.49% | 15.46% | 14.44% |
| 增长率 | | | | | | |
| 销售收入增长率 | 30.27% | 38.25% | 21.97% | -9.66% | 9.29% | 13.65% |
| EBIT 增长率 | 42.67% | 13.95% | 6.65% | -28.37% | 14.98% | 7.66% |
| EBITDA 增长率 | 37.84% | 14.60% | 9.18% | -16.54% | 10.93% | -1.36% |
| 净利润增长率 | 38.19% | 28.40% | 11.53% | -36.33% | 14.98% | 7.62% |
| 总资产增长率 | 19.65% | 82.74% | 8.52% | 3.57% | 4.52% | 4.56% |
| 股东权益增长率 | 9.13% | 83.56% | 9.54% | 3.46% | 3.85% | 3.99% |
| 经营营运资本增长率 | 46.56% | -0.87% | 63.72% | -14.99% | 33.45% | -6.66% |
| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| EBIT | 102.88 | 117.23 | 125.03 | 89.55 | 102.97 | 110.86 |
| EBITDA | 117.58 | 134.74 | 147.11 | 122.78 | 136.20 | 134.35 |
| NOPLAT | 79.51 | 102.68 | 111.79 | 76.12 | 87.52 | 94.23 |
| 净利润 | 88.67 | 105.60 | 115.28 | 80.85 | 92.96 | 100.05 |
| EPS | 0.838 | 0.998 | 1.089 | 0.764 | 0.878 | 0.945 |
| BPS | 3.915 | 7.185 | 7.871 | 8.144 | 8.457 | 8.794 |
| PE | 20.77 | 17.44 | 15.97 | 22.77 | 19.81 | 18.40 |
| PEG | -6.85 | -4.19 | -3.46 | N/A | N/A | N/A |
| PB | 4.44 | 2.42 | 2.21 | 2.14 | 2.06 | 1.98 |
| PS | 5.66 | 4.09 | 3.35 | 3.71 | 3.40 | 2.99 |
| PCF | 46.18 | 21.75 | 13.87 | 10.76 | 3970.58 | 12.33 |
| EV/EBIT | 9.81 | 12.90 | 13.38 | 17.28 | 15.54 | 13.62 |
| EV/EBITDA | 8.58 | 11.22 | 11.37 | 12.60 | 11.75 | 11.24 |
| EV/NOPLAT | 12.69 | 14.73 | 14.96 | 20.33 | 18.29 | 16.02 |
| EV/IC | 2.66 | 3.52 | 2.52 | 2.73 | 2.45 | 2.53 |
| ROIC-WACC | 27.84% | 27.09% | 26.02% | 11.49% | 15.46% | 14.44% |
| 股息率 | 0.029 | 0.030 | 0.040 | 0.028 | 0.032 | 0.035 |

数据来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明： | 行业投资评级说明： |
|--|---|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和個人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。