

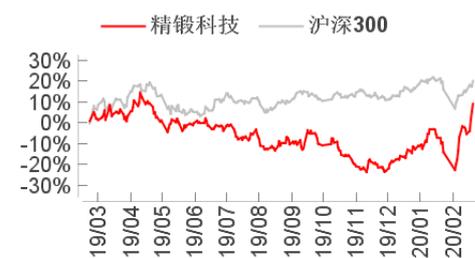
整体布局，扩大自主客户配套量



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年02月20日)	13.73元
目标价格	17.00元
52周最高价/最低价	14.58/9.62元
总股本/流通A股(万股)	40,500/37,668
A股市值(百万元)	5,561
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年02月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	12.54	17.55	36.08	7.77
相对表现	7.87	18.53	30.02	-12.30
沪深300	4.67	-0.98	6.06	20.07



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

联系人 周翰
021-63325888-7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

计提商誉减值轻装上阵, 预计2020年盈利有望实现较大改善: 2020-01-19
毛利率短期承压, 预计4季度配套规模有望环比改善: 2019-10-26
毛利率下降拖累盈利增长, 新能源业务比重: 2019-08-25

【事件】公司发布2019年度业绩快报和拟投资设立合资公司公告。

核心观点

- **业绩符合市场预期。**2019年实现营业收入12.31亿元, 同比下滑2.7%, 实现归母净利润1.79亿元, 同比下滑30.7%。4季度实现营业收入3.3亿元, 环比增长16%, 同比增长6.8%; 实现归母净利润1304万元, 环比下滑67.5%, 同比下滑55.6%。因宁波电控未完成业绩指标任务, 预估4季度计提商誉减值3300万元; 若不考虑计提商誉减值准备, 则4季度实现归母净利润4604万元, 环比增长14.8%, 全年净利润2.12亿元, 同比下降18%。
- **公司拟在西南地区成立合资公司, 提升盈利能力并完善全国布局。**公司公告拟与重庆帝瑞齿轮有限公司股东以及其他投资者出资4000万成立合资公司, 其中公司出资80%。合资公司成立后拟将购买帝瑞公司现有存货和机器设备(不包括成品存货和应收账款等)。帝瑞公司位于重庆市璧山区, 主要生产汽车差速器行星半轴圆锥齿轮等产品, 下游客户包括吉利、长安、奇瑞等自主品牌整车厂。公司拟成立合资公司并收购相关资产后, 继续扩大自主品牌的市场业务, 并配合客户在西南地区项目的量产; 提升公司整体盈利能力。若合资公司成立, 公司将进一步完善全国布局, 在江苏、天津、宁波和重庆都将有生产基地, 更好地服务全国客户。
- **随着疫情逐步得到控制, 预计公司2季度毛利率和ROE有望迎来拐点。**公司为大众MEB平台配套电机轴、差速器锥齿轮、主动轴、从动轴等多个产品, 下半年MEB工厂逐步投产, 有望拉动配套量提升。天津工厂进入试生产, 也将逐步贡献营收。公司近年来持续获得大众、奥迪、沃尔沃、格特拉克等订单, 保障业务长期增长。随着疫情逐步得到控制, 预计公司盈利能力改善, 2季度毛利率和ROE有望迎来拐点。

财务预测与投资建议: 略调整收入及毛利率, 预测2019-2021年EPS分别为0.44、0.68、0.83元(原0.45、0.67、0.79元), 可比公司为零部件相关公司, 可比公司20年PE平均估值25倍, 给予20年25倍估值, 目标价17元, 维持买入评级。

风险提示: 齿轮配套量低于预期, 影响当年盈利; VVT业务低于预期影响盈利; 乘用车行业需求低于预期影响公司产品配套量, 影响盈利。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,129	1,265	1,231	1,479	1,718
同比增长(%)	25.6%	12.1%	-2.7%	20.2%	16.2%
营业利润(百万元)	296	301	220	330	400
同比增长(%)	36.0%	1.5%	-26.8%	49.8%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	250	259	179	276	335
同比增长(%)	31.3%	3.3%	-30.6%	54.0%	21.3%
每股收益(元)	0.62	0.64	0.44	0.68	0.83
毛利率(%)	41.1%	38.2%	35.5%	35.9%	36.4%
净利率(%)	22.2%	20.4%	14.6%	18.7%	19.5%
净资产收益率(%)	16.0%	14.6%	9.3%	13.0%	13.7%
市盈率	22.2	21.5	31.0	20.1	16.6
市净率	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1

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。

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。提升:

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)	每股收益(元)				市盈率			
		2020年2月20日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
旭升股份	603305	53.95	0.73	0.57	0.73	1.00	73.58	95.30	74.31	53.95
双环传动	002472	5.44	0.28	0.32	0.38	0.48	19.13	17.00	14.32	11.33
宁波高发	603788	17.52	0.96	0.88	1.05	1.25	18.17	19.99	16.65	14.03
继峰股份	603997	8.35	0.30	0.35	0.42	0.57	28.27	24.08	19.73	14.65
星宇股份	601799	97.08	2.21	2.71	3.38	4.21	43.91	35.78	28.70	23.08
拓普集团	601689	24.87	0.71	0.49	0.67	0.84	34.83	50.81	37.33	29.52
亚太股份	002284	5.03	0.01	0.11	0.25	0.25	465.74	45.73	20.12	20.12
	调整后平均						39.94	35.28	24.50	20.28

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	169	295	373	343	829	营业收入	1,129	1,265	1,231	1,479	1,718
应收账款	246	242	271	444	407	营业成本	665	782	795	947	1,092
预付账款	18	14	21	30	28	营业税金及附加	13	14	14	16	19
存货	189	247	286	417	437	营业费用	41	31	32	38	45
其他	208	108	146	228	195	管理费用	99	111	129	141	158
流动资产合计	830	907	1,097	1,461	1,895	财务费用	20	14	30	21	23
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	34	33	8	3
固定资产	1,156	1,181	1,353	1,409	1,404	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	75	333	301	216	174	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	134	130	123	117	110	其他	20	22	22	22	22
其他	196	234	38	5	5	营业利润	296	301	220	330	400
非流动资产合计	1,561	1,878	1,815	1,748	1,693	营业外收入	0	5	2	12	14
资产总计	2,391	2,785	2,912	3,209	3,589	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	388	425	470	450	450	利润总额	296	304	222	341	414
应付账款	119	130	148	168	192	所得税	46	45	42	65	79
其他	160	111	140	160	180	净利润	250	259	179	276	335
流动负债合计	667	665	758	778	823	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	159	159	159	159	归属于母公司净利润	250	259	179	276	335
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.62	0.64	0.44	0.68	0.83
其他	57	84	(0)	(0)	(0)						
非流动负债合计	57	243	159	159	159	主要财务比率					
负债合计	724	908	916	937	982		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	405	405	405	405	405	营业收入	25.6%	12.1%	-2.7%	20.2%	16.2%
资本公积	351	351	351	351	351	营业利润	36.0%	1.5%	-26.8%	49.8%	21.5%
留存收益	903	1,111	1,230	1,506	1,841	归属于母公司净利润	31.3%	3.3%	-30.6%	54.0%	21.3%
其他	8	10	10	10	10	获利能力					
股东权益合计	1,667	1,877	1,996	2,272	2,607	毛利率	41.1%	38.2%	35.5%	35.9%	36.4%
负债和股东权益总计	2,391	2,785	2,912	3,209	3,589	净利率	22.2%	20.4%	14.6%	18.7%	19.5%
						ROE	16.0%	14.6%	9.3%	13.0%	13.7%
						ROIC	13.8%	11.8%	8.0%	10.3%	11.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	250	259	179	276	335	净负债率	30.3%	32.6%	31.5%	29.2%	27.4%
折旧摊销	126	141	140	166	186	流动比率	1.25	1.36	1.45	1.88	2.30
财务费用	20	14	30	21	23	速动比率	0.94	0.98	1.02	1.26	1.69
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	营运能力					
营运资金变动	(106)	65	(112)	(389)	94	应收账款周转率	5.0	5.2	4.8	4.1	4.0
其它	72	(55)	170	8	3	存货周转率	3.4	3.4	2.7	2.3	2.2
经营活动现金流	363	424	408	83	641	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
资本支出	(238)	(417)	(269)	(131)	(131)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.62	0.64	0.44	0.68	0.83
其他	(142)	(18)	0	59	0	每股经营现金流	0.90	1.05	1.01	0.20	1.58
投资活动现金流	(379)	(435)	(269)	(72)	(131)	每股净资产	4.12	4.63	4.93	5.61	6.44
债权融资	(20)	115	(15)	(0)	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	22.2	21.5	31.0	20.1	16.6
其他	99	17	(46)	(41)	(23)	市净率	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1
筹资活动现金流	78	132	(61)	(41)	(23)	EV/EBITDA	13.1	12.7	14.8	11.2	9.5
汇率变动影响	(4)	2	0	0	0	EV/EBIT	18.3	18.4	23.1	16.5	13.6
现金净增加额	58	124	78	(31)	486						

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

