

结构持续优化，收入加速增长

——精锻科技（600584）三季度财报点评

2011年10月23日

推荐/维持

精锻科技

财报点评

林阳	执业证书编号：S1480510120003
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

公司公布2011年三季报。前三季度公司实现营业收入2.7亿元、营业利润6568.73万元、归属于母公司净利润6257.50万元，同比分别增长24.01%、10.27%和18.73%；实现摊薄后EPS0.626元。公司营收在三季度实现加速成长，三季度同比增30.55%，但单季利润增速有所放缓，营业利润和归属于母公司的净利润分别为2036.56万元和1858.53万元，同比增5.91%、11.09%。

公司分季度财务指标

指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	72.39	90.50	-	-	94.51
同比增长率（%）	-	0.00%	-	-	30.55%
毛利率（%）	-	45.10%	-	-	40.28%
期间费用率（%）	-	21.81%	-	-	18.29%
营业利润率（%）	-	20.97%	-	-	21.55%
净利润（百万元）	16.73	19.92	-	-	18.59
同比增长率（%）	-	0.00%	-	-	11.09%
每股盈利（元，季度）	-	0.27	-	-	0.19
资产负债率（%）	-	56.06%	-	56.37%	23.17%
净资产收益率	-	8.32%	-	-	2.14%
总资产收益率	-	3.66%	-	-	1.64%

评论：

积极因素：

- **客户和目标市场的双重结构调整，有效规避了行业风险，实现营收较快增长。**在今年汽车行业整体不景气的情况下，行业表现出两大趋势，一是合资品牌增长显著快于自主品牌，二是国外市场增长快于国内市场。而公司的双重结构调整则迎合了趋势：（1）**公司客户结构继续向合资品牌倾斜。**公司今年前三季将部分产能自主品牌产能调整给合资品牌和出口市场。给国内自主品牌的销售额比上年同期减少18.61%，但给国内合资品牌的销售额比上年同期增长15.49%，其中给大众、吉凯恩的销售额比上年同期增长17.29%。（2）**逐渐进入一些国外知名品牌的全球供应体系，出口占比显著提升。**出口销售收入比上年同期增长372.06%，其中：出口给德国大众卡赛尔、GKN北美的销售金额比上年同期增长546.52%，出口销

售收入占公司营业收入的比例达到24.81%。

表 1：公司客户以国际知名品牌为主

客户	收入占比	定价方法
吉凯恩扭距技术系统（上海）有限公司	13.09%	每年一月和七月根据前六个月材料价格浮动调整
吉凯恩鲍林格林	10.76%	每年一月和七月根据前六个月材料价格浮动调整，如果三个月汇率超过 1%，根据前三个月汇率平均调整一次
柳州五菱汽车	9.15%	每半年商定一次
山东上汽变速器有限公司	6.90%	每年商定一次
大众汽车变速器（大连）有限公司	6.23%	每 3 个月商定一次

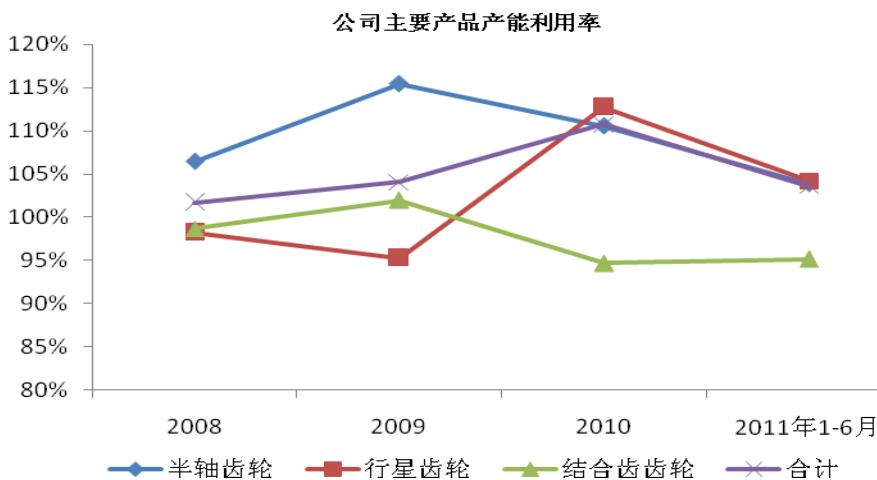
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

- **新订单充足，未来销量增长有保障。**公司三季度延续了订单不断的良好势头，已经获得了一批新增订单：唐山爱信、格特拉克（江西）和GKN（意大利）新项目的样件均已提交；一汽技术中心两个新项目被确认定点；（3）比亚迪汽车自动变速器结合齿轮新项目批量供货；一汽大众停止进口的锥齿轮由公司100%供货配套；德国大众和GKN 北美出口业务稳定上升，同时德国大众追加2012 年订单；大众大连自动变速器结合齿轮量产订单获得从10 月份开始批量供货；与GKN、MAGNA、格特拉克、大众汽车等有新产品项目也正在洽谈中。这些项目的开发和开始量产为公司未来销量的增长提供了有力的保障。

消极因素：

- 原材料和人工成本均明显上涨，侵蚀公司利润。三季度公司营收同比加速增长，但归属公司净利润增速反出现下滑。其主要原因一是主要原材料钢铁今年以来价格大幅上涨，二是社会劳动力成本快速上涨，公司的员工工资也大幅提升。
- 产能偏紧的状况依旧制约公司成长。公司的募投项目从明年一季度逐步投产，预期到2015年才能完全达产。而公司目前销量和订单还在持续增长，目前只能通过增加员工劳动强度，节假日加班等方式提升产量。这种产能有限，需求高速增长的状况严重制约了公司的成长。

图 3：公司产能利用率持偏紧

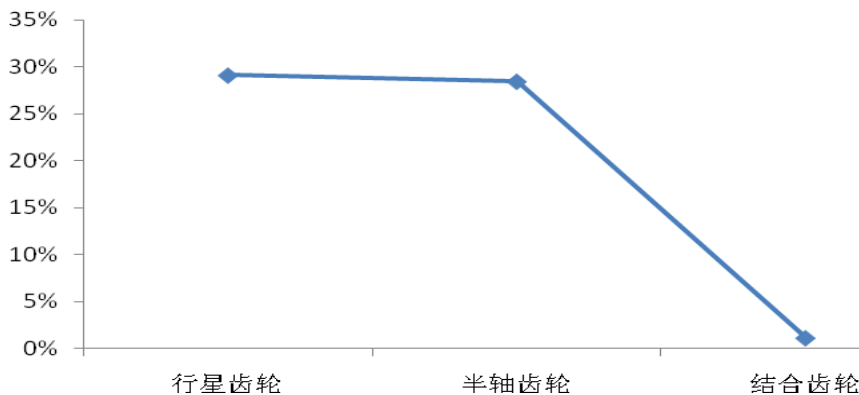


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

业务展望：

- 结合齿业务明年将迎来爆发增长，未来成长空间广阔。**从公司的业务结构来看，2010年，公司结合齿齿轮市占率仅1.14%，远低于行星齿轮29.11%和半轴齿轮28.46%的市占率。其主要原因在于精锻的结合齿齿轮目前成本优势尚不明显，导致精锻齿轮在结合齿齿轮中占很低，而公司的结合齿都是精锻工艺。但从下游变速箱行业来看，目前AT液力变速箱、DSG双离合变速箱、CVT变速箱以及手自一体式变速箱四种变速箱中，DSG变速箱最有可能成为未来的主流。不同变速箱所用的传动齿轮的结构存在一定差异，加工工艺要求也不同。而由于精锻工艺具有能够做出圆角，使得换挡更加平顺的特点，使得DSG用结合齿齿轮比其它变速箱齿轮更合适合用精锻技术加工。随着DSG变速箱对其它变速箱的逐步替代，精锻结合齿的需求量将快速提高。目前，大众通过其大连自动变速箱工厂生产DSG自动变速箱，公司目前占大众大连自动变速箱工厂结合齿轮的一半份额，供货才刚刚开始。预计大众明年的DSG变速箱需求量将明显增加，即大连大众DSG变速箱产量将会快速增长，相应的公司的结合齿需求必然将迎来爆发增长。如果我们把眼光放得更长远，从国外的发展趋势来说，国外目前几乎已经淘汰了切削工艺的结合齿，精锻工艺是绝对主流，而国内占比如此之低，对比之下，未来的成长空间将非常广阔。

图 3：公司结合齿市占率远低于行星齿轮和半轴齿轮



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

- 公司的结构优化趋势仍将持续，具有成长为国际优秀供应商的潜质。**从新订单的情况来，几乎都是合资品牌的订单，这些订单将进一步推动公司的结构优化。在突出的技术优势的保证下，这种优化趋势将不断持续。与优秀国际汽车品牌的合作不断深化，合作层面从国内向国外扩展，目前对国外工厂都是直接出口，掌控能力要明显强于很多零部件厂商的代理出口方式。目前，公司仍在致力进一步开拓市场，我们认为随着国际市场的不断拓展，公司已经初具成为国际优秀供应商的潜质。

盈利预测和投资建议：

- 结合公司良好的销量增长势头、产能偏紧的状况和产能释放的进度，我们预计公司2012-2013将维持30%以上的复合成长。**预计公司2011年-2013年EPS分别为0.87、1.20和1.57元，对应PE分别为29倍、21倍和16倍，考虑到目前其估值在汽车行业处于较高水平，维持“推荐”评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	218.04	308.78	389.06	503.21	672.89
主营收入增长率	32.24%	41.61%	26.00%	29.34%	33.72%
EBITDA（百万元）	71.18	110.98	139.30	177.87	226.77
EBITDA 增长率	51.11%	55.92%	25.51%	27.69%	27.49%
净利润（百万元）	47.76	72.62	86.97	119.57	156.82
净利润增长率	133.97%	52.04%	19.76%	37.47%	31.16%
EPS（元）	0.701	0.968	0.870	1.196	1.568

资料来源：东兴证券

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所基础工业组负责人，12 年证券工作经验。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 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介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。