

# 受限产能仍稳增 期待募投促爆发

——精锻科技（600584）2012年中报点评

2011年7月31日

强烈推荐/维持

精锻科技

财报点评

王明德 执业证书编号：S1480511100001  
苏杨 suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

## 事件：

精锻科技公布2012年中报。上半年公司实现营业收入2.1亿元、营业利润6173万元、归属母公司净利润5666万元，同比分别增长19.97%、36.2%和28.81%；实现摊薄后EPS0.378元。公司单季度增速有所下滑，季度营收、营业利润、归属母公司净利润分别为1.11亿元、3159万元和2789万元，同比增速为14.06%、19.84%和3.62%。较一季度分别下滑13.2、39.1和64.9个百分点。

## 公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11.1-6	11Q3	11Q4	11A	12Q1	12Q2	12.1-6
营业收入（百万元）	78.63	97.54	176.17	94.51	112.43	383.10	100.09	111.26	211.35
同比增长率（%）	-	-	-	30.55%	24.23%	24.07%	27.30%	14.06%	19.97%
毛利率（%）	-	42.15%	42.87%	40.28%	42.76%	42.20%	44.87%	43.79%	44.30%
期间费用率（%）	-	15.04%	17.03%	18.29%	17.73%	17.54%	13.88%	12.60%	13.21%
营业利润率（%）	-	27.02%	25.73%	21.55%	24.12%	24.23%	30.12%	28.39%	29.21%
净利润（百万元）	17.08	26.91	43.99	18.59	23.47	86.05	28.78	27.89	56.66
同比增长率（%）	-	-	-	11.09%	17.85%	18.49%	68.50%	3.62%	28.81%
每股盈利（元，季度）	-	0.36	0.59	0.19	0.23	1.03	0.29	0.19	0.52
资产负债率（%）	-	56.37%	56.37%	23.17%	14.42%	14.42%	20.94%	14.69%	14.69%
ROE	-	10.21%	0.00%	2.14%	2.62%	9.62%	3.12%	3.01%	5.80%
ROA	-	4.45%	7.66%	1.64%	2.25%	10.82%	2.46%	2.57%	5.32%

## 评论：

### 积极因素：

- 上半年增长总体稳定，与行业波动关联较小，体现了穿越周期的成长特性。上半年实现营业收入2.1亿元和5666万元，同比增长19.97%和28.81%，EPS为0.52元。我们认为在整个汽车上半年销量小幅上涨，但价格显著下滑，大部分汽车企业业绩均出现负增长的情况下，公司仍能实现接近30%的增长，体现了良好的穿越周期的成长性。
- 客户结构继续优化。报告期内公司对外资合资品牌车型配套齿轮的销售额为1.59亿元，同比增长3.61%，占营业收入的比例为76.90%，与去年同期的占比72.84%净增加4.06个百分点。而合资品牌配套具有利润水平高、稳定性好的特点。这也是精锻能够维持高盈利水平的重要原因。

- **市场开拓和新项目开发快速推进，外延式扩展不断加码。**报告期内，公司积极拓展优质客户和新项目，新立项、试生产、量产和新客户上均有所斩获。其中，新立项麦格纳途观锥齿轮项目（最终配套大众）、赣州经纬结合齿和齿圈项目（最终配套北京现代）、唐山爱信差速器齿轮项目（最终配套郑州日产）、GKN上海差速器齿轮项目（最终配套通用汽车）等6个项目；完成了一汽大众锥齿轮、上汽变速器差速器齿轮、GKN北美差速器齿轮项目等12个项目的试生产；常熟美桥汽车奔驰锥齿轮项目（最终客户为北京奔驰汽车）、约翰迪尔德国曼海姆齿轮项目、唐山爱信两种差速器齿轮项目、GKN北美差速器齿轮项目等6个项目进入量产；增加了北京动力总成、吉利、约翰迪尔德国曼海姆等新客户。

#### 消极因素：

- **产能瓶颈拖累增长步伐。**由于11Q2营收环比增长达24%，这也导致12Q2同比增速的基数明显高于12Q1。而在环比11.16%达到1.11亿元后，12Q2已接近单季度营收最高值。公司的产量几乎已达产能极限，已经严重制约了销量增长。公司12Q2约14.06%的同比增速较11Q1的27.3%出现明显下滑。产能问题迫在眉睫。
- **大众卡塞尔新订单推迟影响出口增长。**德国大众卡塞尔变速器厂0A4项目锥齿轮订单合同2012年4月份期满。而德国大众方面由于其内部生产量调整，新的订单将推迟下达。这部分订单预计将影响全年收入2000万左右。但我们认为这种影响完全是一次性的，德国方面已经明确表示这次的订单推迟完全是其自身问题，并对精锻进行了充分肯定。而且大众卡塞尔在6月份已就另外一个差速器锥齿轮项目给公司下达了各10000件的采购订单。

#### 业务展望：

- **募投项目将投产，产能瓶颈有望缓解。**公司目前新客户和新项目拓展得力，新增需求源源不断。产能利用已经接近极限，未来一段时间的成长将主要取决于产能的增加。而募投项目将从今年下半年开始逐渐投产：热处理设备爱协林渗碳淬火多用炉已在6月底全面完成安装调试和试生产，于7月中旬正式投产；冷锻生产线9月起逐步投产；机加工生产线9月份起逐步投产；退火生产线10月份投产；热模锻自动线10月份投产；棒料校直剥皮生产线11月份投产；正火线12月份投产。到12月底将形成差速器锥齿轮600万件，变速器结合齿轮400万件的产能。产能的投产将有效释放公司被压抑的增长潜力，使公司进入一个新的快速爆发成长期。

#### 盈利预测和投资建议：

- 长期来看，公司作为对内具有技术优势、对外具有价格优势的国内轿车齿轮行业龙头，新客户、新项目不断增加，具有巨大的进口替代空间和全球市场成长潜力，穿越周期的特征明显。短期来看，募集产能的释放将打开公司的新一轮高速增长。预计公司2011年-2013年EPS分别为0.74、1.05和1.4元，对应2012年7月31日收盘价12.72的PE分别为17倍、12倍和9倍，维持“强烈推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	308.78	383.10	473.34	673.76	907.69
主营收入增长率	41.61%	24.07%	23.55%	42.34%	34.72%
EBITDA（百万元）	110.98	130.32	150.33	222.21	309.61
EBITDA 增长率	55.92%	17.43%	15.35%	47.82%	39.33%

---

净利润 (百万元)	72.62	86.05	111.00	157.50	210.00
净利润增长率	52.04%	18.49%	29.00%	41.89%	33.33%
EPS (元)	0.97	1.03	0.74	1.05	1.40

---

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 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。