

精锻科技 (300258.SZ)

汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

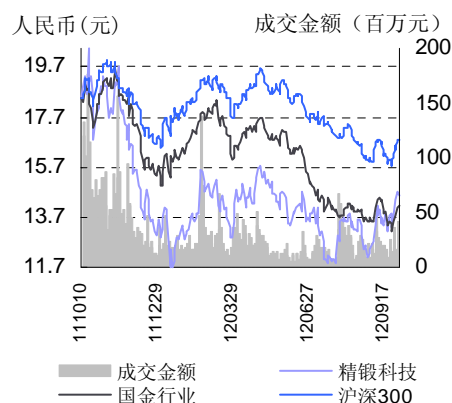
市价(人民币): 14.55元

利息收入促三季度业绩超预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	58.12
总市值(百万元)	21.82
年内股价最高最低(元)	20.45/11.70
沪深300指数	2324.12



相关报告

- 《盈利能力稳健,DSG国产化订单值得期待》, 2012.7.30
- 《优质客户推动业绩,DSG国产拓宽空间》, 2012.7.12

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liyem@gjq.com.cn

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.968	0.860	0.762	0.941	1.155
每股净资产(元)	3.19	8.94	6.59	7.41	8.43
每股经营性现金流(元)	0.36	0.52	0.59	0.80	1.06
市盈率(倍)	N/A	16.91	19.10	15.46	12.60
行业优化市盈率(倍)	25.99	9.71	9.47	9.47	9.47
净利润增长率(%)	52.04%	18.49%	32.81%	23.51%	22.76%
净资产收益率(%)	30.34%	9.62%	11.55%	12.71%	13.70%
总股本(百万股)	75.00	100.00	150.00	150.00	150.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **净利润超预期:** 公司预告三季度报营收为 3.16-3.21 亿元, 同比累计增长 16.56%-18.41%; 三季度报归属母公司股东净利润为 8,350-8,650 万元, 同比累计增长 33.44%-38.23%, 对应 EPS 为 0.56-0.58。第三季度, 公司当季营收同比增长 10.2%-15.6%, 当季净利润同比增长 44.4%-60.5%, 对应 EPS 为 0.18-0.20, 超出我们预期。

经营分析

- **当季利息收入增加促净利润超预期:** 公司前三季度利息收入为 700 万元, 其中第三季度为 640 万元, 贡献 EPS 为 0.04 元, 为业绩超预期主要原因。扣除利息费用后(按 15%税率扣税), 公司前三季度净利润为 7,755-8,055 万元, 对应 EPS 为 0.52-0.54 元, 同比增长 23.9%-28.7%, 其中第三季度 EPS 为 0.14-0.16 元, 业务符合预期。
- **国内市场保持快速增长:** 前三季度, 公司国内营收同比增长达 25%-27%, 较上半年 19.7% 的增速有所提升。我们认为, 公司配套大众大连的锥齿与结合齿快速增长, 以及配套老客户上海通用、通用五菱等的稳健增长, 是国内营收增量的重要来源。未来, 公司给大众大连的配套仍将持续增长, 给北京现代、郑州日产等次新客户的配套也有望放量, 且自动变速箱国产化将推动其新客户陆续增加, 国内营收仍有望快速增长。
- **出口营收有所下滑, 但长期增长趋势不改:** 前三季度, 公司出口营收同比下滑 5%-7%, 拖累公司整体营收增速, 而大众卡塞尔订单到期是下滑的主要原因; 公司 2011 年下半年配套大众卡塞尔营收约 2,100 万元, 而 2012 年下半年则可能低于 500 万元。不考虑新客户的开拓, 我们预计公司 2012 年年出口营收约 9,000 万元, 同比下滑约 9%。大众卡塞尔订单取消是由其内部生产调整所致, 对方也已在 6 月份下达 1 万套锥齿新订单; 我们认为公司强大的出口竞争实力并未发生变化, 短期扰动不会影响公司出口长期增长的趋势。

图表1: 公司出口营收分结构与期间分析 (万元)

分类		全年	上半年	下半年
2011年	总出口	9,839	3,569	6,270
	大众卡塞尔	2,853	713	2,140
	其余出口	6,986	2,856	4,130
2012年	总出口	8,993	4,315	4,678
	大众卡塞尔	1,926	1,426	500
	其余出口	7,066	2,889	4,178
2012年增速	总出口	-8.6%	20.9%	-25.4%
	大众卡塞尔	-32.5%	100.0%	-76.6%
	其余出口	1.1%	1.1%	1.1%

来源: 公司资料、国金证券研究所

注: 标橙黄底色的为假设数据, 浅蓝底色为我们对公司 2012 年全年出口营收增速的预测

- **募投项目已陆续投产, 新增折旧较为有限:** 公司募投的 2,300 万件精锻齿轮项目, 将从 7 月份开始陆续投产; 按公司目前产能释放进程, 我们预计 2012-2014 年年末分别投产 900、1,800、2,300 万件, 新增产能需要在 2012-2014 年分别计提约 800、2,600、4,000 万元, 其中部分已在三季报中有所体现, 预计对盈利能力影响的将较为有限。

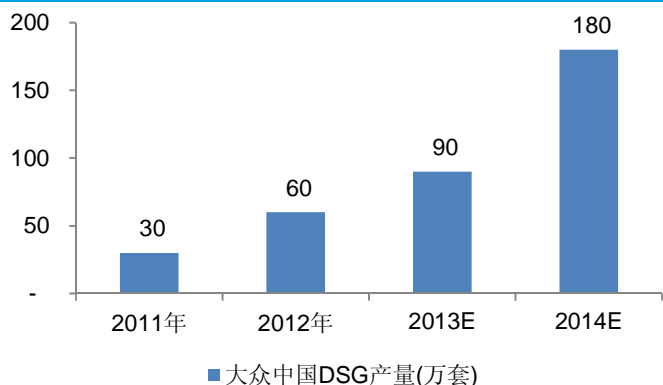
图表2: 公司募投项目每年折旧费用预测

项目	金额(万元)	折旧年限(年)	折旧方法	残值率	年度折旧(万元)	
原有固定资产	房屋与建筑物	2,268	20	年限平均法	10%	150
	机器设备	17,705	10	年限平均法	10%	1,848
	电子设备	90	3	年限平均法	10%	36
	运输设备	161	4	年限平均法	10%	63
	检测设备	633	10	年限平均法	10%	91
	其他	745	10	年限平均法	10%	79
	原有固定资产合计	21,603				2,267
募投固定资产	建筑工程	8,047	20	年限平均法	10%	362
	设备费用	38,535	10	年限平均法	10%	3,468
	其他(土地等)	7,358	10	年限平均法	10%	662
	流动资金	5,700	n/a	n/a	n/a	n/a
募投资产合计	59,640				4,492	
增幅	276%				198%	

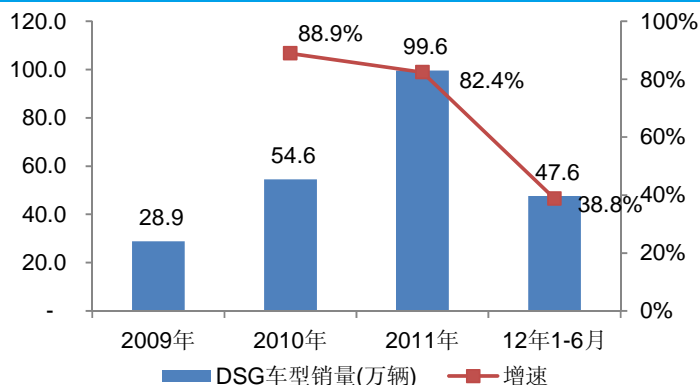
来源: 公司资料、国金证券研究所

- **DSG 车型销量快速增长, 国产化空间广阔:** 2012 年 1-6 月, 国内 DSG 车型销量达 47.6 万辆, 同比增速达 38.8%; 其中南北大众销量为 45.8 万辆, 同比增速达 43.2%, 远超行业整体销量增速。根据我们统计的数据, 当前国内 DSG 已经投产及在建产能达 320 万台, 除大众已经投产的 30 万台外, 新增产能将达 290 万台, 其中大众集团达 150 万套, 产能增幅近 10 倍。
- **精锻科技是 DSG 国产的直接受益者:** 大众方面, 大众大连的 DQ200 双离合差速器锥齿轮由公司独家供货, 变速器结合齿轮由公司与日本一家供应商共同配套; 公司还在与大众洽谈天津工厂 DQ380 和 DQ500 DSG 配套, 该项目规划产能亦为 90 万套。福特方面, 福特在中国的 DSG 由格特拉克供应, 该公司当前规划产能是 55 万台, 公司已获得其结合齿锥齿的订单; 通用方面, 公司正与通用洽谈其在中国的双离合变速器项目, 未来亦有望获得突破。我们认为, 公司的 DSG 等自动变速箱国产化的直接受益者, 增长前景广阔。

图表3: 大众中国DSG产能投产及预测(万台)



图表4: 国内DSG车型销量及增速(万辆)



来源: 互联网、国金证券研究所

图表5: 国内主要乘用车自动变速器项目产能及概况

分类	公司	合作背景	配套公司	建设进度	规划产能(万台)
液力自动变速器(AT)	上海采埃孚变速器	采埃孚(51%)与上汽变速器(49%)	上海大众、华晨宝马等	2004年投产	10
	通用东岳动力总成	上海通用	上海通用	2008年投产	60
	爱信精机(Aisin)	天津艾达, 爱信精机与丰田合资	丰田	2004年投产	13
		江苏工厂	n/a	2012年7月竣工, 2013年投产	24
	天津新工厂	n/a	规划2012年4月开工	40	
华泰汽车	引进采埃孚技术	华泰汽车等	2009年开工	35	
液力(AT)小计					182
双离合变速器	杭齿前进	杭齿前进、广汽集团、菲亚特各持1/3	广汽集团等	2013年开始生产	50
	大众汽车自动变速器(大连)	100%独资	上海大众与一汽大众	首期30万台2010年投产, 总规划90万台	90
	大众-天津工厂	100%独资	上海大众与一汽大众	2012年开工, 2014年中投产	90
	格特拉克	格特拉克(66.7%)与江铃汽车(33.3%)合资	长安福特、江铃等	2011年5月获批	55
	吉利汽车	吉利独资, 收购澳大利亚DSI技术	吉利汽车	2011年底开工	35
双离合小计					320
无级变速器(CVT)	捷特科(JATCO)	100%独资	目前配日产	2009年投产, 规划2012年扩产至70万台	70
自动变速器合计					572

来源: 各公司网站等、国金证券研究所

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年销售收入分别为 4.54、5.89、7.50 亿元, 分别增长 18.4%、29.8%、27.4%; 归属母公司净利润分别为 1.14、1.41、1.73 亿元, 分别增长 32.8%、23.5%、22.8%, 对应摊薄后 EPS 分别为 0.76、0.94、1.16 元。

投资建议

- 精锻科技盈利能力在 A 股零部件企业中首屈一指, 且募投产能投产将带动公司未来数年营收与净利润较快增长, 其理应享受一定的估值溢价。公司目前股价对应 2012 年 PE 为 19.1 倍, 我们维持公司“增持”评级。

图表6: 精锻科技业务分拆预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
半轴齿轮							
平均售价 (元/件)	16.17	15.84	17.14	18.00	17.28	16.93	16.59
增长率 (YOY)	n/a	-2.09%	8.24%	5.00%	-4.00%	-2.00%	-2.00%
销售数量 (万件)	444.5	672.5	953.0	1,173.9	1,385.2	1,731.5	2,164.4
增长率 (YOY)	n/a	51.29%	41.71%	23.18%	18.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	71.9	106.5	163.3	211.3	239.3	293.2	359.1
增长率 (YOY)	n/a	48.13%	53.39%	29.34%	13.28%	22.50%	22.50%
毛利率	34.57%	43.14%	44.30%	41.87%	40.20%	39.70%	39.20%
毛利 (百万元)	24.85	45.94	72.36	88.45	96.21	116.39	140.78
增长率 (YOY)	n/a	84.87%	57.51%	22.24%	8.77%	20.98%	20.96%
占总销售额比重	43.60%	48.84%	52.90%	55.15%	52.76%	49.77%	47.88%
占主营业务利润比重	40.35%	48.88%	51.74%	54.71%	51.51%	47.94%	45.77%
行星齿轮							
平均售价 (元/件)	9.71	9.62	10.80	11.34	10.88	10.67	10.45
增长率 (YOY)	n/a	-0.95%	12.28%	5.00%	-4.00%	-2.00%	-2.00%
销售数量 (万件)	508.5	689.4	974.6	1,221.0	1,440.8	1,801.0	2,251.2
增长率 (YOY)	n/a	35.58%	41.36%	25.29%	18.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	49.4	66.3	105.2	138.4	156.8	192.1	235.3
增长率 (YOY)	n/a	34.29%	58.72%	31.55%	13.28%	22.50%	22.50%
毛利率	35.26%	41.25%	39.52%	36.21%	34.70%	34.20%	33.70%
毛利 (百万元)	17.41	27.35	41.59	50.12	54.41	65.70	79.30
增长率 (YOY)	n/a	57.09%	52.07%	20.51%	8.57%	20.73%	20.71%
占总销售额比重	29.94%	30.41%	34.08%	36.13%	34.57%	32.61%	31.37%
占主营业务利润比重	28.27%	29.10%	29.74%	31.00%	29.13%	27.06%	25.78%
结合齿齿轮							
平均售价 (元/件)	38.41	37.11	33.57	31.89	31.57	31.26	30.32
增长率 (YOY)	n/a	-3.40%	-9.53%	-5.00%	-1.00%	-1.00%	-3.00%
销售数量 (万件)	97.7	106.6	95.2	70.02	140.0	280.1	448.1
增长率 (YOY)	n/a	9.17%	-10.70%	-26.48%	100.00%	100.00%	60.00%
销售收入 (百万元)	37.5	39.6	32.0	22.3	44.2	87.5	135.9
增长率 (YOY)	n/a	5.46%	-19.21%	-30.15%	98.00%	98.00%	55.20%
毛利率	36.06%	38.01%	55.80%	54.37%	52.00%	51.00%	50.00%
毛利 (百万元)	13.53	15.04	17.84	12.14	22.99	44.65	67.93
增长率 (YOY)	n/a	11.16%	18.62%	-31.95%	89.38%	94.19%	52.16%
占总销售额比重	22.76%	18.15%	10.35%	5.83%	9.75%	14.86%	18.11%
占主营业务利润比重	21.97%	16.00%	12.76%	7.51%	12.31%	18.39%	22.08%
其他							
销售收入 (百万元)	6.1	5.7	8.2	11.1	13.29	16.21	19.78
增长率 (YOY)	n/a	-6.86%	44.96%	34.42%	20.00%	22.00%	22.00%
毛利率	95.07%	99.44%	97.89%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
毛利 (百万元)	5.80	5.65	8.06	10.96	13.16	16.05	19.58
增长率 (YOY)	n/a	-2.57%	42.70%	35.95%	20.00%	22.00%	22.00%
占总销售额比重	3.70%	2.61%	2.67%	2.89%	2.93%	2.75%	2.64%
占主营业务利润比重	9.42%	6.01%	5.77%	6.78%	7.04%	6.61%	6.37%
销售总收入 (百万元)	164.88	218.04	308.78	383.10	453.64	589.03	750.10
销售总成本 (百万元)	103.29	124.06	168.92	221.43	266.87	346.24	442.50
毛利 (百万元)	61.59	93.98	139.85	161.67	186.77	242.78	307.60
平均毛利率	37.35%	43.10%	45.29%	42.20%	41.17%	41.22%	41.01%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	218	309	383	454	589	750	货币资金	37	36	387	350	400	450
增长率		41.6%	24.1%	18.4%	29.8%	27.3%	应收款项	79	107	149	179	228	289
主营业务成本	-124	-169	-221	-267	-346	-443	存货	46	61	83	95	114	133
%销售收入	56.9%	54.7%	57.8%	58.8%	58.8%	59.0%	其他流动资产	35	43	90	114	140	179
毛利	94	140	162	187	243	308	流动资产	197	247	709	738	882	1,051
%销售收入	43.1%	45.3%	42.2%	41.2%	41.2%	41.0%	%总资产	51.4%	45.3%	67.9%	54.4%	54.6%	56.1%
营业税金及附加	-2	-1	-3	-4	-5	-7	长期投资	5	5	5	6	5	5
%销售收入	0.8%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	153	250	291	564	669	752
营业费用	-12	-15	-14	-16	-22	-29	%总资产	39.9%	46.0%	27.8%	41.6%	41.4%	40.1%
%销售收入	5.4%	4.7%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	无形资产	26	39	38	47	56	65
管理费用	-25	-29	-40	-49	-64	-82	非流动资产	186	298	336	619	732	824
%销售收入	11.3%	9.5%	10.4%	10.8%	10.9%	10.9%	%总资产	48.6%	54.7%	32.1%	45.6%	45.4%	43.9%
息税前利润 (EBIT)	56	95	104	117	151	191	资产总计	384	545	1,045	1,357	1,614	1,875
%销售收入	25.7%	30.6%	27.2%	25.9%	25.7%	25.4%	短期借款	146	202	20	236	355	440
财务费用	-11	-14	-13	10	7	5	应付款项	46	36	35	42	54	70
%销售收入	5.2%	4.4%	3.5%	-2.2%	-1.1%	-0.7%	其他流动负债	14	14	13	35	40	45
资产减值损失	-2	-3	1	-1	-1	-2	流动负债	206	252	68	313	449	555
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	25	55	55	55	56
投资收益	0	0	0	1	1	1	其他长期负债	1	28	28	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	217	305	151	368	504	610
营业利润	43	79	93	127	157	194	普通股股东权益	167	239	894	989	1,111	1,265
营业利润率	19.6%	25.4%	24.2%	27.9%	26.7%	25.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	13	7	10	11	13	15	负债股东权益合计	384	545	1,045	1,357	1,614	1,875
税前利润	56	85	103	138	170	209	比率分析						
利润率	25.8%	27.6%	26.8%	30.4%	28.9%	27.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-8	-13	-17	-23	-29	-35	每股指标						
所得税率	15.1%	14.7%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	1.186	0.968	0.860	0.762	0.941	1.155
净利润	48	73	86	114	141	173	每股净资产	4.141	3.192	8.944	6.594	7.405	8.430
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.012	0.361	0.524	0.592	0.797	1.055
归属于母公司的净利润	48	73	86	114	141	173	每股股利	0.000	0.000	0.246	0.130	0.130	0.130
净利率	21.9%	23.5%	22.5%	25.2%	24.0%	23.1%	回报率						
							净资产收益率	28.64%	30.34%	9.62%	11.55%	12.71%	13.70%
							总资产收益率	12.45%	13.33%	8.23%	8.42%	8.74%	9.24%
							投入资本收益率	14.70%	17.29%	9.01%	7.61%	8.27%	8.99%
							增长率						
							主营业务收入增长率	32.24%	41.61%	24.07%	18.41%	29.84%	27.35%
							EBIT增长率	65.37%	69.14%	10.32%	12.45%	29.07%	25.81%
							净利润增长率	133.97%	52.04%	18.49%	32.81%	23.51%	22.76%
							总资产增长率	30.36%	42.01%	91.81%	29.86%	18.97%	16.12%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	82.8	79.0	75.5	75.0	75.0	75.0
							存货周转天数	141.2	114.7	118.4	130.0	120.0	110.0
							应付账款周转天数	55.7	57.6	56.0	56.0	56.0	56.0
							固定资产周转天数	240.7	254.8	213.3	238.6	310.9	308.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	71.27%	80.11%	-34.92%	-5.98%	0.86%	3.57%
							EBIT利息保障倍数	4.9	7.0	7.9	-12.0	-23.1	-39.1
							资产负债率	56.53%	56.06%	14.42%	27.11%	31.20%	32.55%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	48	73	86	114	141	173
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	22	23	29	47	71
非经营收益	9	10	14	1	10	14
营运资金变动	-35	-77	-71	-56	-79	-100
经营活动现金净流	41	27	52	89	120	158
资本开支	-45	-93	-104	-302	-146	-145
投资	0	-3	0	-1	0	0
其他	6	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-39	-96	-104	-302	-146	-145
股权募资	45	0	595	0	0	0
债权募资	-3	71	-153	188	119	86
其他	-9	-4	-39	-12	-43	-49
筹资活动现金净流	33	67	403	177	76	36
现金净流量	35	-2	351	-37	50	50

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	5	7
增持	0	0	0	5	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.42	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-07-12	增持	13.15	13.87 ~ 15.33
2 2012-07-30	增持	12.97	N/A

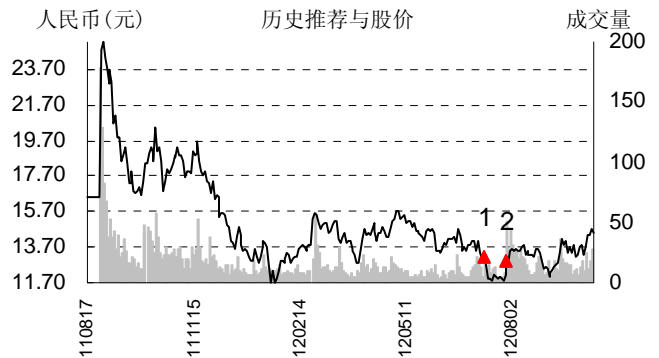
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B