

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

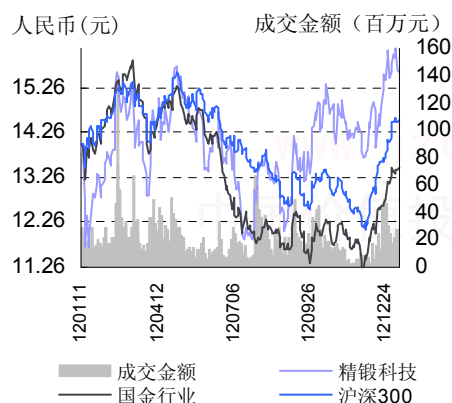
市价(人民币): 15.60元

业绩符合预期, DSG 风波不改核心投资逻辑

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)	23.40
年内股价最高最低(元)	16.13/11.70
沪深 300 指数	2530.57



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

- **年度业绩符合预期:** 公司预告 2012 年度归属母公司股东净利润为 1.12-1.15 亿元, 同比累计增长 30.2%-33.6%, 对应 EPS 为 0.75-0.76, 符合我们此前 0.76 元的预期。第四季度, 当季归属母公司股东净利润为 0.18-0.20 元, 同比增长 15.5%-28.3%。

经营分析

- **业绩增速远超行业整体销量水平:** 2012 年, 狭义乘用车行业销量增速仅约 8%, 尽管受到产能限制、出口营收下滑等不利因素拖累, 但预计公司全年营收增速可达 15%, 超过德系、美系、自主乘用车三者合计约 11% 销量增速(公司当前主要配套这三类品牌)。2012 年, 精锻科技净利润增速超过 30%, 在整个汽车零部件行业更是屈指可数。
- **盈利能力逆市稳中有升:** 在整个汽车产业链面临盈利能力下行压力的 2012 年, 依靠原材料价格的下降与财务费率的控制, 预计公司 2012 年毛利率与 2011 年基本持平, 净利率则同比提升约 3 个百分点。我们认为, 行业景气度下行时的盈利能力, 是汽车零部件企业议价能力的重要体现, 而公司 2012 年稳中有升的盈利能力, 表明了公司强大的竞争实力。
- **募投项目陆续投产, 整体盈利能力仍有望保持较好水平:** 公司公告表示, 齿轮传动募投厂房已交付, 锻造、机加工、热处理等将陆续投产, 折旧总额虽有所上升, 但部件的自制率提高, 使得外协费率下降, 整体盈利能力仍保持较好水平。2013 年开始, 锻造、机加工等产能将陆续投产, 营收与折旧将同比增加, 预计公司盈利能力仍有望保持较好水平。
- **DSG 风波不改公司核心投资逻辑:** 此前有媒体报道大众将用 6 挡的湿式双离合(DQ250)替换现有的 7 挡干式双离合(DQ200), 而公司当前给大众配套的即为 7 挡干式的 DQ200; 大众汽车对此已做出正面回应, 表示其并没有放弃 7 速双离合技术, 且已经对相关生产线进行升级。我们认为, 只要大众生产双离合, 就需要结合齿与锥齿; 即使未来从 7 挡干式换成 6 挡湿式, 公司也有能力配套, 只要公司强大的技术优势仍在, 就不会改变其核心的投资逻辑。

相关报告

1. 《新项目持续增加, 盈利能力有所提升》, 2012.10.23
2. 《利息收入促三季报业绩超预期》, 2012.10.11
3. 《盈利能力稳健, DSG 国产化订单值得期待》, 2012.7.30

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

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

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

- 精锻科技是具有核心技术优势的汽车零部件企业，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 2013 年 PE 为 17.0 倍，我们维持公司“增持”评级。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表1: 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						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.64%	30.34%	9.62%	11.55%	12.71%	13.70%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.45%	13.33%	8.23%	8.42%	8.74%	9.24%
净利润	48	73	86	114	141	173	投入资本收益率	14.70%	17.29%	9.01%	7.61%	8.27%	8.99%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	19	22	23	29	47	71	主营业务收入增长率	32.24%	41.61%	24.07%	18.41%	29.84%	27.35%
非经营收益	9	10	14	1	10	14	EBIT增长率	65.37%	69.14%	10.32%	12.45%	29.07%	25.81%
营运资金变动	-35	-77	-71	-56	-79	-100	净利润增长率	133.97%	52.04%	18.49%	32.81%	23.51%	22.76%
经营活动现金净流	41	27	52	89	120	158	总资产增长率	30.36%	42.01%	91.81%	29.86%	18.97%	16.12%
资本开支	-45	-93	-104	-302	-146	-145	资产管理能力						
投资	0	-3	0	-1	0	0	应收账款周转天数	82.8	79.0	75.5	75.0	75.0	75.0
其他	6	0	0	1	1	1	存货周转天数	141.2	114.7	118.4	130.0	120.0	110.0
投资活动现金净流	-39	-96	-104	-302	-146	-145	应付账款周转天数	55.7	57.6	56.0	56.0	56.0	56.0
股权募资	45	0	595	0	0	0	固定资产周转天数	240.7	254.8	213.3	238.6	310.9	308.6
债权募资	-3	71	-153	188	119	86	偿债能力						
其他	-9	-4	-39	-12	-43	-49	净负债/股东权益	71.27%	80.11%	-34.92%	-5.98%	0.86%	3.57%
筹资活动现金净流	33	67	403	177	76	36	EBIT利息保障倍数	4.9	7.0	7.9	-12.0	-23.1	-39.1
现金净流量	35	-2	351	-37	50	50	资产负债率	56.53%	56.06%	14.42%	27.11%	31.20%	32.55%

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	1	2	2	9	15
增持	0	1	5	12	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.55	1.56	1.55

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
3 2012-10-11	增持	14.93	N/A
4 2012-10-23	增持	15.07	N/A

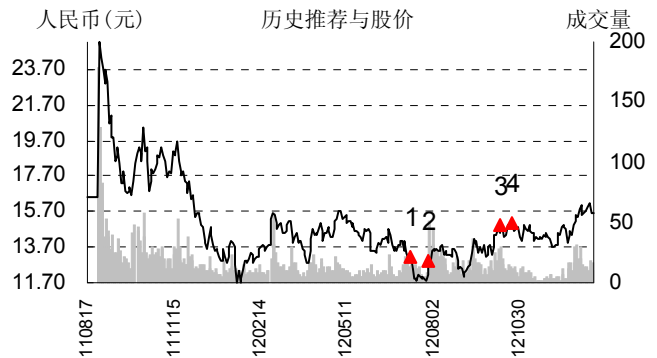
来源：国金证券研究所

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



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net