



东兴证券
DONGXING SECURITIES

斩断关联交易 突破乘用车市场

——渤海活塞（600960）调研快报

2013 年 12 月 04 日

推荐/首次

渤海活塞

调研快报

关注 1：公司是商用车活塞领域龙头，技术实力突出

渤海活塞生产的活塞直径横跨 30mm 至 400mm，品种达 1,000 多个，广泛用于各种汽车、船舶、工程机械、军工等动力机械领域。公司在国内市场占比第一，主要客户包括潍柴、一汽解放、玉柴、康明斯、上柴等国内外主流的商用车主机厂及发动机厂。

公司研发投入大，技术实力突出。渤海活塞是全国内燃机标准化技术委员会活塞活环分委员会的主持单位，公司负责活塞产品国家和行业标准的制定和修订工作。公司多年来一直重视研发，研发投入占比长期处于高位，保持在 3% 以上。持续的研发投入为公司带来及技术实力的提升。目前公司国内第一家推出具有自主知识产权的整体锻钢结构活塞的企业。公司的技术优势也是开拓乘用车市场的重要保证。

关注 2：关停亏损资产，斩断关联交易

公司此前存在与盟威集团、盟威缸套的关联交易、特种合金业务亏损等问题。特种合金 2012 年在公司营收中的占比超过 25%，但毛利为负，严重拖累了公司的盈利能力。而最近一两年来公司下定壮士断腕的决心：2011 年 4 月盟威集团实际控制人李俊杰卸任上市公司董事长、董事；2012 年 8 月将特种合金业务关停；2012 年 5 月 4 日，渤海活塞与盟威集团签订《土地使用权转让合同》，以 1.28 亿元的金额收购国有土地使用权。随着一连串举措的实施，公司已彻底撇清与盟威的关系，斩断了关联交易，彻底清理了特种合金等非主业亏损业务。我们认为公司利润水平正在显著提升，且未来公司治理将步入良性轨道。

关注 3：突破乘用车领域，进入新一轮快速成长

国内商用车行业未来成长空间有限，对公司来说突破乘用车市场应是最佳选择。公司之前的乘用车客户多为国内自主乘用车品牌，配套价格低廉。但目前公司借助突出的技术实力，已开始进入德国大众配套体系，目前一开始小批量供货。从明年开始将批量为德国大众 1.2T 发动机供货。到 2014 有望为大众本部更多型号发动机以及大众巴西工厂配套。我们预计未来公司为大众配套的活塞数量有望达到 400-500 万支。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

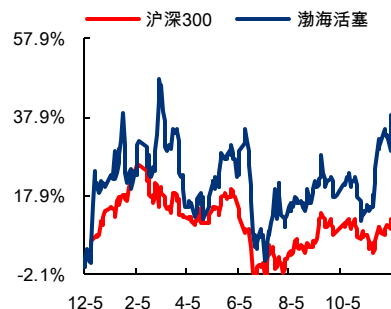
执业证书编号：

S1480512090002

交易数据

52 周股价区间（元）	8.08-7.25
总市值（亿元）	17.1
流通市值（亿元）	17.1
总股本/流通 A 股（万股）	21167/21167
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

在拓展了大众这样的优质高标准客户后，公司亟需高标准的生产线支撑配套。目前公司已有一条进口生产线。此外还有更多高标准生产线在建。我们从即将进行的增发来看，公司计划建设 800 万套的乘用车产能，将从供给端为公司乘用车业务发展提供有效支撑。

乘用车市场的突破有望带动公司进入新一轮成长期。

结论：

综合来看，在下定壮士断腕的决心，断掉关联交易和关闭亏损非核心业务后，公司又开始配套大众这样的优质合资公司，将进入新一轮成长期。

预计公司 2013 年-2015 年的营业收入分别为 12.52 亿元、12.83 亿元和 14.61 亿元，EPS 分别为 0.27 元、0.28 元和 0.46 元，对应 PE 分别为 30 倍、29 倍、18 倍。首次关注给予“推荐”的评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	1352	1251	1345	1682	1701	营业收入	1824	1414	1252	1283	1461
货币资金	332	354	287	656	541	营业成本	1486	1179	950	981	1070
应收账款	363	239	302	311	356	营业税金及附加	9	7	9	9	12
其他应收款	2	2	2	2	2	营业费用	61	46	58	59	64
预付款项	19	64	102	104	115	管理费用	95	90	103	93	98
存货	364	351	353	361	402	财务费用	53	61	56	33	36
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4.00	-13.14	12.00	2.00	2.00
非流动资产合计	657	796	834	967	1037	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	2	2	2	2	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	630	624	502	578	688	营业利润	116	44	64	106	179
无形资产	12	142	139	143	151	营业外收入	6.05	8.17	5.13	5.17	5.28
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.93	2.58	1.00	1.00	1.00
资产总计	2010	2047	2179	2649	2738	利润总额	118	50	68	110	183
流动负债合计	815	874	896	703	597	所得税	18	7	11	14	26
短期借款	306	210	417	298	207	净利润	101	43	57	96	157
应付账款	127	85	97	105	122	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	114	114	95	99	112	归属母公司净利润	100	42	57	96	157
一年内到期的非	119	102	82	78	76	EBITDA	272	330	209	266	354
非流动负债合计	303	247	304	152	173	EPS (元)	0.62	0.26	0.27	0.28	0.46
长期借款	282	220	265	133	145	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1118	1120	1200	855	770	成长能力					
少数股东权益	5	6	9	9	9	营业收入增长	3.2%	-22.5%	-11.5%	2.5%	13.9%
实收资本（或股	163	163	342	342	342	营业利润增长	-31.2%	-61.7%	45.0%	63.9%	69.8%
资本公积	335	335	286	1266	1266	归属于母公司净利润	-17.7%	-58.2%	37.0%	66.4%	64.5%
未分配利润	331	361	402	465	632	获利能力					
归属母公司股东	887	921	979	1794	1968	毛利率(%)	19%	17%	24%	24%	27%
负债和所有者权	2010	2047	979	1794	1968	净利率(%)	6%	3%	5%	7%	11%
现金流量表						总资产净利润(%)	5%	2%	3%	4%	6%
单位：百万元						ROE(%)	11%	5%	6%	5%	8%
经营活动现金流	238	286	136	192	314	偿债能力					
净利润	101	43	57	96	157	资产负债率(%)	56%	55%	55%	32%	28%
折旧摊销	103	225	152	154	202	流动比率	1.66	1.43	1.50	2.39	2.85
财务费用	53	61	56	33	36	速动比率	1.21	1.03	1.11	1.88	2.18
应付账款的变化		-42	12	8	17	营运能力					
预收账款的变化		-1	-19	4	13	总资产周转率	0.89	0.70	0.83	0.93	0.78
投资活动现金流	2	-248	-135	2	2	应收账款周转率	5	5	5	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.01	13.38	13.77	12.70	12.87
长期投资	2	2	2	2	2	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益	0.62	0.26	0.27	0.28	0.46
筹资活动现金流	-228	-16	-48	862	53	每股净现金流	0.08	0.14	-0.22	3.09	1.08
短期借款	306	210	417	298	207	每股净资产	5.45	5.65	4.62	5.25	5.75
长期借款	282	220	265	133	145	估值比率					
普通股增加	0	0	3	1070	0	P/E	13.03	31.08	29.80	28.88	17.56
资本公积增加	0	0	-49	980	0	P/B	1.48	1.43	1.75	1.54	1.40
现金净增加额	13	22	-47	1056	369	EV/EBITDA	6.22	4.52	9.06	11.00	8.48

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

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。

联系人简介

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。