

# 生产调整和费用增加制约业绩增长 电动差速器齿轮量产将带动下半年增速提升

2014年08月10日

强烈推荐/维持

精锻科技

财报点评

——精锻科技（300258）中期财报点评

苏杨

分析师

执业证书编号：S1480512090002

suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

精锻科技公布了2014年上半年财务报告：2014年上半年销售收入2.97亿元，同比增长15.03%，上半年归属股东净利润6252.08万元，同比增长14.8%。

## 公司分季度财务指标

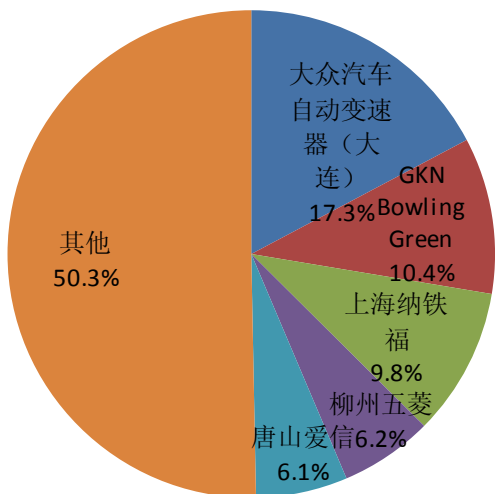
指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	120.66	125.4	132.47	127.24	146.63	144.41	152.21
增长率（%）	7.32%	25.29%	19.07%	19.08%	21.52%	15.16%	14.90%
毛利率（%）	41.26%	37.87%	37.85%	43.76%	42.00%	39.77%	37.43%
期间费用率（%）	12.61%	13.41%	12.03%	15.96%	15.32%	15.74%	13.69%
营业利润率（%）	26.15%	23.88%	24.52%	27.35%	24.83%	23.67%	22.18%
净利润（百万元）	26.86	26.55	27.90	33.20	34.36	29.17	33.35
增长率（%）	14.44%	-07.72%	00.07%	17.59%	27.90%	09.84%	19.53%
每股盈利（季度，元）	0.18	0.18	0.16	0.18	0.19	0.16	0.19
资产负债率（%）	17.41%	14.44%	22.30%	20.73%	19.48%	24.82%	25.46%
净资产收益率（%）	2.74%	2.63%	2.76%	3.18%	3.18%	2.63%	2.99%
总资产收益率（%）	2.26%	2.25%	2.14%	2.52%	2.56%	1.98%	2.23%

观点：

- **电动差速器攻关制约营收增长。**公司为全力推进对未来发展有重大影响的“汽车电动差速器齿轮制造项目”达到客户订单的交付进度要求，短时间内调配集中了公司大量的人力、物力、产能等资源进行攻关。该生产线大部分人员是从现生产线抽调的熟练工，加之上半年大量的新产品开发导致工装、模具、检具等需求量大幅上升，使得常规产品模具的正常出产受到影响，从而对公司上半年常规产品业务的交付和营业收入的增长产生了一定的制约。目前，虽然该项目已按计划进度顺利进入量产供货，客户给予了很高的评价。我们预计不利影响将逐渐消除，而电动差速器的顺利量产对公司具有重要意义。
- **订单饱满，出货依然供不应求。**2014年上半年，公司总订单、行星半轴齿轮、结合齿齿轮订单分别为2244.46万件、2001.68万件、242.79万件，公司实际产出数则分别为1773.44万件、1612.95万件和160.49万件，订单完成率仅为79%、81%和66%。公司各类产品均处于供不应求的状态。

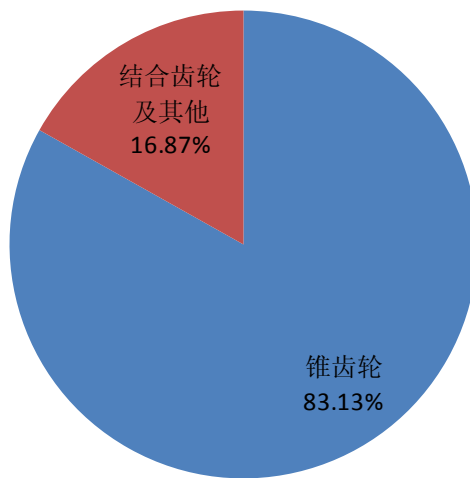
- **合资和自主此消彼长，客户结构优化。** 报告期内公司对合资品牌、自主品牌配套额分别为23711.28万元和5352.65万元，同比分别增长24.62%和下降13.63%，占比分别为80%和18%。我们认为自主品牌的下滑是自主品牌上半年整体萎靡和公司主动提升优质客户结构所致。客户结构优化有助于公司长期良性发展。
- **结合齿轮实现爆发增长。** 公司实现结合齿及其他产品产量160.49万件，销售收入5004万元，同比增长108.58%，订单完成率66%。结合齿轮的高速增长带动了对大众大连变速器厂的配套额增长。配套额达到5117万元，同比大增71%。
- **管理费用、财务费用大幅增加，导致利润水平下滑。** 公司上半年管理费用和财务费用分别为3183万元和506万元，同比分别增长40.37%和161.06%。管理费用增加原因主要是研发费用增加、管理人员薪酬增加、新厂区办公楼投入使用致折旧费用增加等。而生产发展需要增加了短期流动资金借款则是财务费用增加主因。两者对净利率影响幅度达到2.9个百分点。导致公司在毛利率同比提升的情况下，净利率出现下滑。

图 1: 2014 年 H1 公司前五大客户配套额占比



资料来源: 东兴证券研究所

图 2: 2014 年 H1 公司产品结构



资料来源: 东兴证券研究所

### 结论:

虽然公司上半年由于电动差速器攻关、期间费用提升导致业绩增长偏缓，但客户结构优化、订单持续爆满、结合齿爆发增长等正面信号仍在积聚。预计下半年公司业绩在电动差速器的带动下增速将会明显提升。

预计公司2014-2016年EPS分别为0.77元、1元、1.35元，对应PE为18.8倍、14.5倍、10.8倍，维持“强烈推荐”的投资评级。

## 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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	507	420	507	632	810	<b>营业收入</b>	439	532	642	824	1077
货币资金	212	73	89	114	149	<b>营业成本</b>	249	317	384	485	633
应收账款	97	120	143	184	240	营业税金及附加	4	4	6	7	9
其他应收款	1	2	2	3	4	营业费用	13	17	20	25	33
预付款项	18	19	19	19	19	管理费用	44	52	64	82	107
存货	93	112	139	176	230	财务费用	0	7	15	22	18
其他流动资产	26	34	34	34	34	资产减值损失	3.96	2.06	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	681	919	1191	1171	1137	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5	5	5	5	5	投资净收益	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
固定资产	329.39	578.88	752.09	682.99	680.13	<b>营业利润</b>	125	134	154	203	277
无形资产	45	44	40	35	31	营业外收入	8.34	10.18	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	98	117	213	213	213	营业外支出	0.44	0.46	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1188	1340	1698	1804	1947	<b>利润总额</b>	133	143	164	213	287
<b>流动负债合计</b>	146	219	501	476	442	所得税	21	21	25	33	44
短期借款	42	124	389	343	280	<b>净利润</b>	112	122	139	181	243
应付账款	47	45	63	79	104	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	112	122	139	181	243
一年内到期的非流	25	0	0	0	0	EBITDA	196	227	267	325	402
<b>非流动负债合计</b>	61	42	17	17	17	<b>BPS (元)</b>	0.75	0.68	0.77	1.00	1.35
长期借款	30	10	10	10	10	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>负债合计</b>	207	261	518	492	458	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-17.5%	21.2%	20.76%	28.30%	30.78%
实收资本(或股本)	150	180	180	180	180	营业利润增长	-7.5%	385.7%	15.45%	31.65%	36.34%
资本公积	606	576	576	576	576	归属于母公司净利润	14.1%	244.7%	14.06%	29.73%	34.64%
未分配利润	198	283	370	483	636	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	982	1079	1179	1311	1488	毛利率(%)	43%	40%	40%	41%	41%
<b>负债和所有者权</b>	1188	1340	1697	1803	1946	净利率(%)	25%	23%	22%	22%	23%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
<b>经营活动现金流</b>	112	102	198	222	254	<b>偿债能力</b>					
净利润	112	122	139	181	243	资产负债率(%)	17%	19%	30%	27%	24%
折旧摊销	71.89	86.79	0.00	100.73	106.69	流动比率	3.47	1.92	1.01	1.33	1.83
财务费用	0	7	15	22	18	速动比率	2.84	1.41	0.73	0.96	1.31
应付帐款的变化	0	0	18	17	24	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.39	0.42	0.42	0.47	0.57
<b>投资活动现金流</b>	-282	-251	-369	-81	-72	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.81	11.54	11.94	11.59	11.78
长期投资	5	5	5	5	5	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.68	0.77	1.00	1.35
<b>筹资活动现金流</b>	-5	10	186	-117	-148	每股净现金流(最新)	-1.16	-0.77	0.08	0.14	0.19
短期借款	42	124	389	343	280	每股净资产(最新摊)	6.54	5.99	6.55	7.28	8.27
长期借款	30	10	10	10	10	<b>估值比率</b>					
普通股增加	50	30	0	0	0	P/E	19.50	21.44	18.79	14.49	10.76
资本公积增加	-50	-30	0	0	0	P/B	2.22	2.42	2.22	2.00	1.76
<b>现金净增加额</b>	-174	-139	15	25	35	EV/EBITDA	10.51	11.77	10.96	8.77	6.86

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。