

# 订单可支撑高成长 短期受制于人员不足和转固压力

## ——精锻科技（300258）调研简报

2014年08月20日

强烈推荐/维持

精锻科技

调研简报

关注 1: 订单可支撑高成长, 但受制于熟练工不足

公司上半年订单完成率仅 79%。上半年结合齿的订单量增速达到 108.58%。虽然行星半轴齿轮订单仅增长 2.75%，但这是公司认识到生产能力不足、拒绝很多订单所致。公司在国内市场独一无二的进口替代优势使得新订单源源不断。按照公司目前的情况，明年订单再增长 30%是靠谱的。在订单不用愁的情况下，公司最大的问题仍然是熟练工不足。要满足 30%的订单增长意味着至少需要增加 15%的熟练工人（大约 200 人）。公司目前正采取与地方技校合作、积极招工、提升工人待遇和自动化率来应对。公司的人员流失一般发生在上半年，预计下半年人员紧张的局面会有所缓解。

关注 2: 结合齿短期看大众占比提升, 长期看大众产能增加和产品深加工。

(1) 大众大连变速器厂配比提升将是结合齿增长短期动因。公司今年上半年的 160.5 万件结合齿及其他销售量绝大部分都是配套大众大连变速器厂。目前在该厂的供货占比接近 40%，另外部分则全部由价格明显高于精锻、从日本直接进口的 00KA 提供。公司价格优势明显，在结合齿产能继续提升的情况下，对大连变速器厂配比可继续提升，到 50%问题不大。(2) 大众天津工厂的投产和产品深加工将长期支撑结合齿增长。大众集团在天津的变速器规划产能为大众 135 万套、奥迪 45 万套。主要生产的 DQ380、DQ500、DL382 全部为 DSG 变速器。结合齿需求量相当于目前天津变速器厂 2 倍以上。而且在天津厂配套中公司为后进入者，而天津工厂公司可与对手同时开始配套，配比起点可能会更高。此外，目前公司结合齿都是半成品，大众将精加工环节外包应是长期趋势，而精加工产品的价格数倍于半成品。产品深加工将推升公司结合齿营收和盈利水平的长期增长。

关注 3: 下半年为转固高峰, 明年转固压力将开始缓解。

由于最近两年公司建设新工厂，在固定资产上不断投资，导致公司利润增长持续低于收入增长。公司年初预计了全年转固 3 亿，而上半年只转了 1 亿，预计下半年将再转 2 个亿。明年主要是电动差速器和奥迪轴产能转固，但金额远低于今年。折旧方面，预计明年会继续增加，将是阶段性折旧高点。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

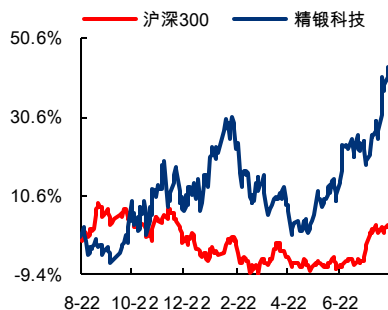
执业证书编号:

S1480512090002

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	16.37-11.29
总市值 (亿元)	29.47
流通市值 (亿元)	11.6
总股本/流通 A 股 (万股)	18000/16593
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.88

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《精锻科技（300258）2014 年中期财报点评：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》2014-08-11
- 2、《精锻科技（300258）调研简报：轴和电动差速器成新增长引擎 产业链整合初现端倪》2014-05-21
- 3、《精锻科技（300258）2013 年一季报点评：盈利能力下滑明显 长期成长性犹在》2013-04-25
- 4、《精锻科技（300258）2012 年三季报点评：业绩保持稳定 低基数带来单季增速陡增》2012-10-26

表 1：大众集团国内变速器产能规划分布

区域	配套品牌	大众持股比例	产品	产能（万套）
大连	大众	100%	DQ200	90
长春	大众	40%	MQ200、MQ250	90
天津	大众	100%	DQ380、DQ500	135
天津	奥迪	100%	DL382	45
上海	大众	60%	MQ200、MQ250	45
合计				405

资料来源：东兴证券研究所

## 结论：

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.77 元、1 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍和 11 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				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<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	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		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<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	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	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>						总资产净利润(%)	9%	9%	8%	10%	12%
						ROE(%)	11%	11%	12%	14%	16%
<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	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。