

2015年04月09日

证券研究报告·公司研究·汽车
浩物股份(000757)调研报告



主业压力大，国企改革、外延式发展值得期待

投资要点

- **主业压力大，未来看产品结构、客户结构调整。**公司的主营业务是汽车曲轴的生产和销售，产品主要有轿车、轻型车、微车发动机曲轴。受到自主品牌轿车市场下滑影响，产品毛利率下滑。此外，近年来很多自主品牌也在自建曲轴生产线，公司市场份额下滑。我们认为，未来公司主业的拐点主要看产品结构调整与客户结构调整的成效。
- **天津国企改革标的，大集团下唯一上市公司平台。**公司的大股东隶属于天津市物产集团，物产集团承担着全市国企1/3的营业规模，占全市12%的进出口额。是天津国资系统的重点企业。我们判断物产集团有望成为天津市国企改革的排头兵。而浩物股份是物产集团旗下唯一的A股上市公司，有望成为集团资本运作平台，未来优质资源注入可期。
- **设立创投基金、与硅谷天堂合作，外延式发展可期。**公司与滨悦投资、卓朗科技、汇鑫创富共同发起设立天津财富嘉绩投资合伙企业，创投基金的设立为了能充分利用国家现有优惠政策和社会资本，并借助专业的投资团队和投资渠道，积极把握新兴产业发展机遇，促进公司原有产业与新兴产业协同发展，并为将来公司进一步扩充主业，培育新的利润增长点打下坚实的基础。此外，公司还与硅谷天堂展开合作，公司与硅谷天堂签署了《战略咨询及并购整合服务协议》，硅谷天堂在资本市场上有着丰富的战略合作及并购整合经验与资源，且新疆硅谷天堂持有公司5%的股份，为公司的二股东，将分享公司未来发展的成果，硅谷天堂的加入为公司外延式发展打开了想象空间。
- **高管薪酬改革方案推出，调动管理层积极性。**公司于14年底推出高管薪酬与绩效考核制度，将薪酬与市值增长，净资产收益率增长挂钩。此次高管薪酬与绩效考核方案是公司这些年来首次在激励机制方面做出的改革，有利于增强管理人员积极性、提升管理效率，长期利好公司的发展。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计浩物股份2015-2017年EPS分别为0.05元、0.06元、0.08元，主业压力较大，预计15、16年实现稳定恢复性增长，未来主要关注其国企改革及外延式发展。
- **风险提示：**国企改革进度或低于预期，外延式发展或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	405.29	425.55	468.11	524.28
增长率	-8.47%	5.00%	10.00%	12.00%
归属母公司净利润(百万元)	18.18	23.86	28.48	34.61
增长率	-66.99%	31.27%	19.37%	21.50%
每股收益EPS(元)	0.04	0.05	0.06	0.08
净资产收益率ROE	3.44%	4.32%	4.90%	5.62%
PE	263.59	200.80	168.22	138.46
PB	9.06	8.67	8.24	7.78

数据来源: Wind, 西南证券

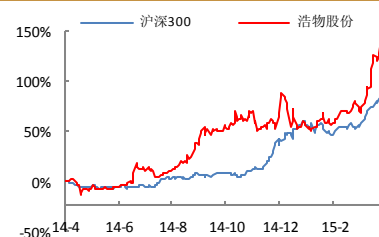
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

研究助理: 梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.52
流通A股(亿股)	3.13
52周内股价区间(元)	4-11.39
总市值(亿元)	47.92
总资产(亿元)	9.19
每股净资产(元)	1.17

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

一、主业压力大，未来看产品结构、客户结构调整.....	1
二、天津国企改革标的，大集团下唯一上市公司平台.....	2
三、设立创投基金、与硅谷天堂合作，外延式发展可期.....	5
四、高管薪酬改革方案推出，调动管理层积极性.....	5
五、估值.....	5

图 目 录

图 1: 营业收入（亿元）与增速	1
图 2: 净利润（亿元）与增速	1
图 3: 产销量（万件）	2
图 4: 毛利率（%）	2
图 5: 期间费用率（%）	2
图 6: 三费率分项（%）	2
图 7: 公司股权结构	3
图 8: 《关于进一步深化国资国企改革的实施意见》要点	3
图 9: 大股东旗下资产	4

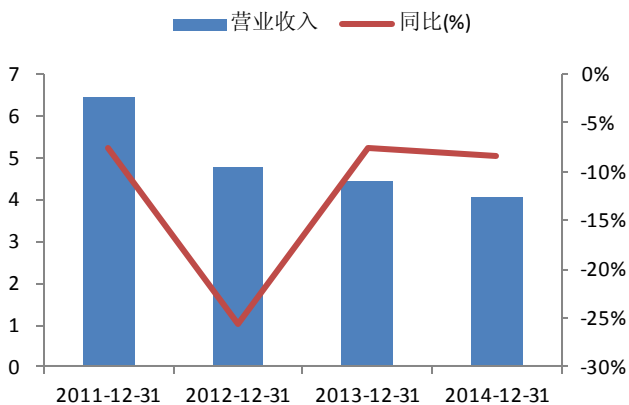
表 目 录

附表: 财务预测与估值	6
-------------------	---

一、主业压力大，未来看产品结构、客户结构调整

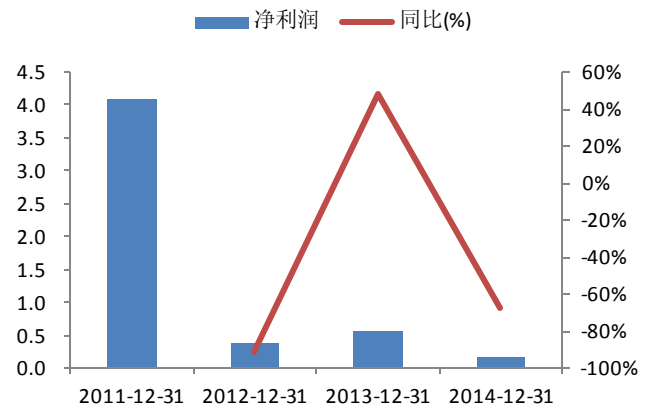
公司的主营业务是汽车曲轴的生产和销售，产品主要有微车、轻型车、轿车发动机曲轴。2014年，公司实现营业收入4.05亿元，同比下降8.5%，实现净利润1817.8万元，同比下滑67%。扣非后归属于上市公司股东的净利润1480.2万元，同比下滑57.8%。2014年利润大幅下滑的主要原因是：1、公司主要客户为自主品牌整车厂，受自主品牌轿车同比下降17.4%影响；2、客户自建曲轴生产线陆续量产，压缩了公司的部分市场份额；3、新工厂处于搬迁过程中，新设备的调试过程增加了相关的成本、费用。

图 1: 营业收入 (亿元) 与增速



数据来源: WIND, 西南证券

图 2: 净利润 (亿元) 与增速

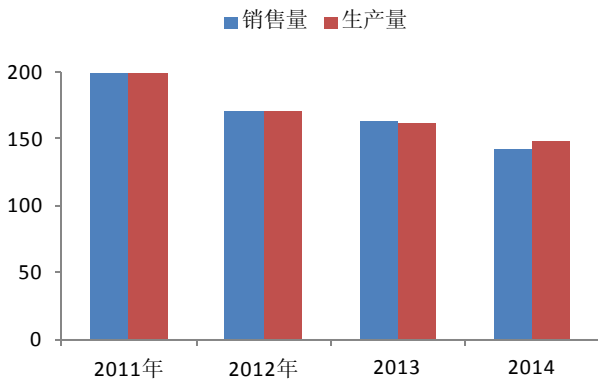


数据来源: WIND, 西南证券

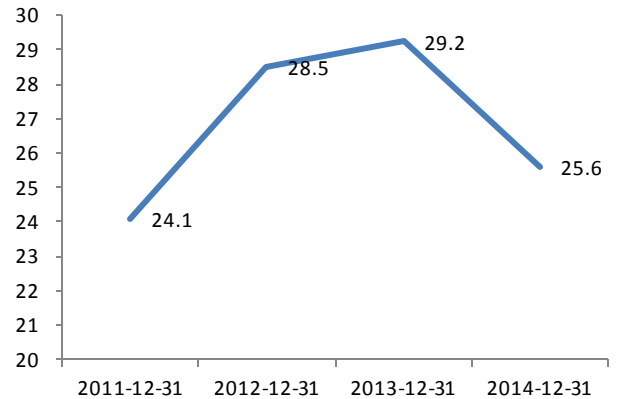
公司主业压力较大主要是因为近年来很多自主品牌在自建曲轴生产线，造成市场份额下滑。毛利率不断压缩。此外，近年来很多自主品牌也在自建曲轴生产线，公司市场份额下滑。公司为应对市场的变化，积极调整产品结构和开拓合资品牌客户，我们认为，未来公司主业的拐点主要看产品结构调整与客户结构调整的成效。

产品结构上，公司在 2011 年重组后，生产上原本以微车曲轴为主改为以轿车、轻型车曲轴为主。产品结构调整已见成效，2012 年轿车曲轴产品同比提高 6.3 个百分点，轻型车曲轴产品比重同比提高 2 个百分点。2013 年轿车、轻型车产品结构占比增加了 3.7 个百分点，2014 年轿车、轻型车曲轴占比同比提高 2.43 个百分点。

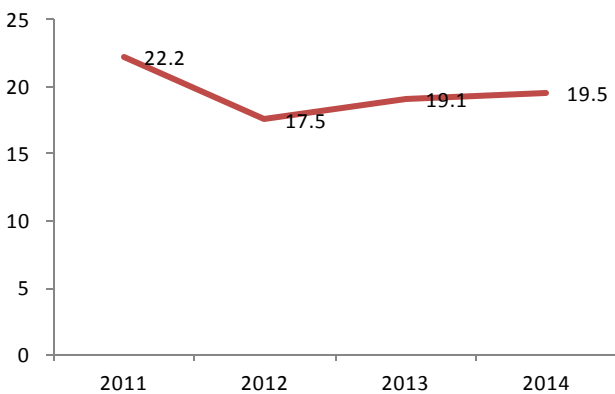
产品结构的调整在 2012 年和 2013 年成效显著。12、13 年虽然产销量均在下降，但是产品毛利率在稳步提升。14 年产品结构仍在调整，但是毛利率下降较多，主要是新工厂搬迁，产品线调试过程中废品率增加，导致毛利率的下滑。我们预计 15 年中期新工厂搬迁完毕，产品线正常生产后，产品结构调整所带来的毛利率提升将体现。

图 3: 产销量 (万件)


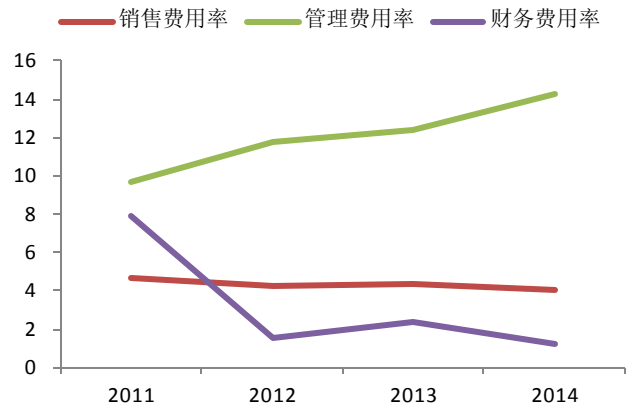
数据来源: WIND, 西南证券

图 4: 毛利率 (%)


数据来源: WIND, 西南证券

图 5: 期间费用率 (%)


数据来源: WIND, 西南证券

图 6: 三费率分项 (%)


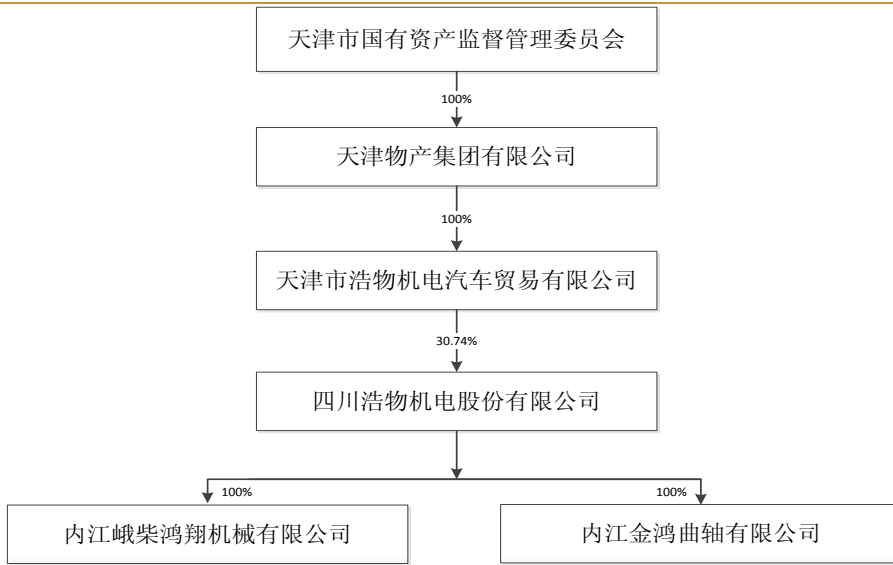
数据来源: WIND, 西南证券

客户结构上, 公司目前主要配套的仍是自主品牌客户, 包括长安、奇瑞、江淮、吉利、比亚迪等。公司未来重点开拓合资品牌客户, 目前已经和部分合资主机厂进行前期小批量供货, 未来有望实现量产。

二、天津国企改革标的, 大集团下唯一上市公司平台

公司前身先后为“四川峨眉柴油机股份有限公司、四川方向光电股份有限公司”。后经历破产重组, 引入天津市浩物机电汽车贸易有限公司成为公司的大股东。而天津市浩物机电汽车贸易公司是天津物产集团有限公司 (以下简称物产集团) 的全资子公司, 物产集团隶属于天津市国资委, 浩物股份是物产集团旗下唯一上市公司 (A股) 平台, 公司的实际控制人为天津市国资委。

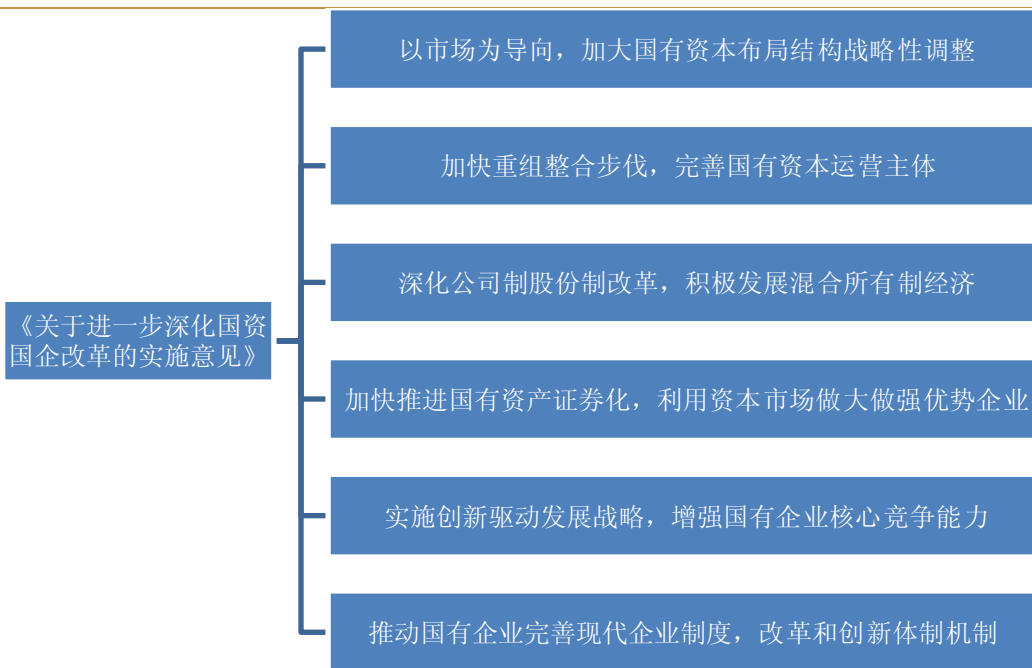
图 7：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

2014年3月24日，天津市发布《关于进一步深化国资国企改革的实施意见》（下称“实施意见”，提出目标：到2017年底，重点集团至少拥有1家上市公司，经营性国有资产证券化率达到40%。天津国资改革方案共有22条，分六大部分。其中第四条明确提出要加快推进国有资产证券化、利用资本市场做大做强优势企业。而目前天津市国企证券化率还比较低，未来旗下上市公司将成为资产证券化的平台。

图 8：《关于进一步深化国资国企改革的实施意见》要点

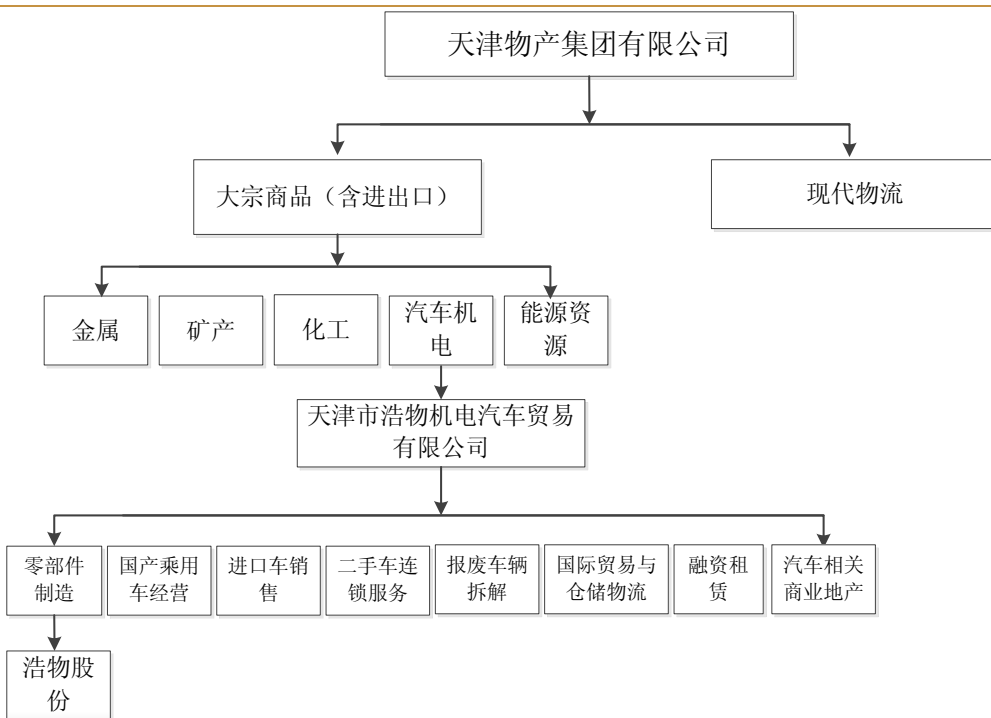


数据来源：公司公告，西南证券

物产集团有望成为天津市国企改革的排头兵。天津物产集团有限公司是天津市最大的国有生产资料流通企业，是国家商务部全国重点培育的流通领域 20 家大企业集团之一。物产集团是天津市第一家进入世界 500 强的企业。在“2014 年财富世界 500 强”中，集团排名第 185 位。物产集团经营领域涵盖大宗商品（含进出口）、现代物流等，其中大宗商品主要包括金属（黑色金属、有色金属）、能源资源（煤炭、焦炭、燃料油）、矿产（铁矿、有色矿）、化工、汽车机电等五大类别。截至 2013 年末，集团总资产为 1147 亿元，实现销售收入 3379 亿元，实现利润 21.1 亿元，集团承担着全市国企 1/3 的营业规模，占全市 12% 的进出口额。是天津国资系统的重点企业。

在汽车机电板块，物产集团在全国建有各类汽车 4S 专卖店和经营机构，拥有奔驰、宝马、奥迪、大众、丰田等国内外 70 多个汽车知名品牌的销售权，集团所属的天津市浩物机电汽车贸易有限公司是天津市最大的汽车销售代理商，集团拥有天津市最大的二手车交易市场（天津空港二手车交易市场）和全国最大的奔驰东疆进口车物流园。

浩物股份是物产集团旗下唯一上市公司，有望成为集团资本运作平台，未来优质资源注入上市公司可期。

图 9: 大股东旗下资产


数据来源：公开资料，西南证券

三、设立创投基金、与硅谷天堂合作，外延式发展可期

公司与天津滨恺投资发展有限公司、天津卓朗科技发展有限公司、汇鑫创富先行共同发起设立天津财富嘉绩投资合伙企业，创投基金的设立为了能充分利用国家现有优惠政策和社会资本，并借助专业的投资团队和投资渠道，积极把握新兴产业发展机遇，促进公司原有产业与新兴产业协同发展，并为将来公司进一步扩充主业，培育新的利润增长点打下坚实的基础。

此外公司还与硅谷天堂展开合作，公司与硅谷天堂于 2014 年 12 月 11 日签署了《战略咨询及并购整合服务协议》，协议有效期限为三年，硅谷天堂在合作期内将为公司提供公司战略梳理、产业并购整合方案、资本运作的架构设计及实施、产业并购基金的设计及资金的募集、并购项目的推荐寻找和调研以及尽职调查、公司价值提升方案等服务。

硅谷天堂在资本市场上有着丰富的战略合作及并购整合经验与资源，且新疆硅谷天堂持有公司 5% 的股份，为公司的二股东，将分享公司未来发展的成果，硅谷天堂的加入为公司外延式发展打开了想象空间。

四、高管薪酬改革方案推出，调动管理层积极性

公司于 14 年底推出高管薪酬与绩效考核制度，将薪酬与市值增长，净资产收益率增长挂钩。此次高管薪酬与绩效考核方案是公司这些年来首次在激励机制方面做出的改革，有利于增强管理人员积极性、提升管理效率，长期利好公司的发展。

五、估值

假设 1、公司 15 年新工厂搬迁仍在继续，预计对生产会造成小幅影响，但影响较 14 年预计会减弱，16、17 年随着新客户开拓，公司产品结构的改善，预计收入增速。我们预计公司收入稳定增长，15、16、17 年增速分别为 5%、10%、15%。

假设 2、毛利率方面，随着新设备调试完废品率下降以及产品结构的改善，预计 15、16、17 年毛利率稳步提升，分别为 26%、27%、28%。

最终，我们预测公司 15-17 年营业收入分别为 4.26、4.68、5.24 亿元，同比增长 5%、10%、12%。归属于上市公司股东净利润分别为 2386 万元、2848 万元、3461 万元，同比增长 31.3%、19.4%、21.5%。EPS 为 0.05 元、0.06 元、0.08 元。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	405.29	425.55	468.11	524.28	净利润	18.18	23.86	28.48	34.61
营业成本	301.50	314.91	344.06	382.72	折旧与摊销	14.45	17.97	31.33	36.87
营业税金及附加	1.44	3.09	3.40	3.81	财务费用	4.90	0.51	1.48	2.56
销售费用	16.32	17.93	19.73	22.09	资产减值损失	-0.67	0.50	1.00	1.00
管理费用	57.90	56.17	60.85	67.11	经营营运资本变动	43.44	-2.56	-17.03	-9.92
财务费用	4.90	0.51	1.48	2.56	其他	-59.90	-2.27	-3.25	-4.33
资产减值损失	-0.67	0.50	1.00	1.00	经营活动现金流净额	20.40	38.01	42.01	60.79
投资收益	-0.56	-0.50	0.00	0.50	资本支出	-114.57	-53.00	-13.00	-13.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-69.35	2.63	3.30	3.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-183.92	-50.37	-9.70	-9.03
营业利润	23.35	31.94	37.59	45.49	短期借款	-10.00	15.00	20.00	20.00
其他非经营损益	3.80	3.92	4.92	5.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	27.14	35.86	42.51	51.41	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.96	12.00	14.03	16.80	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	18.18	23.86	28.48	34.61	其他	386.53	-0.16	-1.10	-2.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	376.53	14.84	18.90	17.86
归属母公司股东净利润	18.18	23.86	28.48	34.61	现金流量净额	213.01	2.48	51.21	69.62
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	357.27	359.75	410.96	480.58	成长能力				
应收和预付款项	152.40	194.05	179.30	230.55	销售收入增长率	-8.47%	5.00%	10.00%	12.00%
存货	86.84	66.70	101.05	85.55	营业利润增长率	-44.23%	36.82%	17.69%	21.00%
其他流动资产	5.65	5.65	5.65	5.65	净利润增长率	-66.99%	31.27%	19.37%	21.50%
长期股权投资	62.44	61.94	61.94	62.44	EBITDA 增长率	-46.75%	16.98%	38.79%	20.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	216.80	249.67	229.68	205.14	毛利率	25.61%	26.00%	26.50%	27.00%
无形资产和开发支出	6.83	6.49	6.16	5.82	三费率	19.52%	17.53%	17.53%	17.50%
其他非流动资产	7.29	9.29	10.29	10.29	净利率	4.49%	5.61%	6.09%	6.60%
资产总计	895.53	953.54	1005.03	1086.02	ROE	3.44%	4.32%	4.90%	5.62%
短期借款	1.92	16.92	36.92	56.92	ROA	3.54%	3.78%	4.34%	4.93%
应付和预收款项	142.86	162.01	165.01	191.39	ROIC	27.89%	12.02%	12.11%	15.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.39%	12.69%	16.01%	17.25%
其他负债	221.91	221.91	221.91	221.91	营运能力				
负债合计	366.69	400.84	423.84	470.22	总资产周转率	0.45	0.45	0.47	0.48
股本	451.62	405.60	405.60	405.60	固定资产周转率	5.01	6.67	2.76	2.83
资本公积	832.08	832.08	832.08	832.08	应收账款周转率	2.71	2.23	2.66	2.31
留存收益	-754.86	-730.99	-702.51	-667.90	存货周转率	3.47	4.72	3.40	4.47
归属母公司股东权益	528.84	552.70	581.19	615.80	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.09	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	528.84	552.70	581.19	615.80	资产负债率	40.95%	42.04%	42.17%	43.30%
负债和股东权益合计	895.53	953.54	1005.03	1086.02	带息债务/总负债	0.52%	4.22%	8.71%	12.11%
					流动比率	2.13	1.98	2.05	2.08
					速动比率	1.80	1.75	1.74	1.84
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.05	0.06	0.08
					每股净资产	1.17	1.22	1.29	1.36
					每股经营现金	0.05	0.08	0.09	0.13
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	46.16	54.00	74.94	90.42					
PE	263.59	200.80	168.22	138.46					
PB	9.06	8.67	8.24	7.78					
PS	11.82	11.26	10.24	9.14					
EV/EBITDA	16.55	15.41	11.3	9.41					
股息率	2.13%	1.86%	3.18%	3.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn