

# 精锻科技 (300258) 点评报告

## 出口促增长，看好新项目产能释放

投资评级：买入（维持）

2016年4月19日

### 投资要点

#### ■ 项目相继投产增厚业绩，出口收入增长 78.7%

公司营收 6.98 亿，同比+11.3%，归母净利润 1.4 亿，同比+11.4%。分行业看，轿车齿轮、其他乘用车齿轮营收分别为 5.4/1.5 亿，同比+13.7%/5.9%，轿车齿轮同比增长是因为电动差速齿轮制造项目进入量产阶段；分产品看，半轴齿轮、行星齿轮和其他产品营收分别为 3.4/2.2/1.2 亿，同比+13.4%/12.1%/8.5%；国外营收分别为 5.4/1.6 亿，占比 23%，同比+78.7%。海外市场快速增长的原因是公司变速器锥齿轮开始向德国和捷克大众供货，符合我们之前对业绩拐点的判断。我们认为随着轿车齿轮精密锻件热处理项目、电动差速器齿轮制造项目、大众奥迪齿轮项目完全投产，将充分释放产能，2016 年将迎来爆发式增长。

#### ■ 毛利率稳中有升，三项费用率下降，现金流增长 56.9%

公司 2015 年归母扣非净利润 1.3 亿，同比+10.9%，综合毛利率 39%，同比+0.73pct。分行业看，轿车齿轮、其他乘用车齿轮毛利率分别为 37.79%/40.08%，同比+2.13/-1.72pct，主要由于电动差速齿轮项目投产带来规模效应摊薄固定成本促使毛利率提高。三项费用率 14.79%，同比-0.67pct，销售/管理/财务费分别同比-0.07pct/-0.62pct/+0.02pct。2015 年现金流量净额 2.04 亿，同比+56.9%，主要是因为产品销售货款回笼增加。

#### ■ 产能提升，预期 2016 年将增加 1000 万件 (+20%) 新产能

公司目前月产 400 万件，年产 5000 万件，随着一季度募投项目投产及新增设备使用，产能提升迅速，产能产量形成良性提升，但目前依旧供不应求。公司将继续对现有产能进行填平补齐和适当增加，预期 2016 年将增加 1000 万件新产能。

#### ■ 收购宁波诺依克，进军汽车电子控制领域，业务拓展在即

公司在 2015 年 12 月签订了《股权收购框架协议》，拟收购诺依克 100% 股权。此次收购诺依克在业务领域与公司齿轮业务有较强的互补性，便于公司进一步拓展汽车电子控制业务。现阶段主要配套海马、江淮等客户，公司计划在 2016 年可以借助公司现有的销售渠道来拓展新客户新市场。我们预计此次收购带来的强强联合业务拓展将为公司带来新的利润增长点。

#### ■ 高壁垒、高毛利、早起步是精锻的核心竞争力

公司未来将受益于高端进口车型核心零部件的国产化趋势。公司是具有多项核心技术的汽车零部件企业，毛利长期维持在 38% 左右，高于汽车零部件行业平均水平，乘用车精锻齿轮产销量长期保持行业第一。公司在变速器差速器齿轮领域深耕二十载，全球市场份额占比 10%，也是行业龙头。

#### ■ 盈利预测与投资建议

公司发展符合高端进口车型关键零部件国产化趋势。天津大连基地在 2015 年已部分安装，2016 年将完全释放产能。预计大众 DSG 未来国产化率将达到 60% 左右，主要产品锥形齿轮的产能在 2017/2018 年达到 360/450 万台，将增厚业绩。预计 2016/17/18 年的 EPS 为 0.58/0.75/0.97 元，对应 PE 为 27/21/16X，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示：

汽车行业下滑、大众 DSG 变速器项目投产低于预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

联系人 石炯

[shijiong@dwzq.com.cn](mailto:shijiong@dwzq.com.cn)

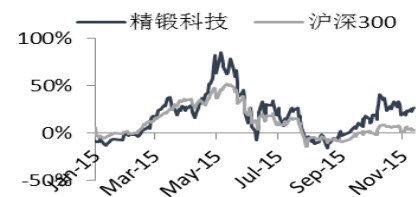
联系人 毛新宇

[maoxy@dwzq.com.cn](mailto:maoxy@dwzq.com.cn)

联系人 王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	15.99
一年最高价/最低价	10.53/35.29
市净率	3.3
流通 A 股市值(百万元)	3993.8

### 基础数据

每股净资产(元)	4.64
资产负债率	29.62
总股本(百万股)	270.00
流通 A 股(百万股)	249.77

### 相关研究

公司点评：Q1 净利增长 30% 符合预期，2016 产能释放带来业绩爆发 2016.04.07  
 公司点评：收购宁波诺依克电子 100% 股权，进军汽车电子控制 2015.12.17  
 公司点评：大众奥迪项目订单落地，业绩拐点到来 2015.08.10

## 财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>593.7</b>	<b>751.2</b>	<b>986.3</b>	<b>1274.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>698.4</b>	<b>803.2</b>	<b>963.9</b>	<b>1156.6</b>
现金	135.3	260.5	400.6	577.8	营业成本	425.5	494.0	583.1	682.4
应收款项	261.6	264.1	316.9	380.3	营业税金及附加	4.4	4.0	4.8	5.8
存货	154.2	162.4	191.7	224.4	营业费用	17.1	18.5	22.2	26.6
其他	42.6	64.3	77.1	92.5	管理费用	74.7	90.1	107.8	129.0
<b>非流动资产</b>	<b>1210.7</b>	<b>1171.1</b>	<b>1109.8</b>	<b>1041.3</b>	财务费用	12.9	13.5	8.8	4.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	1063.5	1025.7	966.1	899.4	其他	-3.3	1.8	1.8	1.8
无形资产	53.2	51.5	49.7	47.9	<b>营业利润</b>	<b>160.7</b>	<b>184.9</b>	<b>238.9</b>	<b>310.6</b>
其他	94.0	94.0	94.0	94.0	营业外净收支	12.0	0.2	0.2	0.2
<b>资产总计</b>	<b>1804.5</b>	<b>1922.3</b>	<b>2096.1</b>	<b>2316.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>172.8</b>	<b>185.2</b>	<b>239.1</b>	<b>310.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>412.6</b>	<b>419.9</b>	<b>450.7</b>	<b>485.2</b>	所得税费用	32.9	27.8	35.9	46.6
短期借款	273.0	250.0	250.0	250.0	少数股东损益	0.0	1.6	2.0	2.6
应付账款	92.3	121.8	143.8	168.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>139.9</b>	<b>155.8</b>	<b>201.2</b>	<b>261.5</b>
其他	47.4	48.1	56.9	66.9	EBIT	178.2	198.4	247.7	314.6
<b>非流动负债</b>	<b>100.5</b>	<b>100.5</b>	<b>100.5</b>	<b>100.5</b>	EBITDA	263.7	298.7	358.0	430.7
长期借款	60.7	60.7	60.7	60.7					
其他	39.7	39.7	39.7	39.7	<b>重要财务与估值</b>				
<b>负债总计</b>	<b>513.1</b>	<b>520.3</b>	<b>551.1</b>	<b>585.6</b>	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	0.0	1.6	3.6	6.2	每股收益(元)	0.52	0.58	0.75	0.97
归属母公司股东权益	1291.4	1400.4	1541.3	1724.4	每股净资产(元)	4.78	5.19	5.71	6.39
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1804.5</b>	<b>1922.3</b>	<b>2096.1</b>	<b>2316.2</b>	发行在外股份(百万股)	270.0	270.0	270.0	270.0
					ROIC(%)	9.5%	10.7%	14.0%	17.7%
					ROE(%)	10.8%	11.1%	13.1%	15.2%
					毛利率(%)	38.5%	38.0%	39.0%	40.5%
					EBIT Margin(%)	25.5%	24.7%	25.7%	27.2%
					销售净利率(%)	20.0%	19.4%	20.9%	22.6%
					资产负债率(%)	28.4%	27.1%	26.3%	25.3%
					收入增长率(%)	11.3%	15.0%	20.0%	20.0%
					净利润增长率(%)	11.4%	11.4%	29.1%	30.0%
					P/E	30.85	27.71	21.45	16.51
					P/B	3.34	3.08	2.80	2.50
					EV/EBITDA	18.32	16.20	13.60	11.38

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

