

2017年08月17日

铁流股份 (603926.SH)

公司快报

中报符合预期，钢材价格上涨拖累毛利率

投资要点

◆ **上半年收入同比增长 19.92%，归母净利润同比增长 0.57%，符合预期。**公司 17 年上半年实现营业收入 4.03 亿元，同比增长 19.92%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比增长 0.57%；毛利率 32.83%，净利率 13.34%，比去年同期分别下降 3.06% 和 2.53%。其中，2Q 实现营业收入 2.11 亿元，同比增长 12.67%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比下降 13.25%。上半年公司业绩主要受以下两个因素影响较大：1) 商用车市场持续回暖，公司下游客户销量增长，带动产品需求量提升；2) 受原材料钢材涨价影响，产品成本上升而导致毛利率下滑。

◆ **受益于商用车市场回暖，公司产品需求量提升。**公司主要产品为干摩擦式汽车离合器总成（包括盖总成、从动盘总成），公司下游配套客户包括一汽解放锡柴、云内动力、常柴股份、玉柴集团、潍柴动力、江淮汽车、金龙客车、合力股份等。近三年商用车离合器产品在公司营业收入中占比分别达到 93.37%、91.15% 和 88.16%，公司业绩表现与商用车市场景气度关联较大。根据中汽协数据，2017 年上半年，国内商用车产销分别为 204.3 万辆和 210.1 万辆，比上年同期分别增长 13.8% 和 17.4%，产销增长较高。受益于商用车市场景气度的回升，离合器配套量持续提升，带动公司业绩增长较快。

◆ **扩充产能稳固市场领先地位。**公司现在已拥有 350 万套汽车离合器盖总成和 440 万套汽车离合器从动盘总成的生产能力，本次 IPO 将新增 200 万套膜片弹簧。同时对离合器系统和液力变矩器的生产线进行技改，加强技术储备与突破。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.00 元、1.18 元和 1.35 元。净资产收益率分别为 18.5%、17.2% 和 17.1%，首次覆盖给予“增持-A”投资评级，6 个月目标价为 33.00 元，相当于 2018 年 28 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**商用车市场景气度下滑；产能扩张进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	679.0	724.0	826.2	882.2	988.7
同比增长(%)	-7.8%	6.6%	14.1%	6.8%	12.1%
营业利润(百万元)	107.0	129.2	138.0	164.2	188.2
同比增长(%)	-14.8%	20.7%	6.8%	19.0%	14.7%
净利润(百万元)	94.1	111.9	120.0	141.8	162.2
同比增长(%)	-14.5%	18.9%	7.2%	18.2%	14.4%
每股收益(元)	0.78	0.93	1.00	1.18	1.35
PE	37.0	31.1	29.0	24.6	21.5
PB	8.4	7.0	5.6	4.7	4.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

汽车 | 汽车零部件 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

33.00 元

股价(2017-08-16)

29.59 元

交易数据

总市值(百万元)

3,550.80

流通市值(百万元)

887.70

总股本(百万股)

120.00

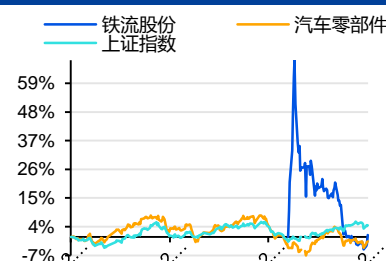
流通股本(百万股)

30.00

12 个月价格区间

24.48/51.99 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.98	-36.27	-3.88
绝对收益	-0.24	-31.22	

分析师

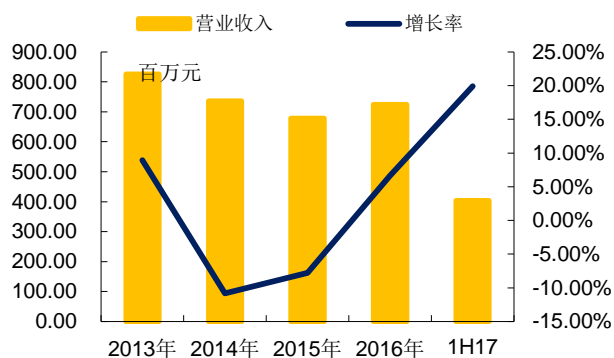
林帆
SAC 执业证书编号：S0910516040001
linfan@huajinsec.cn
021-20655793

报告联系人

刘文婷
liuwenting@huajinsec.cn
021-20377055

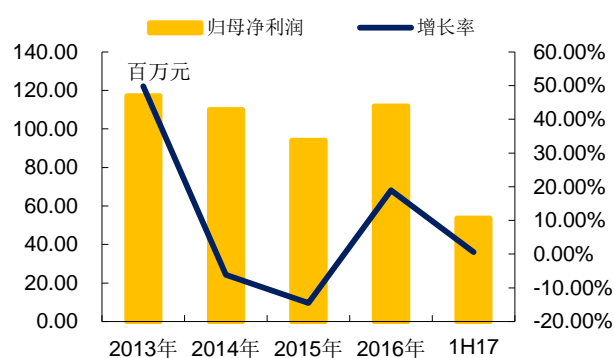
相关报告

图 1：近五年营业收入及增长率变化



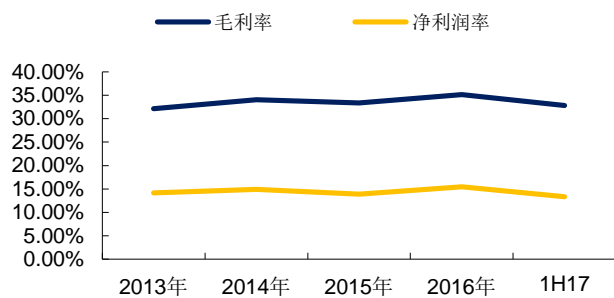
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：近五年归母净利润及增长率变化



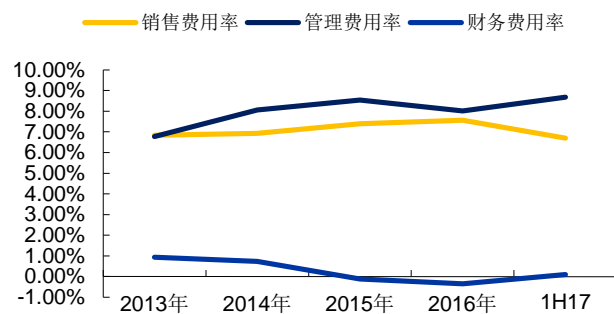
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：近五年毛利率净利率变化



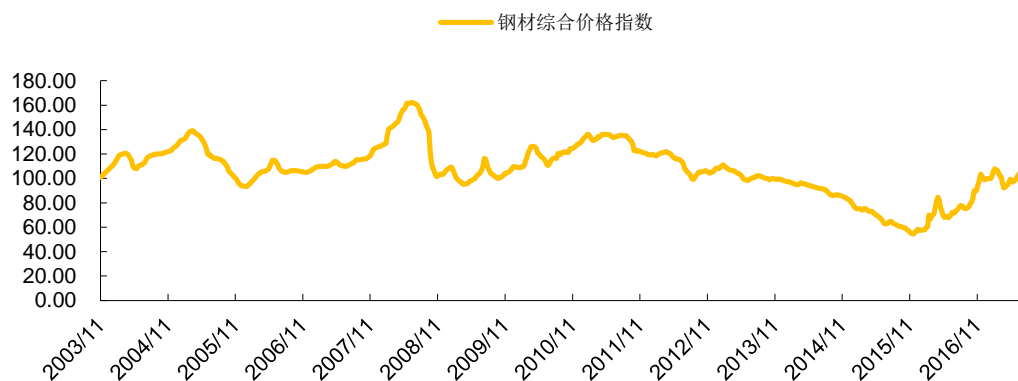
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：近五年三项费用率变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：钢材综合价格指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	679.0	724.0	826.2	882.2	988.7	年增长率					
减:营业成本	452.3	469.6	539.1	568.7	635.4	营业收入增长率	-7.8%	6.6%	14.1%	6.8%	12.1%
营业税费	5.0	6.0	6.1	6.4	7.1	营业利润增长率	-14.8%	20.7%	6.8%	19.0%	14.7%
销售费用	50.2	54.7	66.1	65.3	73.2	净利润增长率	-14.5%	18.9%	7.2%	18.2%	14.4%
管理费用	57.9	58.0	70.2	73.7	82.0	EBITDA 增长率	-15.9%	15.8%	18.9%	19.4%	15.9%
财务费用	-0.8	-2.5	1.5	-3.3	-3.5	EBIT 增长率	-19.0%	19.3%	10.1%	15.3%	14.9%
资产减值损失	3.0	9.3	4.1	5.2	5.4	NOPLAT 增长率	-18.1%	16.8%	11.3%	15.3%	14.9%
加:公允价值变动收益	-	-	0.4	-0.3	0.0	投 资本增长率	4.9%	14.9%	10.2%	22.5%	-17.7%
投资和汇兑收益	-4.3	0.3	-1.4	-1.8	-1.0	净资产增长率	19.1%	21.9%	25.4%	17.9%	17.4%
营业利润	107.0	129.2	138.0	164.2	188.2						
加:营业外净收支	3.9	5.6	5.0	4.8	5.1	盈利能力					
利润总额	110.9	134.8	143.0	169.0	193.4	毛利率	33.4%	35.1%	34.7%	35.5%	35.7%
减:所得税	16.9	22.9	23.0	27.2	31.1	营业利润率	15.8%	17.8%	16.7%	18.6%	19.0%
净利润	94.1	111.9	120.0	141.8	162.2	净利润率	13.9%	15.5%	14.5%	16.1%	16.4%
						EBITDA/营业收入	18.5%	20.1%	20.9%	23.4%	24.2%
						EBIT/营业收入	15.6%	17.5%	16.9%	18.2%	18.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	32.7%	33.7%	27.6%	21.5%	26.2%
货币资金	106.0	138.0	201.1	226.7	441.7	负债权益比	48.5%	50.9%	38.2%	27.3%	35.4%
交易性金融资产	-	-	0.2	0.1	0.1	流动比率	1.86	1.88	2.11	2.82	2.72
应收帐款	67.5	94.6	89.0	107.0	112.7	速动比率	1.18	1.17	1.40	1.96	2.00
应收票据	27.3	25.3	25.2	28.7	31.7	利息保障倍数	-132.41	-50.74	90.83	-48.92	-53.54
预付帐款	4.0	11.0	7.0	11.0	9.5	营运能力					
存货	118.0	162.4	164.1	164.2	212.8	固定资产周转天数	67	62	58	65	60
其他流动资产	2.1	0.2	0.7	1.0	0.6	流动营业资本周转天数	41	33	30	36	35
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	170	188	200	209	245
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	41	40	40	40	40
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	63	70	71	67	69
投资性房地产	9.2	29.5	29.5	29.5	29.5	总资产周转天数	304	342	356	372	389
固定资产	132.4	115.4	151.7	168.3	159.9	投资资本周转天数	161	166	164	179	160
在建工程	87.8	130.9	152.7	162.2	137.7						
无形资产	52.3	45.1	43.8	42.4	41.1	费用率					
其他非流动资产	7.5	8.0	8.2	7.9	8.0	销售费用率	7.4%	7.6%	8.0%	7.4%	7.4%
资产总额	614.0	760.3	873.3	949.1	1,185.2	管理费用率	8.5%	8.0%	8.5%	8.4%	8.3%
短期债务	5.7	15.3	-	-	-	财务费用率	-0.1%	-0.3%	0.2%	-0.4%	-0.3%
应付帐款	91.8	139.8	139.0	124.5	187.6	三费/营业收入	15.8%	15.2%	16.7%	15.4%	15.3%
应付票据	11.3	16.1	7.9	16.3	14.5	投资回报率					
其他流动负债	65.9	58.7	84.0	50.5	95.6	ROE	22.7%	22.4%	19.1%	19.1%	18.6%
长期借款	13.3	12.3	-	-	-	ROA	15.3%	14.7%	13.7%	14.9%	13.7%
其他非流动负债	12.5	14.2	10.5	12.4	12.4	ROIC	30.4%	33.8%	32.8%	34.3%	32.1%
负债总额	200.5	256.4	241.4	203.7	310.1	分红指标					
少数股东权益	-	5.0	5.0	5.0	5.0	DPS(元)	0.23	-	0.20	0.24	0.27
股本	90.0	90.0	120.0	120.0	120.0	分红比率	28.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	326.1	411.0	507.0	620.4	750.1	股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%
股东权益	413.5	503.9	631.9	745.4	875.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	94.1	111.9	120.0	141.8	162.2	EPS(元)	0.78	0.93	1.00	1.18	1.35
加:折旧和摊销	19.2	18.5	33.2	45.3	54.2	BVPS(元)	3.45	4.16	5.22	6.17	7.25
资产减值准备	3.0	9.3	-	-	-	PE(X)	37.0	31.1	29.0	24.6	21.5
公允价值变动损失	-	-	0.4	-0.3	0.0	PB(X)	8.4	7.0	5.6	4.7	4.0
财务费用	0.2	-1.3	1.5	-3.3	-3.5	P/FCF	81.2	46.9	62.8	65.1	14.1
投资损失	4.3	-0.3	1.4	1.8	1.0	P/S	5.1	4.8	4.2	3.9	3.5
少数股东损益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	20.0	17.0	18.8	15.6	12.6
营运资金的变动	45.4	-30.5	20.1	-63.5	50.9	CAGR(%)	14.6%	13.2%	2.9%	14.6%	13.2%
经营活动产生现金流量	164.1	89.8	176.6	121.8	264.9	PEG	2.5	2.4	9.9	1.7	1.6
投资活动产生现金流量	-82.7	-44.6	-91.8	-71.5	-21.0	ROIC/WACC	2.9	3.2	3.1	3.3	3.1
融资活动产生现金流量	-65.5	-19.0	-21.7	-24.7	-29.0						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn