

2018年04月17日

精锻科技 (300258.SZ)

动态分析

业绩符合预期，新订单有望促未来保持较高增长

投资要点

- ◆ **2017年营收同比增长25.62%，归母净利润同比增长31.28%，业绩符合预期。**公司发布2017年年报，全年实现营业收入11.29亿元，同比增长25.62%；归母净利润2.50亿元，同比增长31.28%；毛利率41.09%，比上年增加0.48个百分点；净利率22.18%，比上年增加0.96个百分点。同时公司发布2018年一季报，2018Q1实现营业收入3.23亿元，同比增长21.72%；归母净利润0.66亿元，同比增长16.00%；毛利率40.27%，净利率20.46%。一季度营收和净利润增速有所放缓。公司2017年业绩表现符合预期，增长动力主要来自：（1）在手订单饱满，传统齿轮业务维持了较好增长，其中结合齿业务实现了高速增长；（2）VVT、新能源汽车零部件等业务开始逐步发力；（3）公司通过增加人员配置（全年新增约130名技术工人）以及产线两班制换三班制缓解了部分产能不足。
- ◆ **传统齿轮业务增长势头良好，新能源、VVT等新业务持续突破。**传统齿轮业务方面，2017年公司半轴齿轮收入5.01亿元，同比增长15.10%；行星齿轮收入2.85亿元，同比增长8.01%，均实现了稳健的增长；结合齿齿轮收入2.78亿元，同比增长81.98%，是拉动公司业绩高速增长的主要力量。据最新公告，公司获得大众自动变速器DQ381一档结合齿齿轮项目年需求100万台中80%的配套份额，将于2019年下半年开始批量供货；此前对大众DQ200结合齿齿轮项目的供货份额将由原先年需求90万台的40%提升到140万台套的80%，将于2018年开始逐步供货。未来几年在手订单饱满，预计结合齿业务将延续目前高速增长态势。新兴业务方面，2017年公司在新能源汽车和VVT两项新业务上继续取得突破。配套大众DQ400E油电混合动力双离合变速箱项目的相关设备已经安装调试完毕，正进行小批量试生产；新能源汽车电机轴、新能源电动车部件总成等产品配套也正在与客户洽谈中。VVT业务则在立足国内自主品牌市场配套的同时正向合资品牌进行拓展。
- ◆ **产能稳步扩张，订单完成率有望逐步提升。**由于订单快速增长，公司2016年订单完成率仅在70%左右，产能不足的情况较为严重。2017年公司本部姜堰工厂通过增加人员配置（预计全年新招约130名技术工人）以及产线两班制安排成三班制缓解了部分产能不足。2018年姜堰工厂计划再招200名技术工人，进一步缓解产能的瓶颈。公司天津工厂预计将于2018年12月开始进行设备安装调试，2019年第二季度实现小批量投产；宁波工厂则预计于2018年5月开工建设。未来新产能的陆续竣工投产可进一步缓解公司产能紧张的情况。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年的每股收益分别为0.76元、0.98元和1.19元，净资产收益率分别为16.2%、17.8%和18.5%，维持“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**结合齿业务配套进度不及预期；新能源和VVT业务拓展进度低于预期；产能扩张进度不及预期。

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(维持)

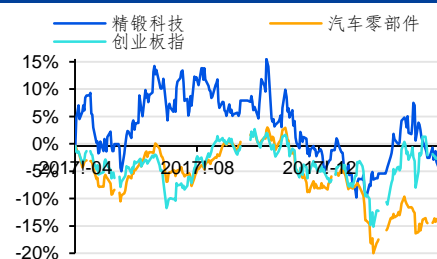
股价(2018-04-16)

14.43元

交易数据

总市值(百万元)	5,844.15
流通市值(百万元)	5,406.26
总股本(百万股)	405.00
流通股本(百万股)	374.65
12个月价格区间	13.43/17.78元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.62	-5.4	-5.01
绝对收益	-6.66	0.91	-7.59

分析师

 林帆
 SAC执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

相关报告

- 精锻科技：受益于大众新车周期，高增长有望持续 2017-10-18
- 精锻科技：主营业务增长符合预期，VVT带来业绩弹性 2017-08-10

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	898.6	1,128.9	1,388.5	1,734.2	2,088.3
同比增长(%)	28.7%	25.6%	23.0%	24.9%	20.4%
营业利润(百万元)	217.8	296.1	367.8	473.7	579.4
同比增长(%)	35.5%	36.0%	24.2%	28.8%	22.3%
净利润(百万元)	190.7	250.3	309.2	395.3	479.9
同比增长(%)	36.3%	31.3%	23.5%	27.9%	21.4%
每股收益(元)	0.47	0.62	0.76	0.98	1.19
PE	30.6	23.3	18.9	14.8	12.2
PB	4.0	3.5	3.1	2.6	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、在手订单饱满，全年业绩表现符合预期	4
二、传统齿轮业务增长势头良好，新能源、VVT等新业务持续突破	9
三、产能稳步扩张，订单完成率有望逐步提升	9
四、盈利预测与投资建议	10
五、风险提示	10

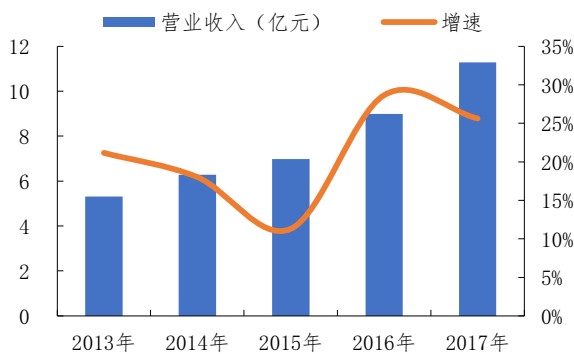
图表目录

图 1：近 5 年公司营业收入及增速	4
图 2：近 5 年公司归母净利润及增速	4
图 3：近 5 年公司分红金额及分红比例	4
图 4：近 5 年公司各业务收入	5
图 5：近 5 年公司各业务毛利率	5
图 6：近 5 年公司毛利率及净利率	6
图 7：近 5 年公司销售、管理、财务费用率	6
图 8：近 5 年公司期间费用率	6
图 9：近 5 年公司资金使用效率	7
图 10：近 5 年公司现金循环周期	7
图 11：近 5 年公司负债情况	7
图 12：近 5 年公司偿债能力	7
图 13：近 5 年公司 ROE 及 ROA	8
图 14：杜邦三因素分解法	8
图 15：近 12 个季度公司营业收入及增速	8
图 16：近 12 个季度公司归母净利润及增速	8
图 17：近 12 个季度公司毛利率及净利率	8
图 18：近 12 个季度公司三项费用率	8
图 19：公司近年订单完成率仅在 70%左右	9

一、在手订单饱满，全年业绩表现符合预期

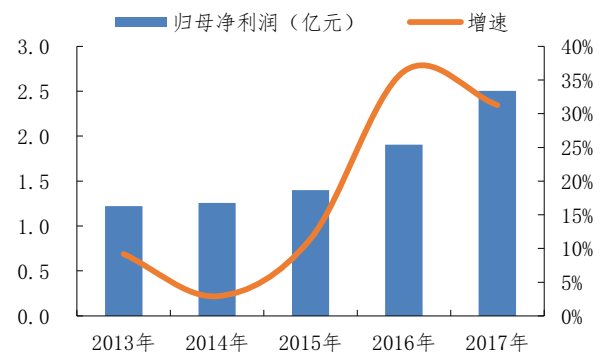
全年业绩符合预期：公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 11.29 亿元，同比增长 25.62%；归母净利润 2.50 亿元，同比增长 31.28%；毛利率 41.09%，比上年增加 0.48 个百分点；净利率 22.18%，比上年增加 0.96 个百分点。同时公司发布 2018 年一季报，2018Q1 实现营业收入 3.23 亿元，同比增长 21.72%；归母净利润 0.66 亿元，同比增长 16.00%；毛利率 40.27%，净利率 20.46%；一季度营收和净利润增速略有放缓。公司 2017 年业绩表现符合预期，增长动力主要来自：（1）在手订单饱满，传统齿轮业务维持了较好增长，其中结合齿业务实现了高速增长；（2）VVT、新能源等新兴业务开始逐步发力；（3）公司通过增加人员配置（全年新增约 130 名技术工人）以及产线两班制换三班制缓解了部分产能不足。

图 1：近 5 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

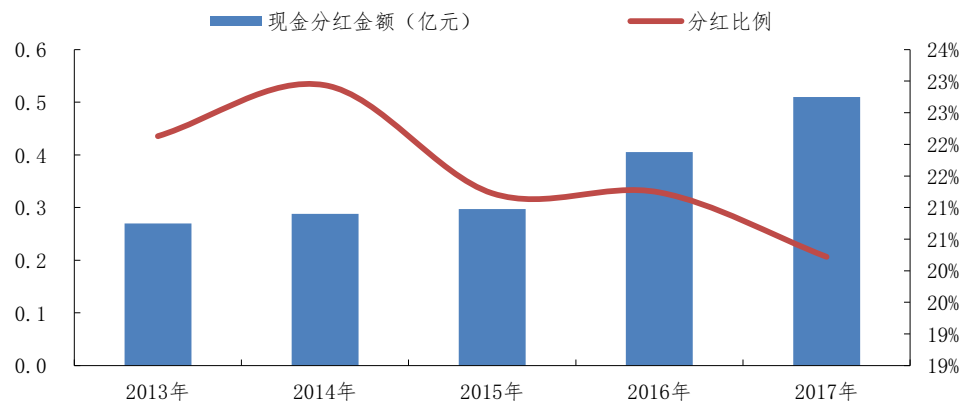
图 2：近 5 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

延续较好分红传统：据公司年报，2017 年利润分配方案为每 10 股派送现金红利 1.25 元（含税），总计派发现金股利 0.51 亿元，分红比例达 20.22%，继续处于较好的水平。

图 3：近 5 年公司分红金额及分红比例

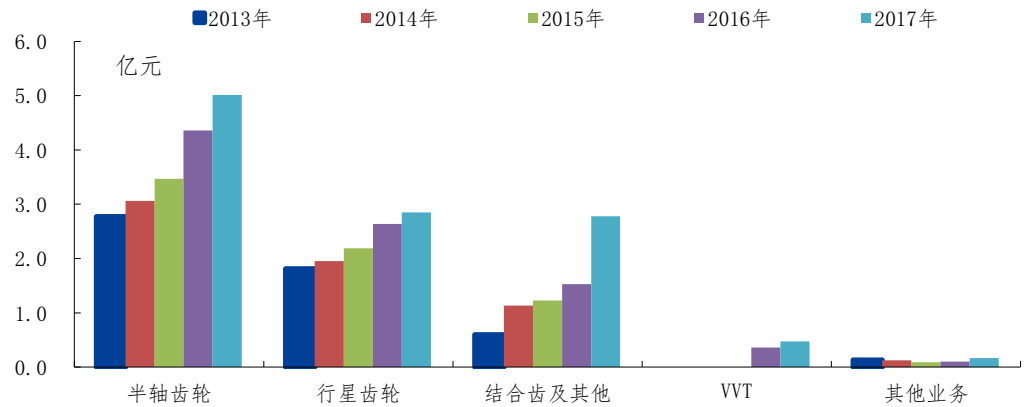


资料来源：第一商用车网，公司公告，华金证券研究所

分业务看：2017 年公司半轴齿轮收入 5.01 亿元，同比增长 15.10%；毛利率 39.70%，较上年下降 1.16 个百分点；该业务贡献了公司 44.42% 的营收以及 42.92% 的毛利润。行星齿轮收入 2.85 亿元，同比增长 8.01%；毛利率 38.81%，较上年提升 2.45 个百分点；该业务贡献了公司 25.26% 的营收以及 23.86% 的毛利润。结合齿收入 2.78 亿元，同比增长 81.98%；毛利率

42.17%，较上年下降 0.96 个百分点；该业务收入占比从 2016 年的 17% 提升至 24.62%，是公司业绩高速增长的主要动力源。VVT 业务从 2016 年开始并入公司报表，2017 年收入 0.48 亿元，同比增长 31.76%；毛利率 42.48%，较上年提升 0.92 个百分点，该业务也是公司未来重要的业绩增长点之一。

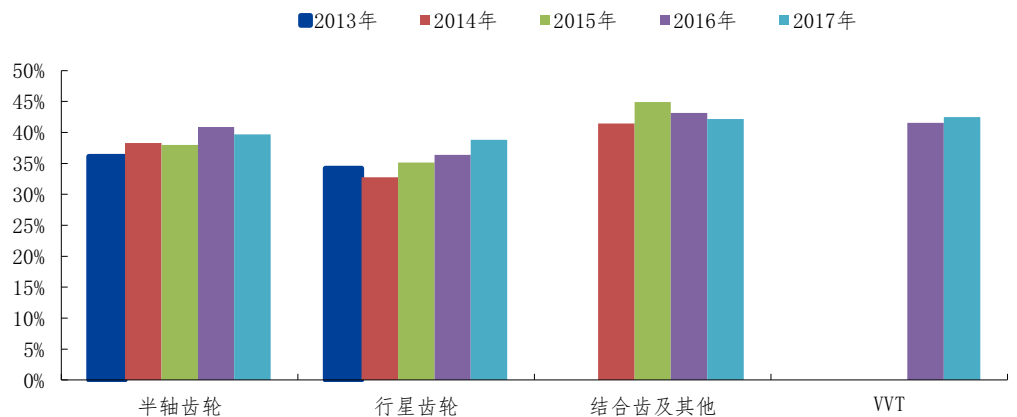
图 4：近 5 年公司各业务收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司各业务毛利率均在 30% 以上，除结合齿业务外（尚处于市场快速开拓期），其余业务毛利率都呈现逐年递增的态势，显示出产品拥有较强的市场竞争力。

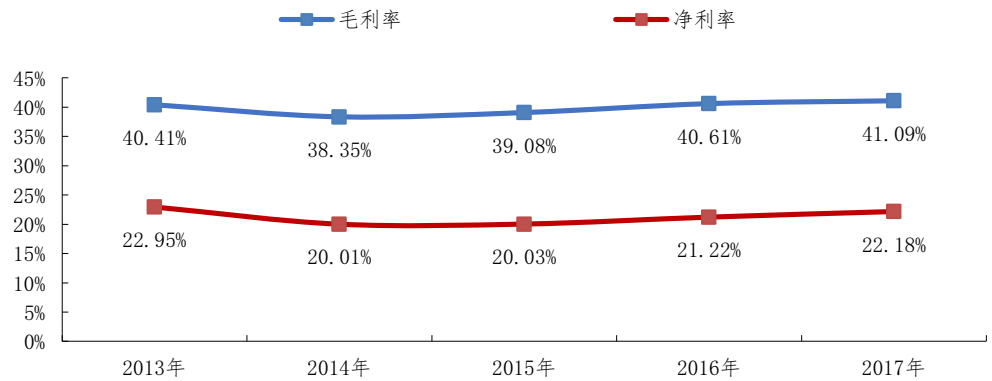
图 5：近 5 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

利润率方面：公司 2017 年全年毛利率 41.09%，比上年增加 0.48 个百分点；净利率 22.18%，比上年增加 0.96 个百分点；公司整体毛利率近年来呈逐年上升的良好态势。由于半轴齿轮、行星齿轮、VVT 业务的毛利率仍在稳步提升，预计公司毛利率未来还存在一定的上升空间。

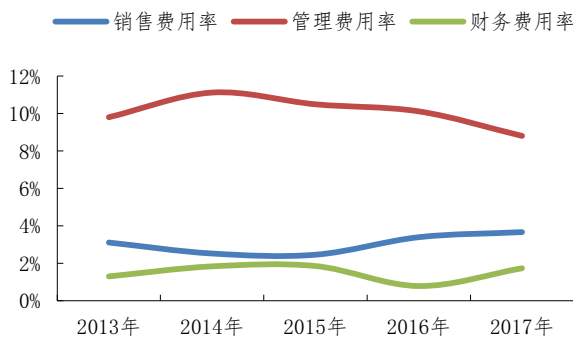
图 6: 近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

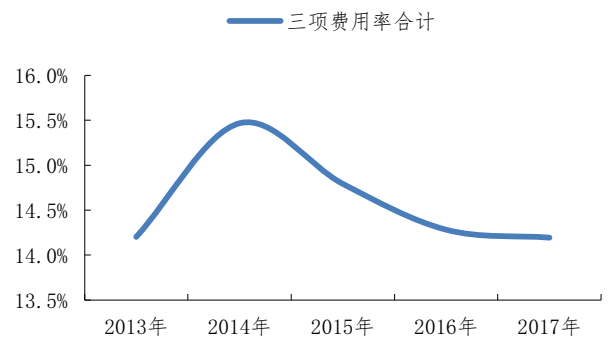
期间费用方面: 公司 2017 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.66%、8.80% 和 1.73%，三项费用率合计 14.19%，比上年同期减少 0.09 个百分点。公司前几年管理费用率偏高，但近年已有下降的趋势，也带动期间费用率逐年走低，整体经营管理情况良好。

图 7: 近 5 年公司销售、管理、财务费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

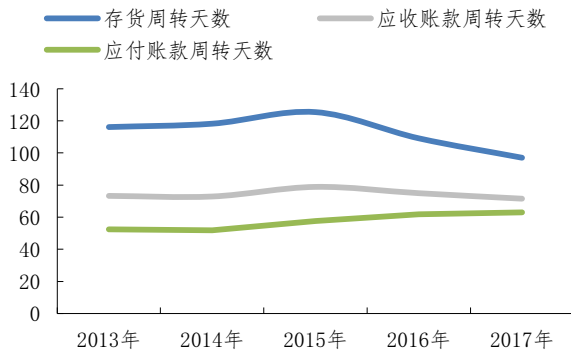
图 8: 近 5 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

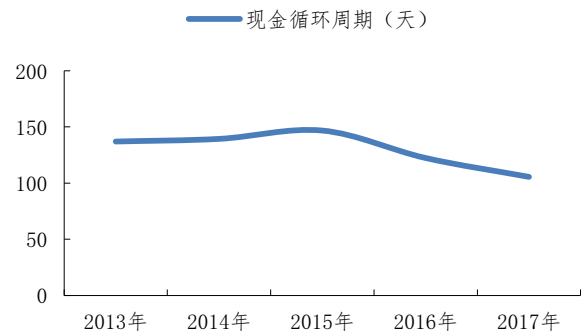
资金使用效率方面: 2017 年公司存货周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数分别为 97 天、72 天和 63 天，由此计算得到现金循环周期（存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数）为 106 天，较上年减少 16 天，表明了占用供应商资金规模在变大、时间也在变长，显示出公司运营效率和对上下游谈判能力的增强。

图 9: 近 5 年公司资金使用效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

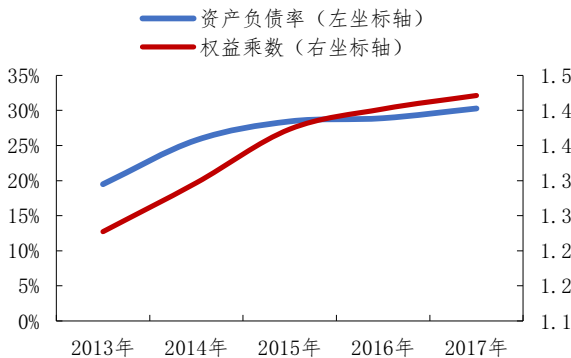
图 10: 近 5 年公司现金循环周期



资料来源: Wind, 华金证券研究所

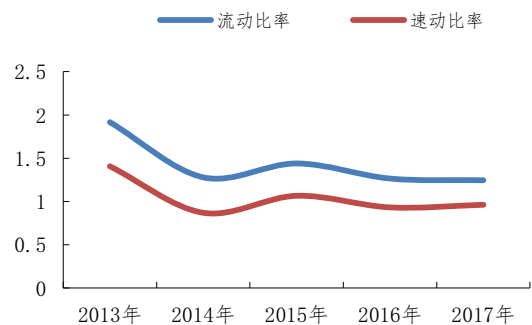
负债方面: 2017 年公司资产负债率为 30.28%，比上年增加 1.38 个百分点，呈逐年上升态势；权益乘数 1.42，比上年提升 0.02。**偿债能力方面，**公司 2017 年流动比率、速动比率分别为 1.25 和 0.96。公司近年负债率呈上升趋势，流动比率和速动比率却略有下降，因此偿债能力有所减弱。但注意到流动比率与速动比率仍维持在 1 左右，因此公司变现偿还负债的能力尚可，短期内并无负债无法偿还的风险。

图 11: 近 5 年公司负债情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

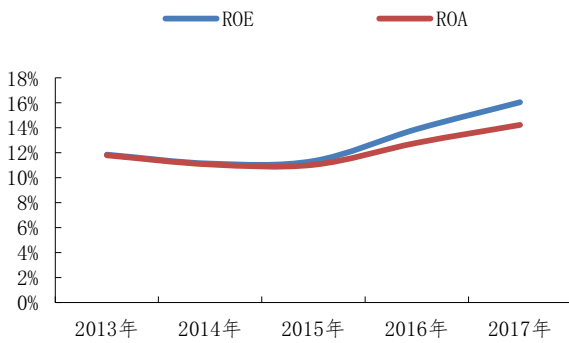
图 12: 近 5 年公司偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

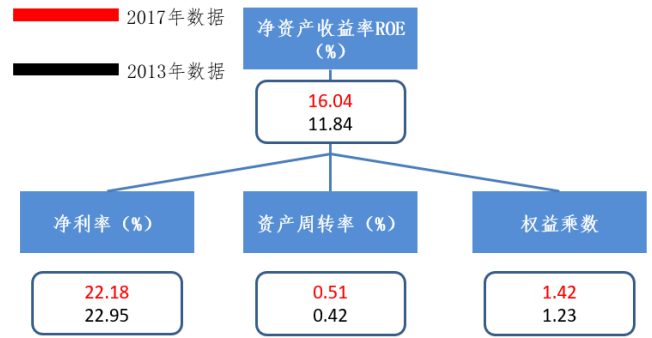
资本回报率方面: 2017 年公司 ROE 为 16.04%，比上年增加 2.15 个百分点；ROA 为 14.22%，比上年增加 1.44 个百分点。ROE、ROA 呈上升趋势，通过杜邦三因素分析法，可以看出公司资产周转率和权益乘数的提升，ROE 的提升主要是整体经营效率改善以及适当使用杠杆的结果。

图 13: 近 5 年公司 ROE 及 ROA



资料来源: Wind, 华金证券研究所

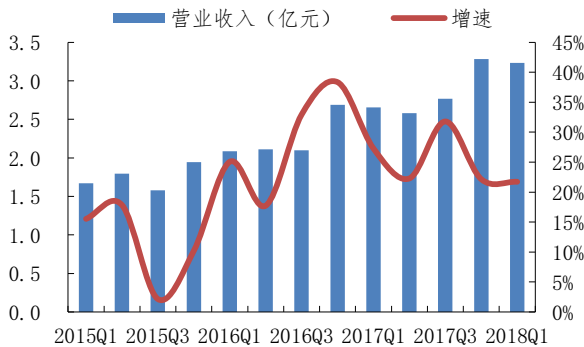
图 14: 杜邦三因素分解法



资料来源: Wind, 华金证券研究所

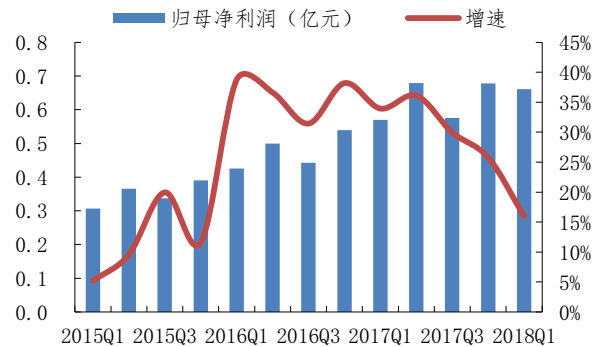
2018Q1 增速有所放缓: 公司同时公布了 2018 年一季报, 一季度单季实现营业收入 3.23 亿元, 同比增长 21.27%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 16.00%; 毛利率 40.27%, 比去年同期减少 2.29 个百分点; 净利率 20.46%, 比去年同期减少 1.01 个百分点。期间费用方面, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.63%、7.70%和 3.96%, 合计 15.29%, 较去年同期增加 0.47 个百分点。

图 15: 近 12 个季度公司营业收入及增速



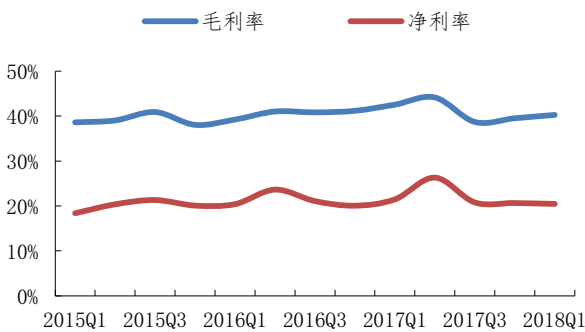
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 近 12 个季度公司归母净利润及增速



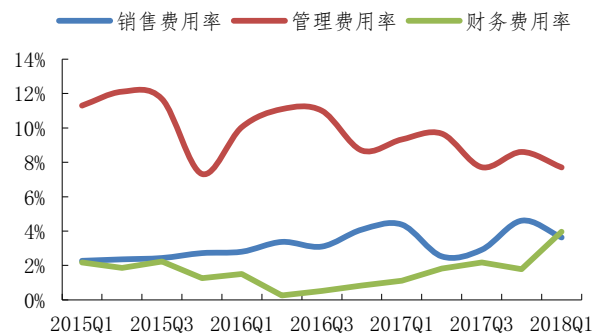
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 近 12 个季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 近 12 个季度公司三项费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、传统齿轮业务增长势头良好，新能源、VVT 等新业务持续突破

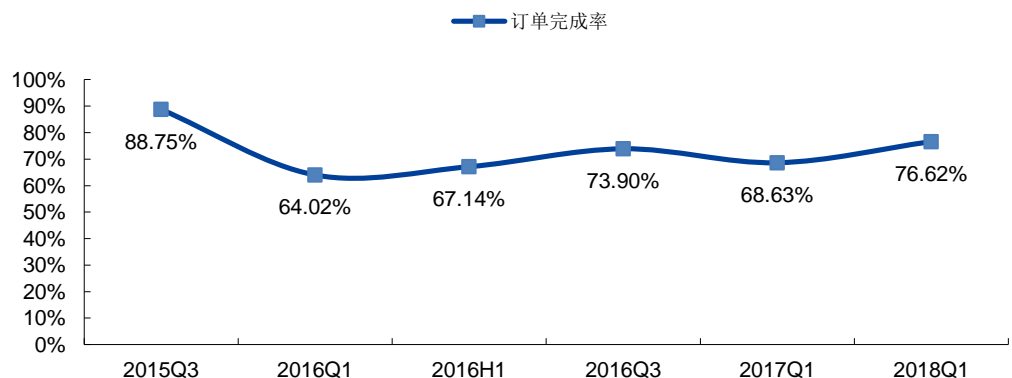
半轴齿轮、行星齿轮增长稳健，结合齿再获大订单未来有望延续高增长。2017 年公司半轴齿轮收入 5.01 亿元，同比增长 15.10%；行星齿轮收入 2.85 亿元，同比增长 8.01%，均实现了稳健的增长；结合齿齿轮收入 2.78 亿元，同比增长 81.98%，是拉动公司业绩高增长的主要力量。据最新公告，公司获得大众自动变速器 DQ381 一档结合齿齿轮项目 100 万台 80% 的配套份额，在 2019 年下半年将开始进入批量供货。而此前公司也发布公告称对大众 DQ200 结合齿齿轮项目的供货份额将由原先年需求 90 万台的 40% 提升到年需求 140 万台套的 80%，并将于 2018 年开始产能爬坡递增供货。预计未来结合齿将延续的高增长态势。

新能源、VVT 等新业务未来有望逐步发力。2017 年公司在新能源汽车和 VVT 两项新业务上继续取得突破。新能源汽车方面，配套大众 DQ400E 油电混合动力双离合变速箱项目相关的设备已经安装调试完毕，正进行小批量试生产；新能源汽车电机轴、新能源电动车部件总成等也正在与客户洽谈中。VVT 方面，则在立足国内自主品牌市场配套（海马、江淮等）的同时正向合资品牌进行拓展。以上未来将会是公司发展新的增长点。

三、产能稳步扩张，订单完成率有望逐步提升

产能稳步扩张，订单完成率有望逐步提升。由于订单快速增长，公司 2016 年订单完成率仅在 70% 左右，产能不足的情况较为严重。2017 年公司本部姜堰工厂通过增加人员配置（预计全年新招约 130 名技术工人）以及产线两班制安排成三班制缓解了部分产能不足的情况。2018 年姜堰工厂计划再招 200 名技术工人，随着人员的增加，产能将继续得到释放。另外，天津工厂预计将于 2018 年 12 月开始设备安装调试，2019 年第二季度小批量投产；宁波工厂则预计于 2018 年 5 月开工建设。未来新产能的竣工投产预计可进一步缓解公司产能紧张的情况。

图 19：公司近年订单完成率仅在 70% 左右



资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2018 年至 2020 年的每股收益分别为 0.76 元、0.98 元和 1.19 元，净资产收益率分别为 16.2%、17.8%和 18.5%，维持“买入-A”投资评级。

五、风险提示

结合齿业务配套进度不及预期；新能源和 VVT 业务拓展进度低于预期；产能扩张进度不及预期。

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com