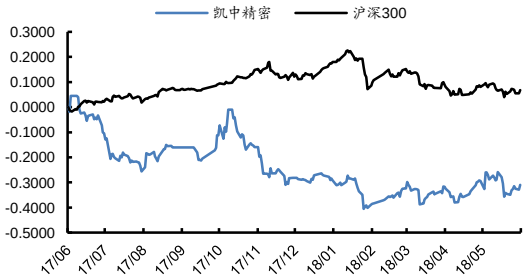
换向器龙头企业，深入布局新能源车三电系统

——凯中精密（002823）动态研究

研究所
证券分析师：　冯胜　S0350515090001
0755-83706284　fengs01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
凯中精密	-2.1	2.1	-27.8
沪深 300	-1.2	-6.5	6.8

市场数据	2018-06-12
当前价格（元）	14.84
52 周价格区间（元）	12.57 - 23.16
总市值（百万）	4324.86
流通市值（百万）	1483.03
总股本（万股）	29143.25
流通股（万股）	9993.43
日均成交额（百万）	50.99
近一月换手（%）	119.06

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **换向器龙头企业，收入稳定增长。**换向器，伴随着直流电动机的产生而出现的，是中小型及微型电机的重要组成部件。据中国电子元件行业协会微特电机与组件分会测算，2015 年全球换向器需求量为 64.67 亿只，需求规模为 124.38 亿元；中国换向器需求量为 33.62 亿只，需求规模为 67.46 亿元，占全球市场 54.20%。公司是全球换向器龙头企业，2015 年全球市场占有率为 12.11%。2017 年，公司换向器业务保持竞争优势，收入稳定增长；实现收入 10.09 亿元，同比增长 15.05%，占营业收入比重 72.86%。

- **大客户优势明显，产能瓶颈有望突破。**公司定位高端核心精密零组件，始终瞄准国际知名企业发展业务，是博世、戴姆勒、日本电装、采埃孚、马勒、比亚迪、德昌电机、法雷奥、万宝至、大陆、 电产等全球知名客户的优秀合作伙伴，并与多家企业建立战略合作伙伴关系；2017 年前五大客户收入占比达 45.47%。募投项目长沙基地一期已于 2017 年 12 月正式投产，2018 年内公司将完成二期基建工程，深圳坪山基地将在 2018 年 7 月正式投产。新生产基地建设并投产后将有效突破产能限制瓶颈，进一步扩大生产规模，缓解公司目前生产场地不足的现状，提高公司市场占有率和盈利能力。

- **收购德国 SMK 100%股权，深入布局新能源车三电系统。**2018 年 5 月，公司全资子公司凯中德国拟以 2,539.39 万欧元（折合人民币 1.95 亿元）收购 SMK100%股权，凯中德国全资子公司凯中 GVM 拟以 2,820.00 万欧元（折合人民币 2.19 亿元）收购 SMK 生产经营用厂房及土地。SMK 成立于 1950 年，是一家领先的、主要为汽车行业提供高科技零件和功能零组件的德国制造商，拥有多项专利，为客户提供汽车动力热交换系统、气体交换系统等核心零部件，在斯图加特（著名的汽车制造中心）和德累斯顿（戴姆勒奔驰新能源汽车电池基地）拥有全自动化生产基地、原型制造能力和研发中心。此次收购完成后，将进一步支撑公司新能源汽车“电机、电池、电控”三电系统的布局。

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**暂不考虑收购德国 SMK100%股权对公司业绩的影响，预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.72 亿元、2.28 亿元、3.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 元/股、0.78 元/股、1.08 元/股，按照 2018 年 6 月 12 日收盘价 14.84 元计算，对应 PE 分别为 25、19、14 倍。我们认为公司作为换向器龙头标的，质地具

备稀缺性，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**换向器市场发展不及预期；公司市场占有率增长不及预期；公司大客户业务发展不及预期；公司产能建设不及预期；收购进展不及预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1384	1556	1943	2588
增长率(%)	24%	12%	25%	33%
净利润（百万元）	153	172	228	316
增长率(%)	18%	13%	32%	38%
摊薄每股收益（元）	0.53	0.59	0.78	1.08
ROE(%)	13.43%	13.63%	16.02%	19.20%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凯中精密盈利预测表（暂不考虑收购德国 SMK 的影响）

证券代码:	002823.SZ		股价:	14.84	投资评级:	增持		日期:	2018-6-12
财务指标	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	13%	14%	16%	19%	EPS	0.53	0.59	0.78	1.08
毛利率	29%	30%	30%	30%	BVPS	3.91	4.34	4.89	5.65
期间费率	17%	17%	16%	16%	**估值**				
销售净利率	11%	11%	12%	12%	P/E	28.25	25.09	18.95	13.69
成长能力					P/B	3.79	3.42	3.04	2.63
收入增长率	24%	12%	25%	33%	P/S	3.11	2.78	2.23	1.67
利润增长率	18%	13%	32%	38%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
总资产周转率	0.71	0.75	0.85	1.01	**营业收入**	**1384**	**1556**	**1943**	**2588**
应收账款周转率	4.33	4.49	4.60	4.66	营业成本	977	1092	1358	1802
存货周转率	4.63	4.94	5.15	5.22	营业税金及附加	12	14	17	23
偿债能力					销售费用	41	46	57	77
资产负债率	42%	39%	37%	36%	管理费用	160	180	224	299
流动比	1.41	1.51	1.62	1.77	财务费用	19	17	16	15
速动比	1.12	1.19	1.26	1.34	其他费用/（-收入）	(2)	(2)	(2)	(2)
					营业利润	**181**	**205**	**268**	**371**
资产负债表（百万元）	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	营业外净收支	(0)	0	0	0
现金及现金等价物	459	476	486	486	**利润总额**	**181**	**205**	**268**	**371**
应收款项	320	347	422	555	所得税费用	29	33	40	55
存货净额	211	224	267	349	**净利润**	153	172	228	316
其他流动资产	21	24	30	40	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	**1011**	**1070**	**1205**	**1430**	**归属于母公司净利润**	**153**	**172**	**228**	**316**
固定资产	448	501	551	598					
在建工程	326	330	334	337	**现金流量表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
无形资产及其他	80	80	76	72	**经营活动现金流**	**165**	**152**	**168**	**182**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	153	172	228	316
资产总计	**1956**	**2081**	**2276**	**2557**	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	419	419	419	419	折旧摊销	57	26	29	31
应付款项	150	154	173	205	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1	1	2	2	营运资金变动	(44)	(47)	(89)	(165)
其他流动负债	145	135	152	180	**投资活动现金流**	**(299)**	**(66)**	**(64)**	**(60)**
流动负债合计	**715**	**710**	**746**	**806**	资本支出	(162)	(57)	(54)	(50)
长期借款及应付债券	96	96	96	96	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	其他	(137)	(9)	(10)	(10)
长期负债合计	**105**	**105**	**105**	**105**	**筹资活动现金流**	**151**	**(43)**	**(68)**	**(95)**
负债合计	**820**	**816**	**851**	**911**	债务融资	111	0	0	0
股本	290	291	291	291	权益融资	52	9	0	0
股东权益	1136	1265	1425	1646	其它	(12)	(52)	(68)	(95)
负债和股东权益总计	**1956**	**2081**	**2276**	**2557**	**现金净增加额**	**16**	**43**	**36**	**27**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【机械组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3 年机械行业实业工作经验，4 年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖油气产业、工业自动化及人工智能、通用航空、无人机等领域。
王可，中南财经政法大学经济学硕士，2017 年 7 月加入国海证券研究所，重点覆盖通用设备、工业互联网、天然气产业链、工程机械等领域。
熊绍龙，武汉大学工学硕士、学士，3 年天然气行业实业工作经验，1 年公募基金买方行业研究经验。2017 年 6 月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。