

业绩符合预期，毛利率短期承压

投资要点

- **业绩总结:** 2018Q1~3 实现营收 86 亿元, 同比增长 6.6%, 实现归母净利润 5.80 亿元, 同比下降 6.8%, 实现扣非净利润 5.14 亿元, 同比下降 14.5%。其中, 第三季度实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 27 亿元、1.30 亿元、1.15 亿元, 同比变化分别为+7.3%、-27.2%、-31.3%。
- **营收稳健增长, 毛利率下行, 致使利润承压。** 中国 2018 年 1~9 月份汽车实现累计产量 2049 万辆, 同比增长 0.9%, 总体承压, 公司营收增速略好于行业平均水平。公司轮毂单元、万向节、驱动轴等产品主要原材料为钢材, 价格上涨对毛利率构成负面影响, 近三年毛利率持续承压, 2016 年、2017 年毛利率分别为 22.0%、20.7%, 2018 年前三季度毛利率为 18.7%, 同比下降 2.5 个百分点, 致使公司净利润承压, 增速低于营收增速。
- **细分龙头, 稳健发展, 积极分红。** 公司主打产品轮毂单元、万向节、驱动轴等处于国内领先水平, 2017 年公司万向节、轮毂轴承单元、等速驱动轴销量分别为 4300 万套、1800 万套、620 万支, 其中万向节国内市占率超过 60%, 已成为国内标准制定者。公司凭借主导产品的龙头地位以及不断研发新品, 开拓海外市场, 实现稳健发展, 2008 年~2017 年公司营收、归母净利润复合增长率分别达到 9.7% 和 16.6%。同时, 公司积极分红, 回馈股东, 1994 年上市以来累计实现净利润 77 亿元, 累计分红 45 亿元, 超过累计股权融资 (含首发) 27 亿元的规模, 合计股份支付率高达 58%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.9/8.7/10.4 亿元, 对应 EPS 分别为 0.29/0.32/0.38 元, 对应 PE 估值分别为 17 倍、15 倍、13 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 行业销量增速或放缓, 需求或不及预期风险; 原材料价格或维持高位, 盈利能力或不及预期等风险。

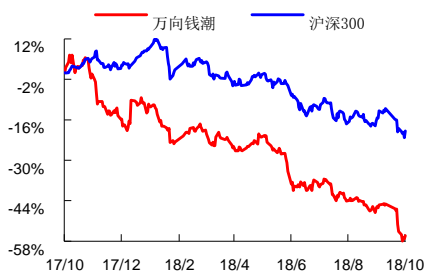
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11154.24	11744.84	12262.33	13175.98
增长率	3.42%	5.29%	4.41%	7.45%
归属母公司净利润 (百万元)	881.51	785.21	868.96	1041.58
增长率	5.72%	-10.92%	10.67%	19.87%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.29	0.32	0.38
净资产收益率 ROE	17.13%	14.53%	14.72%	15.95%
PE	15	17	15	13
PB	2.60	2.48	2.27	2.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
 执业证号: S1250518090002
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn
 联系人: 梁美美
 电话: 021-58351937
 邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.53
流通 A 股(亿股)	27.53
52 周内股价区间(元)	4.55-11.9
总市值(亿元)	131.05
总资产(亿元)	119.98
每股净资产(元)	1.84

相关研究

1 细分龙头，稳健发展

公司一直致力于汽车零部件的研发和制造，产品从零件到部件到系统集成，生产专业化，产品系列化，供货模块化；产品涵盖万向节、轮毂单元、轴承、汽车底盘及悬架系统、制动系统、传动系统、排气系统、燃油箱、工程机械零部件等汽车系统零部件及总成，是国内最大的独立汽车系统零部件供应商之一。

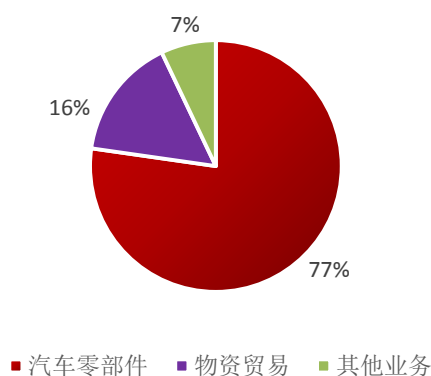
公司主营业务结构：2018H1 公司汽车零配件业务贡献 77% 营收，以及 94% 的毛利，是公司主要业绩贡献来源。汽车零配件包括轮毂轴承单元、万向节总成、制动系统、传动轴等产品，其中，2017 年公司万向节、轮毂轴承单元、等速驱动轴销量分别为 4300 万套、1800 万套、620 万支。

图 1：公司主营产品示意图



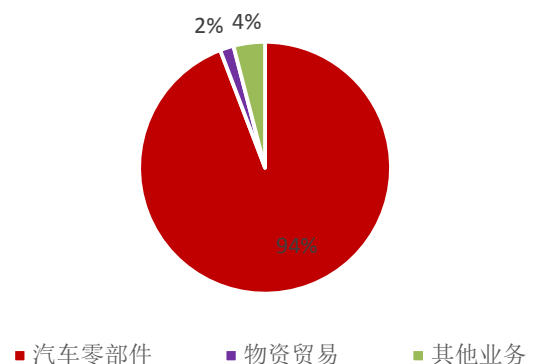
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司 2018H1 主营业务结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

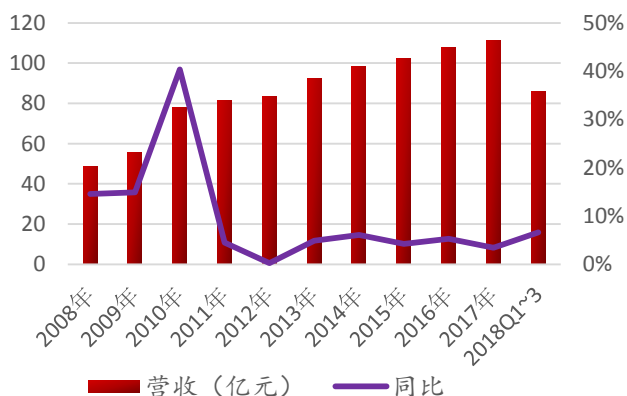
图 3：公司 2018H1 主营业务毛利情况



数据来源：wind，西南证券整理

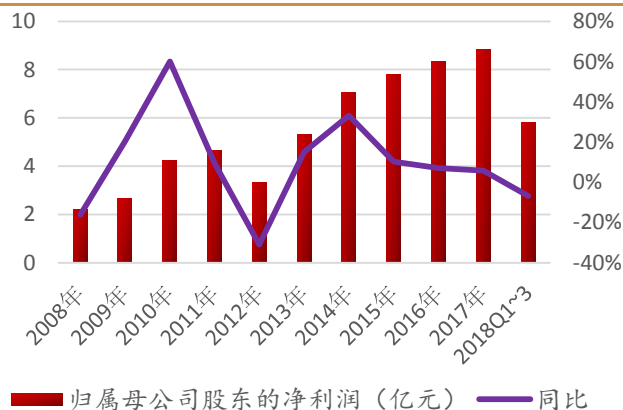
公司业绩状况：2008~2017 年，公司营收稳健增长，CAGR 达到 9.7%，净利润 CAGR 达到 16.6%。2018Q1~3 公司实现营收 86 亿元，同比增长 6.6%，好于中国汽车行业产量 0.9%左右的增速，实现归母净利润 5.8 亿元，同比下降 6.8%，主要源于毛利率下降影响。

图 4：公司 2008 年以来营业收入及增速



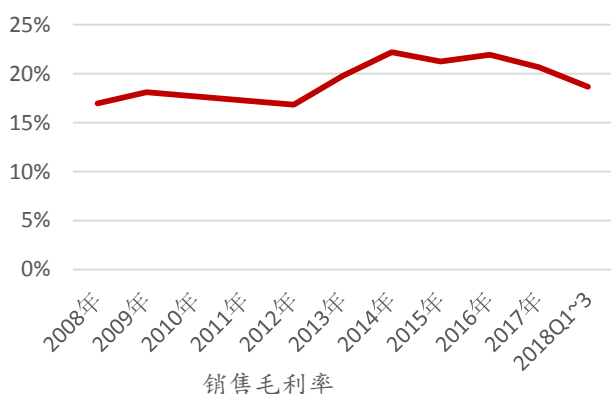
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2008 年以来净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：近年由于原材料价格上升，毛利率承压



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司财务费用率下行，带动近几年期间费用率下行



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 假设 2018-2020 年汽车零部件销量增速为 5%、4.5%、8%，价格保持稳定。
- 2) 假设 2018-2020 年物资贸易销量增速为 8%、5%、6%，价格保持稳定。
- 3) 假设 2018-2020 年其他业务销量增速分别为 3%、2%、4%，价格保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
汽车零部件	收入	8,832	9,274	9,691	10,466
	增速	-2.16%	5.00%	4.50%	8.00%
	成本	6,592	7,187	7,462	7,954
	毛利率	25.36%	22.50%	23.00%	24.00%
物资贸易	收入	1,566	1,691	1,776	1,882
	增速	37.85%	8.00%	5.00%	6.00%
	成本	1,538	1,656	1,742	1,850
	毛利率	1.79%	2.10%	1.90%	1.70%
其他业务	收入	757	780	795	827
	增速	21.51%	3.00%	2.00%	4.00%
	成本	719	702	732	728
	毛利率	4.96%	10.00%	8.00%	12.00%
合计	收入	11,154	11,745	12,262	13,176
	增速	3.41%	5.29%	4.41%	7.45%
	成本	8,848	9,545	9,936	10,533
	毛利率	20.67%	18.73%	18.97%	20.06%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.9/8.7/10.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.32/0.38 元，对应 PE 估值分别为 17 倍、15 倍、13 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600699.SH	均胜电子	0.42	1.22	1.41	52	18	15
601799.SH	星宇股份	1.70	2.23	2.89	25	19	15
601689.SH	拓普集团	1.06	1.21	1.46	13	12	10
603305.SH	旭升股份	0.59	1.10	1.33	32	23	16
平均值					31	18	14
002085.SZ	万向钱潮	0.32	0.29	0.32	15	17	15

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 行业销量增速或放缓，需求或不及预期风险。
- 2) 原材料价格或维持高位，盈利能力或不及预期风险。
- 3) 公司配股获得批文，存在配股推进或不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11154.24	11744.84	12262.33	13175.98	净利润	923.54	823.35	910.19	1091.03
营业成本	8849.10	9544.75	9936.00	10532.78	折旧与摊销	409.35	321.52	334.42	357.75
营业税金及附加	63.97	63.56	67.82	72.80	财务费用	69.90	16.86	-4.85	-4.69
销售费用	370.37	364.09	386.26	415.04	资产减值损失	88.53	50.00	50.00	50.00
管理费用	887.56	951.33	980.99	1067.25	经营营运资本变动	-89.66	23.90	-47.20	-119.37
财务费用	69.90	16.86	-4.85	-4.69	其他	-210.88	-182.67	-337.96	-129.74
资产减值损失	88.53	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1190.78	1052.95	904.61	1244.98
投资收益	116.70	140.00	145.00	150.00	资本支出	-141.34	-100.00	-500.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-193.92	140.00	145.00	150.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-335.26	40.00	-355.00	-850.00
营业利润	1014.62	894.25	991.10	1192.79	短期借款	963.00	-963.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.37	24.00	24.00	24.00	长期借款	-15.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	1029.99	918.25	1015.10	1216.79	股权融资	507.35	0.00	0.00	0.00
所得税	106.45	94.90	104.91	125.76	支付股利	-458.86	-550.59	-392.60	-434.48
净利润	923.54	823.35	910.19	1091.03	其他	-1926.97	-17.07	4.85	4.69
少数股东损益	42.03	38.14	41.23	49.45	筹资活动现金流净额	-930.88	-1530.67	-387.76	-429.79
归属母公司股东净利润	881.51	785.21	868.96	1041.58	现金流量净额	-82.03	-437.72	161.85	-34.81
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1765.70	1327.99	1489.84	1455.03	成长能力				
应收和预付款项	3277.54	3571.65	3699.73	3966.05	销售收入增长率	3.42%	5.29%	4.41%	7.45%
存货	1869.79	2020.27	2251.98	2317.11	营业利润增长率	4.41%	-11.86%	10.83%	20.35%
其他流动资产	63.22	66.57	69.50	74.68	净利润增长率	3.71%	-10.85%	10.55%	19.87%
长期股权投资	447.77	447.77	447.77	447.77	EBITDA 增长率	0.45%	-17.49%	7.14%	17.05%
投资性房地产	97.32	97.32	97.32	97.32	获利能力				
固定资产和在建工程	3365.72	3170.87	3363.12	4032.04	毛利率	20.67%	18.73%	18.97%	20.06%
无形资产和开发支出	208.01	182.70	157.39	132.08	三费率	11.90%	11.34%	11.11%	11.21%
其他非流动资产	434.29	432.93	431.57	430.21	净利率	8.28%	7.01%	7.42%	8.28%
资产总计	11529.36	11318.07	12008.23	12952.29	ROE	17.13%	14.53%	14.72%	15.95%
短期借款	963.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.01%	7.27%	7.58%	8.42%
应付和预收款项	4247.92	4721.68	4891.22	5174.09	ROIC	21.02%	17.58%	18.60%	19.91%
长期借款	2.60	2.60	2.60	2.60	EBITDA/销售收入	13.39%	10.50%	10.77%	11.73%
其他负债	923.54	928.73	931.77	936.41	营运能力				
负债合计	6137.06	5653.01	5825.59	6113.09	总资产周转率	0.97	1.03	1.05	1.06
股本	2753.16	2753.16	2753.16	2753.16	固定资产周转率	3.74	3.92	4.11	4.14
资本公积	250.41	250.41	250.41	250.41	应收账款周转率	5.67	5.80	5.67	5.79
留存收益	2046.48	2281.10	2757.46	3364.56	存货周转率	4.81	4.57	4.50	4.54
归属母公司股东权益	5050.06	5284.67	5761.03	6368.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.97%	—	—	—
少数股东权益	342.25	380.38	421.61	471.06	资本结构				
股东权益合计	5392.30	5665.06	6182.64	6839.19	资产负债率	53.23%	49.88%	48.50%	47.19%
负债和股东权益合计	11529.36	11318.07	12008.23	12952.29	带息债务/总负债	15.73%	0.05%	0.04%	0.04%
					流动比率	1.32	1.46	1.51	1.49
					速动比率	0.97	1.04	1.06	1.05
					股利支付率	52.05%	70.12%	45.18%	41.71%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.29	0.32	0.38
					每股净资产	1.83	1.92	2.09	2.31
					每股经营现金	0.43	0.38	0.33	0.45
					每股股利	0.17	0.20	0.14	0.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1493.87	1232.62	1320.68	1545.85					
PE	14.87	16.69	15.08	12.58					
PB	2.60	2.48	2.27	2.06					
PS	1.17	1.12	1.07	0.99					
EV/EBITDA	7.76	8.97	8.25	7.08					
股息率	3.50%	4.20%	3.00%	3.32%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn