

汽车零部件

业绩略低于预期，公司长期成长性好

2019 年 08 月 21 日

——凯众股份（603037.SH）2019 中报点评报告

公司评级：增持（下调）

分析师：耿丙森

执业证书号：S1030517070001

联系电话：0755-83199599

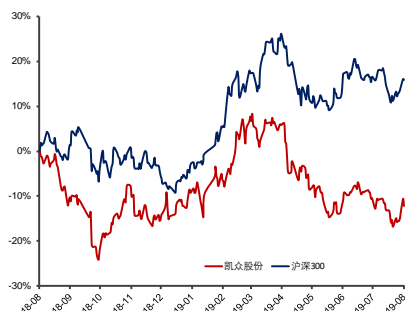
邮箱：gengbs@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师的相关报告：

1. 凯众股份：拥有核心技术，受益客户快速增长 2018-01-26
2. 凯众股份 2018 中报点评报告：业绩符合预期，公司长期成长性好 2018-08-24

凯众股份（603037）与沪深 300 对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（百万）	1904.49
流通市值（百万）	1108.61
总股本（百万股）	105.92
流通股本（百万股）	61.66
日均成交额（百万）	7.88
近一个月换手（%）	10.24
第一大股东	杨颖韬
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

核心观点：

- 1) 公司业绩略低于预期，营收增速随行业下行回落。受国内乘用车市场产量负增长（-15.8%）影响，2019 H1 公司实现营业收入 2.60 亿元，同比减少 10.6%；公司净利润 6034 万元，同比减少 24.6%。
- 2) 公司毛利率和净利率下行。汽车行业发展放缓，市场竞争加剧，整车企业将降价压力传导至零部件企业。期间公司综合毛利率和净利率分别为 40.85% 和 23.31%，分别减少了 4.34 和 4.11 个百分点。
- 3) 公司市场开拓效果显著。上半年公司减震元件业务获得了奥迪（德国），一汽大众，上汽大众，长安福特等主流车型多个项目；踏板业务获得了上汽乘用车和吉利汽车的大部分新车型项目，公司获得新项目价值约 1.65 亿元，当年新产品实现营业收入 2,798 万元为公司今后业务增长打下基础。
- 4) 公司产品新能源车市场占有率高，未来应用范围扩大。公司减震元件和轻量化踏板总成销量分别占新能源乘用车市场约 46.5% 和 15%；公司减震元件在新能源电动车上可拓展至电动机悬置、电池底座悬置等新的应用，为公司业务持续提供新的增长点。
- 5) 盈利预测与投资评级。预测公司 2019/2020/2021 年的每股收益分别为 1.05/1.14/1.25 元，对应市盈率分别为 17.2/15.8/14.3 倍。公司估值合理，且具备长期成长性，但考虑到宏观经济下行压力，以及市场和产业结构进入调整期，下调投资评级至“增持”。
- 6) 风险提示。乘用车产销量下滑超预期；新业务拓展不达预期。

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	54898	52124	56330	63355
收入同比	21.97%	-5.05%	8.07%	12.47%
净利润（百万元）	11528	11101	12056	13285
净利润同比	9.16%	-3.70%	8.61%	10.19%
毛利率	42.47%	40.85%	40.85%	40.85%
归母净利率	20.96%	23.15%	23.35%	22.67%
EPS（元）	1.09	1.05	1.14	1.25
PE（倍）	16.5	17.2	15.8	14.3

主要假设：

1) 收入增长假设：随着乘用车产销量逐步企稳，预计2019-2021年，减震元件营业收入分别增长-5%/8%/10%；踏板总成营业收入分别增长-10%/10%/20%；胶轮业务营业收入分别增长80%/10%和10%。预计公司营业总收入增长为-5%、8%、12.5%。

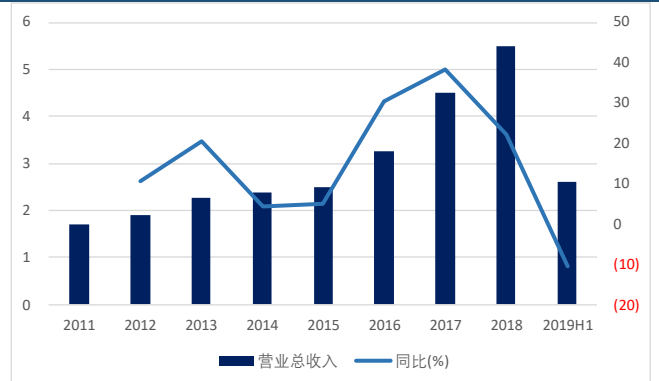
2) 毛利率假设：公司与主要原材料供应商和客户都签订长期协议锁定利润空间，且公司持续精益生产管理，取得了设备运行效率提高、产品一次合格率提升、原料利用率提高以及辅料消耗减少等多方面降成本效果，公司有能力保持毛利率稳定。考虑到乘用车市场下行以来，公司产品毛利率已降至历史最低，随着未来行业逐步企稳，预计公司毛利率将维持不变。

3) 税费假设：公司综合费用率保持平稳；享受的所得税优惠政策不发生重大改变。

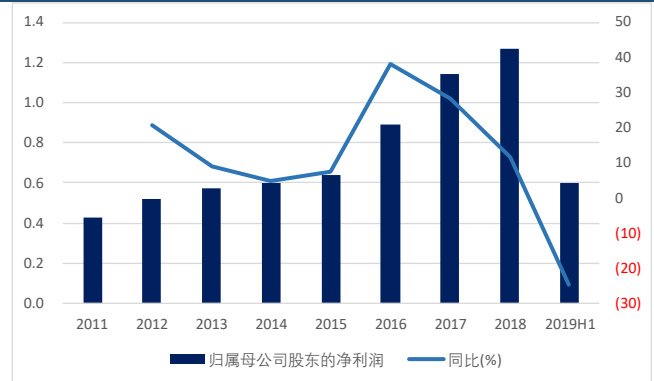
Figure 1 公司分项收入预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(万元)	17099.44	18889.74	22785.88	23782.01	24989.67	32555.02	45007.86	54898.13	26021.15	52124	56330	63355
同比		10.47%	20.63%	4.37%	5.08%	30.27%	38.25%	21.97%	-10.64%	-5.05%	8.07%	12.47%
减震元件(万元)	13483	13964	17585	19066	20330	25835	37396	40261	19486	38248	41307	45438
同比		3.57%	25.93%	8.42%	6.63%	27.08%	44.75%	7.66%	-7.49%	-5.00%	8.00%	10.00%
踏板总成(万元)	2761	4131	4620	3443	3105	5794	12092	20759	9578	18683	20551	24661
同比		49.59%	11.85%	-25.49%	-9.82%	86.64%	108.69%	71.67%	-12.34%	-10.00%	10.00%	20.00%
塑料件(万元)							5228	5670	2092	4820	5061	5567
同比								8.47%	-28.58%	-15.00%	5.00%	10.00%
胶轮(万元)	692	728	543	1082	1141	925	1665	1032	787	1857	2043	2247
同比		5.06%	-25.37%	99.31%	5.46%	-18.94%	79.91%	-38.01%	106.35%	80.00%	10.00%	10.00%
其他业务(万元)	163	67	37	191	413		384	579	215	578	636	700
同比											10.00%	10.00%
内部抵销(万元)							-11757	-13402	-6138	-12062	-13268	-15258
同比								13.99%		-10.00%	10.00%	15.00%
毛利率(%)	45.22	44.35	42.46	42.08	42.04	48.01	44.9	42.47	40.85	40.85	40.85	40.85

数据来源：Wind、世纪证券研究所

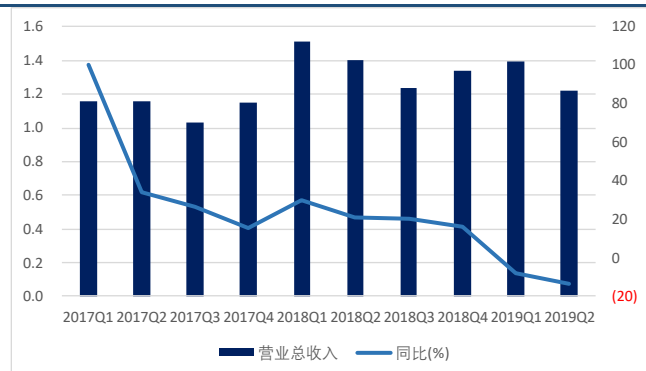
Figure 2 近年公司营业总收入及增长率 单位：亿元

资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 3 近年公司归母净利润及增长率 单位：亿元

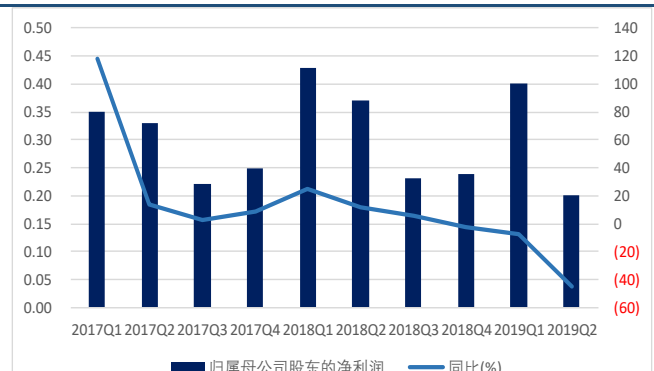
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司单季度营业总收入及增长率 单位：亿元



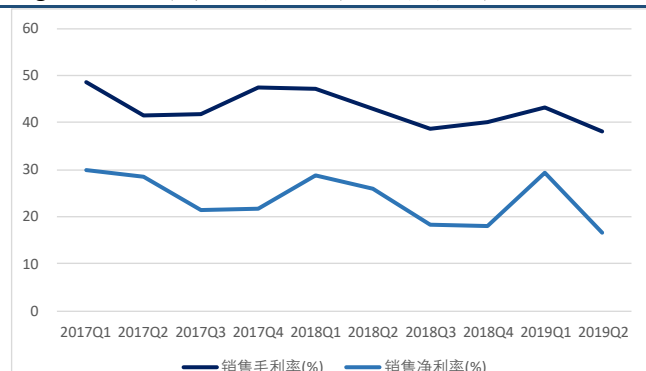
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司单季度归母净利润及增长率 单位：亿元



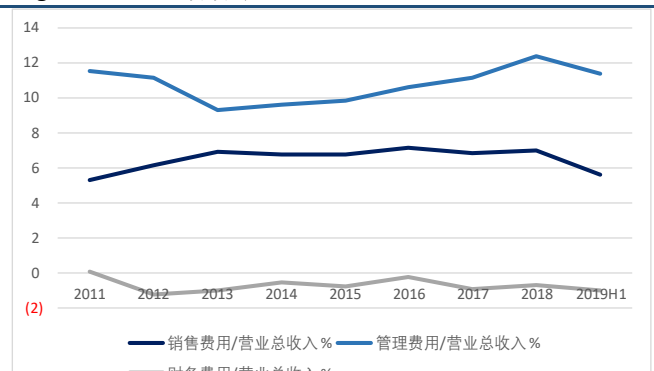
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司单季度销售毛利率及销售净利率



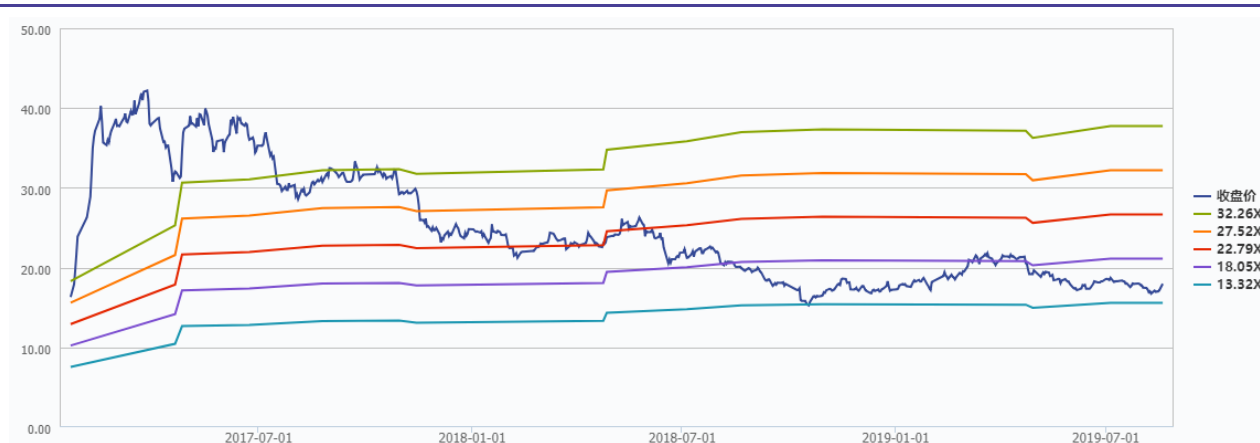
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 6 公司三费费率



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 8 公司历史 PE-Band



数据来源：Wind、世纪证券研究所

附表

Figure 9 报表预测 (单位: 百万元)

报表预测

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	325.55	450.08	548.98	521.24	563.30	633.55
减: 营业成本	169.24	248.00	315.80	308.31	333.19	374.74
营业税金及附加	3.31	2.31	2.76	2.62	2.83	3.19
营业费用	23.36	30.96	38.55	33.88	36.61	44.35
管理费用	34.49	50.17	43.10	51.42	55.56	62.49
财务费用	-0.83	-4.03	-3.84	-5.37	-6.51	-7.26
资产减值损失	1.84	0.62	0.31	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	1.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-25.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.14	122.05	128.83	130.38	141.60	156.03
加: 其他非经营损益	10.26	-0.13	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.39	121.92	128.87	130.38	141.60	156.03
减: 所得税	14.88	15.37	13.78	19.56	21.24	23.41
净利润	89.51	106.55	115.09	110.82	120.36	132.63
减: 少数股东损益	0.84	0.95	-0.19	-0.18	-0.20	-0.22
归属母公司股东净利润	88.67	105.60	115.28	111.01	120.56	132.85

财务分析和估值指标汇总

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	48.01%	44.90%	42.47%	40.85%	40.85%	40.85%
三费/销售收入	17.52%	17.13%	14.17%	15.33%	15.21%	15.72%
EBIT/销售收入	31.60%	26.05%	22.77%	23.98%	23.98%	23.48%
EBITDA/销售收入	36.12%	29.94%	26.80%	30.36%	29.88%	27.19%
销售净利率	27.50%	23.67%	20.96%	21.26%	21.37%	20.93%
资产获利率						
ROE	21.40%	13.89%	13.84%	12.72%	13.17%	13.80%
ROA	21.62%	13.48%	13.25%	12.73%	13.03%	13.64%
ROIC	27.84%	27.09%	26.02%	16.04%	19.78%	19.64%
总资产周转率	0.68	0.52	0.58	0.53	0.54	0.58
固定资产周转率	3.97	4.96	4.18	3.66	4.65	6.36

数据来源: Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%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；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。