

行业下行短期业绩承压 预计 Q4 产销改善

——精锻科技 (300258.SZ) 三季度业绩点评 汽车/汽车零部件



事件:

公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营收 8.97 亿元, 同比下降 5.88%, 归母净利润 1.66 亿元, 同比下降 27.5%, 扣非归母净利润为 1.51 亿元, 同比下降 28.1%。其中 Q3 单季实现营收 2.89 亿, 同比下滑 6.4%; 归母净利润 0.4 亿元, 同比下滑 43.3%; 扣非归母净利润 0.39 亿元, 同比下滑 40.6%。

投资摘要:

Q3 业绩短期承压, 海外收入微增。2019 前三季度公司实现营收 8.97 亿元, 同比下滑 5.88%, 其中国内收入同比下滑约 13%, 国外同比增长约 13%; 实现归母净利润 1.66 亿元, 增速为-27.5%, 略低于预期。我们认为公司 Q3 业绩低于预期主要两方面原因, 一方面国内收入下滑和国外收入增速放缓; 另一方面产量下降等原因导致制造成本上升。Q3 单季度收入同比下滑 6.4%, 降幅较 Q2 收窄 2 pct, 经过拆分, 预计 Q3 国内收入同比下滑 8.5%左右, 国外同比增长 0.6%左右。国外收入增速放缓, 预计一方面是由于去年 Q3 基数较高, 另一方面是由于海外客户销量下滑所致。

毛利率同比下滑 4 pct, 预计产能利用率提高后将逐步改善。公司前三季度毛利率 35.5%, 同比下降 4 pct; 分季度看, Q3 单季度毛利率 33.45%, 同比下滑 3.1 pct, 环比下滑 1.6 pct。我们认为毛利率下滑主要原因是由于产能利用率下降导致固定成本上升、上游进口原材料价格上涨、下游客户年降增大以及在在建工程转固导致固定资产折旧增加等原因。我们认为随着 Q4 下游客户销量增长, 公司订单环比改善, 产能利用率提升, 预计产品固定成本将降低, 公司毛利率有望在 Q4 回升。

销售费用率环比下降 0.22 pct, 管理费用率和研发费用率均提高。公司 Q3 单季度销售费用率、管理费用率和研发费用率分别同比增长 1 pct、1.7 pct 和 1.9 pct, 环比分别改变-0.22 pct、0.6 pct 和 1.1 pct。其中管理费用增加主要是由于天津工厂已经开始调试试样, 增加管理费用 400 万。四项费用率合计为 15.1%, 同比提高 5.1 pct, 环比提高 2.5 pct。在毛利率下滑的情况下, 期间费用率同比和环比均上升, 导致 Q3 单季度利润空间进一步被压缩。

天津工厂投产, 结合齿业务将逐渐放量。公司锥齿轮国内市占率已经较高, 结合齿业务目前主要配套大众大连变速器工厂 DQ200 变速器, 随着天津工厂投产, 预计大众天津变速器工厂结合齿业务将逐步由大岗技研向精锻科技转移, 大众天津变速器工厂产品 DQ381、DL382、DQ501 和 DQ400e 合计产能 180-200 万台, 未来公司结合齿业务有望保持高增长。

差速器总成业务将成为公司未来核心增量。公司产品由差速器锥齿轮升级为差速器总成, 其单车配套价值量由 80 元提高到 270 元, 2018 年差速器总成占公司营收 1.08%, 根据公司现有差速器总成订单测算, 预计 19 年差速器总成业务将贡献营收的 5%以上。明年上汽变差速器总成项目、沃尔沃差速器总成和行星架总成项目即将投产。我们认为差速器总成价值量是现有锥齿轮的 2-3 倍, 公司订单将持续量产, 差速器总成业务将成为公司核心产品。

投资建议: 公司是国内精锻齿轮龙头企业, 锥齿轮国内市占率达 31%, 全球市占率 14%, 出口业务稳定增长, 我们认为结合齿和差速器总成成为公司未来重要增量。目前公司正处于第三轮产能扩张阶段, 未来业绩有较大提升空间。预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 12.1 亿元、13.9 亿元和 15.8 亿

敬请参阅最后一页免责声明

评级 买入 (维持)

2019 年 10 月 28 日

曹旭特 分析师
SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬 研究助理
wangjing@shgsec.com
021-20639302

交易数据 时间 2019.10.28

总市值/流通市值 (亿元)	41.92/38.99
总股本 (万股)	40,500.0
资产负债率 (%)	34.57
每股净资产 (元)	4.9
收盘价 (元)	10.35
一年内最低价/最高价 (元)	9.96/15.29

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《精锻科技 (300258.SZ) 中报业绩点评: 出口对冲国内下行周期 看好结合齿和差速器总成》2019-08-20
- 2、《精锻科技公司深度研究: 新产品与产能扩张推动新一轮增长周期》2019-07-26

证券研究报告

元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.19 亿元(未考虑商誉减值)、2.63 亿元和 3.23 亿元，每股收益分别为 0.54 元、0.65 元和 0.8 元，对应 PE 分别为 19.1、15.9、13 倍。维持“买入”评级。

风险提示：新项目配套不及预期、汽车销量不及预期、中美贸易摩擦、上游原材料价格大幅波动

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,128.86	1,265.43	1,213.74	1,387.67	1,584.69
增长率(%)	25.62%	12.10%	-4.08%	14.33%	14.20%
归母净利润(百万)	250.33	258.68	219.46	262.98	322.57
增长率(%)	31.28%	3.34%	-15.16%	19.83%	22.66%
净资产收益率(%)	0.15	0.14	0.11	0.12	0.13
每股收益(元)	0.62	0.64	0.54	0.65	0.80
PE	16.74	16.20	19.10	15.94	12.99
PB	2.51	2.23	2.05	1.87	1.68

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	323.25	321.08	308.53	312.57	314.16	293.85	288.8
增长率(%)	21.72%	24.34%	11.51%	-4.82%	-2.81%	-8.48%	-6.40%
毛利率(%)	40.27%	41.57%	36.57%	34.09%	37.82%	35.03%	33.45%
期间费用率(%)	15.29%	11.60%	10.02%	12.42%	13.19%	12.56%	15.11%
净利润(百万元)	66.14	92.53	70.67	29.34	65.95	60.23	40.09
增长率(%)	16.00%	36.17%	22.86%	-56.75%	-0.28%	-34.91%	-43.27%
每股盈利(季度, 元)	0.16	0.23	0.17	0.07	0.16	0.15	0.10
资产负债率(%)	29.17%	32.53%	30.92%	32.61%	33.76%	36.18%	34.57%
净资产收益率(%)	3.81%	5.21%	3.83%	1.56%	3.40%	3.09%	2.02%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	1128.86	1265.43	1213.74	1387.67	1584.69	流动资产合计	830.00	906.53	866.52	1140.52	1630.76		
营业成本	665.00	782.41	766.88	873.85	981.70	货币资金	168.64	295.03	282.98	474.56	875.73		
营业税金及附加	12.89	14.10	13.53	15.46	17.66	应收账款	245.94	242.27	232.37	265.67	303.39		
营业费用	41.35	31.20	29.93	34.21	41.02	其他应收款	4.74	5.09	4.88	5.58	6.38		
管理费用	99.34	49.37	48.55	55.51	63.39	预付款项	18.24	14.43	17.59	20.04	22.52		
研发费用	0.00	61.43	67.58	74.34	81.77	存货	189.19	247.07	230.17	262.27	294.64		
财务费用	19.54	14.40	33.67	29.74	36.45	其他流动资产	13.67	14.50	13.91	15.90	18.16		
资产减值损失	15.22	34.26	15.00	10.00	15.00	非流动资产合计	1560.81	1878.42	2009.21	2027.52	1990.73		
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
投资净收益	0.14	0.25	0.00	0.00	0.00	固定资产	1155.78	1181.37	1347.17	1447.14	1439.19		
营业利润	296.07	300.50	253.82	304.16	373.11	无形资产	134.04	129.94	125.94	122.94	119.94		
营业外收入	0.39	4.80	5.00	6.00	7.00	商誉	59.21	33.02	33.02	33.02	33.02		
营业外支出	0.48	1.25	0.86	1.06	0.96	其他非流动资产	116.40	179.73	148.77	170.09	194.24		
利润总额	295.98	304.06	257.95	309.10	379.14	资产总计	2390.81	2784.95	2875.73	3168.04	3621.50		
所得税	45.65	45.37	38.49	46.13	56.58	流动负债合计	666.66	665.44	348.19	271.96	296.90		
净利润	250.33	258.68	219.46	262.98	322.57	短期借款	387.50	424.50	100.96	0.00	0.00		
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	119.25	129.58	130.45	148.65	166.99		
归属母公司净利润	250.33	258.68	219.46	262.98	322.57	预收款项	0.84	0.62	0.74	0.85	0.97		
EBITDA	574.14	580.60	426.69	488.93	572.50	一年内到期的非流动负债	43.99	0.00	0.00	0.00	0.00		
EPS (元)	0.62	0.64	0.54	0.65	0.80	非流动负债合计	57.27	242.60	482.71	650.03	831.74		
主要财务比率						长期借款	0.00	158.93	318.93	483.93	653.93		
						应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
成长能力						负债合计	723.93	908.04	830.90	921.99	1128.63		
营业收入增长	25.62%	12.10%	-4.08%	14.33%	14.20%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营业利润增长	35.96%	1.50%	-15.54%	19.83%	22.67%	实收资本(或股本)	405.00	405.00	405.00	405.00	405.00		
归属于母公司净利润增长	31.28%	3.34%	-15.16%	19.83%	22.66%	资本公积	350.62	350.62	350.62	350.62	350.62		
获利能力						未分配利润	818.59	1011.61	1166.78	1352.72	1580.79		
毛利率(%)	41.09%	38.17%	36.82%	37.03%	38.05%	归属母公司股东权益合计	1666.88	1876.91	2044.83	2246.05	2492.86		
净利率(%)	22.18%	20.44%	18.08%	18.95%	20.36%	负债和所有者权益	2390.81	2784.95	2875.73	3168.04	3621.50		
总资产净利润(%)	10.47%	9.29%	7.63%	8.30%	8.91%	现金流量表							
ROE(%)	15.02%	13.78%	10.73%	11.71%	12.94%	单位:百万							
偿债能力						经营活动现金流	362.77	424.25	441.94	400.33	473.13		
资产负债率(%)	30.28%	32.61%	28.89%	29.10%	31.16%	净利润	250.33	258.68	219.46	262.98	322.57		
流动比率	1.25	1.36	2.49	4.19	5.49	折旧摊销	129.32	141.37	139.20	155.03	162.95		
速动比率	0.96	0.99	1.83	3.23	4.50	财务费用	19.54	14.40	33.67	29.74	36.45		
营运能力						应付帐款减少	(43.31)	3.67	9.89	(33.30)	(37.72)		
总资产周转率	0.51	0.49	0.43	0.46	0.47	预收帐款增加	0.09	(0.22)	0.13	0.11	0.12		
应收账款周转率	5.03	5.18	5.11	5.57	5.57	投资活动现金流	(379.22)	(434.53)	(285.34)	(183.62)	(141.46)		
应付账款周转率	9.70	10.17	9.34	9.94	10.04	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.64	0.54	0.65	0.80	投资收益	0.14	0.25	0.00	0.00	0.00		
每股净现金流(最新摊薄)	0.15	0.30	(0.03)	0.47	0.99	筹资活动现金流	78.39	132.26	(168.65)	(25.13)	69.50		
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.63	5.05	5.55	6.16	应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
估值比率						长期借款增加	(18.99)	158.93	160.00	165.00	170.00		
P/E	16.74	16.20	19.10	15.94	12.99	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
P/B	2.51	2.23	2.05	1.87	1.68	资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
EV/EBITDA	7.76	7.72	10.14	8.59	6.93	现金净增加额	61.94	121.99	(12.05)	191.57	401.17		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上