



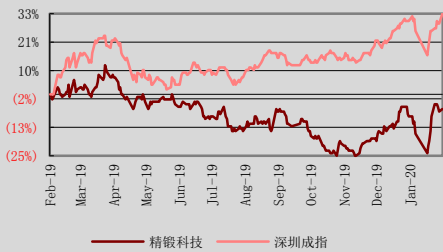
300258.SZ

增持

市场价格：人民币 12.10

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.4	3.4	18.0	(2.4)
相对深证成指	1.7	0.8	1.5	(40.8)

发行股数(百万)	405
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	4,901
3个月日均交易额(人民币 百万)	26
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
江苏大洋投资有限公司	46

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2020年2月17日收市价为标准

中银证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

精锻科技

乘用车精锻齿轮龙头，受益大众MEB国产化

公司是国内乘用车精锻齿轮龙头企业，主要产品包括汽车差速器锥齿轮、变速器结合齿轮、VVT总成等，技术水平国内领先，主要客户包括大众、通用、福特、奔驰、奥迪、长安、吉利等中外知名车企。公司新能源储备产品众多，将大幅受益于大众MEB年内量产。公司获得大众、沃尔沃、格特拉克等多个项目定点，天津工厂预计Q1批产。2019年业绩受短期因素拖累，2020年订单充裕产能扩张，业绩有望触底反弹。我们预计2019-2021年每股收益分别为0.45元、0.64元和0.80元，首次给予增持评级。

支撑评级的要点

- **新能源储备产品众多，受益于大众MEB年内量产。**公司是国内汽车精锻齿轮龙头企业，主要产品包括汽车差速器锥齿轮、变速器结合齿轮、VVT总成等。新能源是汽车行业发展趋势，公司新能源储备产品包括差速器总成、电机轴、差速器齿轮、轴等，单车价值量较燃油车型有大幅提升，新能源配套收入高速增长且占比持续提升，发展前景可期。大众MEB项目预计年内国产，公司将直接和间接配套差速器齿轮、电机轴、从动轴、主动轴等产品，MEB规划销量庞大，公司将大幅受益。
- **在手订单充裕，天津工厂预计Q1批产。**公司在手订单充裕，项目定点包括获得大众变速器MEB、DQ501、大众奥迪新项目、沃尔沃差速器总成、行星支架项目、格特拉克变速器齿毂、多个合资和自主品牌差速器总成等，国内汽车销量有望触底回升，公司将持续受益。产能方面，天津工厂预计Q1开始有项目批产，此外公司签订补充协议计划扩张产能，为公司长期增长奠定良好基础。
- **2019年业绩受短期因素拖累，2020年有望触底反弹。**公司发布业绩预告，2019年收入下降约3%，主要受到国内汽车市场整体下行的影响，其中国内收入下降7%，出口收入增长10%。全年盈利1.75-1.85亿元，同比下降28.48%-32.35%，主要受产品年降、材料价格上涨、折旧费用增加、出口美国产品加征关税，以及天津传动试生产等因素影响，毛利率有所下降，此外子公司宁波电控业绩不达预期，足额计提商誉约3302万元。公司2019年收入表现稳健，降幅低于行业销量平均水平，2020年订单充足，收入有望企稳回升，商誉减值等短期因素影响减弱，业绩有望触底反弹。

估值

- 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.45元、0.64元和0.80元，公司在差速器锥齿轮等领域市场地位稳固，首次给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 1) 下游客户销量不及预期；2) 产能释放不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,129	1,265	1,227	1,350	1,553
变动(%)	26	12	(3)	10	15
净利润(人民币 百万)	250	259	182	257	324
全面摊薄每股收益(人民币)	0.618	0.639	0.449	0.636	0.800
变动(%)	31.3	3.3	(29.8)	41.6	26.0
全面摊薄市盈率(倍)	19.6	18.9	27.0	19.0	15.1
价格/每股现金流量(倍)	13.5	11.6	13.5	13.8	10.7
每股现金流量(人民币)	0.90	1.05	0.90	0.88	1.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	10.5	11.5	9.0	7.2
每股股息(人民币)	0.125	0.150	0.090	0.127	0.160
股息率(%)	1.0	1.2	0.7	1.0	1.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,129	1,265	1,227	1,350	1,553
销售成本	(678)	(797)	(822)	(878)	(994)
经营费用	(27)	27	27	56	60
息税折旧前利润	424	495	432	528	619
折旧及摊销	(129)	(141)	(155)	(167)	(179)
经营利润 (息税前利润)	295	354	277	361	440
净利息收入/(费用)	(20)	(14)	(13)	(12)	(11)
其他收益/(损失)	0	4	14	14	14
税前利润	276	343	278	364	443
所得税	(46)	(45)	(35)	(45)	(57)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	250	259	182	257	324
核心净利润	250	259	182	257	324
每股收益 (人民币)	0.618	0.639	0.449	0.636	0.800
核心每股收益 (人民币)	0.618	0.639	0.449	0.636	0.800
每股股息 (人民币)	0.125	0.150	0.090	0.127	0.160
收入增长(%)	26	12	(3)	10	15
息税前利润增长(%)	31	20	(22)	30	22
息税折旧前利润增长(%)	29	17	(13)	22	17
每股收益增长(%)	31	3	(30)	42	26
核心每股收益增长(%)	19	30	(18)	31	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	276	343	278	364	443
折旧与摊销	129	141	155	167	179
净利息费用	20	14	13	12	11
运营资本变动	(25)	39	(41)	17	(78)
税金	(25)	(85)	(96)	(106)	(119)
其他经营现金流	(11)	(29)	54	(97)	22
经营活动产生的现金流	363	424	363	356	457
购买固定资产净值	28	(4)	91	81	86
投资减少/增加	7	26	0	0	0
其他投资现金流	(414)	(457)	(182)	(163)	(172)
投资活动产生的现金流	(379)	(435)	(91)	(81)	(86)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	119	152	(233)	0	0
支付股息	(51)	(61)	(36)	(51)	(65)
其他融资现金流	10	41	(24)	(12)	(11)
融资活动产生的现金流	78	132	(294)	(63)	(76)
现金变动	62	122	(22)	211	295
期初现金	106	169	295	273	485
公司自由现金流	(16)	(10)	272	275	371
权益自由现金流	122	156	52	286	382

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	169	295	273	485	780
应收帐款	351	334	374	396	478
库存	189	247	203	277	267
其他流动资产	121	31	97	59	96
流动资产总计	830	907	948	1,216	1,621
固定资产	1,231	1,515	1,445	1,362	1,268
无形资产	134	130	136	133	135
其他长期资产	131	196	136	154	162
长期资产总计	1,496	1,840	1,717	1,649	1,565
总资产	2,391	2,785	2,703	2,904	3,224
应付帐款	164	170	194	194	239
短期债务	388	425	50	50	50
其他流动负债	115	71	79	72	84
流动负债总计	667	665	323	316	373
长期借款	0	159	300	300	300
其他长期负债	57	84	68	70	74
股本	405	405	405	405	405
储备	1,254	1,462	1,607	1,813	2,072
股东权益	1,659	1,867	2,012	2,218	2,477
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,391	2,785	2,703	2,904	3,224
每股帐面价值 (人民币)	4.10	4.61	4.97	5.48	6.12
每股有形资产 (人民币)	3.76	4.29	4.63	5.15	5.78
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	0.71	0.19	(0.33)	(1.06)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.6	39.2	35.2	39.1	39.9
息税前利润率(%)	26.1	28.0	22.6	26.8	28.4
税前利润率(%)	24.4	27.1	22.6	26.9	28.6
净利率(%)	20.4	23.6	19.8	23.6	24.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.4	2.9	3.8	4.3
利息覆盖率(倍)	15.1	24.6	20.6	30.3	40.5
净权益负债率(%)	13.2	15.5	3.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	2.3	3.0	3.6
估值					
市盈率(倍)	19.6	18.9	27.0	19.0	15.1
核心业务市盈率(倍)	21.3	16.4	20.0	15.3	12.6
市净率(倍)	3.0	2.6	2.4	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	13.5	11.6	13.5	13.8	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	10.5	11.5	9.0	7.2
周转率					
存货周转天数	96.5	100.0	99.9	99.8	99.9
应收帐款周转天数	108.2	98.8	105.3	104.1	102.7
应付帐款周转天数	50.6	48.3	54.2	52.5	50.9
回报率					
股息支付率(%)	22.0	20.4	15.0	16.2	16.8
净资产收益率(%)	14.8	16.9	12.5	15.0	16.5
资产收益率(%)	11.1	11.9	8.8	11.3	12.5
已运用资本收益率(%)	3.3	2.9	1.9	2.6	3.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测