

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

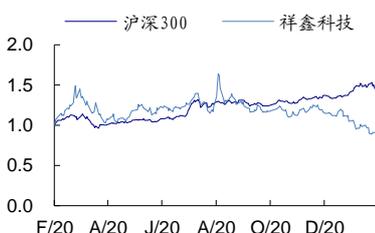
祥鑫科技(002965)
增持

2020 年三季度点评

(首次评级)

2021 年 02 月 01 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	151/83
总市值/流通(百万元)	4,173/2,304
上证综指/深圳成指	3,483/14,822
12 个月最高/最低(元)	53.86/26.67

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

营收增长稳健, 受益于新能源汽车和 5G 基站建设

● 三季度营收同比增长 15.54%, 5G 投资推动钣金业务增长

2020 年前三季度, 公司实现销售收入 12.94 亿元, 同比+15.54%; 归母净利润 1.19 亿元, 同比+2.04%; 扣非归母净利润 1.02 亿元, 同比-10.94%。拆分单 Q3, 公司销售收入 4.59 亿元, 同比+21.05%; 归母净利润 0.41 亿元, 同比+20.87%; 扣非归母净利润 0.38 亿元, 同比+13.49%。总结来看, 公司在 Q1 受疫情冲击(营收同比-3.43%)后应对得当, 及时增强业务扩张和技术更新, 在竞争中保持了有利地位, 业绩增长稳健, 同时下游运营商 5G 网络投资有利推动了公司数控钣金业务的增长。

● 费用控制成效显著, 研发投入不断加强

2020 年前三季度, 公司毛利率 22.57%, 净利率 9.23%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.60%/5.97%/4.09%/0.02%, 分别较上年同期-0.31/-0.67/+0.12/+0.05pct; 单看 Q3, 公司毛利率 23.05%, 净利率 9.04%, 销售/管理/研发/财务费率分别为 2.84%/5.81%/3.78%/0.39%, 分别较上年同期-0.11/-1.33/+0.24/+0.68pct。公司销售费用率与管理费用率持续下降, 研发费用率和财务费用率持续上升, 反映出公司在加强研发、加强融资的同时强化成本控制, 有效提升了经营管理效率。

● 受益于新能源汽车和 5G 基站建设的结构件供应商

公司主生产精密冲压模具和金属结构件, 下游为汽车、通信、办公及电子设备等行业客户。2019 年上半年前五大客户分别为佛吉亚、华为、马勒、奥钢联、中兴, 合计销售额占比为 40.83%。未来增量: 1) 汽车领域, 产品从金属结构件单品往组件乃至总成方向发展, 客户向新能源车(广汽新能源、蔚来等)和华为汽车业务延伸; 2) 通信领域, 公司产品应用于 5G 基站、IDC 机柜, 受益于 5G 网络建设持续放量。

● 风险提示: 疫情带来上游原材料风险和下游产销风险。
● 投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级。

公司在精密模具及金属结构件领域深耕多年, 预计 20-22 年归母净利润 1.57/1.87/2.26 亿, 对应 PE 为 27/22/19X。首次覆盖, 给予增持评级。

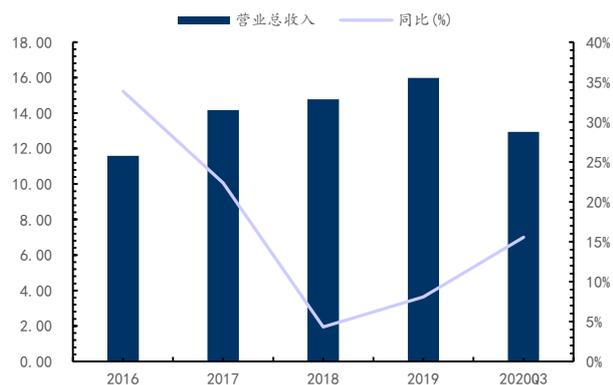
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,597	1,793	2,161	2,612
(+/-%)	8.1%	12.3%	20.5%	20.9%
净利润(百万元)	151	157	187	226
(+/-%)	7.4%	3.7%	19.0%	21.1%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.04	1.24	1.50
EBIT Margin	14.2%	11.8%	12.0%	11.9%
净资产收益率(ROE)	9.3%	9.0%	9.9%	10.9%
市盈率(PE)	27.6	26.7	22.4	18.5
EV/EBITDA	18.2	21.5	17.7	15.3
市净率(PB)	2.57	2.40	2.21	2.02

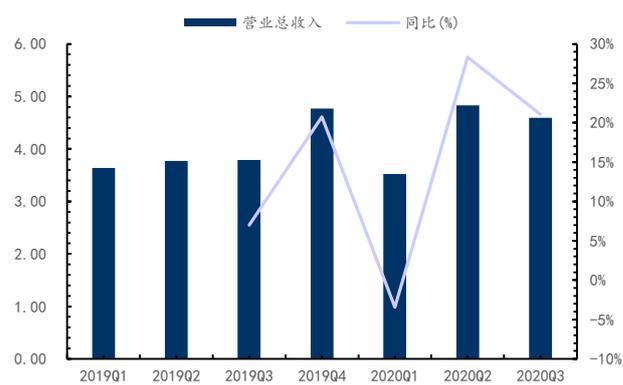
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

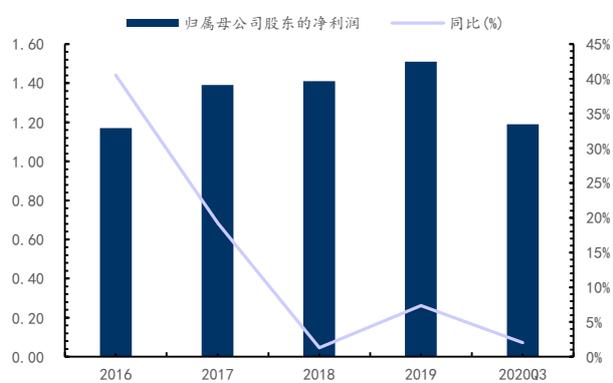
营收同比增长 15.54%，5G 投资推动钣金业务增长。2020 年前三季度，公司实现销售收入 12.94 亿元，同比+15.54%；归母净利润 1.19 亿元，同比+2.04%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比-10.94%。单看 Q3，公司销售收入 4.59 亿元，同比+21.05%；归母净利润 0.41 亿元，同比+20.87%；扣非归母净利润 0.38 亿元，同比+13.49%。总结来看，公司在 Q1 受疫情冲击（营收同比-3.43%）后应对得当，及时增强业务扩张和技术更新，在竞争中保持了有利地位，业绩增长稳健，同时下游运营商 5G 网络投资有利推动了公司数控钣金业务的增长。

图 1：祥鑫科技营业收入及增速（单位：亿元、%）


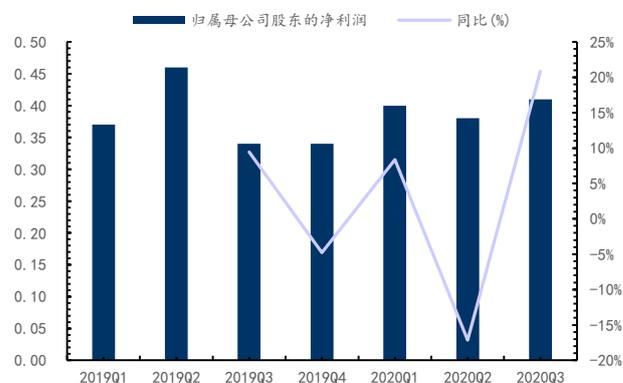
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：祥鑫科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：祥鑫科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

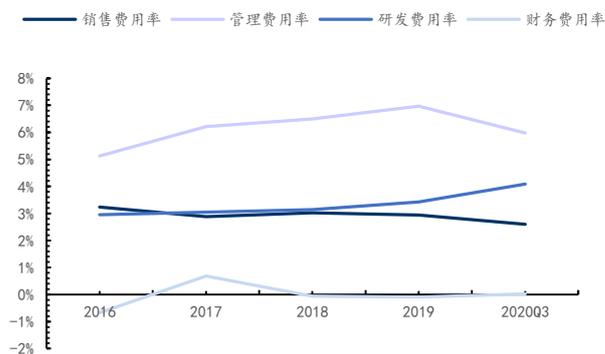
图 4：祥鑫科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用控制成效显著，研发投入不断加强。2020 年前三季度，公司毛利率 22.57%，净利率 9.23%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.60%/5.97%/4.09%/0.02%，分别较上年同期-0.31/-0.67/+0.12/+0.05pct；单看 Q3，公司毛利率 23.05%，净利率 9.04%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.84%/5.81%/3.78%/0.39%，分别较上年同期-0.11/-1.33/+0.24/+0.68pct。公司销售费用率与管理费用率持续下降，研发费用率和财务费用率持续上升，反映出公司在加强研发、加强融资的同时强化成本控制，有效提升了经营管理效率。

图 5: 祥鑫科技毛利率、净利率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 祥鑫科技三项费用率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受益于新能源汽车和 5G 基站建设的结构件供应商。公司主业生产精密冲压模具和金属结构件, 下游为汽车、通信、办公及电子设备等行业客户。2019 年上半年, 公司前五大客户分别为佛吉亚、华为、马勒、奥钢联、中兴, 合计销售额占比为 40.83%。未来, 公司计划加强总部统筹管理、事业部独立开展业务的管理模式, 不断提高核心产品技术水平, 持续深化大型战略客户关系, 提高市场份额, 同时完善人才培育及激励机制, 拓宽筹资渠道, 在适当情况下通过收购兼并助力公司壮大。

在通信领域,公司主要客户包括华为、中兴等知名企业, 产品以数控钣金件为主, 广泛应用在 5G 基站、IDC 机柜等领域, 受益于 5G 网络建设持续放量。

在汽车领域,公司产品已从金属结构件单品逐渐往金属结构件组件乃至总成方向发展。在 Tier 2 级别, 公司与安道拓/江森自控、法雷奥、马勒、佛吉亚、宁德时代、本特勒、奥钢联等全球知名的汽车零部件企业保持了长期的合作关系, 公司精密汽车冲压模具及金属结构件产品已广泛应用于保时捷、奥迪、宝马、奔驰、沃尔沃、捷豹、路虎、大众、广汽传祺、吉利等品牌汽车的生产。在 Tier 1 级别, 公司已成为广汽集团、一汽大众、蔚来汽车、广汽蔚来、小鹏汽车、知行汽车、吉利汽车、丰田、尼桑、戴姆勒等知名整车厂商的合格供应商。

表 1: 祥鑫科技主要客户

2019H1				
序号	客户名称	销售内容	销售额 (万元)	占销售收入比重
1	佛吉亚	结构件及模具	8,729.78	12%
2	华为	结构件及模具	6,860.88	9%
3	马勒	结构件及模具	5,633.89	8%
4	奥钢联	模具	4,718.02	6%
5	中兴	结构件	4,313.69	6%
合计			30,256.26	41%
2018 全年				
序号	客户名称	销售内容	销售额 (万元)	占销售收入比重
1	安道拓	结构件及模具	15,135.68	10%
2	佛吉亚	结构件及模具	13,346.66	9%
3	华为	结构件及模具	11,890.26	8%
4	马勒	结构件及模具	11,437.24	8%
5	奥钢联	模具	10,380.59	7%
合计			62,190.42	42%
2017 全年				
序号	客户名称	销售内容	销售额 (万元)	占销售收入比重
1	安道拓	结构件及模具	16,088.03	11%
2	华为	结构件及模具	11,490.62	8%

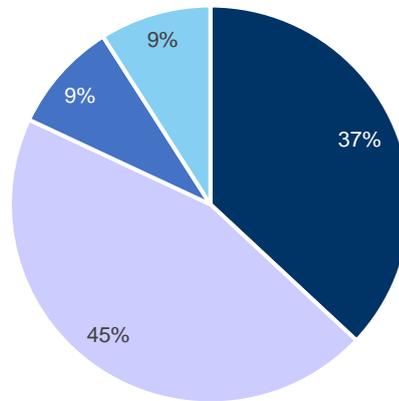
3	奥钢联	模具	11,347.14	8%
4	广汽集团	结构件及模具	10,223.26	7%
5	佛吉亚	结构件及模具	9,678.46	7%
合计			58,827.52	42%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司产品主要分为精密冲压模具和金属结构件两类，前者包括汽车冲压模具和其它冲压模具，后者包括汽车冲压件、数控钣金件和其他结构件。在模具下游应用行业中，汽车制造业模具使用量较大，模具是汽车工业的基础工艺装备，在汽车生产中 95%以上的零部件都需要依靠模具成型。根据中国模具工业协会统计，我国目前汽车行业的模具市场规模约为每年 600-700 亿元，

图 7：各类型模具市场占比

■ 冲压模具 ■ 塑料模具 ■ 其他模具 ■ 铸造模具



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司在精密模具及金属结构件领域深耕多年，产品在生产效率提升、材料节约使用等方面具备一定优势，与华为、马勒、佛吉亚等国内外巨头保持稳定的供货关系，未来受益于新能源汽车行业发展和 5G 基站建设维持稳健增长，我们预计 20/21/22 年归母净利润 1.57/1.87/2.26 亿，对应 EPS 为 1.04/1.24/1.50 元，对应当前股价 PE 为 27/22/19X。考虑祥鑫科技作为精密模具与金属结构件上市公司，选取市值和业务相近的爱柯迪、精锻科技、华达科技三家结构件企业作为可比公司，考虑可比公司 2021 年平均估值 20-25X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
		210131		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600933.SH	爱柯迪	14.44	124.20	0.51	0.45	0.56	28	32	26	增持
300258.SZ	精锻科技	12.70	61.18	0.43	0.36	0.52	30	35	24	无评级
603358.SH	华达科技	16.08	50.43	0.50	0.66	0.88	32	24	18	无评级
平均							30	31	23	
002965.SZ	祥鑫科技	27.69	41.73	1.00	1.04	1.24	28	27	22	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	191	1393	1427	1534	营业收入	1597	1793	2161	2612
应收款项	563	221	266	322	营业成本	1203	1336	1609	1950
存货净额	357	311	373	453	营业税金及附加	9	77	93	112
其他流动资产	34	179	216	261	销售费用	47	92	108	131
流动资产合计	1735	2305	2482	2771	管理费用	111	77	91	109
固定资产	408	658	746	776	财务费用	(1)	14	30	28
无形资产及其他	124	119	114	109	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	87	87	87	87	资产减值及公允价值变动	4	0	0	0
长期股权投资	0	10	20	30	其他收入	(60)	0	0	0
资产总计	2354	3179	3450	3773	营业利润	172	198	229	281
短期借款及交易性金融负债	15	1000	1000	1000	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	603	225	270	328	利润总额	173	198	229	281
其他流动负债	107	153	184	223	所得税费用	22	11	13	15
流动负债合计	725	1378	1453	1550	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	151	157	187	226
其他长期负债	6	56	106	156					
长期负债合计	6	56	106	156	现金流量表 (百万元)				
负债合计	731	1434	1559	1706	净利润	151	157	187	226
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	4	1	1
股东权益	1622	1745	1890	2067	折旧摊销	42	50	65	74
负债和股东权益总计	2354	3179	3450	3773	公允价值变动损失	(4)	0	0	0
					财务费用	(1)	14	30	28
					营运资本变动	(140)	(35)	(17)	(33)
					其它	1	(4)	(1)	(1)
					经营活动现金流	49	172	235	267
					资本开支	(99)	(300)	(150)	(100)
					其它投资现金流	(590)	390	0	0
					投资活动现金流	(689)	80	(160)	(110)
					权益性融资	749	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(2)	(35)	(41)	(50)
					其它融资现金流	(110)	985	0	0
					融资活动现金流	636	950	(41)	(50)
					现金净变动	(4)	1202	34	108
					货币资金的期初余额	195	191	1393	1427
					货币资金的期末余额	191	1393	1427	1534
					企业自由现金流	1	(85)	143	234
					权益自由现金流	(109)	887	115	207

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032