

投资评级 优于大市 维持

短期扰动不改向好趋势，客户拓展顺利

股票数据

04月30日收盘价(元)	13.96
52周股价波动(元)	12.31-20.19
总股本/流通A股(百万股)	223/223
总市值/流通市值(百万元)	3114/3114

相关研究

《Q2扣非净利大幅增长，估值仍处于低位》
2020.08.25

《19Q4业绩显著改善，静待行业回暖》
2020.04.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.9	7.4	4.7
相对涨幅(%)	3.3	11.4	9.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

联系人:郑蕾

Tel:23963569

Email:zl12742@htsec.com

投资要点:

- 公司发布 2020 年报。**2020 年公司实现营收 8.91 亿元，同比-5.58%，归母净利润 1.79 亿元，同比+0.59%，扣非归母净利润 1.64 亿元，同比+8.87%；毛利率 29.06%，同比-4.21pct，净利率 20.12%，同比+1.23pct，期间费用率为 8.64%，同比-2.39pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别同比-0.57/+0.55/-2.38pct，我们认为公司的费用管控成效显著，是 2020 年在疫情之下公司净利润仍实现增长的重要原因。分单季度看，2020Q4 公司实现营收 2.68 亿元，同比-6.47%，归母净利润 0.45 亿元，同比+15.9%，扣非后归母净利润 0.4 亿元，同比+33.63%；毛利率 22.48%，同比-10.25pct，环比-10.61pct，净利率 16.64%，同比+3.21pct，环比-5.03pct，期间费用率同比-6.41pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别同比-4.99/-0.19/-1.22pct，我们判断 Q4 毛利率和期间费用率产生较大波动主要由于在新会计准则下运输费用计入合同履行成本，在完成销售时结转入营业成本核算，导致毛利率下滑，同时销售费用下降。
- 公司发布 2021Q1 季报。**2021Q1 公司实现营收 2.18 亿元，同比+28.01%，环比-18.66%，归母净利润 0.43 亿元，同比+19.83%，环比-3.1%；毛利率 28.8%，环比+6.32pct，净利率 19.82%，环比+3.18pct；期间费用率环比+0.65pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率环比分别+1.83/-0.77/-0.41pct。
- 公司持续优化产品和客户结构，募投项目稳妥推进，长期成长逻辑不变。**在产品结构方面，公司紧跟市场发展步伐，完成产品升级换代，目前电子换挡器、汽车拉索、电子油门踏板皆可配套新能源汽车。在客户结构方面，公司电子换挡器产品客户拓展顺利，开始向吉利、长城、上汽通用五菱等主机厂批量供货，并进入理想等造车新势力供应商体系，我们判断公司客户和产品升级战略取得积极进展，后续有望加速突破合资品牌客户。在募投项目方面，为提高资金利用效率和投资回报，公司新设投资项目“参股均联智行”，使用已终止汽车 CAN 总线控制系统项目的剩余募集资金参与宁波均胜电子股份有限公司子公司宁波均联智行科技有限公司的增资，投资金额为 1 亿元，认购均联智行 20105772 元新增注册资本。我们判断上述募投项目的实施有助于公司新业务的布局，长期有望显著受益。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.08/2.37/2.59 亿元，EPS 分别为 0.93/1.06/1.16 元，参考可比公司估值水平，给予其 2021 年 20-23 倍 PE，对应合理价值区间为 18.6-21.39 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**主要客户新车型销量不及预期；汽车行业整体复苏进度不及预期；客户开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	944	891	1030	1184	1294
(+/-)YoY(%)	-26.8%	-5.6%	15.6%	14.9%	9.3%
净利润(百万元)	178	179	208	237	259
(+/-)YoY(%)	-17.1%	0.6%	16.0%	14.1%	9.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.80	0.93	1.06	1.16
毛利率(%)	33.3%	29.1%	29.3%	29.5%	29.5%
净资产收益率(%)	9.6%	9.4%	10.6%	11.6%	12.1%

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司主营产品营收预测

		2020	2021E	2022E	2023E
变速操纵器及软轴	销量 (台套)	5048636	5805931	6676821	7344503
	YOY	-3%	15%	15%	10%
	单价 (元/台套)	84.77	83.92	82.66	81.01
	YOY	-1%	-1%	-2%	-2%
	营收 (百万元)	427.95	487.22	551.90	594.95
	YOY	-4%	14%	13%	8%
汽车拉索	销量 (根)	38256232	43994667	50593867	55653254
	YOY	2%	15%	15%	10%
	单价 (元/根)	6.15	6.09	6.00	5.88
	YOY	-8%	-1%	-2%	-2%
	营收 (百万元)	235.34	267.93	303.50	327.18
	YOY	-6%	14%	13%	8%
电子油门踏板	销量 (台)	2899363	3479236	4175083	4801345
	YOY	2%	20%	20%	15%
	单价 (元/台)	46.55	46.55	46.08	45.39
	YOY	1%	0%	-1%	-2%
	营收 (百万元)	134.96	161.95	192.40	217.94
	YOY	2%	20%	19%	13%

资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

表 2 公司分业务营收成本预测

整体情况		2020	2021E	2022E	2023E
变速操纵器及软轴	营收 (百万元)	427.95	487.22	551.90	594.95
	YOY	-4%	14%	13%	8%
	毛利率 (%)	34.10	34.44	34.79	34.79
汽车拉索	营收 (百万元)	235.34	267.93	303.50	327.18
	YOY	-6%	14%	13%	8%
	毛利率 (%)	21.48	21.69	21.91	21.91
电子油门踏板	营收 (百万元)	134.96	161.95	192.40	217.94
	YOY	2%	20%	19%	13%
	毛利率 (%)	27.46	27.73	28.01	28.01
其他	营收 (百万元)	93.17	113.05	135.81	153.61
	其他/总营收 (%)	10%	11%	11%	12%
合计	营收 (百万元)	891.43	1030.16	1183.61	1293.68
	YOY	-6%	16%	15%	9%
	成本 (百万元)	632.37	728.52	834.30	912.29
	YOY	0%	15%	15%	9%
	毛利率 (%)	29.06	29.28	29.51	29.48

资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601799.SH	星宇股份	5.26	6.63	8.14	37	29	24
002920.SZ	德赛西威	1.38	1.79	2.29	76	59	46
601689.SH	拓普集团	1.09	1.40	1.82	31	24	19
300258.SZ	精锻科技	0.54	0.67	0.82	20	16	13
	均值	2.07	2.62	3.27	41	32	25

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 4 月 30 日价格, EPS 为 wind 一致预期

风险提示。主要客户新车型销量不及预期; 汽车行业整体复苏进度不及预期; 客户开拓不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	891	1030	1184	1294
每股收益	0.80	0.93	1.06	1.16	营业成本	632	729	834	912
每股净资产	8.56	8.82	9.17	9.57	毛利率%	29.1%	29.3%	29.5%	29.5%
每股经营现金流	0.79	0.78	0.79	0.98	营业税金及附加	7	8	9	10
每股股利	0.00	0.67	0.72	0.76	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	35	36	40	43
P/E	17.36	14.97	13.12	12.01	营业费用率%	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%
P/B	1.63	1.58	1.52	1.46	管理费用	22	26	29	32
P/S	3.49	3.02	2.63	2.41	管理费用率%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	11.90	10.29	8.70	7.79	EBIT	155	185	217	238
股息率%	0.0%	4.8%	5.1%	5.5%	财务费用	-32	-31	-32	-33
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-3.5%	-3.0%	-2.7%	-2.6%
毛利率	29.1%	29.3%	29.5%	29.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	20.1%	20.2%	20.0%	20.0%	投资收益	12	18	19	21
净资产收益率	9.4%	10.6%	11.6%	12.1%	营业利润	208	242	277	302
资产回报率	7.9%	8.8%	9.5%	9.9%	营业外收支	0	1	1	1
投资回报率	7.0%	8.1%	9.1%	9.5%	利润总额	208	243	277	303
盈利增长 (%)					EBITDA	175	200	234	254
营业收入增长率	-5.6%	15.6%	14.9%	9.3%	所得税	29	35	40	43
EBIT 增长率	-16.9%	19.6%	17.1%	9.7%	有效所得税率%	13.9%	14.3%	14.4%	14.3%
净利润增长率	0.6%	16.0%	14.1%	9.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	179	208	237	259
资产负债率	15.6%	16.7%	18.2%	18.8%					
流动比率	5.78	5.41	5.00	4.86	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	5.29	4.94	4.53	4.39	货币资金	1024	1056	1078	1135
现金比率	3.03	2.78	2.46	2.37	应收账款及应收票据	480	539	625	681
经营效率指标					存货	158	171	200	217
应收帐款周转天数	69.05	71.70	70.82	71.11	其它流动资产	289	290	292	293
存货周转天数	91.00	85.67	87.45	86.86	流动资产合计	1951	2056	2194	2326
总资产周转率	0.39	0.44	0.47	0.49	长期股权投资	1	1	1	1
固定资产周转率	5.68	6.74	7.89	8.79	固定资产	157	153	150	147
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	22	23	23	23
					非流动资产合计	311	307	304	302
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	2262	2362	2498	2627
净利润	179	208	237	259	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	274	315	361	394
非现金支出	16	15	17	16	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-12	-19	-20	-22	其它流动负债	63	65	78	84
营运资金变动	-6	-30	-58	-34	流动负债合计	338	380	439	478
经营活动现金流	177	174	177	219	长期借款	0	0	0	0
资产	-22	-10	-14	-13	其它长期负债	15	15	15	15
投资	1	0	0	0	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	0	18	19	21	负债总计	353	395	454	494
投资活动现金流	-21	8	5	9	实收资本	223	223	223	223
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1909	1967	2045	2134
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-135	-150	-160	-170	负债和所有者权益合计	2262	2362	2498	2627
融资活动现金流	-135	-150	-160	-170					
现金净流量	21	32	22	58					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 均胜电子,继峰股份,岱美股份,华域汽车,新泉股份,华安鑫创,星宇股份,银轮股份,福耀玻璃,腾龙股份,泉峰汽车,华阳集团,宁波高发,长安汽车,禾赛科技,江淮汽车,精锻科技,克来机电,爱柯迪,亿华通-U,吉利汽车,浙江仙通,比亚迪,敏实集团,重塑股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。