

上下游共致业绩放缓，大众日系新车周期受益标的

——鹏翎股份（300375）半年报点评

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2017年08月14日

汽车——汽车零部件

事件：公司发布半年报：上半年实现营收 5.60 亿元，yoy+9.25%；实现归母净利润 0.65 亿元，yoy+4.34%，对应 eps 为 0.35 元/股。

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

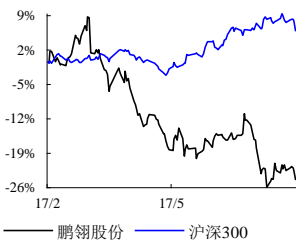
投资要点：

● **客户产销放缓与成本上升影响公司业绩，大众与日系新车周期将使公司受益**

评级：**增持**
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：17.66

1) 分业务看，上半年汽车发动机附件系统软管及总成收入 4.35 亿元，yoy+7.69%，是收入增长主力；汽车燃油系统软管及总成收入有所下滑。分季度看，Q2 营收 2.81 亿元，yoy+5.65%；归母净利润 0.30 亿元，yoy-4.11%，相比 Q1 增速放缓。我们认为，公司增长放缓主要是核心客户南北大众以及长城汽车产销增速明显放缓所致（上半年一汽-大众产量微降 0.6%，上海大众增长 3.29%，长城汽车下降 1.9%）。2) 利润率方面，上半年毛利率/净利率 26.96%/11.61%，同比下降 2.9/0.54ppt。通过比较销售成本率（同比上升 2.9ppt）与期间费用率（同比下降 1.69ppt），我们预计主要是原材料及能源成本（锅炉煤改燃气）上涨所致。3) 今年开始南北大众与日系在华陆续进入新产品周期，未来产销有望持续发力，公司有望充分受益。

最近半年股价相对走势



● **新项目支撑内生性增长，未来预期向好**

1) 公司正积极开发其他优质合资客户，不仅将为冷却水管、橡胶燃油管及尼龙燃油管等打开增量市场，还可以改善客户结构，提升公司整体盈利水平。具体落实到项目上，2016 年公司共开发 256 个项目、新产品转产 703 种，累计定点 1248 种产品，这些有望在未来陆续批量供货，为公司业绩增长加码。2) 公司正在积极开发新产品——“国六”新型燃油管路已获合资品牌客户项目，低渗透空调管路与涡轮增压 PA 吹塑管路已开始陆续给部分自主客户批量供货。这些新产品将成为公司未来新增长点。3) 顺应国内新能源汽车发展大潮，公司积极开发新能源汽车胶管业务。公司胶管产品在电动汽车上具有很高的通用性，因此，电动化趋势并不会对公司的主业发展造成较大冲击，反而公司可以充分受益于新能源汽车的快速发展。4) 综上，我们认为，公司近年拿的大量新项目以及江苏工厂产能释放将有望推动公司未来三年业绩加快增长，而针对新客户与新产品持续加大研发投入将会提升并保持公司中长期成长性和市场竞争力。根据测算，2016 年国内乘用车胶管及总成市场规模达到 188 亿元，按照一二线消费升级以及三四线及以下地区首购的逻辑，预计未来将保持 8-10%左右的增长，公司主业增长空间仍很大。

● **五年战略规划注重内生与外延，中长期有望实现跨越式发展**

公司发布未来五年战略规划：确定“汽车零部件产业集团”的战略定位，将立足转型升级，不断拓展成长空间，保持和提升公司的汽车一级核心供应商地位。其中，提到“以汽车零部件产业经营为中心，强化汽车流体管路核心业务，拓

相关研究报告

《2016 业绩亮眼，五年战略规划注重内生与外延——鹏翎股份（300375）年报点评》2017/3/17

展汽车密封件业务，选择进入汽车电子化、智能化业务”。目前公司的货币现金较多，资产负债率低，为方便公司未来进行外延式扩张提供了想象空间。

● **维持盈利预测不变，“增持”评级**

据上分析，我们维持盈利预测不变：预计 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.96/1.12/1.34 元/股，对应 2017-19 年动态 PE18/16/13 倍，下调至“增持”评级，建议关注。

风险提示：新客户新项目开发进展低于预期；原材料价格波动风险；期间费用增长超预期；定增与外延进度低于预期。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	985	1,088	1,316	1,520	1,814
(+/-)%	-10%	10%	21%	16%	19%
经营利润 (EBIT)	145	177	208	242	292
(+/-)%	1%	22%	17%	16%	21%
净利润	125	157	179	207	250
(+/-)%	-1%	26%	13%	16%	20%
每股收益 (元)	0.67	0.85	0.96	1.12	1.34

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	335	349	510	650	826	营业收入	985	1088	1316	1520	1814
应收票据	144	141	180	209	244	营业成本	691	756	912	1057	1258
应收账款	157	191	202	247	297	营业税金及附加	7	10	10	12	16
预付款项	14	31	35	39	52	销售费用	31	42	47	53	64
其他应收款	1	1	2	2	2	管理费用	117	120	155	172	203
存货	158	206	218	260	317	财务费用	-2	-3	-2	-2	-2
其他流动资产	10	3	3	3	3	资产减值损失	1	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	343	468	455	438	414	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	91	16	18	14	7	营业利润	141	161	191	227	275
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	7	20	19	17	19
无形资产	105	102	81	61	41	税前利润	147	181	210	244	294
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	22	23	32	37	44
资产总计	1420	1567	1719	1898	2132	净利润	125	157	179	207	250
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	125	157	179	207	250
应付票据	3	1	2	3	3	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	120	145	162	189	229	基本每股收益	0.67	0.85	0.96	1.12	1.34
预收款项	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.67	0.85	0.96	1.12	1.34
应付职工薪酬	12	17	17	17	17	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应交税费	18	13	13	13	13	成长性					
其他应付款	33	34	34	34	34	营收增长率	-10.4%	10.4%	21.0%	15.5%	19.3%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	0.7%	22.5%	17.4%	16.1%	20.7%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	-0.5%	26.1%	13.5%	16.1%	20.4%
负债合计	291	298	317	344	383	盈利性					
股东权益合计	1129	1269	1403	1555	1748	销售毛利率	29.9%	30.5%	30.7%	30.5%	30.7%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	销售净利率	12.7%	14.5%	13.6%	13.6%	13.8%
净利润	125	157	179	207	250	ROE	11.1%	12.4%	12.7%	13.3%	14.3%
折旧与摊销	39	45	51	52	52	ROIC	10.88%	12.16%	12.61%	13.21%	14.18%
经营活动现金流	117	124	224	203	231	估值倍数					
投资活动现金流	-170	-66	-20	-10	0	PE	26.3	20.9	18.4	15.8	13.1
融资活动现金流	112	-38	-43	-53	-54	P/S	3.3	3.0	2.5	2.2	1.8
现金净变动	59	21	161	140	177	P/B	2.91	2.59	2.34	2.11	1.88
期初现金余额	264	335	349	510	650	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	1.7%
期末现金余额	323	356	510	650	826	EV/EBITDA	16.1	13.2	10.7	9.0	7.1

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

 王洪磊
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1319

环保行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651
 刘蕾
 +86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

 伊晓奕
 +86 22 2386 1673
 刘秀峰
 +86 10 6810 4658

医药行业研究小组

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6810 4615
 王斌
 +86 22 2386 1355
 赵波
 +86 22 2845 1632
 苑建
 +86 10 6810 4637

通信 & 电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 宋敬祎
 +86 22 2845 1131
 杨青海
 +86 10 6810 4686

食品饮料、交通运输行业研究

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 杨旭

证券行业研究

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6810 4615
 洪程程
 +86 10 6810 4609

新材料行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651

金融工程研究 & 部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 李莘泰
 +86 22 2387 3122
 宋旻

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮
 +86 22 2387 3121
 郝惊
 +86 22 2386 1600

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802
 夏捷

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

 冯振 债券·经纪业务创新发展研究
 +86 22 2845 1605
 朱林宁 量化·套期保值模型研究
 +86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

 郭靖
 +86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

行政综合

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn