

# 营收较快增长，产品份额提升，成本费用拖累业绩

## ——大业股份（603278）年报点评

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2020年04月03日

汽车——汽车零部件

### 证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

### 助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhq.com

评级:

增持

上次评级:

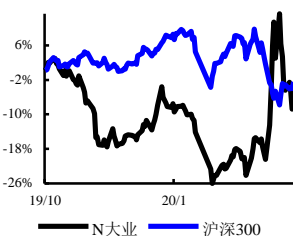
增持

目标价格:

最新收盘价:

9.38

### 最近半年股价相对走势



### 相关研究报告

《国内胎圈钢丝龙头，新业务新市场打开成长空间——大业股份（603278）深度报告》2020/3/5

### 投资要点:

#### ● 营收较快增长，成本费用致业绩下滑较大

1) 全年公司实现营收 27.30 亿元，同比增长 11.91%，对应胎圈钢丝销量增长 10.26%，钢帘线/胶管钢丝增长 35.55%/12.61%，在下游汽车产销下滑的背景下实现了较快增长，对应市场份额提升 3.33/1.14/0.88 个百分点。产品均价方面，胎圈钢丝/钢帘线/胶管钢丝同比下降 5.57%/2.70%/6.27%，产品价格有所下滑，分析主要是下游轮胎价格下降传导至上游所致。全年归母净利润 1.52 亿元，同比下降 25.87%，主要是在产品价格下降的同时成本费用增长较快所致，受原材料涨价及职工工资上涨影响生产成本增长 16.97%，销售/研发/财务费用增长 20.91%/32.42%/14.46%。2) 全年销售商品提供劳务收到的现金 21.95 亿元，占营收比重 80.40%，回款良好；全年经营性现金流净额 1.97 亿元，同比下降 38.82%。4) 2019 年报公司计提坏账准备为 1993.78 万元，当期资产减值损失项中无坏账损失，信用减值损失项下有坏账损失 856.36 万元，整体应收款风险较小，坏账损失对公司利润影响有限。

#### ● 公司钢帘线产品与海外市场成为增长点

1) 胎圈钢丝业务预计将保持稳健较快增长，市场份额稳步小幅提升。随着公司加大高性能钢帘线产品研发及产能扩建，同时持续开拓中高端轮胎市场及客户，钢帘线业务预计将持续快速增长，成为新的持续增长点。2) 公司海外收入增长明显高于国内，海外营收占比由 2015 年的 7.08% 持续提升至 2019 年的 16.03%。未来随着公司加大对国际胎企以及国内胎企海外业务的市场开发，依靠性价比优势提升海外市场份额，公司海外收入预计仍将会保持快速增长。3) 盈利能力预计将改善。随着高性能项目相继投产，产品结构改善，规模效应显现，公司钢帘线与胎圈钢丝业务毛利率预计将持续稳步提升。同时，随着高附加值的产品出口持续增长，未来出口毛利率预计将持续提升。

#### ● 盈利预测，维持“增持”评级

我们预计公司 2020-22 年 EPS 为 0.62/0.78/1.00 元/股，对应 2020-22 年 PE 分别为 15/12/9 倍，公司是国内胎圈钢丝龙头，未来钢帘线业务发展值得期待，维持“增持”评级。

**风险提示:** 汽车及轮胎行业低迷超预期；全球疫情影响超预期；公司市场开拓低于预期；原材料涨价风险；汇率波动风险

| 财务摘要 (百万元)  | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入        | 2,439 | 2,730 | 3,016 | 3,584 | 4,291 |
| (+/-)%      | 29%   | 12%   | 10%   | 19%   | 20%   |
| 经营利润 (EBIT) | 259   | 196   | 234   | 297   | 371   |
| (+/-)%      | 30%   | -24%  | 19%   | 27%   | 25%   |
| 净利润         | 205   | 152   | 180   | 227   | 290   |
| (+/-)%      | 56%   | -26%  | 18%   | 26%   | 28%   |
| 每股收益 (元)    | 0.99  | 0.53  | 0.62  | 0.78  | 1.00  |

表：三张表及主要财务指标

| 资产负债表      | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元)  | 2018A  | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 485   | 654   | 603   | 645   | 729   | 营业收入       | 2439   | 2730   | 3016  | 3584  | 4291  |
| 应收票据       | 365   | 227   | 357   | 420   | 456   | 营业成本       | 2048   | 2395   | 2623  | 3077  | 3654  |
| 应收账款       | 623   | 649   | 744   | 883   | 1045  | 营业税金及附加    | 12     | 7      | 12    | 14    | 15    |
| 预付款项       | 49    | 95    | 139   | 156   | 207   | 销售费用       | 67     | 81     | 90    | 113   | 137   |
| 其他应收款      | 14    | 6     | 21    | 18    | 20    | 管理费用       | 42     | 41     | 48    | 61    | 77    |
| 应收利息       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 研发费用       | 36     | 48     | 54    | 68    | 84    |
| 存货         | 327   | 411   | 434   | 501   | 602   | 财务费用       | 22     | 25     | 26    | 36    | 39    |
| 合同资产       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失     | 1      | -1     | -1    | -1    | -1    |
| 划分为持有待售的资产 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 信用减值损失     | 0      | -9     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产     |       |       |       |       |       | 公允价值变动净收益  |        |        |       |       |       |
| 可供出售金融资产   | 300   | 0     | 0     | 0     | 0     | 益          | 0      | 1      | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他收益       | 21     | 45     | 43    | 43    | 44    |
| 固定资产       | 873   | 1331  | 1525  | 1760  | 2004  | 投资净收益      | 8      | 2      | 5     | 5     | 5     |
| 在建工程       | 127   | 175   | 288   | 339   | 359   | 资产处置收益     | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 工程物资       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业利润       | 241    | 172    | 209   | 262   | 333   |
| 无形资产       | 126   | 164   | 131   | 98    | 66    | 营业外收支净额    | -4     | -1     | -1    | -1    | -1    |
| 长期待摊费用     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 税前利润       | 237    | 171    | 208   | 261   | 332   |
| 资产总计       | 3204  | 4062  | 4609  | 5238  | 5969  | 减：所得税      | 32     | 18     | 28    | 34    | 42    |
| 短期借款       |       |       |       |       |       | 净利润        | 205    | 152    | 180   | 227   | 290   |
| 应付票据       | 1044  | 1227  | 1342  | 1573  | 1869  | 归属于母公司的净利润 |        |        |       |       |       |
| 应付账款       | 235   | 322   | 309   | 354   | 437   | 利润         | 205    | 152    | 180   | 227   | 290   |
| 预收款项       | 5     | 9     | 9     | 10    | 11    | 少数股东损益     | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 应付职工薪酬     | 28    | 47    | 47    | 47    | 47    | 基本每股收益     | 0.99   | 0.53   | 0.62  | 0.78  | 1.00  |
| 应交税费       | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 稀释每股收益     | 0.99   | 0.53   | 0.62  | 0.78  | 1.00  |
| 其他应付款      | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 财务指标       | 2018A  | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 其他流动负债     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 成长性        |        |        |       |       |       |
| 长期借款       | 25    | 0     | 0     | 0     | 0     | 营收增长率      | 29.4%  | 11.9%  | 10.5% | 18.8% | 19.7% |
| 负债合计       | 1677  | 2357  | 2771  | 3231  | 3759  | EBIT 增长率   | 29.9%  | -24.5% | 19.4% | 27.0% | 24.8% |
| 股东权益合计     | 1527  | 1704  | 1838  | 2007  | 2210  | 净利润增长率     | 56.3%  | -25.9% | 18.3% | 26.1% | 27.7% |
| 现金流量表      | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 盈利性        |        |        |       |       |       |
| 净利润        | 205   | 152   | 180   | 227   | 290   | 销售毛利率      | 16.1%  | 12.3%  | 13.1% | 14.1% | 14.9% |
| 折旧与摊销      | 83    | 129   | 126   | 137   | 148   | 销售净利率      | 8.4%   | 5.6%   | 6.0%  | 6.3%  | 6.8%  |
| 经营活动现金流    | 321   | 197   | 106   | 339   | 437   | ROE        | 13.5%  | 8.9%   | 9.8%  | 11.3% | 13.1% |
| 投资活动现金流    | -324  | -420  | -395  | -385  | -375  | ROIC       | 12.26% | 7.23%  | 7.08% | 8.03% | 9.07% |
| 融资活动现金流    | -126  | 249   | 239   | 88    | 22    | 估值倍数       |        |        |       |       |       |
| 现金净变动      | -128  | 25    | -50   | 42    | 84    | PE         | 9.3    | 17.5   | 14.81 | 11.75 | 9.2   |
| 期初现金余额     | 799   | 485   | 654   | 603   | 645   | P/S        | 0.8    | 1.0    | 0.9   | 0.7   | 0.6   |
| 期末现金余额     | 671   | 510   | 603   | 645   | 729   | P/B        | 1.25   | 1.57   | 1.45  | 1.33  | 1.21  |
|            |       |       |       |       |       | 股息收益率      | 0.0%   | 0.0%   | 2.2%  | 2.2%  | 3.3%  |
|            |       |       |       |       |       | EV/EBITDA  | 5.0    | 8.0    | 8.2   | 7.2   | 6.1   |

**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%       |

**免责声明：**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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。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

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华  
+86 10 6810 4898  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭  
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
滕飞  
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

电子行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602  
邓果一  
+86 22 2383 9154

通信行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
朱林宁  
+86 22 2387 3123  
张婧怡  
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
马丽娜  
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061  
陈菊  
+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

宏观、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  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073  
苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026

综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

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](http://www.ewww.com.cn)