

长源东谷 (603950)

证券研究报告

2020年11月01日

Q3 净利润同比+118%，持续受益福田份额提升

事件：

公司发布 2020 三季报：公司前三季度实现营业收入 12.1 亿元，同比+49%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比+82%。其中 Q3 实现营收 4.6 亿元，同比+88%，实现归母净利润 0.63 亿元，同比+118%。

点评：

主营业务受益重卡景气，继续保持高增速。20Q3 单季度归母净利润达到 0.63 亿元，同比大幅增长 118%，去年同期为 0.29 亿元，毛利率达到 29.5%，相比去年 Q3 的 25.5%，大幅提升了 4 个百分点。但环比今年 Q2 的毛利率有一定的下滑，我们估计主要是因为 2 个原因：(1) 公司两种销售方式（直接销售和受托加工）会计处理方式的差别，Q3 的两种销售方式占比有结构性变化；(2) Q3 规模效应略低于 Q2。

AMT 重卡渗透率持续提升，公司大客户福田康明斯受益。国内 AMT 重卡市场进入快速成长期：(1) AMT 自动换挡能够有效降低因驾驶员选档不正确而产生的污染物排放；(2) AMT 变速箱比普通变速箱更省油。福田抓住 AMT 重卡机遇，与采埃孚成立合资变速箱厂，建立了独家优势。推出的 AMT 重卡受到了市场的较高认可，20 年前三季度销量达到 1.8 万辆，远超 2019 年全年 0.6 万辆的销量。我们认为随着 AMT 重卡渗透率持续提升，长源东谷有望伴随福田市占率的提升而提升。

福田康明斯延续高速增长，长源东谷有望持续受益。三季度以来，福田康明斯中重卡销量及发动机产量继续保持高增长：福田中重卡 Q3 销量为 3.3 万辆，同比及环比增速为 22.1%和 7.6%；发动机产量 7-9 月同比增速分别为 130%，81%及 46%，今年总产量已达 23 万台。我们认为福田康明斯的产销量有望继续维持高位，并拉动与其深度绑定的核心供应商长源东谷的产品销量，使长源东谷业绩持续受益。

大股东增持彰显发展信心。公司实际控制人、董事长李佐元于 9 月 28 日增持公司股份共 127 万股，增持金额为 3194 万元，未来 12 个月内拟增持金额不低于 6000 万元，不高于 2 亿元（包含 9 月 28 日已经增持的部分）。公司第一大股东的主动增持说明了控股股东对公司未来长期发展空间的看好，增强市场信心。

投资建议：我们预计公司 20-22 年的归母净利润分别为 3.2 亿、3.9 亿和 4.7 亿，对应 PE 分别为 20 倍、17 倍和 13 倍。目标价维持 35.07 元，维持“买入”评级。

风险提示：柴油发动机需求低于预期风险，大客户市占率提升不及预期影响，新客户开拓风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,066.64	1,155.22	1,436.52	1,663.56	1,950.86
增长率(%)	(8.07)	8.30	24.35	15.80	17.27
EBITDA(百万元)	355.14	403.90	419.37	496.67	600.50
净利润(百万元)	181.50	268.81	315.89	387.01	473.85
增长率(%)	(7.80)	48.10	17.52	22.51	22.44
EPS(元/股)	0.78	1.16	1.36	1.67	2.05
市盈率(P/E)	35.21	23.77	20.23	16.51	13.49
市净率(P/B)	7.78	5.86	2.75	2.36	2.01
市销率(P/S)	5.99	5.53	4.45	3.84	3.28
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.27	10.88	7.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.6 元
目标价格	35.07 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	231.52
流通 A 股股本(百万股)	57.88
A 股总市值(百万元)	6,390.01
流通 A 股市值(百万元)	1,597.50
每股净资产(元)	8.27
资产负债率(%)	44.60
一年内最高/最低(元)	32.20/22.77

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

文康 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040002
wenkang@tfzq.com

股价走势

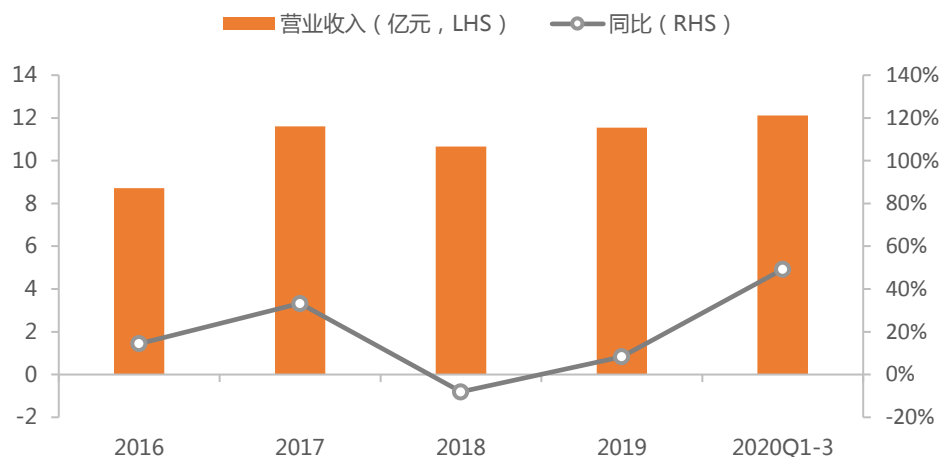


资料来源：贝格数据

相关报告

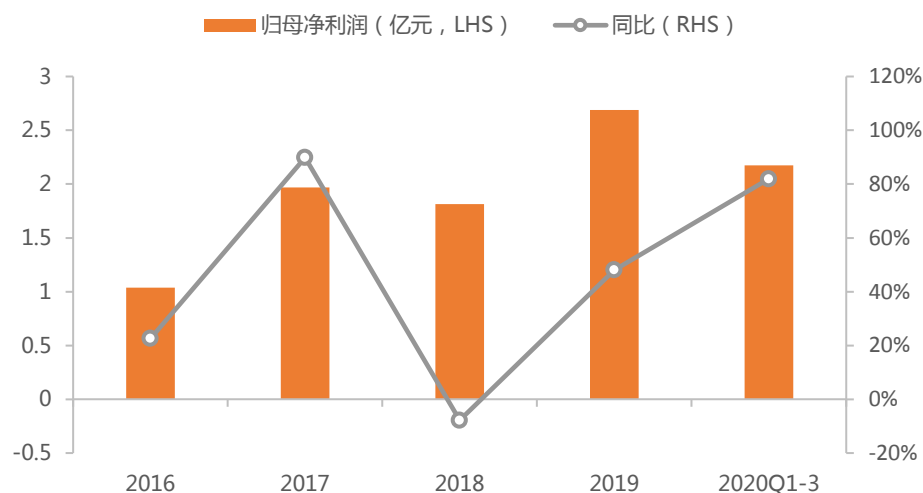
- 《长源东谷-首次覆盖报告:康明斯核心供应商，缸体缸盖隐形冠军》2020-08-28

图 1: 长源东谷 16 年至今营业收入及同比 (亿元, %)



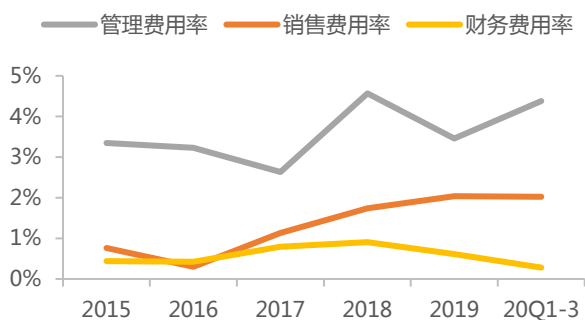
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 长源东谷 16 年至今归母净利润及同比 (亿元, %)



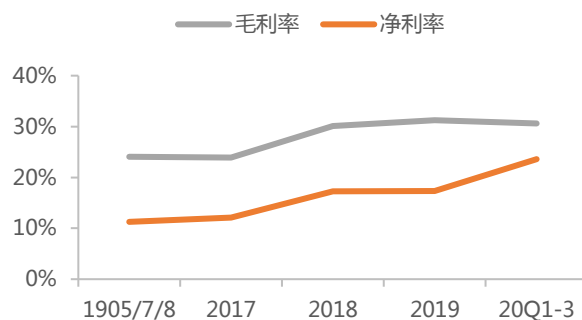
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 长源东谷 16 年至今三费率 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 长源东谷 16 年至今毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	553.65	236.64	1,431.97	1,631.67	2,264.01
应收票据及应收账款	291.24	406.70	436.64	547.46	611.87
预付账款	9.66	17.69	0.80	24.55	7.19
存货	134.41	157.04	143.57	219.66	200.61
其他	304.25	307.45	251.88	343.17	299.53
流动资产合计	1,293.20	1,125.52	2,264.85	2,766.51	3,383.20
长期股权投资	46.64	46.17	46.17	46.17	46.17
固定资产	793.27	1,086.49	1,176.85	1,238.76	1,270.59
在建工程	137.51	282.16	205.29	171.18	132.71
无形资产	132.87	123.83	120.97	118.11	115.25
其他	250.08	54.85	136.46	147.13	112.81
非流动资产合计	1,360.37	1,593.51	1,685.76	1,721.35	1,677.54
资产总计	2,653.57	2,719.03	3,950.61	4,487.87	5,060.74
短期借款	40.00	90.00	70.00	70.00	70.00
应付票据及应付账款	397.15	447.92	439.63	626.04	604.44
其他	591.47	238.50	456.67	393.96	516.94
流动负债合计	1,028.62	776.42	966.29	1,090.00	1,191.38
长期借款	600.00	683.00	500.00	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	183.60	145.80	134.25	154.55	144.87
非流动负债合计	783.60	828.80	634.25	654.55	644.87
负债合计	1,812.22	1,605.22	1,600.54	1,744.55	1,836.25
少数股东权益	19.57	23.22	28.49	34.73	42.06
股本	173.64	173.64	231.52	231.52	231.52
资本公积	252.28	252.28	1,109.49	1,109.49	1,109.49
留存收益	648.14	916.95	2,090.05	2,477.06	2,950.91
其他	(252.28)	(252.28)	(1,109.49)	(1,109.49)	(1,109.49)
股东权益合计	841.35	1,113.81	2,350.07	2,743.31	3,224.49
负债和股东权益总计	2,653.57	2,719.03	3,950.61	4,487.87	5,060.74

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	184.79	272.46	315.89	387.01	473.85
折旧摊销	100.98	119.47	49.37	55.07	59.50
财务费用	17.34	16.68	11.46	5.38	3.19
投资损失	2.19	0.46	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(124.28)	97.17	177.84	(211.38)	168.47
其它	150.06	(250.64)	5.27	6.24	7.33
经营活动现金流	331.08	255.61	559.33	241.82	711.83
资本支出	296.25	585.64	71.56	59.70	59.68
长期投资	(2.19)	(0.46)	0.00	0.00	0.00
其他	(930.97)	(857.34)	(131.06)	(139.20)	(109.18)
投资活动现金流	(636.90)	(272.16)	(59.50)	(79.50)	(49.50)
债权融资	908.03	923.00	714.87	757.63	730.83
股权融资	(6.72)	(4.13)	906.56	(2.46)	(0.26)
其他	(526.95)	(1,223.88)	(925.92)	(717.79)	(760.56)
筹资活动现金流	374.36	(305.01)	695.50	37.38	(29.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	68.53	(321.56)	1,195.33	199.70	632.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,066.64	1,155.22	1,436.52	1,663.56	1,950.86
营业成本	733.39	801.60	908.10	1,039.14	1,207.49
营业税金及附加	7.44	6.82	9.96	10.98	12.64
营业费用	18.57	23.54	31.60	36.60	40.97
管理费用	48.73	39.91	47.41	58.22	64.38
研发费用	53.10	62.02	68.95	76.52	83.89
财务费用	9.67	7.05	11.46	5.38	3.19
资产减值损失	2.16	(1.54)	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.19)	(0.46)	0.50	0.50	0.50
其他	(0.69)	(77.74)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营业利润	196.47	294.03	358.55	436.21	537.81
营业外收入	15.19	19.16	11.65	15.33	15.38
营业外支出	0.75	0.18	0.79	0.57	0.51
利润总额	210.91	313.00	369.40	450.97	552.67
所得税	26.12	40.54	48.24	57.72	71.50
净利润	184.79	272.46	321.17	393.25	481.18
少数股东损益	3.28	3.65	5.27	6.24	7.33
归属于母公司净利润	181.50	268.81	315.89	387.01	473.85
每股收益(元)	0.78	1.16	1.36	1.67	2.05

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-8.07%	8.30%	24.35%	15.80%	17.27%
营业利润	-15.87%	49.66%	21.94%	21.66%	23.29%
归属于母公司净利润	-7.80%	48.10%	17.52%	22.51%	22.44%
获利能力					
毛利率	31.24%	30.61%	36.78%	37.54%	38.10%
净利率	17.02%	23.27%	21.99%	23.26%	24.29%
ROE	22.09%	24.65%	13.61%	14.29%	14.89%
ROIC	20.42%	27.71%	18.43%	25.73%	27.35%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	68.29%	59.04%	40.51%	38.87%	36.28%
净负债率	42.12%	61.62%	-30.51%	-31.86%	-47.55%
流动比率	1.26	1.45	2.34	2.54	2.84
速动比率	1.13	1.25	2.20	2.34	2.67

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	3.43	3.31	3.41	3.38	3.37
存货周转率	8.22	7.93	9.56	9.16	9.28
总资产周转率	0.46	0.43	0.43	0.39	0.41

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.78	1.16	1.36	1.67	2.05
每股经营现金流	1.43	1.10	2.42	1.04	3.07
每股净资产	3.55	4.71	10.03	11.70	13.75

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	35.21	23.77	20.23	16.51	13.49
市净率	7.78	5.86	2.75	2.36	2.01
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.27	10.88	7.97
EV/EBIT	0.00	0.00	15.04	12.24	8.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com