

# 销量上升，产品结构改善，业绩高增

## ——金麒麟（603586）年报业绩预告点评

**分析师：** 郑连声

**SAC NO：** S1150513080003

2020年01月21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

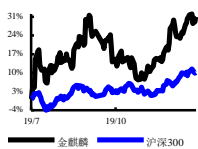
chenlf@bhq.com

**评级：**
**增持**

上次评级：

**目标价格：**

最新收盘价： 20.47

**最近半年股价相对走势**

**相关研究报告**

《国内汽车刹车片龙头，稳扎稳打拓未来——金麒麟（603586）深度报告》  
2019/11/6

**事件：**

公司预计，2019年实现归母净利润2.13亿元，同比增长约140.85%。

**点评：**
**● 业绩高增，销量上升，产品结构改善**

根据预告测算，2019Q4归母净利润6278.66万元，同比/环比增长536%/33%，全年实现高速增长，主要是一方面，公司市场开拓顺利，销量上升，以及公司产品结构改善，产品均价提升；另一方面，同期因收入下降及股权激励终止加速确认股份支付费用（管理费用同比增长74.53%）导致基数较低。另外，去年人民币对美元贬值使得汇兑收益增加，对业绩大幅增长也形成正向作用。

**● 全球汽车保有量巨大，公司成长前景广阔**

由于公司销量基本来自于售后市场，因此，公司成长的存量逻辑属性强。全球最新汽车保有量预计在14-15亿辆左右，国内最新汽车保有量为2.6亿辆，所以，在巨大的汽车保有量的支撑下，作为易耗品的汽车刹车片与刹车盘将拥有可观且稳定的市场需求。根据汽车产量与保有量数据估算，全球汽车刹车片+刹车盘市场规模超千亿。公司收入市场分布面广，超85%来自海外市场，其中，整体超50%来自欧洲市场，约15%来自北美市场。欧洲与北美汽车保有量预计均超过4亿辆，加上中国市场，共同构成公司未来持续成长的基础与支撑。公司依靠产品性价比优势有望逐步实现中高端产品进口替代并“走出去”，从而实现市场份额的持续提升。

**● 产品结构提升，汽车OEM与高铁创新机**

1) 公司刹车片产品从一般到高端分为Entry/Good/Better/Best系列。目前产品以中高端系列为主，产品价格提升，产品结构在改善。随着公司优化产品结构和技术结构，优化客户资源，提升运营效率，未来产品结构有望继续改善，盈利能力持续提升。2) 汽车OEM市场相比AM市场，产品技术与质量要求更严格，市场开发难度更高，利润率相对也更高，长期以来国内外汽车刹车片与刹车盘OEM市场主要由国际/合资厂商垄断占据。公司作为国内汽车刹车片领域的佼佼者，通过持续研发创新，成功取得了部分主机厂的配套供应资格，尤其是公司去年通过了戴姆勒的PFA审核，正式为奔驰车型批量供应配套产品，这不仅是公司产品质量水平的体现，还为公司后续在OEM市场持续攻城略地提供重要示范与保证。尽管目前公司OEM配售占比低，但增长势头明显好于整体，未来随着客户持续开发，OEM配套规模效应的显现，盈利能力有望改善甚至超越AM市场。3) 积极推进同心多元化战略，比如公司正积极研发动车组闸片并计划打入铁路等轨交市场。公司已研发出三款动车组粉末冶金闸片产品，并获得中铁检验认证中心CRCC认证，随着后续样品检测到路试的持续推进，

公司未来有望助力我国高铁列车制动系统国产化率的提升，并将受益于国内高铁快速发展的趋势。我们认为，高铁刹车片业务将打开公司现有业务与市场的天花板，有望成为公司中长期发展的新增长点。

● **盈利预测，维持“增持”评级**

我们预计公司 2019-21 年 EPS 为 1.04/1.21/1.42 元/股，对应 2020-21 年 PE 分别为 17/14 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**刹车片与刹车盘增长低于预期；原材料价格风险；汇率风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,500	1,399	1,644	1,903	2,219
(+/-)%	16%	-7%	17%	16%	17%
经营利润 (EBIT)	245	100	271	312	368
(+/-)%	-4%	-59%	172%	15%	18%
净利润	174	88	213	246	288
(+/-)%	-16%	-49%	141%	16%	17%
每股收益 (元)	0.83	0.41	1.04	1.21	1.42

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	808	1202	724	460	444	营业收入	1500	1399	1644	1903	2219
应收票据	19	14	16	20	22	营业成本	1039	1047	1184	1357	1569
应收账款	275	305	335	384	461	营业税金及附加	22	23	12	24	27
预付款项	7	9	9	11	12	销售费用	106	101	99	115	135
其他应收款	18	17	19	23	26	管理费用	105	103	67	78	91
应收利息		0	0	0	0	研发费用		49	57	66	78
存货	254	289	308	360	411	财务费用	29	-18	7	5	6
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	12	-3	-3	-3
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失		0	0	0	0
其他流动资产						公允价值变动净					
可供出售金融资产	513	76	320	579	895	收益	0	-3	0	0	0
长期股权投资	0	0	75	75	75	其他收益	11	14	14	14	14
固定资产	689	688	766	867	966	投资净收益	6	24	25	25	26
在建工程	58	52	126	153	157	资产处置收益	-4	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	208	118	258	301	355
无形资产	139	138	111	83	55	营业外收支净额	8	0	6	6	6
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	217	118	264	307	362
资产总计	2816	2867	2910	3124	3643	减：所得税	43	30	52	61	74
短期借款	188	224	0	0	262	净利润	174	88	213	246	288
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的					
应付账款	178	151	191	220	249	净利润	174	88	213	246	288
预收款项	10	12	12	13	14	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	31	28	28	28	28	基本每股收益	0.83	0.41	1.04	1.21	1.42
应交税费	11	14	14	14	14	稀释每股收益	0.83	0.41	1.04	1.21	1.42
其他应付款	29	104	104	104	104	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	150	0	80	80	80	营收增长率	16.2%	-6.7%	17.4%	15.8%	16.6%
负债合计	698	723	620	650	942	EBIT 增长率	-3.9%	-59.4%	172.5%	14.8%	17.9%
股东权益合计	2117	2144	2290	2474	2701	净利润增长率	-16.1%	-49.2%	140.8%	15.5%	17.3%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	盈利性					
净利润	174	88	213	246	288	销售毛利率	30.7%	25.2%	28.0%	28.7%	29.3%
折旧与摊销	92	94	75	80	85	销售净利率	11.6%	6.3%	12.9%	12.9%	13.0%
经营活动现金流	251	106	9	-43	-78	ROE	8.2%	4.1%	9.3%	9.9%	10.7%
投资活动现金流	-640	310	-270	-155	-134	ROIC	7.85%	2.96%	8.66%	9.22%	9.17%
融资活动现金流	824	-53	-217	-66	196	估值倍数					
现金净变动	435	363	-479	-263	-17	PE	24.7	50.0	19.60	16.97	14.5
期初现金余额	390	808	1202	724	460	P/S	2.9	3.2	2.5	2.2	1.9
期末现金余额	825	1171	724	460	444	P/B	2.02	2.06	1.82	1.69	1.54
						股息收益率	0.0%	0.0%	2.1%	1.5%	1.5%
						EV/EBITDA	11.5	18.5	10.5	10.0	9.3

**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。

请务必阅读正文之后的免责声明

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

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
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

电子行业研究小组

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

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

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

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)