

市场价格 (人民币): 12.45 元

目标价格 (人民币): 14.33 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	376.38
总市值(百万元)	5,042.25
年内股价最高最低(元)	14.41/11.09
沪深 300 指数	3833.94



精锻齿轮龙头, DCT、新能源打开成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.618	0.639	0.597	0.668	0.731
每股净资产(元)	4.12	4.63	5.08	5.60	6.18
每股经营性现金流(元)	0.90	1.05	0.95	1.07	1.07
市盈率(倍)	24.25	19.15	20.87	18.63	17.02
净利润增长率(%)	31.28%	3.34%	-6.60%	12.00%	9.46%
净资产收益率(%)	15.02%	13.78%	11.74%	11.93%	11.83%
总股本(百万股)	405.00	405.00	405.00	405.00	405.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **精锻齿轮龙头, 绑定大众盈利水平维持高位。**公司精耕齿轮行业, 专注于汽车差速器、变速器及轻量化零部件制造, 主营产品半轴齿轮和行星齿轮占总营收七成。客户优势从大众延伸(至今仍为第一客户), 获国内外主流整车厂(通用、丰田、福特等)及供应商认可, 2018 年外资及合资客户总营收占比达 95%。高外资合资客户占比使公司在车市逆境中(2019 年 1-5 月乘用车销量同比-15%) 年降及无计划压价相对温和, 现金流压力相对小, 毛利率高于行业(35%+)。静待车市下半年边际改善, 预计公司表现优于行业。
- **齿轮主业: 产品向高价值量扩张+大众订单双轮驱动。**一方面, 公司齿轮产品单品市占率已接近饱和(2018 年 30% VS 2010 年 29%), 近年向高价值单件及系统延伸(差速器总成、变速箱结合齿、变速器轴、行星齿轮轴等, 单车价值量大幅提升)。2018 年其他主营业务营收占比达到 30%(VS 2014 年 18%), 新产品在起步阶段, 仍有渗透空间。另一方面, 公司业绩为订单驱动, 现有订单最多的大众 2019 年起将推出多种新款车型, 公司近 200 万套零部件订单将在 2-3 年内落地, 保障近几年业绩增长。
- **DCT 产品: 渗透率提高及国产替代背景下, 增长空间巨大。**DCT 为现存少数的汽零蓝海市场, 其一, 我国自动变速箱渗透率较低(国内 50% VS 美国 94%), DCT 市场预计将保持 7%左右的增速; 其二, DCT 过半仍需要依赖进口, 国产替代空间大。公司 DCT 产品营收增长迅速, 配套大众、GETRAG 和部分自主品牌, 未完成订单中超过一半为 DCT 项目, 上汽 40 万套(100%供货)及大众 100 万套订单预计带来收入增量超 2 亿元。
- **轻量化和电动化产品: VVT 及新能源汽车零部件放量获长期驱动力。**一方面, 公司收购宁波电控布局 VVT, 有望背靠母公司优质客户资源, 由自主客户向合资客户拓展, 实现扭转亏损享轻量化红利; 另一方面, 新能源汽车销量增速可观(2018 年增长 62%), 市场需求庞大。公司布局新能源汽车差速器总成等零部件, 单车价值量提高至 600-1000 元, 入局大众 MEB 平台并洽谈 VOLVO 新能源车差速器总成项目, 有助于抵御传统汽车行业颓势。

陈晓 联系人
chenxiao@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司产品布局扩张提高单车价值量, 短期内大众订单保证业绩增速; 中期 DCT 渗透率提高及国产替代推进打开了新的成长空间; 长期 VVT 产品及新能源汽车零部件放量驱动业绩增长。预计 2019-2021 年净利润为 2.42/2.71/2.96 亿元, 对应 EPS 为 0.60/0.67/0.73 元, 给予目标价 14.33 元, 对应 2019 年 24x 估值。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- 汽车销量超预期下行; 新能源汽车产销量增速不达预期; 客户集中度过高风险; 贸易战影响; 整车厂降价压力超预期; 新产品拓展不及预期。

内容目录

一、总论	4
二、公司概况：精耕齿轮，走势强于整车行业	6
三、行业概览：市场压力加剧，业绩受行业景气度影响	9
四、看点一：产品布局扩张，受益于大众周期	11
4.1 供给端：公司加速产品线扩张，单车价值量提升	11
4.2 需求端：大众产品强周期提供营收增长驱动力	12
五、看点二：把握 DCT 市场，增长空间巨大	13
5.1 手动挡向自动挡转换大势所趋，DCT 为蓝海市场	13
5.2 需求端：车企布局 DCT 市场带来订单增长	15
六、看点三：轻量化及电动化布局支撑长期增长	16
6.1 VVT 项目：公司坚定轻量化布局	16
6.2 新能源项目：公司的新业务增长平台	17
七、盈利预测与投资建议	19
八、风险提示	21

图表目录

图表 1：单车价值量（汇总）	4
图表 2：分业务营收预测	5
图表 3：公司主要产品图	6
图表 4：近年公司营业收入及增长率（亿元）	7
图表 5：近年公司净利润及增长率（亿元）	7
图表 6：锥齿轮类为主要驱动力（百万元）	7
图表 7：各业务均保持较高毛利率水平（%）	7
图表 8：近年公司出口业务占比情况（百万元）	7
图表 9：出口业务毛利率水平高于大陆业务（%）	7
图表 10：公司主要客户	8
图表 11：乘用车当月销量（万辆）及同比	9
图表 12：汽车经销商库存预警指数（%）	9
图表 13：德系乘用车销量及同比	9
图表 14：上汽大众销量及同比	9
图表 15：预计 2018 年全年经销商仍承压	10
图表 16：2019 年营收增长率和毛利率敏感性分析	10
图表 17：半轴齿轮及行星齿轮的营收（百万元）及占比	11
图表 18：半轴齿轮及行星齿轮营收增长	11
图表 19：2018 年公司新项目开拓情况（个）	11
图表 20：单车价值量（传统车零部件）	12
图表 21：公司未完成订单	12

图表 22: 大众已公布的新能源新车型	12
图表 23: 麦格纳格特拉克 6DCT250 外观图	13
图表 24: 大众车型 DCT 构成	13
图表 25: 我国手动挡和自动挡占比情况	13
图表 26: 2016 年国际市场中自动挡分布情况	14
图表 27: 在华销售配备 DCT 变速箱乘用车企业及其供应商	14
图表 28: 我国各车系自动挡与手动挡占比情况	15
图表 29: DCT 市场测算	15
图表 30: 工信部油耗指标	16
图表 31: VVT 产品营收情况	16
图表 32: 新能源汽车增速远高于传统车, 且仍保持高速增长	17
图表 33: 单车价值量 (新能源车零部件)	17
图表 34: 分业务营收预测	19

一、总论

- **精锻齿轮行业龙头，盈利能力保持高位。**公司专注于汽车差速器、变速器及其他轻量化领域的精锻零部件制造，为精锻齿轮行业龙头，市占率达 30% 以上，客户涵盖大众、通用、丰田、福特等知名整车厂商，2018 年对外资或合资客户销售额占总营收 95%，良好的客户结构及合作方式使得公司销售毛利率超 35%，具较好盈利能力。
- **汽车行业颓势下，精锻表现优于行业。**2018 年我国乘用车销售 2371 万辆，同比下滑 4.1%，已失去人口红利带来的高增长优势，2019 年 1-5 月乘用车销量 840 万辆，同比下降 15%，下滑趋势明显，预计 2019 年销量将继续承压，2019 年年中左右库存将逐步出清。在行业销量大幅下滑的趋势下，公司 2018 年营收增速 12%，2019 年 Q1 营收出现小幅下滑 (-2.8%)，表现明显优于行业。公司 2019 年营收及毛利率或受行业影响小幅下滑，但不改长期逻辑。静待下半年行业边际改善 (2019 年中性假设下预计行业销量同比下滑 5%)，汽车销量颓势对公司盈利影响有限 (乐观、中性、悲观情况下对应 2019 年营收增速为 9%/7%/4%，对应毛利率为 37%/34%/31%)。
- **齿轮产品扩张布局提高单车价值量，受益于大众周期。**除主营产品半轴齿轮和行星齿轮以外，公司积极布局差速器总成、变速箱结合齿、变速器轴、行星齿轮轴以及新能源汽车差速器总成等零部件，目前公司传统车零部件单车价值量近 1200 元，新能源零部件单车价值量 600-1000 元，单车价值量大幅提升。此外，公司为订单驱动型企业，大众作为公司第一大客户，2019 年起将推出多种新款车型，开启产品周期，公司作为大众主要供应商，已获得 MEB 项目 92 万套订单及 DCT 项目 103 万套订单，未来订单落地将驱动近几年业绩增长。
- **把握 DCT 市场，增长空间巨大。**DCT 为当前现存的汽车零部件蓝海市场，一方面汽车行业面临手动挡向自动挡的转换，另一方面 DCT 主要依赖进口，国产替代将打开市场空间。公司受益于 DCT 市场增量，主要配套大众、GETRAG 和部分自主品牌，未完成订单中有一半以上为 DCT 项目，DCT 市场扩张将为公司业绩带来新的增量空间，其供应的单车价值量近千元。预计 2020 年公司配套的 DCT 零部件潜在市场空间达 73.3 亿元。
- **布局轻量化和电动化细分市场，获得长期驱动力。**汽车轻量化与电动化大势所趋。一方面，公司 2016 年收购了宁波电控，布局 VVT 技术，背靠母公司的优质客户资源，未来有望扭转亏损；另一方面，新能源汽车零部件销量增速可观 (2018 年同比增长 181%)，公司布局新能源汽车差速器总成等高价值量零部件，单车零部件价值量预计达 600-1000 元，且入局大众 MEB 项目获得百万套订单，有助于抵御传统汽车行业颓势。轻量化和电动化布局目前占总营收比例仍较小，为未来主要发展方向，为公司提供长期驱动力。

图表 1: 单车价值量 (汇总)

	单个价值	单车配备个数	单车价值量
行星齿轮	20	2	40
半轴齿轮	10	2	20
差速器壳体	100+	1	100+
差速器总成	300+	1	300+
变速器结合齿	35	7	245
变速器轴	100-150	5	500-750
VVT 产品	200	1	200
新能源差速器总成	300+	1	300+
新能源中央电机轴	100-200	1	100-200
新能源产品汇总	600-1000	-	600-1000

来源：公司公告，国金证券

图表 2: 分业务营收预测

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
半轴齿轮								
销售收入 (百万元)	306.1	347.1	435.7	501.5	521.1	535.7	549.1	561.7
增长率 (YOY)	N/A	13.4%	25.5%	15.1%	3.9%	2.8%	2.5%	2.3%
毛利率	38.3%	38.0%	40.9%	39.7%	36.4%	33.0%	32.5%	32.0%
占总销售额比重	48.8%	49.7%	48.5%	44.4%	41.2%	39.6%	37.5%	35.2%
行星齿轮								
销售收入 (百万元)	195.6	219.2	264.0	285.1	296.1	302.9	309.3	314.8
增长率 (YOY)	N/A	12.1%	20.4%	8.0%	3.9%	2.3%	2.1%	1.8%
毛利率	32.8%	35.1%	36.4%	38.8%	35.3%	32.0%	31.5%	31.0%
占总销售额比重	31.2%	31.4%	29.4%	25.3%	23.4%	22.4%	21.1%	19.7%
VVT 产品								
销售收入 (百万元)			36.1	47.6	29.1	30.5	35.1	42.1
增长率 (YOY)			N/A	31.8%	-38.9%	5.0%	15.0%	20.0%
毛利率			41.6%	42.5%	27.4%	15.0%	17.0%	17.0%
占总销售额比重			4.0%	4.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%
其他主营业务								
销售收入 (百万元)	113.4	123.0	152.7	277.9	384.2	441.8	521.4	615.2
增长率 (YOY)	N/A	8.5%	24.2%	82.0%	38.2%	15.0%	18.0%	18.0%
毛利率	41.5%	44.9%	43.1%	42.2%	38.3%	33.0%	33.0%	32.0%
占总销售额比重	18.1%	17.6%	17.0%	24.6%	30.4%	32.7%	35.6%	38.6%
其他业务								
销售收入 (百万元)	12.6	9.2	10.1	16.7	34.9	41.9	50.3	60.4
增长率 (YOY)	N/A	-27.0%	10.3%	65.6%	108.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	99.7%	97.9%	99.2%	99.9%	95.5%	90.0%	93.0%	93.0%
占总销售额比重	2.0%	1.3%	1.1%	1.5%	2.8%	3.1%	3.4%	3.8%

来源: 公司公告, 国金证券

注: 由于半轴齿轮和行星齿轮在 2018 年报中合并为锥齿轮类, 对应营收按 2017 年占比拆分

二、公司概况：精耕齿轮，走势强于整车行业

- **精锻齿轮领军企业。**精锻科技系国内规模最大、具自主研发能力及自主知识产权的轿车精锻齿轮生产企业。以冷温热复合精密锻造成形为技术基础，产品涵盖汽车差速器半轴齿轮、行星齿轮及变速器结合齿齿轮等。截止2018年，公司拥有专利132件，客户优势从大众延伸，获国内外主流汽车制造商及供应商认可。
- **专注于汽车差速器、变速器及其他轻量化领域的精锻零部件制造。**公司主营业务为半轴齿轮及行星齿轮，深耕精锻行业二十余年，并陆续布局变速器结合齿类及VVT类产品，扩张产品布局。2018年，半轴齿轮与行星齿轮营收合计占比约65%，为其拳头产品。结合齿类产品占比17%，其他产品（包括差速器壳体及总成等）占比18%，2018年公司在新能源配套产品上有所突破，新能源配套产品营收增速达180%以上。

图表3：公司主要产品图



来源：公司官网，电机技术内参（电机轴图），电动邦（差速器总成图），国金证券研究所

- **受车市下行影响，营收保持正增长，但增速放缓。**2018年公司营收12.7亿元，同比增长12%，增速有所放缓（VS 2017年26%）。在2018年车市低迷大背景下，公司营收相对汽车整车及汽零企业仍保持了较好增长态势，盈利水平维持高位，毛利率高于35%，彰显较强竞争力。
- **提前布局细分市场，提供长期驱动力。**公司积极布局轻量化、新能源汽车等颇具潜力的子行业，在汽车行业由燃油车转向新能源车趋势下保持竞争力。公司抓住高速增长的自动变速器（DCT）市场，DCT订单占目前已获得订单的一半以上，贡献业绩增量；此外，公司计划拓展汽车轻量化、新能源汽车、汽车节能减排零部件领域等细分潜力市场，成为公司长期发展的驱动力。
- **扩张出口市场，寻求新增量市场。**2018年，公司出口销售收入占主营业务收入24%（VS 2017年21%），营收同比增长24%。得益于在合资及外资厂商中的良好口碑，公司出口市场持续突破，有效对冲国内汽车行业不景气带来的负面影响。

图表 4: 近年公司营业收入及增长率 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 近年公司净利润及增长率 (亿元)



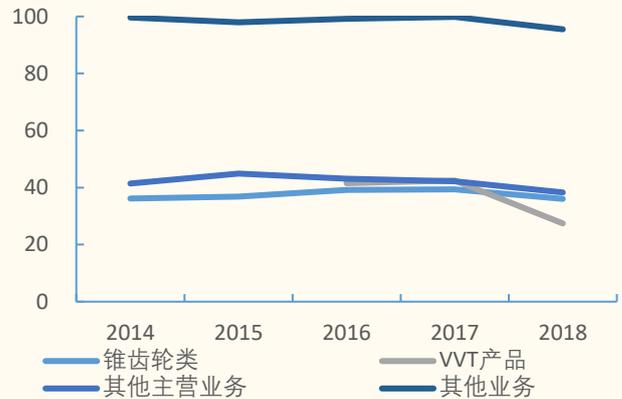
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 锥齿轮类为主要驱动力 (百万元)



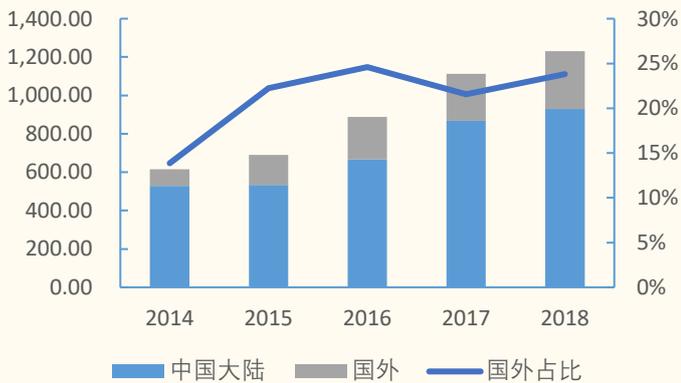
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 各业务均保持较高毛利率水平 (%)



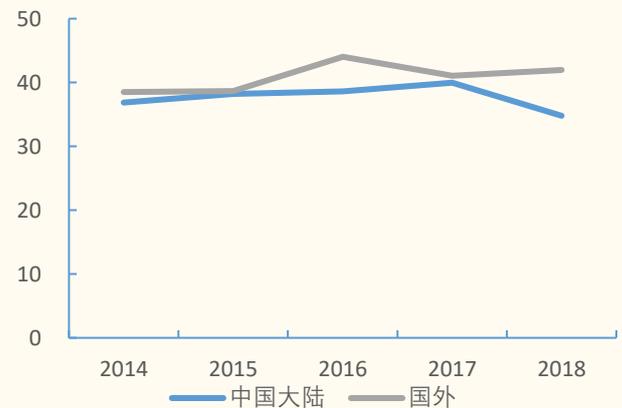
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 近年公司出口业务占比情况 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 出口业务毛利率水平高于大陆业务 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **核心竞争力：先发优势、优质客户及订单满足能力。**
 - **进入壁垒高，公司占据先发优势。**精锻齿轮行业有较高的进入壁垒，产品和供应商的认可时间和周期较长，短期内不会出现大量企业进入细分市场的情况，行业集中度较高。公司作为细分行业的龙头已具备先发优势，有较强的竞争力；1) 较高水平的机器装备和规模实力；2) 开发新产品的高研发能力；3) 强大的专业化生产能力和较强的资金周转能力；4) 良好的品牌以及与配套供应商建立稳定的合作关系。
 - **品牌和客户优势，主供合资及外资厂商，保证高盈利水平。**公司客户结构稳定，在行业供应链体系中主要为一级供应商及知名整车厂供货（大众、通用、丰田、福特等，对外资或合资客户配套产品的销售额占产品销售收入的比例约为 95%）。高占比的外资合资客户保证了其高于行业的毛利率水平：**一方面**，外资、合资厂商的合同价格有一定刚性，合同商定的年降会较严格的执行，不会频繁无计划的压价，对公司盈利能力挤压较小，并且付款条件优于国内客户，有利于公司现金流，因此公司不会采用价格战与国内厂商争抢客户；**另一方面**，合资及外资厂商通常会支付开发及模具费用，公司开发及生产阶段成本压力较小。

图表 10：公司主要客户



来源：公司官网，国金证券研究所

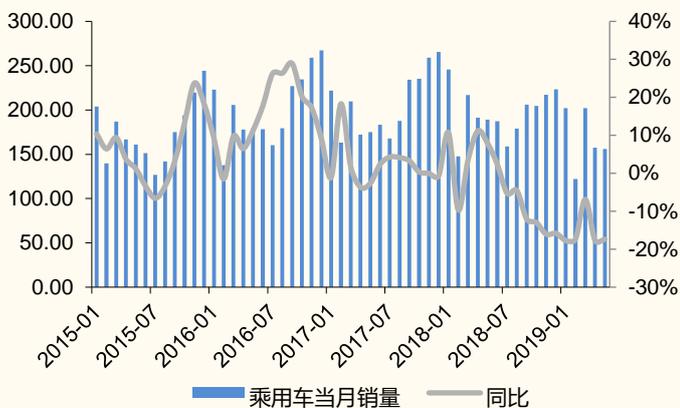
- **订单为公司营收增长核心驱动力。**齿轮行业供应商竞争相对激烈，江苏飞船股份有限公司及四川众友机械制造有限公司均为行业内较大竞争者，产品差异化程度低，行业产能充足。因此公司在实现已有客户深度绑定下，营收增量主要来源于新增订单，要求公司根据客户期望和发展战略进行前瞻性的设备投资和布局，为订单驱动型企业。截止 2018 年，公司已签订订单持续增加，预计在 2019 年和 2020 年集中放量，支撑近两年公司业绩。

三、行业概览：市场压力加剧，业绩受行业景气度影响

■ 乘用车：销量同比持续负增长，行业处于去库存阶段。

- 2015 年第三季度至 2017 年底，受到购置税优惠政策刺激影响，国内乘用车市场快速扩大，透支了 2017 年后的部分需求；叠加宏观经济下行压力加大，居民消费意愿下降也制约了汽车消费市场，2018 年下半年起国内乘用车月销量同比持续负增长。2018 年我国乘用车销售 2371 万辆，同比下滑 4.1%
- 2019 年 1-5 月乘用车销量 840 万辆，同比下降 15.2%，下滑趋势明显，预计 2019 年销量将继续承压。
- 行业仍处于去库存阶段。2019 年 5 月汽车经销商库存预警指数达 54%，仍处于警戒线以上（50%），相比于 2018 年下半年库存高企状态有所好转，整体呈下降趋势，国五库存处逐步出清态势。

图表 11：乘用车当月销量（万辆）及同比



来源：乘联会，国金证券研究所

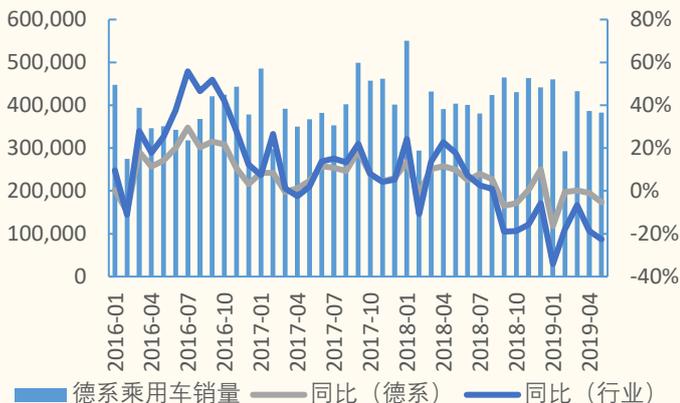
图表 12：汽车经销商库存预警指数（%）



来源：中汽协，国金证券研究所

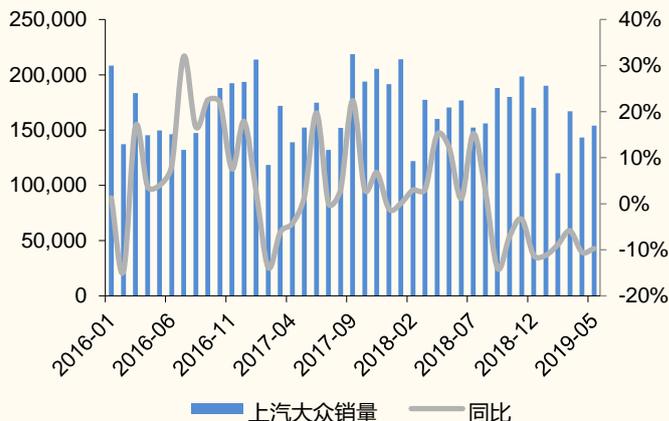
- 2019 年 1-5 月德系车型销量同比企稳，消费者对德系车的偏好较稳定。大众作为公司第一大客户，其销量仍受行业颓势影响，但表现略优于传统车行业，一定程度上对公司业绩底线形成支撑（2019Q1 -2.8%）。

图表 13：德系乘用车销量及同比



来源：中汽协，国金证券研究所

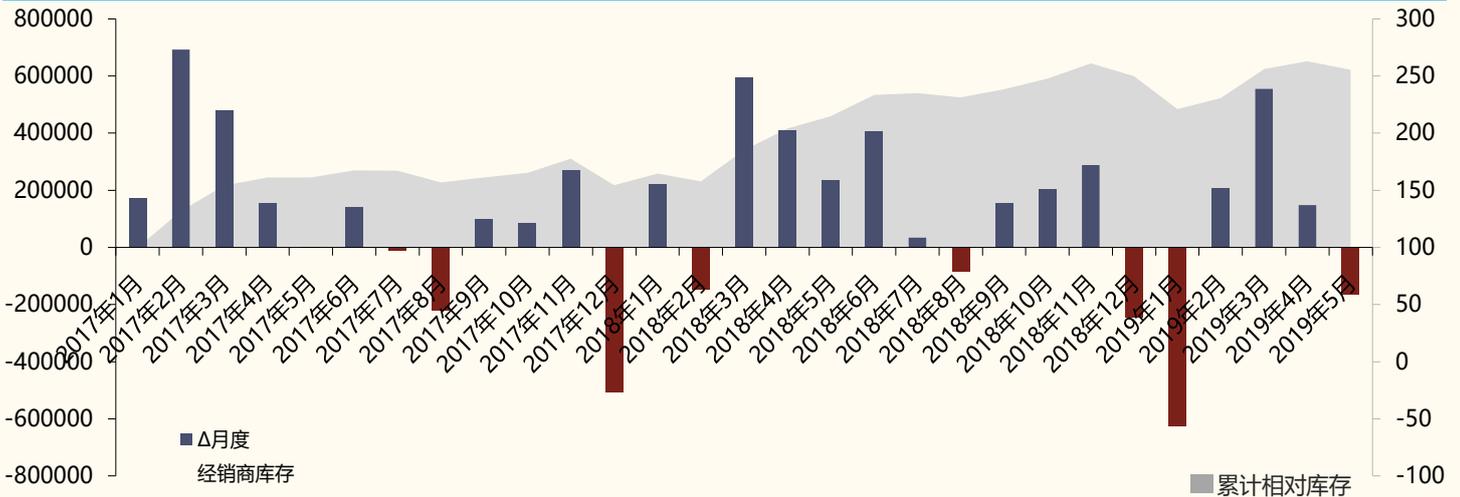
图表 14：上汽大众销量及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 静待行业边际改善，汽车销量颓势对公司盈利影响有限
 - 预计 2019 年全年行业仍承压，静待下半年边际改善。据国金证券研究创新中心跟踪的汽车库存情况，现阶段库存超正常水平 50%~60%，当前乘用车市场需求较弱，主要是受到经济下行、居民购车意愿不强、前期购置税优惠透支需求、国五国六过渡期消费者持币观望等多重因素影响。预计 2019 年全年行业仍承压，但随国五国六切换、年中车厂顺利减产、渠道库存逐步出清，叠加政策红利释放（年初至今国家频繁出台纲领性文件促进汽车消费，地方政府陆续跟进细则保护车企，同时企业为促销推出置换补贴等优惠方案），下半年行业有望边际改善。

图表 15: 预计 2018 年全年经销商仍承压



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 公司对行业景气度的敏感性分析。公司营收增速受汽车行业整体景气情况影响，且车市销量超预期下滑会影响年降，公司毛利率承压。将 2019 年整体汽车行业景气度分为乐观、中性、悲观三种情况进行敏感性分析：汽车行业分为传统车（对应公司半轴齿轮和行星齿轮业务，占比 60%）、新能源汽车（对应公司新能源汽车相关业务，占比 5%）、DCT（对应公司 DCT 类业务，主要为结合齿类，占比 25%），由于传统车业务和 DCT 业务客户优质，公司有一定抵御颓势能力，所以营收增速略高于行业增速；新能源汽车业务尚处于起步阶段，预计增速与行业增速一致。则乐观、中性、悲观情况下对应 2019 年营收增速为 9%/7%/4%，对应毛利率为 37%/34%/31%。

图表 16: 2019 年营收增长率和毛利率敏感性分析

	2019E	传统车	新能源汽车	DCT	2019E 营收增长率	2019E 毛利率
乐观	行业增速	-4%	40%	10%	9%	37%
	营收增速	4%		17%		
中性	行业增速	-6%	30%	7%	7%	34%
	营收增速	3%		15%		
悲观	行业增速	-9%	20%	5%	4%	31%
	营收增速	0%		12%		

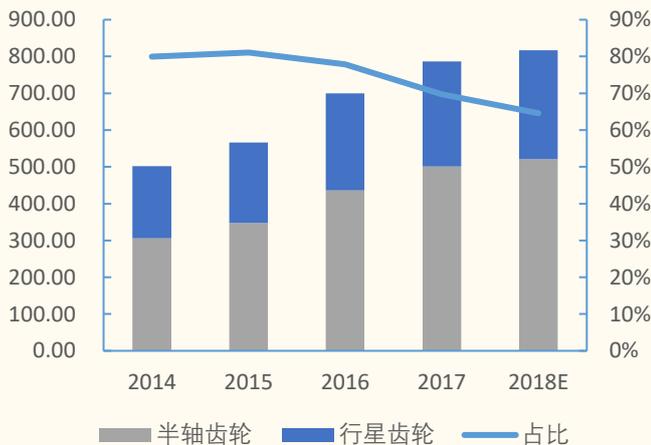
来源：中汽协，国金证券

四、看点一：产品布局扩张，受益于大众周期

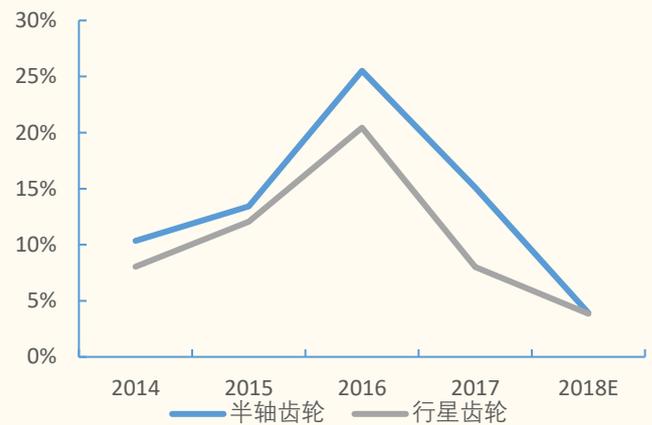
4.1 供给端：公司加速产品线扩张，单车价值量提升

- **公司主营产品营收增长陷入瓶颈。**公司主营产品为差速器半轴齿轮和行星齿轮，占公司总营收的 65%以上。**渗透率来看**，2018 年公司市占率达到 30% (VS 2010 年 29%)，受竞争对手挤压，半轴齿轮及行星齿轮市场空间增长缓慢。**盈利能力来看**，差速器齿轮单车价值量低，毛利率保持在 36% 左右。2018 年半轴齿轮和行星齿轮的营收增长率降低到 4% 上下，公司传统业务半轴齿轮和行星齿轮盈利能力稳定，为公司营收增长提供了稳定的支持，但受整体汽车行业影响较大，增长水平显著收窄，且缺乏长期增长的驱动力。

图表 17：半轴齿轮及行星齿轮的营收（百万元）及占比



图表 18：半轴齿轮及行星齿轮营收增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所 注：2018 年年报中半轴齿轮和行星齿轮合并为锥齿轮类，合计同比增长率为 4%

- **公司加速产品线扩张，布局差速器总成等高价值量零部件。**公司产品向高价值单件及系统延伸，在差速器齿轮的基础上，积极布局差速器总成、变速箱结合齿、变速器轴、外协件、铸造壳体、行星齿轮轴、垫片等零部件，且切入新能源汽车零部件领域。2018 年其他主营业务（主要包括变速箱结合齿、变速器轴、差速器总成等产品）营收占比达到 30% (VS 2014 年 18%)。新产品线布局处于起步阶段，市占率不高，客户仍有渗透空间，产能未完全释放，未来将为公司营收增长提供中短期驱动力。
- **单车价值量提升，客户仍有渗透空间。**差速器锥齿轮的单车价值在 100 元左右，而差速器总成的单车价值量超 300 元，变速器结合齿和轴单车价值量在 700 元左右，均高过差速器锥齿轮。公司有客户和品牌优势，新产品线在合作客户中仍有渗透空间。2018 年公司新开拓的项目进展情况良好，新立项及开发阶段的项目数均优于去年，且仍有一些新产品项目正在洽谈中，如大众汽车自动变速器轴类件新项目、VOLVO 新能源纯电动车差速器总成项目等，新项目将成为公司未来主要增长点。

图表 19：2018 年公司新项目开拓情况（个）

	新立项阶段	样件开发阶段	小批试生产阶段	已量产阶段
本部	46	11	47	13
宁波电控	7	14	2	-

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20: 单车价值量 (传统车零部件)

	单个价值	单车配备个数	单车价值量
行星齿轮	20	2	40
半轴齿轮	10	2	20
差速器壳体	100+	1	100+
差速器总成	300+	1	300+
变速器结合齿	35	7	245
变速器轴	100-150	5	500-750

来源: 公司调研, 国金证券

4.2 需求端: 大众产品强周期提供营收增长驱动力

- 大众为公司第一大客户。**2017 年公司前五大客户为大众、通用、福特、丰田和奔驰。公司给大众集团配套业务包含大众大连、大众天津、大众卡塞尔、斯柯达、西亚特等, 包含传统车项目和新能源汽车项目。公司已签约订单中大众占绝大多数, 共计 196.1 万套零部件, 将在未来 2-3 年内落地。

图表 21: 公司未完成订单

客户	项目	车型	产品	订单量	开始时间
上海汽车变速器有限公司	DM21 项目	上汽荣威系列	DCT280 自动变速器差速器总成	40 万套	2020 年起
大众汽车自动变速器 (天津) 有限公司	MEB 项目	大众电动车	转子轴 (电机轴)	35.5 万台套	量产时间与未来销量增长同步
大众汽车自动变速器 (天津) 有限公司	MEB 项目	大众电动车	差速器锥齿轮 (行星齿轮与半轴齿轮) 和主动轴、从动轴	56.8 万套	2020 年 30 周起
大众汽车自动变速器 (天津) 有限公司	DQ501 项目	大众中高端车型	DQ501 双离合自动变速器项目 4 根轴	23.8 万套	2020 年 19 周起
大众汽车自动变速器 (天津) 有限公司	DQ381 项目	大众中高端车型	DQ381 双离合自动变速器 (DCT) 一档结合齿齿轮	80 万套	2019 年下半年

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 大众开启产品强周期, 公司有望受益。**2018 年起, 大众布局新型 SUV 和新能源汽车车型, 在大众汽车集团 2019 年的新车规划中, 已经确认将发布的新车包括有全新宾利飞驰、第八代高尔夫、奥迪 Q3 Sportback、卡宴 Coupe、大众 T-cross、T-Roc 等。2019 年上海车展中, 大众汽车集团 (中国) 表示将在 2019 年发布 14 款新能源车型, 并计划到 2028 年, 将携手一汽大众、上汽大众和江淮大众三家合资企业在中国生产 1160 万辆纯电动汽车, 中国市场将成为大众强周期及电动车替代中的重要一环。公司作为大众主要供应商, 未来有望受益, 获得大量订单, 驱动业绩增长。

图表 22: 大众已公布的新能源新车型

车型	品牌	级别	预计上市时间
朗逸新能源	上汽大众	纯电紧凑型轿车	2019 上半年
宝来新能源	一汽大众	纯电紧凑型轿车	2019 上半年
高尔夫新能源	一汽大众	纯电紧凑型轿车	2019 年中

来源: 网络整理, 国金证券研究所

五、看点二：把握 DCT 市场，增长空间巨大

5.1 手动挡向自动挡转换大势所趋，DCT 为蓝海市场

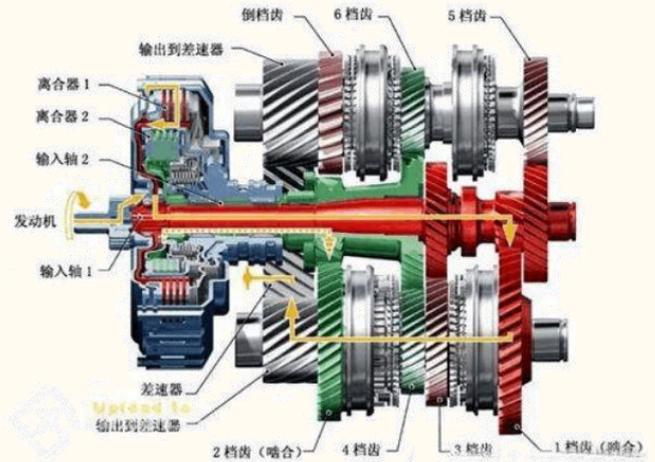
- **DCT 是汽车节能化较好的解决方案。**DCT 为双离合自动变速器的简称，是目前先进的变速器系统，DCT 变速箱在换档过程中以微小的液压功耗损失和极短的换档时间提高了整个换档过程的效率，从而降低了能量的损耗，提高了加速性，实现了车辆燃油经济性。目前已被大众、沃尔沃、保时捷等车型所广泛应用。

图表 23：麦格纳格特拉克 6DCT250 外观图



来源：麦格纳格特拉克，国金证券研究所

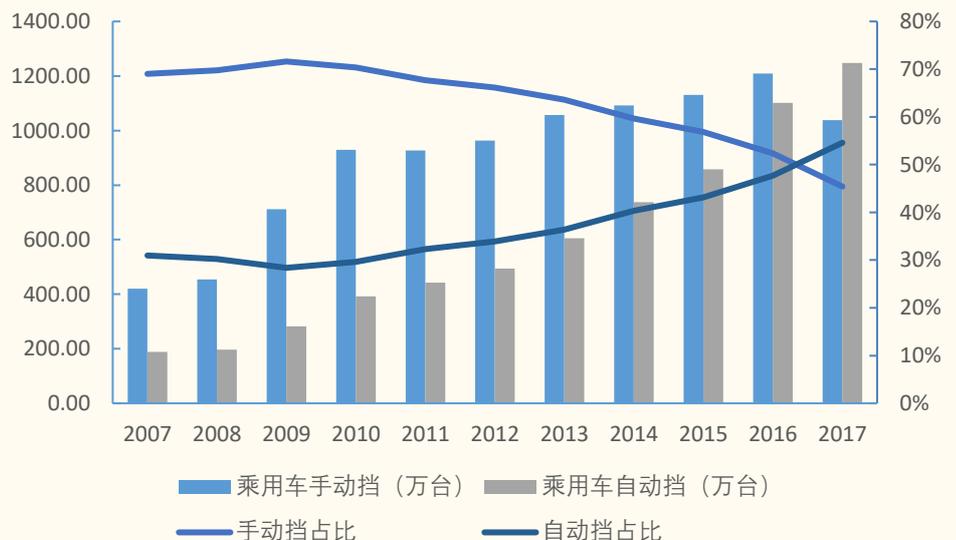
图表 24：大众车型 DCT 构成



来源：大众汽车，国金证券研究所

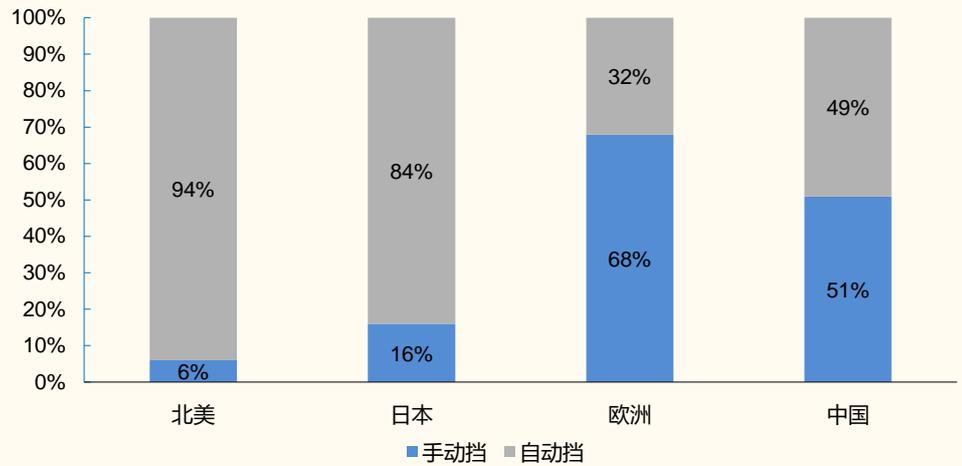
- **自动挡国内渗透率不足，市场空间巨大。**全球汽车市场中，自动变速器的渗透率在不断提升，美国渗透率已达到 94% 以上，中国市场自动变速器渗透率还较低，2017 年占比接近 55%。由于自动挡汽车有操作方便、节油等优势，国内自动挡变速器渗透率以每年 3%-5% 的速度快速提升，自动变速器的市场需求增长速度远高于整车销量的增长速度。

图表 25：我国手动挡和自动挡占比情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26: 2016 年国际市场中自动挡分布情况



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

- DCT 主要依靠进口, 国产化打开新成长空间。**国内自动变速箱供应主要有车企自产、供应商外购两种渠道, 合资车企绝大部分都有固定的供应商。据中国产业信息网数据, 自动变速箱国内产能严重不足, 每年仍有需大量进口自动变速箱, 2015 年自动变速箱进口比例约为 56%。国内自动变速箱供应商数量较少, 自主品牌布局在起步阶段, 依然存在新市场空间。假设 2019-2020 年我国乘用车销量增速分别为 -5%/1%, 而自动变速器市场将由 2017 年的 57% 增长至 2020 年的 70%, 据测算, 我国 DCT 市场将保持 7% 左右的增速, 远远大于乘用车市场增速, DCT 系统单车价值量以一万元计算, 2020 年预计 DCT 市场规模将达到 732.5 亿元。

图表 27: 在华销售配备 DCT 变速箱乘用车企业及其供应商

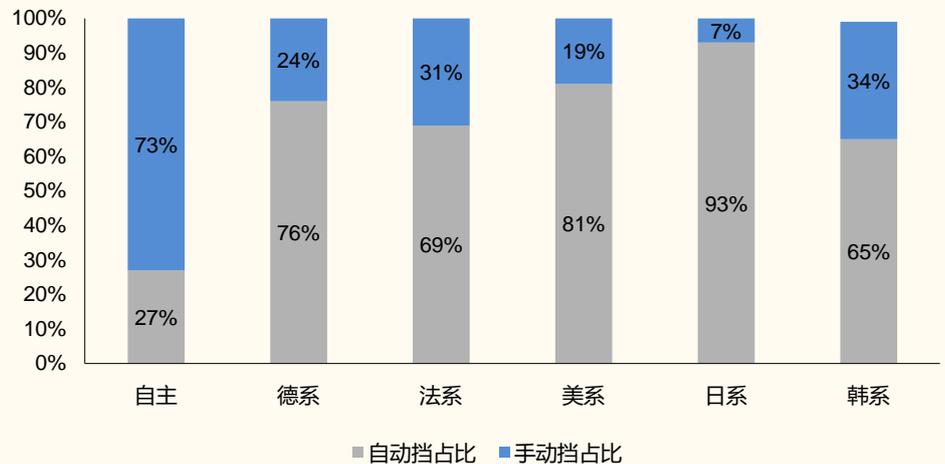


来源: 一度汽车, 国金证券研究所

5.2 需求端：车企布局 DCT 市场带来订单增长

- 大众和比亚迪为国内使用 DCT 技术的车企代表。外资品牌自动挡渗透率较高，其中德系车使用 DCT 技术相对最为广泛，大众集团在华销售车型中配有 DCT 变速箱占比高达 37%，比亚迪是唯一一家广泛配置 DCT 变速箱的自主品牌，DCT 渗透率超 30%。

图表 28：我国各车系自动挡与手动挡占比情况



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 公司客户主要为外资品牌，将受益于高 DCT 占比。按终端客户排序，公司主要合作客户有大众、通用、福特、丰田、奔驰，大众为公司第一大客户，与公司有固定合作关系，公司受益于外资或合资品牌 DCT 渗透率的提高，主要配套大众、GETRAG 和部分自主品牌。2018 年公司获得 40 万套以上的上汽 DCT 项目订单，供货份额达到 100%；此外，公司也获得 100 万套以上的大众订单。以上订单预计将为公司带来 2 亿元以上的收入增量。
- 公司主要为 DCT 系统配套对应变速器轴及结合齿，单车价值量在 680-710 元左右，此外公司拓展其他 DCT 系列产品线，例如驻车齿轮等，公司 DCT 系列零部件单车价值量达到 1000 元左右。当单车价值量为 1000 元，且价格不会发生变动的情况下，2020 年公司潜在市场空间将达 73.3 亿元。

图表 29：DCT 市场测算

	2017	2018	2019E	2020E
国内乘用车销量（万辆）	2471.8	2371.0	2252.4	2275.0
自动变速器占比	57%	61%	65%	70%
自动变速器市场（万辆）	1408.9	1447.3	1472.3	1592.5
DCT 占比	43%	43%	45%	46%
DCT 市场（万辆）	603.0	619.4	662.6	732.5
DCT 市场规模（亿元）	603.0	619.4	662.6	732.5
DCT 市场增速	-	2.7%	7.0%	10.6%
公司配套产品潜在空间（亿元）	60.3	61.9	66.3	73.3

来源：中汽协，国金证券研究所

六、看点三：轻量化及电动化布局支撑长期增长

6.1 VVT 项目：公司坚定轻量化布局

- **VVT 技术**：即可变气门正时系统，可以根据发动机的运行情况，调整进入空气量和气门开合时间，使得进气量达到最佳的水平，以此提高燃油效率，有助于降低燃油车油耗，是汽车轻量化的解决方案之一。在国家油耗指标日益严格的情况下，VVT 技术是其中一条达标捷径。

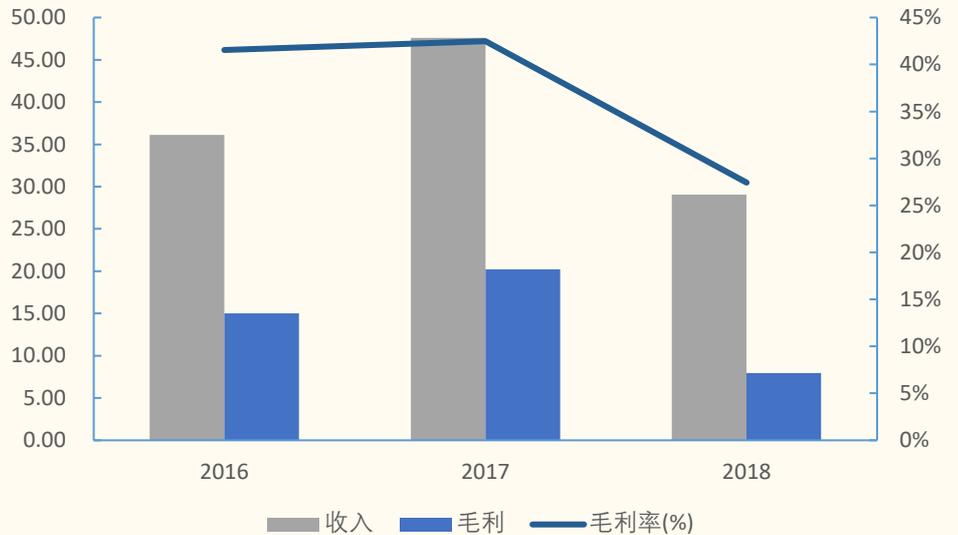
图表 30：工信部油耗指标

年份	CAFC/TCAFC	对应目标 L/100KM	年降幅
2016	134	6.7	0.2
2017	128	6.4	0.3
2018	120	6	0.4
2019	110	5.5	0.5
2020 及以后	100	5	0.5

来源：中国产业信息网，国金证券

- **收购子公司，布局汽车轻量化**。公司收购全资子公司宁波太平洋电控系统有限公司，主要生产 VVT 总成及 OCV 阀等产品。因公司 2016 年的提前布局，公司在 VVT 细分领域具有先发优势。2018 年 VVT 类产品营收 2907 万元，占总营收比重 2.3%，主要客户为江淮和海马等，目前仍以自主品牌为主，但因受整体汽车行业销量下滑影响较大，2018 年盈利不及预期，已计提商誉减值 3332 万元。

图表 31：VVT 产品营收情况



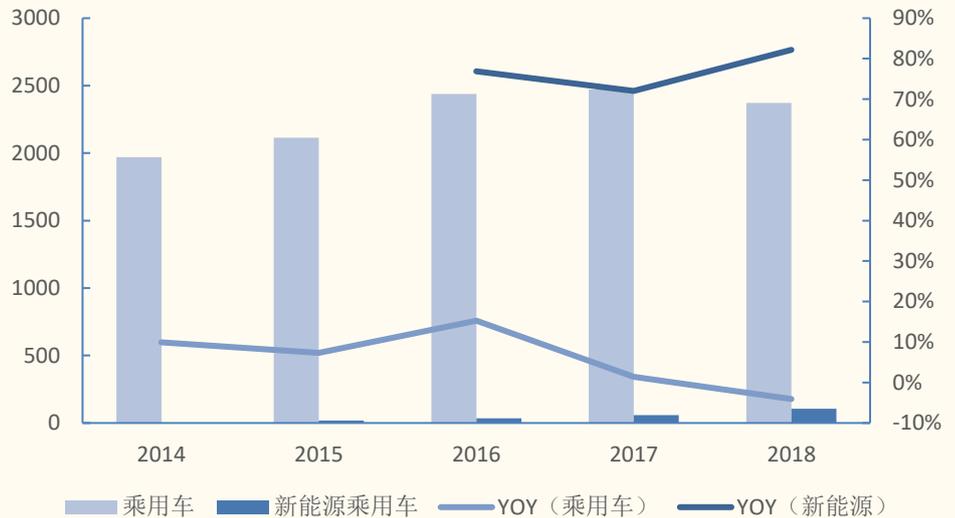
来源：公司公告，国金证券研究所

- **计划拓展新客户，扭转亏损现状**。公司具有品牌的市场优势，且有外资及合资车厂的客户积累，有望将客户资源及运营模式拓展到子公司，为宁波电控子公司提供支持。2018 年宁波电控已成功拓展了第一家合资品牌主机厂，且进入了另一合资品牌的供应商名录，未来有望改善客户结构并拓展客户数量，成为公司业务增长的重要支撑。

6.2 新能源项目：公司的新业务增长平台

- **新能源汽车销量增速可观。**汽车电动化为当前的不可逆趋势，2018 年我国乘用车销售量为 2371 万辆，同比下滑 4.1%，已经失去了人口红利带来的高增长优势，而同期新能源汽车销量达 125.6 万辆，同比增长 62%，受乘用车市场不景气的影响较小，布局新能源汽车零部件业务可以帮助公司抵御传统汽车行业下行，使得收入更加稳健。

图表 32：新能源汽车增速远高于传统车，且仍保持高速增长



来源：中汽协，国金证券研究所

- **新能源汽车产品市场需求庞大，单车价值量提高。**2018 年公司新能源汽车配套的产品销售额约占营业收入的 3%，同比增长 181%，公司计划开展新能源汽车的差速器总成及其他零部件业务，新能源汽车产品将成为公司的新业务增长平台。
- **新能源汽车零部件需求庞大。**新能源汽车销量预计 2019 年产销预计达到 160 万辆以上，同比增长 30%。单车零部件价值量以 600-1000 元计算，未来新能源汽车零部件市场容量将达到十万亿级别，且增速可观。外资和合资品牌也逐步进军中国电动车市场，将对公司需求起到重要支撑。新能源汽车零部件市场需求巨大。
- **公司布局差速器总成，单车价值量提高。**公司现专注生产新能源中央电机轴、传动系统小总成以及差速器总成，单车价值量提高至 600-1000 元。目前已与 VOLVO 新能源车差速器总成项目洽谈，公司新能源客户拓展情况良好，差速器总成销售需求有所支撑。单车价值量提高及新能源汽车零部件客户拓展将促进公司业绩在逆境中增长。

图表 33：单车价值量（新能源车零部件）

	单个价值	单车配备个数	单车价值量
VVT 产品	200	1	200
新能源差速器总成	300+	1	300+
新能源中央电机轴	100-200	1	100-200
新能源产品汇总	600-1000	-	600-1000

来源：公司调研，国金证券

- **电动车电机轴技术与制造能力取得突破，形成新的增长点。**公司已具备了电机轴结构设计、精密成形、精密热处理、高精度加工等成品制造成套的技术与制造能力，公司在新能源汽车产业链平台产品布局取得了新的突

破。目前公司已获得大众汽车自动变速器（天津）有限公司 MEB 项目转子轴（电机轴）的业务，天津和江苏的工厂正处按需扩张状态，新项目将成为公司新的营收增长点。

- **MEB 锥齿轮项目：**公司收到大众（天津）关于 MEB 项目差速器锥齿轮（行星齿轮与半轴齿轮）和主动轴、从动轴共 4 个件号配套定点的“提名协议”。客户年需求量为 71 万台套，公司供货份额为总需求量的 80%，即年需求量 56.8 万台套，将于 2019 年年中开始逐步交样，2020 年第 30 周起步生产。
- **MEB 转子轴项目：**公司收到大众汽车自动变速器（天津）有限公司关于 MEB 项目转子轴（电机轴）的“采购提名协议”，客户计划年需求量为 71 万台套，公司为两家供应商之一，供货份额为总需求量的 50%，即年需求量 35.5 万台套。

七、盈利预测与投资建议

- 预计 2019-2021 年的营业收入分别为 14/15/16 亿元，同比增长 6.9%/8.3%/8.8%。
 - 预计半轴齿轮业务随着传统汽车行业整体增速的放缓而放缓，2019-2021 年收入增速分别为 2.8%/2.5%/2.3%，受价格年降影响，产品价格承压，但由于公司客户优质，不会频繁无计划的压价，毛利率降幅有限，2019-2021 年半轴齿轮业务毛利率分别为 33.0%/32.5%/ 32.0%。
 - 预计行星齿轮业务变化趋势与半轴齿轮类似，但因技术原因，半轴齿轮具备高于行星齿轮的提价空间，因此行星齿轮的收入增速与毛利率均略低于半轴齿轮，2019-2021 年收入增速分别为 2.3%/2.1%/1.8%，2019-2021 年半轴齿轮业务毛利率分别为 32.0%/ 31.5%/ 31.0%
 - 预计 VVT 产品业务营收随着新客户的拓展与客户结构的改善而回暖，2019-2021 年收入增速分别为 5%/15%/20%，2019 年毛利率承压，随着获客成本的降低与产能的提高，毛利率小幅回升，2019-2021 年毛利率分别为 15.0%/15.0%/17.0%。
 - 预计其他主营业务（当前主要为结合齿类产品与新能源汽车零部件）结合齿类零部件将继续受益于 DCT 红利，业绩增速高于传统车行业，新能源汽车零部件增速较快，2019-2021 年收入增速分别为 15%/18%/18%，毛利率仍受年降的影响，2019-2021 年毛利率分别为 33.0%/33.0%/32.0%。
 - 其他业务主攻新开发性试验的产品，预计公司将持续投入新产品研发，2019-2021 年收入增速分别为 20%/20%/20%，由于成本大部分计入研发费用，毛利率保持高位，预计 2019-2021 年毛利率分别为 90.0%/90.0%/ 90.0%。

图表 34：分业务营收预测

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
半轴齿轮								
销售收入（百万元）	306.1	347.1	435.7	501.5	521.1	535.7	549.1	561.7
增长率（YOY）	N/A	13.4%	25.5%	15.1%	3.9%	2.8%	2.5%	2.3%
毛利率	38.3%	38.0%	40.9%	39.7%	36.4%	33.0%	32.5%	32.0%
占总销售额比重	48.8%	49.7%	48.5%	44.4%	41.2%	39.6%	37.5%	35.2%
行星齿轮								
销售收入（百万元）	195.6	219.2	264.0	285.1	296.1	302.9	309.3	314.8
增长率（YOY）	N/A	12.1%	20.4%	8.0%	3.9%	2.3%	2.1%	1.8%
毛利率	32.8%	35.1%	36.4%	38.8%	35.3%	32.0%	31.5%	31.0%
占总销售额比重	31.2%	31.4%	29.4%	25.3%	23.4%	22.4%	21.1%	19.7%
VVT 产品								
销售收入（百万元）			36.1	47.6	29.1	30.5	35.1	42.1
增长率（YOY）			N/A	31.8%	-38.9%	5.0%	15.0%	20.0%
毛利率			41.6%	42.5%	27.4%	15.0%	17.0%	17.0%
占总销售额比重			4.0%	4.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%
其他主营业务								
销售收入（百万元）	113.4	123.0	152.7	277.9	384.2	441.8	521.4	615.2
增长率（YOY）	N/A	8.5%	24.2%	82.0%	38.2%	15.0%	18.0%	18.0%
毛利率	41.5%	44.9%	43.1%	42.2%	38.3%	33.0%	33.0%	32.0%
占总销售额比重	18.1%	17.6%	17.0%	24.6%	30.4%	32.7%	35.6%	38.6%
其他业务								
销售收入（百万元）	12.6	9.2	10.1	16.7	34.9	41.9	50.3	60.4
增长率（YOY）	N/A	-27.0%	10.3%	65.6%	108.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	99.7%	97.9%	99.2%	99.9%	95.5%	90.0%	93.0%	93.0%
占总销售额比重	2.0%	1.3%	1.1%	1.5%	2.8%	3.1%	3.4%	3.8%

来源：公司公告，国金证券

注：由于半轴齿轮和行星齿轮在 2018 年报中合并为锥齿轮类，对应收收按 2017 年占比拆分

- **公司产品布局扩张提高单车价值量，盈利能力维持高位。**短期内受益于大众强周期，第一大客户订单增加驱动业绩增长；中期 DCT 渗透率提高及国产替代推进打开了新的成长空间；长期布局轻量化和电动化细分市场，随着 VVT 产品及新能源汽车零部件放量，营收获长期驱动力。预计 2019-2021 年净利润为 2.42/2.71/2.96 亿元，对应 EPS 为 0.60/0.67/0.73 元，给予目标价 14.33 元，对应 2019 年 24x 估值。首次覆盖，给予“增持”评级。

八、风险提示

- **汽车销量超预期下行。**2018 年乘用车销量首次出现负增长，增速下降至-4.1%，受宏观经济增速减缓、消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压。
- **新能源汽车产销量增速不达预期。**2019 年补贴退坡政策开始落地，政策驱动力减缓可能影响到新能源汽车产销量的增速。
- **客户集中度过高风险。**公司第一大客户为大众，其营收占比超三成，2018 年前五大客户营收占比 62%，可能存在客户集中度过高风险。
- **贸易战影响。**2019 年中美贸易战矛盾进一步激化，汽车产品税收不确定性加强，海外生产、销售成本可能提升。
- **整车厂降价压力超预期，行业竞争激烈。**可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。
- **新产品拓展不及预期。**公司 VVT 产品营收在 2018 年出现下滑，并为此计提了商誉减值，若客户拓展情况不及预期，会使公司销售端承压。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	899	1,129	1,265	1,353	1,465	1,594	货币资金	106	169	295	306	312	310
增长率		25.6%	12.1%	6.9%	8.3%	8.8%	应收款项	318	351	334	359	384	427
主营业务成本	-534	-665	-782	-891	-964	-1,057	存货	169	189	247	264	278	299
%销售收入	59.4%	58.9%	61.8%	65.9%	65.8%	66.3%	其他流动资产	48	121	31	54	66	86
毛利	365	464	483	462	501	538	流动资产	642	830	907	983	1,040	1,121
%销售收入	40.6%	41.1%	38.2%	34.1%	34.2%	33.7%	%总资产	31.4%	34.7%	32.6%	32.4%	31.9%	32.0%
营业税金及附加	-11	-13	-14	-15	-16	-18	长期投资	5	5	5	5	5	5
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	1,143	1,231	1,515	1,675	1,844	1,998
营业费用	-30	-41	-31	-35	-40	-40	%总资产	55.9%	51.5%	54.4%	55.2%	56.6%	57.1%
%销售收入	3.4%	3.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.5%	无形资产	173	193	163	156	153	160
管理费用	-91	-99	-111	-115	-127	-140	非流动资产	1,404	1,561	1,878	2,050	2,217	2,379
%销售收入	10.1%	8.8%	8.8%	8.5%	8.7%	8.8%	%总资产	68.6%	65.3%	67.4%	67.6%	68.1%	68.0%
息税前利润 (EBIT)	233	310	327	297	318	340	资产总计	2,046	2,391	2,785	3,033	3,258	3,500
%销售收入	25.9%	27.5%	25.8%	21.9%	21.7%	21.3%	短期借款	294	431	425	531	542	541
财务费用	-7	-20	-14	-27	-27	-26	应付款项	159	177	182	197	215	236
%销售收入	0.8%	1.7%	1.1%	2.0%	1.9%	1.6%	其他流动负债	55	58	59	64	70	77
资产减值损失	-9	-15	-34	-22	-1	4	流动负债	508	667	665	792	827	853
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	19	0	159	109	89	69
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	64	57	84	75	75	75
%税前利润	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	591	724	908	976	991	997
营业利润	218	296	301	272	310	338	普通股股东权益	1,455	1,667	1,877	2,057	2,267	2,503
营业利润率	24.2%	26.2%	23.7%	20.1%	21.1%	21.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	16	0	4	11	8	10	负债股东权益合计	2,046	2,391	2,785	3,033	3,258	3,500
税前利润	234	296	304	283	318	348	比率分析						
利润率	26.0%	26.2%	24.0%	20.9%	21.7%	21.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-43	-46	-45	-42	-47	-51	每股指标						
所得税率	18.4%	15.4%	14.9%	14.7%	14.8%	14.8%	每股收益	0.471	0.618	0.639	0.597	0.668	0.731
净利润	191	250	259	242	271	296	每股净资产	3.592	4.116	4.634	5.080	5.598	6.180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.768	0.896	1.048	0.950	1.067	1.074
归属于母公司的净利润	191	250	259	242	271	296	每股股利	0.110	0.100	0.125	0.150	0.150	0.150
净利率	21.2%	22.2%	20.4%	17.9%	18.5%	18.6%	回报率						
							净资产收益率	13.11%	15.02%	13.78%	11.74%	11.93%	11.83%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.32%	10.47%	9.29%	7.97%	8.31%	8.46%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	投入资本收益率	10.74%	12.49%	11.30%	9.39%	9.33%	9.30%
净利润	191	250	259	242	271	296	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	28.66%	25.62%	12.10%	6.91%	8.30%	8.81%
非现金支出	116	145	176	165	154	155	EBIT 增长率	30.80%	33.11%	5.36%	-9.22%	7.00%	7.02%
非经营收益	11	14	13	21	25	22	净利润增长率	36.28%	31.28%	3.34%	-6.60%	12.00%	9.46%
营运资金变动	-6	-46	-24	-42	-18	-39	总资产增长率	13.37%	16.87%	16.49%	8.91%	7.41%	7.42%
经营活动现金净流	311	363	424	385	432	435	资产管理能力						
资本开支	-209	-263	-501	-309	-312	-305	应收账款周转天数	76.0	72.5	70.4	68.0	65.0	67.0
投资	-53	-20	-22	-20	-10	-18	存货周转天数	110.6	98.4	101.8	115.0	112.0	110.0
其他	0	-96	89	0	0	0	应付账款周转天数	62.6	63.9	58.0	56.0	55.0	56.0
投资活动现金净流	-263	-379	-435	-329	-322	-323	固定资产周转天数	456.1	373.7	340.8	294.5	244.5	202.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-42	114	177	49	-9	-21	净负债/股东权益	14.18%	10.43%	15.29%	15.20%	12.67%	10.02%
其他	-36	-40	-42	-94	-94	-93	EBIT 利息保障倍数	33.2	15.9	22.7	11.0	11.6	13.0
筹资活动现金净流	-78	74	135	-45	-103	-115	资产负债率	28.90%	30.28%	32.61%	32.17%	30.41%	28.49%
现金净流量	-29	58	124	11	7	-3							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	20	26	39
增持	1	2	6	9	13
中性	0	0	0	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.22	1.23	1.31	1.38

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH