

DCT 渗透加速，扩产能增厚业绩

增持|维持

报告要点：

● 精锻行业龙头，供需两端打造亮眼业绩

精锻齿轮行业是典型的重资产行业，具有很高的资本和技术壁垒，公司作为精锻齿轮的行业龙头，保持领先的精密锻造工艺，拳头产品差速器锥齿轮目前市占率超过 30%（全球 10%），同时变速器结合齿产品比例上升，绑定大众、GKN、格特拉克、美国山桥、上汽等优质客户，提升配套比例，同时加快产能释放。**供给端：**公司固定资产大幅增长保证业绩增长（9 年业绩增长 12 倍）；**需求端：**客户结构改善带动产品单价与毛利率的提升与改善。

● DCT 渗透加速，下游需求带动产能有序扩张

收入占比 70% 以上的差速器齿轮的订单充足，产能利用率保持在 100% 以上，随着产能不断释放，市占率持续向上。DCT 普及渗透（2017 年渗透率 16%），自主品牌加速投产，前五大客户提供了稳定的需求基础，大众、格特拉克等核心客户的产能扩张计划也是未来公司重要的增长点，如大众规划 2020 年 300 万产能，其中 DCT 未来渗透率可达 70% 以上，提名公司配套 80% 以上。此外，国内整体竞争环境较为宽松，技术及规模均有限，集中度低，难以形成公司强有力的竞争对手。Metaldyne 退出第三方精锻齿轮竞争舞台，BLW 北美子公司破产，行业格局进一步优化。

● 多管齐下，开拓新能源与 VVT 业务

新能源业务主要仍是差速器总成，单车价值在两百多元到三百多元。汽车电机轴潜在客户众多，未来产品多样化，谱系更加完整，利润将在 2019 年逐步体现。目前公司为美国克莱斯勒配套（通过精进电动供货）的电机轴已在小批量生产。VVT 业务（宁波电控）随着持续研发投入与产能建设，未来或依托公司客户资源优势，在新客户开拓方面有所突破，业绩重回上升通道。

短期受益于下游客户产能释放，长期受益于 VVT 业务和新能源业务带来的发展空间，业绩持续快速增长。维持评级，给予“增持”评级。预计 2018 到 2020 年净利润为 3.11、3.93、5.24 亿元，对应的 EPS 为 0.77、0.97、1.29 元，PE 为 15X、12X、9X。

● 风险提示

下游客户产能释放不达预期；天津工厂产能不达预期；汽车销量大幅下滑。

附表：盈利预测表

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	898.60	1128.86	1366.87	1712.23	2243.61
收入同比 (%)	28.66%	25.62%	21.08%	25.27%	31.03%
净利润(百万元)	190.69	250.33	313.69	395.49	513.09
净利润同比 (%)	36.28%	31.28%	25.31%	26.08%	29.74%
毛利率 (%)	40.61%	41.09%	40.43%	40.20%	40.50%
ROE (%)	13.11%	15.02%	16.25%	17.01%	18.08%
每股收益 (元)	0.47	0.62	0.77	0.98	1.27
市盈率(P/E)	24.91	18.98	15.14	12.01	9.26
市净率(P/B)	3.27	2.85	2.46	2.04	1.67
EV/EBITDA	14.75	10.99	9.70	7.86	6.29

资料来源：Wind, 国元证券研究所

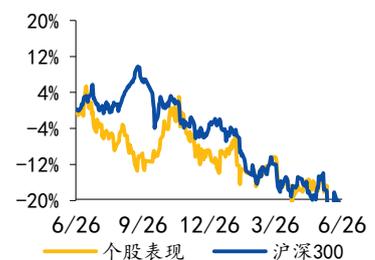
当前价/目标价：11.51 元/16.48 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)	16.66/11.22
A 股流通股 (百万股)	376.38
A 股总股本 (百万股)	405.00
流通市值 (百万元)	4358.47
总市值 (百万元)	4689.90

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《精锻科技(300258)——上半年业绩高速增长，DCT 放量催化业绩提升》
2018-8-25

报告作者

分析师	胡伟
执业证书编号	S0020115080059
邮箱	huwei1@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1937
联系人	薛雨冰
邮箱	xueyubing@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1952

目 录

1.精锻行业龙头，供需两端打造亮眼业绩	5
1.1 细分行业龙头，深耕精锻齿轮领域	5
1.2 供给端：固定资产扩张稳健，产能建设保证增量	8
1.3 需求端：绑定优质客户，产品单价上升	10
2. DCT 渗透加速，下游需求带动产能有序扩张	11
2.1 差速器锥齿轮市场供不应求，市占率持续提升	12
2.1.1 行业放缓，差速器齿轮为何供不应求？	12
2.1.2 客户优质+海外对冲=市占率持续上升	13
2.2 发力 DCT 变速器市场，成长空间大	15
2.2.1 自动变速箱升级，DCT 空间显著	15
2.2.2 核心客户产能释放，结合齿配套率提升	16
2.3 竞争对手衰退，行业格局优化	18
2.3.1 整体竞争环境宽松	18
2.3.2 竞争对手退出，行业格局优化	19
2.4 产能稳定落地，新一轮产能投入期启动	20
3.多管齐下，开拓新能源与 VVT 业务	21
3.1 布局新能源业务，抢占市场份额	21
3.2 VVT 业务蓄势待发，寻求客户突破	22
4.维持评级，给予“增持”评级	23
5.风险提示	25

图目录

图 1: 公司股权结构稳定.....	5
图 2: 2017 年齿轮业务营收占比 95%以上.....	6
图 3: 公司四类产品中最主要的是锥齿轮和结合齿.....	6
图 4: 结合齿业务占比持续提升.....	7
图 5: 结合齿收入开始高速增长.....	7
图 6: 近两年净利率增速保持 30%以上增长.....	7
图 7: 毛利率与净利率水平稳步提升.....	7
图 8: 齿轮毛利率领先于可比公司.....	7
图 9: ROE 逐年提升, 领先于可比公司.....	7
图 10: 公司正处于稳定的增长期.....	8
图 11: 公司成长路径.....	9
图 12: 公司产品供不应求, 订单完成率不高.....	9
图 13: 固定资产和营收均实现大幅增长 (单位: 亿元).....	10
图 14: 固定资产不断增加 (单位: 亿元).....	10
图 15: 2008-2012 年开拓优质海内外客户带业绩翻番 (单位: 亿元).....	10
图 16: 公司客户结构持续优化.....	11
图 17: 公司 2017 外资与合资客户的占比 95.44%.....	11
图 18: 产品平均单价不断提升 (单位: 元/件).....	11
图 19: 精锻工艺流程复杂.....	12
图 20: 精锻齿轮产品及其应用.....	12
图 21: 预计锥齿轮产能利用率一直保持在 100%以上 (单位: 万件; %) ..	12
图 22: 2015-2018 年公司主要终端客户销量增速高于行业总体 (单位: %).....	13
图 23: 近三年海外营收复合增速为 40% (单位: 亿元; %).....	14
图 24: 公司差速器锥齿轮市占率持续提升.....	14
图 25: 对标美日自动挡还有很大的空间.....	15
图 26: 2017 年 DCT 渗透率为 15.7%.....	15
图 27: 大众 DCT 车型渗透速度开始加快.....	16
图 28: DCT 变速箱在大众销售车型占比逐年提升.....	16
图 29: 格特拉克国内销量及产能规划 (单位: 万套).....	18
图 30: 国内新能源车销量增长迅速.....	21
图 31: 2017 年海外新能源车销量增速达到.....	21
图 32: 新能源汽车动力结构示意图.....	21
图 33: 江苏新工厂项目为公司增长提供业绩支撑.....	21
图 34: VVT 工作流程.....	22
图 35: VVT 系统结构.....	22
图 36: 2017 年净利润未达目标.....	22
图 37: 毛利率与净利率保持较高水平.....	22

表目录

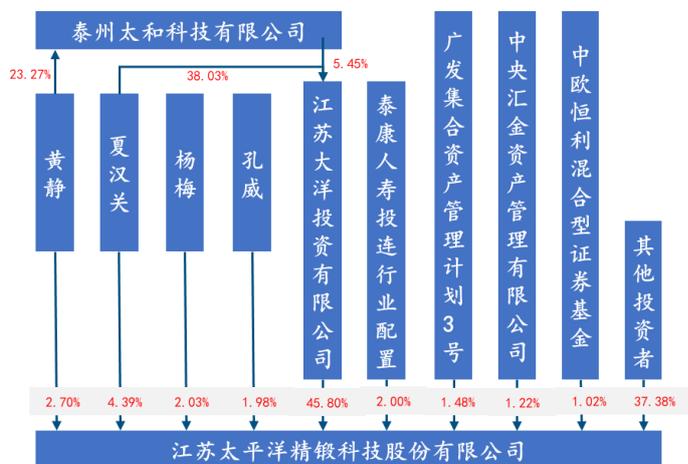
表 1: 当前主要的产能来自于江苏传动.....	5
表 2 : 差速器与变速器对精锻齿轮的刚性需求 (单车搭载的齿轮个数)	6
表 3: 差速器齿轮产能规划	14
表 4: 国内与全球市场空间测算.....	15
表 5: 自主品牌积极推进 DCT 量产化	16
表 6: 绑定大众工厂, 新车周期带来业绩增量.....	17
表 7: 公司近期收到大众自动变速箱提升配套率和新的结合齿项目的提名信	17
表 8: 精锻齿轮国内合资市场被国外企业分享.....	19
表 9: 精锻科技是国内精锻齿轮行业的绝对龙头	20
表 10: 公司后续产能投入计划	20
表 11: 可比公司估值比较.....	23
表 12: 精锻科技相对估值.....	24
表 13: 公司分项业务预测.....	25
表 14: 资产负债表.....	26
表 15: 利润表.....	26
表 16: 现金流量表.....	26
表 17: 主要财务比率.....	26

1.精锻行业龙头，供需两端打造亮眼业绩

1.1 细分行业龙头，深耕精锻齿轮领域

公司是国内乘用车精锻齿轮细分行业龙头。公司主要从事汽车精锻齿轮的研发、生产与销售，公司前身是太平洋精密锻造有限公司，1992年成立之初业务定位于高端精密锻造。目前公司控股股东江苏大洋投资有限公司持股比例 45.80%，实际控制人为夏汉关、黄静夫妇，大洋投资、泰州太和科技是公司核心员工持股平台。

图 1：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司下属三个全资子公司，江苏齿轮传动和天津传动（在建）主要产品为公司传统优势产品——精锻齿轮。公司 2016 年收购的宁波电控的主要产品为发动机进排气正时系统（VVT、DVVT）、可变升程控制系统（VVL）、涡轮增压泵阀和变速箱控制等，目前这块业务所占比例仅为 4.3%。

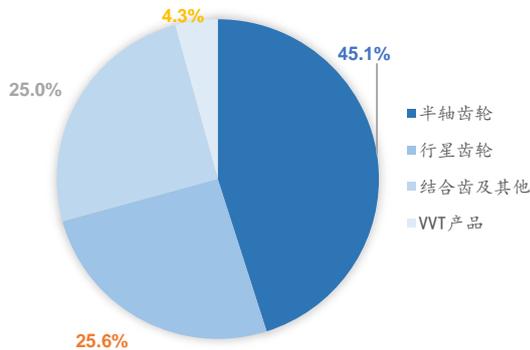
表 1：当前主要的产能来自于江苏传动

子公司名称	成立/收购时间	主要产品	产能
江苏太平洋齿轮传动有限公司	2008 年 9 月	半轴齿轮、行星齿轮、结合齿	3000 万件
天津太平洋传动科技有限公司	2015 年 10 月	锥型齿、结合齿、轴类	1204 万件（一期）
宁波太平洋电控系统有限公司	2016 年 6 月 （收购）	VVT 总成、OCV 阀	90 万件

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司主要产品为变速器齿轮（包括半轴齿轮和行星齿轮）、结合齿齿轮、轴、异形件等，其中拳头产品变速器齿轮凭借出色的品质和具有竞争力的价格，目前在国内和全球市场的市占率分别达到 30%和 10%左右。变速器的锥齿轮（半轴齿轮和行星齿轮）和变速箱结合齿为营收的主要来源，2017 年合计占比在 95%以上。

图 2：2017 年齿轮业务营收占比 95%以上



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 3：公司四类产品中最主要的是锥齿轮和结合齿



资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

变速器对高精度的齿轮需求更大，市场空间充足。汽车中均使用差速器与变速器，手动变速器（MT）、手自一体变速器（AMT）和双离合变速器（DCT）都使用传统的结合齿轮，倒档齿轮，主减齿轮等。六档变速器大约使用 17 个齿轮，七档的大约使用 19 个齿轮。一台 DCT 中公司在做的有 20 个零件左右，如果放在一款变速器内单台配套价值接近 1000 元。此外公司对自动变速器(AT)和无级变速器(CVT)的配套仍局限于差速器齿轮，目前 AT 部分的结合齿客户主要是唐山爱信，未来随着公司产品线的不断扩张，将带来更广阔的市场空间。

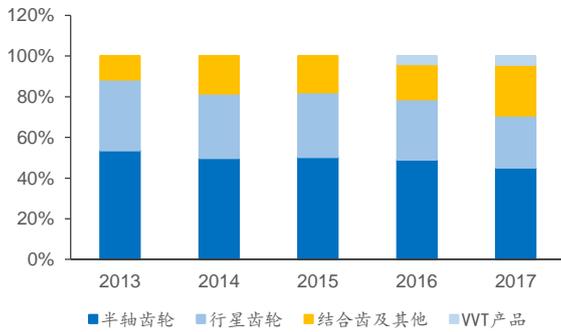
表 2：差速器与变速器对精锻齿轮的刚性需求（单车搭载的齿轮个数）

差速器	乘用车：	2 个行星齿轮、2 个半轴齿轮（通常） 4 个行星齿轮、4 个半轴齿轮（四驱）
	商用车：	4 个行星齿轮、2 个半轴齿轮（通常） 2 个行星齿轮、2 个半轴齿轮（载荷小）
变速器		MT、AMT 和 DCT 都使用传统的结合齿轮，倒档齿轮，主减齿轮等 六档变速器大约使用 17 个齿轮 七档变速器大约使用 19 个齿轮

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

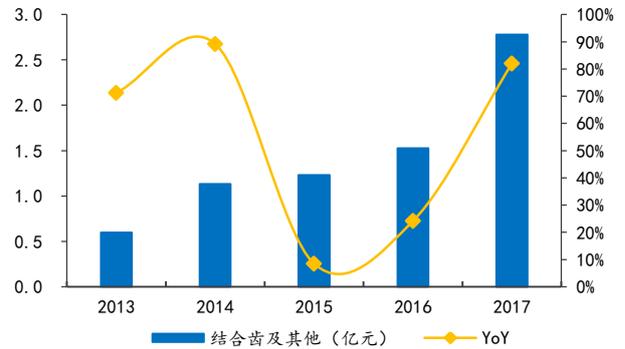
公司产品切入变速器市场，产品供不应求。公司近年来切入变速器上的高精度齿轮，主要为 DCT 的变速器配套，公司 DCT 变速器的配套客户包括大众、格特拉克（供应吉利、长城）、上汽变速器（供应通用）等。公司产品供不应求，产能较为紧张。目前江苏工厂部分工序改为二班制或三班制，采取优先保证锥齿轮供应的供货策略，未来随着公司产能的提升，继续扩大结合齿的配套份额。

图 4：结合齿业务占比持续提升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：结合齿收入开始高速增长



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

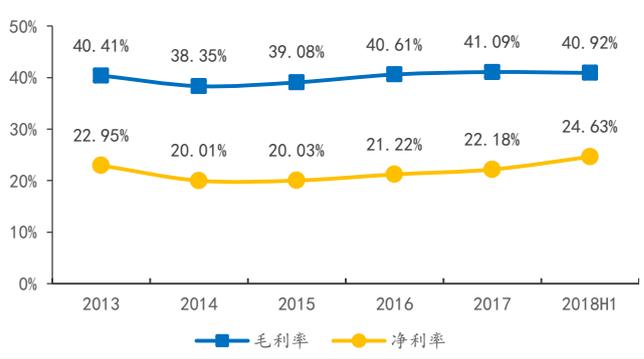
毛利率、净利率稳步提升，盈利能力领先。公司毛利率为 40% 以上，净利率稳定在 20% 以上，作为一家重资产公司 2017 年的 ROE 更是达到了 15%。2014-2017 年以来，公司毛利率提升 2.74 个百分点，净利率提升 2.17 个百分点，盈利能力明显优于可比公司水平。公司保持较高的盈利水平，一方面公司成本管控能力较强，管理费用持续下降，另一方面是随着公司产品结构和客户结构的改善实现了较高毛利。

图 6：近两年净利率增速保持 30% 以上增长



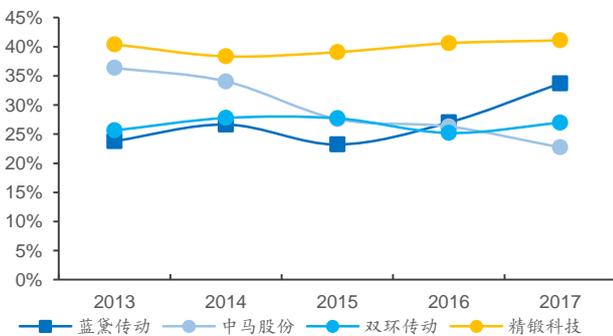
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 7：毛利率与净利率水平稳步提升



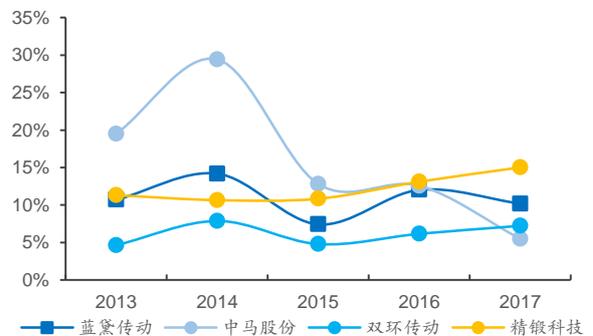
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 8：齿轮毛利率领先于可比公司



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 9：ROE 逐年提升，领先于可比公司



资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

注：选取蓝黛传动乘用车齿轮毛利率，双环传动齿轮销售毛利率，中马股份汽车齿轮毛利率

1.2 供给端：固定资产扩张稳健，产能建设保证增量

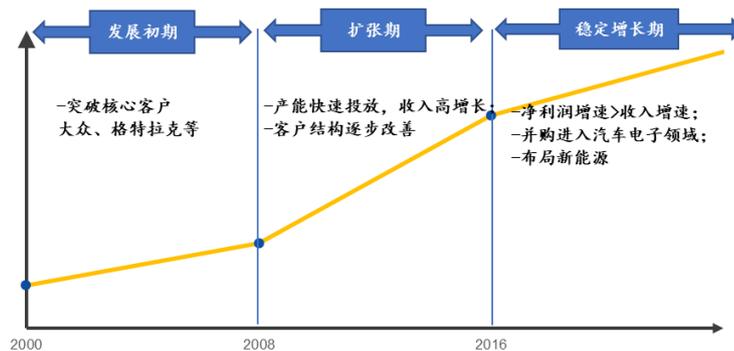
公司的成长主要可以分为三个阶段：

发展初期：2008 年以前，公司潜心研发，完善公司治理。期间获得客户认可进入大众等一线主机厂商的采购体系。

扩张期：2008 年到 2016 年是公司的快速扩张期。期间的主要特点就是产能的快速扩张，固定资产从 1.13 亿元增长至 11.23 亿元，营收 1.65 亿元增长至 8.99 亿元，于 2016 年收购宁波电控。

稳定增长期：2016 年以后规模效应开始逐步凸显，净利润增速领先收入增速。公司收入突破 10 亿元，综合实力进一步增强，客户结构部件改善，带动毛利率稳定增长，订单规模也大幅增加，订单完成率 2015-2016 年仅达到 70%，未来产能投放成为增长重心。

图 10：公司正处于稳定的增长期

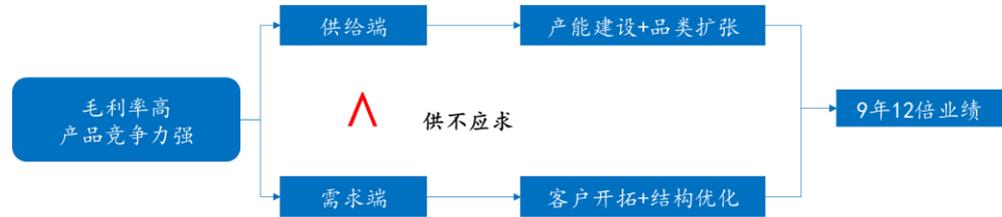


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

精锻齿轮是典型的重资产行业，具有很高的资本与技术壁垒。模具精度、强度与刚度直接决定了精锻齿轮的产品品质，寿命开发与制造效率决定成本。目前大多数企业并不具备高精度齿轮模具的自制能力，公司在精锻齿轮领域深耕多年，设备投资额度大、资金量需求大，在生产过程中需要垫付较多的流动资金保证存货的采购和资金周转。以精锻科技天津工厂项目为例，公司规划投资 5.3 亿，设备类投资预计超过 70%。此外，一方面产能的建设需要较长时间，尤其是设备对人员的素质要求很高，对人才的选拔培育需要循序渐进；另一方面想进入汽车配套体系本身的考察周期很长。因此精锻齿轮行业具有很深的护城河，同时也导致公司产品的供不应求。

因此公司的成长路径在于凭借领先的产品竞争优势，争取优质客户，提升配套比例，同时加快产能释放，共同驱动成长。

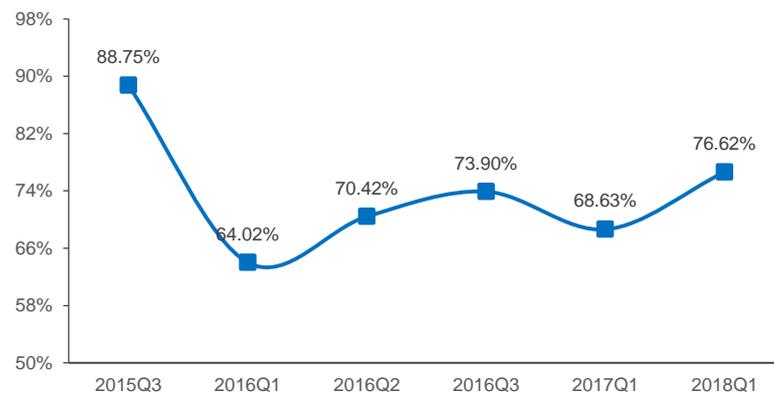
图 11：公司成长路径



资料来源：国元证券研究中心

产品供不应求，整体订单完成率不高，供给端增长潜力大。前期的固定资产投入是增长基础。如果新订单不充分，则难以消化产能，折旧会给公司业绩带来较大压力。反观精锻近年来的订单完成情况，近年来的订单完成率维持在 70%左右，2018 年上半年订单完成率也仅提升至 80%左右，产能能够得到充分的利用，未来产能扩张带来的增长潜力较大。

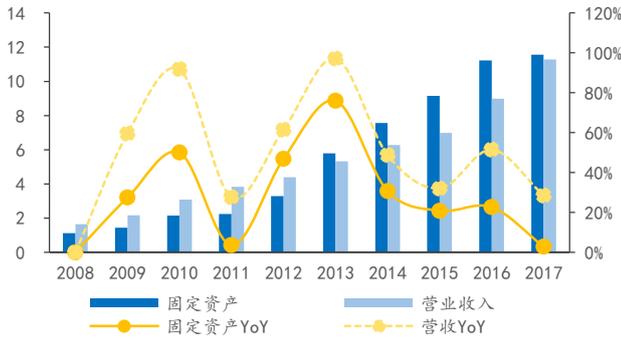
图 12：公司产品供不应求，订单完成率不高



资料来源：Wind，国元证券研究中心

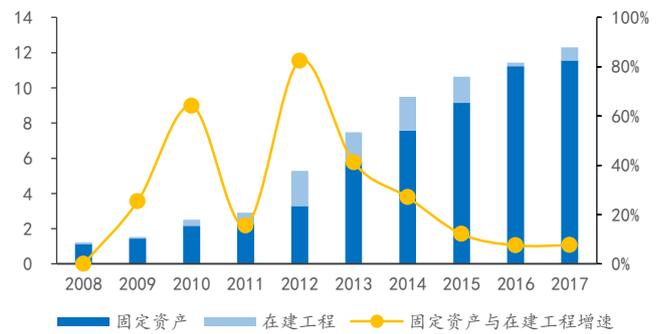
固定资产大幅增加为业绩增长提供基础。公司持续的资本投入使得固定资产大幅增加，公司固定资产与在建工程有从 2008 年 1.2 亿元增长至 2018 年上半年 11.68，十年复合增长率接近 30%，为业绩增长提供巨大潜能。

图 13：固定资产和营收均实现大幅增长（单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 14：固定资产不断增加（单位：亿元）

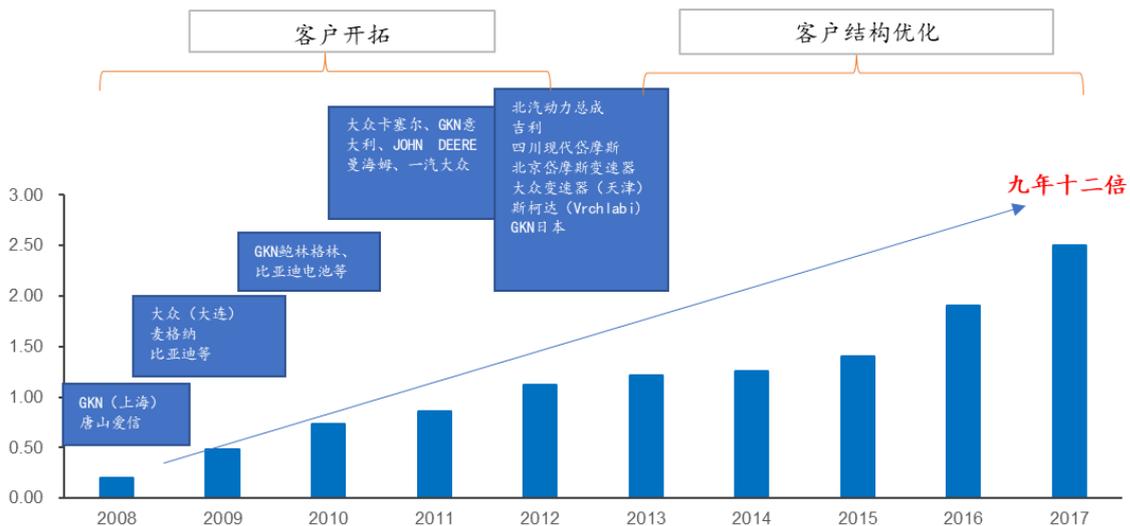


资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

1.3 需求端：绑定优质客户，产品单价上升

优质客户持续开拓，九年业绩增幅超过 12 倍。汽车零部件的配套体系有着很高的客户壁垒，国内零部件厂商进入合资或外资厂商配套体系难度很大。因而进入优质客户的供应体系也出衡量自主零部件企业的竞争能力的重要指标。公司产品得到国内外领先整车厂的高度认可，2008 年和 2009 年公司开拓 GKN 和大众，在 2011 年这两家企业就已经成为公司前两大客户，延续至今。而国内包括大众（大连）、一汽大众、唐山爱信、上汽变速器、东安动力、柳州五菱等；现如今则为国内乘用车排名靠前的企业如南北大众、上汽通用、上汽通用五菱、长安汽车、北京现代、长安福特、吉利汽进行直接或间接的配套。伴随着客户产能的投放，公司的配套率不断提升，配套种类不断增加，也给公司业绩增长带来持续动力。

图 15：2008-2012 年开拓优质海内外客户带业绩翻番（单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

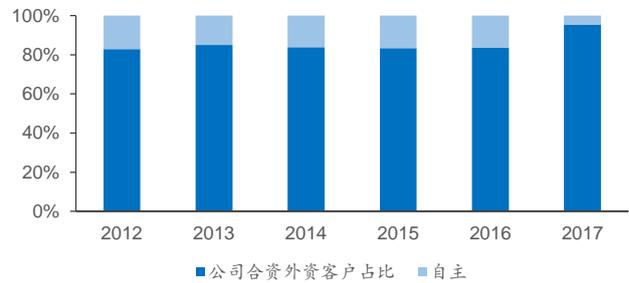
公司客户结构持续优化，外资合资客户占比高。2008 年公司的前五大客户分别为东安动力、上汽集团、柳州五菱、南方汽车和 John Deere 等；2017 年最主要客户为大众、GKN、格特拉克、AAM 和上汽。

图 16：公司客户结构持续优化



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

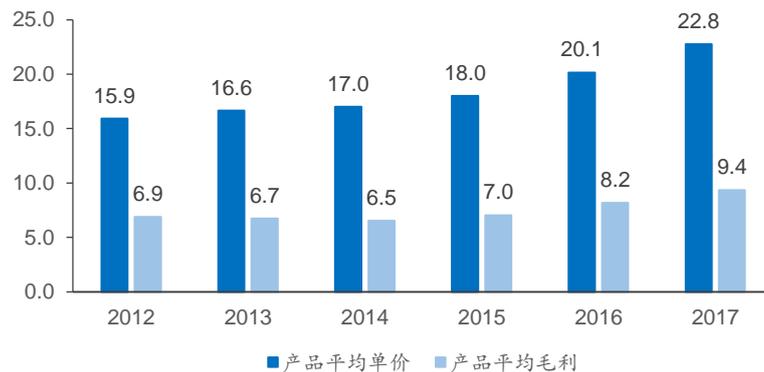
图 17：公司 2017 外资与合资客户的占比 95.44%



资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

客户结构优化加之高毛利产品占比提升，以及品类扩张不断推动公司单品价格与单品盈利能力提高。随着外资客户占比的提高，以及高价值的结合齿比例逐渐提升，公司产品平均单价持续向上，每件产品由 2012 年 15.9 元提升至 2017 年 22.8 元，增幅 43.4%。

图 18：产品平均单价不断提升（单位：元/件）



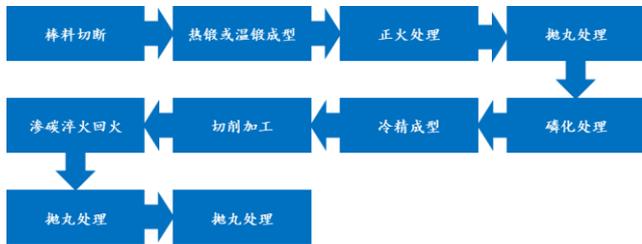
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2. DCT 渗透加速，下游需求带动产能有序扩张

精密锻造工艺优势凸显，资金、技术密集型产业门槛高。精密锻造是指不需要或者仅需少量切削加工就能满足工艺要求的锻造工艺。精密锻造的优点在于生产成本低，原材料利用率高。精密锻造技术依赖进口锻压设备，需要大量前期资金投入；同时其流程复杂，规模化量产需长时间制造经验累积，有效产能无法在短期内迅速形成。

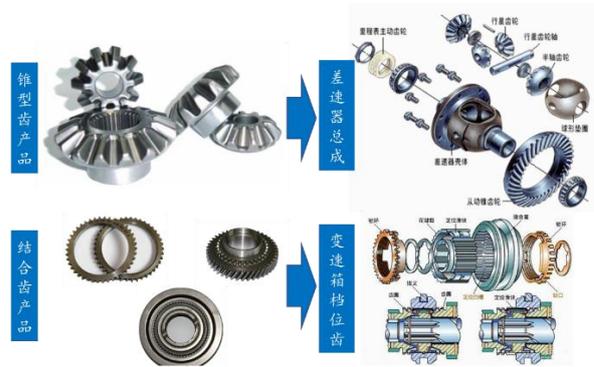
公司精锻产品品质优异，目前主要应用与差速器锥齿轮与变速箱结合齿。公司目前能实现冷、温、热精锻以及复合锻造工艺，可实现 5 级精度齿轮的规模生产。广泛应用于差速器锥型齿，以及乘用车变速箱齿轮的锻造

图 19：精锻工艺流程复杂



资料来源：乘联会，国元证券研究中心

图 20：精锻齿轮产品及其应用



资料来源：汽车之家，国元证券研究中心

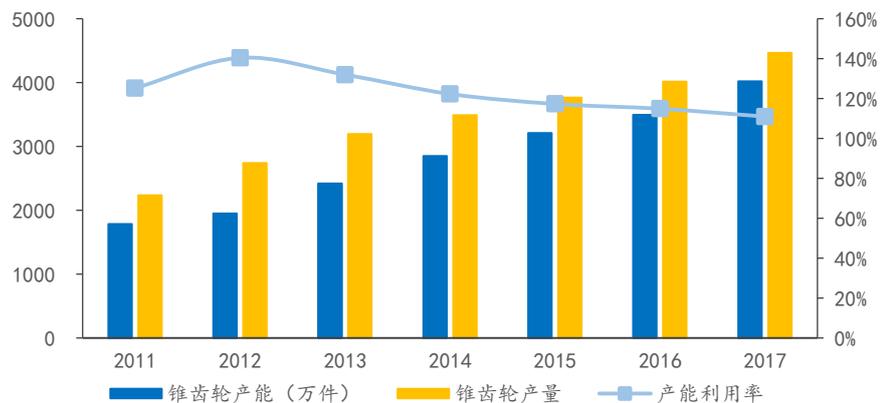
2.1 差速器锥齿轮市场供不应求，市占率持续提升

2.1.1 行业放缓，差速器齿轮为何供不应求？

差速器锥齿轮包括半轴齿轮和行星齿轮，主要用于汽车差速器总成。差速器将主减速器传递来的动力分传给左右半轴，并根据汽车行驶需要，使左右半轴差速转动，防止汽车转弯时车轮产生滑拖。行星齿轮与半轴齿轮是差速器中的齿轮，起到改变速比、传递扭矩作用。一般来说，对于前轮驱动的汽车，差速器安装在变速箱内，大多数基本型乘用车（轿车）是前轮驱动的；对于后轮驱动的汽车，差速器和变速箱是分开的，安装在后轮驱动桥中；对于四轮驱动的汽车，在前置变速器和后轮驱动桥中各安装一个差速器，且在前后轮之间安装一个轴间差速器。

差速器锥齿轮供不应求，产能利用率一直维持在高位。2011 年锥齿轮产能 1785 万件，当年产量 2235 万件，产能利用率 125%，即使是在 2016 年募投项目达产后产能利用率均在 100%以上。整体订单完整率在 70-80%徘徊，2018 年上半年订单完整率有所提高，仍仅在 80%左右。

图 21：预计锥齿轮产能利用率一直保持在 100%以上（单位：万件；%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

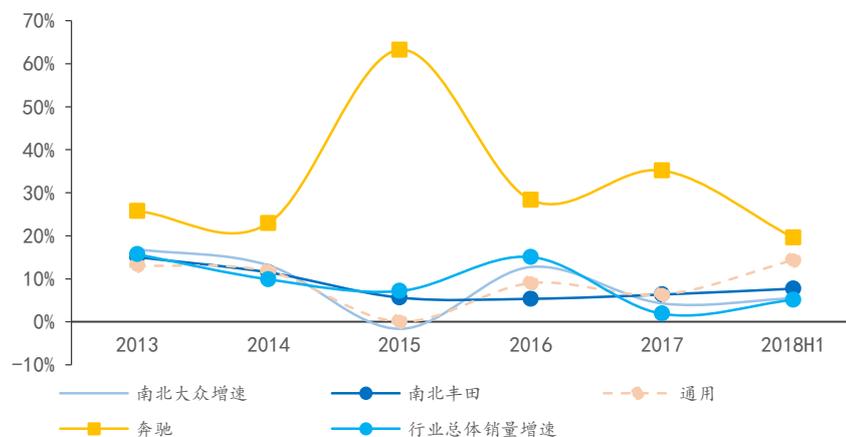
差速器锥齿轮供不应求原因在于两方面：一方面在于客户结构，精锻科技多年来深耕与精锻齿轮领域，积累了众多的优质客户，终端配套车型基本为品牌溢价都较高，销量增速远高于行业总体；另一方面深层次原因在于精锻齿轮行业的竞争格局。因为行业具有投入资产规模大，产品本身价值不大，对技术设备和熟练技术工人要求

高的特点，使得该行业外资进入较少。国内精锻齿轮企业大多规模较小，大规模配套合资厂的能力不足。而精锻科技布局较早，制造工艺积累深厚，人才储备充分，国内与之匹敌企业寥寥。

2.1.2 客户优质+海外对冲=市占率持续上升

不惧行业增速下滑，下游主要终端客户的增速高于行业平均增速。公司前五大整车客户分别为大众、通用、福特、丰田和奔驰。除了2015年与2016年购置税政策刺激小排量的汽车销量暴增，加之车型改款换代等原因，导致中高端合资厂商的销量低于行业。政策退潮以后，从2017年与2018年上半年来看，南北大众、南北丰田以及通用均高于行业总体增速水平。

图 22：2015-2018 年公司主要终端客户销量增速高于行业总体（单位：%）



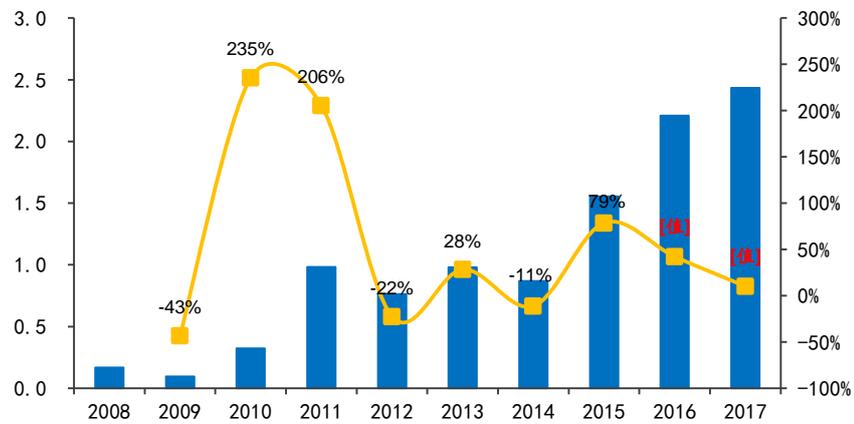
资料来源：Wind，国元证券研究中心

*注：2018 年为前五个月数据

公司产品进入零部件巨头的全球采购体系，海外收入快速增长。公司产品得到了领先整车制造商和动力总成供应商的认可，已批量出口到大众捷克工厂、GKN 北美、欧洲、东南亚工厂、奥地利麦格纳动力总成工厂等。

2013 年实施“向美国和东南亚出口汽车电动差速器齿轮技改项目”，用于 GKN 北美东南亚工厂的配套。2015 年公司与德国大众和大众捷克签订 DQ200 锥齿轮项目的长期订单合同，开始向大众捷克大批量供货，也一直为出口业务贡献稳定的收入。2015-2017 年近三年的海外收入复合增速为 40%。预计齿轮出口业务的快速增长能有效对冲国内整车需求的放缓，促进公司整体业绩稳步提升。

图 23：近三年海外营收复合增速为 40%（单位：亿元；%）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

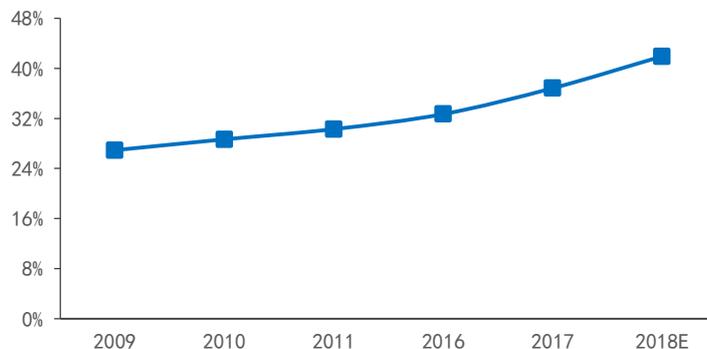
表 3：差速器齿轮产能规划（单位：万件）

	2011 年产能	新增产能	项目达产产能	达产时间
差速器 IPO 募投建设项目	1785	1710	3495	2016 年
向美国和东南亚出口汽车电动差速器齿轮技改项目		500	500	2016 年
配套大众和奥迪齿轮技改项目		800	800	2017 年
天津工厂		1000	1000	2019 年

资料来源：公司公告，天津传动建设项目环境影响报告表，国元证券研究中心

公司在手订单饱满仍将支撑公司业绩保持快速增长，市占率持续提升。自 2008 年以来，公司锥齿轮的市占率就达到 25% 左右，公司 2017 年市占率更是达到 30% 以上，全球市占率 10%，就产能来说，公司订单的交付压力较大，目前在非关键岗位使用劳务派遣技工人员以有效提升产出总量，同时随着人员的增加，未来将逐步由两班作业实现三班工作，从而有效提升产出水平，满足客户交付需求。大众、格特拉克等下游客户持续放量，将不断带动锥齿轮市占率提升，预计 2018 年国内市占率将达到 40% 以上。

图 24：公司差速器锥齿轮市占率持续提升



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

按照目前价格，差速器锥齿轮的平均单车价值接近 70 元。假设到 2020 年整车市场达到 3,270 万辆，全球整车达到 10,326 万辆，差速器锥齿轮国内与全球市场容量市场容量分别接近 23 亿元与 72 亿元，相较于现在的市场需求平稳增长。精锻科技伴随着产能建设的不断投入，且随着下游客户市占率持续向上，差速器锥齿轮的收入仍有较大的弹性。

表 4：国内与全球市场空间测算

		2017	2018E	2019E	2020E	
差速器齿轮	国内	整车产量 (万辆)	2907	3023	3144	3270
		整车产量 YOY	4.40%	4.00%	4.00%	4.00%
		单车价值量 (元)	70	70	70	70
		市场空间 (亿元)	20.35	21.16	22.01	22.89
	全球	整车产量 (万辆)	9730.25	9925	10123	10326
		整车产量 YOY	2.40%	2.00%	2.00%	2.00%
		单车价值量 (元)	70	70	70	70
		市场空间 (亿元)	68.11	69.47	70.86	72.28

资料来源：国元证券研究中心

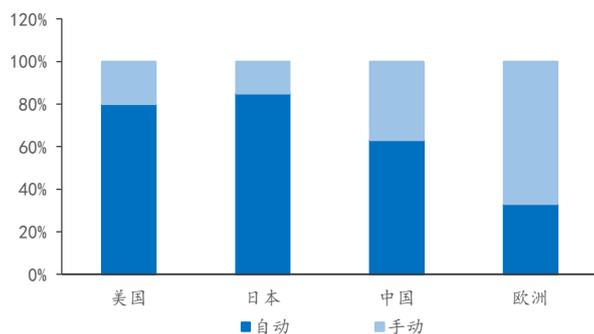
2.2 发力 DCT 变速器市场，成长空间大

2.2.1 自动变速箱升级，DCT 空间显著

自动变速箱比例持续提升。对标日美，自动挡仍有渗透空间。消费升级趋势下，城市道路拥堵导致的舒适性追求，使自动挡车型渗透率不断提高。对标美国与日本两大成熟市场 80% 以上的渗透率，自动挡仍有较大空间。

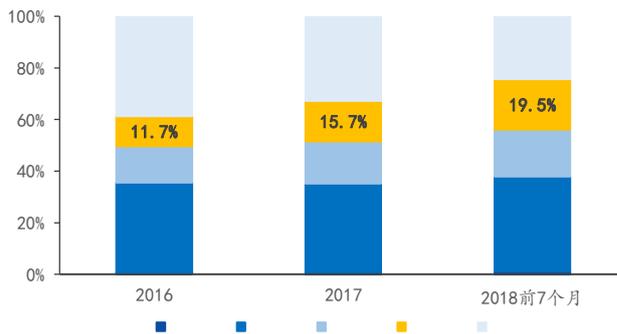
DCT 变速箱优势独到，渗透率有显著提升空间。DCT 变速箱具有结构简单、换挡速度快、传动高效、低能耗等优点。同时，国内外整车厂（例如大众）为打破爱信在 AT 变速箱的掣肘，积极研发 DCT，为其渗透率的提升打下了基础。

图 25：对标美日自动挡还有很大的空间



资料来源：乘联会，国元证券研究中心

图 26：2017 年 DCT 渗透率为 15.7%



资料来源：公安部，国元证券研究中心

自主品牌 DCT 加速投产，公司大有可为。2008 年国家发改委牵头促成 12 家自主车企共同组建了中发联投资公司，与拥有双离合变速器核心技术的博格华纳成立合资公司，尽管最终项目失败，但在一定程度上促成了各大自主品牌 DCT 战略的布局。从产能建设和规划来看，公司的 DCT 主要客户大众和格特拉克仍有扩产的规划，为突破供应瓶颈，上汽、吉利、长城等多个自主车企陆续开展 DCT 研发，相应产品已逐渐量产推出。因此，预计未来 DCT 的变速箱渗透率可以到达 30% 或更

高。目前公司自主品牌客户占比较低，尤其是结合齿类产品，尚处于接洽阶段。随着自主品牌 DCT 变速箱规模化量产，公司有望打开新增长空间。

表 5: 自主品牌积极推进 DCT 量产化

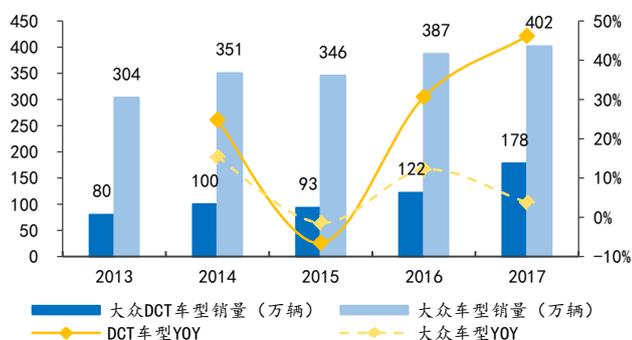
厂商名称	现有产能	产能规划	主要配套车型
	(万台)	(万台)	
上汽集团	47.5	86.5	荣威 950、荣威 550、宝骏
吉利汽车	50	100	领克 01、博瑞、博越
长城汽车	50	100	VV5、VV7
比亚迪	12	30	速锐、G5、S6、S7
江淮汽车	-	30	-
广汽集团	-	30	-

资料来源: Marklines, 国元证券研究中心

2.2.2 核心客户产能释放, 结合齿配套率提升

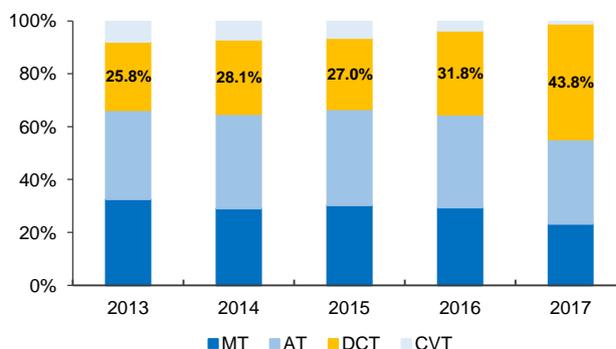
大众汽车是全球坚定推行双离合变速箱的车企, DCT 配套迅速。大众自上而下推广 DCT, 渗透加速。2017 年, 大众 DCT 车型销量近 178 万辆, 同比增长 46.18%, 远高于大众整体车型 3.81% 的增速。除了 2015 年整体车市低迷叠加大众车型改款周期以外, 自 2013 年以来, 大众的 DCT 的车型销售占比从 25.8% 增长至 2017 年 43.8%。从各类变速箱与大众车型配套的占比来看, 大众有意逐步用 DCT 车型取代 AT、CVT 及部分 MT 车型。预计未来大众 DCT 配套比例将超过 70%。

图 27: 大众 DCT 车型渗透速度开始加快



资料来源: 乘联会, 国元证券研究中心

图 28: DCT 变速箱在大众销售车型占比逐年提升



资料来源: 乘联会, 国元证券研究中心

大众 DCT 变速箱产能规划, 预计 2020 年达到约 300 万套。根据大众官方公布的信息, 大众天津和大众大连工厂到 2020 年计划实现产能约 308 万套。2017-2020 年 DCT 产量复合增速 21%。大连工厂 2010 年 1 月开始投产, 目前累计近 500 万市场保有量的 DQ200 双离合变速器极大促进了中国消费者对双离合的了解和接受程度。2018 上半年公司 DCT 配套产品销售额同比增长超过 50%, 为公司业绩增长创造了良好的市场支撑。

表 6: 绑定大众工厂, 新车周期带来业绩增量

配套工厂	变速箱型号	变速箱类型	配套车型	配套车型销量(万辆)	2020 年规划产能(万台)	当前结合齿配套数	增供后配套数(万台)
大众大连	DQ200	干式 7 速 DCT	高尔夫、速腾、凌度等	80	140	36	112
	DQ380/DQ381	湿式 7 速 DCT	帕萨特、迈腾、途观 L 等	56	75	-	80
	DQ500	湿式 7 速 DCT	途昂、途观 L、奥迪 Q3 等	15	45	-	-
大众天津	DL382/DL383	湿式 7 速 DCT	奥迪 A4、A6、Q5、辉昂等	20	48	-	-

资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

对第一大客户大众的配套率提升。公司的第一大客户为大众, 包括大众大连、长春、天津、捷克工厂均有供应关系。近期收到大众大连和大众天津提升配套份额的提名信, 进一步优化公司产品结构。其中大众大连生产的 DQ200 双离合自动变速器主要配套于大众迈腾、帕萨特、宝来、速腾、朗逸、高尔夫、奥迪 A3 等车型; 大众天津工厂生产的 DQ381 双离合自动变速器主要配套于大众迈腾、帕萨特、奥迪 A3、奥迪 Q3、斯柯达速派(昊锐)、途安、高尔夫等车型。在建的天津工厂中保留了大众未来新增产能需求。从 DQ200 到 DQ380 再到 DQ500, 精锻科技一步步奠定了大众战略级核心齿轮供应商的角色。

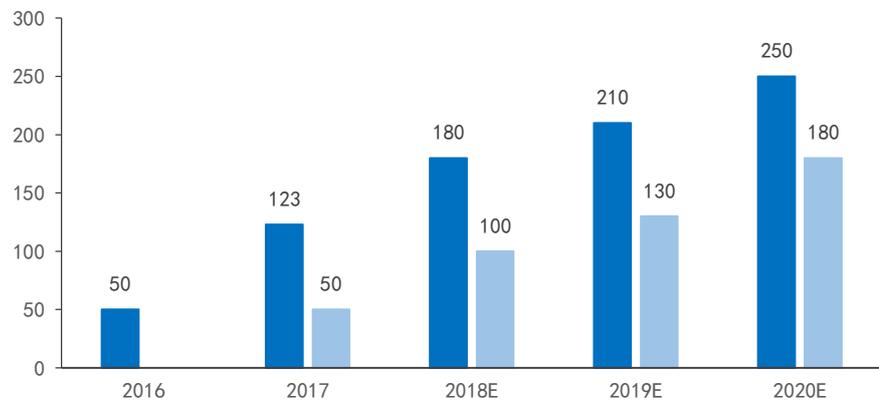
表 7: 公司近期收到大众自动变速箱提升配套率和新的结合齿项目的提名信

2017.12.22	近日, 公司收到大众汽车自动变速器(大连)有限公司关于提升 DQ200 双离合自动变速器(DCT) 结合齿齿轮项目供货份额增量的提名信, 公司供货份额由原需求 90 万台套的 40% 提升到年需求 140 万台套的 80%, 项目将从 2018 年开始产能爬坡递增供货。
2018.4.16	公司收到大众汽车自动变速器(天津)有限公司关于 DQ381 双离合自动变速器(DCT) 一档结合齿齿轮项目 100 万台套 80% 配套份额的提名信, 项目将在 2018 年第二季度提交样件, 2019 年下半年将进入批量供货。

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

格特拉克 DCT 产能释放为精锻带来巨大增量空间。格特拉克是全球领先的乘用车及轻型商用车传动系统供应商, 是公司的前五大客户之一, 目前在国内拥有格特拉克(江西)、东风格特拉克两家合资公司。其主要产品——MT、DCT 变速箱主要配套长城、吉利、上汽通用及东风乘用车等国内优质整车厂。长城 2017 年主要是格特拉克在供 DCT 变速器, 2017 供了 23-25 万台左右, 长城 2018 年提升至 50 万台。吉利 2017 年向格特拉克(江西)采购 50 万台 DCT 变速箱。2018 年格特拉克 180 万台变速箱(80 万台 MT, 100 万台 DCT), 格特拉克对应的差速器价值空间约为 1 个亿, 结合齿价值空间约为 2 个亿。公司未来有望提升结合齿配套比例。

图 29：格特拉克国内销量及产能规划（单位：万套）



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

配套产品品类扩张，市场空间大幅增加。公司在 DCT 变速器中产品拓展至 20 件左右，包括齿轮、轴、驱动盘毂、驻车齿轮、驻车爪等，配套价值 1000 元。以 2017 年乘用车产量 2474 万辆，DCT16%的渗透率计算，公司为 DCT 配套产品的潜在空间为 40 亿元；**预计 2020 年乘用车产量 2626 万辆（增速 3%），DCT 渗透率提升至 22%，潜在市场空间接近 59.5 亿元。**因此，短期来看公司受益于主要客户大众、格特拉克等项目产能的释放。中期来看，DCT 的配套产品种类的增多，DCT 渗透持续提升，为公司带来更广阔的发展空间。

2.3 竞争对手衰退，行业格局优化

2.3.1 整体竞争环境宽松

全球产业链分布来看，日本和德国的汽车精密锻造领域最为成熟，同时具备各自的特点。

日本精锻企业处于封闭产业链中，以供应控股车厂为主。日本的汽车产业链比较封闭，整车厂有自己的精锻工厂，或者通过交叉齿轮的方式进行利益捆绑。以日本最大的差速器齿轮供应商武藏精密为例，本田汽车是其最大股东（持股占比 26.2%）这种模式下日本精锻企业主要配套控股公司，第三方客户的外延拓展能力较弱。尽管武藏精密在国内有南通和中山两个工厂，与仅仅以本田汽车配套为主。

德国独立精锻类企业较多，囿于欧洲汽车市场增长缓慢，总体规模不大。区别于日本，德国汽车产业链更为开放，零部件部门大多剥离为独立的企业。由于精锻齿轮行业技术要求高，资本规模投入大，但是相对的产品价值量不高，加上欧洲市场销量规模稳定，导致精锻企业增长缓慢，整体规模不大。后成为不断被收购和转卖的对象。以德国 BLW 公司为例，1925 年成立，1966 年被天合汽车集团收购，1989 年被蒂森克虏伯收购，2008 年又出售给印度 SONA 集团。SONA 收购 BLW 后，主要业务仍然集中在欧洲，重点开拓印度市场，而北美与亚洲市场开拓不利。

因此，精锻齿轮行业本身价值不大，但是需要投入大规模的资产，且进入新市场具备较大的风险。其次，精锻齿轮的加工工序的众多环节，需要较多的熟练工人，缺乏训练有素的工人也是外资进入国内市场的壁垒。通过精锻行业的案例研究可得，外资精锻企业对精锻科技威胁不大，精锻科技在精锻齿轮领域有望成为全球龙头。

2.3.2 竞争对手退出，行业格局优化

竞争对手退出，行业竞争格局优化，市占率有望进一步提升。以差速器齿轮和变速器齿轮为代表的汽车齿轮制造领域，产品技术含量高，行业壁垒较高，主要由国际零部件企业和国内少数公司分享，整体竞争环境宽松。国际市场上主要由传本大冈技研、武藏精密、德国 BLW、韩国韩松、以及 Metaldyne 占据。

表 8：精锻齿轮国内合资市场被国外企业分享

公司	主要业务	客户	规模
日本大冈技研株式会社 (O-OKA)	差速器用锥齿轮、变速器结合齿齿轮、齿环、发动机链齿轮等	欧宝、萨博、菲亚特、大众、标致雪铁龙、雷诺日产、麦格纳、丰田、铃木、五十铃、加特可、大发、伊顿等。	2017 年约 1.7 亿美元
德国 SONA BLW	差速器用锥齿轮、变速器结合齿齿轮、齿环、重型卡车零部件、轨闸等	大众、戴姆勒、雷诺、斯堪尼亚、采埃孚、曼、卡特彼勒等	2009 年 1.75 亿欧元
韩国韩松通商株式会社	差速器锥齿轮、轴承盖、坯体锻件、止动件、链轮齿、工程冷锻件等	现代汽车、起亚汽车、现代动力技术、雷诺三星发动机、三阳发动机、通用大宇、GM (巴西、墨西哥)、利那玛 (中国、加拿大)、博格华纳 (韩国、意大利、墨西哥、中国) 等	-
武藏精密株式会社	球节组件、凸轮轴、行星齿轮组件、锥齿轮、螺旋齿轮、齿轮轴和连杆等	本田汽车、大发、铃木、三菱汽车、斯巴鲁、川崎重工、克莱斯勒、福特、通用汽车、奥迪、宝马、菲亚特、捷豹路虎、胜利、丰田汽车、现代、Zettoefu、达纳、FC 有限公司、昭和公司及 JATCO 泰国公司、JTEKT 公司、爱信精机等	2017 年 22.35 亿美元
Metaldyne (麦特达因)	发动机连杆、变速器阀体、差速器组件、锥齿轮、空心轴等	奥迪、宝马、克莱斯勒、福特、通用、大众、沃尔沃卡车、博世、博格华纳等	2015 年集团约 30 美元收入

资料来源：Marklines, 国元证券研究中心

Metaldyne 退出第三方精锻齿轮竞争舞台。2016 年 Metaldyne 被美国车桥收购，Metaldyne 是美国一家轻量车、商务车和工业车的轻量级的动力系统和悬挂系统的组件的生产商。目前,其 60 家工厂已经覆盖北美、南美、欧洲和亚洲等 13 个国家,员工超过 1.2 万名,其中仅密歇根工厂就有 1000 名。

BLW 北美公司破产。2016 年 BLW 被印度 SONA 集团收购后，因经营管理问题，资金压力较大，发展受限，导致美国工厂破产，SONA-BLW 美国子公司 2015 年收入规模约 9600 万美元，公司去年开始分享红利，预计未来公司给美国配套的量还要继续增加。随着订单的持续增多，公司不排除并购当地同行工厂进行改造。

精锻科技规模上远超同行对手，是精锻齿轮行业的龙头。目前在国内汽车精锻齿轮市场的中小企业偏多，且配套市场集中在商用车、微车等中低端市场，年销售额达到 5,000 万元以上的规模生产企业不到十家,精锻科技、江苏飞船、四川众友等内资企业。**精锻科技 2017 年销售各类齿轮 5000 多万件，从规模上来看该领域的绝对龙头。**

表 9：精锻科技是国内精锻齿轮行业的绝对龙头

公司	产品	规模	客户
江苏飞船股份有限公司	锥齿轮、圆柱齿轮等	1600 万件	GKN、约翰迪尔等、
重庆创精温锻成形有限公司	结合齿（轴）、花键齿轴、 锥齿轮、倒挡齿轮、轴承轮 毂锻件等	3000 万件	唐山爱信、日本电装、上汽通 用五菱、哈飞东安、比亚迪、 长安汽车、长城汽车等
江阴全丰精锻有限公司	锥齿轮、气门弹簧座	1200 万件	曙光企业、金杯客车等
蓝黛传动	变速器齿轮及壳体等零部件	1200 万件	吉利汽车、奇瑞汽车、力帆股份、众泰汽车、赛帕 汽车等
四川众友机械有限责任公司	锥齿轮、结合齿、发电机	900 万件	一汽、东风、北汽、上汽、
青岛三星精锻齿轮	差速器锥齿轮、同步齿环	500 万件	一汽、东风、中国重汽、陕汽、 柳工、厦工等

资料来源：Marklines，国元证券研究中心

2.4 产能稳定落地，新一轮产能投入期启动

公司上一轮产能释放归功于 IPO 募投项目的达产，形成了 2017 年公司总产能在 5000 万件以上的产能。此外，通过两班工作制改为三班工作制的方式扩大产能，现有的设备产能可以支撑未来 2-3 年需求的增长。而从公司的规划来看，新一轮较大的产能投入期开启：1) 投资规模达到 5 亿元的天津工厂预计将于 19 年二季度开始小批试生产；2) 姜堰本部将进行新能源汽车关键零部件生产项目的建设，其中电机轴、铝合金涡盘项目预计将于 18 年四季度具备设备安装条件；3) 子公司宁波电控的汽车电控系统项目也在有条不紊地开展。从投资额看，天津、姜堰和宁波三个新项目的投资总额达到 12 亿元以上，与公司目前的固定资产基本相当，且涵盖范围已经不再局限于公司原本聚焦的汽车齿轮领域，将为公司后续业绩的持续增长提供保障。

表 10：公司后续产能投入计划

地点	投资项目	进展	投资金额	产品
天津	先进成形技术与高端装备 集成制造汽车关键零部件 示范工程	2018 年 6 月，公司公告拟对天津传动以货币出资方式增加投资 20000 万元，其中第一期以货币投入 10000 万元增加注册资本，第二期以设备和货币投入 10000 万元。 天津工厂预计 2019Q2 开始小批试生产。	5.3 亿元	锥齿轮、结合齿、齿圈、变速器轴等
姜堰	新能源汽车关键零部件生产项目	新能源汽车电机轴、铝合金涡盘精锻件制造项目预计 2018 年 7 月份厂房主体建成交付，2019 年四季度具备设备安装条件。	不低于 5 亿元	投资和实施新能源汽车关键零部件项目，包括电机轴、涡盘等
宁波	汽车电控系统项目	办公楼装修和厂房改造已按计划完成，并交付使用。完成“新能源汽车电控系统关键零部件制造项目”项目立项和工厂规划，2018 年 5 月份开工建设	2 亿元	生产 VVT (VVL) /OCV、汽车智能电子控制产品、汽车动力总成系统电液控制产品以及节油降耗减汽车零部件等产品，

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

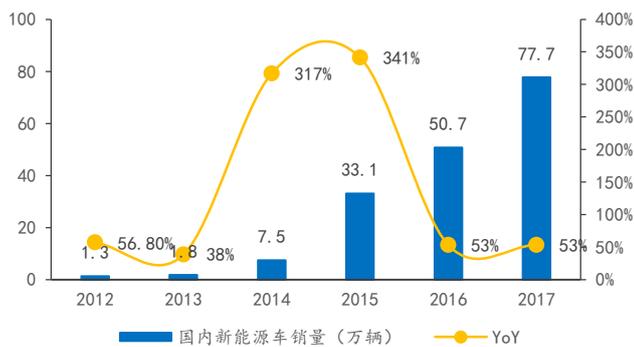
3. 多管齐下，开拓新能源与 VVT 业务

3.1 布局新能源业务，抢占市场份额

进入新能源汽车零部件领域，主攻电机轴与轻量化部件。公司计划在姜堰新征工业用地投资建设新能源电机轴、铝合金涡盘制造项目。新能源车电机轴对工艺要求很高，需要采用精锻+超精密制造工艺，目前国内供应商集中度较低，呈现出较多小规模供应商零散供货的态势。公司有较长期的轴类精锻件技术积累，在国内处于技术领先状态，形成产能后会以较大优势抢占市场。

新能源车销量增速迅猛，公司提前布局增长可期。新能源车产销多年维持高增长，2013-2017 销量 CAGR 达 146.38%，2018 年上半年销量增速 122.31%。新能源汽车行业的高速增长，将为公司新能源零部件业务带来广阔的市场空间。

图 30：国内新能源车销量增长迅速



资料来源：乘联会，国元证券研究中心

图 31：2017 年海外新能源车销量增速达到



资料来源：Bloomberg，国元证券研究中心

新能源车零件逐渐投产配套，新客户有望打开新增长空间。公司目前新能源车配套零件主要包括：电机轴、铝合金涡盘以及动力系统小总成。其中电机轴已通过精锻电动开始配套克莱斯勒，并于特斯拉接洽，未来有望进入其供应链。

江苏新工厂建设在即，产能提升助力业绩增长。公司计划在江苏泰州布局 64 亩地用于建设研发中心、新能源车零部件工厂，设备预计今年四季度安装完成，2019 年开始批量生产。新工厂投资 2.04 亿元，电机轴设计产能 61 万件，铝合金涡盘 100 万件。

图 32：新能源汽车动力结构示意图

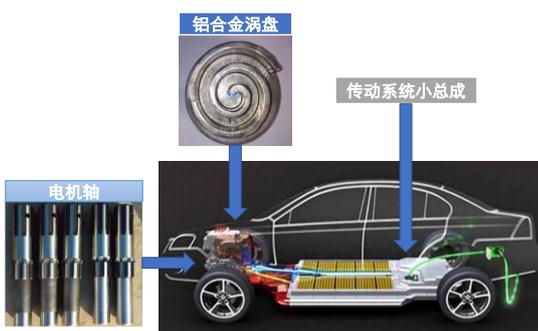


图 33：江苏新工厂项目为公司增长提供业绩支撑

项目名称	投资金额	主要产品	新增产能 (万件)
江苏泰州新能源项目	2.04 亿元	1、电机轴	61
		2、铝合金涡盘	100
		3、动力系统小总成	-

资料来源：汽车之家，国元证券研究中心

资料来源：建设项目环境影响报告表，国元证券研究中心

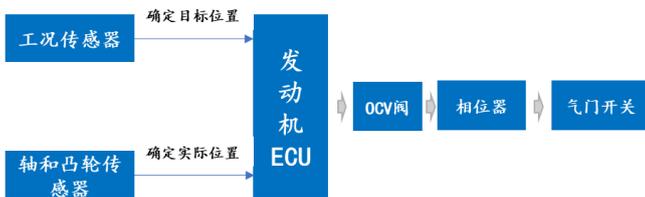
新能源汽车电机轴潜在客户众多，未来产品多样化，谱系更加完整，利润将在 2019 年逐步体现。目前公司为美国克莱斯勒配套（通过精进电动供货）的电机轴已在小批量生产，将来也有可能为特斯拉等著名车企提供电机轴类件产品。目前主要配套舍弗勒、博格华纳，主要是差速器总成，单车价值在两百多元到三百多元。未来新项目、新产品的推进将共同驱动公司业绩持续成长。

3.2 VVT 业务蓄势待发，寻求客户突破

2016 年公司通过收购诺依克进入 VVT（发动机可变气门正时技术）领域，由于其在轿车上可以调节进气充量，发动机的扭矩和功率可以得到进一步提升，从而达到节油减排的效果，得到了广泛应用。

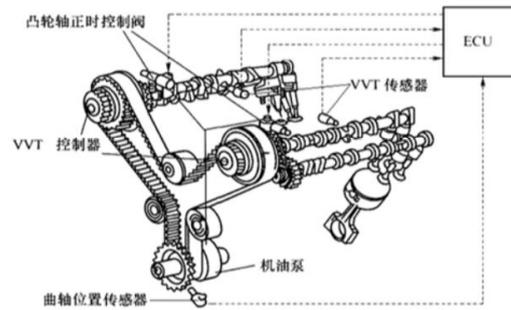
汽车发动机技术按照法规节能减排的要求不断改进技术，在保证动力性能的同时，降低油耗和排放。从发动机技术路径来看，大致可以分为燃烧、配气、增压、机械结构四块。可变气门系统（Variable valve sys）就是内燃机配气技术路线里的一个重要分支。系统通过配备的控制及执行系统，对发动机凸轮的相位或者气门升程进行调节，从而达到优化发动机配气过程的目的。

图 34：VVT 工作流程



资料来源：汽车之家，国元证券研究中心

图 35：VVT 系统结构



资料来源：电子发烧友，国元证券研究中心

公司业绩承压，盈利能力仍保持较高水平。公司现阶段主要配套客户以自主品牌为主，主要客户包括江淮、海马、北汽、众泰、吉利、比亚迪、江铃等。随着重要客户江淮、海马（配套海马 M3、S5 和江淮 S3）销量的持续下滑影响，公司 VVT 业务增长承压，根据业绩备考，诺依克 2016、2017 净利润不低于 1100 万元和 1700 万元。2017 年利润未达业绩备考。

图 36：2017 年净利润未达目标

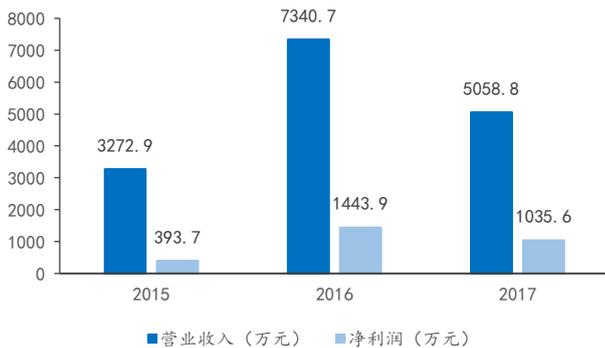
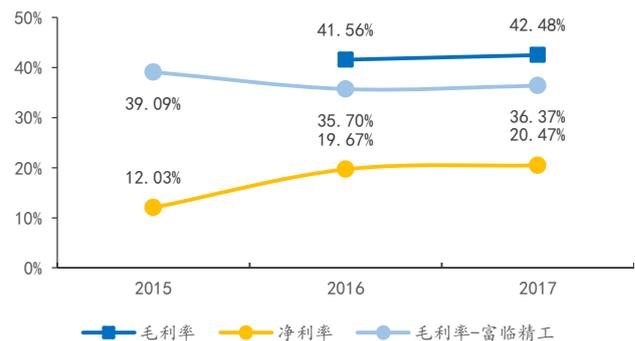


图 37：毛利率与净利率保持较高水平



资料来源：公司公告，汽车之家，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

VVT 成为标配，国内市场空间超 50 亿元。目前 VVT 节油率可达到 5%，成本 200 元/套左右。从各大主流厂商和畅销车型的装配率来看，目前已经达到了 70% 以上，对标海外新车 100% 的装配率，未来将成为标配，其中使用双 VVT 的车型比例将达到 50%。以 2017 年乘用车 2471 万辆估算，目前单 VVT 与双 VVT 各自约为 35% 来计算，国内市场规模超过 50 亿元。随着未来汽车销量增长，新车推出，VVT 成为标配，行业规模进一步增长。

VVT 市场合资品牌被外资企业所占据，本土企业主要供应自主品牌。VVT 的生产主要以外资零部件企业为主，且主要供给合资品牌市场，包括伊纳、博格华纳、大陆、德尔福、海力特等。本土 VVT 零部件企业主要有富临精工、江苏海龙等，主要配套自主品牌。公司立足于自主，未来或借助精锻合资客户资源优势向合资突围。

保持研发与产线建设投入，蓄势待发。通过实施研发能力、试验能力建设和装备能力的提升，现阶段合资品牌客户的市场开拓已有所突破，未来将继续在立足国内主机市场配套的同时瞄准外资或中外合资发动机主机配套市场进行业务拓展。随着后续新客户的开发，有望成为新的增长点。

4. 维持评级，给予“增持”评级

尽管汽车行业销量增速下滑，立足于核心技术优势与规模优势，精锻科技快速增长的确定性由以下几点组成：

- 1) 差速器齿轮（行星齿轮与半轴齿轮）终端客户优质，销量增速高于行业增速；出口业务的快速增长能有效对冲国内整车需求的放缓；产能有序扩张，市占率向上；
- 2) 变速器结合齿随着下游客户产能扩张而快速增长，核心客户的配套比率提升，未来产品品类扩张伴随单车价值提高，打开向上增长空间；
- 3) 其他业务方面，VVT 业务（宁波电控）随着持续研发投入与产能建设，未来或依托公司客户资源优势，在新客户开拓方面有所突破，业绩重回上升通道；新能源业务尚未投产，作为精锻工艺业务的扩展，布局意义不容忽视。

此处选取蓝黛传动、中马传动和双环传动作为可比公司与精锻科技进行估值比较。公司主营业务为变速器与差速器齿轮，选取同样 A 股上市变速器齿轮供应企业双环传动与其进行对比；中马传动以及蓝黛传动只要从事变速器的生产，齿轮生产业务相对占比较低。根据可比公司估值，同业可比公司的平均 TTM 和 LYR PE 分别达到 21.40x 和 19.12x，均高于精锻科技的 16.00x 和 18.15x，可见公司的估值仍存在空间。若其 PE 可上调至行业平均水平，即 21.40x，则未来三年对应的预测股价分别可达到 16.48、20.76 及 27.61 元/股。

表 11 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	TTM	LYR
002765.SZ	蓝黛传动	22.01	18.45
603767.SH	中马传动	27.66	23.55
002472.SZ	双环传动	14.54	15.37
	均值	21.40	19.12
300258.SZ	精锻科技	16.00	18.15

表 12 精锻科技相对估值

PE (TTM) 相对估值			
	2018E	2019E	2020E
EPS	0.77	0.97	1.29
预测股价	16.48	20.76	27.61

资料来源: Wind、国元证券研究中心

资料来源: Wind、国元证券研究中心

综上所述,我们认为,短期受益于下游客户产能释放,长期受益于VVT业务和新能源业务带来的发展空间,业绩持续快速增长。评级不变,给予“增持”评级。预计2018到2020年净利润3.14、3.95、5.13亿元,对应的EPS为0.77、0.98、1.27元,PE为15x、12x、9x。

预计公司2018年全年收入增速21.10%。半轴齿轮与行星齿轮主要用于差速器;公司差速器产品客户质地较好,主要供货于大众、通用、丰田和奔驰等国际一线主机厂,下游消费端增速远高于行业平均增速;如丰田去年的销量增速达到了24.44%;2020年得益于天津工厂1000万件产能释放,收入增速再次提升;由此,我们假设公司差速器半轴齿轮以及行星齿轮未来三年增速为12%、15%、15%以及12%、12%、15%。变速器结合齿业务受到自动变速器渗透提升影响,坐享红利;自动变速器中DCT的渗透增速将达到23%;公司作为国内DCT结合齿龙头供应商,其核心客户大众汽车DCT渗透不断提升;随着2019与2020年天津工厂产能逐步释放,带动需求上升,2019与2020年将增加160万套大众DCT产能,充分享受龙头溢价;我们假设公司结合齿业务未来三年增速为30%。VVT业务目前渗透率70%依旧低于发达国家100%的装配率,未来受到国6标准推出影响,VVT技术有望成为新车标配;公司得益于其优质的客户结构,未来VVT步入成熟期时,有望获得高收益;由此,我们假设2018年VVT业务尚处于进一步研发中,2019与2020年增速为15%;目前公司VVT业务占总收入仅4%,收入波动对公司业绩整体的影响较小。

表13: 公司分项业务预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
产能:	锥齿轮(万件)	1,950.6	2,419.8	2,853.0	3,211.0	3,495.0	4,022.6	4,384.6	4,824.6	6,164.6
	结合齿(万件)	137.9	296.4	389.4	498.4	577.4	629.3	686.0	786.0	846.0
	合计(万件)	2,088.5	2,716.2	3,242.4	3,709.4	4,072.4	4,651.9	5,070.6	5,670.6	7,070.6
	YoY	10.7%	30.1%	19.4%	14.4%	9.8%	14.2%	9.0%	11.8%	24.7%
产量测算:	半轴齿轮(万件)	1,190.0	1,385.0	1,530.0	1,577.3	1,816.7	2,006.0	2,246.7	2,583.7	2,971.3
	行星齿轮(万件)	1,550.0	1,810.0	1,960.0	2,190.0	2,200.0	2,193.1	2,456.2	2,751.0	3,163.6
	锥齿轮合计(万件)	2,740.0	3,195.0	3,490.0	3,767.3	4,016.7	4,199.1	4,703.0	5,334.7	6,134.9
	结合齿(万件)	87.5	150.0	376.7	410.0	510.0	842.1	1,095.0	1,423.0	1,992.0
	总产量(万件)	2,827.5	3,345.0	3,866.7	4,177.3	4,526.7	5,041.2	5,798.0	6,757.7	8,126.9
	YoY	26.5%	18.3%	15.6%	8.0%	8.4%	11.4%	9.2%	18.3%	25.0%
收入:	半轴齿轮(亿元)	2.4	2.8	3.1	3.5	4.4	5.0	5.6	7.0	8.3
	行星齿轮(亿元)	1.6	1.8	2.0	2.2	2.6	2.9	3.2	3.9	4.7
	锥齿轮合计(亿元)	3.9	4.6	5.0	5.7	7.0	7.9	8.8	10.8	13.1
	结合齿(亿元)	0.4	0.6	1.1	1.2	1.5	2.8	3.8	5.1	8.0
	总收入(亿元)	4.4	5.3	6.3	7.0	9.0	11.3	13.7	17.1	22.4
	YoY		21.2%	18.3%	11.1%	28.8%	25.6%	21.1%	25.3%	31.0%

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

5.风险提示

公司面领以下风险，敬请投资者注意：

- 1) **下游客户产能释放不达预期。**变速器齿轮业务的假设中，最大的看点为大众汽车目前出现的 DCT 车型热销，以及 DCT 配套车型逐渐增加；看好未来 2019 年以及 2020 年大众天津工厂 DCT 产能 160 万套的需求，其中风险为，若大众或其他客户的产能释放不及预期，则会影响公司收入增速。
- 2) **天津工厂产能不达预期。**公司目前产能利用率高，面临供不应求。未来天津工厂建设完成，产能的逐步投入将带动公司未来业绩出现上升。但是，若公司天津共产的产能释放不及预期，则公司业绩增速将受到影响。
- 3) **汽车销量大幅下滑。**公司作为汽车产业链中的中游企业，其业绩波动与下游主机厂的销售收入相辅相成，若下游整车销量出现大幅下滑，则公司未来的业绩将受到影响。

表14: 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	642	830	930	1112	1406
现金	106	169	142	145	151
应收账款	203	246	308	381	500
其他应收款	1	5	4	5	7
预付账款	21	18	28	33	43
存货	169	189	251	309	402
其他流动资产	142	203	197	238	303
非流动资产	1404	1561	1669	1806	1930
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1123	1156	1333	1480	1612
无形资产	106	134	134	134	134
其他非流动资产	175	271	202	192	184
资产总计	2046	2391	2599	2919	3336
流动负债	508	667	615	537	440
短期借款	274	388	313	175	0
应付账款	114	119	153	194	250
其他流动负债	121	160	149	169	191
非流动负债	83	57	54	56	57
长期借款	19	0	0	0	0
其他非流动负债	64	57	54	56	57
负债合计	591	724	669	593	497
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	405	405	405	405	405
资本公积	351	351	351	351	351
留存收益	693	903	1174	1570	2083
归属母公司股东权益	1455	1667	1930	2325	2839
负债和股东权益	2046	2391	2599	2919	3336

表16: 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	311	363	381	428	473
净利润	191	250	314	395	513
折旧摊销	107	130	116	141	167
财务费用	7	20	23	16	4
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-6	-46	-91	-131	-226
其他经营现金流	12	10	20	8	15
投资活动现金流	-263	-379	-246	-275	-289
资本支出	209	263	254	270	290
长期投资	0	-20	0	0	0
其他投资现金流	-53	-136	8	-5	1
筹资活动现金流	-84	78	-161	-151	-178
短期借款	16	114	-75	-138	-175
长期借款	-42	-19	0	0	0
普通股增加	135	0	0	0	0
资本公积增加	-135	0	0	0	0
其他筹资现金流	-58	-17	-87	-13	-3
现金净增加额	-29	58	-26	3	6

表15: 利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	899	1129	1367	1712	2244
营业成本	534	665	814	1024	1335
营业税金及附加	11	13	14	18	24
营业费用	30	41	45	60	85
管理费用	91	99	96	120	179
财务费用	7	20	23	16	4
资产减值损失	9	15	9	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	218	296	366	466	607
营业外收入	16	0	8	7	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	234	296	373	472	612
所得税	43	46	60	77	99
净利润	191	250	314	395	513
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	191	250	314	395	513
EBITDA	332	445	504	622	778
EPS (元)	0.47	0.62	0.77	0.98	1.27

表17: 主要财务比率

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.7%	25.6%	21.1%	25.3%	31.0%
营业利润	35.4%	36.0%	23.5%	27.3%	30.3%
归属于母公司净利润	36.3%	31.3%	25.3%	26.1%	29.7%
获利能力					
毛利率(%)	40.6%	41.1%	40.4%	40.2%	40.5%
净利率(%)	21.2%	22.2%	22.9%	23.1%	22.9%
ROE(%)	13.1%	15.0%	16.3%	17.0%	18.1%
ROIC(%)	11.6%	14.6%	16.0%	17.6%	19.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	28.9%	30.3%	25.7%	20.3%	14.9%
净负债比率(%)	52.87%	59.60%	51.39%	35.17%	6.94%
流动比率	1.26	1.25	1.51	2.07	3.19
速动比率	0.90	0.94	1.07	1.45	2.21
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.51	0.55	0.62	0.72
应收账款周转率	5	5	5	5	5
应付账款周转率	5.83	5.71	5.98	5.91	6.02
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.62	0.77	0.98	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.90	0.94	1.06	1.17
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.12	4.77	5.74	7.01
估值比率					
P/E	24.91	18.98	15.14	12.01	9.26
P/B	3.27	2.85	2.46	2.04	1.67
EV/EBITDA	15	11	10	8	6

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
 A 座国元证券
 邮编：230000
 传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
 国元证券
 邮编：200135
 传真：(021) 68869125
 电话：(021) 51097188