

2017年3月8日

## 高成长+低估值的齿轮龙头

投资评级：买入（维持）

市场认为公司作为汽车零部件公司，只能长期给予公司15-20倍pe，严重低估公司成长性。我们认为公司高成长性和龙头效应被严重低估！

### 投资要点

■ 自主品牌崛起，国产高端零部件企业进口替代加速。

国产车自动变速箱渗透率仅为20%主要靠进口，而自动变速箱是手动变速箱价格的4倍到5倍；目前国产自主车型销量不断超预期，在变速箱齿轮完成进口替代后，未来国内高端汽车零部件市场空间广阔。

公司未来将受益于高端进口车型核心零部件的国产化趋势。公司是具有多项核心技术的汽车零部件企业，毛利长期维持在38%左右，高于汽车零部件行业平均水平，

■ 汽车零部件里自动变速箱产业链未来成长性将是最好领域之一，超高景气度将持续。

精锻产品包括半轴齿轮、行星齿轮和结合齿（用于需求快速膨胀的双离合变速器）。中国齿轮行业总规模2000亿元，汽车齿轮行业年产值800亿元。齿轮行业集中度低，并没有出现类似于轴承行业舍弗勒类型的年销售收入达到1000亿元的绝对龙头公司。

目前公司的乘用车精锻齿轮产销量长期保持行业第一。公司在变速器差速器齿轮领域深耕二十载，全球市场份额占比10%。未来公司凭借技术实力和客户资源，有望成为国际齿轮龙头。

■ 客户优质，盈利能力强。

公司作为最优秀的汽车零部件齿轮配套公司，进入大众等多个优质客户，毛利率高达38%，净利率20%。公司2016年完成对诺依克的收购，形成强强联合，在业务领域与公司齿轮业务有较强的互补性，便于公司进一步拓展汽车电子控制业务。现阶段主要配套海马、江淮等客户，在2017年可以借助公司现有的销售渠道来拓展新客户新市场，为公司带来新的利润增长点。

■ 出口占比高，未来抢占国际市场。

根据公司2016年业绩预告，2016年营收相比2015年7.0亿增长约28%，其中国内市场销售收入同比增长约25%，出口市场收入同比增长约40%。海外市场增长超速增长的原因是公司变速器锥齿轮正式向德国和捷克大众供货，且订单增长势头良好，符合我们之前对业绩拐点的判断。我们认为随着轿车齿轮精密锻件热处理项目、电动差速器齿轮制造项目、大众奥迪齿轮项目相继投产，将充分释放产能，2017年将迎来爆发式增长。

由于竞争对手德国麦特达因破产和德国BLW被收购，本来竞争对手的国际市场份额有望被精锻取代。精锻目前出口占比30%，增速高达70%，精锻在高端车企中的市场份额有望继续提升。

■ 盈利预测与投资建议

业绩估值迎来戴维斯双击：目前公司估值被低估，预计2017年收入增长40%，净利润增长50%（约2.8亿元），对应2017年估值为23倍PE，维持“买入”评级。

■ 风险提示：汽车行业下滑，大众变速箱工厂产能利用低于预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

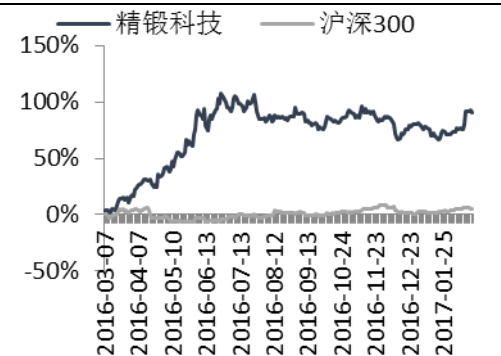
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	15.90
一年最高价/最低价	24.19/12.01
市净率	4.43
流通A股市值（百万元）	5957

### 基础数据

每股净资产（元）	3.46
资产负债率	30.17
总股本（百万股）	405
流通A股（百万股）	375

### 相关研究

公司点评：出口促增长，看好新项目产能释放 20160420

公司点评：Q1 净利增长 30%符合预期，2016 产能释放带来业绩爆发 20160407

公司点评：收购宁波诺依克电子 100% 股权，进军汽车电子控制 20151217

公司点评：大众奥迪项目订单落地，业绩拐点到来 20150810

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>593.7</b>	<b>791.5</b>	<b>1127.5</b>	<b>1568.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>698.4</b>	<b>895.0</b>	<b>1253.0</b>	<b>1691.5</b>
现金	135.3	247.1	366.1	546.0	营业成本	425.5	543.3	758.1	1006.5
应收款项	261.6	294.2	411.9	556.1	营业税金及附加	4.4	4.5	6.3	8.5
存货	154.2	178.6	249.2	330.9	营业费用	17.1	20.6	28.8	38.9
其他	42.6	71.6	100.2	135.3	管理费用	74.7	89.5	114.5	154.0
<b>非流动资产</b>	<b>1210.7</b>	<b>1171.1</b>	<b>1109.8</b>	<b>1041.3</b>	财务费用	12.9	13.7	9.5	5.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	1063.5	1025.7	966.1	899.4	其他	-3.3	1.8	1.8	1.8
无形资产	53.2	51.5	49.7	47.9	<b>营业利润</b>	<b>160.7</b>	<b>225.3</b>	<b>337.5</b>	<b>480.4</b>
其他	94.0	94.0	94.0	94.0	营业外净收支	12.0	0.2	0.2	0.2
<b>资产总计</b>	<b>1804.5</b>	<b>1962.7</b>	<b>2237.3</b>	<b>2609.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>172.8</b>	<b>225.5</b>	<b>337.8</b>	<b>480.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>412.6</b>	<b>436.1</b>	<b>508.9</b>	<b>594.0</b>	所得税费用	32.9	33.8	50.7	72.1
短期借款	273.0	250.0	250.0	250.0	少数股东损益	0.0	1.9	2.9	4.1
应付账款	92.3	134.0	186.9	248.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>139.9</b>	<b>189.8</b>	<b>284.2</b>	<b>404.5</b>
其他	47.4	52.1	72.0	95.8	EBIT	178.2	239.0	347.1	485.5
<b>非流动负债</b>	<b>100.5</b>	<b>100.5</b>	<b>100.5</b>	<b>100.5</b>	EBITDA	263.7	339.2	457.3	601.5
长期借款	60.7	60.7	60.7	60.7					
其他	39.7	39.7	39.7	39.7	<b>重要财务与估值</b>				
<b>负债总计</b>	<b>513.1</b>	<b>536.5</b>	<b>609.3</b>	<b>694.4</b>	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	0.0	1.9	4.8	8.9	每股收益(元)	0.52	0.47	0.70	1.00
归属母公司股东权益	1291.4	1424.2	1623.2	1906.3	每股净资产(元)	4.78	3.52	4.01	4.71
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1804.5</b>	<b>1962.7</b>	<b>2237.3</b>	<b>2609.6</b>	发行在外股份(百万股)	270.0	405.0	405.0	405.0
					ROIC(%)	9.5%	12.7%	18.6%	24.6%
					ROE(%)	10.8%	13.3%	17.5%	21.2%
					毛利率(%)	38.5%	38.8%	39.0%	40.0%
					EBIT Margin(%)	25.5%	26.7%	27.7%	28.7%
					销售净利率(%)	20.0%	21.2%	22.7%	23.9%
					资产负债率(%)	28.4%	27.3%	27.2%	26.6%
					收入增长率(%)	11.3%	28.1%	40.0%	35.0%
					净利润增长率(%)	11.4%	35.6%	49.8%	42.3%
					P/E	30.68	33.93	22.65	15.92
					P/B	3.32	3.01	2.64	2.25
					EV/EBITDA	18.23	14.24	10.72	8.29

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

