

## 精锻科技 (300258.SZ)

## 汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

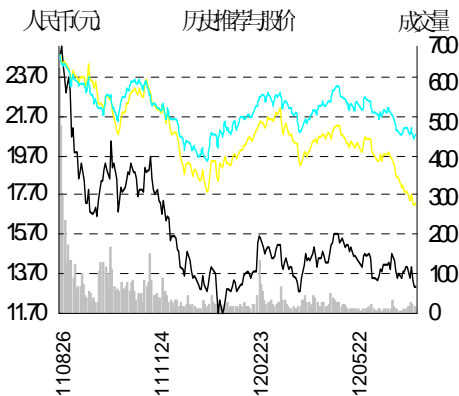
市价(人民币): 13.03元

## 优质客户推动业绩, DSG 国产拓宽空间

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	37.50
总市值(百万元)	19.55
年内股价最高最低(元)	25.27/11.70
沪深 300 指数	2425.57



## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.968	0.860	0.730	0.910	1.119
每股净资产(元)	3.19	8.94	9.91	11.14	12.69
每股经营性现金流(元)	0.36	0.52	0.77	1.08	1.46
市盈率(倍)	N/A	15.14	17.86	14.32	11.64
行业优化市盈率(倍)	13.28	16.35	17.24	13.98	11.42
净利润增长率(%)	52.04%	18.49%	27.18%	24.74%	22.98%
净资产收益率(%)	30.34%	9.62%	11.05%	12.25%	13.23%
总股本(百万股)	75.00	100.00	150.00	150.00	150.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

- **技术优势显著的精锻汽车齿轮领军企业:** 公司是国内领先的精锻汽车齿轮一级、二级供应商, 主配大众、通用等欧美系合资品牌乘用车, 现已进入大众与通用的全球供应体系。依靠锻造及模具等方面的技术优势, 公司综合竞争力行业领先, 在国内轿车差速器锥齿的市场份额达 30%。
- **自动变速器国产化推动行业需求快速增长:** 2010 年国内自动变速器需求约 550 万台, 其中超过 80% 依靠进口。数据显示未来 3 年国内自动变速器新增产能达 470 万台, 产能增幅达 470%, 其中 DSG 新增 290 万台, 产能增幅近 10 倍, 预计将增加 50% 的差速器锥齿需求与 140% 的结合齿需求。
- **跟随优质客户, 公司销量有望快速增长:** 公司对通用系与大众系的配套占营收的 51.7%, 优质客户的销量增长将带动公司成长。差速器锥齿方面, 出口有望依靠美国通用与德国大众稳健增长, 对南北大众、上海通用等的进口替代则将推动国内营收; 结合齿方面, 大众中国 DSG 的扩产将推动公司销量爆发式增长, 公司未来更是有望拓展至格特拉克(江西)等客户。
- **技术优势显著, 较强的盈利能力有望维持:** 依靠模具与精锻等工艺的优势, 公司技术在国内遥遥领先, 这点在精度要求为 7-8 级的高级乘用车齿轮尤为明显。依靠强大的技术实力, 公司盈利能力极强, 2011 年毛利率与净利率分别为 42.2% 与 22.5%, 预计未来仍有望维持较好水平。

## 盈利预测与估值

- 我们预测公司 2012-2014 年归属母公司净利润分别为 1.09、1.36、1.68 亿元, 分别增长 27.2%、24.8%、23.0%, 对应摊薄后 EPS 分别为 0.73、0.91、1.12 元。

## 投资建议

- 公司技术优势显著, 未来增长较为确定, 且较好的盈利能力亦有望继续维持。公司当前股价对应 2012 年 PE 为 17.9 倍, 我们给予公司“增持”评级。

## 风险

- DSG 质量问题加剧, 致车企 DSG 产量不达预期的风险, 乘用车企业价格战致公司盈利能力下滑的风险, 原材料价格大幅上涨的风险。

厉叶森 联系人  
(8621)61038244  
liyem@gjzq.com.cn

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况：国内乘用车精锻锥形齿轮龙头企业 .....	4
精锻汽车齿轮前景广阔，自动变速器国产将推动行业需求 .....	4
精锻汽车齿轮需求广阔，斜齿锻造有望拓宽长期空间 .....	4
自动变速器国产化加速，将推动国内精锻汽车齿轮需求快速增长 .....	6
精锻汽车齿轮行业壁垒相对较高，国内竞争格局较为宽松 .....	8
技术领先的行业龙头，锥齿增速平稳、结合齿爆发在即 .....	9
公司为国内精锻汽车齿轮龙头，技术优势显著、客户资源优质 .....	9
差速器锥齿国内份额行业领先，出口与进口替代是未来增长动力 .....	12
DSG 国产化推动结合齿需求，大众 DSG 有望带动公司销量快速增长 .....	14
公司盈利能力业内领先，未来有望基本维持稳定 .....	16
盈利预测与估值 .....	18
盈利预测 .....	18
估值与投资建议 .....	18
风险提示 .....	19
DSG 质量问题加剧，致车企 DSG 产量不达预期的风险 .....	19
乘用车企业价格战致公司盈利能力下滑的风险 .....	19
原材料价格大幅上涨的风险 .....	19
附录：三张报表预测摘要 .....	21

## 图表目录

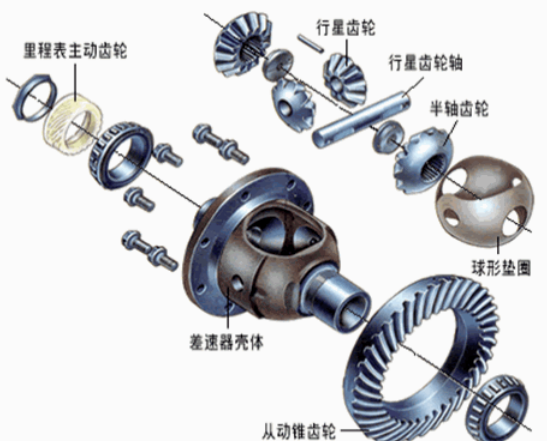
图表 1：汽车差速器各部件分解示意图 .....	4
图表 2：双离合（DSG）变速器结构示意图 .....	4
图表 3：公司近年分产品毛利结构 .....	4
图表 4：公司近年分车型毛利结构 .....	4
图表 5：近年国内齿轮行业总需求规模（亿元） .....	5
图表 6：近年国内齿轮行业进出口规模（亿美元） .....	5
图表 7：主要齿轮类别的生产工艺与齿轮样图 .....	5
图表 8：国内自动变速器精锻齿轮需求的示意图 .....	6
图表 9：近年国内乘用车手动/自动变速器安装率 .....	6
图表 10：近年国内乘用车手动/自动变速器需求（万台） .....	6
图表 11：国内主要乘用车变速器企业概况 .....	7
图表 12：国内主要乘用车自动变速器项目产能及概况 .....	8
图表 13：主要精锻汽车齿轮企业及其概况 .....	9
图表 14：主要精密锻造工艺的优劣分析 .....	10
图表 15：公司近年研发费用及其营收占比 .....	10

图表 16: 公司近年发明与实用新型专利数量 (项) .....	10
图表 17: 公司技术与产品所获主要奖项情况.....	11
图表 18: 外资 (出口) 与合资品牌为公司 2011 年主要客户 .....	11
图表 19: 公司 2008 年前五大客户营收占比.....	12
图表 20: 公司 2011 年前五大客户营收占比.....	12
图表 21: 公司差速器锥齿配套大众和通用的主要车型 .....	12
图表 22: 公司主要合资品牌客户近年产能及预测 (万辆) .....	12
图表 23: 公司锥形齿轮近年销量 (万件) .....	13
图表 24: 公司锥形齿轮近年市场份额 .....	13
图表 25: 公司轿车锥形齿轮近年销量 (万件) .....	13
图表 26: 公司轿车锥形齿轮近年的国内市场份额 .....	13
图表 27: 公司近年出口营收与增速 (万元) .....	14
图表 28: 公司近年出口营收占比 .....	14
图表 29: 公司差速器锥齿配套大众和通用的主要车型 .....	14
图表 30: 公司近年结合齿销量及增速 (万件) .....	15
图表 31: 公司近年结合齿市场份额持续下滑.....	15
图表 32: 大众中国 DSG 产能投产及预测 .....	15
图表 33: 大众中国 DSG 对结合齿的需求预测 .....	15
图表 34: 精锻科技与可比公司的毛利率比较.....	16
图表 35: 精锻科技与可比公司的净利率比较.....	16
图表 36: 精锻科技近年分产品与综合毛利率.....	16
图表 37: 公司主要产品每单位耗钢量 (kg) .....	17
图表 38: 精锻科技 2011 年成本的结构.....	17
图表 39: 近年钢格价格走势 (元/吨) .....	17
图表 40: 公司募投项目每年折旧费用预测 .....	18
图表 41: 可比公司盈利预测及估值-2012 年 7 月 11 日 .....	18
图表 42: 公司分业务营收、毛利及其预测 .....	20

### 公司概况：国内乘用车精锻锥形齿轮龙头企业

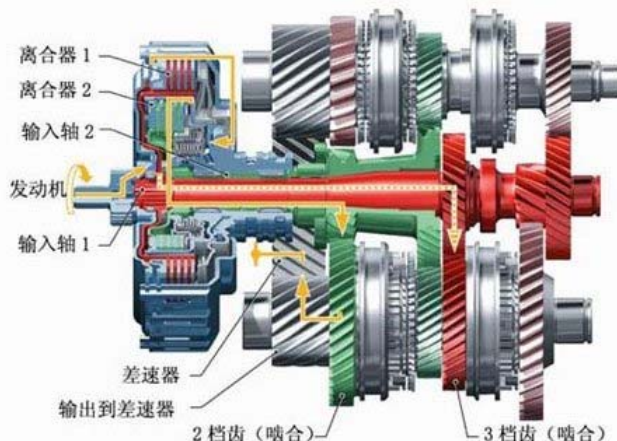
- 国内领先的精锻汽车齿轮供应商：公司是国内一级与二级汽车齿轮供应商，其齿轮精锻工艺国内领先，且已达到国际领先水平。公司当前主要产品包括汽车差速器半轴齿轮和行星齿轮、汽车变速器结合齿齿轮（主要装配双离合变速器），下游主要配套乘用车（轿车）。2010年，公司行星齿轮与半轴齿轮在轿车市场的份额为31.8%，现居行业首位。

图表1：汽车差速器各部件分解示意图



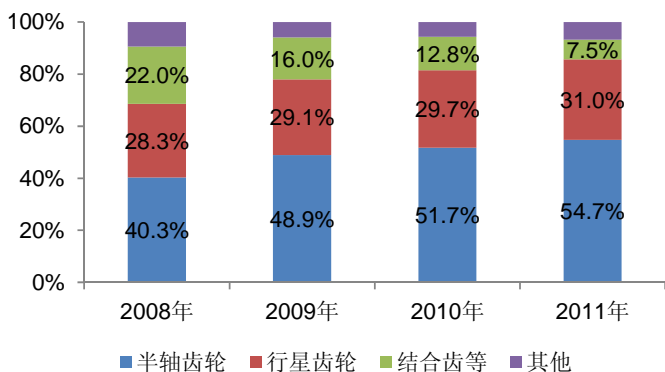
来源：互联网、国金证券研究所

图表2：双离合（DSG）变速器结构示意图



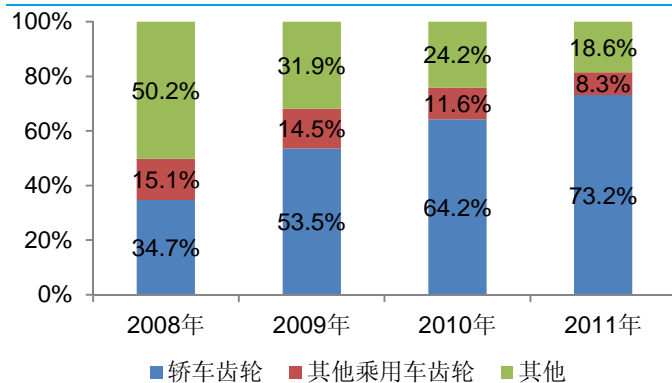
- 差速器锥齿为业绩主要来源，下游主要配套轿车：公司差速器锥齿包括行星齿轮与半轴齿轮两类，为公司近年业绩主要来源；2011年半轴齿轮与行星齿轮的毛利占比分别为54.7%与31.0%，结合齿占比仅7.5%。从配套车型看，公司产品主要配套乘用车，2011年毛利占比达81.5%，其中轿车比例达73.2%。

图表3：公司近年分产品毛利结构



来源：公司资料、国金证券研究所

图表4：公司近年分车型毛利结构



### 精锻汽车齿轮前景广阔，自动变速器国产将推动行业需求

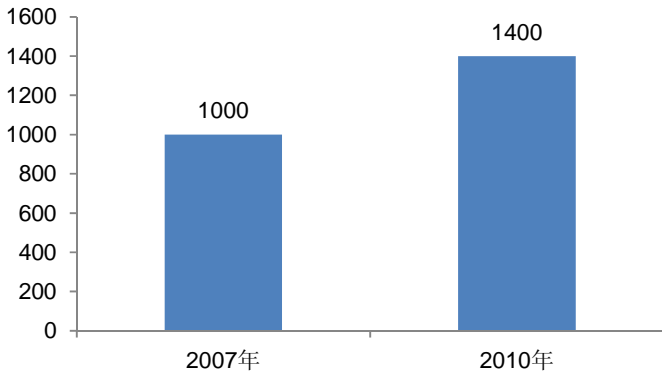
#### 精锻汽车齿轮需求广阔，斜齿锻造有望拓宽长期空间

- 国内汽车齿轮需求有望快速增长：齿轮可分为车辆齿轮、工业齿轮及齿轮专用装备三大类，车辆齿轮约占65%，这其中60%为汽车齿轮。车辆齿轮主要应用在驱动桥、变速器、分动箱和发动机等产品，从全球看，车辆齿

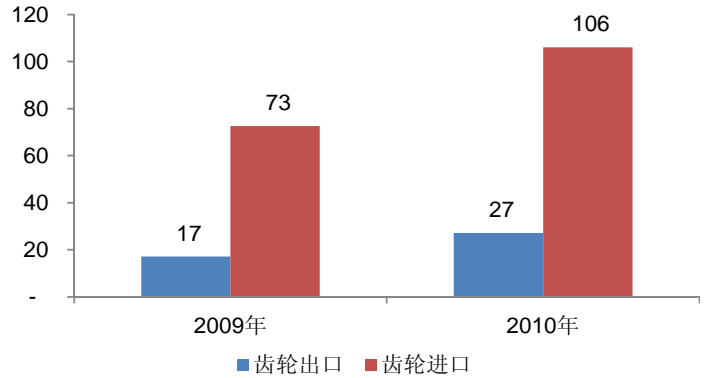
轮的需求增速基本与汽车产量增速同步。2010 年国内齿轮总需求约 1,400 亿元，根据工信部的《通用零部件行业“十二五”发展规划》，2015 年国内齿轮销售额将达 2,940 亿元，复合增速约 15.0%。

- 国内高端齿轮缺口较大：国内齿轮产业在齿轮标准的制定、基础研究、产品性能等诸多方面与国外仍有较大差距，高端齿轮仍需大量进口。2010 年我国进口齿轮 106 亿美元，而同期出口仅有 27 亿美元，贸易逆差达 80 亿美元。我们认为，受益进口替代与出口的增长，国内优质齿轮企业有望快速成长。

图表5：近年国内齿轮行业总需求规模（亿元）



图表6：近年国内齿轮行业进出口规模（亿美元）



来源：中国齿轮协会、国金证券研究所

- 精锻齿轮是行业性趋势，国内发展空间广阔：齿轮加工方法包括铸造、模锻、冷轧、热轧、切削加工等数种，其中精密锻造在齿轮精度、表面硬度、产品疲劳强度等方面均有较为明显的优势，是齿轮工艺的重要方向。精锻齿轮多为汽车齿轮中的高档产品，目前汽车差速器的锥齿轮已基本采用精锻工艺，乘用车变速器中的结合齿齿轮、中间轴齿轮、倒档齿轮等，未来都有望大量采用精锻齿轮。中国锻压协会常务副理事长兼秘书长张金表示，国内锻造行业落后发达国家 15-20 年，差距体现在基础理论研究、装备制造、工艺、生产管理等诸多方面；目前国产轿车锻件使用量不足 20 千克，仅有发达国家的 1/3，发展空间十分广阔。
- 斜齿精锻有望拓宽长期空间：根据齿线方向，齿轮可分为直齿与斜齿；根据齿轮形状，又可分为柱齿与锥齿（见图表 7）；德国与日本等均已实现直齿与斜齿的锻造，但国内仍仅能锻造直齿，斜齿则采用切削加工。目前，华中科技大学等团队的正在研究斜齿的锻造工艺，如该项技术能成功产业化，国内精锻汽车齿轮行业的市场空间有望大幅拓宽。

图表7：主要齿轮类别的生产工艺与齿轮样图

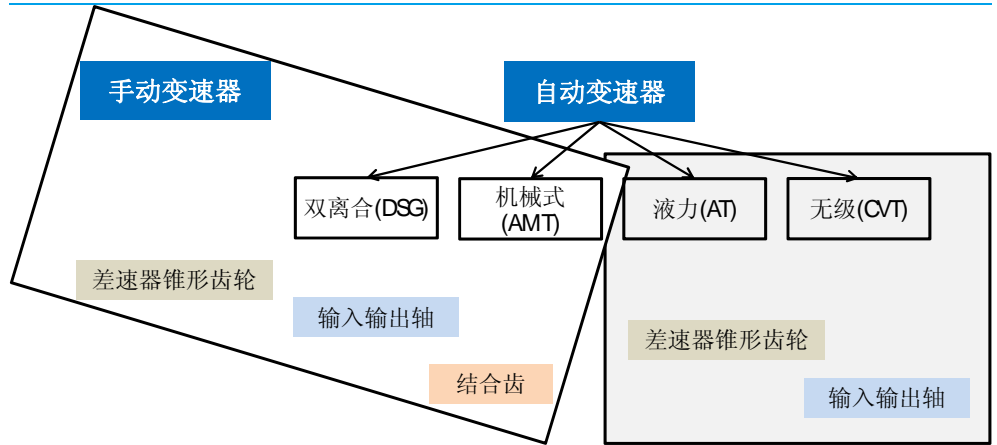
	直齿柱齿	直齿锥齿	斜齿柱齿	斜齿锥齿
简介	齿轮螺纹为直线，齿轮形状为圆柱形	齿轮螺纹为直线，齿轮形状为圆锥形	齿轮螺纹为斜线，齿轮形状为圆柱形	齿轮螺纹为斜线，齿轮形状为圆锥形
典型汽车齿轮	变速器倒档、结合齿轮	差速器行星、半轴齿轮	变速器挡齿	n/a
国内主流工艺	切削加工、锻造	精密锻造	切削加工	切削加工
国外主流工艺	精密锻造	精密锻造	精密锻造	n/a
样图				

来源：互联网、国金证券研究所

**自动变速器国产化加速，将推动国内精锻汽车齿轮需求快速增长**

- **自动变速器对精锻件的需求较高：**变速器的齿轮与部件较多，工艺水平与成本是决定其精密锻件需求的主要因素。目前国内变速器精锻件主要用在差速器锥形齿轮、结合齿与输入输出轴，其中手动变速器（MT）、自动变速器中的双离合（DSG）与机械式（AMT）对三者均有需求，而液力自动（AT）与无级变速器（CVT）则不需要结合齿。国外精锻工艺已能生产斜齿轮，因此除上述三个产品外，变速器档齿也已采用精锻生产，市场容量较国内更为广阔。

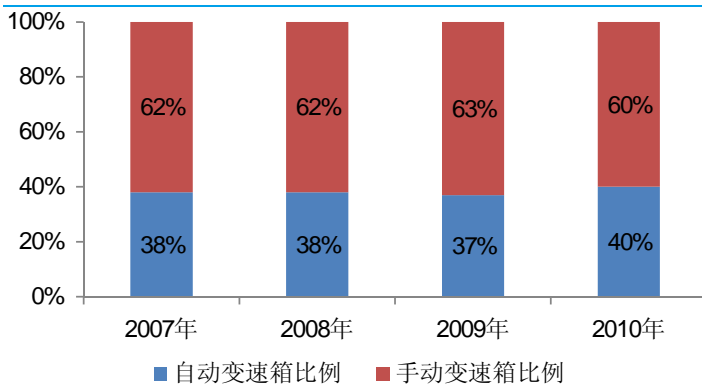
**图表8：国内自动变速器精锻齿轮需求的示意图**



来源：国金证券研究所

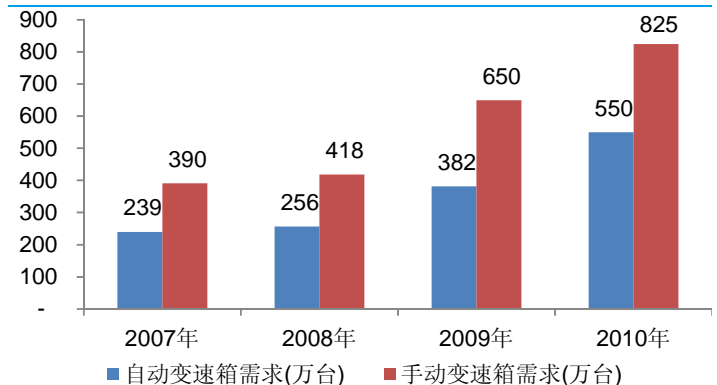
- **国内变速器产销快速增长：**变速器为汽车动力总成的核心部件，为汽车零部件总技术含量最高的部分之一；按操纵原理不同，变速器可分为手动与自动两大类，其中自动变速器又可分为液力（AT）、机械（AMT）、无级（CVT）与双离合（DSG/DCT）四小类。2010年国内乘用车变速器销量约1,375万台，预计手动与自动的占比为60%：40%；从发展趋势看，自动变速器因其易于操作等优点，市场份额呈逐步提升的趋势，预计这一趋势未来仍将延续。

**图表9：近年国内乘用车手动/自动变速器安装率**



来源：IHS、国金证券研究所

**图表10：近年国内乘用车手动/自动变速器需求（万台）**



- **手动自动变速器国产化率较高：**手动变速器（MT）技术相对简单，国内车企已基本实现本土化生产；与国外市场相比，国内MT占比仍然偏高，未来整体市场份额呈下行趋势。目前国内最大的MT生产企业为长安集团旗下的重庆青山工业，2010年产量达185.5万台，此外格特拉克（江西）

2010 年的产量也达 56 万台，其余企业包括柳州上汽、山东上汽、唐山爱信等。

图表11: 国内主要乘用车变速器企业概况

公司	配套公司	10年产量(万台)
重庆青山工业	长安、一汽、上汽、东风、通用、奇瑞、江淮、海马、华晨等	185.5
柳州上汽汽车变速器	柳州五菱等	89.0
安徽星瑞	江淮、奇瑞、江铃、华泰	72.9
格特拉克(江西)	长安福特、江铃	56.1
山东上汽汽车变速器	上海通用等	50.0
唐山爱信	丰田、日产、三菱、长城等	40.9
大众变速器(上海)	上海大众、一汽大众、一汽轿车	39.8
上海汽车变速器	上海大众、上海通用、华晨金杯等	31.6

来源：行业年纪那、国金证券研究所

注：安徽星瑞同时生产商用车与乘用车变速器

- **MT 变速器锥齿有望平稳增长：**国内 MT 变速器的锥齿已基本实现精锻生产，虽然近年国内 MT 市场份额呈下行趋势，但未来数年仍有望基本稳定；故我们预计未来 MT 锥齿需求将随着乘用车销量的增长而稳健增长，预计行业整体增速约为 5%-10%。
- **产品升级带来 MT 结合齿增量需求：**虽然国外 MT 均已实现精锻生产，但当前国内仍以切削加工等工艺为主。随着消费者对车型品质要求的提高，MT 对结合齿存在着一定的升级需求，故国内 MT 结合齿仍有增量空间；但需要说明的是，MT 产品升级周期较为漫长，且具有一定的不确定性，故不应对其的增量贡献抱有太多期待。
- **自动变速器国产化浪潮已经来临：**因技术、产品与产能等方面的差距，当前国内自动变速器需求基本依靠进口，2010 年 550 万台自动变速器需求中，超过 80%均来自进口。随着外资整车、国外变速器巨头在国内工厂的陆续投产，以及自主品牌自动变速器产能的扩张，2012-2014 年自动变速器国产数量有望获得爆发式增长。根据我们整理的数据，截至目前国内自动变速器已建与在建产能约 570 万台，其中已投产 100 万台，未来 3 年新增产能约为 470 万台，产能增幅达 470%。分产品看，双离合（DSG）约 290 万台（320 万台总产能扣除大众大连已经投产的 30 万台）、液力（AT）约 110 万台、无级（CVT）约 70 万台，投产厂家包括大众、菲亚特等整车企业，以及特格拉克、捷特科与爱信等全球变速器巨头。
- **新增 50%的变速器锥齿需求：**变速器方面，所有自动变速器对锥齿均有装配需求，新增的 470 万台产能将给精锻齿轮行业带来 940 万件行星与半轴齿轮需求；目前国内 MT 的锥齿需求为 1,700 万件，自动挡的锥齿需求为 200 万件，总需求约为 1,900 万件，新增的 940 万件将给已有市场带来 50%的增量需求。
- **新增约 140%的结合齿需求：**自动挡仅有 AMT 与 DSG 需装配结合齿，290 万台新增 DSG 产能将带来 2,030 万件结合齿（含结合齿圈）需求；按单个 MT 平均需要 5 个结合齿测算，MT 结合齿需求约为 4,100 万件；我们预计 MT 结合齿精锻生产的比例约 30%，即 MT 精锻结合齿的需求约 1,230 万件，加上 30 万台 DSG 的 210 万件需求，当前国内精锻结合齿需求为 1,440 万件，290 万台新增 DSG 将带来 140%的新增需求，空间十分广阔。

图表12: 国内主要乘用车自动变速器项目产能及概况

分类	公司	合作背景	配套公司	建设进度	规划产能(万台)
液力自动变速器(AT)	上海采埃孚变速器	采埃孚(51%)与上汽变速器(49%)	上海大众、华晨宝马等	2004年投产	10
	通用东岳动力总成	上海通用	上海通用	2008年投产	60
	爱信精机(Aisin)	天津艾达, 爱信精机与丰田合资	丰田	2004年投产	13
		江苏工厂	n/a	2012年7月竣工, 2013年投产	24
	华泰汽车	天津新工厂	n/a	规划2012年4月开工	40
液力(AT)小计		引进采埃孚技术	华泰汽车等	2009年开工	35
<b>液力(AT)小计</b>					
双离合变速器	杭齿前进	杭齿前进、广汽集团、菲亚特各持1/3	广汽集团等	2013年开始生产	50
	大众汽车自动变速器(大连)	100%独资	上海大众与一汽大众	首期30万台2010年投产, 总规划90万台	90
	大众-天津工厂	100%独资	上海大众与一汽大众	2012年开工, 2014年中投产	90
	格特拉克	格特拉克(66.7%)与江铃汽车(33.3%)合资	长安福特、江铃等	2011年5月获批	55
	吉利汽车	吉利独资, 收购澳大利亚DSI技术	吉利汽车	2011年底开工	35
<b>双离合小计</b>					
无级变速器(CVT)	捷特科(JATCO)	100%独资	目前配日产	2009年投产, 规划2012年扩产至70万台	70
<b>自动变速器合计</b>					
					572

来源: 各公司网站等、国金证券研究所

### 精锻汽车齿轮行业壁垒相对较高, 国内竞争格局较为宽松

- 行业进入壁垒相对较高:** 虽然国内齿轮行业企业众多, 但受技术壁垒、整车认证等诸多因素限制, 真正从事精锻汽车齿轮的企业数量不足十家, 行业壁垒相对较高:
  - 技术壁垒相对较高:** 从细分工序看, 精密锻造的技术壁垒主要在锻造与模具两个领域。锻造的难度主要在于精度, 虽然目前国内锻件产量有约 800 万吨, 但能满足汽车齿轮等高端部件精度要求较少, 能满足高级乘用车 7 级精度要求的更是极少。模具的难度在于使用寿命, 精锻科技模具平均寿命可达 5 万次, 与国际先进水平相同, 但国内大部分企业仅能有 1 万次, 在制造效率、成本等方面均大大落后。
  - 整车企业配套壁垒:** 整车厂对零部件供应商的产品质量、批量供货能力、成本控制能力等各方面都有较高要求, 通常从整车厂初步选定某一产品的供应商到最终下量产订单需 1-2 年。对零部件企业而言, 配套自主品牌、国内合资品牌、国外整车的要求与难度依次提高; 精锻科技已是德国大众与南北大众的一级供应商, 且通过二级配套进入美国通用与上海通用的采购体系, 较行业内其他企业拥有更为宽广的“护城河”, 壁垒也更为坚固。
  - 国内市场空间较小, 对潜在进入者吸引力有限:** 单辆汽车差速器锥齿总售约 55 元, 预计全球市场容量约 38.5 亿元, 国内则约 10 亿元。结合齿单价约 30 元/个、单车约 200 元, 但其仅在 MT、AMT 与 DSG 上安装, 按这三类变速器全球产量约 3,000 万辆测算, 全球市场约 60 亿元, 国内市场约 20 亿元; 二者合计的全球市场约 100 亿元, 国内市场约 30 亿元。对国内潜在进入者而言, 其直接面对的是国内 30 亿的市场规模(直接配套国外整车厂极为不易, 出口较难突破), 且这 30 亿的蛋糕都是已有成熟配套体系的, 新进入者必须通过抢夺份额来获取生存, 且前期需要约 5 亿元的投资来实现规模化生产, 对潜在进入者的吸引力较为有限。

- **行业竞争格局相对宽松：**因前文中提到的诸多壁垒，国内精锻齿轮行业竞争格局相对宽松，当前国内营收超过 5,000 万元的企业不足 10 家。按产品应用不同，企业的下游配套分为乘用车与商用车两类，二者的差异主要在于齿轮精度：高级乘用车对要求齿轮精度达 7-8 级，普通乘用车与高级商用车要求 8-9 级，普通商用车则仅要求 9-10 级（数量越大表明精度越低）。商用车精锻齿轮的技术水平乘用车相差较大，故其对精锻科技所面向的乘用车领域威胁较小。
- **国内乘用车精锻齿轮竞争格局较为宽松：**美系、欧系合资车企主要由精锻科技配套，日系与韩系合资车企则主要依靠进口，自主品牌配套体系则较为分散；总体而言，各车系精锻齿轮的配套体系差异较为明显、交叉竞争较少，行业内企业营收超过 5,000 万元的不足 10 家，总体竞争格局较为宽松。企业方面，从技术、配套客户、产销规模等方面综合来看，精锻科技是行业无可争议的龙头，其他企业包括江苏飞船、江苏保捷、四川众友与江苏森威精锻等。
- **国外企业技术领先但成本较高：**欧洲与日本的精锻技术世界领先，国际上主要的乘用车精锻齿轮企业包括日本大岗技研、德国 SONA BLW 与韩国韩松通商等数家，其在产品线与精锻科技重合度较高，且在产销规模、技术水平等方面全球领先。但这些企业在成本方面劣势明显，如国内企业在产品品质方面能满足整车厂的要求，价格优势使其在国际市场十分具有竞争力，精锻科技在配套大众德国、吉凯恩美国等工厂便是很好的例证。

图表13：主要精锻汽车齿轮企业及其概况

分类	公司	公司概况	主要产品	配套客户
国外企业	日本大岗技研	1937年成立，2010年营收约94亿元人民币，员工390人	齿圈、结合齿、倒档齿轮、变速齿轮、太阳齿轮、行星齿轮、花键轴、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
	德国SONA BLW	原属蒂森克虏伯集团，2008年被印度 SONA 集团收购	汽车锥齿轮、结合齿、齿圈、高速锻件、重卡零部件、轨闸等	大众、戴姆勒、雷诺、斯坦尼亚、采埃孚、曼恩、卡特彼勒
	韩国韩松通商	2010年产齿轮110万件；气门弹簧座48万辆套，推杆锻件35万辆车台套	差速器锥齿轮、砧、轴承盖、坯体锻件、止动件、三销轴、内星轮、链轮齿、其他工程冷锻件	现代集团、雷诺三星、三阳发动机、博格华纳韩国、通用大宇、通用汽车、利那玛、博格华纳
国内企业乘用车	精锻科技	2010年产能约2000万件，国内精锻龙头	精锻差速器锥形齿轮、变速器结合齿轮	大众集团、GKN、长安、五菱、约翰迪尔、东安动力
	江苏飞船股份	精锻齿轮年产量1500万件	精锻直伞齿轮、切削螺伞齿轮及圆柱齿轮	福田、依维柯、依维柯红岩、GKN、约翰迪尔等
	江苏保捷锻压	原上海汽车齿轮二厂	精锻汽车差速器、变速箱齿轮等	上海大众、上海通用、沈阳金杯、ABB、福特、美国伊顿
	江苏森威精锻	江苏森威与万向合资，精密锻件产能1.5万吨	转向系统、汽车输入输出轴、变速箱倒档、结合齿轮等	一汽大众、上海大众、神龙、GKN上海、卡特彼勒、德尔福、采埃孚
	四川众友	年产能900万件，内销为主	汽车差速器齿轮、变速箱结合齿	一汽、东风、北汽、上汽、长安、昌河、东安
国内企业商用车	青岛三星精锻齿轮	年产500万件精锻齿轮	精锻差速器、圆柱齿轮、变速箱同步齿环、传动轴等	一汽、东风、中国重汽、陕汽，主配微、轻、中、重型车
	江阴全华丰精锻	规模较小，主配摩托车与客车	差速器锥形齿轮，摩托车启动齿轮、气门弹簧座等	曙光、金杯、昌河、东风微车、江淮汽车、金龙客车
	洛阳市冠华精锻	09年年底产能800万件，09年营收1亿元，主配货车	汽车齿轮、农机齿轮、工程机械齿轮	一汽、东风、山东时风、陕西汉德车桥、安凯车桥、重汽、一拖
	重庆创精温锻	总产能3000万件，约3万吨	轮毂、变速器结合齿、伞齿等	货车、摩托车企业为主

来源：各公司资料、国金证券研究所

技术领先的行业龙头，锥齿增速平稳、结合齿爆发在即

公司为国内精锻汽车齿轮龙头，技术优势显著、客户资源优质

- 公司技术优势极为显著：

- 精锻技术国内领先：**根据锻造温度的差异，精密锻造工艺可细分为冷精锻、温精锻、热精锻三大类，近年又开发出冷温热复合锻造；从工艺比较看（图表 14），三类锻造工艺各有优劣，冷锻是重要发展趋势。公司从德国舒勒、日本小松等诸多公司引进冷锻机和先进的模具加工设备，且在预热处理、热处理、机加工等工序积累了丰富的经验，使公司在产品品质、生产效率、工序成本等方面得到较大提升，技术优势十分显著。中国锻压协会、中国齿轮专业协会，以及业内诸多专家均对公司在精锻方面的技术优势表示认可。

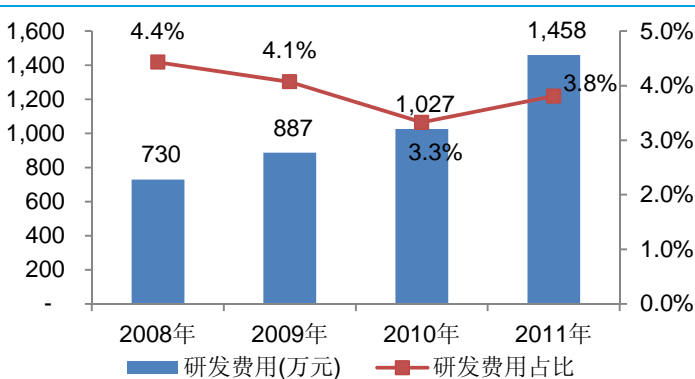
图表14：主要精密锻造工艺的优劣分析

工艺	划分标准	优点	缺点	工艺现状
冷精锻	锻造温度在再结晶温度以下	工件形状和尺寸较易控制，工件强度和精度高，表面质量好	塑性较差、变形抗力大，对磨具和设备要求高，较难成行复杂结构	闭塞锻造、浮动凹模锻造、预制分流锻造
温精锻	在再结晶温度下某个适合的温度	兼具冷热精锻的优点，且能同时克服二者缺点	对锻造温度范围要求极严，需高精度的专用设备，对模具结构和模具材料要求较高	n/a
热精锻	锻造温度在再结晶温度以上	变形抗力低、塑性好，容易成型比较复杂的工作件	强烈的氧化作用，使工件表面质量和尺寸精度较低	分流降压

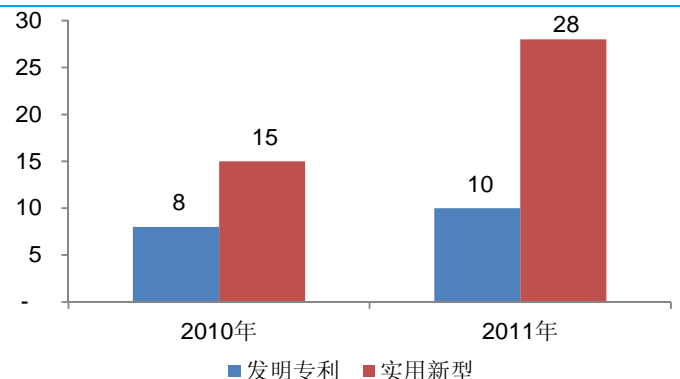
来源：公司资料等、国金证券研究所

- 模具设计与开发国内领先：**模具是精锻齿轮生产企业的核心和灵魂，是决定齿轮产品精度、强度等质量特性的关键因素。经过十多年的技术积累，公司已掌握一系列独特的模具设计、开发和制造工艺技术，2005 年以来模具自制率已达 90%，远高于国内同行；公司自制模具的齿轮精度可达 5-6 级，其产品精度可达 7 级精度，均已达到国际同行先进水平。此外，依靠先进的模具加工技术与表面处理工艺，公司目前自制钢模具使用寿命可达 2 万次以上、硬质合金寿命可达 10 万次以上，远超国内同行，且已达到国际领先水平。
- 技术研发实力雄厚、成果卓著：**公司包括董事长夏汉关在内的诸多高管均为技术出身，董事长是享受国务院特殊津贴的专家，内部研发氛围浓厚。公司目前研发人员达 113 人，占公司总人数的 12.96%，近年研发费用稳步增长，2011 年营收占比达 3.8%。2003 年以来，公司产品及技术屡获奖项，其中包括国家科学技术进步二等奖、中国工程机械科学技术二等奖、江苏省科学技术一等奖等，已受到业内的广泛认可。

图表15：公司近年研发费用及其营收占比



图表16：公司近年发明与实用新型专利数量（项）



来源：公司资料、国金证券研究所

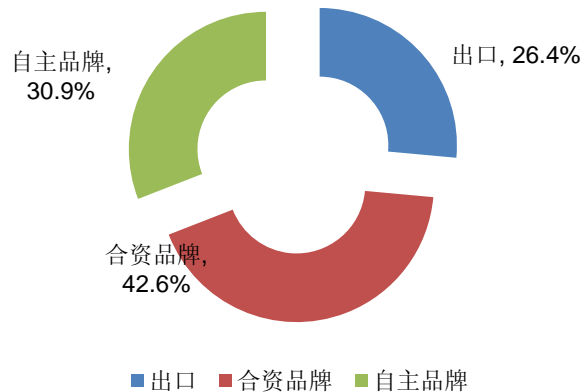
图表17: 公司技术与产品所获主要奖项情况

技术或产品名称	所获奖项	授予单位	授予时间
汽车变速箱结合齿精锻齿坯	“中国机械工业科学技术奖”二等奖	中国机械工业联合会、中国机械工程学会	2003年12月
汽车摩托车齿轮类零件冷摆辗精密成形关键技术及应用	“国家科学技术进步奖”二等奖	国务院	2005年11月
冷精锻汽车变速箱同步器钢齿环	“中国齿轮行业优秀新产品”特等奖	中国齿轮专业协会	2006年2月
复合锻造通用汽车差速器锥齿轮	“中国汽车工业科技进步奖”三等奖	汽车工业科技进步奖励基金委员会	2009年12月
汽车自动变速器成套齿轮近净成形关键技术开发及产业化	“2010年度中国机械工业科学技术奖”二等奖	中国机械工业联合会、中国机械工程学会	2010年12月
轿车齿轮净成形工艺与模具制造关键技术及应用	“2010年度江苏省科学技术奖”一等奖	江苏省人民政府	2011年2月

来源: 公司资料、国金证券研究所

- 配套结构不断升级, 优质客户有望推动公司业绩稳健增长:** 作为国内精锻汽车齿轮龙头企业, 公司客户基础广泛, 当前主要客户已基本包括除日、韩系外的车企, 德系包括一汽大众与上海大众、美系包括上海通用与长安福特等, 此外还有长城、吉利等优质自主品牌。2011年, 公司外资(出口)与合资品牌的营收占比达 71%, 且该比例仍呈提升趋势。优质客户汽车销量的持续增长, 有望给公司业绩增长带来可靠保障。

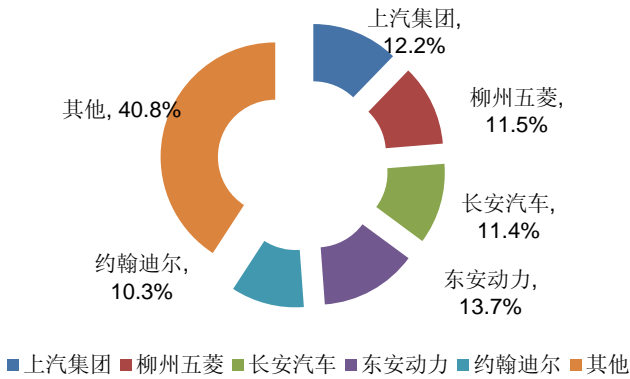
图表18: 外资(出口)与合资品牌为公司2011年主要客户



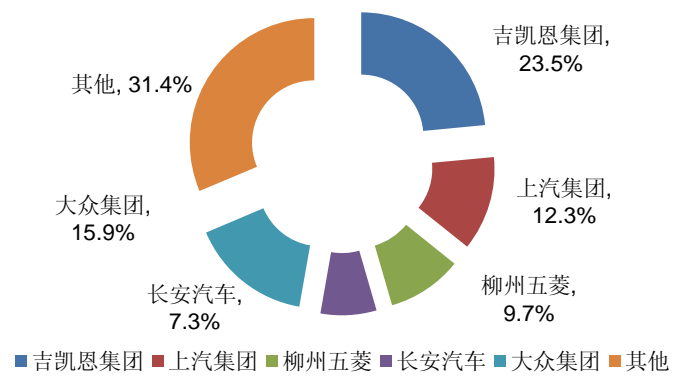
来源: 公司资料、国金证券研究所

- 配套结构不断升级:** 2008-2011年, 公司轿车配套的营收占比从 31.6%提升至 73.6%, 客户结构的优化促进产品结构不断升级。2008年, 公司前五大客户中四家自主品牌的营收占比达 48.8%; 到 2011年, 公司前五大客户中吉凯恩与大众集团两家的营收占比已达 39.4%, 客户结构优化趋势十分明显。

图表19: 公司 2008 年前五大客户营收占比



图表20: 公司 2011 年前五大客户营收占比



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 优质客户有望带动公司业绩持续增长: 汽车零部件的增长主要跟随下游整车厂的销量增速, 公司 2011 年配套大众系与通用系 (均含出口) 的营收占比达 51.7%, 而大众中国 2012-2013 年产能增幅分别为 36.0%与 38.2%, 上海通用 2012 年产能增幅亦达 31.5%, 故我们预计公司未来营收的增长具有扎实的基础。

图表21: 公司差速器锥齿配套大众和通用的主要车型

产品分类	出口	合资品牌	自主品牌
差速器锥齿	通用北美、德国大众、约翰迪尔	上海通用、上海大众、一汽大众、长安福特、东风日产	长城、东安三菱、夏利、吉利
结合齿		上海大众、一汽大众	长城、东安三菱、夏利等、比亚迪

来源: 公司资料、国金证券研究所

图表22: 公司主要合资品牌客户近年产能及预测 (万辆)

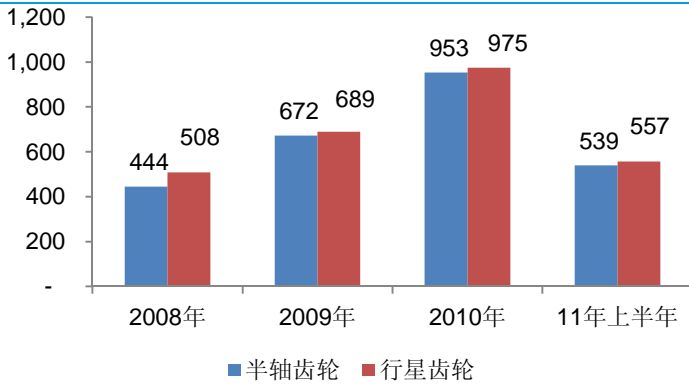
企业	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E
一汽大众	550,000	550,000	680,000	810,000	810,000	1,010,000	1,410,000
上海大众	510,000	570,000	690,000	690,000	690,000	1,030,000	1,410,000
上海通用	600,000	610,000	760,000	760,000	760,000	1,000,000	1,000,000
长安福特马自达	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	600,000	600,000
公司合资品牌客户	2,070,000	2,140,000	2,540,000	2,670,000	2,670,000	3,640,000	4,420,000
增速		3.4%	18.7%	5.1%	0.0%	36.3%	21.4%

来源: 国金证券研究所

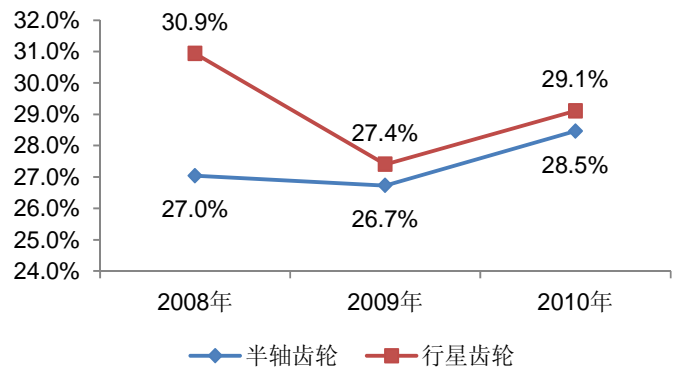
差速器锥齿国内份额行业领先, 出口与进口替代是未来增长动力

- 乘用车差速器齿轮行业龙头: 公司是国内差速器锥形齿轮的行业龙头, 近年锥形齿轮 (行星齿轮与半轴齿轮) 销量持续增长。2010 年, 公司锥形齿轮销量达 1,928 万件, 其中 92%为乘用车; 2008-2010 年, 公司半轴齿轮与行星齿轮的市场份额维持在 26%-31%之间, 连续三年位居全行业第二位。近年来, 公司逐步将差速器齿轮产能投放至轿车, 其在该领域的市场地位亦获得持续提升。

图表23: 公司锥形齿轮近年销量(万件)



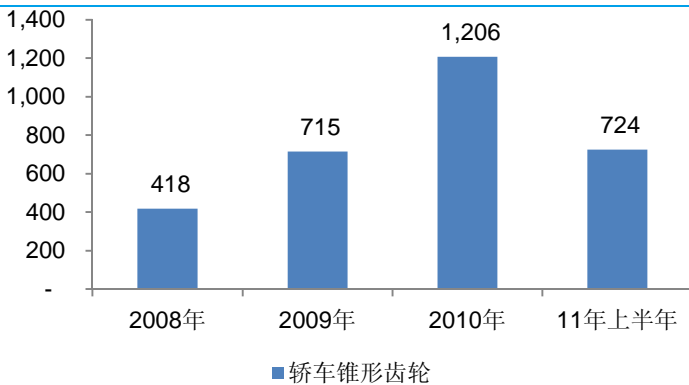
图表24: 公司锥形齿轮近年市场份额



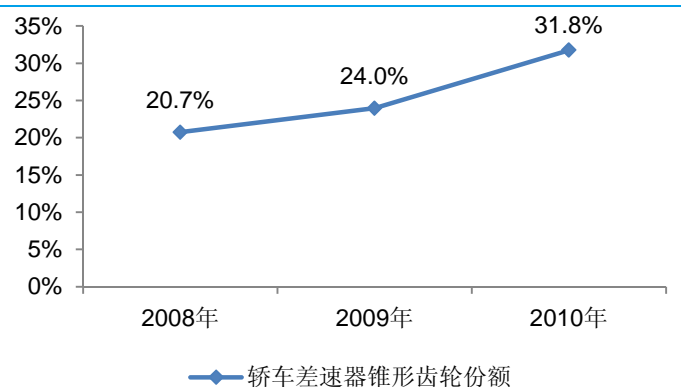
来源: 公司资料、国金证券研究所

- 轿车锥形齿轮业务快速增长:** 公司轿车齿轮客户主要为美系(上海通用与长安福特)、德系(上海大众与一汽大众)等合资品牌, 2008-2010年, 公司销售轿车锥形齿轮从 418 万件增加致 1,206 万件, 年复合增速达 70%, 2010 年销量占比已达 63%。2008-2010 年, 公司轿车锥形齿轮的市场份额从 20.7% 增加至 31.8%, 连续三年位居国内同行销售额首位。

图表25: 公司轿车锥形齿轮近年销量(万件)



图表26: 公司轿车锥形齿轮近年的国内市场份额

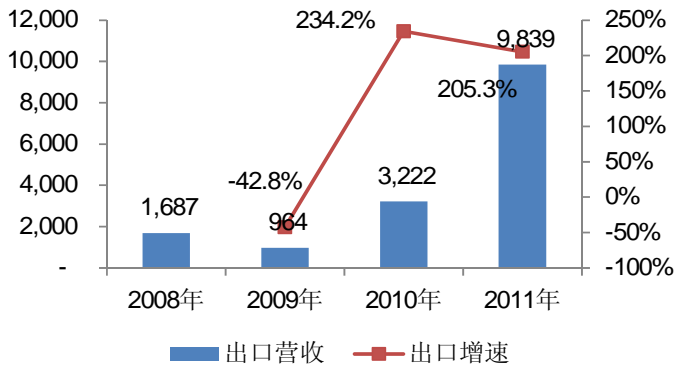


来源: 公司资料、国金证券研究所

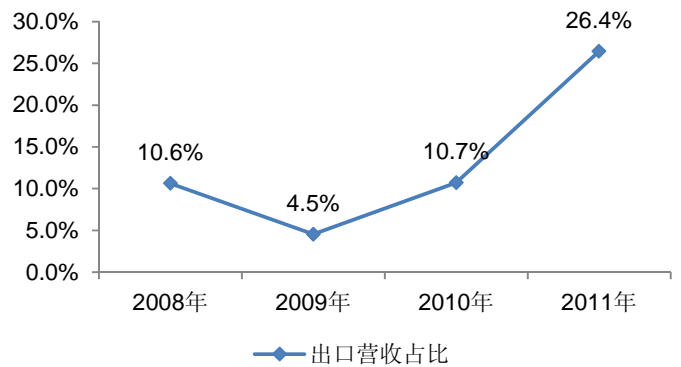
注: 公司部分锥齿出口, 其实际的国内市场份额应略低于公司披露的数据

- 进口替代与出口有望推动销量增长:** 对汽车零部件企业而言, 进口替代与出口是两条完全相反的发展路径, 但二者的发展根基却是相同的, 即都是以品质、配套与价格的优势, 来替代国外工厂的产品。进口替代方面, 成本优势与市场响应速度等因素, 使合资品牌零部件采购的本土化已是大势所趋; 出口方面, 尽管人工成本在上涨, 但国内制造企业的成本优势仍较为显著, 只要品质与配套能跟上, 国内零部件产品仍极具竞争力。我们认为, 精锻科技的精密锻造齿轮便拥有这个根基, 其产品与技术品质已达国际同行水平, 且价格优势明显, 故公司的进口替代与出口有望持续增长。
- 锥齿出口有望持续增长:** 公司出口产品主要为差速器锥齿, 2010 年公司配套吉凯恩鲍林格林(美国), 并借此进入通用汽车的全球采购体系; 2011 年公司配套德国大众卡塞尔变速器, 并进入大众全球配套体系。2011 年, 仅对这两家的出口金额就达 7,519 万元, 占公司出口营收的 76.4%。虽然大众内部车型升级使公司对大众卡塞尔的出口短期内有所影响, 但我们认为公司产品的品质依旧优秀、性价比仍然显著, 其出口的长期发展趋势不会因此改变。

图表27: 公司近年出口营收与增速 (万元)



图表28: 公司近年出口营收占比



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 国内进口替代的前景可期: 2009年, 公司进入吉凯恩扭矩技术系统(上海)的配套体系, 并由此实现对上海通用诸多车型差速器的进口替代; 2010年, 公司开始配套大众汽车自动变速器(大连), 并陆续实现对上海大众与一汽大众差速器锥齿的进口替代。截至目前, 公司终端配套已基本覆盖大众与通用在华主要车型, 包括途观、新帕萨特、速腾、科鲁兹、凯迪拉克等, 其他车型还有长安福特的福克斯、上汽荣威等等。放眼未来, 除大众与通用在华销量增长带动公司锥齿需求外, 诸多国产自动变速器项目的投产, 使公司锥齿与结合齿进口替代的前景更加值得期待。

图表29: 公司差速器锥齿配套大众和通用的主要车型

一汽大众	上海大众	上海通用
速腾	桑塔纳	凯越
高尔夫	朗逸	英朗
新宝来	明锐	科鲁兹
迈腾	途安	景程
CC	昊锐	新君威、新君越
	帕萨特	凯迪拉克

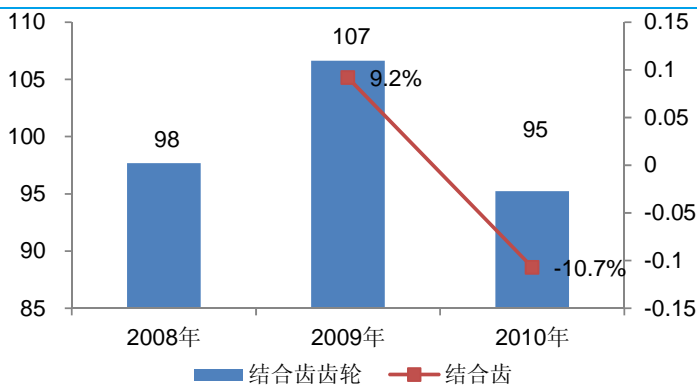
来源: 公司资料、国金证券研究所

注: 大众大连生产的DSG为7挡的DQ200, 公司已实现对其差速器锥齿的全系配套, 即只要装配大众大连DQ200变速器的车型, 均是公司终端配套车型

**DSG 国产化推动结合齿需求, 大众 DSG 有望带动公司销量快速增长**

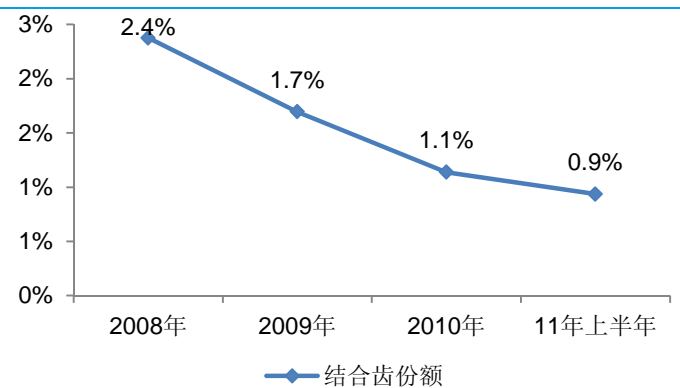
- 公司当前结合齿产销规模有限: 截至目前, 公司结合齿产销规模有限, 近年销量约为 90-110 万件, 在国内的市场份额仅有 1%-2%。我们在前文中已有介绍, 结合齿仅在 MT、DSG 与 AMT 这三种变速器中有装配, 因 DSG 和 AMT 在当前国内的产量极为有限, 故公司当前结合齿当前仍以配套手动变速器为主。从终端客户的配套看, 公司结合齿仍以自主品牌为主, 主要客户包括长城汽车、一汽夏利、东安三菱等。

图表30: 公司近年结合齿销量及增速 (万件)



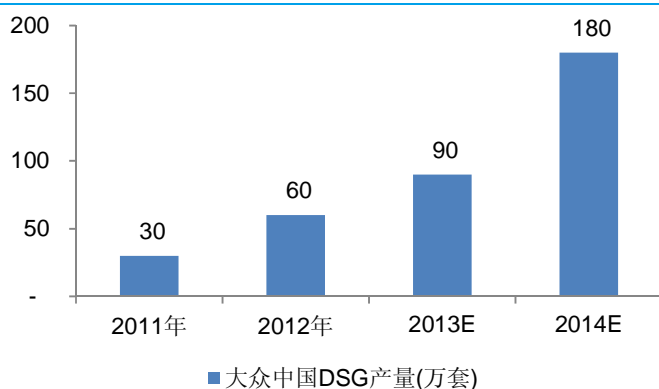
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表31: 公司近年结合齿市场份额持续下滑



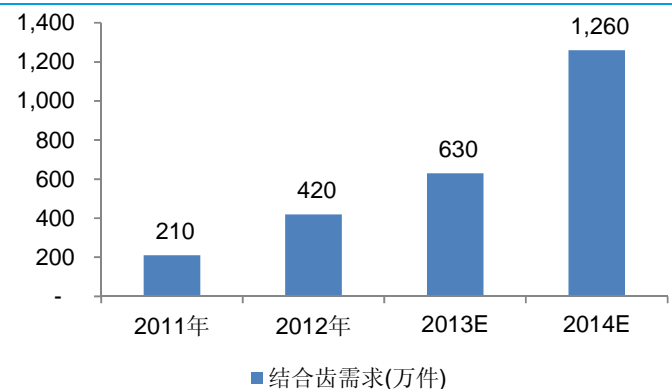
- DSG 国产化带来结合齿发展契机:** 虽然精锻结合齿在 MT、AMT 与 DSG 三类产品上皆有需求, 但我们认为 DSG 将是未来新增需求的主要驱动力。AMT 在国内应用较少, 且在可见的未来不会成为主流, 故不应过多期待; MT 在国内乘用车市场的份额呈逐步萎缩趋势, 其现有结合齿仍以切削加工为主, 产品升级确可带来新增需求, 但过程相对漫长且具有一定的不确定性。DSG 的发展态势则完全不同, 虽然大众双离合近期在国内遭遇诟病, 但安装 DSG 的乘用车销量依旧快速增长, 且《节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020 年)》已将双离合列入支持发展的范围, 预计大众、福特、菲亚特等在国内投产、扩产双离合的战略规划不会因此改变。根据我们统计的数据, 当前国内 DSG 已经投产及在建产能达 320 万台, 除大众已经投产的 30 万台外, 新增产能将达 290 万台, 产能增幅近 10 倍。
- 大众中国 DSG 扩产带动公司结合齿需求:** 根据大众的产能规划, 其大连工厂 2013 年将投产 90 万台 DSG, 加上天津工厂 2014 年新增的 90 万台, 其届时在华 DSG 产能将达 180 万台, 对应 2014 年的结合齿需求为 1260 万件。精锻科技已是大众大连 DSG 结合齿的供应商, 后者的产能扩张将直接带动公司结合齿需求快速增长。

图表32: 大众中国 DSG 产能投产及预测



来源: 互联网、国金证券研究所

图表33: 大众中国 DSG 对结合齿的需求预测



- 公司亦有望取得其余公司 DSG 结合齿的订单:** 除大众中国的 180 万台外, 剩余的 160 万台 DSG 产能分别来自格特拉克 (江西)、杭齿前进与吉利汽车; 精锻科技目前已是格特拉克 (江西) 与吉利汽车手动变速器锥齿的供应商, 表明公司产品已经通过二者的供应商审核体

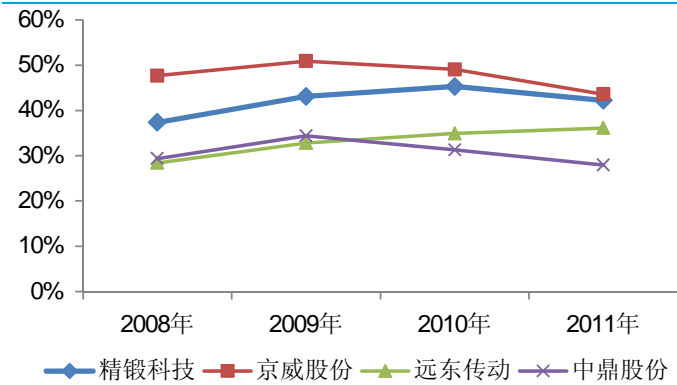
系；随着两家企业 DSG 在 2013 年起陆续投产，公司亦有望取得 DSG 结合齿的订单。

- **输入输出轴亦有可能获得突破：**目前国内变速器轴类件多采用楔横轧加工方法，加工效率较低、锻件精度低、机加工余量大，而未来高性能自动变速器轴类件将陆续被高精度冷挤压成形、径向锻造成形、轴向调频冷挤压成形等新技术所替代。精锻科技已在冷挤压成形、径向锻造成形、空心轴等方面为输入输出轴产品进行较多的技术准备，且可使输入输出轴与结合齿更加匹配；在募投的 48 万件产能陆续投产后，公司的变速器输入输出轴亦有望取得突破。

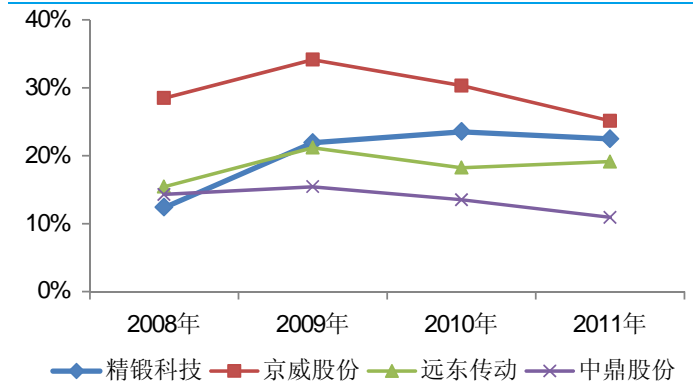
**公司盈利能力业内领先，未来有望基本维持稳定**

- **盈利能力业内领先：**精锻科技 2011 年毛利率与净利率分别为 42.2% 与 22.5%，A 股目前并没有与公司同业务的上市公司，我们选取京威股份、中鼎股份等进行比较；公司盈利能力除略逊于京威股份，远好于中鼎股份。分产品看，行星齿轮盈利能力相对较差，2011 年毛利率仅 36.2%；半轴齿轮居中，2011 年毛利率为 41.9%；结合齿毛利率较高，2011 年达 54.4%，未来结合齿营收占比的提升有望推动公司整体盈利能力上行。

图表34：精锻科技与可比公司的毛利率比较

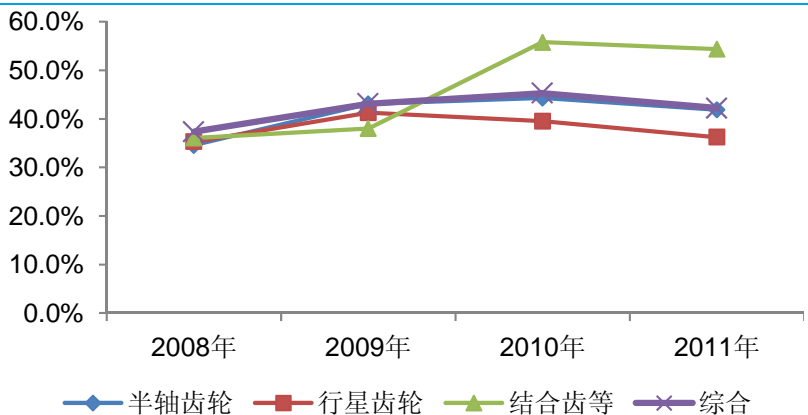


图表35：精锻科技与可比公司的净利率比较



来源：各公司资料、国金证券研究所

图表36：精锻科技近年分产品与综合毛利率

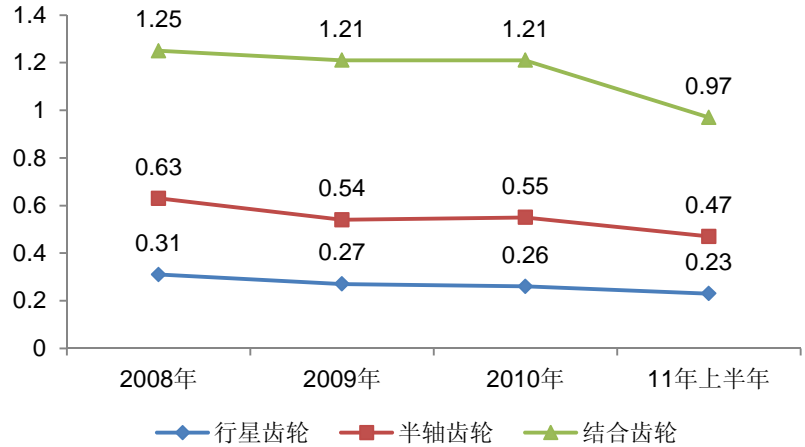


来源：公司公告、国金证券研究所

- **未来盈利能力有望基本维持稳定：**

- **技术优势仍将继续存在：**技术优势是精锻科技极强盈利能力的核心，从目前看来，公司在模具设计与开发、冷锻与复合锻造等关键工序方面的技术仍有望持续领先，这也使得公司的盈利能力有望获得较好保障。此外，随着工艺的日益成熟与进步，公司产品的单位耗钢量持续下降，亦将给盈利能力带来积极影响。

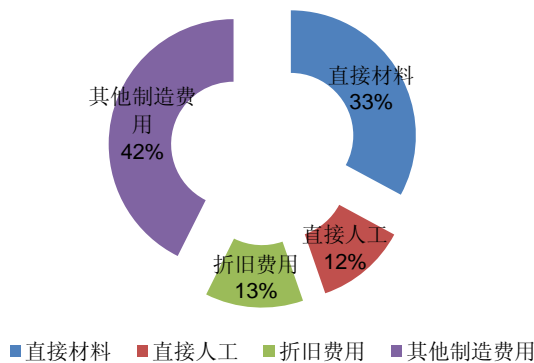
图表37：公司主要产品每单位耗钢量 (kg)



来源：公司资料、国金证券研究所

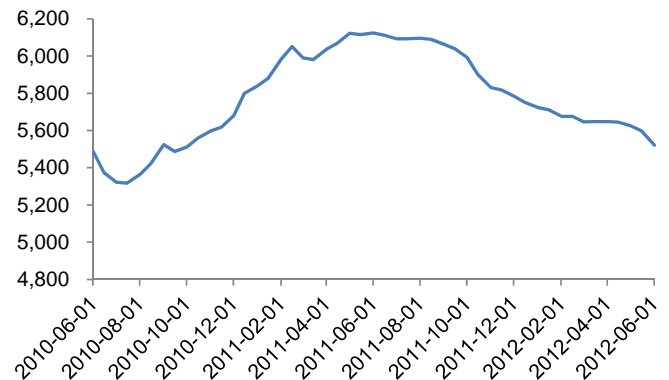
- **2012 年原材料价格较为稳定：**直接材料占公司营业成本的 33%（全为钢材），较其他零部件公司相对较小。从目前来看，2012 年原材料价格对公司盈利能力的影响较为有限：一方面，精锻科技的毛利率较高且原材料成本占比较低，钢价波动对毛利率影响有限；另一方面，钢价自 2011 年三季度以来已持续回落，2012 年全年亦有望维持较低价位，将对公司盈利能力带来积极影响。

图表38：精锻科技 2011 年成本的结构



来源：公司资料、国金证券研究所

图表39：近年钢格价格走势 (元/吨)



来源：同花顺、国金证券研究所

- **产能逐步释放，2012 年新增折旧较为有限：**公司募投项目总投资为 5.96 亿元，其中固定资产投资 5.39 亿元；根据公司折旧的会计处理方法及资产残值，预计公司募投项目全部投产后每年将新增折旧 4,492 万元，为 2011 年折旧总额的 200%。公司生产设备为逐步投放，折旧则按照投产进程计提；按公司目前产能释放进程，我们预计 2012-2014 年年末分别投产 900、1800、2300 万件，新增产能需要在 2012-2014 年分别计提约 450、2,600、4,000 万元，对盈利能力影响较为有限。

图表40: 公司募投项目每年折旧费用预测

项目	金额(万元)	折旧年限(年)	折旧方法	残值率	年度折旧(万元)
原有固定资产	房屋与建筑物	2,268	20 年限平均法	10%	150
	机器设备	17,705	10 年限平均法	10%	1,848
	电子设备	90	3 年限平均法	10%	36
	运输设备	161	4 年限平均法	10%	63
	检测设备	633	10 年限平均法	10%	91
	其他	745	10 年限平均法	10%	79
原有固定资产合计	21,603				2,267
募投固定资产	建筑工程	8,047	20 年限平均法	10%	362
	设备费用	38,535	10 年限平均法	10%	3,468
	其他(土地等)	7,358	10 年限平均法	10%	662
	流动资金	5,700	n/a	n/a	n/a
	募投资产合计	59,640			
增幅					198%

来源: 公司资料、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年销售收入分别为 4.61、5.99、7.62 亿元, 分别增长 20.5%、29.7%、27.3%; 归属母公司净利润分别为 1.09、1.37、1.68 亿元, 分别增长 27.2%、24.7%、23.0%, 对应摊薄后 EPS 分别为 0.73、0.91、1.12 元。
- 关键假设如下:
  - 大众大连的 DSG 产能陆续扩张, 2012-2013 年 DSG 产量分别达 60 万与 90 万台;
  - 公司募投产能在 2012 年下半年陆续释放, 预计 2012-2014 年年末公司所有产品总产能分别为 3,350、4,310、5,135 万件;
  - 虽然 2012 年钢价有所下滑, 但考虑到公司产品售价的调整及整车厂的压价, 预计公司毛利率稳中略有下降, 2012-2014 年综合毛利率分别为 41.75%、41.71%、41.47%。

### 估值与投资建议

- 精锻科技盈利能力在 A 股零部件企业中首屈一指, 且募投产能投产将带动公司未来数年营收与净利润较快增长, 其理应享受一定的估值溢价。公司目前股价对应 2012 年 PE 为 17.9 倍, 给予公司“增持”评级。

图表41: 可比公司盈利预测及估值-2012 年 7 月 11 日

	收盘价	EPS				PE				
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E	
002048.SH	宁波华翔	6.94	0.50	0.62	0.73	0.84	13.88	11.19	9.51	8.26
601799.SH	星宇股份	10.84	0.72	0.84	0.99	1.19	15.06	12.90	10.95	9.11
000887.SZ	中鼎股份	8.39	0.50	0.65	0.75	0.90	16.78	12.91	11.19	9.32
002406.SZ	远东传动	8.67	0.70	0.65	0.72	0.80	12.39	13.34	12.04	10.84
002662.SZ	京威股份	20.13	1.02	1.24	1.53	1.85	19.74	16.23	13.16	10.88
均值							15.57	13.32	11.37	9.68

来源: 同花顺、国金证券研究所

## 风险提示

### DSG 质量问题加剧，致车企 DSG 产量不达预期的风险

- 2012 年以来，大众在华的 DSG 产品爆出诸多质量问题，致消费者对在选购 DSG 时更加理性。虽然大众、福特等 DSG 工厂已经陆续开工，未来精锻齿轮行业的需求有较好的保障；但如果 DSG 质量问题加剧并致消费者对 DSG 的热度大幅消退，车企 DSG 产量仍有可能不达预期，并使公司业绩受到影响。

### 乘用车企业价格战致公司盈利能力下滑的风险

- 2012 年，包括诸多中高端品牌在内合资品牌产能大幅扩展，根据我们统计的数据合资品牌 2012 年产能增幅达 30%。为消化新增产能，乘用车终端优惠幅度明显加大，价格战有愈演愈烈的趋势；如果整车企业盈利受到严重挤压，其极有可能向零部件供应商压价，从而影响公司的盈利能力。

### 原材料价格大幅上涨的风险

- 虽然公司毛利率对钢价波动的弹性较小，但如果 2012 年钢价涨幅较大，对公司毛利率的影响仍将较为显著，对公司业绩的影响也难以忽视。

**图表42：公司分业务营收、毛利及其预测**

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>半轴齿轮</b>							
平均售价 (元/件)	16.17	15.84	17.14	18.00	17.28	16.93	16.59
增长率 (YOY)	n/a	-2.09%	8.24%	5.00%	-4.00%	-2.00%	-2.00%
销售数量 (万件)	444.5	672.5	953.0	1,173.9	1,408.7	1,760.9	2,201.1
增长率 (YOY)	n/a	51.29%	41.71%	23.18%	20.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	71.9	106.5	163.3	211.3	243.4	298.1	365.2
增长率 (YOY)	n/a	48.13%	53.39%	29.34%	15.20%	22.50%	22.50%
毛利率	34.57%	43.14%	44.30%	41.87%	40.90%	40.20%	39.50%
毛利 (百万元)	24.85	45.94	72.36	88.45	99.54	119.85	144.26
增长率 (YOY)	n/a	84.87%	57.51%	22.24%	12.54%	20.40%	20.37%
占总销售额比重	43.60%	48.84%	52.90%	55.15%	52.72%	49.78%	47.92%
占主营业务利润比重	40.35%	48.88%	51.74%	54.71%	51.65%	47.98%	45.65%
<b>行星齿轮</b>							
平均售价 (元/件)	9.71	9.62	10.80	11.34	10.88	10.67	10.45
增长率 (YOY)	n/a	-0.95%	12.28%	5.00%	-4.00%	-2.00%	-2.00%
销售数量 (万件)	508.5	689.4	974.6	1,221.0	1,477.4	1,846.8	2,308.5
增长率 (YOY)	n/a	35.58%	41.36%	25.29%	21.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	49.4	66.3	105.2	138.4	160.8	197.0	241.3
增长率 (YOY)	n/a	34.29%	58.72%	31.55%	16.16%	22.50%	22.50%
毛利率	35.26%	41.25%	39.52%	36.21%	35.20%	34.50%	33.80%
毛利 (百万元)	17.41	27.35	41.59	50.12	56.60	67.96	81.56
增长率 (YOY)	n/a	57.09%	52.07%	20.51%	12.93%	20.06%	20.01%
占总销售额比重	29.94%	30.41%	34.08%	36.13%	34.83%	32.89%	31.66%
占主营业务利润比重	28.27%	29.10%	29.74%	31.00%	29.37%	27.20%	25.81%
<b>结合齿齿轮</b>							
平均售价 (元/件)	38.41	37.11	33.57	31.89	31.57	31.26	30.32
增长率 (YOY)	n/a	-3.40%	-9.53%	-5.00%	-1.00%	-1.00%	-3.00%
销售数量 (万件)	97.7	106.6	95.2	70.02	140.0	280.1	448.1
增长率 (YOY)	n/a	9.17%	-10.70%	-26.48%	100.00%	100.00%	60.00%
销售收入 (百万元)	37.5	39.6	32.0	22.3	44.2	87.5	135.9
增长率 (YOY)	n/a	5.46%	-19.21%	-30.15%	98.00%	98.00%	55.20%
毛利率	36.06%	38.01%	55.80%	54.37%	53.00%	52.50%	52.00%
毛利 (百万元)	13.53	15.04	17.84	12.14	23.43	45.96	70.65
增长率 (YOY)	n/a	11.16%	18.62%	-31.95%	93.02%	96.13%	53.72%
占总销售额比重	22.76%	18.15%	10.35%	5.83%	9.58%	14.62%	17.83%
占主营业务利润比重	21.97%	16.00%	12.76%	7.51%	12.16%	18.40%	22.35%
<b>其他</b>							
销售收入 (百万元)	6.1	5.7	8.2	11.1	13.29	16.21	19.78
增长率 (YOY)	n/a	-6.86%	44.96%	34.42%	20.00%	22.00%	22.00%
毛利率	95.07%	99.44%	97.89%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
毛利 (百万元)	5.80	5.65	8.06	10.96	13.16	16.05	19.58
增长率 (YOY)	n/a	-2.57%	42.70%	35.95%	20.00%	22.00%	22.00%
占总销售额比重	3.70%	2.61%	2.67%	2.89%	2.88%	2.71%	2.59%
占主营业务利润比重	9.42%	6.01%	5.77%	6.78%	6.83%	6.42%	6.20%
销售总收入 (百万元)	164.88	218.04	308.78	383.10	461.69	598.88	762.17
销售总成本 (百万元)	103.29	124.06	168.92	221.43	268.95	349.06	446.12
毛利 (百万元)	61.59	93.98	139.85	161.67	192.73	249.82	316.06
平均毛利率	37.35%	43.10%	45.29%	42.20%	41.75%	41.71%	41.47%

来源：公司资料、国金证券研究所

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>218</b>	<b>309</b>	<b>383</b>	<b>462</b>	<b>599</b>	<b>762</b>	货币资金	37	36	387	250	300	350
增长率		41.6%	24.1%	20.5%	29.7%	27.3%	应收款项	79	107	149	182	232	293
<b>主营业务成本</b>	<b>-124</b>	<b>-169</b>	<b>-221</b>	<b>-269</b>	<b>-349</b>	<b>-446</b>	存货	46	61	83	96	115	134
%销售收入	56.9%	54.7%	57.8%	58.3%	58.3%	58.5%	其他流动资产	35	43	90	115	142	180
<b>毛利</b>	<b>94</b>	<b>140</b>	<b>162</b>	<b>193</b>	<b>250</b>	<b>316</b>	流动资产	197	247	709	643	788	958
%销售收入	43.1%	45.3%	42.2%	41.7%	41.7%	41.5%	%总资产	51.4%	45.3%	67.9%	50.9%	51.8%	53.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	长期投资	5	5	5	6	5	5
%销售收入	0.8%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	153	250	291	564	669	752
<b>营业费用</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	%总资产	39.9%	46.0%	27.8%	44.7%	44.0%	42.2%
%销售收入	5.4%	4.7%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	无形资产	26	39	38	47	56	65
<b>管理费用</b>	<b>-25</b>	<b>-29</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>	<b>-65</b>	<b>-83</b>	非流动资产	186	298	336	619	732	824
%销售收入	11.3%	9.5%	10.4%	10.8%	10.9%	10.9%	%总资产	48.6%	54.7%	32.1%	49.1%	48.2%	46.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>56</b>	<b>95</b>	<b>104</b>	<b>122</b>	<b>157</b>	<b>197</b>	<b>资产总计</b>	<b>384</b>	<b>545</b>	<b>1,045</b>	<b>1,262</b>	<b>1,520</b>	<b>1,782</b>
%销售收入	25.7%	30.6%	27.2%	26.4%	26.2%	25.9%	短期借款	146	202	20	145	263	348
<b>财务费用</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	应付款项	46	36	35	42	55	70
%销售收入	5.2%	4.4%	3.5%	0.2%	0.8%	1.1%	其他流动负债	14	14	13	29	33	39
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	流动负债	206	252	68	216	351	457
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	10	25	55	55	55	56
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	其他长期负债	1	28	28	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	<b>负债</b>	<b>217</b>	<b>305</b>	<b>151</b>	<b>271</b>	<b>406</b>	<b>513</b>
<b>营业利润</b>	<b>43</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	<b>121</b>	<b>151</b>	<b>187</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>167</b>	<b>239</b>	<b>894</b>	<b>991</b>	<b>1,114</b>	<b>1,269</b>
营业利润率	19.6%	25.4%	24.2%	26.2%	25.3%	24.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>384</b>	<b>545</b>	<b>1,045</b>	<b>1,262</b>	<b>1,520</b>	<b>1,782</b>
<b>税前利润</b>	<b>56</b>	<b>85</b>	<b>103</b>	<b>132</b>	<b>164</b>	<b>202</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	25.8%	27.6%	26.8%	28.6%	27.5%	26.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>	<b>-28</b>	<b>-34</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.1%	14.7%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	1.186	0.968	0.860	0.730	0.910	1.119
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>109</b>	<b>137</b>	<b>168</b>	每股净资产	4.141	3.192	8.944	9.908	11.143	12.692
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.012	0.361	0.524	0.766	1.080	1.457
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>48</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>109</b>	<b>137</b>	<b>168</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	21.9%	23.5%	22.5%	23.7%	22.8%	22.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	28.64%	30.34%	9.62%	11.05%	12.25%	13.23%
							总资产收益率	12.45%	13.33%	8.23%	8.67%	8.98%	9.42%
							投入资本收益率	14.70%	17.29%	9.01%	8.51%	9.10%	9.78%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	32.24%	41.61%	24.07%	20.51%	29.72%	27.27%
							EBIT增长率	65.37%	69.14%	10.32%	16.99%	28.58%	25.58%
							净利润增长率	133.97%	52.04%	18.49%	27.18%	24.74%	22.98%
							总资产增长率	30.36%	42.01%	91.81%	20.75%	20.49%	17.20%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	82.8	79.0	75.5	75.0	75.0	75.0
							存货周转天数	141.2	114.7	118.4	130.0	120.0	110.0
							应付账款周转天数	55.7	57.6	56.0	56.0	56.0	56.0
							固定资产周转天数	240.7	254.8	213.3	234.4	305.7	303.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	71.27%	80.11%	-34.92%	-5.05%	1.59%	4.21%
							EBIT利息保障倍数	4.9	7.0	7.9	153.2	34.8	24.2
							资产负债率	56.53%	56.06%	14.42%	21.48%	26.71%	28.77%

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	1	1	1	2	7
增持	0	0	0	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.29	1.33

来源：朝阳永续

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

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 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%以下。

**特别声明:**

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B