

# 轴和电动变速器成新增长引擎 产业链整合初现端倪

## ——精锻科技（300258）调研简报

2014年05月20日

强烈推荐/维持

精锻科技

调研快报

关注 1: 轴产品进入奥迪变速器配套体系, 产业链纵向整合初现端倪。

公司既有产品全部为乘用车齿轮, 但目前轴产品已经确定将为奥迪天津变速器厂 DL382 项目双离合变速器配套。配套范围覆盖奥迪天津变速器厂全部 45 万套产能。公司初涉轴市场即拿下奥迪这样的高端品牌订单, 显示了强大的铸造技术实力和生产线的高水准。大众对公司的轴产品相当认可, 而目前大众在国内的变速器轴只能靠德国的德西福格公司在中国的全资工厂配套, 且其供货占比很高。我们认为精锻有望成为大众在中国市场轴类重要供应商, 这符合大众分散产业链风险的利益诉求。为奥迪配套一方面意味着轴产品将持续提升公司业绩。目前自动变速器是大势所趋, 公司轴产品将有广泛的成长空间。而自动变速器相较手动变速器对轴的精度要求大幅提升, 则为公司这样依托高端装备生产优质轴产品的企业构筑护城河。另一方面轴产品可以与齿轮产品结合, 构成变速器成套组件。这将打开公司产业链纵向扩张、由零件向部件供货转化的想象空间。

关注 2: 电动变速器成为新的增长点。

公司 2014 年下半年将开始通过吉凯恩为福特和丰田泰国工厂配套电动差速器齿轮七件套。电动差速器目前集中与公司三工厂生产, 预计 2015 年就可以形成 2600 万美元的供货能力。电动差速器为电动式差速器, 可以由电机和控制系统控制, 而且电动差速器集成了其他零部件的功能, 符合汽车电子化的大方向。机械式传统差速器只需 4 个齿轮, 而电动差速器需要 5 个或 7 个齿轮零件。此外, 电动差速器具有背面带齿的复杂结构, 因此制造难度大、单价高。单个差速器具有更高的齿轮产值。而这种复杂的结构也恰恰迎合了精锻的口味。

从市场前景来看, 目前加拿大麦格纳集团和美国德纳集团该产品用量最多。精锻科技配套的吉凯恩集团主要为福特、丰田、日产、Jeep 等配套。公司与德纳的电动差速器齿轮配套项目处于在洽谈阶段。

电动差速器齿轮这一新产品从战略角度具有重要意义。一方面将为公司未来实现差速器总成销售奠定基础, 而另一方面如果新能源汽车真的对传统汽油车实现替代, 则电动差速器将是精锻在行业剧变中能够生存下来的保障。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

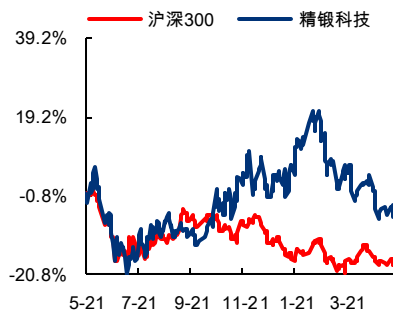
执业证书编号:

S1480512090002

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	11.71-14.58
总市值 (亿元)	21.08
流通市值 (亿元)	8.3
总股本/流通 A 股 (万股)	18000/7086
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.54

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《精锻科技 (300258) 2013 年一季报点评: 盈利能力下滑明显 长期成长性犹在》  
2013-04-25
- 2、《精锻科技 (300258) 2012 年三季报点评: 业绩保持稳定 低基数带来单季增速陡增》  
2012-10-26
- 3、《精锻科技 (600584) 2012 年中报点评: 受限产能仍稳增 期待募投促爆发》  
2012-08-01

### 关注 3：公司订单饱满，持续处于产能偏紧状态

去年齿轮产销超过 3300 万件，而今年订单超过 4400 万件，对应 30% 的增长。相比订单的增长，产能的达产则相对缓慢。而模具产能仍存在不足，预计新建模具车间将陆续有设备安装投产，下半年应该能够解决瓶颈问题。在产能不能完全满足的前提下，公司制定了产销不低于 4000 万件的内部目标。

### 关注 4：逐渐进入日韩体系，降低客户集中风险。

日韩汽车厂商的体系极为封闭，国内零部件厂商进入难度极大，这也意味着日韩系还有很大的配套挖掘空间。而目前公司已经开始给丰田和现代配套，与日产的合作也在逐步洽谈。为日韩系配套将有效分散公司在大众和吉凯恩方面配套比例太高的风险。

表 1：大众集团国内变速器产能规划分布

区域	配套品牌	大众持股比例	产品	产能（万套）
大连	大众	100%	DQ200	90
长春	大众	40%	MQ200、MQ250	90
天津	大众	100%	DQ380、DQ500	135
天津	奥迪	100%	DL382	45
上海	大众	60%	MQ200、MQ250	45
合计				405

资料来源：东兴证券研究所

### 结论：

公司锥齿轮将随现有客户稳步增长，而结合齿齿轮、电动差速器齿轮组件、轴产品将成为公司未来两年成长的主要动力。从更长的维度来看，公司有望成长为汽车齿轮领域全球最优秀的供应商。并在产业链上进行挖掘，形成总成供货的能力。

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.77 元、1 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 10 倍。作为国内极少数掌握先进技术和制造工艺的核心汽车零部件企业，公司理应享受较高估值。维持“强烈推荐”的投资评级。

### 公司盈利预测表

资产负债表

单位：百万元

利润表

单位：百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>流动资产合计</b>	507	420	507	632	810	<b>营业收入</b>	439	532	642	824	1077	
货币资金	212	73	89	114	149	<b>营业成本</b>	249	317	384	485	633	
应收账款	97	120	143	184	240	营业税金及附加	4	4	6	7	9	
其他应收款	1	2	2	3	4	营业费用	13	17	20	25	33	
预付款项	18	19	19	19	19	管理费用	44	52	64	82	107	
存货	93	112	139	176	230	财务费用	0	7	15	22	18	
其他流动资产	26	34	34	34	34	资产减值损失	3.96	2.06	0.00	0.00	0.00	
<b>非流动资产合计</b>	681	919	1191	1171	1137	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	5	5	5	5	5	投资净收益	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	
固定资产	329.39	578.88	752.09	682.99	680.13	<b>营业利润</b>	125	134	154	203	277	
无形资产	45	44	40	35	31	营业外收入	8.34	10.18	10.00	10.00	10.00	
其他非流动资产	98	117	213	213	213	营业外支出	0.44	0.46	0.00	0.00	0.00	
<b>资产总计</b>	1188	1340	1698	1804	1947	<b>利润总额</b>	133	143	164	213	287	
<b>流动负债合计</b>	146	219	501	476	442	所得税	21	21	25	33	44	
短期借款	42	124	389	343	280	<b>净利润</b>	112	122	139	181	243	
应付账款	47	45	63	79	104	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	112	122	139	181	243	
一年内到期的非	25	0	0	0	0	EBITDA	196	227	267	325	402	
<b>非流动负债合计</b>	61	42	17	17	17	<b>BPS (元)</b>	0.75	0.68	0.77	1.00	1.35	
长期借款	30	10	10	10	10	<b>主要财务比率</b>						
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>负债合计</b>	207	261	518	492	458	<b>成长能力</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-17.5%	21.2%	20.76%	28.30%	30.78%	
实收资本(或股	150	180	180	180	180	营业利润增长	-7.5%	385.7%	15.45%	31.65%	36.34%	
资本公积	606	576	576	576	576	归属于母公司净利润	14.1%	244.7%	14.06%	29.73%	34.64%	
未分配利润	198	283	370	483	636	<b>获利能力</b>						
归属母公司股东	982	1079	1179	1311	1488	毛利率(%)	43%	40%	40%	41%	41%	
<b>负债和所有者权</b>	1188	1340	1697	1803	1946	净利率(%)	25%	23%	22%	22%	23%	
<b>现金流量表</b>						单位:百万元	总资产净利润(%)	9%	9%	8%	10%	12%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	11%	11%	12%	14%	16%	
<b>经营活动现金流</b>	112	102	198	222	254	<b>偿债能力</b>						
净利润	112	122	139	181	243	资产负债率(%)	17%	19%	30%	27%	24%	
折旧摊销	71.89	86.79	0.00	100.73	106.69	流动比率	3.47	1.92	1.01	1.33	1.83	
财务费用	0	7	15	22	18	速动比率	2.84	1.41	0.73	0.96	1.31	
应付帐款的变化	0	0	18	17	24	<b>营运能力</b>						
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.39	0.42	0.42	0.47	0.57	
<b>投资活动现金流</b>	-282	-251	-369	-81	-72	应收账款周转率	5	5	5	5	5	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.81	11.54	11.94	11.59	11.78	
长期投资	5	5	5	5	5	<b>5每股指标(元)</b>						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.68	0.77	1.00	1.35	
<b>筹资活动现金流</b>	-5	10	186	-117	-148	每股净现金流(最新	-1.16	-0.77	0.08	0.14	0.19	
短期借款	42	124	389	343	280	每股净资产(最新摊	6.54	5.99	6.55	7.28	8.27	
长期借款	30	10	10	10	10	<b>10估值比率</b>						
普通股增加	50	30	0	0	0	P/E	17.68	19.43	17.04	13.13	9.75	
资本公积增加	-50	-30	0	0	0	P/B	2.01	2.20	2.01	1.81	1.59	
<b>现金净增加额</b>	-174	-139	15	25	35	EV/EBITDA	9.48	10.70	10.04	8.02	6.25	

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。