



## 订单产能齐放量, 精锻龙头业绩腾飞

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 细分行业壁垒高筑, 前景广阔; 行业龙头优势显著, 业绩稳定性及成长性远超行业平均水平; 16年进口替代趋势良好, 出口业务爆发, 订单产能双双放量, 全年业绩有望超预期; 轴类新兴业务潜力巨大, 有望成为公司下个利润增长点并令公司分享新能源盛宴。
- **精锻行业壁垒高筑, 行业龙头优势显著。** 精锻齿轮是汽车齿轮先进技术的发展方向, 适用范围广泛, 市场空间巨大。公司精锻技术处于世界领先水平, 国内龙头地位稳固, 具有一定产品定价权, 公司盈利稳定性和成长性远超行业平均水平。
- **出口业务爆发, 进口替代良好, 订单产能双双放量。** 受益于欧美东南亚出口项目, 公司16年Q1季度出口销售收入比去年同期增长90.4%, 出口业务增长迅猛。大众DSG天津工厂逐步达产, 国产化进程加快, 公司配套产品受益明显, 16年订单饱满。公司投资2.8亿元新增800万齿轮(轴)产能即将建成达产, 拟投资5亿元建立北方基地配套北方客户, 未来产能限制瓶颈有望消除。
- **轴类新兴业务未来潜力巨大。** 中高端车型变速箱轴类产品工艺质量要求高, 市场基本由外资巨头垄断。公司变速箱轴类产品获奥迪订单认可, 意义重大, 未来有望为公司打开巨大的轴类产品市场空间。同时公司新能源车电机轴已获克莱斯勒订单, 品质超越国内同类产品, 未来大概率配套其他中高端车型, 有望令公司分享新能源盛宴。
- **外延初起步, 后续值得期待。** 公司公告拟收购OCV/VVT总成供应商宁波诺依克100%股权, 公司借此有望顺利切入汽车电子控制产品业务, 有助于公司产品转型升级, 为未来产品外延奠定基础。
- **估值与评级:** 考虑到出口业务和奥迪大众天津大连项目的需求增量, 以及公司多方式扩产的产能情况, 我们预计公司16-18年的EPS分别为0.68、0.83、1.02元, 对应PE分别为27、22、18倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车市场或持续低迷; 大众DSG国产化进程或不达预期; 人力问题或未有有效缓解, 汇率波动或有风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	698.44	861.79	1044.07	1313.06
增长率	11.30%	23.39%	21.15%	25.76%
归属母公司净利润(百万元)	139.92	183.23	223.81	274.53
增长率	11.43%	30.95%	22.15%	22.66%
每股收益EPS(元)	0.52	0.68	0.83	1.02
净资产收益率ROE	10.84%	12.71%	13.79%	14.87%
PE	35	27	22	18
PB	3.76	3.38	3.00	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 石川

电话: 023-67898871

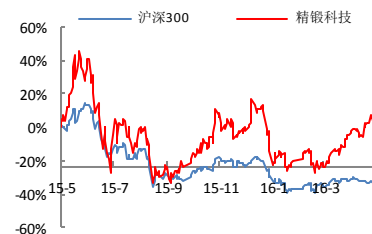
邮箱: sc@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

邮箱: zyx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	2.7
流通A股(亿股)	2.59
52周内股价区间(元)	10.53-23.98
总市值(亿元)	48.60
总资产(亿元)	18.32
每股净资产(元)	4.94

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

1. 整车行业今年景气度良好, 稳定增速在 4% 以上。
2. 公司全年出口业务保持 2016Q1 良好趋势。
3. 大众 DSG 国产化率稳步提升, 天津工厂预计 16, 17, 18 年产能分别达到 80, 130, 170 万套。

### 我们区别于市场的观点

我们预估公司净利润增速高于市场预期。根据公司订单情况、产能扩产情况, 以及产品升级情况, 我们预计公司未来两年收入增速 25.5% 和 18.0%, 净利润增速分别为 32.0% 和 19.4%, 净利润增速有望超过市场预期。

市场给予公司普通齿轮行业估值, 而我们认为公司精锻技术具有稀缺性, 业绩稳定性和成长性高于行业平均水平, 且目前市值较小, 可以享受一定的估值溢价。

市场对公司不存在外延预期, 而我们认为公司存在外延并购潜力, 未来汽车电子, 轻量化布局有望提升公司估值空间。

### 股价上涨的催化因素

轴类产品新增大客户订单; 天津项目公司产品配套比例提升; 自动化率提升, 产能提升。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.83 元、1.02 元, 对应 2016 年 5 月 10 日收盘价 PE 为 27 倍、22 倍和 18 倍。给予“买入”评级。

### 投资风险

汽车市场或持续低迷; 大众 DSG 国产化进程或不达预期; 人力问题或未有效缓解, 汇率波动或有风险。。

## 目 录

<b>1 精锻工艺世界领先，市场前景广阔</b> .....	<b>1</b>
1.1 主营业务概况.....	1
<b>2 精锻齿轮国产化趋势明显，未来空间巨大</b> .....	<b>3</b>
2.1 精锻齿轮是汽车齿轮先进技术的发展方向 .....	3
2.2 重资产高精度，长验证周期铸就行业高壁垒，高毛利.....	4
<b>3 订单充足，产能释放，16年业绩有望超预期</b> .....	<b>5</b>
3.1 大众DSG项目扩产，公司配套产品上量.....	5
3.2 出口订单支撑业绩高增长 .....	6
<b>4 积极开拓新兴业务，挖掘未来利润增长点</b> .....	<b>6</b>
<b>5 收购宁波诺依克，迈出外延并购第一步</b> .....	<b>7</b>
<b>6 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>7</b>
6.1 主营业务盈利预测.....	7
6.2 估值与评级.....	8
<b>7 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构图 .....	1
图 2: 公司主要产品 .....	2
图 3: 公司近五年业绩情况 .....	2
图 4: 公司近五年产品毛利率情况 .....	2
图 5: 公司 2015 年主营业务结构情况 .....	3
图 6: 公司近五年精锻齿轮分业务情况 .....	3
图 7: 精铸齿轮相对切削齿轮主要优势 .....	3
图 8: 公司 2008-2015 进出口业务占比 .....	6
图 9: 公司近五年精锻齿轮分业务情况 .....	6

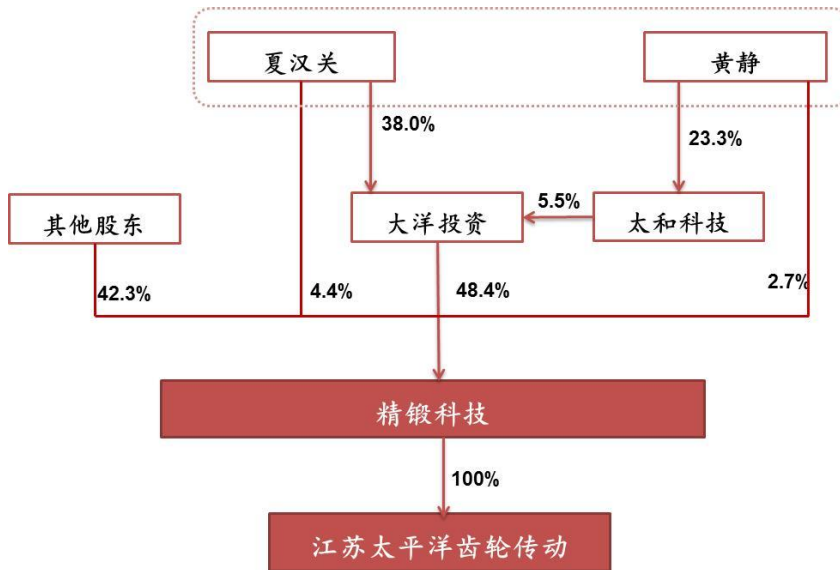
## 表 目 录

表 1: 公司产品简介 .....	1
表 2: 公司主要客户 .....	4
表 3: 大众变速器产能预计（单位：万台） .....	5
表 4: 公司产品配套大众 DSG 情况 .....	5
表 5: 主营业务收入及增速预测 .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	9

## 1 精锻工艺世界领先，市场前景广阔

精锻科技一直专注于汽车精锻齿轮及其它精密锻件的研发、生产与销售，是目前国内规模最大的轿车精锻齿轮生产企业，同时也是全球一流水平的精锻齿轮及其它精密锻件供应商。目前公司控股股东为江苏大洋投资，公司实际控制人为夏汉关、黄静夫妇，两人合计直接和间接持有公司 26.1% 的股份。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.1 主营业务概况

公司产品主要包括：差速器用锥齿轮（行星齿轮、半轴齿轮）、变速器用结合齿轮和变速器齿轴等，其主要用途如下：

表 1：公司产品简介

产品	主要用途描述
差速器半轴齿轮	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，起改变速比、传递扭矩作用。常见的发动机前路两轮驱车辆需要一个差速器，而四轮驱的车辆需要两个差速器。每个差速器配套两个行星齿轮和两个半轴齿轮。
差速器行星齿轮	
变速器结合齿轮	主要用于汽车变速器总成，主要用于改变传动比、扩大驱动轮转矩和转速的变化范围，以适应经常变化的行驶条件，同时使发动机在功率较高而油耗较低的情况下工作。每个变速器平均需配套5个结合齿。

数据来源：公司公告，西南证券整理

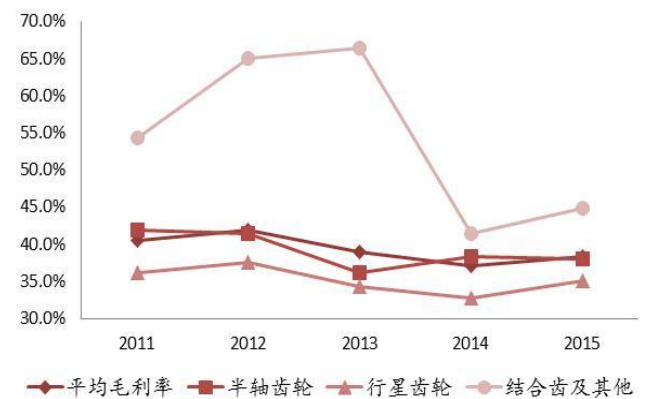
**图 2: 公司主要产品**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**16 年产能释放, 公司业绩将进入快速增长期。**2011 至 2015 年期间, 由于产能限制原因, 公司业绩一直保持中速稳定增长, 复合增速约 16.7%, 2016 年随着公司产能的不断提升, 出口业务的开拓, 公司业绩开始进入快速增长期, Q1 季度公司实现营业收入增长 25.1%, 归母净利润增长 38.8%, 我们认为这标志着公司业务已进入新一轮的高速成长期。

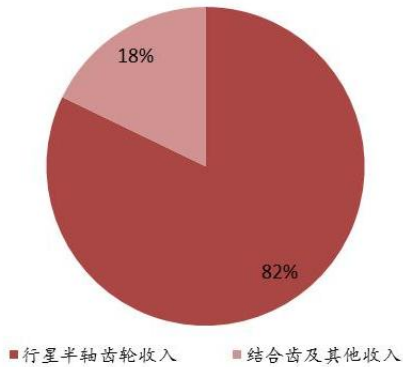
**图 3: 公司近五年业绩情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 4: 公司近五年产品毛利率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**锥齿轮龙头地位稳固, 结合齿轮等新产品将为公司后续业绩增长提供动力。**2015 年公司全年营收 7.0 亿元, 锥齿轮收入约 5.7 亿元, 占比 82.2%, 为公司主要收入来源, 结合齿收入约 1.2 亿元, 占比 17.6%。公司锥齿轮产品市场占有率约 35%, 全国排名第一, 近三年复合增速约 12.9%, 业绩增长稳定。公司结合齿市场占比还不高, 主要原因是公司现有结合齿主要为 DCT (双离合变速箱) 配套, 而国内 DCT 市场还在普及成长期, 暂时还是外资垄断格局。不过近些年 DCT 渗透率不断提高, 公司结合齿等其他业务增长迅猛, 近三年复合增速 51.7%, 其中 15 年结合齿业务同比增长仅 8.5% 主要原因系公司产能有限, 公司优先保证出口锥齿轮供应策略导致。

**图 5: 公司 2015 年主营业务结构情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 6: 公司近五年精锻齿轮分业务情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2 精锻齿轮国产化趋势明显, 未来空间巨大

### 2.1 精锻齿轮是汽车齿轮先进技术的发展方向

**传统生产工艺生产齿轮机械性能及经济性不足。**针对现有行星半轴齿轮, 现行生产工艺采用先进行粗锻制坯, 再利用切削加工精加工齿形背锥、半轴以及内孔花键的方法进行生产。但切削加工使得金属纤维组织被切断降低了齿轮强度, 且材料利用率、加工效率很低, 能源和工时消耗较大。

**精锻齿轮多方优势显著。**精锻齿轮, 是指齿轮的轮齿直接模锻成形且无需切削加工的齿轮, 机械传动中的直齿锥齿轮, 以其结构上的可锻性, 成为国内外研制得最早、发展得最快、应用得最多的精锻零件。与传统切削工艺相比, 精锻工艺在材料利用率、尺寸精度、生产效率、金属内部组织性能以及生产成本等方面都具有显著优势。

**精密锻造成形是一项节能节材的绿色制造技术, 发展精锻齿轮技术是汽车齿轮制造的重要方向。**精密锻造齿轮以其高品质而成为汽车齿轮中的高档产品。在汽车差速器中, 锥齿轮已基本淘汰切削加工方法而采用精锻工艺生产; 乘用车由于节油和轻量化技术的迫切需要, 其变速器中的结合齿齿轮、中间轴齿轮、倒档齿轮等未来都将大量采用精锻齿轮, 如大众双离合变速器自动变速器大量使用精锻结合齿系列产品。

**图 7: 精铸齿轮相对切削齿轮主要优势**
**材料利用率高**

精铸加工制件仅保留少量机加工余量, 甚至不留余量

**零件产品性能好**

精铸加工制件的金属纤维沿其轮廓分布而且连续致密, 使用寿命相比于机加工工件明显延长。

**制件尺寸规格一致性好**

精铸加工是通过精密模具实现零件成形的, 一副精密模具可生产成千上万的制件, 制件的形状和尺寸精度保持一致。

**生产率高**

精铸加工对产品的成形工艺进行优化, 减少了工序, 提高了生产速率。

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2.2 重资产高精度，长验证周期铸就行业高壁垒，高毛利

### 2.2.1 行业竞争格局

汽车工业对汽车精密锻造齿轮的较高质量要求，精密锻造汽车齿轮的生产企业竞争以模具和成形等系统的工艺制造技术、装备水平、产品质量精度和品牌竞争为主。在目前的国内汽车精锻齿轮市场，年销售额达到 5,000 万元以上的规模生产企业不到十家，本公司、江苏飞船股份有限公司等少数几家企业占领了我国汽车精锻齿轮市场的大部分份额，行业集中度较高。

汽车精锻齿轮价格受产品精度、性能指标、产能规模、工艺难度、工艺流程、质量控制水平、品牌及供求关系等因素影响，**业内领先的具有品牌影响力的企业具有一定的议价能力**。受生产规模、技术以及装备水平、市场通道和客户认可周期长等因素影响，汽车精锻齿轮行业存在着较高的行业进入壁垒，短期内不会出现大量企业进入该细分市场的情况。

**国际巨头并未在中国建厂，未来建厂可能性不大。**从国际上看，以日本的 O-OKA、德国的 SONA - BLW 为代表的先进企业在模具设计与开发、精密锻造技术开发、装备水平、生产工艺及自动化水平、规模、品牌等方面都具有较强的竞争力。但是由于过去合资车厂很多变速箱和减速器均从国外直接进口，故这些精锻齿轮企业并未在中国建厂。目前包括变速箱等汽车零部件国产化趋势明显，而内精锻企业如精锻科技已具备相当的技术储备和相应规模，国际主流变速箱企业再在华新建齿轮厂投入大、风险高，我们认为可能性较低。

**国内精锻齿轮行业绝对龙头。**目前我国约有汽车精锻齿轮生产企业十余家，但大多数企业生产水平不高，产品自主开发能力较弱，开发投入偏低，齿轮精度不高，质量不稳定，低档产品比较集中，能够生产中高级轿车所需要的高精度、高可靠、高寿命成品精锻齿轮的企业很少。相比于国内精锻齿轮同行，公司在模具的设计与加工、新产品开发及冷温热复合精锻生产工艺与技术等方面拥有多项独家拥有的完全自主的核心技术，具有明显的竞争优势，使得公司精锻差速器直齿锥齿轮产品的精度和质量指标处于国内同行领先水平，市场占有率常年稳居市场第一。未来随着公司产能设备规模和技术实力的提高，公司产品市占率有望进一步提升。

### 2.2.2 公司精锻齿轮进口替代趋势良好

凭借优良的产品质量，公司产品得到了国内外领先水平的整车制造商或其动力总成供应商的高度认可，进入了吉凯恩、麦格纳、大众、通用、德纳和约翰迪尔等多家著名企业的全球采购体系，是国内同行中唯一的同时为通用、大众、福特、奔驰、宝马、丰田、现代等公司众多车型配套差速器锥齿轮的企业。公司产品为我国汽车销量排名前十位的企业集团上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、华晨、长城、江淮和吉利等都在直接或间接配套。近些年公司合资客户收入占比在不断提高，2015 年对外资合资品牌车型配套齿轮的销售额 5.8 亿元，与上年同比增长 11.45%，占产品销售收入的比例为 83.44%，进口替代趋势良好。同时外资优质客户收入占比高是公司产品高毛利率稳定的重要原因。

**表 2: 公司主要客户**

客户类型	具体客户
国外零部件客户	吉凯恩(日本、美国)、麦格纳、大众、德纳、通用、约翰迪尔、格特拉克等
国外整车客户	通用、大众、福特、奔驰、宝马、丰田、现代等

客户类型	具体客户
国内零部件客户	吉凯恩(上海)、柳州五菱、东安动力、上汽变速器、东安发动机、一汽夏利、重庆青山、大众(大连)、一汽大众、唐山爱信等
国内整车客户	上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、华晨、长城、江淮、吉利、比亚迪、奇瑞等

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3 订单充足, 产能释放, 16年业绩有望超预期

#### 3.1 大众DSG项目扩产, 公司配套产品上量

大众集团投资10亿欧元在中国天津建设第二家变速器厂, 主要产品为用于大众和斯柯达品牌的DQ380和DQ500系列双离合自动变速箱, 以及奥迪车型的DL382系列变速箱。其中大众DQ380和DQ500项目, 今年开始进入量产爬坡阶段, 二季度开始产品需求已在明显上升, 前期投入设备的产能利用率在逐步提升。DL382项目一期2016年也将逐步达产。

根据大众自动变速器公司的产能规划, 天津工厂未来2年产量规模还会有一个明显提升, 同带公司相关配套产品也将逐步上量。

表 3: 大众变速器产能预计 (单位: 万台)

基地	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
大连	DQ200	100	110	120	120
天津	DQ380	15	45	60	90
	DQ500		25	45	45
	DL382		15	25	35

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

在大连DQ200项目中, 变速箱中差速器锥齿轮100%由公司供应, DSG中结合齿轮的供应比例约为40%, 未来随着公司产能规模的扩大以及制造工艺的提升, 结合齿轮的配套比例有望更进一步提高。

在天津的DQ380和DQ500项目中, 变速箱中差速器锥形齿同样100%由公司供应, DQ500项目结合齿也全由公司供应, 未来结合齿轮供应比例和二期相关锥齿轮, 结合齿轮项目仍在洽谈中。根据公司订单情况来看, 大连天津项目达产后年销售额将接近4亿元, 16年天津项目产能已开始逐步释放。

表 4: 公司产品配套大众DSG情况

生产基地	项目	变速箱类型	配套车型	公司配套产品比例
大众大连	DQ200	7档干式DSG	一汽大众、上海大众	锥形齿 100% 结合齿 40%
大众天津	DQ380	7档湿式DSG	45	锥形齿 100%
	DQ500		途观	锥形齿 100% 结合齿 100%
	DL382	DSG	奥迪	轴类件 25% 未来比例有望提高

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

为满足大众奥迪天津项目的产能要求，公司子公司太平洋齿轮投资 2.8 亿人民币新增 800 万齿轮（轴）产能，项目计划于 2016 年 6 月底全面建成，2019 年将全面达产。

此外，公司已计划投资 5 亿元在天津成立北方基地。计划 2017 年下半年投产，未来将为大众自动变速器天津工厂新项目以及一汽-大众青岛/天津基地提供零部件配套。同时，也能更好的开拓如北京奔驰、北京现代、爱信、长城等北方客户，为公司未来业绩增长打下基础。

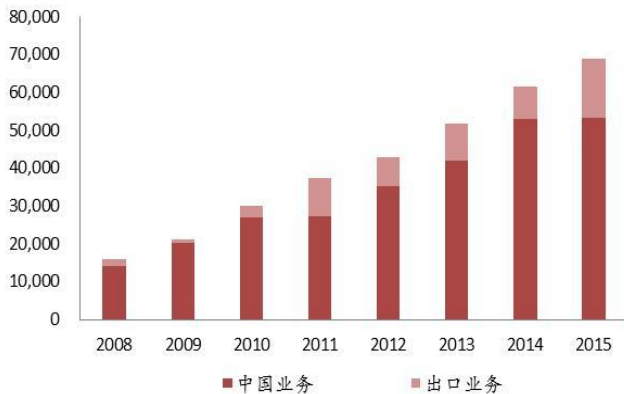
### 3.2 出口订单支撑业绩高增长

2015 年公司全年营收较去年增长近 7000 万元，主要受益于出口市场的快速增长，其中出口市场销售收入比上年同期增长 70.93%，国内市场销售收入比上年同期增长 2.28%。公司一季度出口市场销售收入更是比去年同期增长 90.41%。

公司出口订单主要来自“美国和东南亚出口汽车电动差速器齿轮技改项目”和“大众捷克工厂 DQ200 变速器项目”。

其中美国和东南亚差速器齿轮出口项目一季度已实现营业收入 3149 万元，预计随着出口生产线产能逐步扩大，2016 年全年该项目有望贡献收入超过 1.5 亿元。此外 2015 年 3 月 31 日和德国大众及大众捷克已下达正式采购合同订单，15 年 4 月开始公司已开始为大众捷克工厂 DQ200 变速箱批量供货。公司出口订单饱满，未来出口业务将为公司业绩攀升提供新的动力。

图 8: 公司 2008-2015 进出口业务占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司近五年精锻齿轮分业务情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 积极开拓新兴业务，挖掘未来利润增长点

轴类件大概率成为公司下一个利润增长点。中高端自动变速器轴类件制造过程中对轴类件的制造精度要求很高，生产过程中需要高精度的精锻工艺。公司赢得奥迪轴类件业务订单，标志着公司精锻技术和相关产品质量获得奥迪认可，有利于公司未来获得更多轴类件订单。

同时轴类件和结合齿轮本身可以组成轴齿套件，高集成度的成套组件一方面有利于提高产品装配性和稳定性，另一方面集中采购有利于控制产品成本。强竞争力的成套组件有望扩大产品盈利空间，提升公司在变速箱领域的行业地位。

奥迪 DL382 项目中公司获得了 3 根轴的提名, 其中一根轴已由公司小批量生产, 其它几根轴公司都在按客户的要求开发中, 未来轴类件市场空间非常广阔。

**精锻新能源电动汽车电机轴, 享新能源盛宴。**2015 Q1 公司公告成功获得美国克莱斯勒新能源电动汽车电机轴项目。由于电动汽车电机轴对强度要求较高, 生产过程中精锻工艺必不可少。目前国内由于新能源车产量不大, 电机轴供应商集中度较低, 工艺水平参差不齐, 公司的工艺水平远超目前市场上其他电机轴供应商, 现已有多家优质客户对公司电机轴类产品表示配套意向。未来新能源车是中国汽车市场发展必然方向, 公司电机轴产品有望令公司分享未来新能源盛宴。

## 5 收购宁波诺依克, 迈出外延并购第一步

15 年底公司公告拟斥资 1 亿元收购宁波诺依克电子有限公司 100% 股权。诺依克是国内主机厂 OCV/VVT 总成供应商, 主营业务为汽车可变气门正时技术 VVT 系统 (相位调节器和 OCV 阀) 总成业务的研发、生产和销售。同时该公司在出口欧美售后市场的传感器业务、用于涡轮增压系统进气压力控制用的 VNT 真空调节阀、增压压力限压阀、泄压阀和用于汽车自动变速器油压调节和控制用的电磁阀及阀块总成、换挡开关等相关的汽车动力总成零部件业务领域有一定的基础研发能力和产品市场开发积累。

本次收购有利于公司进一步拓展汽车电子控制产品领域市场业务, 更好地顺应新能源汽车产业的发展需求, 打造形成具有较强竞争力的高端汽车零部件业务模块。同时 VVT 产品本身也是节能减排的高毛利关键部件, 未来辅以母公司技术资金支持, 公司 VVT 产品有望形成规模, 为公司贡献可观利润。诺依克承诺 2015 年~2017 年扣非净利不低于 380 万元/1,100 万元/1,700 万元。若 16 年下半年并表, 其 16 年将为公司贡献 500~600 万净利润。

我们认为收购宁波诺依克是公司迈出外延的第一步, 未来我们持续看好公司在轻量化, 新材料, 新能源方面的外延拓展。

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 主营业务盈利预测

公司在手订单充足, 各项业务收入增速取决于公司产能分配计划, 下表仅代表我方预测各项业务增速。考虑到公司出口业务爆发以及天津项目投产, 16 年收入增速略大于 17 年, 而公司产品的升级换代有望提升公司产品附加值和毛利率。

**表 5: 主营业务收入及增速预测**

	百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	689.27	850.47	1030.35	1295.82
	yoy	12.08%	25.42%	21.15%	25.76%
	毛利率	38.30%	38.80%	37.96%	37.58
半轴齿轮	收入	347.13	430.44	516.53	630.17
	yoy	13.42%	24.00%	20.00%	22.00%
	毛利率	37.96%	38.50%	37.50%	37.00%

	百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
行星齿轮	收入	219.15	267.37	315.49	384.90
	yoy	12.06%	22.00%	18.00%	22.00%
	毛利率	35.12%	36.50%	35.50%	35.00%
结合齿轮	收入	122.99	142.67	178.33	240.75
	yoy	8.49%	16.00%	25.00%	35.00%
	毛利率	44.91%	44.00%	43.50%	43.00%
轴类件	收入		10.00	20.00	40.00
	yoy			100.00%	100.00%
	毛利率		39.00%	39.00%	39.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 6.2 估值与评级

考虑到出口业务和奥迪大众天津大连项目的需求增量, 以及公司多方式扩产的产能情况, 我们预计公司 16-18 年的 EPS 分别是 0.68、0.83、1.02 元, 对应 PE 分别是 27、22、18 倍, 给予“买入”评级。

## 7 风险提示

汽车市场或持续低迷; 大众 DSG 国产化进程或不达预期; 人力问题或未有效缓解。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	698.44	861.79	1044.07	1313.06	净利润	139.92	182.83	223.31	273.93
营业成本	425.48	527.42	647.79	819.58	折旧与摊销	86.52	99.55	111.87	125.10
营业税金及附加	4.36	8.45	10.23	12.87	财务费用	12.92	1.88	2.29	2.93
销售费用	17.15	21.54	25.06	31.51	资产减值损失	4.72	-1.00	0.00	0.00
管理费用	73.25	88.76	104.41	131.31	经营营运资本变动	-67.25	-69.67	-85.63	-133.09
财务费用	12.92	1.88	2.29	2.93	其他	27.38	-7.27	4.48	5.35
资产减值损失	4.72	-1.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	204.21	206.32	256.32	274.22
投资收益	0.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-115.62	-200.00	-171.00	-272.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-50.20	-5.00	-5.00	-5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-165.81	-205.00	-176.00	-277.00
<b>营业利润</b>	160.74	214.74	254.30	314.87	短期借款	35.00	-27.85	-47.78	53.93
其他非经营损益	12.04	10.97	11.55	11.24	长期借款	40.71	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	172.78	225.72	265.85	326.11	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.86	42.89	42.54	52.18	支付股利	-28.80	-32.09	-42.02	-51.33
净利润	139.92	182.83	223.31	273.93	其他	2.92	9.50	27.71	27.07
少数股东损益	0.00	-0.40	-0.50	-0.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	49.83	-50.44	-62.09	29.68
归属母公司股东净利润	139.92	183.23	223.81	274.53	<b>现金流量净额</b>	88.10	-49.12	18.23	26.90
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	135.30	86.18	104.41	131.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	280.41	340.63	412.72	522.07	销售收入增长率	11.30%	23.39%	21.15%	25.76%
存货	154.24	191.84	236.23	299.60	营业利润增长率	14.90%	33.60%	18.42%	23.82%
其他流动资产	23.80	33.59	38.10	48.48	净利润增长率	11.43%	30.66%	22.14%	22.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19.81%	21.52%	16.53%	20.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1063.45	1170.09	1235.41	1388.49	毛利率	39.08%	38.80%	37.96%	37.58%
无形资产和开发支出	53.24	47.13	41.03	34.93	三费率	14.79%	13.02%	12.62%	12.62%
其他非流动资产	94.02	98.94	103.85	108.76	净利率	20.03%	21.22%	21.39%	20.86%
<b>资产总计</b>	1804.46	1968.40	2171.76	2533.63	ROE	10.84%	12.71%	13.79%	14.87%
短期借款	258.00	230.15	182.37	236.30	ROA	7.75%	9.29%	10.28%	10.81%
应付和预收款项	130.18	159.36	197.13	248.68	ROIC	10.21%	11.33%	12.71%	14.08%
长期借款	60.71	60.71	60.71	60.71	EBITDA/销售收入	37.25%	36.69%	35.29%	33.73%
其他负债	64.21	79.73	111.80	145.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	513.09	529.94	552.01	691.29	总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.56
股本	270.00	270.00	270.00	270.00	固定资产周转率	0.84	0.90	1.00	1.17
资本公积	485.62	485.62	485.62	485.62	应收账款周转率	4.32	4.31	4.45	4.46
留存收益	532.10	683.24	865.03	1088.23	存货周转率	2.84	3.00	2.99	3.03
归属母公司股东权益	1291.37	1438.86	1620.64	1843.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.40	-0.90	-1.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1291.37	1438.46	1619.74	1842.35	资产负债率	28.43%	26.92%	25.42%	27.28%
负债和股东权益合计	1804.46	1968.40	2171.76	2533.63	带息债务/总负债	62.12%	54.88%	44.03%	42.97%
					流动比率	1.44	1.63	2.02	2.00
					速动比率	1.07	1.15	1.42	1.40
					股利支付率	20.58%	17.51%	18.78%	18.70%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	260.18	316.17	368.45	442.90	每股收益	0.52	0.68	0.83	1.02
PE	35	27	22	18	每股净资产	4.78	5.33	6.00	6.82
PB	3.76	3.38	3.00	2.64	每股经营现金	0.76	0.76	0.95	1.02
PS	6.96	5.64	4.65	3.70	每股股利	0.11	0.12	0.16	0.19
EV/EBITDA	19.08	15.71	13.29	11.10					
股息率	0.59%	0.66%	0.86%	1.06%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn