



公司研究

汽车零部件 III / 汽车零部件 II / 汽车

投资评级	买入
评级变动	首次
总股本	4.05 亿股
流通股本	3.75 亿股
ROE (加权)	10.15%
每股净资产	3.46 元
当前股价*	16.50 元

注：上述财务数据截止 2016 年三季度

* 为 3 月 21 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

周鹏

zhoupeng@ gwgsc.com

联系电话：0592-5161646

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

精锻科技 (300258)

——乘用车精锻齿轮龙头，持续快速增长可期

主要观点：

◆**锥齿轮市占率高，海外市场拉动业绩增长。**公司锥齿轮国内市场占有率达到 35%左右，全球市场占有率则在 10%左右；公司业绩增幅保持良好势头，主要得益于出口市场的快速增长。2016 年公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 28.14%；归属于母公司的净利润为 1.89 亿元，同比增长 34.73%。

◆**质量领先+自主研发，竞争优势显著。**2016 年上半年公司投入研发费用 1883.30 万元，比上年同期增长 12.40%，大量的研发投入将保证公司在未来更具技术优势地位，公司已连续多年在国内轿车精锻齿轮行业产销量排名第一，也是国内同行中唯一的为通用、大众、福特、奔驰、宝马、丰田、现代等配套差速器锥齿轮的企业。公司不断优化产品结构，开拓新的业绩来源，公司综合毛利率稳定在 40%左右的较高水平，整体盈利能力强。

◆**自动挡占比提升，公司精锻齿轮需求潜力大。**自动挡市场占有率 45.7%，与欧美等发达国家和地区相比仍存在较大差距，美国接近 90%，日本则在 80%以上。我国自动变速器的市场占有率仍有很大提升空间，未来公司锥齿轮、结合齿齿轮主要为自动变速器配套，将迎来良好的发展契机。

◆**收购宁波诺依克，打开增长新空间。**2016 年，公司以现金 1 亿元全资收购诺依克，并更名为宁波电控。我国乘用车采用 VVT 的车型比例从 2002 年的 3.3%增加至 2011 年的 63%，未来预计我国使用 VVT 的乘用车车型将会增加至 80%以上，市场空间十分广阔。公司预计未来将重点布局 VVT 领域，扩大在国内品牌中的市场占有率，然后再借助公司与合资品牌多年良好的合作关系进入合资品牌，获



得更大的市场，将这块业务打造成公司新的核心产品和利润来源。宁波电控承诺 2016、2017 年净利润为不低于 1100 万元、1700 万元，预计 2016 年能够超额完成任务，2017 年订单处于上升的良好态势。

投资建议：

我们预计公司2017-2018年的净利润分别为2.63亿元、3.45亿元，EPS分别为0.65元、0.85元，对应P/E分别为25.38倍、19.41倍，目前汽车零部件III P/E（TTM，剔除负值）中位数为51.47，公司业绩持续快速增长可期，估值水平较低，首次我们给予其“买入”投资评级。

风险提示：

行业发展不及预期；并购整合风险。

主要财务数据及预测

关键指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	627.55	698.44	895.13	1165.05	1519.16
增长率	18.02%	11.30%	28.16%	30.15%	30.39%
归属母公司股东净利润（百万元）	125.57	139.92	188.57	263.22	345.19
增长率	2.92%	11.43%	34.77%	39.59%	31.14%
基准股本（百万）	180.00	270.00	405.00	405.00	405.00
每股收益（元）	0.70	0.52	0.47	0.65	0.85
销售毛利率	38.35%	39.08%	39.69%	39.59%	39.52%
净资产收益率	10.65%	10.84%	13.09%	15.97%	17.97%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目 录

1 乘用车精锻齿轮龙头，竞争优势显著	4
1.1 锥齿轮市占率高，海外市场拉动业绩增长.....	4
1.2 质量领先+自主研发，竞争优势显著.....	6
1.2.1 产学研一体化，不断加大研发投入.....	6
1.2.2 竞争优势显著，客户结构优良、盈利能力强.....	7
2 自动挡占比提升，公司精锻齿轮需求潜力大	9
2.1 汽车工业前景向好，保有量上升空间大.....	9
2.2 自动挡占比提升，公司精锻齿轮需求潜力大.....	10
3 收购宁波诺依克，打开成长新空间	13
3.1 VVT 节能减排明显，市场前景广阔.....	13
3.2 收购宁波诺依克，打开成长新空间.....	13
4 盈利预测	15



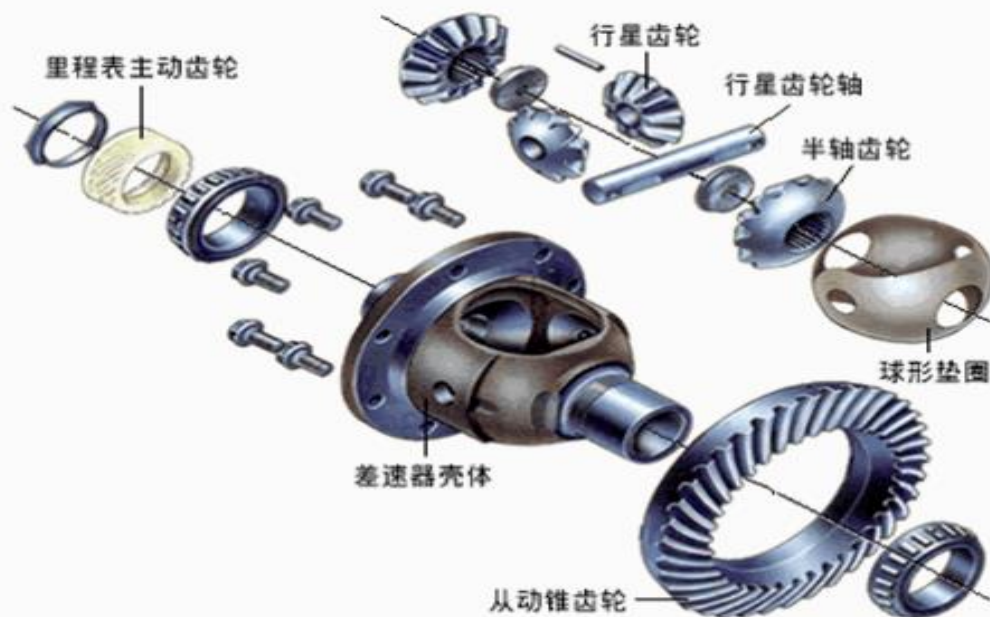
1 乘用车精锻齿轮龙头，竞争优势显著

1.1 锥齿轮市占率高，海外市场拉动业绩增长

公司是一家具有自主创新能力、拥有自主知识产权、掌握先进的齿轮模具设计开发与制造核心技术、采用冷温热精密锻造成形技术、专业化制造高品质汽车齿轮的高新技术企业，是我国锻压行业精锻齿轮领域的排头兵企业。

公司主营业务为汽车精锻齿轮及其它精密锻件的研发、生产与销售，主要产品为汽车差速器半轴齿轮和行星齿轮（均为锥齿轮）、汽车变速器结合齿齿轮，产品配套对象主要以乘用车为主。截止 2016 年上半年，公司行星半轴齿轮类产品销售额占主营业务收入的比例为 82.49%，结合齿及其他产品的销售额占主营业务收入比为 17.51%，公司锥齿轮国内市场占有率达到 35%左右，全球市场占有率则在 10%左右。

图表 1 汽车差速器总成示意图



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

公司业绩增幅保持良好势头，乘用车精锻齿轮产销量继续保持行业第一的地位。公司在国内汽车增长态势平稳的形势下仍实现了良好的业绩增长，主要得益于出口市场的快速增长，这是基于公司在国际市场竞争力的不断提升和公司积极的国际市场拓展力度，同时也体现了公司的品牌信誉、研发能力、产能保证能力和可靠的质量保证能力。

2016 年上半年，公司国内市场销售额 3.03 亿元，占主营业务收入的比例为 72.79%，比上年同期增长 9.97%；出口产品销售额 1.13 亿元，占主营业务收入的比例为 27.21%，比上年同期增



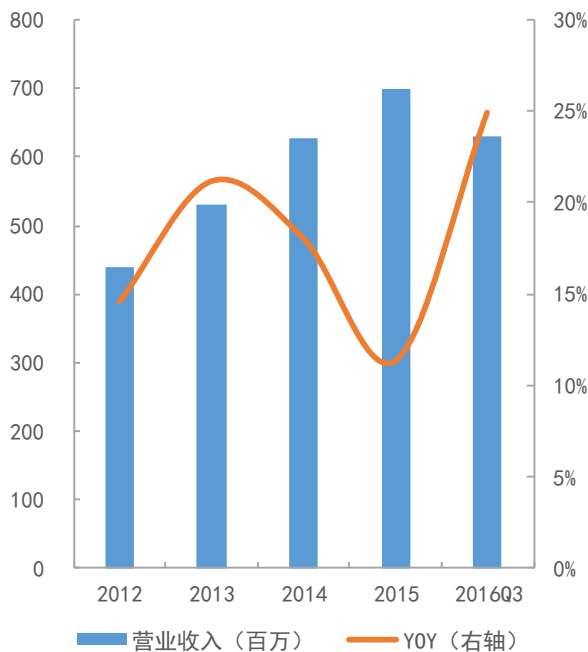
长 71%，出口产品销售收入同比主要增长点为出口泰国、北美和欧洲；“向美国和东南亚出口汽车电动差速器齿轮技改项目”产品 2016 年 1-9 月已实现销售收入 1607.97 万美元（折合人民币 10567.81 万元），有效保障了公司出口业务的良好增长。

图表 2 公司主要产品

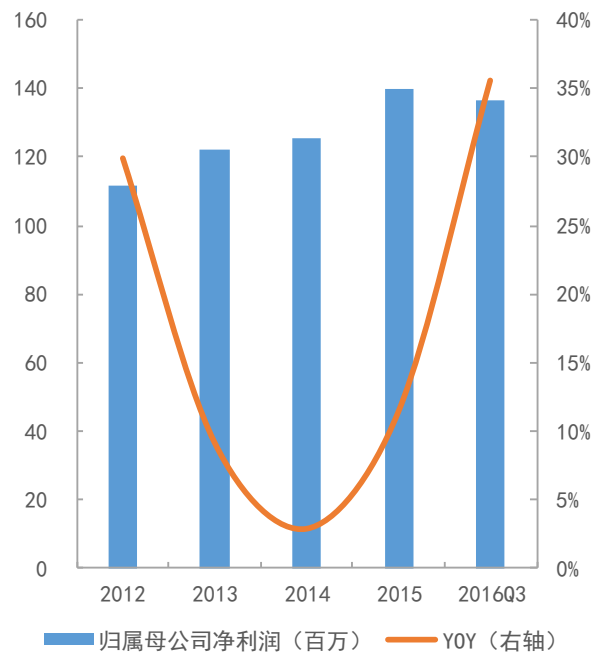
产品	主要用途
差速器半轴齿轮	主要用于汽车差速器总成，将主减速器传递来的动力分传给左右半轴，并根据汽车行驶需要，使左右半轴差速转动，防止汽车转弯时车轮产生滑拖。行星齿轮与半轴齿轮是差速器中的齿轮，起改变速比、传递扭矩作用。
差速器行星齿轮	
变速器结合齿齿轮	主要用于汽车变速器总成，改变传动比、扩大驱动轮转矩和转速的变化范围，以适应经常变化的行驶条件，同时使发动机在功率较高而油耗较低的情况下工作。

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 3 近 5 年公司营业收入及同比增速



图表 4 近 5 年归属于母公司净利润及同比增速



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 28.14%；归属于母公司的净利润为 1.89 亿元，同比增长 34.73%。

1.2 质量领先+自主研发，竞争优势显著

公司始终目标中高端客户和市场，定位“质量领先+自主研发”，同时不断提升自身管理水平，与国内竞争对手相比，具有明显的竞争优势，与国外竞争对手相比，在质量和性能相当的同时具有明显的价格比较竞争优势。

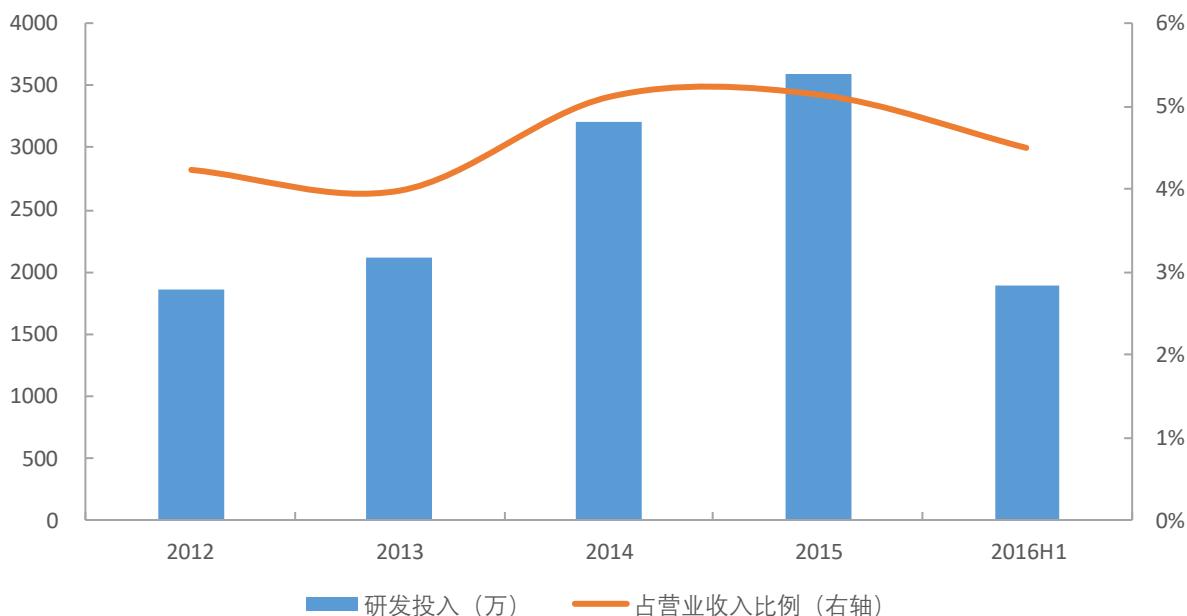
1.2.1 产学研一体化，不断加大研发投入

随着供应商对汽车整车制造的参与性越来越强，研发能力成为汽车行业主机厂选择供应商的重要条件。公司始终将技术研发视为业务核心，不断加大技术开发投入力度，并与主要客户的研发部门如大众、GKN、GETRAG、奔驰、奥迪等建立了良好的合作关系。

2016年上半年公司投入研发费用 1883.30 万元，比上年同期增长 12.40%，大量的研发投入将保证公司在未来更具技术优势地位，同时提高公司参与国际市场竞争的能力，也是公司进一步丰富产品类型、完善产品结构、保持业绩持续快速增长的必要条件。

公司在加强自身研发实力的同时，重视与有关高校及科研院所的合作，形成了以公司为主体、科研院校为协作平台的产学研一体化的运作模式。公司与华中科技大学、武汉理工大学、南京理工大学、吉林大学、上海交通大学、机科发展科技股份有限公司、机械科学研究总院北京机电所等建立了密切的技术合作关系。

图表 5 近 5 年公司研发投入及其占营业收入比例



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



1.2.2 竞争优势显著，客户结构优良、盈利能力强

公司通过自主研发，掌握了高精度齿轮模具设计开发和制造的核心技术，掌握了先进的冷温热复合精密锻造、机加工、热处理、检测和试验等成套制造技术（系统的工艺制造技术）；建立了严格的质量管理体系，产品质量达到了国内领先和国际先进水平，竞争优势显著。

公司已连续多年在国内轿车精锻齿轮行业产销量排名第一，也是国内同行中唯一的同时为通用、大众、福特、奔驰、宝马、丰田、现代等配套变速器锥齿轮的企业，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 GKN、MAGNA、VW、GM、AAM、DANA、GETRAG、John Deere 等国际著名企业的全球配套采购体系；根据乘联会数据，除东风日产外，2016 年上半年中国车企乘用车销量排行前 10 均为公司现有客户；同时公司产品出口市场增长趋势良好，出口产品配套的最终客户包括通用、福特、大众、宝马、丰田、日产、尼桑等。

由于供应商资格认证严格，汽车制造商与配套供应商建立稳定的供应关系通常需要三到五年的时间，这一特征，决定了汽车配套供应商与汽车制造商之间相互依存、长期合作的关系，即每一家汽车制造商都有相对稳定的一级、二级配套供应商。因此，公司现有客户忠诚度相对很高，为业绩稳定增长打下了坚实的基础。

2016 年上半年，公司对外资合资品牌车型配套齿轮的销售额为 3.69 亿元，同比增长 28.22%，占主营业务收入的比例为 88.74%，对自主品牌车型配套齿轮的销售额为 4681.89 万元，比上年同期下降 12.68%。外资合资品牌主要增长客户有 GKN 集团（泰国、中国、美国、日本）、大众汽车集团（天津、大连、捷克斯柯达）、AAM 中国、DANA 中国、格特拉克、约翰迪尔、唐山爱信等，其为公司营业收入的增长和未来的发展提供了良好的市场保障。

公司不断优化产品结构，开拓新的业绩来源，综合毛利率稳定在 40%左右的较高水平，整体盈利能力强。

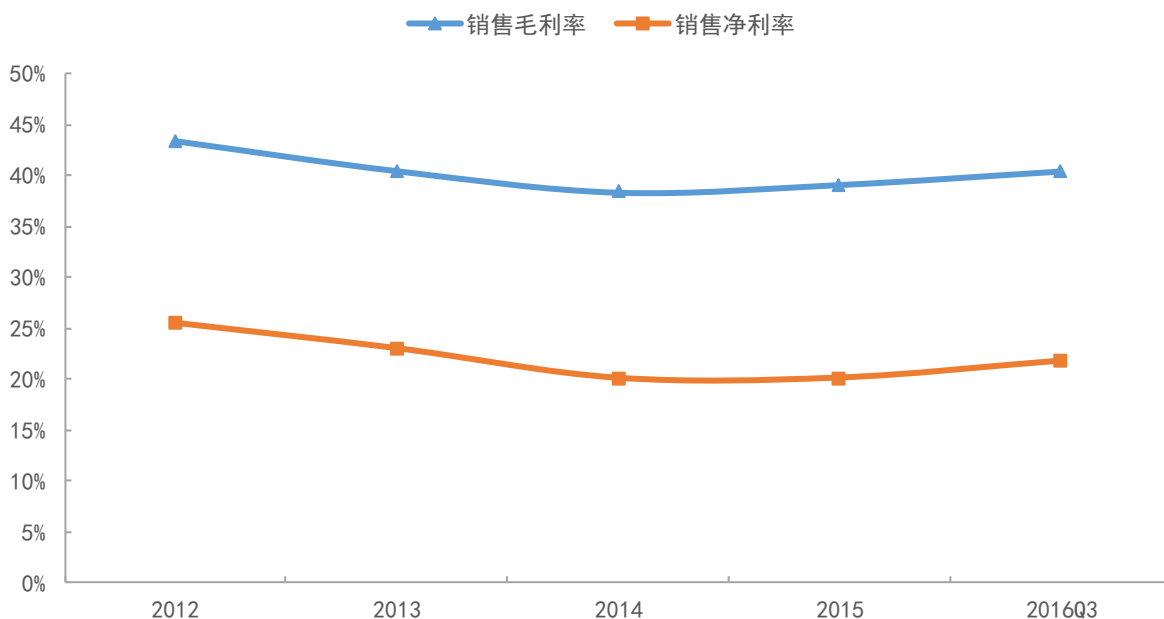
新能源车传动系统的部件和零件的超精密加工、汽车零部件的轻量化是公司未来主要新业务拓展的方向之一。轻量化方面包括汽车底盘铝合金锻件、空调压缩机涡盘等，公司将投入部分研究开发工作，已有意向客户。新能源主要包括电机轴和传动系统零部件等，公司有 2 项新能源纯电动车的电桥小总成新品项目和 1 项中央电机轴新品项目得到了客户的定点配套提名，这些项目都已成立项目组并在按计划开发中。

图表 6 公司主要客户



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

图表 7 近 5 年公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 自动挡占比提升，公司精锻齿轮需求潜力大

2.1 汽车工业前景向好，保有量上升空间大

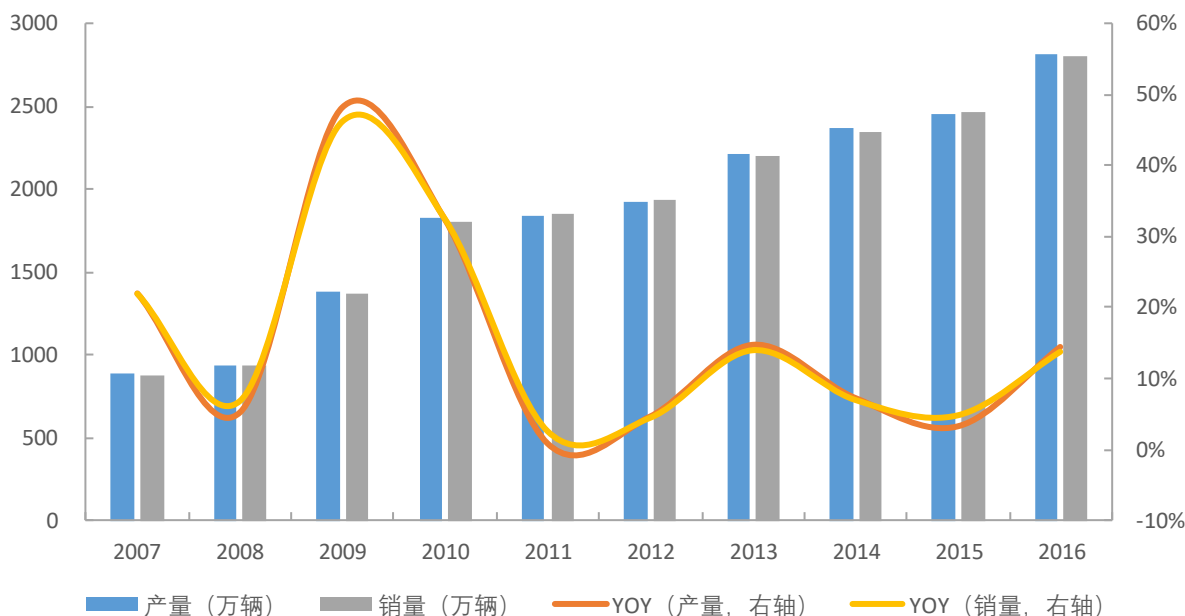
2016年，中国汽车产销呈现较快增长，产销总量再创历史新高，连续八年蝉联全球第一。汽车产销分别完成2811.9万辆和2802.8万辆，比上年同期分别增长14.5%和13.7%，高于上年同期11.2和9.0个百分点。

其中，乘用车产销分别完成2442.1万辆和2437.7万辆，比上年同期分别增长15.5%和14.9%，增速高于汽车总体1.0和1.2个百分点，其快速增长对于汽车产销增长贡献度分别达到92.3%和94.1%。

公安部数据显示，截至2016年底，全国机动车保有量达2.9亿辆，其中汽车1.94亿辆，同比增长12.8%，汽车保有量保持快速增长趋势。但是，汽车千人保有量只有140，而日本2015年千人保有量为609，汽车销量仍有较大增长空间。

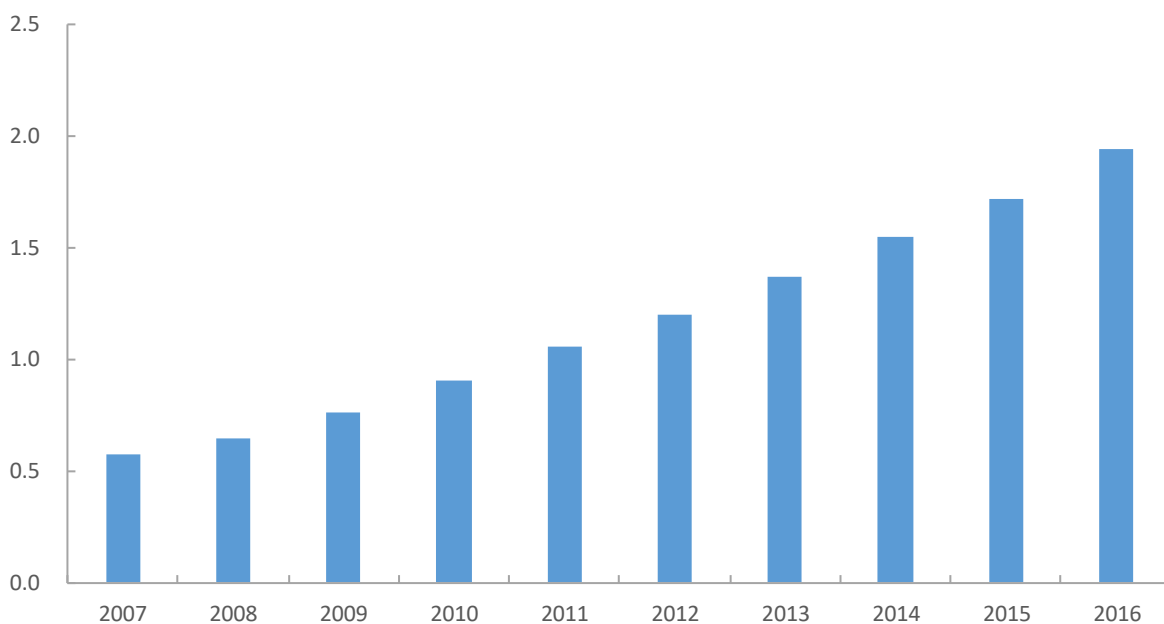
我国汽车工业的蓬勃发展，有效的刺激了我国汽车零部件行业的市场需求，尤其是乘用车的持续增长，将进一步带动公司精锻齿轮业务稳定增长。

图表8 2007-2016年中国汽车产销量及同比增速



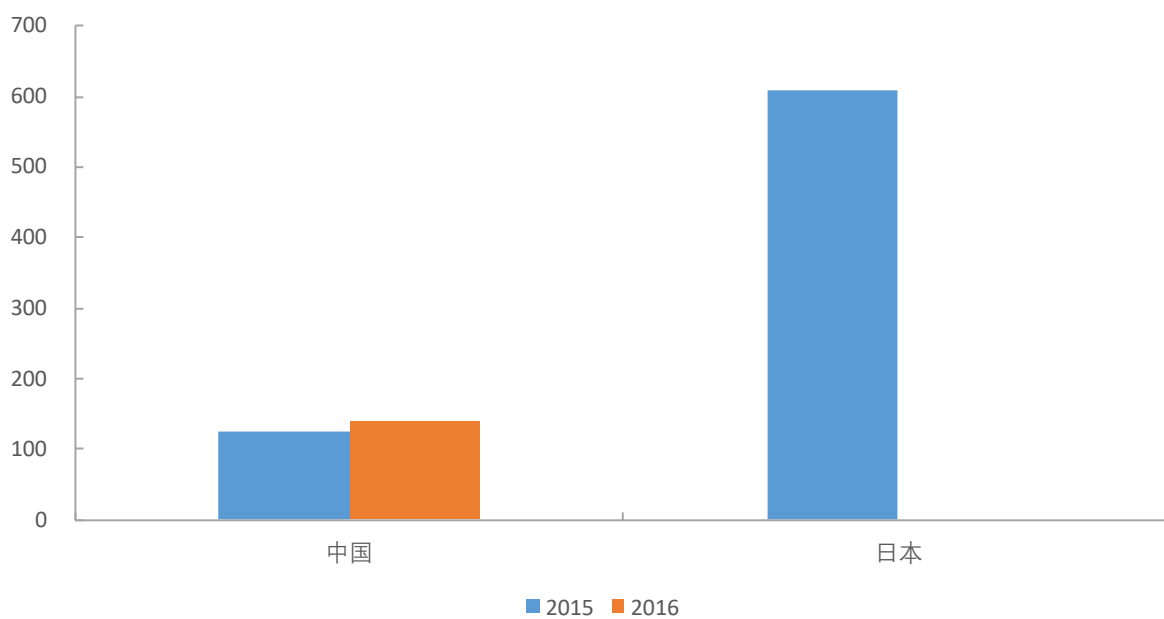
数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 9 2007-2016 年中国汽车保有量（亿辆）



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 10 中国、日本汽车千人保有量



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

2.2 自动挡占比提升，公司精锻齿轮需求潜力大

近年来，车辆驾驶的自动化配置已成为汽车发展的主要趋势，主要原因在于，传统的手动变速器虽然价格低廉、工作可靠，但换挡过程中存在动力中断、换挡冲击大、操作水平要求高等缺点，而自动变速器在可操控性和驾驶舒适性等方面有显著优势。



图表 11 变速器分类

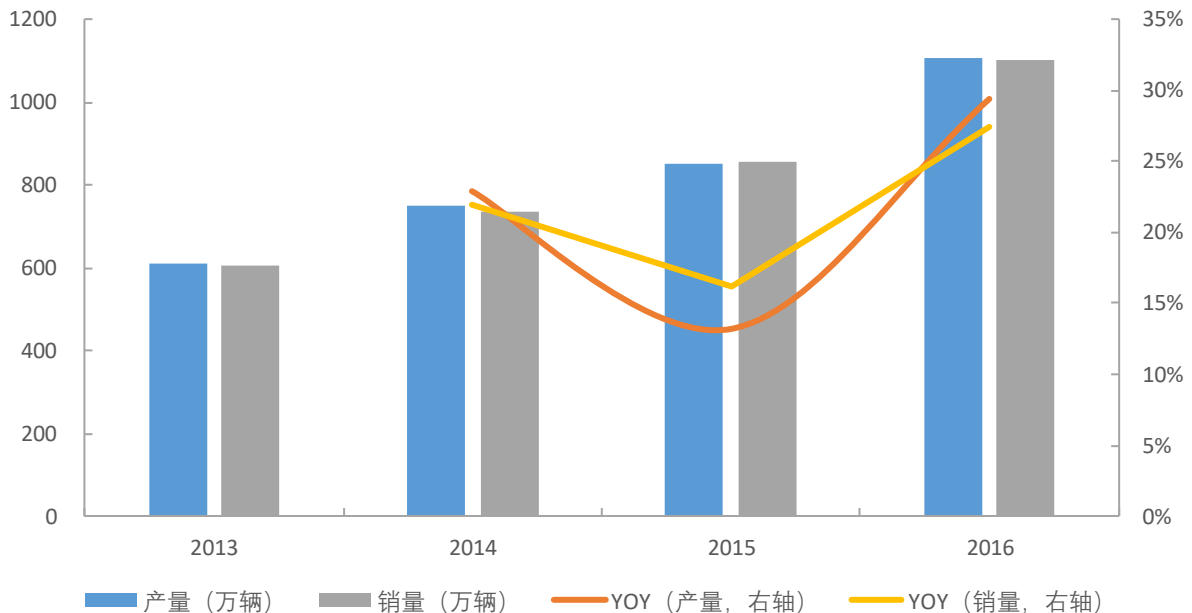
类别	分类	手/自动	特点
手动变速	手动变速器 (MT)		有离合器踏板, 齿轮变速, 必须手动操作换挡
	自动离合变速器 (AMT)		无离合器踏板, 齿轮变速, 必须手动操作换挡
自动变速	自动变速器 (AT)	纯自动变速器	无离合器踏板, 液力变矩器+齿轮变速, 无需手动操作换挡
		手自一体变速器	无离合器踏板, 液力变矩器+齿轮变速, 可自动换挡, 可手动换挡
	双离合变速器 (DCT)	手自一体变速器	无离合器踏板, 齿轮变速, 可自动换挡, 也可手动换挡
	无级变速器 (CVT)	手自一体变速器	无离合器踏板, 液力变矩器+金属带变速, 可自动换挡, 可手动换挡

资料来源:《汽车为什么会跑》, 长城国瑞证券研究所

从乘用车销量来看, 我国自动挡乘用车市场呈现快速增长态势, 截至 2016 年底, 累计生产自动挡乘用车 1108.2 万辆, 同比增长 29.4%, 销售自动挡乘用车 1101.3 万辆, 同比增长 27.4%; 自动挡市场占有率逐年上升, 从 2009 年最低的 27.9%, 上升至 2016 年 45.7%, 但与欧美等发达国家和地区相比仍存在较大差距。自动变速器在美国汽车市场上的占有率接近 90%, 在日本汽车市场上占有率在 80%以上, 在欧洲乘用车市场上占有率在 50%以上。

我国自动变速器的市场占有率仍有很大提升空间, 未来公司锥齿轮、结合齿齿轮主要为自动变速器配套, 将迎来了良好的发展契机。

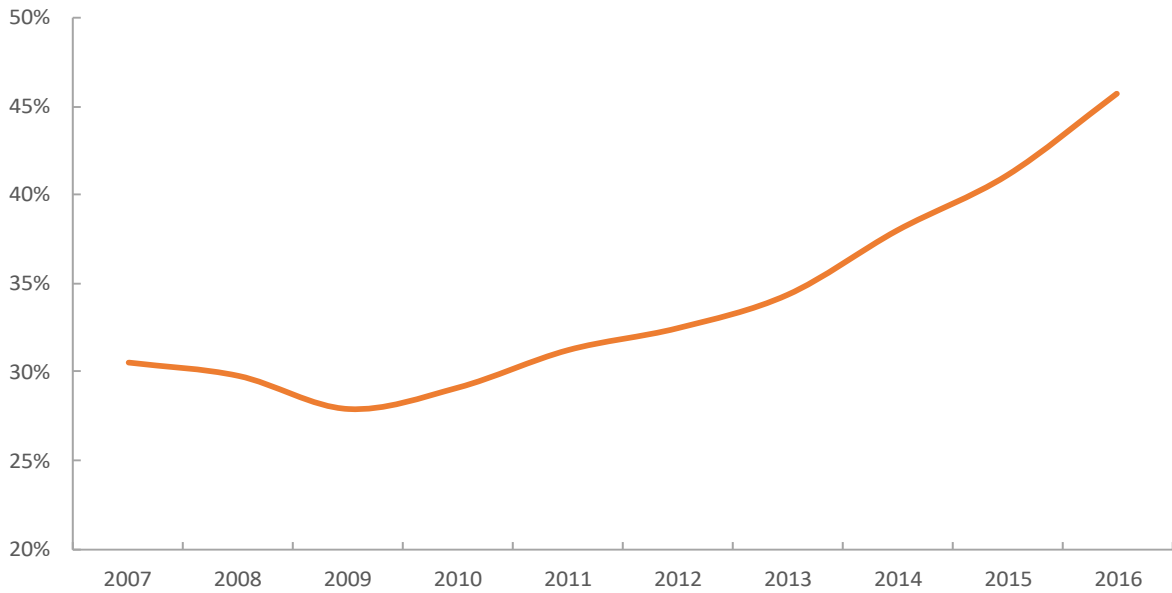
图表 12 2013-2016 年国内制造自动挡乘用车产销量及同比增速



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



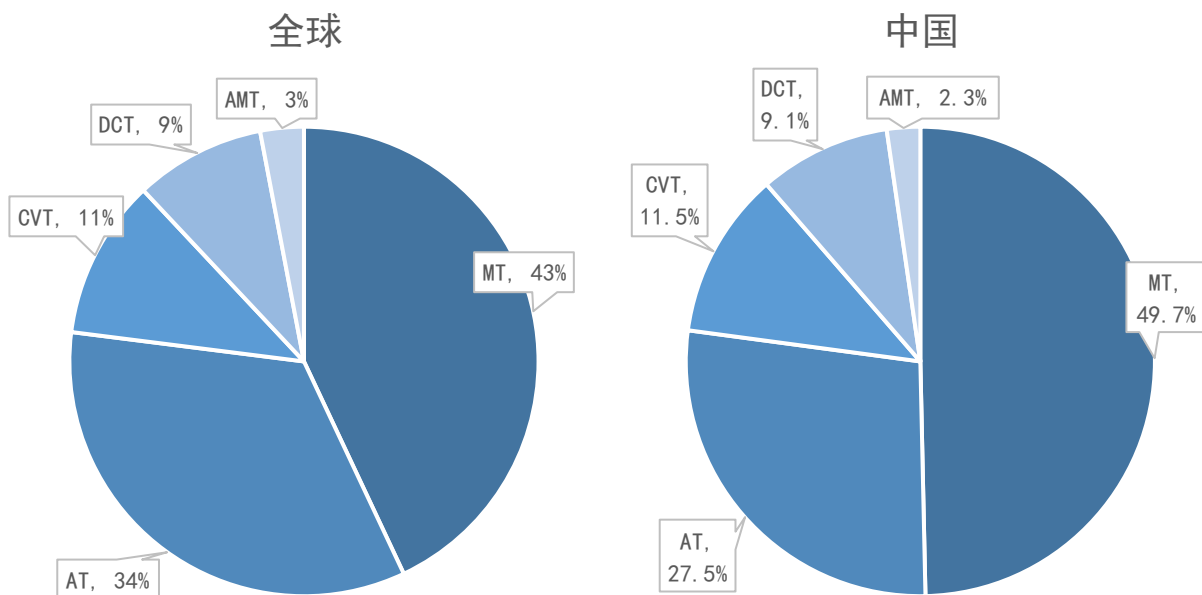
图表 13 2007-2016 年国内制造自动挡乘用车市场占有率



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

公司结合齿主要为 DCT 配套, 未来随着自主品牌和合资品牌 DCT 自动变速器项目的产能提升, 对锻造结合齿的市场需求将逐步增长, 其中, 大众变速器项目将是公司未来几年业务的主要增长点之一, 大众天津变速器规划产能每年 180 万台套 DCT 自动变速器, 公司已承接部分项目, 已承接项目产能达产后将实现每年 5 亿元的营收规模。另外, 公司正与格特拉克合作进行变速器结合齿的开发, 未来有望成为变速器结合齿的又一增长点。

图表 14 2018 年全球及中国汽车变速器市场结构预测



数据来源: 水清木华研究中心, 长城国瑞证券研究所



3 收购宁波诺依克，打开成长新空间

3.1 VVT 节能减排明显，市场前景广阔

发动机可变气门正时系统（VVT），是通过控制进气门开启角度提前和延迟来调节进气量，以达到减少油耗、增加动力的目的。由于具有低排放、低油耗、高功率输出特点，自 20 世纪 80 年代问世以来，就不断得到创新发展和应用。根据经验，采用可变气门正时系统（VVT）的发动机，百公里油耗比不具有该技术的同排量发动机节油 1 升以上，节能减排效果明显。VVT 技术节能减排且实现成本较低的优势，使其成为汽油发动机汽车的标准配置已是大趋所势，市场前景十分广阔。

我国乘用车采用可变气门正时技术（VVT）的车型比例从 2002 年的 3.3% 增加至 2011 年的 63%，已逐步被各主流品牌大量应用。大部分主机厂已经掌握了相关应用技术，部分企业在生产中应用该技术的比例已经达到 80% 以上。而自主品牌在 2008 年以后的上市车型中才开始逐步使用可变气门系统，目前正开始大范围应用，因此未来市场空间十分广阔。而随着国内自主品牌配套厂商可变气门技术的突破，也将打破该市场一直以来被外资厂商所垄断的局面。

2011 年国内乘用车中约有 63% 的车型使用了 VVT 系统，其中有 35% 的车型使用双 VVT、有 28% 的车型使用单 VVT、另有 37% 的车型暂未使用，日韩品牌、欧美品牌及自主品牌车型使用 VVT 的比例分别为 85%、82% 和 35%。预计随着新机型的增多，未来我国使用 VVT 系统的乘用车车型将会增加至 80% 以上，其中使用双 VVT 系统的车型比例将可达到 50%、使用单 VVT 系统的车型比例将可达到 30%。

图表 15 乘用车 VVT 使用情况

车型	VVT 使用情况	2011 年实际比例	2015 年估算比例
乘用车	双 VVT	35%	50%
	单 VVT	28%	30%
	不使用	37%	20%

数据来源：富临精工招股说明书，长城国瑞证券研究所

3.2 收购宁波诺依克，打开成长新空间

2016 年，公司以现金 1 亿元全资收购诺依克，并更名为宁波电控，其主要从事汽车可变气门正时技术 VVT 系统（相位调节器及 OCV 阀）总成业务的研发、生产和销售，已为国内五家主机厂正式配套 VVT，有两条智能化 VVT 生产线，生产单 VVT、双 VVT 共十多个品种，具有完善的工序和总成测试手段，产品百分之百经过模拟实际工况的智能检测，技术性能达到国际同等水平。

宁波电控业务领域与公司业务同属汽车动力总成系统，在营销渠道、市场拓展、研发体系、

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



制造能力、价值创造等方面有较强的互补性和双向支撑作用，便于公司进一步拓展汽车电子和电控产品领域市场业务，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模块，为公司的新品开发、未来的技术进步和企业的可持续健康发展，能够提供强有力的科技创新驱动能力和产能规模扩张带来的业绩成长支撑。

为进一步拓展宁波电控的产品系列，提升研发能力，扩大产能，公司计划在宁波经济技术开发区小港装备产业园购买 50 亩地扩建工厂和研发中心。

公司未来将重点布局 VVT 领域，扩大在国内品牌中的市场占有率，然后再借助公司与合资品牌多年良好的合作关系进入合资品牌，获得更大的市场，将这块业务打造成公司新的核心产品和利润来源。

宁波电控承诺 2016、2017 年净利润为不低于 1100 万元、1700 万元，预计 2016 年能够超额完成任务，2017 年订单处于上升的良好态势。



4 盈利预测

图表 16 盈利预测

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	627.55	698.44	895.13	1165.05	1519.16
增长率	18.02%	11.30%	28.16%	30.15%	30.39%
归属母公司股东净利润（百万元）	125.57	139.92	188.57	263.22	345.19
增长率	2.92%	11.43%	34.77%	39.59%	31.14%
基准股本（百万）	180.00	270.00	405.00	405.00	405.00
每股收益（元）	0.70	0.52	0.47	0.65	0.85
销售毛利率	38.35%	39.08%	39.69%	39.59%	39.52%
净资产收益率	10.65%	10.84%	13.09%	15.97%	17.97%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。