

业绩稳定增长，受益大众强周期

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布三季报, 2018 年前三季度实现营收 9.5 亿元, 同比增长 19%, 实现归属上市公司股东净利润 2.3 亿元, 同比增长 26%, EPS0.57 元。第三季度实现营收 3.1 亿元, 同比增长 11.5%, 实现归属上市公司股东净利润 0.7 亿元, 同比增长 22.9%。
- **业绩稳定增长, 费用率持续优化:** 公司为精锻齿轮细分领域的龙头企业, 下游客户覆盖了大众、通用、福特、丰田、吉利等国内外领先的整车厂商, 其中大众为公司最主要的客户。2018 年前三季度国内乘用车销量同比增长 0.6%, 其中第三季度同比下滑 7.7%, 而大众(上汽大众和一汽大众)第三季度累计销量同比下滑 2.3%, 对公司三季度业绩造成部分压力。受原材料价格上涨影响, 前三季度毛利率 39.5%, 较去年同期下滑 2.2 个百分点。销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为 2.7%、8.8%、0.9%, 分别同比变动-0.6%、-0.1%、-0.8%, 其中财务费用率大幅下滑主要因为汇兑损益增加。
- **全年业绩有望保持稳增长, 中长期仍将受益大众强产品周期:** 按照大众汽车规划, 今年四季度大众将推出途岳、探岳、全新一代帕萨特等全新车型, 有望保障大众汽车销量平稳增长。另外中长期来看, 2018-2020 年大众将密集投放 37 款全新/换代车型, 开启新一轮产品强周期, 公司有望充分受益。与此同时, 在产品方面, 公司在保持变速器齿轮龙头地位的同时, 逐渐将产品线拓展至结合齿轮、变速器轴类件、电子差速锁齿、新能源变速器总成等产品领域, 单车配套价值有望进一步提升。产能方面, 天津工厂顺利推进, 预计今年四季度开始部分设备的安装, 明年一季度进入设备调试运营阶段。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年归母净利润 3.1/3.9/4.7 亿, 对应 EPS 分别为 0.77/0.96/1.16 元, 对应估值 16 倍、13 倍、10 倍。深度受益大众产品周期, 产品线有望横向拓展, 配套价值稳步提升, 打开后续成长空间。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 23.5%, 给予公司 2018 年 20 倍估值, 对应目标价 15.40 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:** 汽车产销不及预期; 产能释放不及预期; 汇率波动等风险。

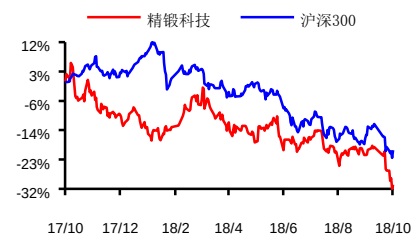
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1128.86	1358.59	1662.39	1988.42
增长率	25.62%	20.35%	22.36%	19.61%
归属母公司净利润(百万元)	250.33	313.13	389.29	471.73
增长率	31.28%	25.08%	24.32%	21.18%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.77	0.96	1.16
净资产收益率 ROE	15.02%	16.30%	17.32%	17.85%
PE	20	16	13	10
PB	2.94	2.55	2.18	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
 执业证号: S1250518090002
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn
 联系人: 宋伟健
 电话: 021-58351812
 邮箱: swj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

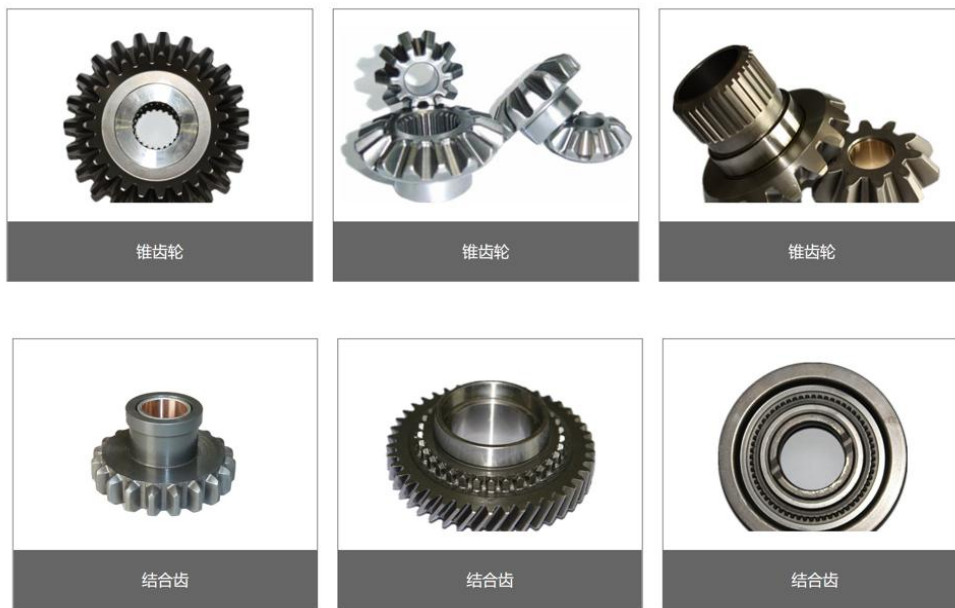
总股本(亿股)	4.05
流通 A 股(亿股)	3.76
52 周内股价区间(元)	11.22-17.5
总市值(亿元)	48.92
总资产(亿元)	26.33
每股净资产(元)	4.39

相关研究

1 深耕变速器齿轮，横向拓展产品线

精锻科技为国内变速器齿轮领域的龙头企业，国内市占率超过 30%，经过多年发展公司培育了大众、通用、福特、丰田、吉利等国内外领先的汽车主机厂。公司在深耕汽车变速器齿轮的基础上，逐步涉足汽车变速器齿轮及相关配件领域，目前为大众 DQ200、DQ500 等产品配套变速器结合齿轮，为奥迪 DL382 配套轴类产品。公司目前具备为 DCT 产品配套超过 20 个部件的能力，依托现有客户公司有望进一步拓展产品线。

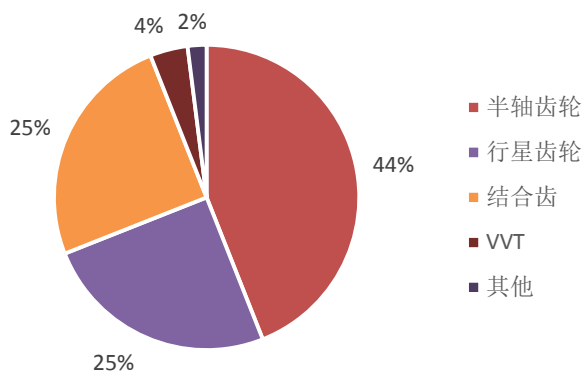
图 1：公司业务版图



数据来源：公司公告，西南证券整理

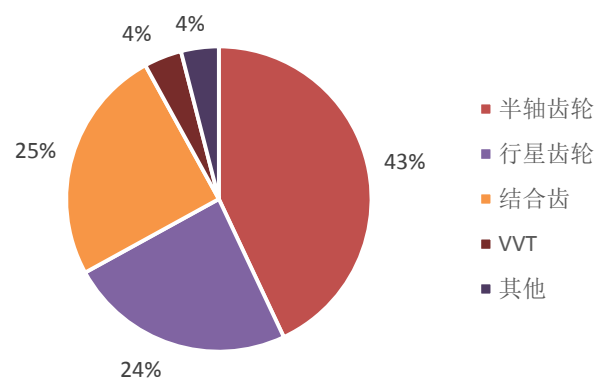
公司主营业务结构：目前公司主要收入来源于变速器齿轮（半轴齿轮、行星齿轮）、结合齿轮、VVT 产品等，并且以配套合资品牌乘用车为主。截至 2017 年，公司半轴齿轮、行星齿轮、结合齿及其他、VVT 产品营收占比分别为 44%、25%、25%、4%。毛利占比分别为 43%、24%、25%、4%。

图 2：公司 2017 年主营业务结构情况



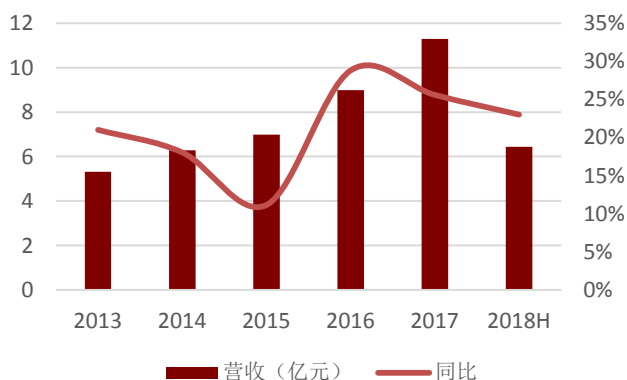
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利情况

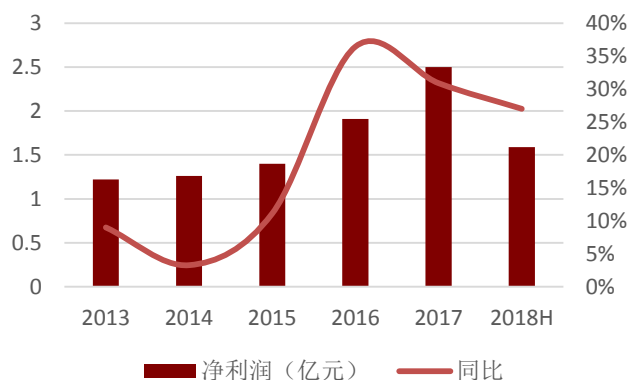


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况：近两年公司业绩保持较高速发展，其中变速器齿轮受益下游客户大众、吉利等稳定发展，保持了较为稳定的增长。结合齿轮是公司重点发展的业务，主要配套大众双离合变速器，近两年受益于大众变速器厂产能的逐步释放，以及公司配套比例的持续提升，结合齿轮业务保持了快速发展。

图 4：公司 2013~2018H1 营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2013~2018H1 净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2018-2020 年变速器齿轮销量增速分别为 5%、8%、8%，其中行星齿轮价格保持稳定，半轴齿轮价格稳中有升，毛利率保持稳定。

2) 假设 2018-2020 年结合齿轮销量增速分别为 70%、51%、33%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
半轴齿轮	收入	501.5	534.6	582.1	636.2
	增速	15.1%	6.6%	8.9%	9.3%
	毛利率	39.7%	38.0%	38.0%	38.0%
行星齿轮	收入	285.1	298.0	321.3	347.6
	增速	8.0%	4.5%	7.8%	8.2%
	毛利率	38.8%	36.0%	37.0%	37.0%
结合齿轮及其他	收入	277.9	455.0	682.1	922.0
	增速	82.0%	63.7%	49.9%	35.2%
	毛利率	42.2%	41.5%	41.5%	41.5%
VVT	收入	47.6	37.1	39.6	41.5
	增速	31.8%	-22.1%	6.7%	5.0%
	毛利率	42.5%	42.0%	42.0%	42.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
其他业务	收入	16.7	33.9	37.3	41.1
	增速		102.7%	10.0%	10.0%
	毛利率	99.9%	94.5%	94.0%	94.0%
合计	收入	1128.9	1358.6	1662.4	1988.4
	增速	25.6%	20.4%	22.4%	19.6%
	毛利率	41.1%	40.3%	40.6%	40.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 3.1/3.9/4.7 亿，对应 EPS 分别为 0.77/0.96/1.16 元，对应估值 16 倍、13 倍、10 倍。深度受益大众产品周期，产品线有望横向拓展，配套价值稳步提升，打开后续成长空间。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 23.5%，给予公司 2018 年 20 倍估值，对应目标价 15.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况（2018/10/22）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002472.SZ	双环传动	0.36	0.44	0.58	16	13	10
600114.SH	东睦股份	0.72	0.60	0.75	9	11	9
002664.SZ	长鹰信质	0.64	0.77	0.91	18	15	13
603997.SH	继峰股份	0.46	0.52	0.63	17	15	13
平均值					15	14	11
300258.SZ	精锻科技	0.62	0.77	0.96	20	16	13

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

汽车产销不及预期；产能释放不及预期；汇率波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1128.86	1358.59	1662.39	1988.42	净利润	250.33	313.13	389.29	471.73
营业成本	665.00	811.71	987.53	1179.37	折旧与摊销	129.54	97.53	107.24	116.59
营业税金及附加	12.89	14.46	18.41	21.85	财务费用	19.54	15.46	15.51	11.51
销售费用	41.35	48.91	58.18	69.59	资产减值损失	15.22	10.00	10.00	10.00
管理费用	99.34	119.56	144.63	171.00	经营营运资本变动	-105.75	14.50	-88.23	-105.20
财务费用	19.54	15.46	15.51	11.51	其他	53.88	-11.50	-22.35	-4.08
资产减值损失	15.22	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	362.77	439.12	411.47	500.56
投资收益	0.14	0.30	0.30	0.30	资本支出	-135.95	-330.00	-330.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-243.27	0.30	0.30	0.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-379.22	-329.70	-329.70	-129.70
营业利润	296.07	338.78	428.43	525.40	短期借款	113.97	-24.34	26.75	-248.89
其他非经营损益	-0.09	29.60	29.56	29.58	长期借款	-18.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	295.98	368.38	457.99	554.98	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	45.65	55.26	68.70	83.25	支付股利	-40.50	-50.07	-62.63	-77.86
净利润	250.33	313.13	389.29	471.73	其他	23.91	-67.80	-15.51	-11.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	78.39	-142.20	-51.39	-338.26
归属母公司股东净利润	250.33	313.13	389.29	471.73	现金流量净额	57.66	-32.78	30.38	32.60
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	168.64	135.86	166.24	198.84	成长能力				
应收和预付款项	369.41	456.12	553.07	662.17	销售收入增长率	25.62%	20.35%	22.36%	19.61%
存货	189.19	235.49	301.59	354.34	营业利润增长率	35.96%	14.43%	26.46%	22.63%
其他流动资产	102.77	16.62	20.33	24.32	净利润增长率	31.28%	25.08%	24.32%	21.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	34.18%	1.49%	22.00%	18.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1230.99	1447.96	1655.22	1653.13	毛利率	41.09%	40.25%	40.60%	40.69%
无形资产和开发支出	193.24	208.77	224.29	239.81	三费率	14.19%	13.54%	13.13%	12.68%
其他非流动资产	136.58	136.55	136.53	136.50	净利率	22.18%	23.05%	23.42%	23.72%
资产总计	2390.81	2637.37	3057.26	3269.12	ROE	15.02%	16.30%	17.32%	17.85%
短期借款	387.50	363.16	389.91	141.03	ROA	10.47%	11.87%	12.73%	14.43%
应付和预收款项	222.69	280.11	343.29	406.56	ROIC	14.96%	14.85%	16.23%	17.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.43%	33.25%	33.16%	32.87%
其他负债	113.74	72.50	75.80	79.39	营运能力				
负债合计	723.93	715.77	809.00	626.98	总资产周转率	0.51	0.54	0.58	0.63
股本	405.00	405.00	405.00	405.00	固定资产周转率	0.99	1.12	1.24	1.37
资本公积	350.62	350.62	350.62	350.62	应收账款周转率	5.03	4.93	4.92	4.89
留存收益	902.92	1165.98	1492.64	1886.52	存货周转率	3.43	3.58	3.57	3.54
归属母公司股东权益	1666.88	1921.60	2248.26	2642.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.23%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1666.88	1921.60	2248.26	2642.13	资产负债率	30.28%	27.14%	26.46%	19.18%
负债和股东权益合计	2390.81	2637.37	3057.26	3269.12	带息债务/总负债	53.53%	50.74%	48.20%	22.49%
					流动比率	1.25	1.28	1.39	2.18
					速动比率	0.96	0.92	0.98	1.55
					股利支付率	16.18%	15.99%	16.09%	16.50%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	445.16	451.78	551.18	653.50	每股收益	0.62	0.77	0.96	1.16
PE	19.54	15.62	12.57	10.37	每股净资产	4.12	4.74	5.55	6.52
PB	2.94	2.55	2.18	1.85	每股经营现金	0.90	1.08	1.02	1.24
PS	4.33	3.60	2.94	2.46	每股股利	0.10	0.12	0.15	0.19
EV/EBITDA	11.27	11.03	9.03	7.19					
股息率	0.83%	1.02%	1.28%	1.59%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn