

# 新产品与产能扩张推动新一轮增长周期

——精锻科技 (300258.SZ)

汽车/汽车零部件



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

**出口增长对冲国内增速下滑。**行业下行,公司 18-19H1 业绩超越行业整体水平,营收增速分别高于乘用车销量增速 16 和 3 个百分点,主要原因是由于出口高增长。13-18 年出口收入复合增速为 25.2%,占比由 18.9%提高至 24.5%。19H1 国内营收同比下滑 13%,国外营收同比增长 21%,与竞争对手相比,公司成本具有一定的优势,未来出口业务有望保持较高的增速。

**锥齿轮业务是否还有增长空间?**公司核心产品差速器锥齿轮国内市占率 30.94%,全球市占率 14%,市场大多观点认为未来增长有限。但我们认为仍有一定的增长空间:

- 国内增长驱动力来自乘用车销量基数提高。我们认为国内乘用车市场尚未饱和,未来仍有 40%左右空间,为公司传统锥齿轮业务提供了增长潜力;
  - 竞争环境向好,主要竞争对手 SONA-BLW 美国工厂破产,欧洲 Metaldyne 产能难以提升。公司产品成本优势明显,未来国外市占率有望进一步提升。
- 结合齿受益于 DCT 渗透率提高。**公司结合齿业务市占率仅为 6%左右,将显著受益于 DCT 变速器渗透率提高。主要原因有三点:
- 自主品牌手动挡占比 42%,向自动挡升级趋势下 DCT 作为主要技术路线;
  - 核心客户 DCT 变速器供应商格特拉克产能扩张;
  - 大众强周期和奥迪国产加速带动大众 DCT 变速器配套增长。

**差速器总成将成为公司核心增量。**整车厂由单一零件向小总成形式模块化采购发展,公司传统和新能源乘用车差速器总成价值量为锥齿轮的 2-3 倍,已陆续获得上汽变、舍弗勒、博格华纳和 Volvo 定点项目,未来将成为公司核心增量。

**产能扩张推进新一轮业绩增长周期。**公司 2018 年订单完成率 80%左右,对于供给存在缺口的生产性企业,产能扩张意味着公司未来业绩的增长。精锻科技此前的两次产能扩张周期都推动公司业绩高速增长,目前处于第三轮产能扩张周期,预计天津工厂新增产能释放后,订单完成度提高,公司业绩将进入新一轮高增长周期。

**盈利预测及投资策略:**公司核心产品锥齿轮仍有上升空间,结合齿受益 DCT 有望保持高增速,新产品差速器总成价值量大幅提升,且订单即将放量。天津工厂产能释放将推动新一轮业绩增长周期。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.66/0.78/0.88 元,对应为 PE18/15.2/13.6 倍。结合绝对估值和相对估值两种方法,给予公司 6 个月目标价 13.2-15.5 元,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:**汽车销量不及预期,原材料价格大幅上涨,订单低于预期。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,128.86	1,265.43	1,323.03	1,512.94	1,679.73
增长率(%)	25.62%	12.10%	4.55%	14.35%	11.02%
归母净利润(百万)	250.33	258.68	267.95	316.96	355.39
增长率(%)	31.28%	3.34%	3.58%	18.29%	12.13%
净资产收益率(%)	0.15	0.14	0.13	0.14	0.14
每股收益(元)	0.62	0.64	0.66	0.78	0.88
PE	19.27	18.65	18.00	15.22	13.57
PB	2.89	2.57	2.33	2.08	1.87

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2019 年 07 月 26 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬

研究助理

wangjing@shgsec.com

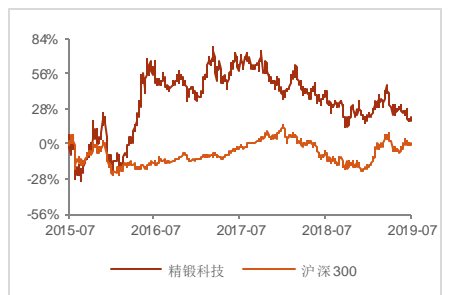
021-20639302

## 交易数据

时间 2019.07.25

总市值/流通市值(亿元)	48.24/44.83
总股本(万股)	40,500.0
资产负债率(%)	33.76
每股净资产(元)	4.8
收盘价(元)	11.91
一年内最低价/最高价(元)	10.91/15.29

## 公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

## 相关报告

## 内容目录

1. 出口对冲国内下滑 新品打开成长空间 .....	4
1.1 出口增长有效对抗下行周期 .....	4
1.2 新产品配套价值大幅提升 .....	6
2. 锥齿轮未来增长来自哪里? .....	8
3. 结合齿受益 DCT 渗透率提高 .....	11
3.1 自动挡变速器成为趋势 .....	11
3.2 将显著受益于 DCT 变速器扩张 .....	12
3.2.1 自主品牌大力发展 DCT .....	13
3.2.2 DCT 变速器供应商 Getrag 产能扩张 .....	15
3.2.3 大众强周期和奥迪国产化加速 .....	16
4. 变速器总成将成为公司核心增量 .....	19
5. 产能扩张推动新一轮业绩增长周期 .....	21
6. 盈利预测与投资建议 .....	23
7. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 锥齿轮国内销量及市占率(万件) .....	4
图 2: 锥齿轮全球销量及市占率(万件) .....	4
图 3: 精锻科技出口收入及增速(百万) .....	5
图 4: 精锻科技出口收入占比 .....	6
图 5: 国内外业务毛利率对比 .....	6
图 6: 各类齿轮价格变化趋势(元) .....	7
图 7: 锥齿轮与结合齿营收及增速(万元) .....	9
图 8: 精锻科技各类业务营收占比 .....	9
图 9: 国内千人保有量(辆) .....	9
图 10: 中国 vs 发达国家千人保有量(辆) .....	9
图 11: 锥齿轮出口量及增速(万件) .....	10
图 12: 锥齿轮国外市场市占率 .....	10
图 13: 国内乘用车自动变速器渗透率 .....	11
图 14: 国内各类变速器乘用车销量占比 .....	12
图 15: 自主、合资和外资自动挡变速器渗透率 .....	13
图 16: 美系乘用车变速器分布 .....	14
图 17: 欧系乘用车变速器分布 .....	14
图 18: 日系乘用车变速器分布 .....	14
图 19: 自主品牌乘用车变速器分布 .....	14
图 20: 德系乘用车变速器分布 .....	17
图 21: 德系各品牌乘用车变速器分布 .....	17
图 22: 一汽大众变速器配置分布 .....	17
图 23: 上汽大众变速器配置分布 .....	17
图 24: 大众 DQ200 双离合变速器 .....	18
图 25: 大众 DL381 双离合变速器 .....	18
图 26: 锥齿轮 vs 变速器总成 .....	20

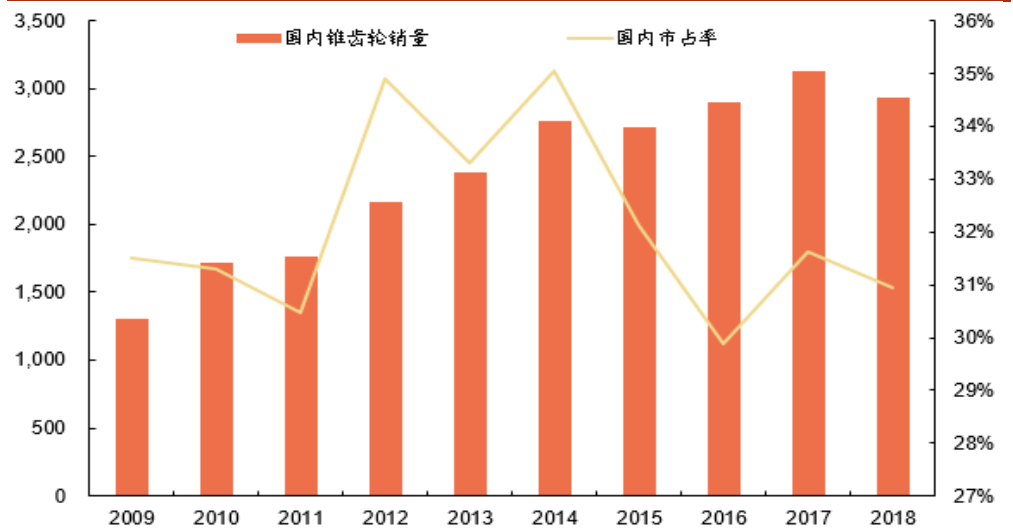
图 27: 精锻科技在建工程和固定资产达产情况 .....	22
图 28: 固定资产达产后对业绩促进作用 .....	22
表 1: 公司产品价值(元).....	7
表 2: 最新订单汇总.....	8
表 3: 各类变速器对比.....	15
表 4: 自主车企 DCT 研发配套情况 .....	15
表 5: 格特拉克国内产品及配套.....	16
表 6: 格特拉克国内工厂产能规划.....	16
表 7: 大众 SUV 车型 .....	18
表 8: 上汽大众奥迪项目首批车型.....	19
表 9: 公司差速器配套数量预测.....	21
表 10: 公司差速器总成产能 .....	21
表 11: 可比公司估值.....	24
表 12: 公司盈利预测表 .....	25

## 1. 出口对冲国内下滑 新品打开成长空间

### 1.1 出口增长有效对抗下行周期

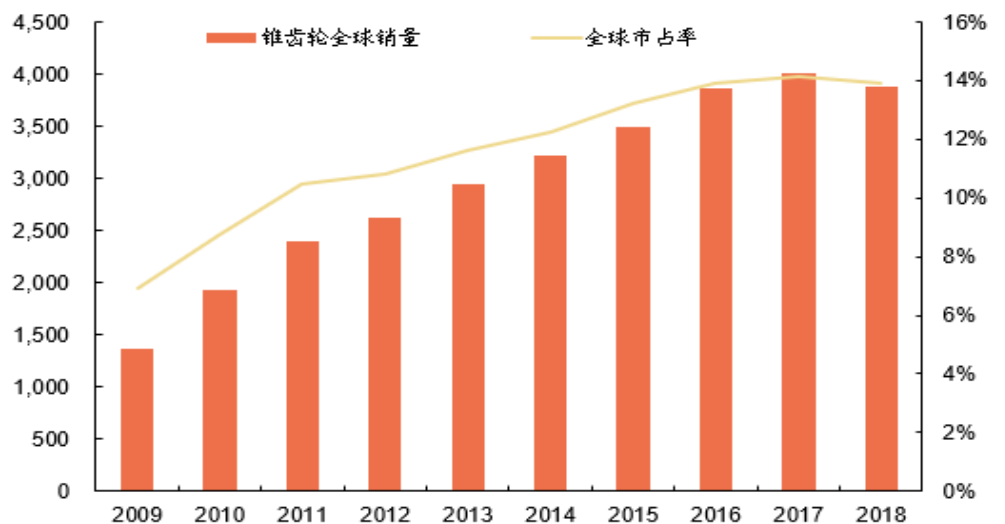
精锻齿轮龙头，锥齿轮国内市占率 31%，全球市占率 14%。精锻科技专注于乘用车差速器和变速器中精锻齿轮的研发、生产，经过多年研发和技术积累，连续多年稳居国内精锻齿轮龙头地位。公司主要产品包括差速器锥齿轮(半轴齿轮、行星齿轮)、变速器结合齿和轴类、以及 VVT 等，锥齿轮和结合齿销售收入分别占营收的 65%、30%。我们根据公司国内、国外营收比例将核心产品锥齿轮业务进行拆分，计算得出 2018 年差速器锥齿轮国内市占率 30.94%，国外市占率 5.17%，合计全球市占率 14%，且呈现出不断上升的趋势。

图1：锥齿轮国内销量及市占率(万件)



资料来源：公司公告，申港证券研究所(2011年之后销量根据锥齿轮营收/价格计算)

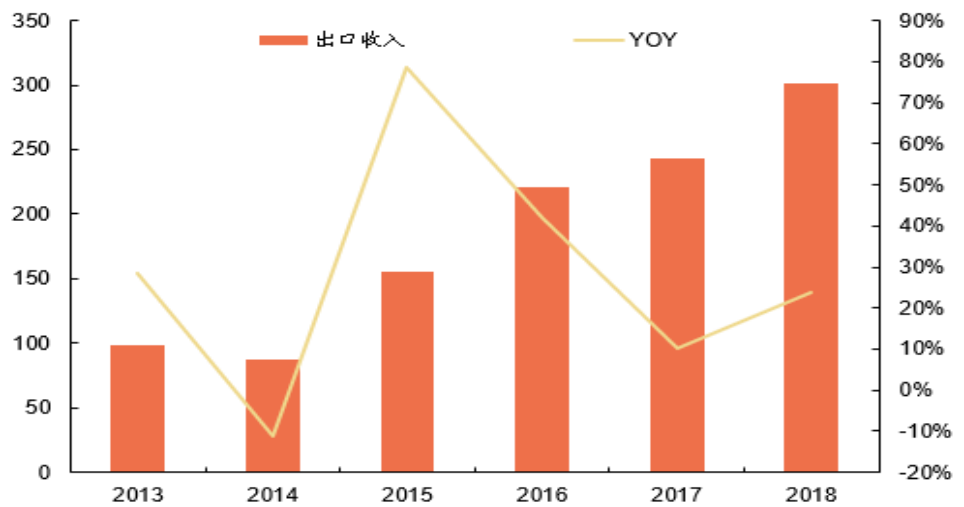
图2：锥齿轮全球销量及市占率(万件)



资料来源：公司公告，申港证券研究所(2011年之后销量根据锥齿轮营收/价格计算)

出口业务近5年复合增速达25.2%。公司产品质量达到国际先进水平，在产能、技术和成本控制领域与竞争对手相比均具有一定的优势。产品主要出口到美国、欧洲、日本和泰国，上述三区域各占1/3左右。自2009年以来出口营收保持高增长，2013-2018年复合增速为25.2%。

图3：精锻科技出口收入及增速(百万)



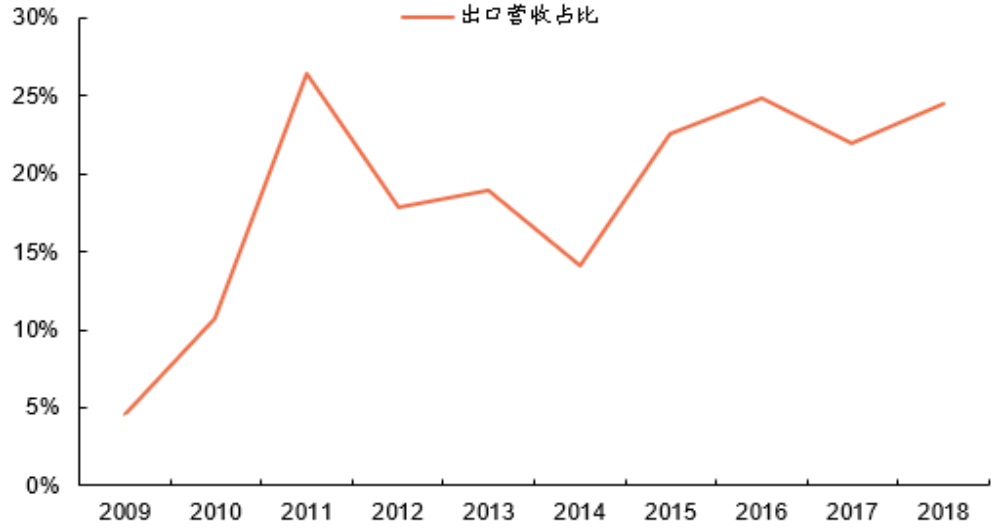
资料来源：公司公告，申港证券研究所

国外营收占比不断提高，有效对抗下行周期。

- ◆ 2018年国内乘用车销量同比下滑4%，公司营收和净利润分别同比增长12.1%和1.8%，分别超越乘用车销量增速16个百分点和5.8个百分点，若剔除计提商誉减值的影响，公司净利润同比增长13%左右。
- ◆ 公司前期为打开国外市场，产品价格较低，出口毛利率低于国内水平，随着国外市场拓展顺利，产品毛利率逐年提高，已连续五年高于国内水平。
- ◆ 我们认为国外出口业务保持高增长，使得公司业绩有效对抗国内汽车行业下行周期，2018年出口销售收入达到3亿元，同比增长23.75%，国内营收同比仅增长6.97%，出口业务占比由2013年18.9%提高至2018年的24.5%。这种趋势在2019H1更为明显，上半年国内乘用车销量同比下滑9.3%，公司营收仅同比下滑6%左右，其中国内营收同比下滑13%，国外营收同比增长21%。

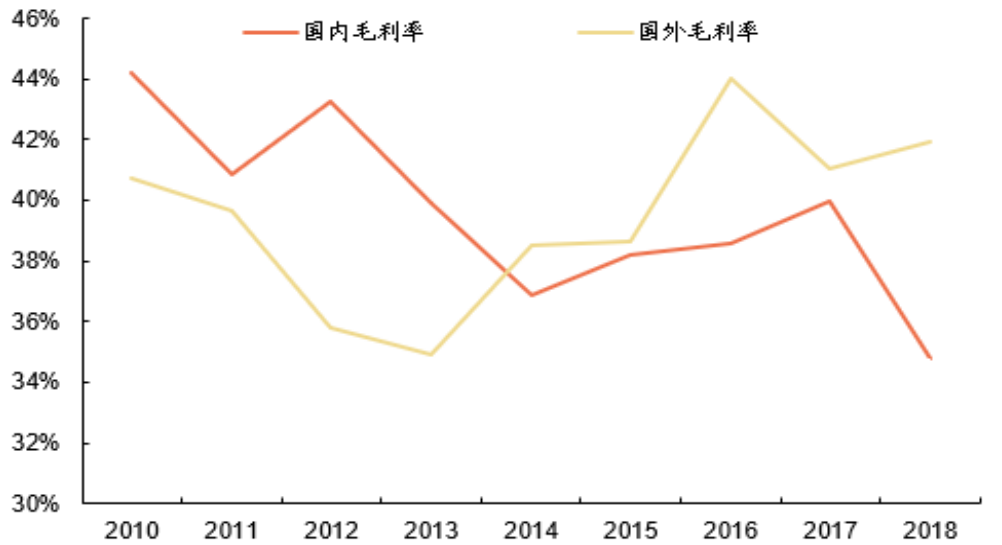
公司来自合资和外资销售收入占比超过95%，在外资、合资客户的口碑良好，有助于公司利用现有客户资源向国外拓展。预计国外销售收入将保持较高的增长速度，有助为公司带来新增量。

图4：精锻科技出口收入占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图5：国内外业务毛利率对比



资料来源：公司官网，申港证券研究所

## 1.2 新产品配套价值大幅提升

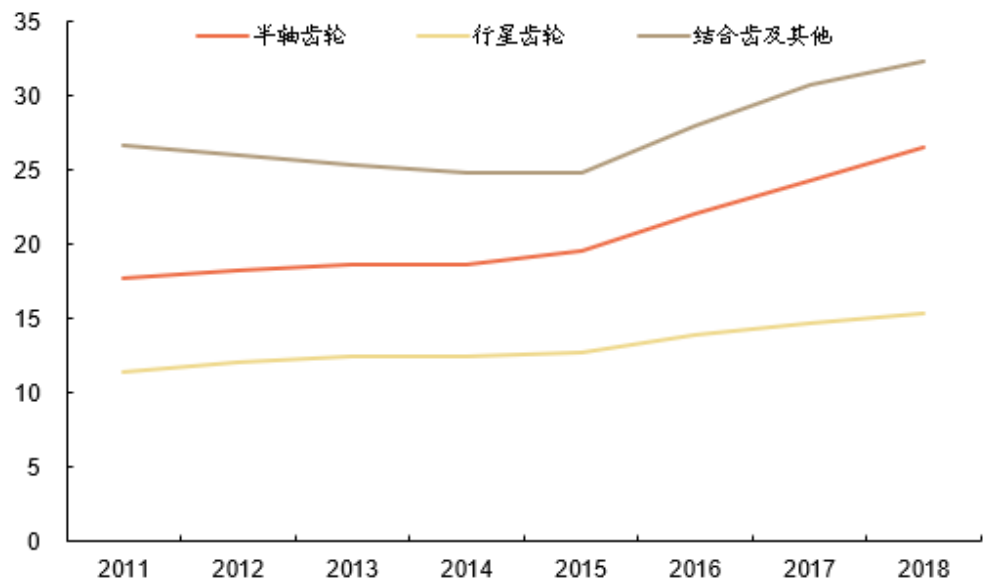
零部件企业产品价格和配套数量决定了企业的收入，我们认为对零部件企业而言业绩增量主要来自两方面：

- ◆ 产品价格提高带动单车配套价值增长；

◆ 新客户拓展带来配套数量的增长。

公司现有锥齿轮和结合齿单价较低，与传统切削齿轮相比精锻齿轮的价格更高，但仍无法与高价值量的发动机、车灯和座椅等达到统一数量级。我们测算了公司各类齿轮价格，2011 年半轴齿轮、行星齿轮和结合齿单价分别为 17.7、11.4 和 26.7 元，2018 年分别为 26.5、15.4 和 32.3 元。每辆车平均配套半轴齿轮、行星齿轮和结合齿公司数量分别为 2 个、2 个和 5 个。由此计算出传统产品单车配套价值由 2011 年 191.9 提高到 2018 年 245.4 元，虽有一定的增长，但复合增速仅为 3.57%。我们认为公司仅靠传统产品，很难通过大幅度提高单车配套价值来带动公司业绩增长。

图6：各类齿轮价格变化趋势(元)



资料来源：公司公告，调研信息，申港证券研究所(根据公司公告测算)

公司产品由低价值量的传统精锻齿轮向高价值量的新能源汽车电机轴、变速器轴、差速器总成等延伸，其中差速器总成单车配套价值 250-350 元，变速器轴类单车配套价值 320-400 元左右，新能源汽车电机轴单车配套价值 100-200 元。公司新产品已结得到了客户的认可，目前获得大众 MEB 电机轴、上汽变差速器总成、沃尔沃新能源汽车差速器总成等订单，将于 2020 年陆续量产配套。新产品大幅提升了公司单车配套价值量，打开未来增长空间。

表1：公司产品价值(元)

产品	零部件	价格	单车配套数量	单车配套价值
差速器总成	半轴齿轮	26	2	52
	行星齿轮	15	2	30
	齿轮横轴	20-30	1	20-30

产品	零部件	价格	单车配套数量	单车配套价值
变速器	壳体	100	1	100
	结合齿	32	5-7	160-224
	轴类	80-100	4	320-400
新能源汽车	电机轴	150	1	150

资料来源：公司公告，调研信息，申港证券研究所

表2：最新订单汇总

时间	客户	项目	零件	配套时间	数量/年	车型
2018.11	上汽变	DM21	差速器总成	2020年	40万	荣威系列
2018.11	大众	MEB	电机轴	2020年	35.5万	电动车
2019.2	大众	DQ501	变速器四根轴	2020年	23.76万	高端车
2019.2	大众	MEB	差速器锥齿轮、主/从动轴	2020年	56.8万	电动车

资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 2. 锥齿轮未来增长来自哪里？

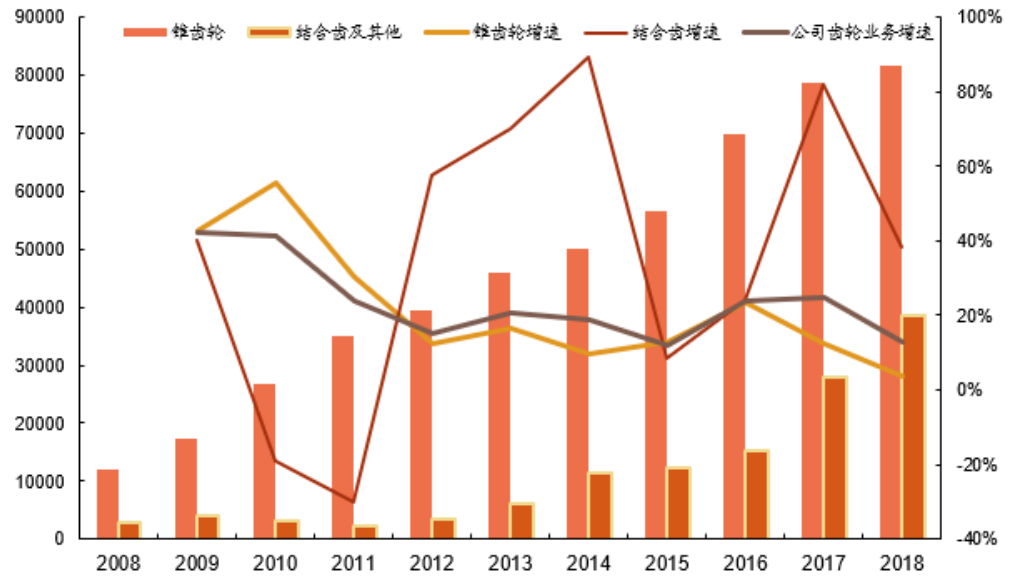
公司起初以差速器锥齿轮(分为半轴齿轮、行星齿轮)为主要产品，2009-2011年锥齿轮营收增速高于结合齿，处于快速增长阶段，其占营收比重超过80%。由于2012年后结合齿业务进入快速增长阶段，销售收入不断提高，锥齿轮占公司营收比例下降至2018年的65%。市场认为公司锥齿轮业务增长空间有限，对此我们提出不同的观点，我们认为公司主产品锥齿轮未来增长动力主要来自两方面：1，市占率稳定的情况下，国内乘用车销量基数增长；2，国外客户需求量增加，国际市场份额逐渐增长。

**国内锥齿轮增长主要依赖于乘用车销量基数增长。**从市场占有率看，2009-2018年，锥齿轮市国内占率处于30%-35%之间，近两年维持在31%左右，我们认为公司锥齿轮业务国内客户相对稳定，市占率也达到了较高的水平，继续向上提升的空间不大。预计未来国内锥齿轮业务增长主要来自乘用车销量基数的增长。

**国内汽车市场远未饱和，为锥齿轮业务提供增长潜力。**2018年国内汽车行业首次出现下滑，市场出现对国内车市是否已经见顶的担忧。我们认为2018年汽车销量下滑是多方面原因导致，如经济结构性调整导致过去的高增长消费人群和区域市场都受到了不同程度的影响、前期购置税政策透支等，短时的下滑并不能说明行业需求已经饱和。从千人保有量的角度分析，2018年国内千人保有量为173辆/千人，与国外发达国家相比仍处于较低水平，但国内由于人口分布集中在中东部，不能简单的套用国外的数据。我们认为国内千人保有量有望达到400左右，对应年销量3900万-4000万，较2018年仍有40%左右的增长空间。国内汽车市场发展为公司

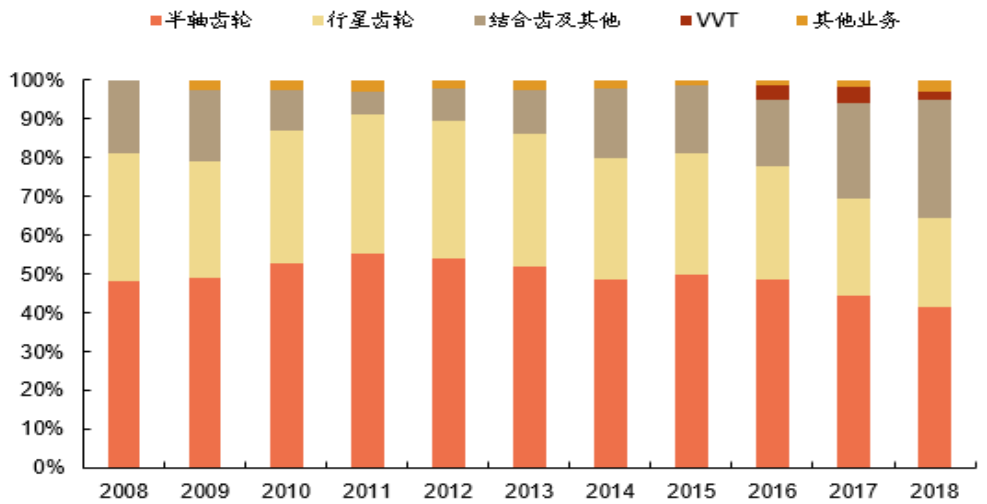
传统锥齿轮业务提供了增长潜力。

图7: 锥齿轮与结合齿营收及增速(万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

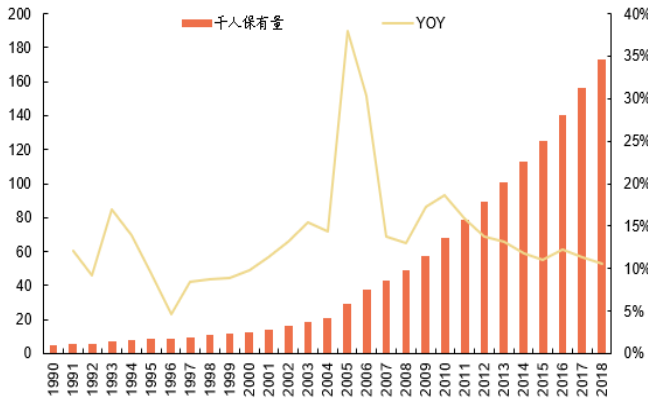
图8: 精锻科技各类业务营收占比



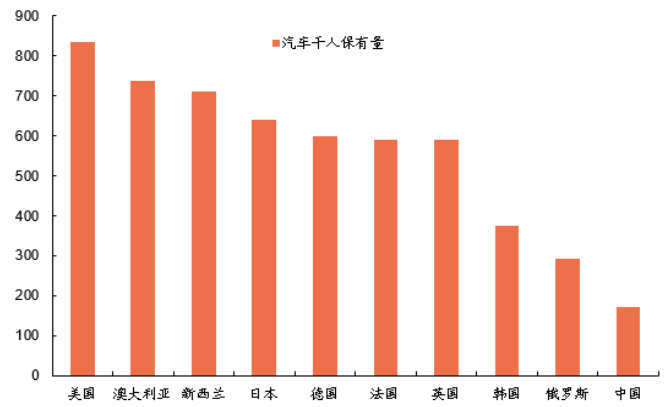
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图9: 国内千人保有量(辆)

图10: 中国 vs 发达国家千人保有量(辆)



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所



资料来源: 国家统计局, 公开资料, 申港证券研究所

**出口业务已经达到一定规模。**根据测算, 2018 年公司锥齿轮国外出口数量达到 950 万件, 同比增长 8.4%, 国外市占率由 2009 年 0.4% 提高到 2018 年 5.17%, 保持高速增长, 公司出口业务已经达到一定规模。

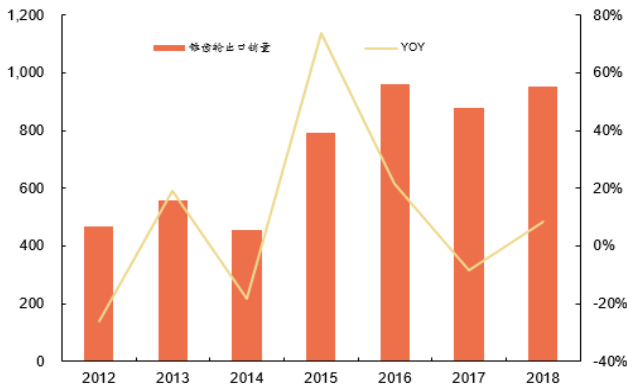
**公司在海外竞争格局逐渐向好。**公司国外竞争对手主要包括日本 O-OKA、武藏精密, 韩国韩松通商株式会社, 被印度收购的 SONA-BLW, 以及 Metaldyne。日本和韩国汽车零部件供应体系较为封闭, 形成较为稳定的供应关系; SONA-BLW 美国工厂破产, 让渡出一定的市场份额; 目前公司在欧洲市场竞争对手主要是 Metaldyne, 在国内主要竞争对手是 O-OKA。

在与国际精锻齿轮供应商竞争过程中, 公司凭借成本优势, 不断扩大下游客户中的配套比例。如大众大连变速器 DQ200 项目, 公司供货份额由原 90 万台套的 40% 提高到 140 万台套的 80%, 竞争对手 O-OKA 份额逐渐减少。主要原因是 O-OKA 研发生产与销售分为两个公司, 制造和销售环节都要一定的利润, 导致产品价格过高。

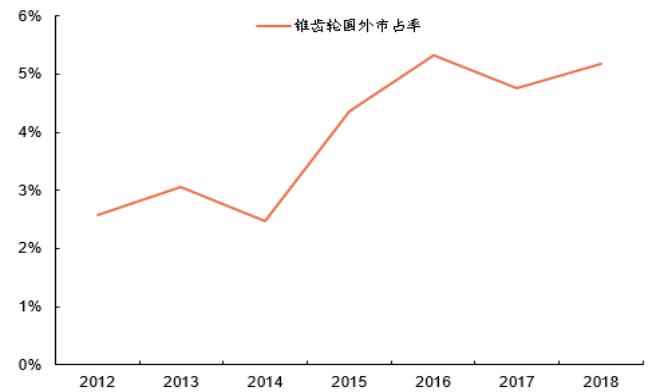
**Metaldyne 被美国车桥收购, 欧洲市场份额有望进一步提升。**2016 年美国车桥收购 Metaldyne, 其欧洲生产安排三班/天, 产能利用难以进一步提高。产能决定了销售收入的上限, 欧洲客户需求量较大, 如麦格纳欧洲工厂每年需求精锻齿轮 1200 万件。精锻科技天津工厂投产后, 除供应大众等北方客户, 还有部分富裕产能, 公司将加大向欧洲客户出口量, 我们认为公司在欧洲市场的份额有望进一步提升。

图11: 锥齿轮出口量及增速(万件)

图12: 锥齿轮国外市场市占率



资料来源：公司公告，申港证券研究所(根据国内外营收比例测算)



资料来源：公司公告，申港证券研究所(根据国内外营收比例测算)

### 3. 结合齿受益 DCT 渗透率提高

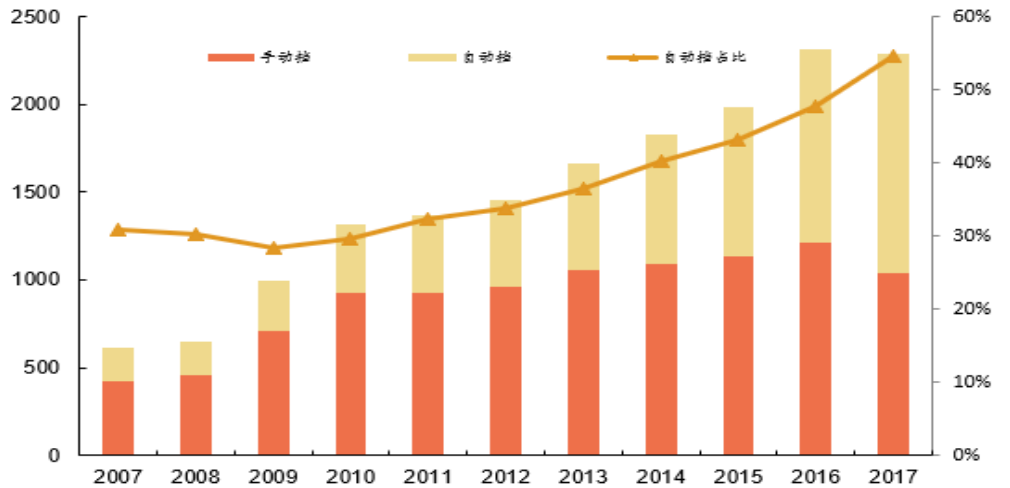
#### 3.1 自动挡变速器成为趋势

变速器是汽车的核心零部件，可以协调发动机转速和汽车实际速度，发挥发动机的最佳性能，其主要作用有以下四方面：

- ◆ 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；
- ◆ 在发动机旋转方向不变情况下，实现倒车功能；
- ◆ 在发动机起动，怠速运转，换挡或需要停车进行动力输出时，中断向驱动轮的动力传递；
- ◆ 实现空挡。

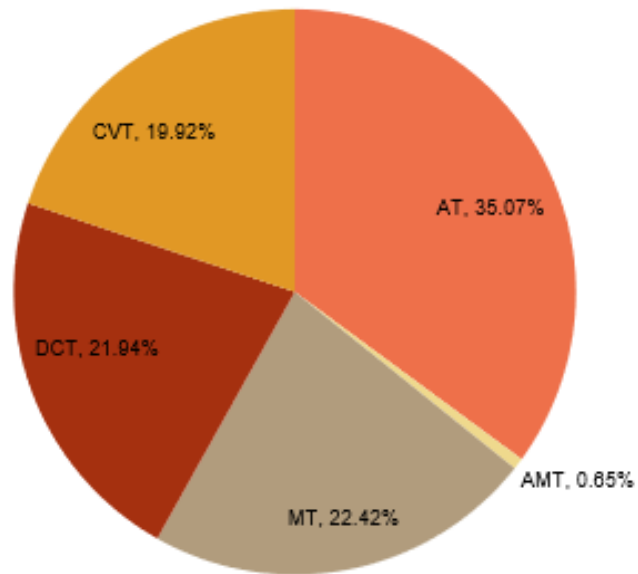
变速器可以分为手动挡(MT)和自动挡两大类，自动挡又可以分为：AT(液力自动变速器)、AMT(手自一体变速器)、CVT(无级自动变速器)、DCT(双离合自动变速器)四类。由于操作简便，国内自动挡变速器在乘用车中的渗透率逐年提高，根据 2019 年 1-5 月交强险数据，自动挡变速器渗透率已经 77.5%，较 2017 年提高了 23 个百分点。其中 AT、DCT 和 CVT 销量占比分别为 35.1%，21.9%和 19.9%。考虑到国内交通现状和消费者趋于年轻化，我们认为自动挡变速器仍有向上的空间，有望达到发达国家 90%以上的水平。再进一步分析，由于 CVT 主要为日系车使用，其他品牌以 DCT 和 CVT 为主，我们认为 DCT 和 AT 市场占有率有望快速提升，CVT 趋于稳定增长，但空间不大。

图 13：国内乘用车自动变速器渗透率



资料来源：中国汽车工业年鉴，申港证券研究所

图14：国内各类变速器乘用车销量占比



资料来源：交强险，申港证券研究所

### 3.2 将显著受益于 DCT 变速器扩张

公司结合齿主要配套 DCT 和 AT 自动变速器，其中 DCT 占 80% 以上，AT 占比不到 20%，我们认为未来公司将显著受益于 DCT 变速器发展，原因有以下三点：

- ◆ 自主品牌手动变速器占比超过 40%，未来向自动变速器升级需求量巨大，且自主品牌目前坚持自主研发技术路线以 DCT 为主，公司潜在配套订单数量可观；
- ◆ 第三方独立 DCT 变速器供应商格特拉克是公司核心客户，未来产能扩张将带动

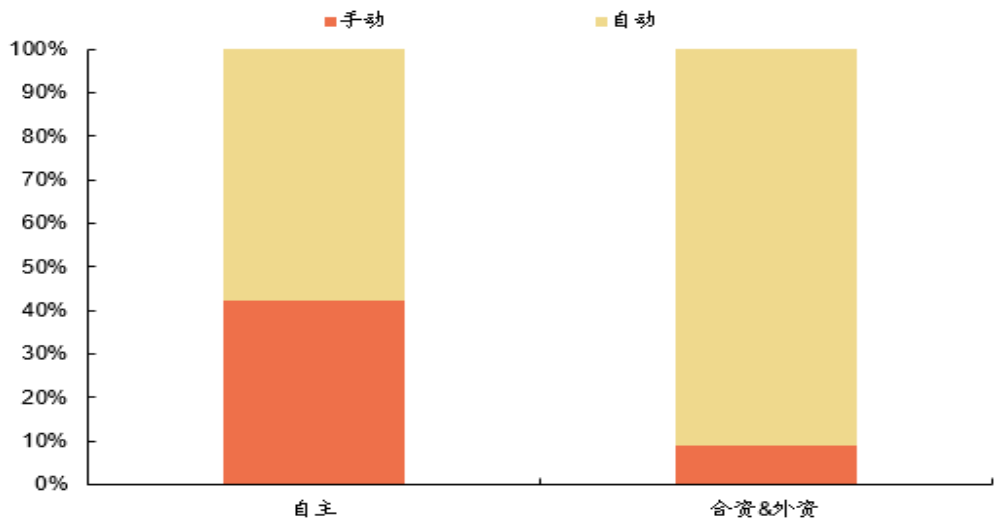
公司订单增长；

- ◆ 大众大连和天津变速器工厂主要为一汽大众、上汽大众和奥迪配套 DCT 变速器，公司在大众体系内结合齿渗透率提升，未来几年国内大众将进入强产品周期，奥迪国产加速，公司有望获得奥迪部分订单。同时欧洲大众需求增长，出口数量有望进一步增长。

### 3.2.1 自主品牌大力发展 DCT

自主品牌自动挡变速器仍有很大空间。国内自动变速器渗透率总体已经超过 75%，其中自主品牌自动挡车型销量占比仅为 57.9%，合资和外资自动挡销量占比达 91%，主要原因是由于自主品牌乘用车以 6-12 万元中低端车型为主，对成本要求高，因此配置价格较低的手动挡变速器比例较高。

图 15：自主、合资和外资自动挡变速器渗透率



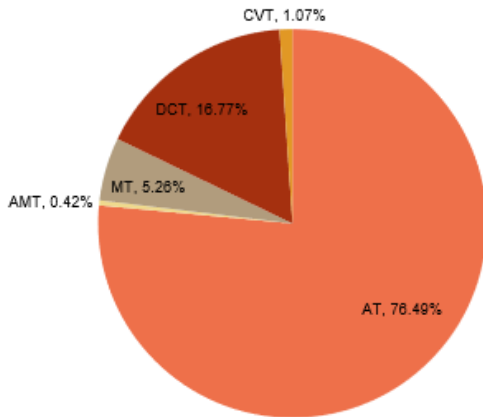
资料来源：交强险数据，申港证券研究所

整车厂对自动变速器的选择要考虑多方面因素，除了成本因素外，还要选择适合的变速器来匹配发动机，使得动力总成传输销量最优、工作稳定性最高，不同品牌乘用车适用的变速器类型不同。

- ◆ 美系以大排量车型为主，对变速器扭矩要求高，以 AT 为主，其中 AT 占比超过 76%，DCT 占 16.8%，小扭矩的 CVT 占比仅为 1%；
- ◆ 国内的欧系乘用车以 DCT 和 AT 为主，二者占比分别为 41.7%、43.7%，MT 占 13.7%，MT 主要应用在大众、斯柯达部分低端车上；
- ◆ 日系以小排量车型为主，对燃油经济性要求较高，因此 CVT 占据绝对优势，销量占比达到 81.6%，AT 占 15.7%；
- ◆ 自主品牌车型对成本控制要求高，MT 变速器比例为 42%，AT 和 DCT 分别为 24.9%、22.2%。

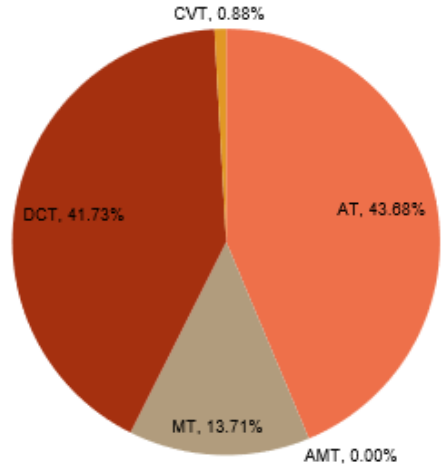
合资品牌乘用车自动挡变速器渗透率已经很高，未来市场空间不大。自主品牌自动挡变速器渗透率相对较低，手动挡向自动挡升级趋势明显且空间很大。

图 16: 美系乘用车变速器分布



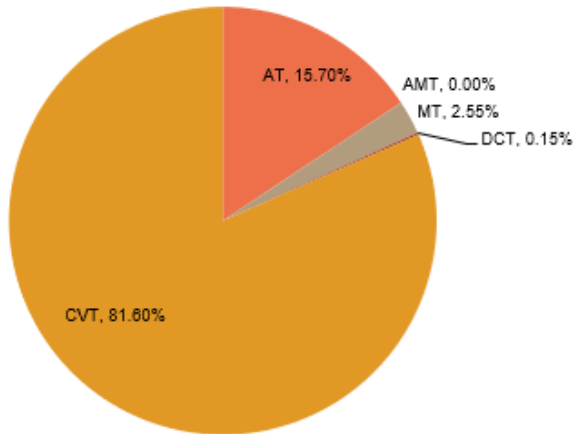
资料来源: 交强险, 申港证券研究所

图 17: 欧系乘用车变速器分布



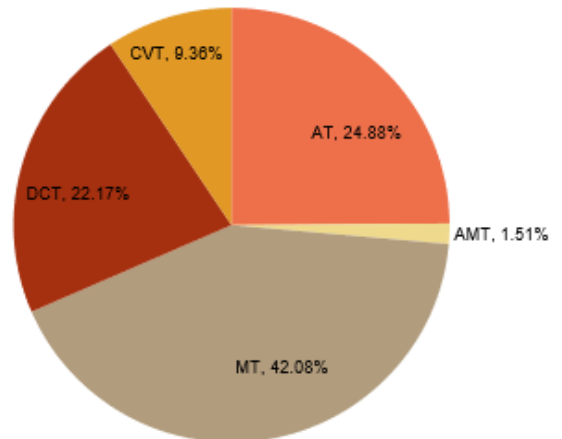
资料来源: 交强险, 申港证券研究所

图 18: 日系乘用车变速器分布



资料来源: 交强险, 申港证券研究所

图 19: 自主品牌乘用车变速器分布



资料来源: 交强险, 申港证券研究所

自主品牌将以 DCT 为主, AT 为辅。自主品牌乘用车搭载的手动变速器份额远远高于市场平均水平, 在手动挡向自动挡升级大趋势下, 通过对各类变速器优缺点、技术难度、成本和适用车型的比较, 我们认为自主品牌车企将选择 DCT 为主, AT 为辅的技术路线。

一线自主品牌车企选择自主研发 DCT。AT 变速器性能优良，适用范围广，但爱信、采埃孚等一线变速器企业掌握大量专利技术，国内车企自主研发难度较大；CVT 结构相对简单，但国内车企在此领域开发经验为零，且核心零部件钢带为博世垄断，成本较高。DCT 变速器基于手动变速器基础研发而成，与手动变速箱所不同的是，DCT 中的两幅离合器与二根输入轴相连，换挡和离合操作都是通过一集成电子和液压元件的机械电子模块来实现，不再通过离合器踏板操作。国内自主品牌车企在手动变速器领域具有成熟的自主研发的能力，在此基础上研发 DCT 变速器难度相对较小，因此各大车企选择 DCT 作为自主研发的重点突破口。经过多年研发，上汽乘用车、长城、长安、吉利等一线车企在 DCT 领域均有成果，并实现量产配套。

**表 3：各类变速器对比**

变速器类型	优点	缺点	适配车型	价格(元)
MT	结构简单 成本低 工作可靠	操作复杂 恶劣交通状况 下易疲惫	低端乘用车	1500-4000
AT	扭矩适用面广 技术成熟	结构复杂 维修成本高 价格高	各类车型	8000-12000
AMT	结构相对简单 成本较低 燃油经济性好	换挡动力中断	成本较低的乘用车	5000-8000
CVT	驾驶平顺 加速性、燃油经济性好	扭矩较小 核心零部件外 资垄断	小排量乘用车	7000-10000
DCT	加速连续性好 换挡品质好 传动效率高	价格较高 制造精度要求 高	中小排量乘用车	8000-11000

资料来源：公开资料，专家访谈，申港证券研究所

**表 4：自主车企 DCT 研发配套情况**

车企	变速器类型	配套车型
上汽乘用车	SH36D6/SH25D7	RX5、荣威 950、荣威 550 等
长城	7DCT	H2、H6、VV5 等
吉利	7DCT	博瑞、领克 01 等
长安	7DCT	CS15、逸动 XT 等

资料来源：Marklines，申港证券研究所

### 3.2.2 DCT 变速器供应商 Getrag 产能扩张

公司核心客户包括第三方 DCT 变速器供应商 Getrag，其在国内有两家合资工厂：东风格特拉克和江西格特拉克。东风格特拉克产品为 6 挡 DCT，主要为东风、神龙

和上汽通用等车企配套。江西格特拉克产品覆盖了手动变速器、6/7 挡 DCT、混动变速器和纯电动车系列减速器，目前主要配套国内部分自主和合资企业，如长城汽车、吉利汽车、广汽集团、长安福特以及江铃汽车。

**表5：格特拉克国内产品及配套**

合资企业	产品	下游客户	配套车型
东风格特拉克	6DCT200	东风乘用车	AS3、AS5、全新 408、
	6DCT150	神龙乘用车 上汽通用	科沃兹、阅朗、新英朗等。
江西格特拉克	MT 系列	长城汽车	H7、W7
	6DCT250、7DCT300	吉利汽车	帝豪 GS、缤瑞
	7HDT300、eDRiVe 系	广汽集团	GA3
	列	长安福特 江铃汽车等	福克斯 驭胜 S330 等

资料来源：Marklines，申港证券研究所

格特拉克目前在国内两大工厂产能较低，东风格特拉克武汉工厂 DCT 变速器一期产能为 30 万套，公司计划 2020 年达到 45 万套。江西格特拉克变速器生产工厂主要有三个，南昌工厂以手动挡为主，产能 50 万套；DCT 工厂 2017 年产能为 45 万套，计划 2020 年达到 100 万套；于都工厂产能 35 万套，计划 2020 年达到 50 万套。江西格特拉克长期规划产能超过 300 万套。我们认为公司作为格特拉克核心齿轮供应商，未来将受益于 DCT 龙头产能扩张。

**表6：格特拉克国内工厂产能规划**

	工厂	现有产能	计划产能
东风格特拉克	武汉工厂	30 万套	2020 年 45 万套，未来达到 100 万套
	DCT 工厂	45 万套	2020 年 100 万套
江西格特拉克	南昌工厂	手动 50 万套	未知
	于都工厂	35 万套	2020 年达到 50 万套

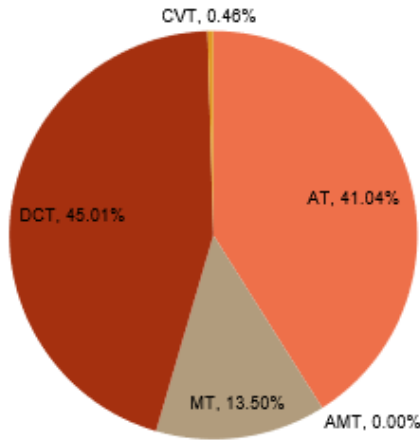
资料来源：公司官网，申港证券研究所

### 3.2.3 大众强周期和奥迪国产化加速

上述分析国内销售的欧系乘用车 DCT 变速器渗透率为 41.7%，德系搭载了 DCT 变速器乘用车销量占比为 45%，其中宝马 AT 占比为 100%；奔驰 AT 和 DCT 占比分别为 86.7%、13.3%；奥迪 DCT 占比为 94.5%，大众和斯柯达 DCT 占比分别为 49.1%、47.5%，MT 占比分别为 20.3%、14.6%。我们认为奔驰和宝马车型售价较高，对成本敏感性较低，以 AT 为主；奥迪国产后价格低于国外售价，对成本控制

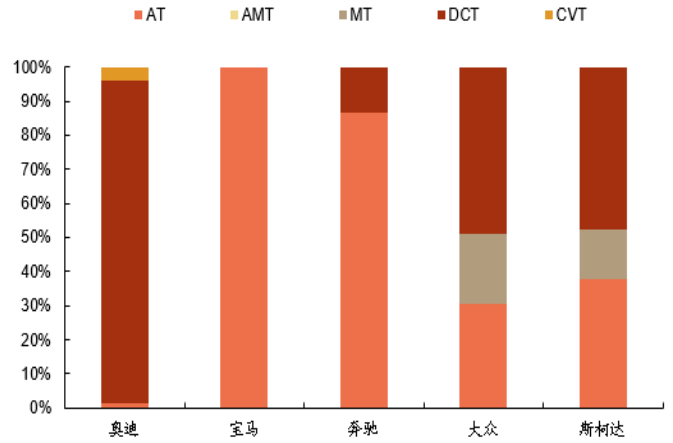
要求较高，目前国产奥迪大部分搭载 DCT 变速器。一汽大众、上汽大众和斯柯达品牌中尚有部分低端车型使用手动变速器。

图20：德系乘用车变速器分布



资料来源：交强险，申港证券研究所

图21：德系各品牌乘用车变速器分布



资料来源：交强险，申港证券研究所

公司最大的客户是大众汽车，2018 年大众集团在中国销量 421 万辆，占集团总销量的 38.9%。其中合资企业一汽大众、上汽大众销量合计超过 400 万辆。目前一汽大众在售车型共计 104 个配置，其中 DCT 变速器车型占 61.5%，MT 和 AMT 占比分别为 22.1%、14.4%；上汽大众我们认为未来 AMT 和 MT 变速器有望切换为 DCT。上汽大众在售车型 193 个配置中，DCT 占 61.6%，AMT 和 MT 分别为 8.29%、17.1%。根据公司规划，未来 DCT 在大众体系内占比将进一步提高，部分 AMT 和 MT 有望被 DCT 取代。

图22：一汽大众变速器配置分布

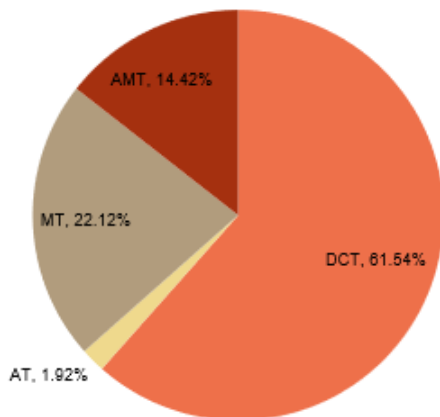
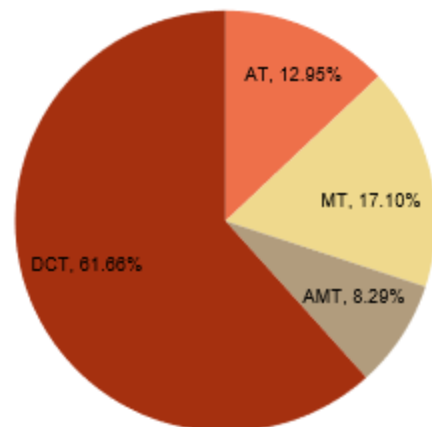


图23：上汽大众变速器配置分布



资料来源：公司官网，申港证券研究所

资料来源：公司官网，申港证券研究所

大众在在大连和天津分别成立了 DCT 变速器工厂用以配套一汽大众、上汽大众和国产奥迪，目前大连工厂主要生产 DQ200，配套朗逸、速腾、途安和明锐等 18 个车型，年产能 80-100 万套，公司为大连工厂 DQ200 变速器结合齿配套份额已经达到 80%；天津工厂主要生产 DQ380、DQ381、DQ500、DL382、DQ400e 以及纯电动车的动力电机，合计产能 190-200 万套，公司在天津工厂结合齿业务配套比例非常低。

大众天津和大连变速器工厂结合齿项目主要配套供应商有精锻科技和日本的 O-OKA，公司受邀在天津成立新工厂，为大众天津变速器工厂、大连工厂等客户进行配套，自 2018 年陆续获得了大众 DQ381、MEB、DQ501 项目的结合齿、电机轴、变速器轴、差速器主/从动轴。我们认为天津工厂投产后，产品运输费用将大幅降低，与 O-OKA 相比更具成本优势，公司在大众变速器结合齿业务的渗透率将进一步提升。

图24：大众 DQ200 双离合变速器



资料来源：公司官网，申港证券研究所

图25：大众 DL381 双离合变速器



资料来源：公司官网，申港证券研究所

大众强产品周期，销量有望进一步上涨。2018 年之前，大众在国内合资企业以轿车为主，一汽大众 SUV 产品缺失，上汽大众仅途观和野帝两款 SUV，在 SUV 领域竞争处于弱势。从 2018 年开始，大众密集推出 SUV 车型，目前已经上市的探歌、探岳、T-Cross 等，并计划到 2020 年共推出 12 款 SUV，我们认为大众 SUV 车型上市后，将补齐在 SUV 领域的短板，销量进一步上涨带动 DCT 变速器配套数量的增长。

表7：大众 SUV 车型

公司	SUV 车型
一汽大众	探歌、探岳

公司	SUV 车型
上汽大众	T-Cross、途昂 coupe

资料来源：公司官网，申港证券研究所

**上汽奥迪国产化加速。**目前一汽大众生产奥迪车型为 A3、A4L、A6L、Q2L、Q3 和 Q5，奥迪在上汽大众即将国产的首批车型包括 4 款，A7L、Q4、Q6 和 Q8。我们认为上述车型国产后将使用天津工厂生产的 DL382 变速器，精锻科技在奥迪体系内的配套量将有一定的增长。

**表 8：上汽大众奥迪项目首批车型**

	车型	变速器
上汽奥迪	A7L	DCT
	Q4	DCT
	Q6	AT
	Q8	8AT

资料来源：专家访谈，申港证券研究所

**结论：**自主品牌乘用车手动挡占比为 42%，在手动挡变速器升级为自动挡大趋势下，自主品牌选择 DCT 技术路线，无论是自主研发，还是从第三方 DCT 变速器供应商采购，都为公司变速器结合齿业务增长提供了巨大的潜在市场。大众作为公司第一大客户，强产品周期和奥迪国产化加速将增强变速器结合齿业务增长确定性。我们认为，目前公司结合齿国内市占率 6% 左右，与锥齿轮超过 31% 的市占率相比仍处于很低的水平，未来有望保持较高的增长速度。

## 4. 变速器总成将成为公司核心增量

汽车由上万个零部件组成，随着汽车工业平台化和模块化发展，整车厂不再以单一的零件向供应商采购，而是以核心零部件为中心的小总成形式进行模块化采购，例如天窗总成、保险杠总成、组合仪表等，采购的小总成在总装线只需要做简单的装配、电检和调试即可。模块化采购对整车厂有以下好处：

- ◆ 整车厂可利用零部件企业创新、开发和试验优势，把部分设计任务向零部件企业转移，降低开发费用；
- ◆ 缩短整车设计和开发过程，加速了车辆换代；
- ◆ 改善生产过程的控制，降低了管理费用；
- ◆ 加快整车装配的速度，降低了整车的制造成本。

整车厂采购零部件过程中一般是采购部门在技术部门的约束下选择商务最佳方案，因此零部件企业由供应单个零件向小总成进步需要三个必备条件：

- ◆ 自身角度：模块化供货涉及模块化产品设计、模块化生产，总成供应商必须在设

计初期即对车型的开发提供意见，提交模块化配套的规划，即必须具备正向开发能力；

- ◆ 工程角度：单件和总成都要经过整车厂认可，总成得到认可后，可以供应总成，也可以只供应单件，但如果总成未得到认可，无法进入供应体系；
- ◆ 采购角度：供应小总成价格要比整车厂采购散件+组装费用更有经济性。

差速器主要由半轴齿轮、行星齿轮、主动轴、从动轴、壳体和调整垫片等组成，总价值 250-350 元。其中核心零部件为半轴齿轮、行星齿轮。差速器中半轴齿轮和行星齿轮价值 70-120 元，壳体 100 元左右，其他产品价值量较低。

精锻科技经过多年研发，已经成功开发了燃油车和新能源汽车差速器总成，在现有客户基础上，公司大力推进差速器总成业务。2018 年公司差速器总成销售收入占营收 2%左右，主要为舍弗勒和博格华纳配套电动车差速器总成，经过测算，配套数量 10 万套左右。目前差速器总成中壳体等零部件通过外采，公司已经开展壳体制造改造项目，未来高价值零部件都将完成自制。

**差速器总成项目即将进入释放期。**公司凭借技术、成本优势，不断获得整车厂差速器总成定点项目，2018 年 11 月，获得上汽变速器 DM21 项目差速器总成订单，40 万套/年，自 2020 年开始爬坡供货；近期获得沃尔沃电动车差速器总成定点。预计 19 年舍弗勒和博格华纳差速器总成配套数量 20-30 万套，2020 年上汽变项目进入释放期，公司配套数量有望突破 40 万套，2019-2020 年差速器总成销售收入有望分别达到 8000 万、11000 万元。

**长远规划产能，有能力承接更多订单。**公司目前在江苏工厂单独新能源汽车生产车间新建差速器总成装配线，预计产能 60 万，满足舍弗勒、博格华纳和上汽变的需求。天津工厂投资 3 亿进行模具制造与差速器总成装配生产线，预计 2-3 年形成 50 万产能，3-5 年具备不低于 150 万套的差速器总成装配生产能力。公司根据市场潜在客户和订单，提前进行产能投资，有能力承接更多订单，我们认为差速器总成价值量是现有锥齿轮的 2-3 倍，公司订单将陆续量产，差速器总成业务将成为公司核心产品。

图 26：锥齿轮 vs 差速器总成



资料来源：公司官网，公开资料，申港证券研究所

表9：公司差速器配套数量预测

配套客户	2019(万套)	2020(万套)	2021(万套)
舍弗勒+博格华纳	30	35	40
上汽变	0	10	20
沃尔沃	0	2	3
合计	25	42	58

资料来源：公司公告，调研信息，申港证券研究所

表10：公司差速器总成产能

工厂	产能
泰州	预计 60 万套，满足舍弗勒、博格华纳和上汽变
天津工厂	2-3 年形成 50 万套产能、3-5 年 150 万套

资料来源：公司公告，调研信息，申港证券研究所

## 5. 产能扩张推动新一轮业绩增长周期

对于生产性企业而言，固定资产的增长反映了公司产能的扩张，特别是供给存在缺口的行业，产能的扩张直接意味着公司未来业绩的增长。生产性企业产能与业绩增长周期基本规律为：在建工程增速上升→固定资产增速上涨→营收增速上升。

精锻科技 2017 年之前订单完成率不足 80%，2018 年由于行业销量下滑，订单数量减少，完成率超过 80%，产品整体处于供不应求的状态。公司上市以来经历了两次产能扩张周期，每次产能扩张完都推动公司业绩高速增长。

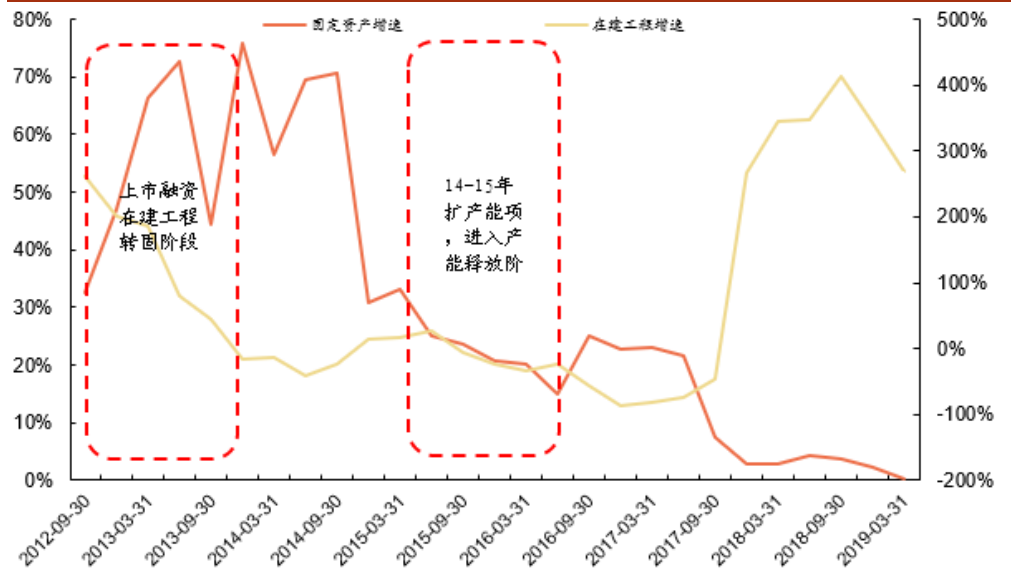
◆ 2010-2012 年，公司在建工程增速分别为 271.7%、90.5%和 200.5%，2013 年

初-2014Q3 开始大量转固, 固定资产增速分别 75.7%、70.7%, 新产能投产后, 对应 2013-2014 年营收增速分别为 21.2%、18%, 远高于行业增速。

- ◆ 2014-2015Q2, 公司扩建齿轮产能, 改造部分生产线, 在建工程增速分别为 14.3%、25.7%, 随后一段时间进入转固期间, 2016-2017 营收增速分别为 28.7%、25.7%。

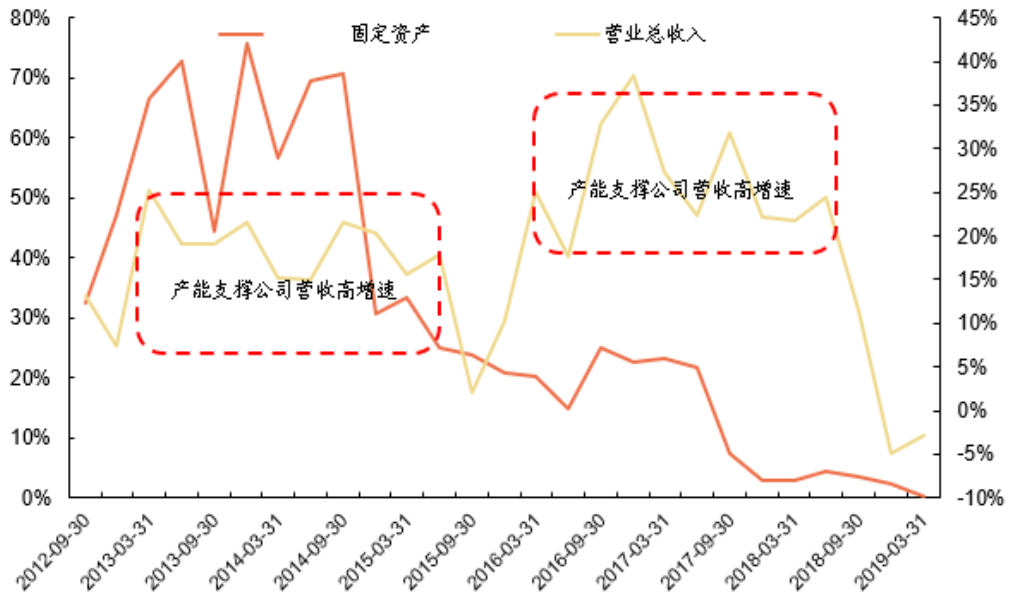
公司处于第三轮产能扩张周期, 天津工厂 2017 年开工, 规划各类齿轮、轴、差速器总成等合计产能 2000 万件, 厂房已经建好, 下半年设备调试交样, 预计 2020 年可以进入投产。我们认为公司目前受国内汽车下行周期影响, 营收增速与乘用车销量增速持平, 但国外出口业务高增长。我们预计本轮乘用车复苏周期有望在 Q4 实现销量同比转正, 2020-2021 年国内乘用车需求有望保持稳定增长。公司新增产能释放后, 国内订单完成度提高, 仍有部分富余产能支持国外更多订单, 公司业绩将进入新一轮高增长周期。

图 27: 精锻科技在建工程和固定资产达产情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图 28: 固定资产达产后对业绩促进作用



资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

假设 2019-2021 年国内乘用车销量增速分别为-5%、5%、3%，其他国家乘用车销量合计维持 4600 万辆水平。

- ◆ 锥齿轮业务：2011-2018 半轴齿轮价格年复合增速为 5.9%，因进口原材料价格上涨幅度较大，假设 2019-2021 年价格分别增长 5%、5%和 4%；2011-2018 行星齿轮价格复合增速为 4.3%，保守假设 2019-2021 年价格增速分别为 5%、3%、2%。假设锥齿轮 2019-2021 年国内市占率分别为 31%、31.5%、32%；国外市占率分别为 5.3%、5.6%和 5.9%。预计 2019-2021 年半轴齿轮营收增速分别为 1.3%、11.7%和 8.9%，行星齿轮分别为 2.3%、9.69%和 6.97%；
- ◆ 结合齿和轴类业务：2012-2018 年结合齿价格复合增速为 3.7%，国内市占率由 1.1%提高到 6.18%，与锥齿轮市占率相比仍然很低，我们预计公司结合齿业务将保持高增长，保守假设 2019-2021 年产品价格分别增长 3%、3%和 3%，市占率分别为 5.8%、6%和 6.3%。预计 2019-2021 年营收增速分别为-14.4%、16.7%和 12%；
- ◆ VVT 业务：宁波工厂下游客户海马、江淮销量下滑较多，江铃配套数量开始爬坡，我们假设 VVT 产品价格每年增长 5%，2019-2021 年销量增速分别为-20%、-10%、-5%，对应营收增速分别为-19.99%、-10%、-5%；
- ◆ 差速器总成业务：仅考虑上汽变、博格华纳和舍弗勒订单，预计 2019-2021 年差速器总成分别配套 30 万套、45 万套和 60 万套，均价 270 元；对应营收分别同比增长 100%、50%、33.3%；
- ◆ 其他业务：主要是公司废料销售收入，与产量相关，假设 2019-2020 年其他业务增速分别为-5%、10%和 8%。

绝对估值：给予公司第二阶段 2024-2031 年增速 4%，长期增长率 1.5%，无风险利率为 2.8%，必要回报率去 11.55%，Beta 为 0.85，WACC 计算为 9.96%，得到公司 DCF 估值为 15.47 元/股。

相对估值：公司所处精锻齿轮领域并无其他上市公司，我们选取变速器和精锻零部件行业可比公司，2019 年平均市盈率 19.2 倍，我们考虑到公司龙头优势和未来成长空间已打开，给予公司 2019 年 20 倍市盈率，相对估值为 13.2 元/股。

表11：可比公司估值

代码	证券简称	现价	每股收益(元)			市盈率 PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
002472.SZ	双环传动	5.08	0.28	0.32	0.38	20.08	15.87	13.35
002434.SZ	万里扬	6.51	0.26	0.41	0.55	25.3	16.04	11.74
603305.SH	旭升股份	24.38	0.73	0.94	1.2	41.49	25.76	20.19

资料来源：wind，申港证券研究所

公司 2019-2021 年营业收入分别为 13/15.1/16.8 亿元，同比增长 4.5%、14.5%和 11%；归母净利润 2.68/3.17/3.55 亿元，EPS 分别为 0.66/0.78/0.88 元，对应 PE18/15.2/13.6 倍。给予公司 6 个月目标价 13.2-15.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

汽车销量不及预期

进口原材料价格大幅上涨

订单配套数量低于预期

表 12: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	1128.86	1265.43	1323.03	1512.94	1679.73	流动资产合计	830.00	906.53	930.01	1099.56	1221.92		
营业成本	665.00	782.41	813.44	922.96	1021.31	货币资金	168.64	295.03	308.46	692.07	1150.98		
营业税金及附加	12.89	14.10	14.74	16.86	18.72	应收账款	245.94	242.27	253.29	289.65	321.58		
营业费用	41.35	31.20	32.62	37.30	43.48	其他应收款	4.74	5.09	5.32	6.09	6.76		
管理费用	99.34	49.37	52.92	60.52	67.19	预付款项	18.24	14.43	10.85	6.79	2.29		
财务费用	19.54	14.40	15.08	17.25	19.15	存货	189.19	247.07	244.14	277.01	306.53		
资产减值损失	15.22	34.26	16.13	16.45	16.77	其他流动资产	13.67	14.50	14.85	16.01	17.03		
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	1560.81	1878.42	1844.42	1796.41	1741.48		
投资净收益	0.14	0.25	0.30	0.35	0.35	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营业利润	296.07	300.50	310.81	367.61	411.69	固定资产	1155.78	1181.37	1137.17	1137.14	1129.19		
营业外收入	0.39	4.80	5.00	6.00	7.00	无形资产	134.04	129.94	125.94	122.94	119.94		
营业外支出	0.48	1.25	0.86	1.06	0.96	其他非流动资产	116.40	179.73	190.00	200.00	210.00		
利润总额	295.98	304.06	314.95	372.55	417.73	资产总计	2390.81	2784.95	2775.51	3190.54	3665.57		
所得税	45.65	45.37	47.00	55.59	62.33	流动负债合计	666.66	665.44	286.54	282.14	304.69		
净利润	250.33	258.68	267.95	316.96	355.39	短期借款	387.50	424.50	29.53	0.00	0.00		
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	119.25	129.58	138.37	157.00	173.73		
归属母公司净利润	250.33	258.68	267.95	316.96	355.39	预收款项	0.84	0.62	0.55	0.48	0.40		
EBITDA	574.14	580.60	465.10	539.89	593.79	一年内到期的非流动负债	43.99	0.00	0.00	0.00	0.00		
EPS (元)	0.62	0.64	0.66	0.78	0.88	非流动负债合计	57.27	242.60	406.41	582.69	762.59		
主要财务比率						长期借款	0.00	158.93	318.93	483.93	653.93		
						应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
成长能力						负债合计	723.93	908.04	692.95	864.83	1067.29		
营业收入增长	25.62%	12.10%	4.55%	14.35%	11.02%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营业利润增长	35.96%	1.50%	3.43%	18.27%	11.99%	实收资本(或股本)	405.00	405.00	405.00	405.00	405.00		
归属于母公司净利润增长	31.28%	3.34%	3.58%	18.29%	12.13%	资本公积	350.62	350.62	350.62	350.62	350.62		
获利能力						未分配利润	818.59	1011.61	1201.07	1425.17	1676.45		
毛利率(%)	41.09%	38.17%	38.52%	39.00%	39.20%	归属母公司股东权益合计	1666.88	1876.91	2071.62	2314.15	2586.08		
净利率(%)	22.18%	20.44%	20.25%	20.95%	21.16%	负债和所有者权益	2390.81	2784.95	2775.51	3190.54	3665.57		
总资产净利润(%)	10.47%	9.29%	9.65%	9.93%	9.70%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	15.02%	13.78%	12.93%	13.70%	13.74%								
偿债能力						经营活动现金流	362.77	424.25	444.11	451.73	506.20		
资产负债率(%)	30.28%	32.61%	24.97%	27.11%	29.12%	净利润	250.33	258.68	267.95	316.96	355.39		
流动比率	1.25	1.36	3.25	4.94	6.31	折旧摊销	129.32	141.37	139.20	155.03	162.95		
速动比率	0.96	0.99	2.40	3.96	5.31	财务费用	19.54	14.40	15.08	17.25	19.15		
营运能力						应付帐款减少	(43.31)	3.67	(11.03)	(36.36)	(31.93)		
总资产周转率	0.51	0.49	0.48	0.51	0.49	预收帐款增加	0.09	(0.22)	(0.06)	(0.07)	(0.08)		
应收账款周转率	5.03	5.18	5.34	5.57	5.50	投资活动现金流	(379.22)	(434.53)	(121.39)	(123.81)	(125.23)		
应付账款周转率	9.70	10.17	9.88	10.24	10.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.64	0.66	0.78	0.88	投资收益	0.14	0.25	0.30	0.35	0.35		
每股净现金流(最新摊薄)	0.15	0.30	0.03	0.95	1.13	筹资活动现金流	78.39	132.26	(309.29)	55.69	77.93		
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.63	5.12	5.71	6.39	应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
估值比率						长期借款增加	(18.99)	158.93	160.00	165.00	170.00		
P/E	19.27	18.65	18.00	15.22	13.57	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
P/B	2.89	2.57	2.33	2.08	1.87	资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
EV/EBITDA	8.86	8.80	10.46	8.55	7.29	现金净增加额	61.94	121.99	13.43	383.61	458.90		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上