

细分行业深度耕耘，产品扩张海外蓄势



——豪能股份 (603809. SH)

核心观点

❖ 汽车库存周期接近底部，行业空间依然值得期待

从 2017 年上半年以后，库存进入持续去化阶段，到目前为止已经 2.5 年，汽车消费与宏观经济关系较为密切，2018 年以来销量下降显著，因此库存去化周期明显超过过往的 1.5~2 年时间，但是根据汽车行业自身的供需周期，补库阶段依然有望在半年内开启，另外，我国的千人汽车保有量低于 200 辆，即使与同等人均 GDP 收入国家相比仍存在差距，未来市场空间依然值得期待。

❖ 主业稳健，技术能力、产能规模、客户基础、人才积淀构建企业护城河

公司具备完整同步器产品链，各零部件间有充分的协同效应；多年材料的研发经历赋予了更强的产品力，超越传统加工企业的范畴，已延伸至材料制备（铜熔炼等）；公司已是现有少数头部企业之一，强大的配套能力已经形成较深的护城河，在产能与设备先进性方面已远超同行。

❖ 国际化起航，产品线扩张加速

2019H1 公司出口额已达到 5422 万元，同比增长 225%，同时与麦格纳建立全球战略合作关系，并获得其全球独家供货订单，以及获得福特汽车 Q1 体系认证，公司已经具备全球竞争优势。离合器、差速器、轨交系统丰富公司产品线，分别签署麦格纳（欧洲）多个项目的主转毂、结合齿零部件供应合同，大众 MQ250/ DQ381 项目、格特拉克 B6+项目行星齿轮、半轴齿轮和吉利 EDS 差速器总成供货合同，以及采埃孚密封迷宫环供应合同等。另外，公司负债率仅 30%，速动比率为 1.5，远超过行业平均的 1.0，财务稳健，韧劲十足。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2019-2021 年公司主营业务收入分别为 9.01、11.32、13.03 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 1.28、1.65、1.92 亿元，EPS 分别为 0.61、0.79、0.92 元/股，对应 PE 分别为 15、11、10 倍。公司所处行业现阶段虽然进入整合期，但有望迎来复苏周期，同时公司深耕细作细分行业，并战略化扩张产品线及发力海外市场，我们认为具备一定长期投资价值，因此首次覆盖，予以“增持”评级。

❖ 风险提示：宏观经济大幅波动，新能源车发展远超预期

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	930	901	1132	1303
+/-%	10%	-3%	26%	15%
归属母公司净利润(百万)	161	128	165	192
+/-%	7%	-20%	28%	17%
EPS(元)	0.77	0.61	0.79	0.92
PE	11.58	14.52	11.32	9.71

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	汽车
报告时间	2019/11/13
前收盘价	8.92 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

黄博

证书编号：S1100519090001
021-68595119
huangbo@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、崛起的新能源汽车综合服务商	4
1.1. 专注汽车同步器系统，绑定优质客户资源	4
1.2. 股权结构稳定	6
1.3. 公司业绩稳步增长	7
二、行业迈过低谷，未来成长依旧	10
2.1. 市场空间犹存，行业进入下半场	10
2.2. 汽车行业摩底，向上周期渐近	11
三、公司看点：主营稳健、国际化起航、产品线扩张	12
3.1. 传统业务门槛依旧，集中度持续提升	12
3.2. 海外业务扩张顺利，国际化发展起航	16
3.3. 产品线逐步丰富，无惧行业调整	17
四、财务相对稳健，偿债能力优秀	19
五、盈利预测与估值评级	20
风险提示	20
盈利预测	21

图表目录

图 1:	汽车变速器用同步器主要构成.....	4
图 2:	股权结构.....	6
图 3:	2014-2019H1 营业收入 (百万元)	7
图 4:	2014-2019H1 净利润 (百万元)	7
图 5:	2014-2019H1 现金流情况.....	8
图 6:	2014-2019H1 毛利率和净利率 (%)	8
图 7:	2014-2018 年公司期间费用率.....	8
图 8:	2014-2018 年公司研发投入 (百万元)	9
图 9:	2018 年各国千人保有量和人均 GDP.....	10
图 10:	工业增加值与汽车销量 (右轴)	11
图 11:	M2 与汽车销量 (右轴)	11
图 12:	汽车销量与库存增速比较.....	11
图 13:	2018 年主营收入占比.....	12
图 14:	同步器及相关零部件收入及增速.....	12
图 15:	零部件供应体系	13
图 16:	同步器供应关系	13
图 17:	车企份额变化	15
图 18:	海外收入及增速	17
图 19:	资产负债率 (%)	19
图 20:	现金利息保障倍数	19
图 21:	速动比率	19
图 22:	人均创利 (万元)	19
表格 1.	公司主要产品	5
表格 2.	可比上市公司估值	20

一、崛起的新能源汽车综合服务商

1.1. 专注汽车同步器系统，绑定优质客户资源

公司前身为成都豪能机械有限公司，成立于2006年9月，上市于2017年11月，主要从事汽车传动系统相关产品的研发、生产和销售，包含汽车同步器系统产品、离合器系统产品和差速器系统产品，此外还涉及轨道交通传动系统产品。这些产品在传统动力汽车、新能源汽车、轨道交通系统上都被普遍使用，具有广阔的市场基础。

公司在同步器系统产品上具备较强的市场竞争力，是公司业务收入和利润的主要来源，而汽车同步器又是汽车变速器的关键组成部分。公司主要客户为整车厂商和汽车变速器公司，目前公司已成为大众汽车(中国)的A级供应商、上汽变速器A级供应商、采埃孚的合格供应商、麦格纳动力总成(亚太)的合格供应商、陕西法士特优秀供应商、中国重汽优秀供应商等。公司注重海外市场的开拓，其产品已被奔驰、大众、福特、宝马等主流国外整车厂所使用。随着汽车行业的不断发展，公司作为汽车关键零部件的头部厂商，有着广阔的发展前景。

图 1：汽车变速器用同步器主要构成






资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

公司主要产品包括同步器齿环（铜质同步环、冲压钢环、精锻钢环、中间环）、齿套、齿毂、结合齿等零部件，经过多年研发和实践积淀，目前公司已具备同步器总成全产品线的研发、制造能力。公司生产的汽车同步器组件产品应用范围覆盖乘用车和商用车市场，并以乘用车市场为主。凭借良好的产

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

品品质和稳定的配套能力，公司已积累了大量优质客户，包括大众汽车、麦格纳、贺尔碧格、采埃孚、上汽集团、一汽集团、长安汽车、吉利汽车、中国重汽、潍柴集团、唐山爱信、万里扬等均为公司直接或者间接配套的客户。

表格 1. 公司主要产品

类别	主要代表产品	其他说明
铜制同步器齿环		配套客户：大连大众； 主要工艺：锻造、机加； 其他说明：铜螺纹。
铜制同步器齿环		配套客户：大连大众； 主要工艺：锻造、机加； 其他说明：光面。
铜制同步器齿环		配套客户：一汽大众； 主要工艺：锻造； 其他说明：铜螺纹。
铜制同步器齿环		配套客户：格特拉克； 主要工艺：锻造； 其他说明：单铜螺纹。
铜制同步器齿环		配套客户：采埃孚； 主要工艺：锻造； 其他说明：喷钼。
铜制同步器齿环		配套客户：柳州上汽； 主要工艺：冲压； 其他说明：粘碳。
齿毂		配套客户：长安汽车； 主要工艺：锻坯、机加； 其他说明：插齿。
齿套		配套客户：长安汽车； 主要工艺：锻坯、机加； 其他说明：旋分制齿。

类别	主要代表产品	其他说明
结合齿		配套客户：天津大众、一汽大众； 主要工艺：锻坯、制齿； 其他说明：旋分制齿。

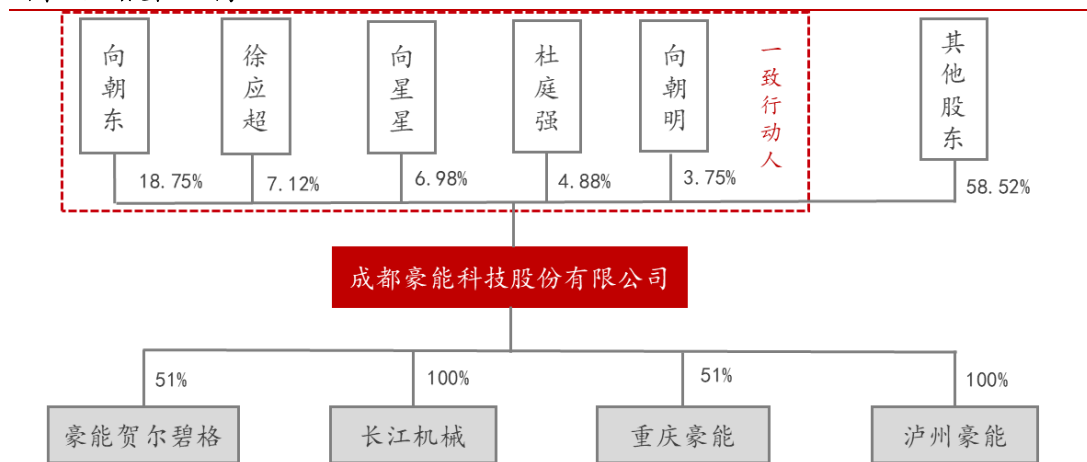
资料来源：公司官网及招股说明书，川财证券研究

在产品拓展方面，公司致力于双离合器系统产品、差速器系统产品和轨道交通系统产品的研发、生产和销售，其中双离合器系统主要产品为双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂，该产品主要通过麦格纳配套于长城汽车以及欧洲奔驰、宝马和雷诺等车型；差速器系统主要产品为差速器总成及行星齿轮、半轴齿轮，目前已具备自主设计、同步开发和生产制造的能力，该业务处于高速成长阶段，已取得多个项目订单，是公司未来最重要的核心业务之一；轨道交通系统主要产品是高铁齿轮箱用迷宫密封环，主要通过采埃孚直接配套国内高铁，同时该产品还用于商用车缓速器，是公司业务发展的新方向。

1.2. 股权结构稳定

主要股东占比达 54.82%，股权结构稳定。截至 2019 年上半年，公司控股股东向朝东持有公司股份 18.75%，向朝东、徐应超、向星星、杜庭强、向朝明为公司共同实际控制人，一致行动人总计持股份额为 41.48%，前十大股东持股比达到 54.82%，股权分布较为集中，股权结构稳定。

图 2：股权结构



资料来源：wind，公司招股说明书，川财证券研究所

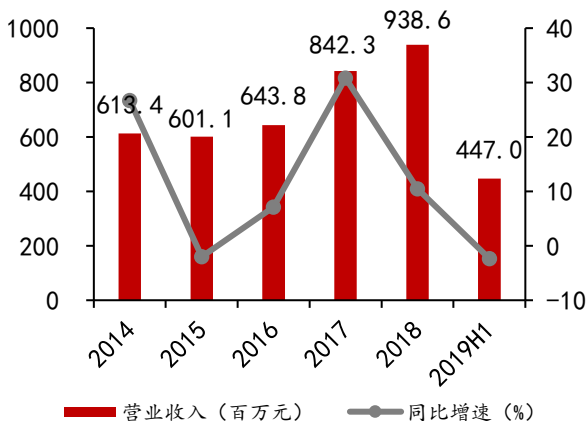
公司控股及参股四家企业，分别为长江机械（公司持股 100%）、泸州豪能（公司持股 100%）、豪能贺尔碧格（公司持股 51%）、重庆豪能（公司持股 51%）。其中，长江机械系向朝东于 2004 年收购、2008 年转让予公司，主要从事零部件生产销售及进出口贸易业务；重庆豪能主要从事齿毂、齿套及同步器总成的研发生产与销售业务；豪能贺尔碧格是与贺尔碧格集团合资设立于上海，主要从事同步器系统及其零部件的销售、贸易和工程技术作，贺尔碧格集团在汽车变速器用同步器领域同样具有较强的品牌和技术优势；泸州豪能是公司于 2018 年成立的全资子公司，从事汽车和摩托车零部件及配件等业务。

1.3. 公司业绩稳步增长

1.3.1 营收规模稳定增长，费用率略有下降

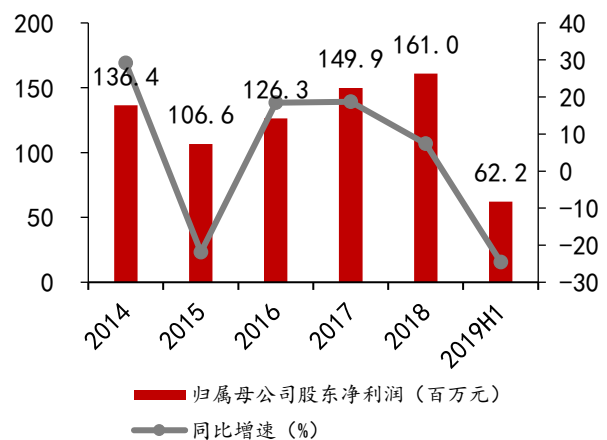
公司业绩稳定增长。公司 2018 年实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 10.4%，2014-2018 年复合增长率为 11.2%。公司 2018 年实现净利润 1.61 亿元，同比增长 7.4%，扣非净利润 1.50 亿元，同比增长 3.05%；2014-2018 年归母净利润复合增长率为 4.2%，经营业绩稳步提高。2019 年上半年，我国汽车行业表现不景气，产销辆分别为 1213.2 万辆和 1232.3 万辆，同比分别下降 13.7%和 12.4%，在此背景下，公司实现营业收入 4.47 亿元，同比下降 2.35%，降幅远好于行业整体水平，公司的海外市场战略、稳定优质的客户源、过硬的产品质量，保证了公司的抗风险能力。

图 3：2014-2019H1 营业收入（百万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

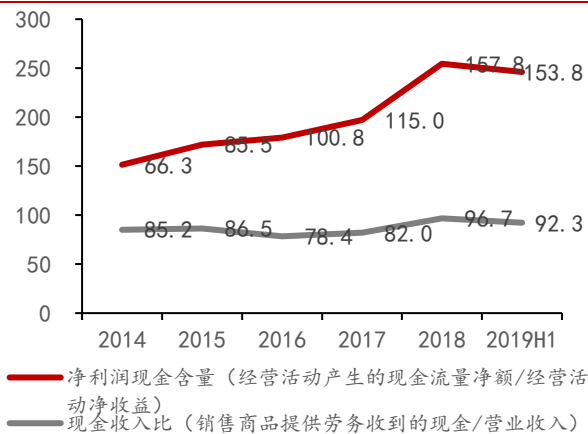
图 4：2014-2019H1 净利润（百万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

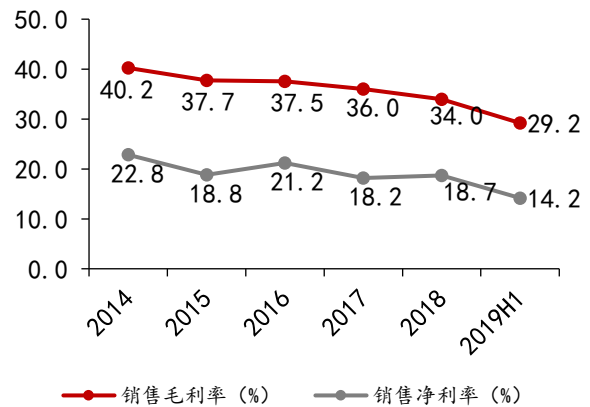
公司盈利质量稳定，利润率稍有下滑。2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 9.0 亿元，现金收入比为 0.97，净利润现金含量高达 1.58；2019 上半年，公司售商品、提供劳务收到的现金为 4.1 亿元，现金收入比为 0.92，净利润现金含量为 1.53。自上市以来，公司盈利质量持续改善，即使在行业下行的背景下，依旧维持了盈利质量的稳定。但行业整体的不景气还是对公司利润率产生了影响，2019 上半年，公司销售毛利率为 29.2%，销售净利率为 14.2%，相比前期均有所下滑。

图 5： 2014-2019H1 现金流情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

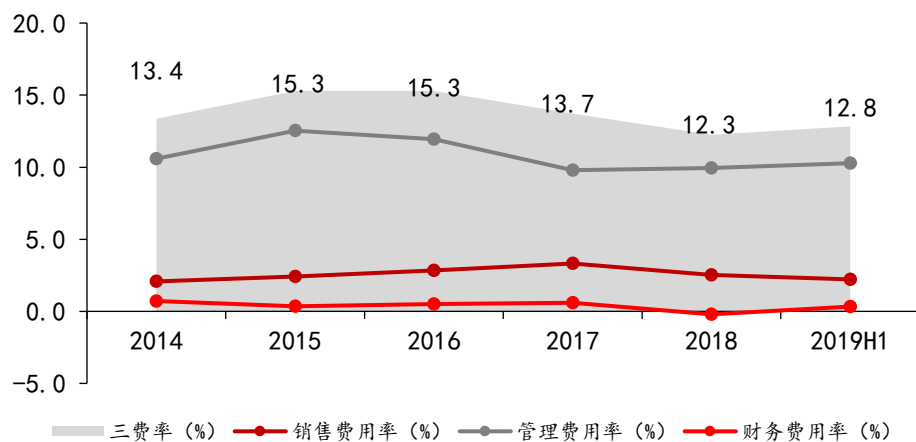
图 6： 2014-2019H1 毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司成本控制良好，费用支出可控。2019 上半年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.2%、10.3%、0.3%，三费率总体维持在 13%左右，较上市前的 15%有了一定程度的改善。

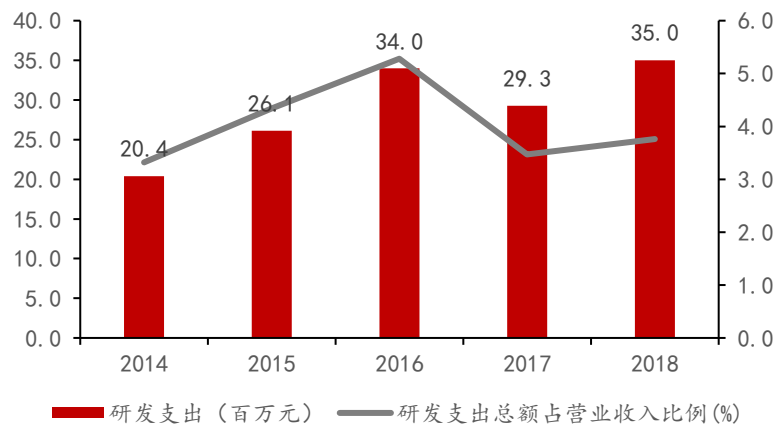
图 7： 2014-2018 年公司期间费用率



资料来源: wind, 川财证券研究所

公司对研发持续高投入。公司自成立以来，一直将技术创新作为公司发展战略的核心，注重产品和技术的研发，研发投入规模不断增大，2018 年研发支出达 3500 万元，占营业收入的 3.8%，近年来的研发支出始终维持在较高水平，研发人员数量占比已达 9.87%。2019 上半年，公司研发支出为 1900 万元，同比增长 30.45%，并取得 3 项发明专利和 1 项软件著作权，开发新项目 73 个、新产品 252 个。

图 8：2014-2018 年公司研发投入（百万元）



资料来源：wind，公司招股说明书，川财证券研究所

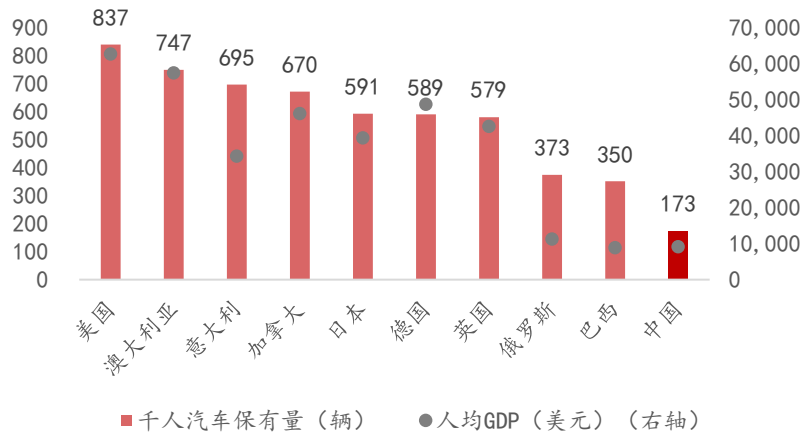
目前，公司已掌握的专业生产技术包括铜合金材料配比及熔铸技术、铜合金管材挤压技术、模具设计与制造技术、精密锻造技术、数控加工技术、摩擦材料粘接技术、异形零件精密测量技术、钢齿环热处理技术、高压气淬技术、原材料管材冷挤压毛坯技术、齿套电化学加工、自动渗碳压淬技术、钢齿环冷精整技术、薄片结合齿坯件冲压成型技术。

二、行业迈过低谷，未来成长依旧

2.1. 市场空间犹存，行业进入下半场

行业空间广阔，增速或许放缓。汽车行业从中长期来看，与经济体量、城市化发展的进度、出行方式有密切的关系。按照发达国家的经验，千人汽车保有量在 200 辆之后进入缓慢增长周期，但依旧会爬升到 500 辆之上。根据世界银行公布截止到 2018 年的数据，美国汽车千人保有量超过 800 辆，对应人均 GDP 为 62600 美元，而人口密度超过中国的意大利、德国、日本的千人保有量依旧分别达到了 695、591、589 辆，我国目前仅有 173 辆，因此人口密度对汽车保有量的影响并不显著。从人均 GDP 的水平来看，我国与巴西、俄罗斯是在同一区间，只是发展近几年加速，时间上与其有一定差异，因此中长期来看，行业空间依然非常广阔。

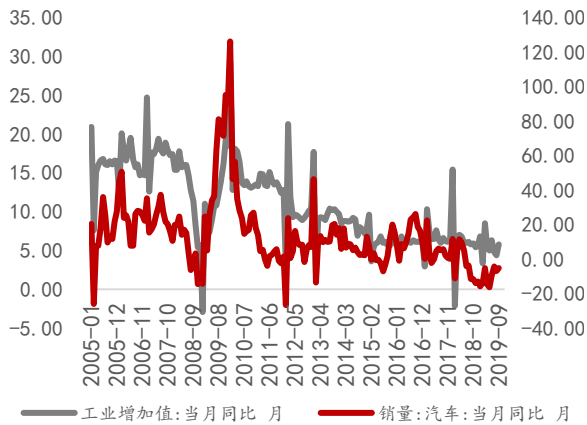
图 9：2018 年各国千人保有量和人均 GDP



资料来源：世界银行，川财证券研究所

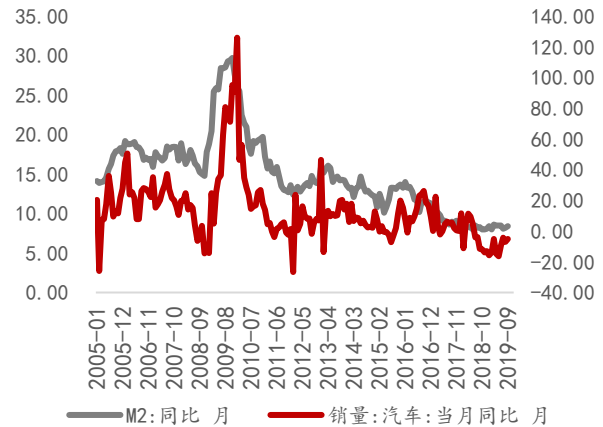
汽车销量与经济周期紧密挂钩。汽车销量增速与工业增加值增速、M2 增速从趋势上高度一致，但是波动幅度显著增加。汽车消费是仅次于房地产的高价值商品，同时很难具备保值增值的作用，因此汽车消费非常依赖于宏观经济的景气度和市场的预期，这也是汽车销量增速是工业增加值增速的领先指标，领先时间为 1~2 个月。汽车消费同时是与广义货币量高度相关，通常滞后 M2 增速 1~2 个月。从 2018 年以来，M2 增速已经下降到 8%~9% 的台阶，而汽车销量增速的幅度则更加扩大，去年已经进入负增速。

图 10: 工业增加值与汽车销量 (右轴)



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 11: M2 与汽车销量 (右轴)

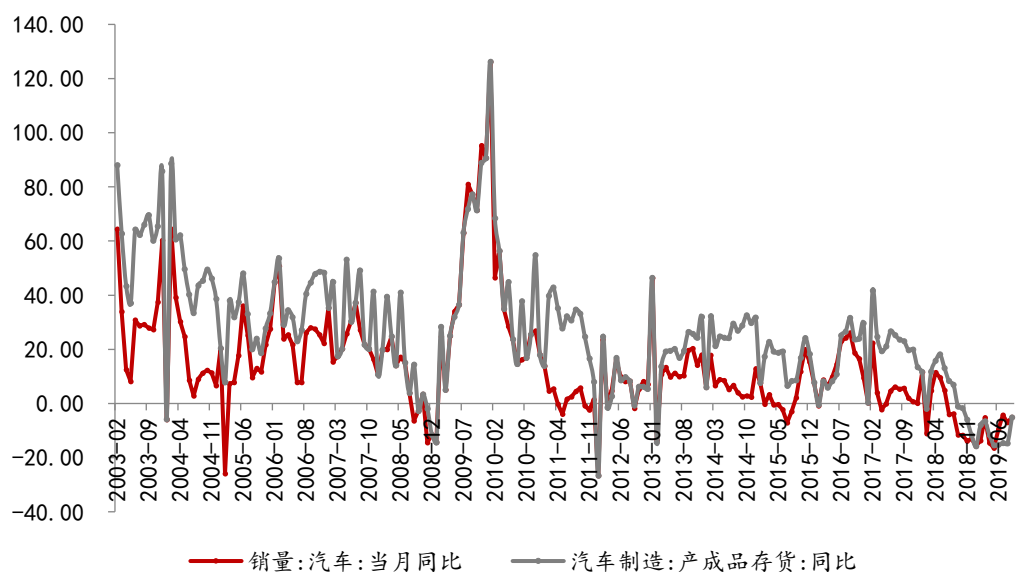


资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

2.2. 汽车行业摩底, 向上周期渐近

库存周期有望底部回暖。根据对库存同比的分析, 汽车库存经历过四轮相对完整的周期, 2004 年 1 月~2007 年 6 月、2007 年 7 月~2010 年 12 月、2011 年 1 月~2014 年 4 月、2014 年 5 月~2017 年 2 月, 跨度前几次都在 3.5 年左右, 而最后一次受到 M2 等宏观经济指标的影响比较严重, 所以同比增速下滑的时间提前。而如今距离 2017 年 3 月已经有 2.5 年时间, 库存同比增速已经开始触底回暖, 预示行业景气度开始复苏的时机临近。

图 12: 汽车销量与库存增速比较



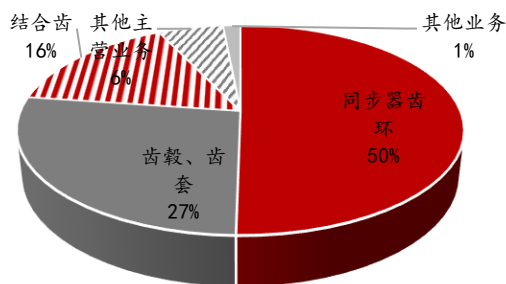
资料来源: 中汽协, 川财证券研究所

三、公司看点：主营稳健、国际化起航、产品线扩张

3.1. 传统业务门槛依旧，集中度持续提升

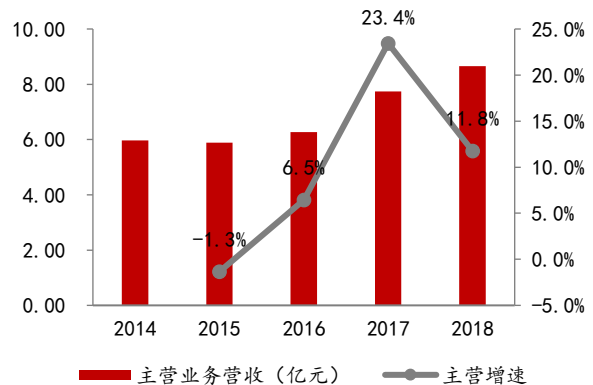
同步器客户稳定，营业状况好于行业平均水平。公司主要产品包括同步器齿环（铜质同步环、冲压钢环、精锻钢环、中间环）、齿套、齿毂、结合齿等零部件，经过多年研发和实践积淀，目前公司已具备同步器总成全产品线的研发、制造能力。2018年公司同步器及相关零部件营收占比93%，主营集中度较高。在2015年之后，同步器传统业务保持正向增长，即使在行业景气度较低的今年，业绩的下滑也远好于行业平均。（同步器及零部件包括同步器齿环、齿毂齿套和结合齿）

图 13： 2018 年主营收入占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

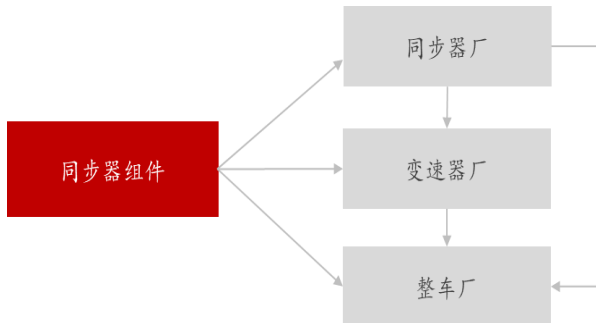
图 14： 同步器及相关零部件收入及增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

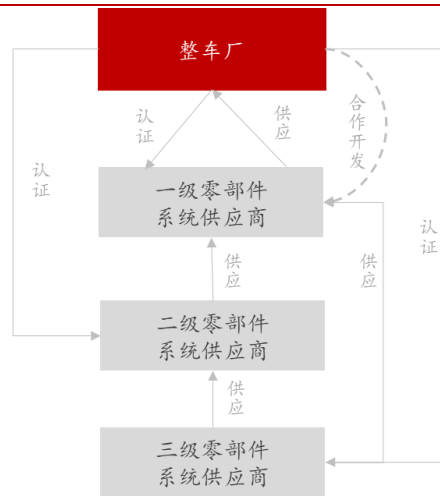
汽车同步器组件为汽车关键部件变速器的重要组成部分，一般需经整车厂认证，进入门槛较高。所以，面向整车配套市场的同步器组件供应商数量较少。经过多年的发展，我国同步器行业在整车配套市场形成如下配套模式：同步器组件的最终需求方为整车厂。若整车厂拥有变速器厂，则同步器组件直接供应给该变速器厂，并最终配套于整车厂；否则则供应给其他专业的变速器厂。

图 15： 零部件供应体系



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16： 同步器供应关系



资料来源：公司公告，川财证券研究所

同步器行业格局高端化，份额向头部企业集中。同步器行业在整车配套市场集中度较高。(1) 国内仅有少数企业进入高端产品应用领域，未来发展潜力巨大，同步器是汽车关键部件变速器的重要组成部分，同步器组件的重要技术指标为其摩擦性能和耐磨性，这主要取决于材料的配比技术和加工工艺，以及和变速器厂的合作研发情况，能够生产高档齿环的国内企业很少。近几年，包括公司在内的国内少数企业，通过科技攻关，逐步改进生产工艺和材料配比，开始进入行业高端产品的生产制造领域。(2) 整车配套市场具有较高的集中度。在整车配套市场，整车厂及变速器厂一般倾向于和同步器企业形成稳定的合作关系。出于对产品质量、交货期等因素的考虑，客户一般不会轻易更换供应商。同步器组件生产企业若要通过认证需要进行大量的固定资产投资和长期的技术积累，只有生产规模达到一定程度时方可实现盈利，从而形成了较高的市场进入壁垒。上述因素导致同步器整车配套市场具有较高的集中度。(3) 售后维修服务市场进入门槛低，中小企业竞争激烈，毛利率较低。我国同步器行业，除少数大企业占据和控制整车配套市场外，还有一些小企业面向售后维修服务市场开展业务。这些小企业，由于缺乏足够的生产能力，且技术水平低，产品质量稳定性差，产品大多难以进入整车配套市场，只能在进入壁垒较低的售后维修服务市场竞争，毛利率水平较低。

多门槛护航，市场呈现高端化和集中化。细分行业的门槛主要有：1、人才与专业化技术。同步器组件制造流程较长、生产工艺复杂、技术含量高；且该产品为非标准产品，从设计、试制到批量生产需要由经验丰富的专业化技术和管理团队执行。随着汽车新车型的不断推出，与新车型匹配的零部件具有专有性

和独特性，进而要求企业具备较强的产品开发能力、模具设计能力，以及较高的工艺水平和制造技术，因此，只有具备较强研发和生产实力的企业方可在行业取得较好的发展。业内企业只有经过多年的积累，培养一批高素质的科研人员、大量富有经验的技术人员和熟练技工后，方可具备专业化的研发能力和生产技术。

2、产品认证汽车零部件的质量对于汽车的质量有重要影响，随着人们对汽车安全性能的要求越来越高，汽车整车厂也越来越重视汽车零部件的质量，整车厂对每一家为之配套的零部件企业都要进行严格的选择和控制，同步器行业亦如此。进入该领域的厂商不仅需要经过第三方独立资质认证（如ISO/TS16949:2009质量管理体系认证等），还需要有较长的实际运行时间来证明其产品的稳定性、可靠性以及后续服务能力，方可取得客户的认可，获得整车厂合格供应商的资格。由于严格的供应商认证标准及较长的认证周期，为了维持稳定连续的生产，配套的零部件供应商一旦通过汽车整车厂或一级零部件供应商的认证后，双方的合作关系就具有了较强的稳定性。未经汽车制造商质量管理部门的批准，上一级供应商不可以随意更换下一级供应商。因此，在主机厂严格的配套供应商体系下，新进入的企业一方面很难在短时间内获得客户认证，另一方面也很难承受通过认证之前大量投入却收益甚微的资金压力。这对本行业的新进入者构成了较大的壁垒。

3、规模化生产同步器组件的生产工艺复杂，需要使用多种精密设备，而且，在为整车厂商或者一级零部件供应商进行配套时，需具备批量生产能力。此外，同步器组件制造企业需要采购多种原材料，这也将占用较多的流动资金。因此，同步器行业具有较高的资本密集度，前期需要大量的资本投入，只有产量达到一定规模方能盈利。目前，随着整车价格的下降，整车企业不断控制采购零部件的成本。对于汽车零部件行业及同步器子行业而言，通过产量提升降低单位产品的固定成本是提升盈利能力的重要手段。规模化生产已成为同步器企业生存的必要条件，而新进入行业的企业初期订单较少，数量也不多，难以获得利润，这也提高了行业进入的风险和门槛。

4、汽车质量的核心在于安全性能的高低。整车厂在选择零部件配套企业时，为确保零部件质量符合其质量标准和要求，通常会进行较长时间的考核。整车厂一旦与供应商形成稳定的合作关系，一般不会轻易更换供应商。如本公司等行业领先企业，已经建立了先发优势，在长期的生产实践中，产品质量得到了众多客户的高度认可，并与其建立了长期稳定的合作关系，成为新企业进入的重要壁垒。

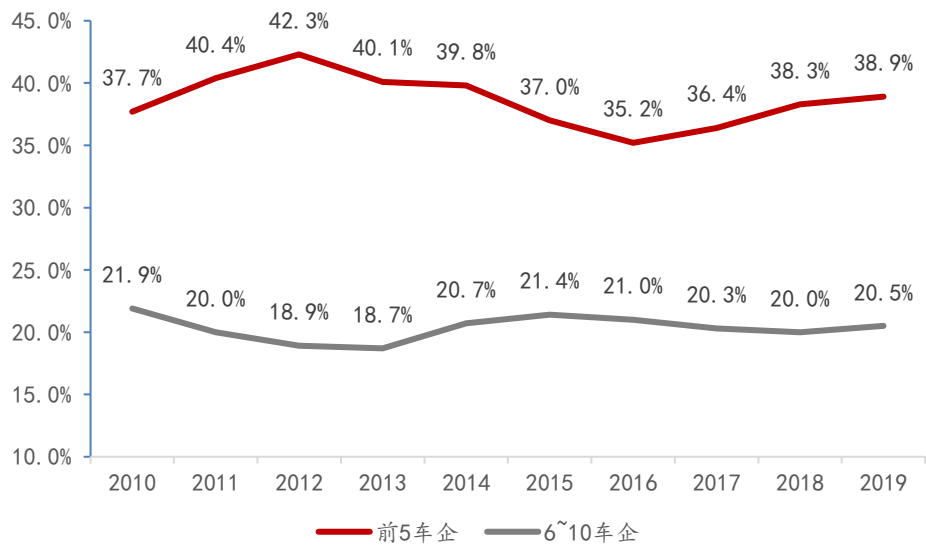
公司竞争优势明显，已经成为细分行业头部企业。具体表现为：

1、同步器总成全产品线供应优势。近年来，公司在主要产品同步器齿环的基础上，加大研发力度，不断扩充结合齿、齿毂、齿套等其他同步器组件产品。目前，公司已具备同步器组件全产品线供应能力。公司通过为客户提供同步器

总成全套零部件供应解决方案，可提升各零部件之间的匹配性，进一步满足客户需求，提升客户黏性，增强公司的竞争实力，有利于公司进一步扩大市场份额。

2、客户资源优势。公司在近年来的业务发展中积累了大量的优质客户，依靠产品良好的品质和稳定的配套能力，在市场上树立了优秀的口碑。公司的客户结构非常好，2018年公司前五大客户销售额占年度销售总额 53.22%，不存在大客户依赖症，且包括大众、麦格纳、上汽、一汽、贺尔碧格、法士特、采埃孚、中国重汽、长安、吉利、长城、唐山爱信等一大批优质客户。从市场竞争的角度看，同步器零部件生产企业要和下游整车厂及其变速器厂建立配套关系，需要经过相当复杂的认证过程，一般至少需要 2~3 年时间。而后进入者要进入配套厂商名录，需要在技术、设备、人员和质量控制方面，进行长时间的先期投入。公司与前述优质客户持续稳定的合作，一方面有力地推动了公司技术水平的不断提高和产品结构的不断完善，另一方面也构成了潜在竞争对手的进入壁垒。

图 17：车企份额变化



资料来源：中汽协，川财证券研究所，截止到 2019 年 8 月

3、配套能力优势。汽车零部件企业的配套能力是企业管理和技术水平的综合体现，要求配套企业在保证产品品质的前提下不断进行技术改进、提高管理水平，与主机厂的生产销售同步发展，保证配套产品的及时有效供应，同时具备根据客户的要求快速开发新产品的能力。公司经过长期发展，掌握了多项核心技术和产品快速设计开发的综合能力，能够配套多重不同品牌、不同档次及

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

不同结构的重型车、中型车、轻型车、微型车、轿车全系列车型，形成了行业领先的配套能力。

4、技术研发优势公司经过多年发展，已经掌握了符合本行业特点的原材料铜合金制造技术、关键模具设计和制造技术、精密锻造技术、热处理技术、数控加工技术、摩擦材料粘接技术等关键技术，在国内同行业中处于领先水平。关键模具的设计和制造能力直接影响到公司新产品推出的速度和市场反应能力。本公司对模具技术高度重视，在模具设计技术方面不断缩小和跨国公司的差距，牢牢占据了国内领先地位。公司还具备专用设备的设计和制造能力，根据产品和工艺特点自行设计了多台专用设备，专业化程度高，减少了固定资产投资，确保了产品工艺质量，大幅度提高了生产效率。此外，为提高公司产品质量，扩大生产能力，强化核心竞争力，公司引进了一批具有国际先进水平的高精度生产设备，包括：德国舒勒全自动冲压生产线、德国进口制齿倒角复合加工生产线、日本进口燃气加热炉、德国 EMAG 数控车磨中心、日本 MAZAK 车铣复合加工中心、德国 KENNA 热能去毛刺机床、瑞士 Metco 自动喷钎生产线、德国 KLINK 拉床、德国 FELSOMAT 车磨中心等。

5、管理团队优势。公司的核心管理团队多数为同步器行业、变速器行业和汽车行业从事管理、研发、生产和市场开拓的专业资深人士，行业经营管理经验丰富。同时，公司的核心团队保持了高度的稳定性。稳定胜任的核心领导团队是公司形成、保持和积累竞争优势的基础。

6、规模优势。汽车同步器行业市场集中度较高，配套供应关系的形成需要经过一个相当复杂的流程，一旦形成合作关系，需求方一般不会轻易更换供应商。生产规模是整车厂商及变速器生产厂商选择供应商的重要标准之一，同步器组件的生产工序较多，工艺较为复杂，固定资产投入较大，只有达到一定生产规模的企业才能满足需求方的配套生产要求。而公司目前已经成为国内领先的同步器组件供应商，生产规模居于国内前列，对潜在竞争对手进入本行业构成了一定的竞争壁垒。

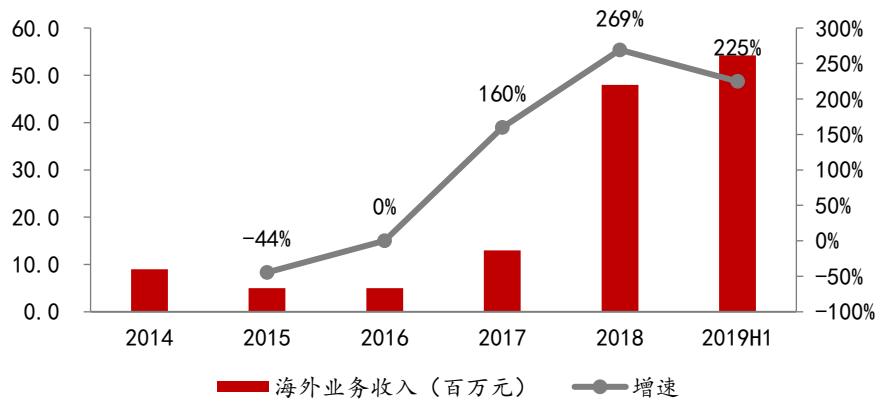
3.2. 海外业务扩张顺利，国际化发展起航

零部件出口替代成为趋势。受益于汽车零部件全球化采购的发展，凭借成本、配套等多方面优势，我国汽车零部件出口额增长较快。从 2011 年出口金额 159 亿增长至 2019 年 1~7 月的 1488 亿，我国汽车零部件产业也正在逐步由出口附加值低、技术含量低的劳动密集型产品向出口附加值高、技术含量高的资金密集型产品转变。根据中国汽车工业协会统计数据显示，我国汽车零部件出口以

美国、日本、韩国、德国、墨西哥、英国、俄罗斯、加拿大等国家为主。

海外业务提供增量，进入主流供应链。2019年上半年，公司出口额已达到5422万元，同比增长225%，收入已经超过2018年全年海外4800万元营收。我们预计随着公司进入海外主流供应链，营收还将继续高速扩张。

图 18：海外收入及增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

随着公司与麦格纳建立全球战略合作关系，并获得其全球独家供货订单，以及获得福特汽车 Q1 体系认证，说明公司已经具备全球竞争优势，从今年的产品出口情况和已获订单情况来看，未来公司出口业务还会保持增长势头。公司产品主要出口德国、意大利、俄罗斯、巴西、印度和印尼等国家，没有对美国直接出口，因此中美贸易的紧张关系对公司出口业务没有产生影响。

3.3. 产品线逐步丰富，无惧行业调整

离合器、差速器、轨交系统丰富公司产品线，无惧汽车行业调整。产品线中，离合器系统主要产品为双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂，差速器系统主要产品为差速器总成及行星齿轮、半轴齿轮，轨道交通系统主要产品是高铁齿轮箱用迷宫密封环，主要通过采埃孚直接配套国内高铁，同时该产品还用于商用车缓速器，是公司业务发展的新方向。

离合器零部件：公司在今年2月及4月陆续收到全球著名的汽车零部件供应商麦格纳的独家供货提名信全资子公司泸州长机将作为主体供应DCT300、DCT400和HDT400项目结合齿零件，该项目是麦格纳（欧洲）的主打变速箱，上述产品将通过直接出口欧洲（德国、意大利和捷克）并最终配套奔驰、宝马、雷诺和福特等车型，其中HDT400项目产品是为宝马混合动力（油电混合）汽车配

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

套。本次独家供货合作体现了公司在全球市场的竞争能力，也体现了公司在变速箱零配件领域的综合竞争优势，有利于公司进一步增强在国际市场的业务开拓，提升公司在国际市场的知名度和影响力，有利于公司未来主营业务的增长及持续盈利能力提升。

差速器零部件：公司全资子公司泸州长机陆续签署大众 MQ250 项目、大众 DQ381 项目、格特拉克 B6+项目关于行星齿轮、半轴齿轮以及吉利 EDS 差速器总成供货合同。目前公司已具备自主设计、同步开发和生产制造的能力，该业务处于高速成长阶段，是公司未来最重要的核心业务之一。行星齿轮和半轴齿轮属于差速器系统零部件，并广泛用于燃油车、混合动力车及新能源汽车，公司的此项业务具有重要意义，在新能源汽车发展如火如荼的阶段，一定程度对冲传统业务的风险，表明公司管理层对汽车产业结构调整有相当的洞察力、前瞻力和决断力。

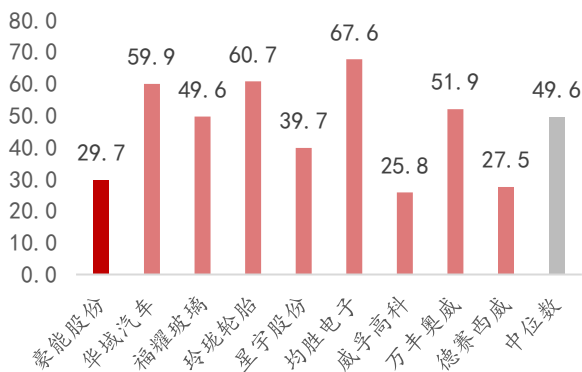
轨交系统零部件：公司的密封迷宫环主要是通过采埃孚配套于高铁等轨道交通，该产品属于轨道交通的安全件，将定期进行更换。随着国家高铁国内及出口业务的增长，销量也会是持续增长的态势，公司将在做好该产品的基础上寻求轨交系统其他零部件的业务机会。

四、财务相对稳健，偿债能力优秀

为了分析公司在行业中所处的地位，我们选取了零部件行业中市值最大的前十家公司作为横向比较标的，着重对财务风险、营运能力做了详细比较。

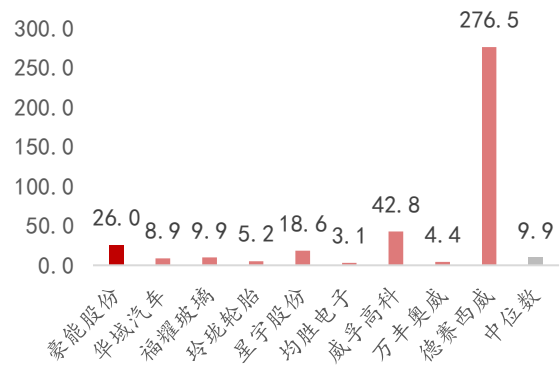
资产负债率来看，公司远低于同类公司的中位数的 49.6%，资产风险小且可控。从现金利息保障倍数来看，公司远高于行业中位数的 9.9，而速动比率也达到 1.5，高于行业中位数 1.0，偿债能力总体优秀。

图 19： 资产负债率 (%)



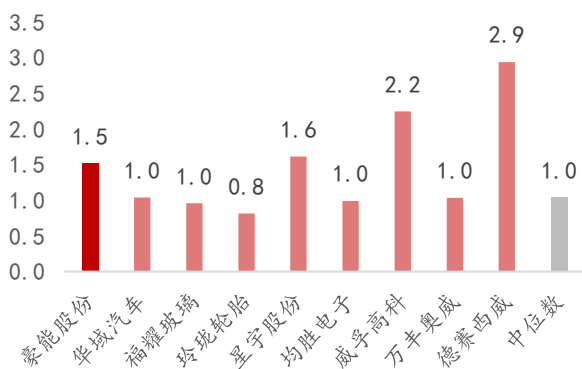
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20： 现金利息保障倍数



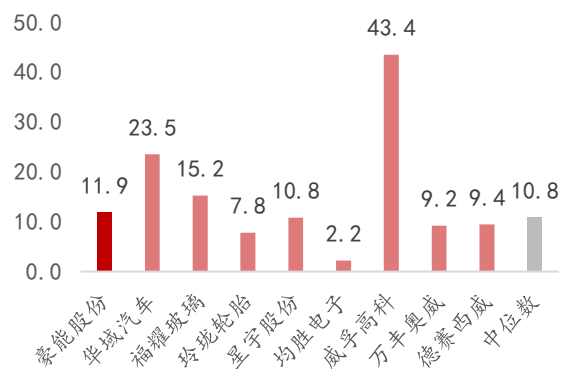
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 速动比率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22： 人均创利 (万元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

五、盈利预测与估值评级

我们预计 2019-2021 年公司主营业务收入分别为 9.01、11.32、13.03 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 1.28、1.65、1.92 亿元，EPS 分别为 0.61、0.79、0.92 元/股，对应 PE 分别为 15、11、10 倍。公司所处行业现阶段虽然进入整合期，但有望迎来复苏周期，同时公司深根细作细分行业，并战略化扩张产品线及发力海外市场，我们认为具备一定长期投资价值，因此首次覆盖，予以“增持”评级。

表格 2. 可比上市公司估值

股票代码	公司名称	股价	EPS			P/E		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603809.SH	豪能股份	9.26	0.61	0.79	0.92	15.2	11.7	10.1
600741.SH	华域汽车	25.11	2.19	2.37	2.58	11.5	10.6	9.7
600660.SH	福耀玻璃	21.25	1.34	1.53	1.74	15.9	13.9	12.2
601966.SH	玲珑轮胎	20.97	1.31	1.55	1.81	16.0	13.6	11.6
601799.SH	星宇股份	85.10	2.75	3.48	4.27	30.9	24.5	19.9
600699.SH	均胜电子	14.68	0.92	1.13	1.42	16.0	13.0	10.3
000581.SZ	威孚高科	16.78	2.13	2.23	2.40	7.9	7.5	7.0
002085.SZ	万丰奥威	6.90	0.40	0.45	0.50	17.2	15.3	13.8
002920.SZ	德赛西威	25.04	0.45	0.63	0.86	55.4	39.7	29.1
中位数						16.0	13.6	11.6

资料来源: wind, 川财证券研究所, 截至 20191113

风险提示

受宏观经济波动影响的风险

行业政策出现大幅变化的风险

新能源汽车发展远超预期的风险

盈利预测

资产负债表					利润表					
单位:百万元					单位:百万元					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1303	1462	1714	1969	营业收入	842	930	901	1132	1303
现金	493	649	704	820	营业成本	539	614	659	829	956
应收账款	229	241	303	344	营业税金及附加	8	7	7	9	10
其他应收款	3	3	3	4	营业费用	28	23	26	32	36
预付账款	55	79	98	109	管理费用	53	57	56	70	81
存货	256	261	334	383	财务费用	5	-2	-2	-10	-14
其他流动资产	268	229	273	309	资产减值损失	4	-1	1	-0	0
非流动资产	1138	1017	945	855	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	14	13	14	14	投资净收益	-1	3	1	2	1
固定资产	897	837	764	683	营业利润	177	201	155	203	235
无形资产	39	38	38	38	营业外收入	3	6	4	5	5
其他非流动资产	188	129	130	120	营业外支出	0	5	3	4	3
资产总计	2441	2480	2659	2824	利润总额	179	202	157	204	237
流动负债	620	616	721	784	所得税	26	29	22	29	34
短期借款	214	151	168	170	净利润	153	174	135	175	203
应付账款	184	256	317	354	少数股东损益	3	13	6	11	11
其他流动负债	222	209	237	260	归属母公司净利润	150	161	128	165	192
非流动负债	161	143	118	103	EBITDA	246	290	239	281	309
长期借款	32	26	-2	-19	EPS (元)	1.41	1.08	0.61	0.79	0.92
其他非流动负债	129	118	120	122	主要财务比率					
负债合计	780	759	839	887	会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	120	127	137	148	成长能力					
股本	149	209	209	209	营业收入	30.8%	10.4%	-3.1%	25.6%	15.1%
资本公积	509	450	450	450	营业利润	34.7%	14.1%	-22.9%	30.8%	15.7%
留存收益	881	935	1024	1130	归属于母公司净利	18.7%	7.4%	-20.2%	28.3%	16.6%
归属母公司股东权	1540	1594	1683	1789	获利能力					
负债和股东权益	2441	2480	2659	2824	毛利率(%)	36.0%	34.0%	26.9%	26.8%	26.6%
					净利率(%)	17.8%	17.3%	14.3%	14.6%	14.7%
					ROE(%)	10.1%	10.5%	8.1%	9.8%	10.7%
					ROIC(%)	14.4%	12.3%	10.3%	12.8%	14.7%
					偿债能力					
					资产负债率(%)	29.9%	32.0%	30.6%	31.5%	31.4%
					净负债比率(%)	34.39%	40.47%	30.44%	26.80%	23.48%
					流动比率	3.01	2.10	2.37	2.38	2.51
					速动比率	2.60	1.69	1.95	1.91	2.02
					营运能力					
					总资产周转率	0.48	0.40	0.37	0.44	0.48
					应收账款周转率	4	4	4	4	4
					应付账款周转率	2.47	2.62	3.00	2.89	2.85
					每股指标(元)					
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.77	0.61	0.79	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.48	1.31	0.61	0.99
					每股净资产(最新摊薄)	7.11	7.37	7.62	8.05	8.56
					估值比率					
					P/E	12.44	11.58	14.52	11.32	9.71
					P/B	1.26	1.21	1.17	1.11	1.04
					EVEBITDA	7	6	7	6	5

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004