

证券研究报告—深度报告

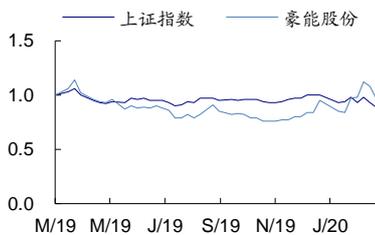
汽车零部件II

豪能股份(603809)
买入

合理估值: 13.67-16.71 元 昨收盘: 10.84 元 (首次评级)

2020年03月25日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	209/115
总市值/流通(百万元)	2,266/1,247
上证综指/深圳成指	2,722/9,922
12个月最高/最低(元)	19.67/8.53

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

电话: 0755-81981823

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

细分龙头进入新品与经营周期

● 投资逻辑: 同步器龙头进入新品与经营周期新起点

公司是国内汽车同步器龙头, 技术积淀深厚, 盈利能力突出, 凭借品质与成本优势持续开拓大众、格特拉克、麦格纳等优质海外客户。公司掌握锻造工艺链核心技术而非仅做单一产品, 基于工艺和客户的同源性具备较强的产品横向扩张能力, 从同步器到结合齿到差速器的路径均可验证。中期维度来看, 公司有望进入资本开支向下以及需求向上带来的盈利修复阶段。

● 新品周期: 基于工艺和供应体系同源, 延伸结合齿、差速器等新品

我们认为对于公司主业的理解不应仅限于同步器单品, 而应该是其相关锻造等工艺链技术。同步器已经成为明星产品填补国内空缺, 并成为行业龙头。基于同步器奠定的较好市场口碑和客户关系, 结合客户新需求, 后期基于工艺、技术、产能的同源性实现品类扩张, 延伸出同步器、差速器等新产品, 原明星产品同步器齿环占比从2013年的81.60%下降到18年的50.32%, 新产品结合齿从3.99%提升到15.68%, 新产品差速器已经获得大众、吉利、格特拉克、麦格纳订单验证。

● 经营周期: 资本开支向下, 营收端向上, 进入盈利修复通道

我们认为公司从20年开始有望进入资本开支向下以及需求向上带来的盈利修复阶段。成本端来看, 13-19年资本开支持续大幅度增加, 我们预计20年开始放缓(18/19年资本开支约为4亿/年, 预计20/21降低到2亿/年)。营收端来看, 行业需求回暖以及公司自身在手订单充沛, 我们预计20/21年营收增速显著提速, 20/21年增速达到15.04%/27.70%。公司此前毛利率下滑主要受折旧与摊销率、制造费用、产品结构等影响, 后期由于产能利用率提升以及产品结构优化, 毛利率有望在20/21年修复至32.39%/32.89%。

● 风险提示

疫情影响具备不确定性带来需求复苏不及预期, 新项目投产不及预期等。

● 投资建议: 新品打开新成长, 经营周期向上

我们预计公司19-21年实现营收9.17亿/10.55亿/13.48亿, 实现净利润1.21亿/1.59亿/2.08亿, 实现每股收益0.58元/0.76元/0.99元。我们给予公司合理估值区间为13.67-16.71元(对应20年PE 18-22x), 相对20年3月24日收盘价存在26.15%-54.19%的估值空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	930	917	1,055	1,348
(+/-%)	10.4%	-1.4%	15.0%	27.7%
净利润(百万元)	161	121	159	208
(+/-%)	7.4%	-25.1%	31.7%	30.9%
摊薄每股收益(元)	1.08	0.58	0.76	0.99
EBIT Margin	24.6%	15.1%	18.5%	19.6%
净资产收益率(ROE)	10.5%	7.7%	9.8%	12.4%
市盈率(PE)	10.1	18.8	14.3	10.9
EV/EBITDA	7.6	12.8	9.8	8.5
市净率(PB)	1.05	1.44	1.40	1.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

汽车行业经历 18/19 年的持续下滑以及 20 年疫情对供给和需求的持续拖累，我们预计后续较大概率触底反弹，而重资产公司由于自身经营杠杆较大，若是叠加自身经营周期，往往带来的利润和估值弹性均较大，相关标的包括豪能股份、精锻科技、爱柯迪等。

公司是国内汽车同步器龙头，技术历史积淀深厚，盈利能力突出。凭借质量以及成本优势持续开拓大众、格特拉克、麦格纳等优质海外客户。公司属于掌握锻造工艺链核心技术的公司而非做单一产品类的公司，基于工艺和客户的同源性具备较强的产品横向扩张能力，从同步器到结合齿到差速器均可进行验证。中期维度来看，公司有望进入资本开支向下以及需求向上带来的盈利修复阶段。我们预计公司 2019-2021 分别实现营收 9.17 亿/10.55 亿/13.48 亿，对应同比增速分别为-1.40%/15.00%/27.70%，分别实现净利润 1.21 亿/1.59 亿/2.08 亿，对应同比增速分别为-25.1%/31.7%/30.9%。分别实现每股收益 0.58 元/0.76 元/0.99 元。我们给予公司合理估值区间为 13.67-16.71 元（对应 2020 年 PE 18-22x），相对 2020 年 3 月 24 日收盘价存在 26.15%-54.19% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

第一，对于行业需求来看，短期我们预判行业有望在 20Q2/Q3 迎来拐点，中期主要受到宏观经济、购置税、疫情等因素扰动，长期来看我们认为增量市场需求未消失，增量市场仍有 42% 的增长空间，对于未来 20 年仍可保持 2% 的年均复合增长；

第二，对于公司营收端来看，我们假设公司订单平均生命周期 6.5 年，第一年的达产率为 70%，第二年进入满产阶段，同时考虑国内外疫情影响，根据在手订单预测公司 20/21 年的营收端增速分别为 15.04%/27.70%；

第三，对于成本端来看，根据对投产项目以及在手订单分析，我们预计 20/21 年资本开支分别为 2.0/2.0 亿，对于毛利率的测算，我们主要以折旧和摊销率为锚，预计 20/21 年毛利率分别为 32.39%/32.89%。

与市场预期的差异之处

第一，从需求复苏的选股主线来看，市场对于重资产模式的公司的业绩和估值弹性的认知尚不充足；

第二，市场对于工艺类的公司认知不足，认为公司目前的业务受到新能源行业趋势的冲击，我们认为工艺类的公司不可静态看待，其基于自身工艺特点、行业发展趋势、客户需求带来的产品横向扩展能力较强，并且在过去的产品以及行业内同类型公司对该观点进行验证。

股价变化的催化因素

第一，汽车行业月度销量出现拐点，公司资产较重，因此带来的业绩弹性较大；

第二，新产品结合齿、差速器持续获新订单，对公司的品类扩张逻辑进行验证；

核心假设或逻辑的主要风险

第一，行业风险：汽车行业终端需求跟宏观经济高度相关，目前我们分析的购置税、库存等均是行业中观层面的影响因素，而后续是否会出台力度更大的汽车刺激政策仍具有不确定性，若是宏观经济未明显起来则汽车终端需求难以较大程度复苏；此外，目前疫情对终端需求的影响具有不确定性，何时恢复以及恢复程度如何难以定量测算；

第二，重资产类型公司，行业复苏不及预期以及新项目进展或是新订单上量不及预期，由于经营杠杆较重，因此利润侧预计将更大程度低于营收增速；

第三，面对新能源行业趋势的冲击，若是公司品类扩张速度较慢，长维度来看由于新能源汽车的变速箱简化，DCT从行业趋势来看是减量，因此可能会对主业同步器产生一定程度拖累。

内容目录

估值与投资建议.....	5
绝对估值法.....	5
相对估值法.....	6
投资建议.....	8
公司概况：汽车同步器单品冠军.....	9
长期视角：新品周期，基于工艺源性实现品类扩张.....	16
中期视角：经营周期，重资产公司成本与需求周期双击，进入盈利修复通道.....	20
财务分析：现金流持续稳健，含金量高.....	28
盈利预测.....	30
假设前提.....	30
未来三年盈利预测.....	31
盈利预测的敏感性分析.....	32
风险提示.....	32
附表：财务预测与估值.....	33
国信证券投资评级.....	35
分析师承诺.....	35
风险提示.....	35
证券投资咨询业务的说明.....	35

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理估值为 21.37 元。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.93	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	6.50%	
公司股价	10.84	
发行在外股数	209	
股票市值(E)	2266	2266
债务总额(D)	343	343
Kd	5.30%	5.30%
T	14.13%	14.13%
Ka	8.55%	
有杠杆 Beta	1.05	1.05
Ke	9.33%	
E/(D+E)	86.84%	86.84%
D/(D+E)	13.16%	13.16%
WACC	8.70%	

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	138.8	208.1	281.8	326.2	365.5	409.5	458.9	514.1	565.7	622.4	
所得税税率	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%	
EBIT*(1-所得税税率)	119.2	178.7	242.0	280.1	313.8	351.7	394.0	441.5	485.7	534.5	
折旧与摊销	103.5	123.7	139.7	156.3	173.0	189.8	206.6	223.3	240.1	256.8	
营运资金的净变动	21.9	(98.5)	(150.8)	(100.0)	(91.2)	(103.0)	(116.1)	(130.8)	(121.6)	(134.4)	
资本性投资	(383.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	
FCFF	(138.4)	(46.1)	(19.1)	86.4	145.6	188.5	234.5	284.0	354.2	406.8	6,167.3
PV(FCFF)	(127.3)	(39.0)	(14.8)	61.8	95.8	114.1	130.5	145.4	166.8	176.2	2,671.0
核心企业价值	3,380.6										
减: 净债务	188.9										
股票价值	3,191.7										
每股价值	21.37										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司估值区间在 13.67-16.71 元，估值中枢为 15.19 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

	7.7%	8.2%	8.73%	9.2%	9.7%
21.37					
3.5%	35.58	30.73	26.84	23.65	20.99
3.0%	32.09	28.03	24.70	21.93	19.58
2.5%	29.27	25.80	22.90	20.46	18.37
2.0%	26.95	23.92	21.37	19.19	17.31
1.5%	24.99	22.33	20.05	18.09	16.38
1.0%	23.33	20.95	18.91	17.12	15.56
0.5%	21.90	19.76	17.90	16.27	14.83

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法

主要选择精锻科技与爱柯迪作为可对比标公司。三个公司的共同特性均是:

第一, 在汽车零部件领域, 均是属于掌握工艺做产品的公司, 豪能和精锻均属于锻造, 爱柯迪属于铝压铸;

第二, 资产均较重, 中期维度来看存在资本开支端变化带来的经营周期;

第三, 长期来看, 前期均在某一细分领域产品成为隐形冠军, 豪能是同步器, 精锻是差速器, 爱柯迪是雨刮系统, 后期均是基于工艺和技术的同源性实现产品的横向扩张。

但是三个公司的差异点主要体现在:

第一, 客户结构层面, 爱柯迪和精锻的全球化程度更高, 尤其是爱柯迪目前海外业务占比约为 66% (2018 年), 精锻的海外业务占比 24% (2018 年), 同时外资及合资客户占比到达 95% 以上, 目前豪能客户结构中大众、麦格纳占比较高, 但是整体全球化以及客户结构稍弱;

第二, 业绩增速层面, 三个公司从中期维度来看, 同样受益于经营周期 (资本开支趋势向下, 营收端向上) 带来的盈利修复阶段, 我们测算 20/21 年爱柯迪的利润符合增速为 26.86%, 精锻的业绩符合增速为 28.48% (剔除 19 年的一次性资产减值), 豪能的业绩符合增速为 35.52%。整体来看, 豪能受益新品类差速器落地量产, 未来两年可预期的业绩增速更快。

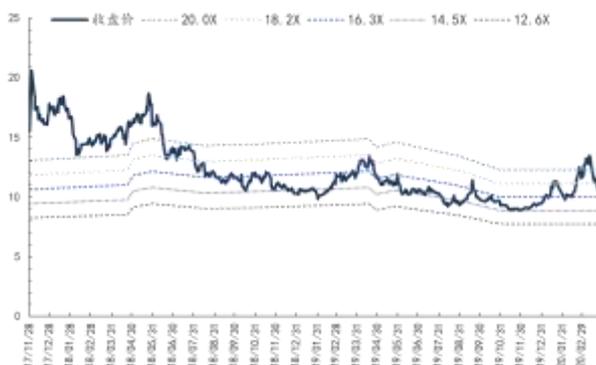
样本标的 2020 年平均市盈率为 15.29x (短期受到海外疫情影响出现超跌), 但是从历史平均估值来看, 精锻科技过去五年平均 PE 为 27.31x, 爱柯迪上市以来平均估值为 21.07x, 豪能股份上市以来平均估值为 17.82x。此外, 爱柯迪和精锻科技在自身经营周期向上时期均伴随了估值的同步提升 (精锻科技: 2016Q1 是业绩拐点; 爱柯迪预期拐点在 2019H1)。我们认为公司的客户结构整体已经突破外资逐, 同时后期业绩增速较快, 考虑到经营周期向上, 给予公司合理估值区间为 13.67-16.71 元 (对应 2020 年 PE 18-22x), 相对 2020 年 3 月 24 日收盘价存在 26.15%-54.19% 的估值空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 4: 可比上市公司估值对标分析

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元)			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603809.SH	豪能股份	10.84	22.66	0.58	0.76	0.99	18.79	14.27	10.90	买入
300258.SZ	精锻科技	10.46	42.36	0.44	0.67	0.88	23.77	15.61	11.89	买入
600933.SH	爱柯迪	10.03	86	0.53	0.67	0.86	18.92	14.97	11.66	增持

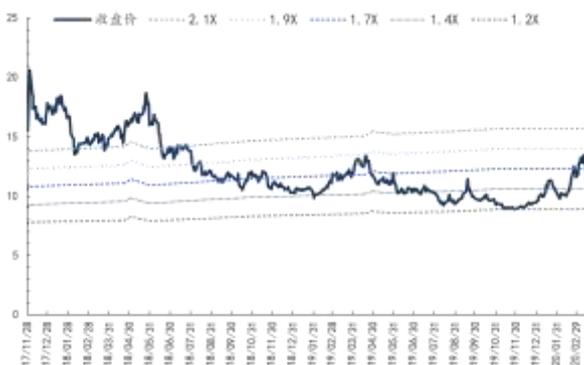
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理
备注: 可比公司盈利预测参考 wind 一致预期, 股价参考 2020 年 3 月 24 日收盘价

图 1: 公司 PE-Band



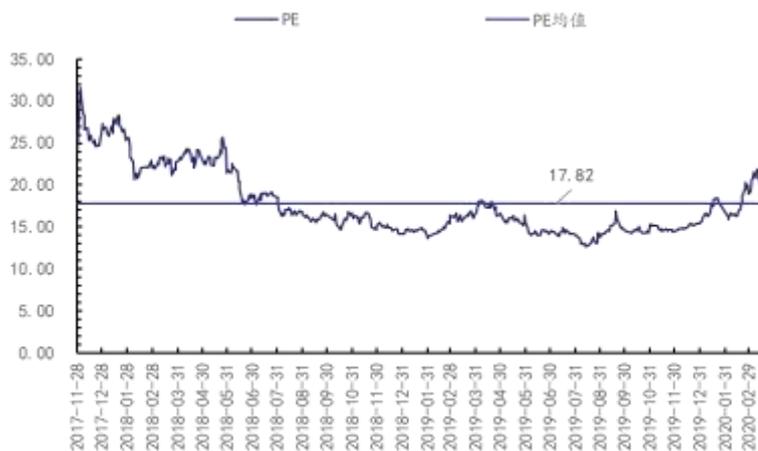
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 PB-Band



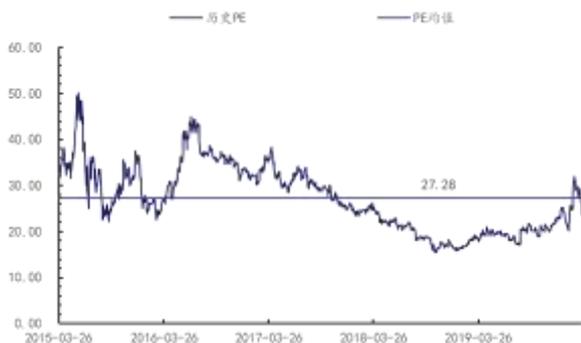
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 8: 豪能股份历史 PE 以及 PE 均值



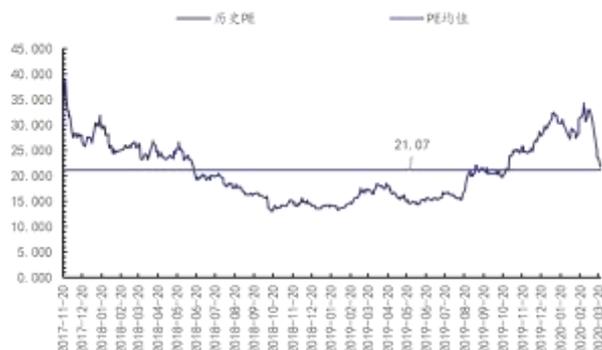
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 精锻科技历史 PE 以及 PE 均值



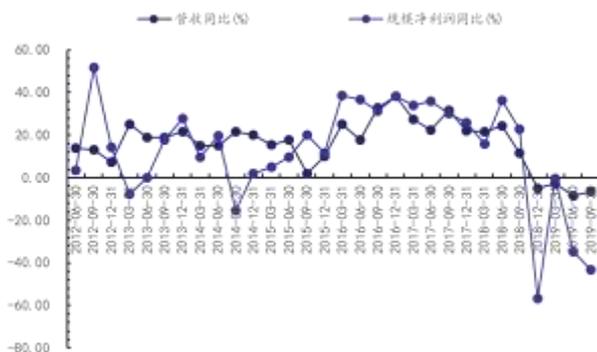
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 4: 爱柯迪历史 PE 以及 PE 均值



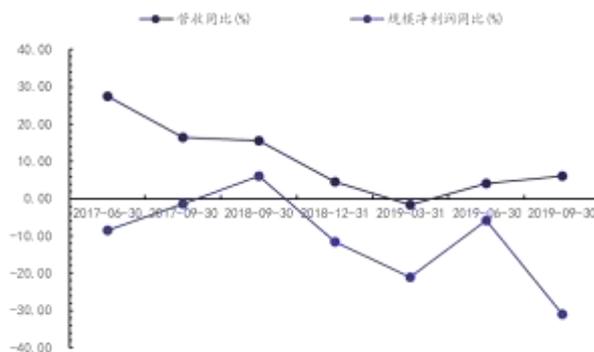
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 5: 精锻科技营收和归母净利润同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 爱柯迪营收和归母净利润同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议

基于上述假设,我们预计公司 2019-2021 分别实现营收 9.17 亿/10.55 亿/13.48 亿,对应同比增速分别为-1.40%/15.00%/27.70%,分别实现净利润 1.21 亿/1.59 亿/2.08 亿,对应同比增速分别为-25.1%/31.7%/30.9%。分别实现每股收益 0.58 元/0.76 元/0.99 元。我们给予公司合理估值区间为 13.67-16.71 元(对应 2020 年 PE 18-22x),相对 2020 年 3 月 24 日收盘价存在 26.15%-54.19%的上涨空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

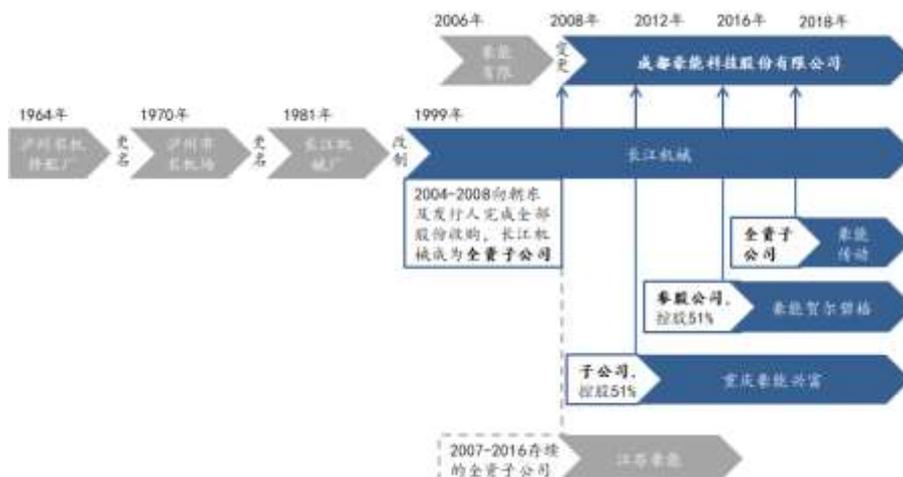
公司概况：汽车同步器单品冠军

概况：积累深厚的国内同步器龙头

公司主要从事汽车变速器用同步器组件的研发、生产和销售。公司产品主要包括同步器齿环、齿毂、齿套、结合齿。同步器是公司的明星产品，贡献90%以上的营收，基于工艺技术同源性以及客户合作意愿，公司于2019年拓展出差速器、离合器主转毂支撑、迷宫密封环等新产品。公司客户结构优秀，突破大众、麦格纳等合资以及外资客户。2018年公司实现营收9.3亿，归母净利润1.61亿。2019Q3公司实现营收6.46亿，同比下滑4.88%，实现归母净利润0.86亿，同比下滑27.63%。

公司从80年代中期开始生产同步器齿环，是国内最早自主生产同步器齿环的公司之一，2008年被完全收购为豪能科技的全资子公司，2012年公司设立子公司重庆豪能兴富（控股51%），2016年与贺尔碧格合资成立豪能贺尔碧格（控股51%，但不构成实际控制，长期股权投资按权益法核算），2018年设立全资子公司豪能传动。

图 4：公司历史发展



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

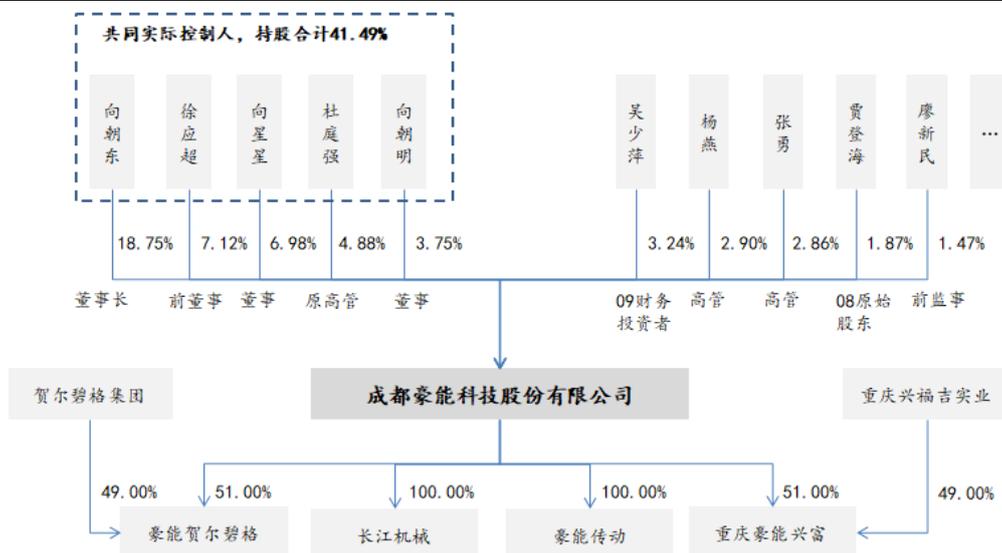
表 5：子公司简介（2018 数据）

公司名称	主营业务	注册资金 (万元)	持股比例	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率
长江机械	铜质同步环、结合齿的研发、生产与销售	2523.69	100.00%	109681.3	43116.79	52122.1	9795.35	18.79%
重庆豪能	齿毂、齿套的研发、生产与销售	17000	51.00%	48938.97	24526.53	25570.94	2600.35	10.17%
豪能贺尔碧格	同步器系统及其零部件的销售、贸易和工程技术工作	4000	51.00%	6689.45	2787.95	19270.5	-229.18	-1.19%
泸州豪能（在建）	同步器及零部件的研发、生产与销售	10000	100.00%	1804.96	1799.53	0	-0.47	--
成都工厂	商用车锻造钢环、冲压钢环、中间环、同步器总成、高铁迷官环等产品研发、生产、销售							

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权以及管理层分析：公司共同实际控制人为公司董事长向朝东及其一致行动人(徐应超、向星星、杜庭强、向朝明)，五人为亲属关系，直接合计持股 41.49%。公司高管分别持股比例不超过 3%。实际控制人向朝东曾任长安机器制造厂部门负责人等职位，机器制造行业经验丰富。

图 5：股权结构

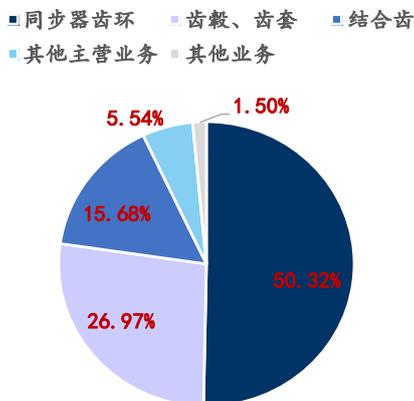


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品：同步器组件占比 90%以上，整体盈利能力较好

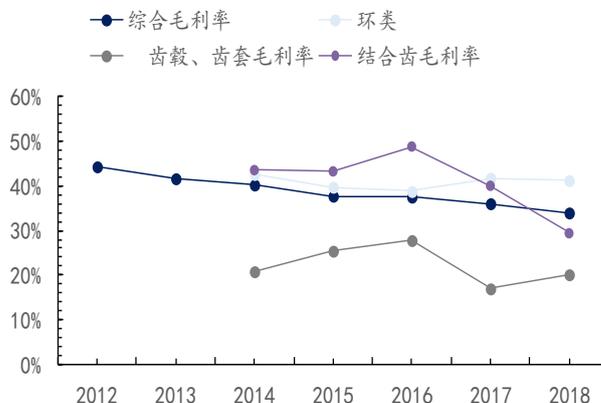
公司主业为同步器组件，2018 贡献营收 93%。目前产品主要包括同步器齿环、齿毂齿套、结合齿，其中同步器齿环占比 50.32%。公司综合毛利率处于 40% 左右水平，近年出现小幅下滑，主要原因为市场需求及业务开拓影响。同步器齿环由于所用材料耐磨性强加工技术难度高工艺链条长，多工序生产带来较高的制造费用，故毛利受产能利用率影响较大。同时由于业务开拓期部分零件外采，生产难度及制造费用增加，短期内对毛利率造成压力。但中长期看，公司具备提升材料利用率进而降低单位生产成本的先进工艺，同时叠加新订单以及行业复苏带来的产能利用率提升，后期毛利率有望稳步回升。

图 6：2018 公司产品营收结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 7：公司产品毛利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

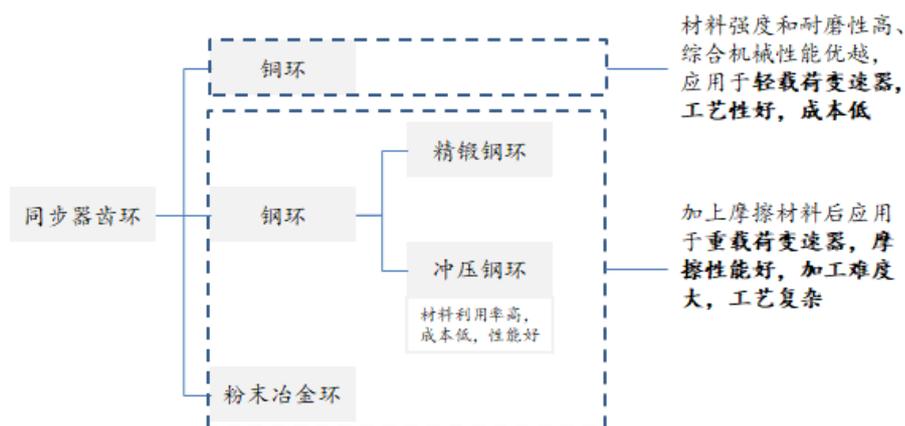
图 8：汽车变速器用同步器主要配件



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

同步器齿环是公司的传统优势业务，5 年营收占比均超过 50%。公司覆盖的同步器齿环种类齐全，囊括行业主流的铜环、钢环、粉末冶金环，不同表面纹理及附着新型合成材料的齿环均可生产。公司工艺先进，以冲压钢环为例，该产品需要十几种加工技术，由于工艺进步有效提升了材料利用率。该产品得以兼具优良性能和较低成本。

图 9：同步器齿环行业中的产品类别



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 6: 公司细分产品

大类	细分类别	表面处理	图片	主要工艺	配套客户
	铜环	铜螺纹		锻造、机加	大连大众（自动变速器）
	铜环	光面		锻造、机加	大连大众（自动变速器）
同步器齿环	铜环	铜螺纹		锻造	大连大众（自动变速器）
	铜环	单铜螺纹		锻造	格特拉克
	钢环	喷钼（新型合成材料，换挡时保证齿环之间摩擦的润滑性和长期使用的耐磨性）		锻造	采埃孚
	钢环	粘碳（新型合成材料，换挡时保证齿环之间摩擦的润滑性和长期使用的耐磨性）		冲压	柳州上汽
同步器齿毂	插齿	--		锻坯、机加	长安汽车
同步器齿套	旋分制齿	--		锻坯、机加	长安汽车
同步器结合齿	旋分制齿	--		锻坯、制齿	天津大众、一汽大众

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户：结构优质，合作关系长期稳定

公司配套客户主要为知名汽车变速器厂商及整车厂，且结构多样，中资与外资、乘用车及商用车客户皆有涉及。直接配套的汽车变速厂商包括麦格纳（MAGNA）、采埃孚（ZF）、唐山爱信（TAGC）、依维柯（IVECO）、大众（自动变速器有限公司）、法士特、万里扬、上海汽车变速器有限公司、株洲齿轮、蓝黛传动等。整车厂配套客户主要为一汽（直接配套）、上汽、中国重汽、吉利、东风汽车、长安汽车（直接配套）、大众（直接配套）等。2017 年前六大客户分别为上汽变速器（18.84%）、长安汽车（15.63%）、法士特（13.04%）、格特拉克（13.07%，并购后属麦格纳）、大众自动变速器（10.15%）、一汽（4.07%）。

攻破外资供应体系，客户结构持续优化。公司 1987 年起成为一汽供应商，1988 进入长安供应商，1998 与一汽大众和唐山爱信建立合作，2007 拿到格特拉克订单并借助麦格纳对格特拉克的收购逐步打开海外市场，2012 年成大众中国的一级供应商。公司曾获得上汽变速器优秀供应商，陕西法士特优秀供应商、中国重汽优秀供应商等荣誉。

图 10: 公司配套 (直接+间接) 客户



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

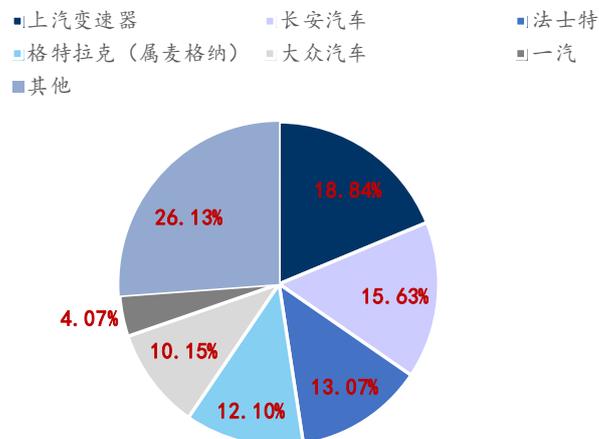
表 3: 历年各客户营收 (单位: 亿)

客户名称	2014	2015	2016	2017H1	2017 (估)	4 年 CAGR
上汽变速器	1.73	1.66	1.55	0.72	1.45	-4.35%
长安汽车	0.99	1.27	1.62	0.60	1.20	4.86%
法士特	0.71	0.45	0.46	0.50	1.00	9.00%
格特拉克 (属麦格纳)	0.27	0.30	0.32	0.46	0.93	35.96%
大众汽车	0.77	0.85	0.81	0.39	0.78	0.16%
一汽	0.41	0.32	0.32	0.16	0.31	-6.80%
前六大客户合计	4.89	4.85	5.08	2.84	5.67	3.76%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

备注: 2017 对客户的全年营收未披露, 故以 2017H1 的两倍作为估计值

图 11: 客户结构 (2017 年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

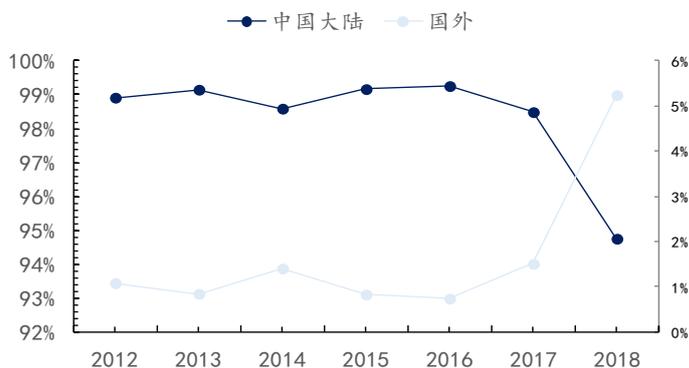
表 4: 主要客户供应产品明细

所述集团	客户名称	客户类型	产品类型
上海汽车变速器有限公司	柳州上汽汽车变速器有限公司	变速器生产企业	铜环、冲压钢环、其他(衬套等)
	上海汽车变速器有限公司	变速器生产企业	铜环、冲压钢环
	山东上汽汽车变速器有限公司	变速器生产企业	铜环
	上海汽车齿轮一厂	变速器生产企业	铜环
	江苏上汽汽车变速器有限公司	变速器生产企业	铜环、冲压钢环
中国长安汽车集团股份有限 公司	重庆青山变速器分公司、郑州青山变速器分 公司	变速器生产企业	铜环、精锻钢环、齿毂、齿套、结合齿、其他-服务
	柳州青山变速器有限责任公司	变速器生产企业	铜环
	重庆长安铃木汽车有限公司	变速器生产企业	铜环
陕西法士特齿轮有限责任公 司	陕西法士特齿轮有限责任公司	变速器生产企业	精锻钢环、其他(衬套等)
	宝鸡法士特齿轮有限责任公司	变速器生产企业	铜环、精锻钢环、冲压钢环
	西安法士特汽车传动有限公司	变速器生产企业	精锻钢环、其他(衬套等)
	西安法士特齿轮销售有限公司	变速器生产企业	其他(衬套等)
格特拉克(已被麦格纳收购)	格特拉克(江西)传动系统有限公司	变速器生产企业	铜环、精锻钢环、齿毂、齿套、结合齿、其他-主转毂、 其他-黑色件
	格特拉克亚太传动系统技术(上海)有限公 司	变速器生产企业	铜环、齿毂、齿套、结合齿
大众汽车(中国)投资有限 公司	大众汽车自动变速器(大连)有限公司	变速器生产企业	铜环、其他-锥形套
	大众汽车变速器(上海)有限公司	变速器生产企业	结合齿、其他-锥形套
	大众汽车自动变速器(天津)有限公司	变速器生产企业	结合齿
中国第一汽车股份有限公司	一汽—大众汽车有限公司	整车厂	铜环、结合齿、其他-锥形套
	一汽轿车股份有限公司	研发机构	铜环、精锻钢环、结合齿
	中国第一汽车股份有限公司技术中心	整车厂	铜环、精锻钢环、结合齿、齿毂、齿套
	一汽解放汽车有限公司	整车厂	铜环、精锻钢环、结合齿、其他-黑色件

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

公司借助优质客户逐渐打开海外市场。2010 年通过格特拉克开始出口,公司 2014-2017 对格特拉克销售额的复合增长率达到 35.96%。2016 年格特拉克被麦格纳收购后,公司出口增速进一步提升,17 出口业务达到 4200 万,18 年 4800 万,19 半年度即突破 5400 万,高于 18 全年。公司 2019 年与麦格纳签订全球战略合作协议,国际市场前景良好。

图 12: 海内外营收占比变化趋势



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 12: 公司合资以及外资开拓路径



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

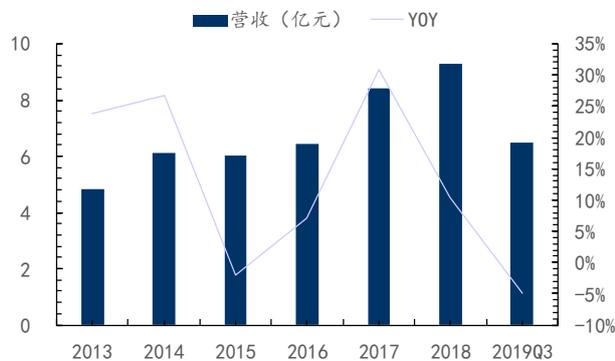
财务情况: 增长稳健, 前期受经营周期影响毛利率下滑

2012-2018 年期间公司营收年均复合增速为 13.18%, 归母净利润年均复合增速为 7.71%。期间国内市场汽车销量年均复合增速为 5.75%, 全球汽车销量年均复合增速为 4.34%。公司营收增速显著跑赢国内以及全球车市增速。

公司 2018 年实现营收 9.30 亿, 同比增长 10.44%, 实现归母净利润 1.61 亿, 同比增长 7.40%。2019Q3 公司实现营收 6.46 亿, 同比下滑 4.88%, 实现归母净利润 0.86 亿, 同比下滑 27.63%。得益于麦格纳等公司的海外订单, 2018 年公司海外营收同比增长了 279.85%, 国内同比增长 5.19%。

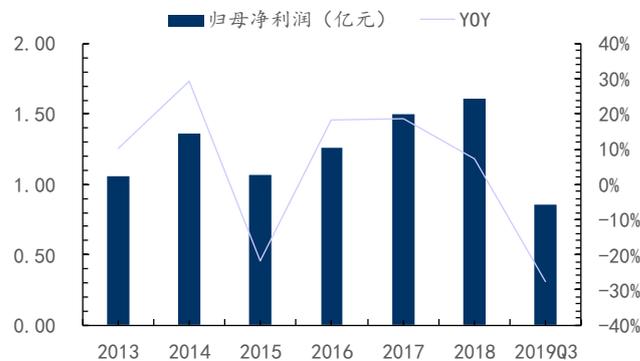
公司毛利率从 2015 年开始持续下降, 从 2015 年的 37.73% 下降到 2019Q3 的 29.19%, 主要由于公司过去几年进入到资本开支高峰, 同时 18-19 年汽车行业下滑显著, 成本端增加以及营收端放缓使得产能利用率降低, 分摊的制造费用上升等因素影响。公司三费率从 2016 年开始下降 (主要由于销售费用率降低导致。)

图 13: 营收及同比增速



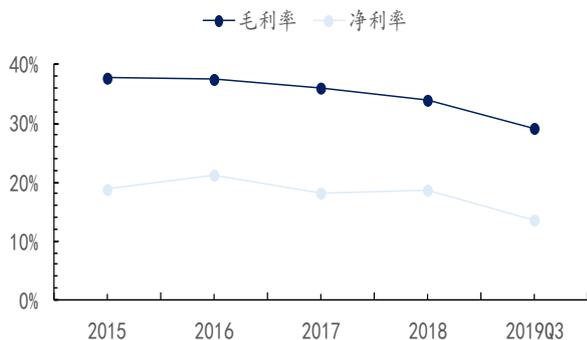
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 14: 归母净利润及同比增速



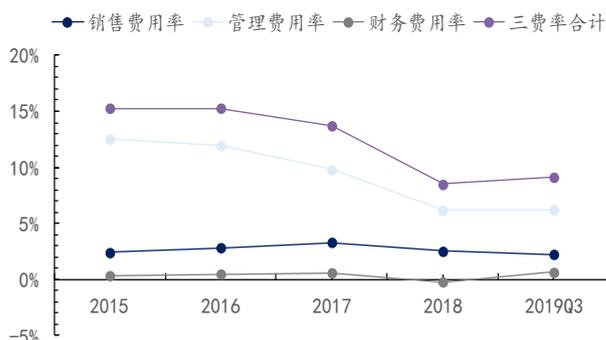
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 毛利率与净利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 三费率



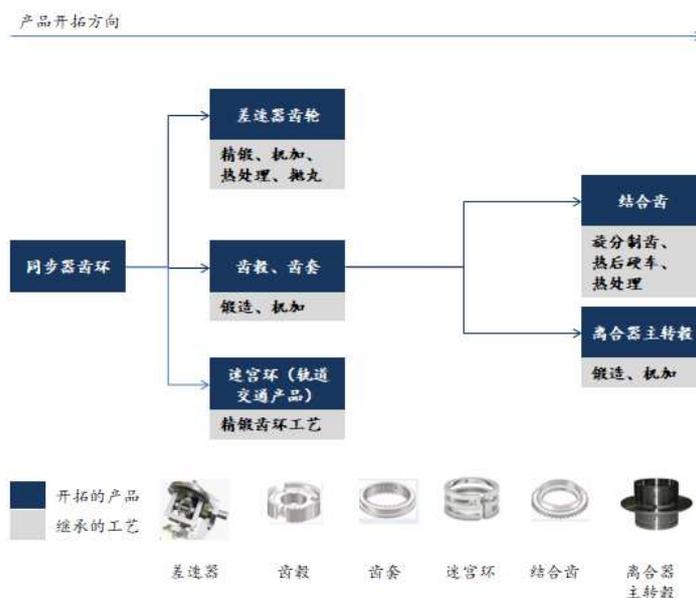
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

长期视角: 新品周期, 基于工艺源性实现品类扩张

核心观点: 我们认为对于公司主业的理解不应仅限于同步器单品, 而应该是其相关锻造等工艺链技术。公司前期开发产品同步器取得较好成果, 填补国内空缺成为行业龙头。基于同步器明星产品奠定的较好市场口碑和客户关系, 结合客户新需求, 后期基于工艺、技术、产能的同源性实现品类扩张, 延伸出同步器、差速器等新产品, 原明星产品同步器齿环占比从 2013 年的 81.60% 下降到 2018 年的 50.32%, 新产品结合齿从 3.99% 提升到 15.68%, 新产品差速器已经获得大众、吉利、格特拉克、麦格纳订单验证。

工艺源性助力品类扩张, 营收与订单结构明显优化; 总体来看, 豪能由于早年深耕同步器齿环衍生出的工艺适用于差速器齿轮、同步器齿毂齿套的生产, 而早先为齿轮齿毂而研制开发的旋分制齿和热后硬车工艺又为衍生出结合齿业务提供了重要的支持。

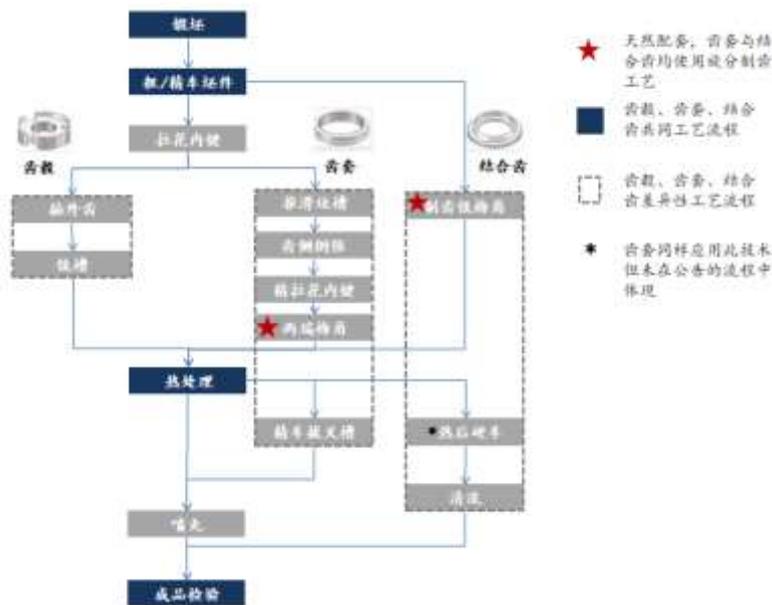
图 17: 产品开拓及工艺继承示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

齿毂、齿套衍生出结合齿工艺，三者实现优势互补。三者的共用工艺流程为锻坯、粗车精车制坯、热处理及成品检验。其中结合齿与齿套工艺同源性更为密切，均使用了旋分制齿和热后硬化工艺。齿套的梅角与结合齿的梅角天然配对，在汽车换挡期间顺利取得同步时，齿套的梅角面与结合齿的梅角面接触，然后顺利滑入完成换挡，故齿套与结合齿均使用旋分制齿工艺，旋分制齿倒角工艺得到齿形精度高、一致性好，效率比普通滚齿倒角工艺提高 3 倍。另外结合齿中还使用了同步器齿套热后硬车自动化加工技术，该技术采用国内先进的加工工艺及设备，自动化上下料，生产效率、产品尺寸一致性好、自动化程度高。

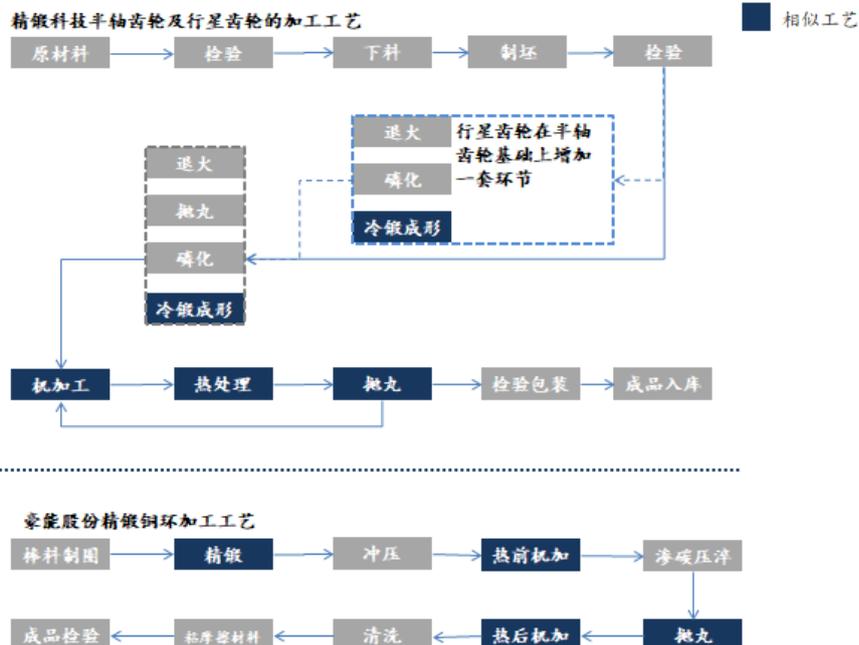
图 18: 齿毂、齿套、结合齿工艺对比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

精锻铜环衍生变速器齿轮。由于公司尚未公开变速器行星齿轮与半轴齿轮的生产工艺，故以精锻科技相同产品的生产工艺进行对比，可以发现豪能的精锻铜环与变速器齿轮在锻造、热处理、机加及抛丸等关键工艺存在重叠。且生产精锻铜环所不具备的磷化工艺相对容易取得，该工艺已经有 90 多年的历史，相对成熟，不足以成为豪能进入变速器齿轮业务的工艺技术门槛。

图 19: 精锻科技差速器齿轮与豪能股份精锻铜环工艺对比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 工艺类公司的产品不可静态的审视, 尤其是前期已经基于该工艺打造了市场客户认可度高的明星产品后, 其产品横向扩张的一般具有以下共性:

第一, 公司掌握的核心技术要点为某一类型工艺, 比如锻造, 铝压铸, 粉末冶金等等, 虽然部分公司产品结构里面某一类型产品占比较高, 但并非单纯做产品的公司;

第二, 前期基于掌握的工艺打造明星产品, 在全球或是国内具备较高的市占率, 在性能, 成本层面做到极致, 市场口碑较好以及客户渗透率较高, 为后期新产品的导入奠定较好的客户基础;

第三, 基于客户以及行业发展趋势带来的需求, 同时基于自身的工艺能够满足该种需求从而实现新产品的研发和导入。

公司通过工艺同源性逐步开拓新产品, 一项工艺由多个产品共享, 可扩展性极强, 近年的营收变化和订单情况印证业务结构存在不断丰富和优化的空间。

营收结构验证: 产品开拓使得公司不再单纯依赖同步齿环, 在扩大规模的同时营收结构也得到优化。同步器齿环占比由 2013 年的 81.60% 下降到 2018 年的 50.32%, 齿毂、齿套则从 10.36% 上升到 26.97%, 结合齿收入从 3.99% 提升到 15.68%, 后期公司还有差速器新业务有望逐步上量。

图 20: 公司 2013、2018 营收结构对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

订单验证: 2018 年公司的拿到的产品类别以同步器齿环为主, 配套了 5 个客户的 11 个项目, 齿套齿毂配套 5 个客户的 5 个项目, 而差速器齿轮仅配套了天津大众的 DQ400E 项目。但到了 2019 年, 公司除保持原有同步器齿环和齿套齿毂优势之外, 在差速器方面的订单量明显增加, 累计获得 5 个客户的 8 个订单, 其中包括吉利和麦格纳欧洲两个新客户, 同时离合器业务也崭露头角, 初次推出离合器系统主转毂及支撑便拿到了来自麦格纳及麦格纳(欧洲)的 5 个订单, 获得大客户背书的离合器业务预计在未来会迎来增长的高峰。

表 5: 2019 与 2018 订单类别对比

时间	类别	细分产品	客户	项目	阶段	相关信息	
2019	同步器齿环	环类	印度 Natesan	--	定点, 部分项目已处于试产阶段		
		齿套	福特巴西工厂	MX65 同步器齿套项目	认证完毕/定点		
	齿套、齿毂、齿圈	变速箱的三倒档结合齿圈、四档齿圈、五六档结合齿圈和二轴爬行档结合齿圈	格特拉克(江西)	MT88 项目	定点	2021 年开始爬坡供货, 时间为 5 年, 计划供货量为 4,021,928 件	
			格特拉克、麦格纳、贺尔碧格、大众、上汽、一汽、吉利、长安	--	定点		
	同步器系统总成或零部件	--	格特拉克、麦格纳、贺尔碧格、大众、上汽、一汽、吉利、长安	--	定点		
		变速箱结合齿零件	麦格纳(欧洲)	DCT300/DCT400/HDT400 项目	部分产品于 2019 年下半年开始量产供货		
	差速器系统总成、行星齿轮、半轴齿轮	差速器系统总成、行星齿轮、半轴齿轮	大众	MQ250/DQ381/DQ500	定点		
		差速器齿轮及总成	差速器总成	吉利子公司威睿电动	EDS	定点	2020 年开始爬坡供货, 该项目在生命周期内预计为公司带来约 4.68 亿元营业收入, 年需求量约 11 万台套, 供货时间为 5 年, 2020 年初开始量产供货
		行星齿轮、半轴齿轮	格特拉克	B6+	定点		
	离合器	离合器系统主转毂及支撑	麦格纳	DCT300/DCT400	定点		
主转毂		麦格纳(欧洲)	DCT300/DCT400/HDT400 项目	部分产品于 2019 年下半年开始量产供货			
2018	轨道交通产品	迷宫环	采埃孚	台湾地铁项目	定点		
		双离合变速器中间环	大连大众	DQ200	定点		
		内环、中间环	格特拉克	DCT300 项目	定点		
		同步环	唐山爱信	F616 项目	量产供货		
		同步环	大连大众	DQ200	量产供货		

	齿毂、齿套	天津大众	DQ400E 项目	量产供货
齿毂、齿套	同步器齿套	江西格特拉克、福特(亚太)	MX65 项目	量产供货
	同步器齿毂、齿套	捷孚	eDCT350 项目	量产供货
	同步器齿毂、齿套	一汽	DCT270 项目	量产供货
	同步器齿套	东风格特拉克	DCT200 项目	量产供货
	--	格特拉克	N720 项目	量产供货
同步器系统总成或零部件	--	上汽变速器	DCT360 项目	量产供货
	--	安徽星瑞	6T450/MF20B/MF70B 项目	量产供货
	--	上汽变速器	SH15M6D/SC22M6	量产供货
差速器结合齿	差速器结合齿	天津大众	DQ400E 项目	量产供货

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

中期视角：经营周期，重资产公司成本与需求周期双击，进入盈利修复通道

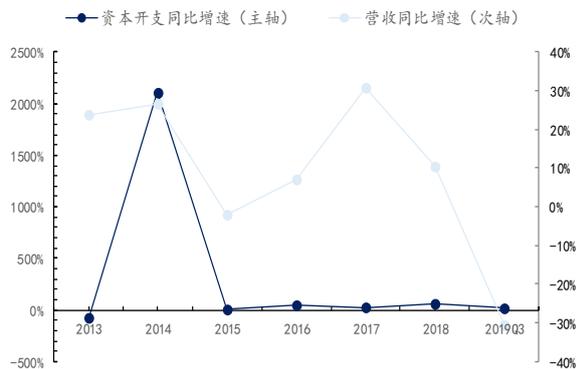
核心观点：我们认为公司从 2020 年开始有望进入资本开支向下以及需求向上带来的盈利修复阶段。成本端来看，2013-2019 公司的资本开支持续大幅度增加，以及 2020 年开始放缓（18/19 年资本开支约为 4 亿/年，我们预计 20/21 降低到 2 亿/年）。营收端来看，行业需求回暖以及公司自身在手订单充沛，我们预计 20/21 年营收增速显著提速（预计 20/21 年增速为 15.04%/27.71%）。公司此前毛利率下滑主要受到折旧与摊销率、制造费用、产品结构等影响，后期由于产能利用率提升均以及结合齿、差速器等高毛利率产品上量，对毛利率均为正向拖动，预计 20/21 年毛利率修复至 32.39%/32.89%。

经营周期：2019 资本开支增速回调，在建工程转入占比增高

公司资本开支从 2013 年开始持续大幅度增加，尤其 2018 和 2019 年的投入额度分别达到 4.18 亿/3.82 亿（截止 2019Q3），2018 和 2019 年资本开支大幅度增加主要由于泸州豪能传动以及重庆工厂投资增加，19 年主要是泸州豪能传动同步器相关项目设备产线投产。

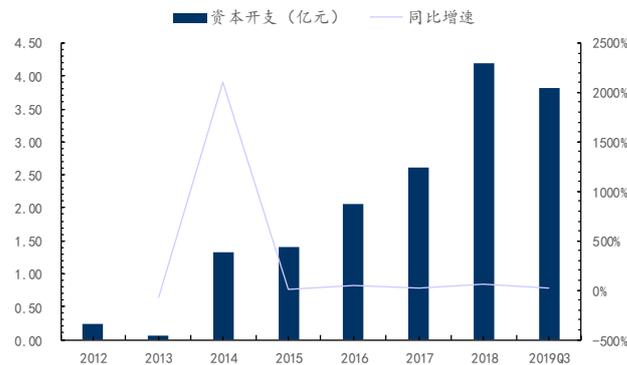
随着资本开支增加，公司的固定资产、折旧与摊销持续提升。固定资产从 13 年的 2.05 亿提升至 2019Q3 的 8.78 亿，年均复合增速达到 27.43%。折旧与摊销从 2013 年的 0.23 亿提升至 2019H1 的 0.54 亿（年化则 1.08 亿），年均复合增速达到 29.40%。折旧与摊销率（折旧与摊销/营收，直接影响毛利率）从 2013 年的 4.75% 提升至 2019H1 的 12.08%，整体提升了 7.33pct，而公司的毛利率从 2013 年的 41.63% 降低至 2019H1 的 29.20%，整体下降了 12.43pct。因此在 2013-2019H1 折旧与摊销贡献了毛利率下降的 58.97%。我们预期其他影响因素还包括辅助制造费用，人工成本上涨，产品结构等的影响，但是大头的影响主要是由于经营周期（资本开支持续向上）带来。

图 21: 资本开支增速及营收增速比较



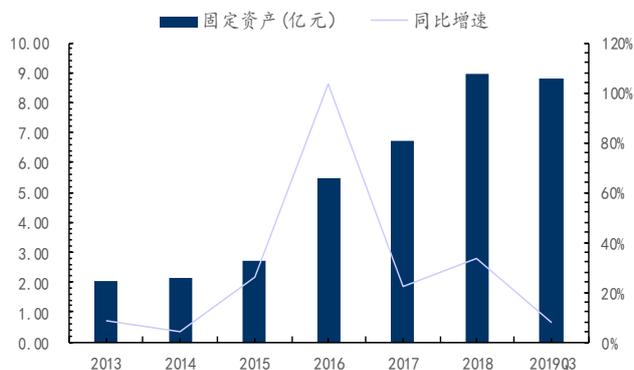
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 22: 资本开支及同比增速 (2012-2019Q3)



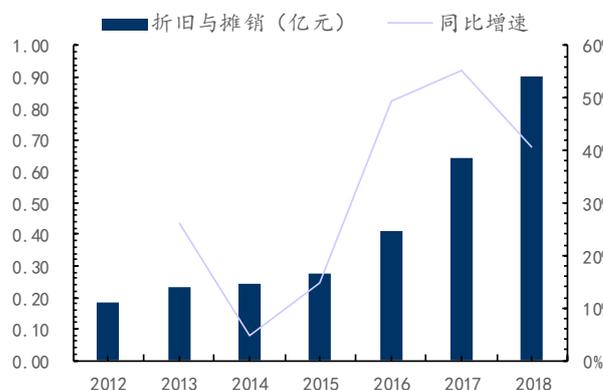
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 23: 固定资产及同比增速



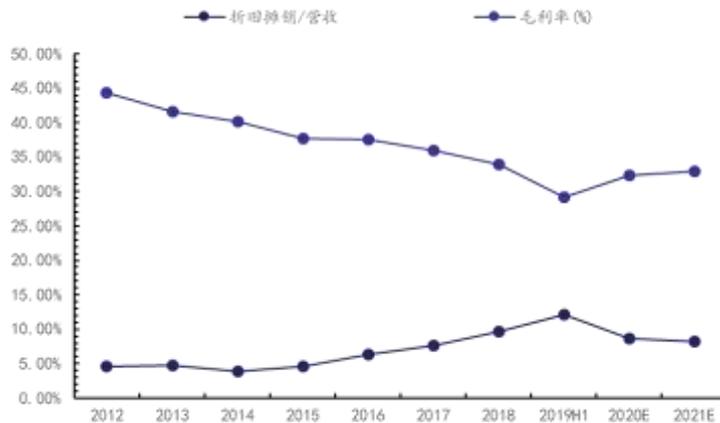
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 24: 折旧与摊销及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 27: 毛利率、折旧与摊销占营收比重变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

募投项目验证扩张放缓：除了泸州豪能传动的汽车同步器系统智能生产基地项目（总投资额 6 亿）外，公司前期募投的泸州长江机械有限公司整体搬迁项目（3.24 亿）、双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目（1.28 亿）、汽车同步器冲压中间环生产线二期技术改造项目（2.34 亿）已经全部完成。

目前剩余的汽车同步器系统智能生产基地项目截止 2019H1 已经完成投资 1.7 亿。我们预计后期资本开支有望进入下行通道，主要依据是该项将结合订单节奏逐渐释放投资，根据订单来看，目前披露的 17.42 亿订单将在 2020 年和 2021 年逐步量产，其中变速器项目订单预计约 6 个亿（其中吉利 EDS 项目变速器总成订单 4.68 亿，大众 MQ250\DQ381 项目行星齿轮以及半轴齿轮未披露具体金额），若是按照 1:1 的投入产出比，以及 6 年左右的全生命周期，同时考虑到后续有其余客户开拓，预计剩下的 4.3 个亿有望在 2-3 年维度投资完成，分摊在 20/21 年的投资额度约 2 个亿，因此投资节奏相对 18-19 年将出现较大程度放缓。

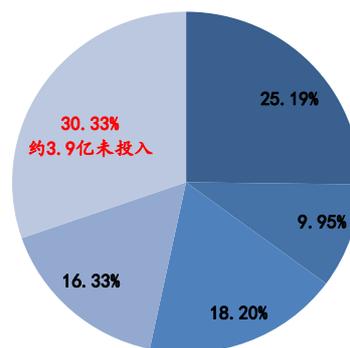
表 7：公司募投项目投资项目及进展

项目名称	实施主体	项目总投资额（亿元）	投资进度	产能情况
泸州长江机械有限公司整体搬迁项目	泸州长江机械	3.24	于 2019/4/10 公告结项	铜环 3600 万件/精锻钢环 310 万件/结合齿 2150 万件
双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目	泸州长江机械	1.28	于 2019/4/10 公告结项	（新增）DCT 用离合器支撑 110 万件/离合器主转毂 110 万件
汽车同步器冲压中间环生产线二期技术改造项目	泸州长江机械	2.34	于 2018/12/11 公告结项	（新增）同步器中间环 100 万件
汽车同步器系统智能生产基地项目	泸州豪能传动	不高于 6.00	分别投入 0.18/0.83/1.58 亿（2018/2019H1/2019Q3），截至 2019Q3 累计投入 2.10 亿，完成投资总额的 35%	年产值不低于 10 亿元

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27：规划募投项目占比及完成度

- 长江机械整体搬迁（已完成）
- 双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂生产线技改（已完成）
- 中间环产线技改（已完成）
- 豪能传动同步器系统生产基地（完成 35%）
- 豪能传动同步器系统生产基地（未完成部分）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

毛利率变化分析：公司毛利率从 2012 年开始进入缓步下行通道，2019Q3 毛利率 29.19%，相对于 2012 年的 44.30% 下降了 15pct。我们认为公司过去几年毛利率下降主要的影响因素包括：经营周期带来的折旧与摊销率提升以及辅助制造费用提升、产品结构变化以及人工，原材料等影响。

第一，折旧与摊销率：公司近年来的产能扩张带来折旧和摊销成本的大幅增加，从2012年的4.66%提升到2019H1年的12.08%，而公司的毛利率从2013年的41.63%降低至2019H1的29.20%，整体下降了12.43pct。因此在2013-2019H1折旧与摊销贡献了毛利率下降的58.97%；

第二，制造费用：虽然公司未对制造费用占比进行披露，参考同行业同为工艺类的公司爱柯迪，公司毛利率从2016年-2018年下滑8.05pct，其中折旧与摊销率贡献56.86%，制造费用贡献24.25%；

第三，产品结构变化：公司2014年开拓的新产品齿毂、齿套业务本身毛利率较低（类比相似的双环传动的齿轮业务和中马股份的齿轮业务，可知毛利率均在20%左右，明显低于原有的同步器齿环40%左右的毛利）；

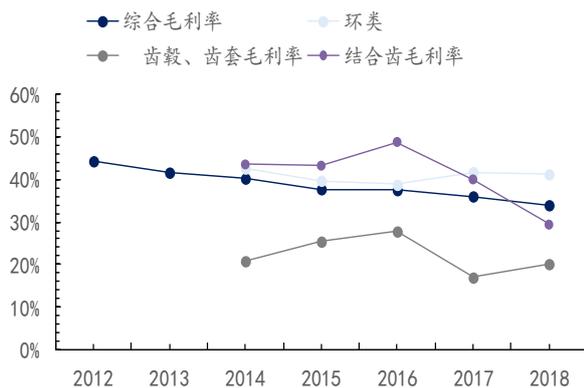
第四，其他：人工成本，原材料价格等。

而后期我们认为毛利率可进行修复的原因也主要基于经营周期和产品结构：

第一，经营周期来看，进入资本开支向下，营收端向上带来的盈利修复通道：营收端上量（我们后面预计公司20-21年营收增速分别为22.31%/28.29%。主要由于行业回暖以及自身品类客户扩展，在手订单充裕）以及资本开支减少（基于对投产项目和在手订单情况，我们预计20/21年的资本开支约2.0/2.0亿，而18/19年的资本开支基本维持在4个亿左右）；

第二，产品结构来看，新品结合齿和差速器的毛利率较高：新品类结合齿业务毛利率在40%以上（类比精锻科技的结合齿业务）但占比太小，2018年占比不到2%。格纳的结合齿订单达7.68亿，结合齿的高毛利放量将有助于提升整体毛利。另外公司新开拓了差速器的毛利率可对标行业精锻科技，稳态情况基本维持在36%-41%的毛利率区间，目前公司差速器已经获得吉利EDS项目差速器总成订单4.68亿，大众MQ250\DQ381项目行星齿轮以及半轴齿轮（未披露具体金额），我们预计大约在6个亿。

图 7：豪能各子业务毛利率比较



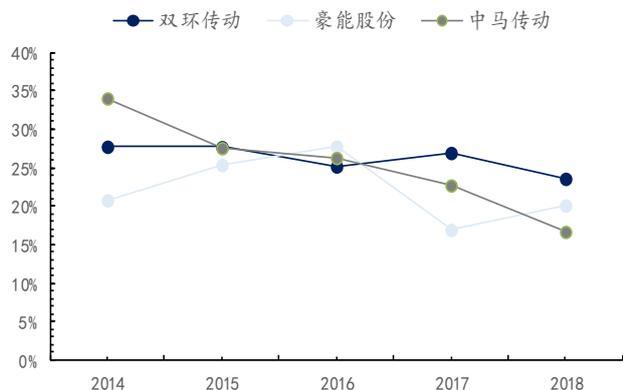
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 8：折旧摊销占营收比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 31: 齿毂、齿套相关业务毛利率对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 32: 结合齿业务毛利率对比



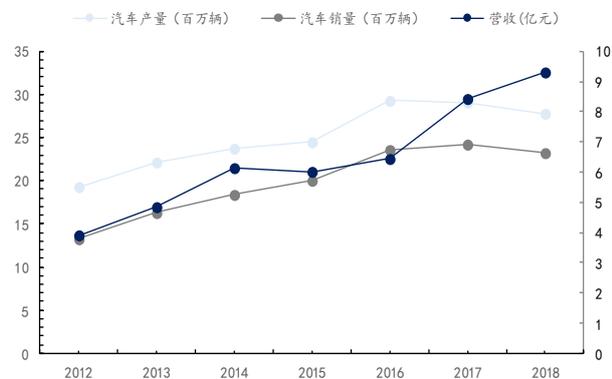
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

需求周期: 行业回弹潜力较大, 公司在手订单充裕

行业层面: 汽车产销与公司营收高度相关, 行业回弹潜力打开业绩空间

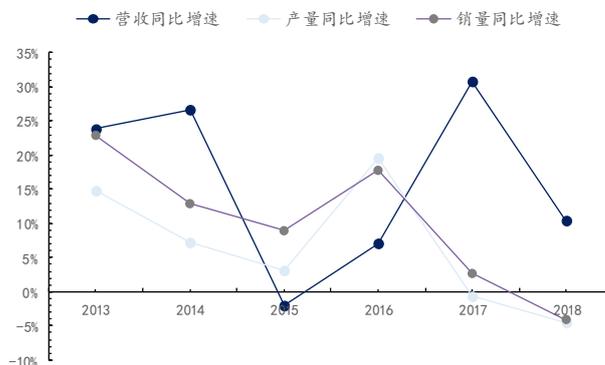
全行业汽车产销量与公司营收的相关系数分别为 0.84 和 0.88, 同比增速来看, 公司营收 2014 和 2017 逆势上扬, 但长期走势与行业产销变化接近。

图 33: 汽车产销量与公司营收相关度



资料来源: 中汽协, WIND, 国信证券经济研究所整理

图 34: 汽车产销同比增速与公司营收同比增速相关度



资料来源: 中汽协, WIND, 国信证券经济研究所整理

中长期看, 行业 2018、2019 的持续下滑, 2020 年 Q2/Q3 有望迎来拐点

长期维度来看: 基于我们此前发布的深度报告《存量与增量: 汽车行业空间与机会》的结论:

我们从国际、国内两个方面对中国汽车工业未来空间进行预测。国际对比来看, 系统性梳理了全球各国汽车千人保有量并进行了多因素分析, 综合考虑人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度, 其中人均 GDP 和汽车千人保有量呈现出较强的相关性; 国内对比来看, 我们系统梳理国内 31 个省份千人保有量水平, 并进一步对省会城市、非省会发达城市、限购城市进行细化研究, 探讨国内千人保有量区域性差异及其增长潜力。通过全球和国内分区域比较分析后, 我们认为国内汽车工业从成长期进入成熟期的时间周期约 20 年左右, 进入成熟期后达到 400 辆/千人的汽车千人保有量 (+132%)、4000-4300 万辆/

年的汽车销量水平 (+42%~+53%)。剔除购置税带来的透支、滞后等消费影响，我们预计未来 20 年国内汽车行业销量内生年均复合增速维持在 2% 左右。

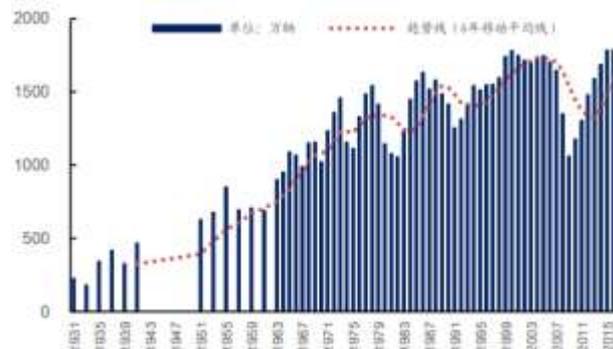
中国汽车存量顶部未到，未来 20 年我国汽车行业的年均复合增速有望长期维持在 2%，增量市场需求短期并未消失或见顶。

图 36: 2005-2019 中国广义乘用车销量及同比增速



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 37: 对照美国历史销量震荡上行



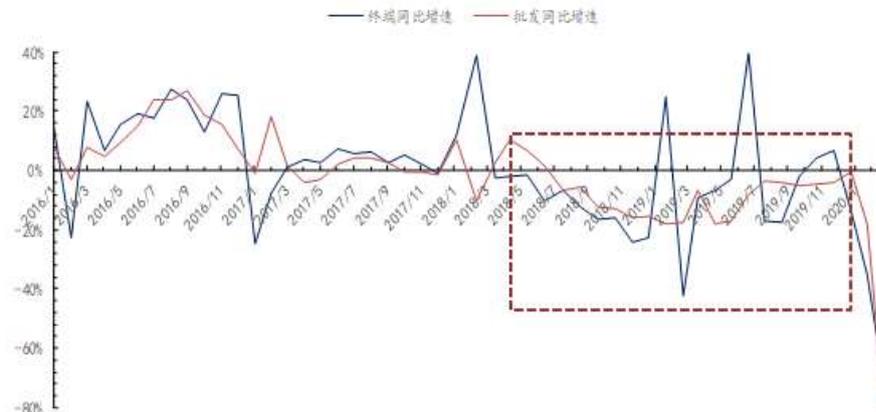
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

中期维度来看：汽车行业在 2018 年、2019 年分别下滑 4% 和 9%，这主要与经济结构调整、投资和消费双降等的宏观因素，以及 2017 年购置税优惠提前释放购车需求、第六阶段排放标准实施等中观政策因素有关，对需求的影响是阶段性的腾挪而非消失。

短期维度来看：1-2 月疫情负面冲击明显，但考虑消费季节性回暖叠加疫情对需求的正向刺激，行业有望在 Q2-Q4 出现反弹。

行业月度批零数据同比降幅收窄。2016 至 2018 年批零数据同比增速基本处于下降态势，到 2019 年初开始下滑逐步收窄。以与零售变化相近但干扰更少批发同比增速为例，从 2018 年 4 月到 2018 年 12 月，批发同比增速从 -10.26% 一路下跌至 -15.54%，在 2019 年 1 月触底至 -17.94%，2-5 月低处盘桓，随后开始温和回升，到 2019 年 12 月爬升至 -0.46%，据此趋势我们判断，**2020 年 1 月如果没有受到疫情和春节提前的冲击，批发增速很可能已迎来转负为正的临界点。**

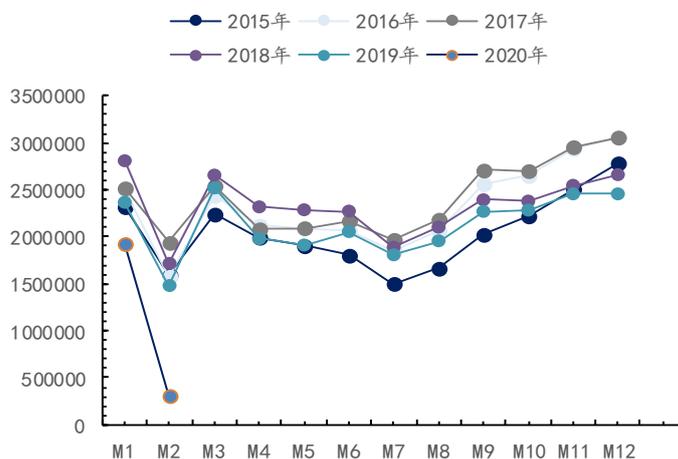
图 38: 行业月度批发以及零售同比增速



资料来源：中汽协，上险数，国信证券经济研究所整理

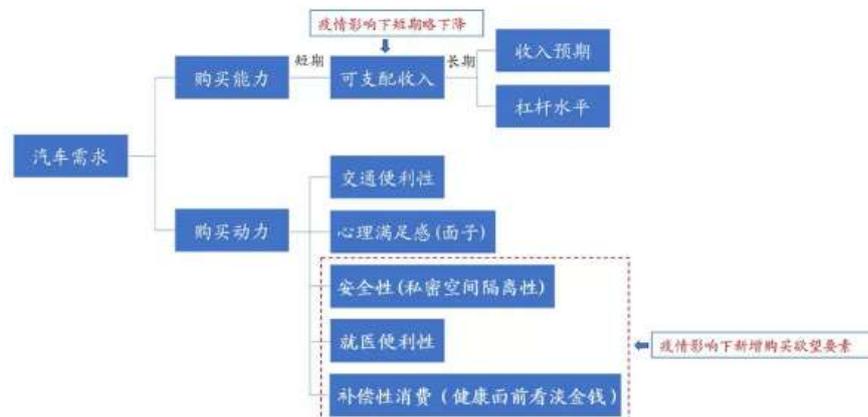
季节特征看,以 2015-2019 为例,由于春节假期原因汽车销量在 2 月普遍较低,随后在 3 月出现明显反弹, Q3、Q4 逐渐爬坡。**疫情影响看**,汽车需求在购买能力和购买动力上都发生了一定程度的变化。其中**购买能力方面**,一方面疫情导致公司晚开工或远程办公(当期工资或减少),另一方面疫情带来的企业盈利受损部分传导到员工薪酬端,综合导致员工可支配收入短期或略有下降,对购买能力影响负面。**购买动力方面**,疫情对人们的消费心态产生多方面的影响,尤其汽车作为代步工具和私人空间在这一时期有特殊意义,主要在于 1) 出于对公共交通工具人群聚集病毒传播的恐惧,私家车有望在较长时间内对公共交通产生强替代; 2) 疫情严重的地区,私家车对家庭就医和日常生活的及时性给予保障(比如武汉封城及公共交通阻断后的居民出行难题); 3) 经历重大安全事件后,人们通常会有补偿性消费行为,甚至部分消费群体会发生长久的心态变化,综合对购买动力影响正面,购买能力的负面影响可能使得价格偏低的车型可具有更大的上涨空间。站在全年销量上看,存在疫情刺激全年汽车消费的可能(2 季度或开始显现)。

图 41: 2015-2020 汽车月度销量规律性变化



资料来源:中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 42: 汽车需求分析及疫情影响要素



资料来源:国信证券经济研究所整理

政策层面：放宽汽车限购形势明确，稳增长政策有望推出

2月16日,《求是》杂志发表习近平总书记重要文章:《在中央政治局常委会会议研究应对新型冠状病毒肺炎疫情工作时的讲话》,文章中总书记提及:“要积极稳定汽车等传统大宗消费,鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额,带动汽车及相关产品消费。”这是继2019年广深放宽限购、贵阳取消限购、发改委、国务院相关文件鼓励优化限购政策后的再一次高层发声,放宽汽车限购的建议自2019年以来在政府文件中被提及已经不下十次。

针对疫情对行业的负面影响,中汽协在加快企业复工复产、启动市场、刺激消费及稳增长方面提出五方面政策建议,包括加快推进包括湖北地区企业的复工复产、积极调整管理政策为企业减负(调整对企业“双积分”的考核;延缓国六、达标车型、ETC等政策要求)、大力发展新能源汽车产业(优化并延续新能源补贴政策)、出台政策激发消费潜力(限购地区适当增加汽车号牌配额,解禁新能源车限购;将个人购车支出纳入个人所得税专项附加扣除;调整小排量(1.6L以下)乘用车配置税率)等,后期政策的落地将对汽车消费恢复具有实质性帮助。

公司层面：在售订单充沛，营收端确定性高

根据公司披露的在手订单情况,已经披露的麦格纳 DCT300、DCT400、HDT400项目结合齿全生命周期订单金额为7.68亿,吉利汽车威睿电动的EDS差速器总成全生命周期订单为4.68亿,麦格纳 DCT300和DCT400项目主转毂零件全生命周期订单为4.46亿,格特拉克MT88项目结合齿我们预计0.6个亿,整体披露在手订单总额约为17.42亿,考虑到部分订单未详细披露具体金额,我们预计公司整体在手订单约19-20亿,若是以5-8年的项目全生命周期来看,年均收入约3亿左右,以2018年9.3亿的营收作为基准,接近30%的收入已经确定,成为公司业绩的压舱石。

同时公司依托工艺同源性开拓的离合器主转毂、结合齿、迷宫环的业务已得到采埃孚、麦格纳等大客户的订单背书,有望进一步打开市场,为公司带来新订单。

表 8: 公司在手订单梳理

项目	子公司	直接客户	间接客户	项目	产品	配套比例	整体订单金额(亿元)	量产时间	项目全生命周期
麦格纳	泸州长江机械	麦格纳	出口欧洲(德国、意大利和捷克斯洛伐克)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)汽车配套。	DCT300、DCT400、HDT400项目	结合齿	100% (独家供货)	7.68	DCT300: 2019年量产 DCT400和HDT400: 2021年量产	DCT300: 9年 DCT400/HDT400: 7年
福特	重庆豪能	福特	吉利新能源汽车	巴西工厂 MX65 同步器齿套	同步器齿套	100% (唯一供应商)			
威睿电动	泸州长江机械	威睿电动	吉利新能源汽车	EDS项目差速器总成	差速器总成		4.68	2020年爬坡	
格特拉克	泸州长江机械	格特拉克	吉利博越、吉利MPV和吉利CMA轿跑	B6+项目	行星齿轮、半轴齿轮		年需求量约11万台套	20Q1爬坡	5年
格特拉克	泸州长江机械	格特拉克	南非福特、泰国福特、阿根廷福特的皮卡和SUV,以及北美福特的野马跑车等车型	MT88项目	变速箱的三倒档结合齿圈、四档齿圈、五六档结合齿圈和二轴爬行档结合齿圈。		4,021,928件	2021年	5年
大众		大众		MQ250、DQ381项目行星齿轮、半轴齿轮	行星齿轮、半轴齿轮				
麦格纳	泸州长	麦格纳(欧	奔驰、宝马和雷诺等	DCT300和	主转毂零		4.46	2020年1	9年

江机械 洲)

车型

DCT400 项 件
目主转毂零
件

月爬坡

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析: 现金流持续稳健, 含金量高

核心观点: 公司现金流状况较好, 营收和利润的含金量高, 账上现金充裕, 应收与营收增速匹配度高。

公司现金流状态较好, 主要体现在以下几点:

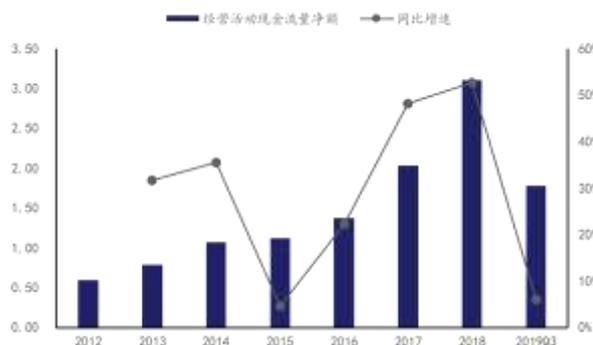
第一: 经营性现金流较好; 净额不管从任何年度还是季度来看均为正值;

第二: 营收和利润含金量高; 销售商品、提供劳务收到的现金与营收比值平均值为 87.22%, 基本接近 1。经营活动现金流与归母净利润比值持续提升, 平均值为 116%, 利润含金量较高且持续高速;

第三: 账上现金充裕; 2017/2018 年账上现金分别为 6.58 亿以及 4.47 亿, 截止 2019Q3 账上现金有 1.25 亿, 主要由于募投带来现金流减少;

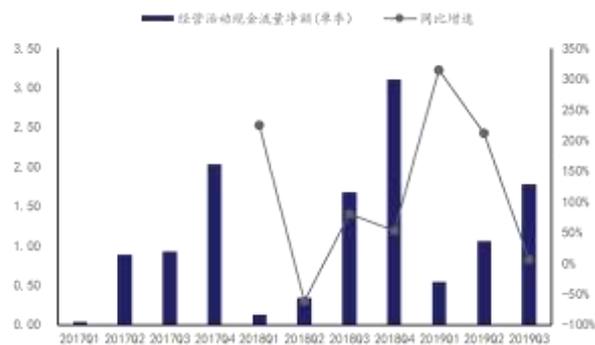
第四: 应收 (应收账款+应收票据) 与营收增速匹配度高。

图 9: 经营性现金流量净额



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 44: 经营性现金流量净额 (单季度)



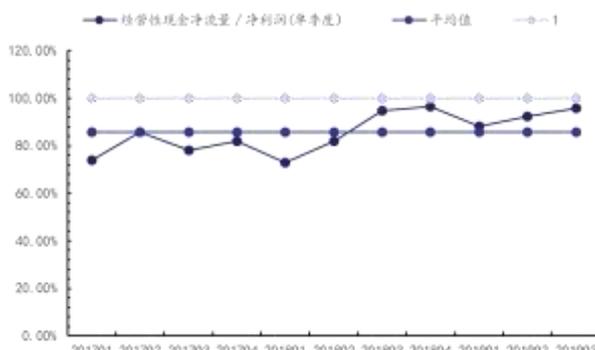
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 10: 销售商品、提供劳务收到的现金/营收



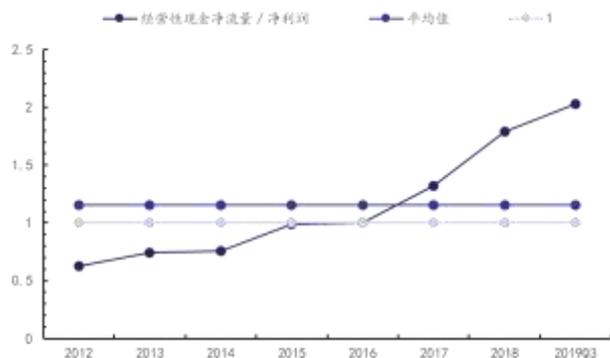
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11: 销售商品、提供劳务收到的现金/营收 (单季度)



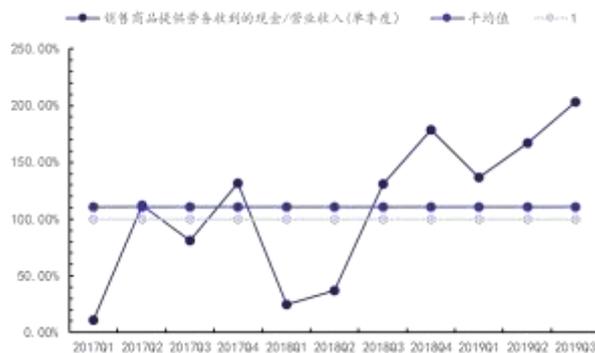
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 经营活动现金流/归母净利润



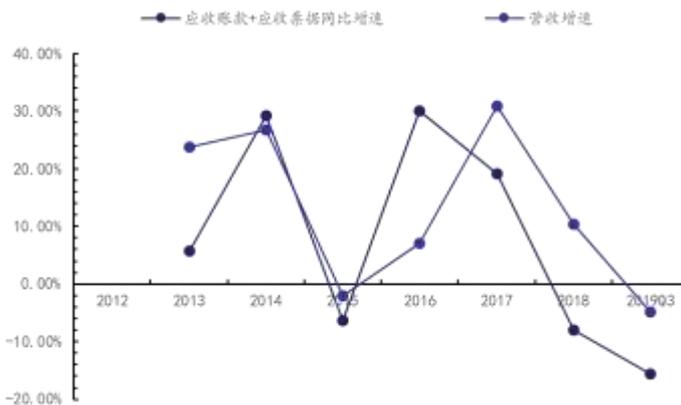
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 13: 经营活动现金流/归母净利润 (单季度)



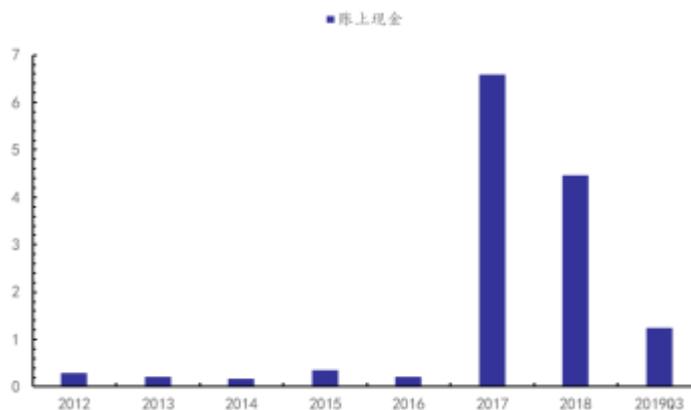
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 14: 应收与营收匹配度



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 账上现金 (单位: 亿)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

营收端：在售订单充沛，预计 20/21 年营收增速分别为 15.04%/27.71%

第一，订单总量的假设：根据公司披露的在手订单情况，已经披露的麦格纳 DCT300、DCT400、HDT400 项目结合齿全生命周期订单金额为 7.68 亿，吉利汽车威睿电动的 EDS 差速器总成全生命周期订单为 4.68 亿，麦格纳 DCT300 和 DCT400 项目主转毂零件全生命周期订单为 4.46 亿，格特拉克 MT88 项目结合齿我们预计 0.6 个亿，整体披露在手订单总额约为 17.42 亿，考虑到部分订单未详细披露具体金额，我们预计公司整体在手订单约 19-20 亿；

第二，释放节奏的假设：一般而言公司的项目全生命周期时间为 5-8 年，我们假设按项目平均生命周期为 6.5 年测算，并且假设第一年的订单满产率为 75%；

第三，疫情影响分析：假设国外今年停产影响 4 个月，国内影响 2 个周；

由此可得公司 20/21 年营收规模约为 10.55 亿/13.48 亿，对应增速分别为 15.04%/27.71%。

成本端：投资节奏放缓，预计 20/21 年毛利率分别为 32.39%/32.89%

参照历史折旧水平以及毛利率与折旧率的关系，目前公司对于 IPO 募集资金的投资项目已经全部完成，仅剩下成立的泸州豪能传动技术有限公司需要投资的“汽车同步器系统智能生产基地项目”6 个亿金额，截止 2019 年上半年该项目已经完成投资 1.7 亿，后期剩余投资额度为 4.3 个亿，主要是根据差速器订单按需投放。

第一，投放节奏的假设；预计未来 2 年完成该项目金额的投资；预计 20/21 年的资本开支约 2.0/2.0 亿；

第二，参考历史折旧率情况，取折旧率为 10%，可测算出 20/21 年的折旧与摊销分别为 0.97/1.18 亿元；

第三，参考折旧率与毛利率的关系，可大致测算出 20/21 年的毛利率分别为 32.39%/32.89%。

图 16: 折旧率与毛利率关系



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所测算

同时公司的产能利用率逐渐企稳，内部整合优化效果显现。豪能的齿毂齿套结合齿业务提升明显，从 2014 的 87.88% 提升到 2017 的 140.04%，2019 由于转固生产的募投项目在结合齿与同步器齿环产能结构上做了优化，同步器齿环 4910 万件较原 5100 万件微小下降，结合齿 2150 万件较原来不足 1000 万件大幅上升，但考虑到公司拿到了麦格纳 7.68 亿的结合齿订单，预计在缓解 100% 以上超负荷生产压力的同时，产能利用率仍将保持在较高水平。

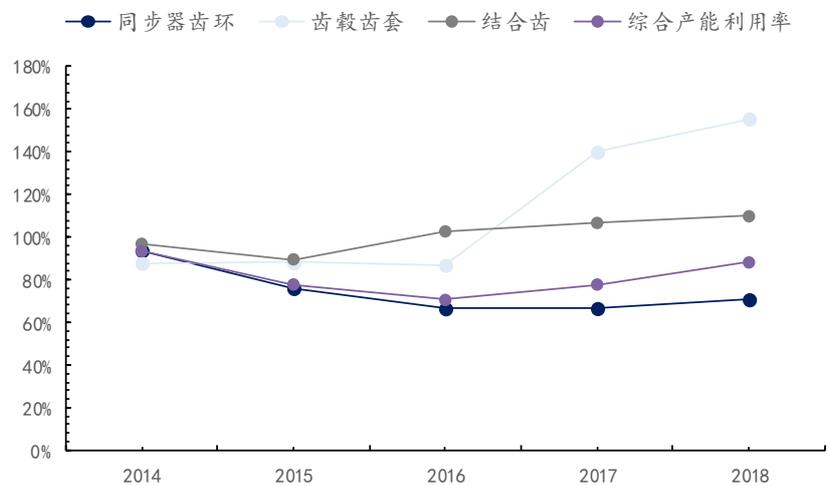
表 9: 各项目及总体产能利用情况

类别	指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019
同步器齿环	产能 (万件)	4130	4630	5000	5100	5100	4910
	产量 (万件)	3871.84	3521.8	3327.88	3399.61	3610.02	
	产能利用率	93.75%	76.06%	66.56%	66.66%	70.78%	
齿毂齿套	产能 (万件)	405	500	620	630	630 (E)	
	产量 (万件)	355.92	440.58	539.11	882.26	980.21	
	产能利用率	87.88%	88.12%	86.95%	140.04%	155.59%	
结合齿	产能 (万件)	200	240	300	600	900 (E)	2150
	产量 (万件)	193.7	215.02	308.07	640	988.05	
	产能利用率	96.85%	89.59%	102.69%	106.67%	109.78%	
综合	总产能 (万件)	4735	5370	5920	6330	6330 (E)	
	总产量 (万件)	4421.46	4177.4	4175.06	4921.87	5578.28	
	平均产能利用率	93.38%	77.79%	70.52%	77.75%	88.12%	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

备注: 由于 2018 未公布产能, 考虑当期募投项目尚未完全扩产能力有限, 并结合设备利用上限估计当年数据

图 17: 各子业务及综合产能利用率



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

未来三年盈利预测

基于上述假设, 我们预计公司 2019-2021 分别实现营收 9.17 亿/10.55 亿/13.48 亿, 对应同比增速分别为 -1.40%/15.00%/27.70%, 分别实现净利润 1.21 亿/1.59 亿/2.08 亿, 对应同比增速分别为 -25.1%/31.7%/30.9%。分别实现每股收益 0.58 元/0.76 元/0.99 元。我们给予公司合理估值区间为 13.67-16.71 元 (对应 2020 年 PE 18-22x), 相对 2020 年 3 月 24 日收盘价存在 26.15%-54.19% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测的敏感性分析

具体分析如下表所示:

表 10: 盈利预测敏感性分析

乐观				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	930	917	1,058	1,359
(+/-%)	10.4%	-1.4%	15.4%	28.4%
净利润(百万元)	161	137	177	232
(+/-%)	7.4%	-15.2%	29.7%	31.2%
每股收益(元)	1.08	0.65	0.85	1.11
中性				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	930	917	1,055	1,348
(+/-%)	10.4%	-1.4%	15.0%	27.7%
净利润(百万元)	161	121	159	208
(+/-%)	7.4%	-25.1%	31.7%	30.9%
每股收益(元)	1.08	0.58	0.76	0.99
悲观				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	930	918	1,052	1,336
(+/-%)	10.4%	-1.4%	14.7%	27.0%
净利润(百万元)	161	105	141	184
(+/-%)	7.4%	-35.0%	34.4%	30.8%
每股收益(元)	1.08	0.50	0.67	0.88

资料来源:国信证券经济研究所预测

风险提示

第一, 行业风险: 汽车行业终端需求跟宏观经济高度相关, 目前我们分析的购置税、库存等均是行业中观层面的影响因素, 而后续是否会出台力度更大的汽车刺激政策仍具有不确定性, 若是宏观经济未明显起来则汽车终端需求难以较大程度复苏; 此外, 目前疫情对终端需求的影响具有不确定性, 何时恢复以及恢复程度如何难以定量测算;

第二, 重资产类型公司, 行业复苏不及预期以及新项目进展或是新订单上量不及预期, 由于经营杠杆较重, 因此利润侧预计将更大程度低于营收增速;

第三, 面对新能源行业趋势的冲击, 若是公司品类扩张速度较慢, 长维度来看由于新能源汽车的变速箱简化, DCT 从行业趋势来看是减量, 因此可能会对主业同步器产生一定程度拖累。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	493	298	157	157	营业收入	930	917	1055	1348
应收款项	386	381	438	560	营业成本	614	647	713	904
存货净额	256	264	287	372	营业税金及附加	7	6	7	9
其他流动资产	169	166	191	244	销售费用	23	23	26	34
流动资产合计	1303	1109	1073	1332	管理费用	57	102	112	136
固定资产	945	1226	1354	1466	财务费用	(2)	(9)	(0)	6
无形资产及其他	39	37	35	34	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	141	141	141	141	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	14	13	12	11	其他收入	(33)	0	0	0
资产总计	2441	2526	2615	2983	营业利润	201	151	199	260
短期借款及交易性金融负债	284	311	315	502	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	296	306	333	431	利润总额	202	152	200	261
其他流动负债	40	44	48	61	所得税费用	29	21	28	37
流动负债合计	620	661	695	994	少数股东损益	13	10	13	16
长期借款及应付债券	32	32	32	32	归属于母公司净利润	161	121	159	208
其他长期负债	129	138	147	156					
长期负债合计	161	170	179	188	现金流量表 (百万元)				
负债合计	780	831	874	1183	净利润	161	121	159	208
少数股东权益	120	123	126	130	资产减值准备	(5)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1540	1572	1615	1670	折旧摊销	89	104	124	140
负债和股东权益总计	2441	2526	2615	2983	公允价值变动损失	(1)	0	0	0
					财务费用	(2)	(9)	(0)	6
					营运资本变动	(194)	22	(66)	(138)
					其它	9	3	4	5
					经营活动现金流	58	249	220	214
					资本开支	(287)	(383)	(250)	(250)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(285)	(382)	(249)	(249)
					权益性融资	29	0	0	0
					负债净变化	(49)	0	0	0
					支付股利、利息	(118)	(88)	(116)	(152)
					其它融资现金流	322	27	4	188
					融资活动现金流	18	(61)	(113)	35
					现金净变动	(210)	(194)	(141)	0
					货币资金的期初余额	703	493	298	157
					货币资金的期末余额	493	298	157	157
					企业自由现金流	(196)	(138)	(24)	(22)
					权益自由现金流	77	(103)	(20)	160

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.08	0.58	0.76	0.99
每股红利	0.79	0.42	0.56	0.73
每股净资产	10.31	7.52	7.73	7.99
ROIC	11%	6%	9%	10%
ROE	10%	8%	10%	12%
毛利率	34%	30%	32%	33%
EBIT Margin	25%	15%	19%	20%
EBITDA Margin	34%	26%	30%	30%
收入增长	10%	-1%	15%	28%
净利润增长率	7%	-25%	32%	31%
资产负债率	37%	38%	38%	44%
息率	7.3%	5.5%	7.2%	9.4%
P/E	10.1	18.8	14.3	10.9
P/B	1.1	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	7.6	12.8	9.8	8.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032