

精锻齿轮优质供应商，电动化布局铸就未来

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 国内优质零部件公司已陆续具备“进口替代”与“走出去”的能力，公司就是其中佼佼者，随着工厂布局日趋完善，产品开发与市场开拓顺利推进，预计22-24年主要产品锥齿轮类销量同比增长19%/16%/20%，整体保持快速增长，对应市场份额有望提升；2) 海外车企产业链降本诉求高，依靠产品性价比优势，预计未来公司出口有望实现20%以上的年复合增速，收入占比持续提升；3) 公司积极布局新能源车配套业务。随着以差速器总成为主的新能源车部件持续放量，下半年开始公司新能源车配套业务有望加速增长，预计22-24年包含新能源差速器总成的其他产品类销量同比增长50%/45%/40%，助力实现今年营收占比达20%的目标，中长期占比有望进一步提升。
- 短期公司受益于汽车行业复苏，中长期受益于“进口替代”与“走出去”。**一方面，在当前行业政策暖风频吹下，我们预计下半年车市景气度上行，公司经营将受益；另一方面，2016年来以公司为代表的精锻件标的持续践行“进口替代”与“走出去”，打开中长期成长空间。
- 产能布局开花结果，出口高增打造新增长点。**产能布局方面，公司在多地积极进行产能布局，其中天津工厂已放量增长，后续重庆与宁波工厂有望相继放量；出口方面，2021年公司出口收入迈上4亿台阶，同比增长53.1%，对应收入占比达31.3%，2022Q1升至34%，创历史新高。海外车企产业链降本诉求高，依靠产品性价比优势，未来公司出口有望继续快速增长。
- 电动化配套成效显著，未来将成公司增长亮点。**公司新能源车配套收入持续快速增长，2017-21年收入年复合增速高达98.1%，营收占比提升至10.6%，新能源车配套市场开拓成效显著。2016年至今，公司陆续获得沃尔沃、博格华纳、全球知名电动车大客户、日系知名品牌、国内知名技术公司及造车新势力等差速器总成产品定点与提名，随着配套全球知名电动车大客户的差速器总成项目和天津工厂150万套差速器总成将分别于今年3/4季度批产，我们判断下半年开始公司新能源车配套业务将加速增长，助力实现营收占比达20%的目标，中长期占比有望进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润复合增长率31.6%。考虑到当前汽车行业复苏在即、公司新能源业务发力以及出口向好，给予公司2022年30倍PE，对应目标价13.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1423.36	1814.71	2360.35	3095.75
增长率	18.30%	27.49%	30.07%	31.16%
归属母公司净利润(百万元)	171.80	217.76	289.05	391.80
增长率	10.26%	26.75%	32.74%	35.54%
每股收益EPS(元)	0.36	0.45	0.60	0.81
净资产收益率ROE	5.46%	6.60%	8.21%	10.24%
PE	31	24	18	13
PB	1.67	1.60	1.50	1.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 010-57758531
邮箱: faz@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)	4.82
流通A股(亿股)	4.64
52周内股价区间(元)	7.78-16.8
总市值(亿元)	53.19
总资产(亿元)	45.13
每股净资产(元)	6.44

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 考虑到当前车市复苏在即, 同时, 公司积极开发新客户新项目, 特别是以电动差速器总成为主的电动化配套业务有望高速增长, 预计 22-24 年锥齿轮类销量同比增长 19%/16%/20%, 结合齿类销量同比增长 9%/14%/19%, 其他产品类销量同比增长 50%/45%/40%, 对应锥齿轮类均价 20.0/20.1/20.0 元/件, 结合齿类均价 26.9/27.1/27.3 元/件, 其他产品类均价 73.3/75.9/78.6 元/件, 产品结构改善。

假设 2: 公司产能利用率稳步提升, 规模效应显现, 叠加齿轮钢等主要原材料成本可控, 对应锥齿轮类/结合齿类/其他产品类业务毛利率稳步改善, 预计 22-24 年公司毛利率为 27.7%/28.7%/29.4%。

我们区别于市场的观点

市场认为: 一方面公司新能源布局较为滞后, 新能源营收占比较小, 难以很好的享受新能源汽车需求爆发的红利; 另一方面, 公司主要客户大众在电动化潮流中难以跟上时代趋势, 公司电动化配套布局将会受到影响。我们认为: 1) 全球新能源汽车的渗透与普及仍处于初期, 2021 全球新能源汽车渗透率仅为 8.3%, 未来空间依然巨大, 远未达到存量竞争状态。当前公司加强新能源汽车配套业务布局并不晚, 未来仍能够充分享受到新能源汽车市场快速增长的红利; 2) 公司主要客户德国大众集团实力雄厚, 2021 年的全球新能源车市场销量与份额仅次于特斯拉, 积极转型布局电动化领域初见成效, 2030 年电动汽车目标占比高达 50%。作为其重要供应商, 公司未来将充分受益于大众的电动化战略。同时, 公司成功开发了全球知名电动车大客户、比亚迪及造车新势力在内的众多新客户, 未来相应配套业务预计将保持快速增长。

股价上涨的催化因素

1) 大客户南北大众产销恢复超预期; 2) 新能源业务收入占比提升超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与精锻科技业务最相近的双环传动、豪能股份及新坐标 3 家公司作比较, 2022-2024 年 3 家公司平均 PE 分别为 23/17/13 倍。结合可比公司和行业估值, 考虑到汽车行业复苏在即、新能源业务发力以及出口向好, 给予公司 2022 年 30 倍 PE, 对应目标价 13.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

疫情风险; 芯片短缺风险; 主要客户产销恢复低于预期的风险; 新能源车配套业务拓展低于预期的风险; 出口增长不及预期的风险; 原材料涨价超预期的风险; 汇率波动风险。

目 录

1 公司概况：行业领先的国内优质精锻齿轮供应商	1
2 行业分析：汽车行业复苏在即，零部件厂商迎机遇	4
2.1 行业复苏在即，新能源汽车继续强势表现	4
2.2 “进口替代”+“走出去”，零部件厂商迎机遇	7
3 公司分析：产业布局开花结果，电动化配套铸造中长期增长点	11
3.1 公司产业布局陆续开花结果，预计将贡献重要业绩增量	11
3.2 出口快速增长，公司“走出去”战略持续推进	13
3.3 公司积极布局电动化领域，铸造中长期增长点	15
4 财务分析	19
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 绝对估值	24
5.3 相对估值	25
6 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司主要发展历史.....	1
图 2: 公司主要产品.....	1
图 3: 公司主要客户.....	1
图 4: 公司 2021 年主营业务结构情况 (按零部件类别)	2
图 5: 公司 2021 年主营业务结构情况 (按整车配套分)	2
图 6: 公司 2021 年主营业务结构情况 (按地区分)	2
图 7: 公司营收走势.....	3
图 8: 公司净利润走势.....	3
图 9: 公司股权结构 (截止 2022 年一季报)	3
图 10: 中汽协乘用车批发销量走势 (单位: 万辆)	5
图 11: 乘用车产销量差与销量增速走势对比 (单位: 万辆)	5
图 12: 乘联会狭义乘用车零售销量走势.....	5
图 13: 主机厂乘用车库存位于低位.....	5
图 14: 经销商库存深度系数走势.....	5
图 15: 全球电动车销量高速增长 (单位: 万辆)	7
图 16: 全球电动车渗透率持续上行.....	7
图 17: 国内电动车销量高速增长.....	7
图 18: 国内新能源汽车销量渗透率.....	7
图 19: 自主品牌 21 年以来销量高增长.....	8
图 20: 自主品牌市场份额创历史新高.....	8
图 21: 长城吉利首先进行品牌升级抢市场.....	8
图 22: 头部自主车企均持续发力品牌向上战略.....	8
图 23: 国内汽车零部件利润总额占汽车制造业比重整体上行.....	9
图 24: 国内汽车零部件单车配套均价整体上行.....	9
图 25: 自主零部件配套产品升级主要看点.....	9
图 26: 国内零部件配套进阶之路.....	9
图 27: 国内汽车及底盘出口高速增长.....	10
图 28: 国内零部件出口持续增长.....	10
图 29: A 股汽车精锻件公司的营收/固定资产比普遍偏低.....	10
图 30: A 股汽车精锻件公司 ROIC 不高.....	10
图 31: A 股汽车精锻件公司出口收入占比走势.....	11
图 32: A 股汽车精锻件公司大陆收入增速 VS 汽车产量增速.....	11
图 33: 公司生产基地布局较完善.....	11
图 34: 全资子公司江苏太平洋齿轮传动公司营收/净利润走势.....	11
图 35: 全资子公司宁波电控营收/净利润走势.....	12
图 36: 电磁阀业务将成为宁波工厂未来重要增长点.....	12
图 37: 全资子公司天津太平洋传动科技公司营收/净利润走势.....	12
图 38: 天津工厂主要增长点.....	12
图 39: 2021 年重庆子公司营收与利润情况 (万元)	13

图 40: 重庆工厂业务今年有望持续向好	13
图 41: 公司内销收入增速持续高于汽车产量增速	13
图 42: 公司出口收入走势 (亿元)	14
图 43: 公司出口占营收比重走势	14
图 44: 公司出口收入增速持续高于国外汽车产量增速	15
图 45: 公司新能源车主要产品与最终客户	16
图 46: 公司新能源车配套产品收入及占比	16
图 47: 公司电动乘用车配套销量增速明显高于燃油乘用车	16
图 48: 电动乘用车配套产品均价高于燃油乘用车产品 (元/件)	16
图 49: 德国大众汽车集团持续加码投资电动智能化领域	17
图 50: 德国大众汽车集团全球电动车销量强劲增长	17
图 51: 去年南北大众 ID 系列交付量持续走高 (辆)	18
图 52: 大众在华电动车工厂及产品规划	18
图 53: 公司与可比公司毛利率走势	19
图 54: 公司与可比公司净利率走势	19
图 55: 公司分产品毛利率走势	20
图 56: 公司分行业毛利率走势	20
图 57: 结合齿的营收占比呈减少趋势	20
图 58: 燃油车业务占比呈减少趋势	20
图 59: 公司与可比公司 ROE 走势	20
图 60: 公司与可比公司 ROA 走势	20
图 61: 公司与可比公司管理费用率走势	21
图 62: 公司与可比公司销售费用率走势	21
图 63: 公司与可比公司研发费用率走势	21
图 64: 公司与可比公司财务费用率走势	21
图 65: 公司在建工程走势	22
图 66: 公司资本性支出 2018 年以来持续处于高位	22
图 67: 公司总资产周转率低于可比公司	22
图 68: 公司存货周转率高于可比公司	22
图 69: 可比公司资产负债率走势	23
图 70: 可比公司流动比率走势	23
图 71: 可比公司货币现金比较 (亿元)	23
图 72: 可比公司经营性现金流净额比较 (亿元)	23

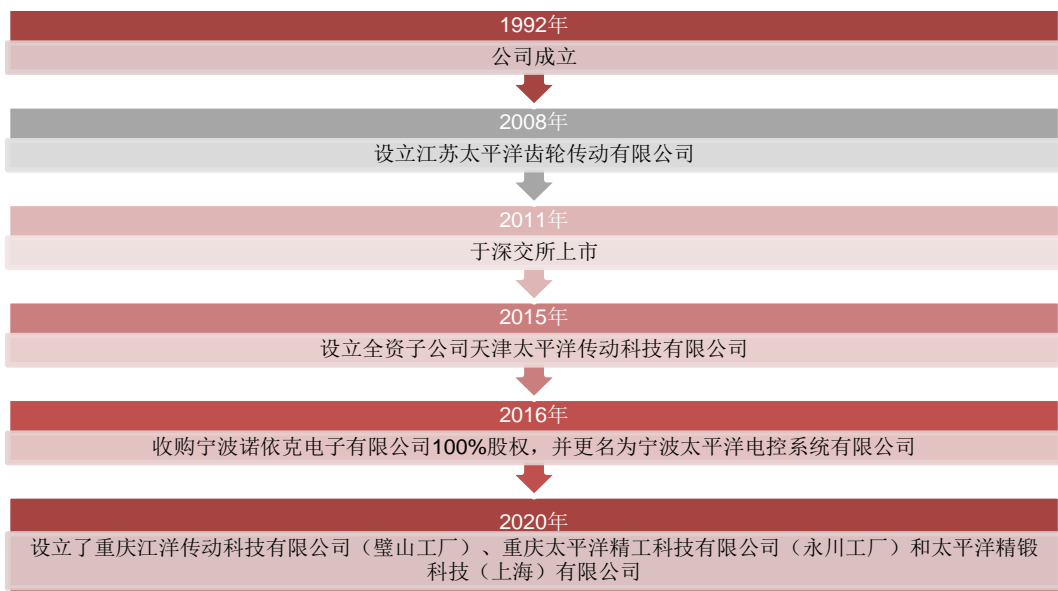
表 目 录

表 1: 公司各子公司基本情况.....	3
表 2: 2022 年以来发布的促进汽车消费的地方政策.....	6
表 3: 公司出口业务新项目或新客户.....	14
表 4: 公司新能源项目丰富.....	15
表 5: 大众 2030 NEW AUTO 战略.....	17
表 6: 公司将投产的新能源配套项目情况.....	18
表 7: 分业务收入及毛利率.....	24
表 8: 绝对估值假设条件.....	24
表 9: FCFF 估值结果.....	25
表 10: FCFF 估值敏感性分析.....	25
表 11: 可比公司估值.....	25
附表: 财务预测与估值.....	27

1 公司概况：行业领先的国内优质精锻齿轮供应商

公司全称为江苏太平洋精锻科技股份有限公司，1992年成立，2011年在深交所上市，截止目前已有约30年的发展历史，是行业领先的精锻齿轮供应商。

图 1：公司主要发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务为汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿齿轮、汽车变速器轴类件、EDL（电子差速锁齿轮）、同步器齿圈、离合器驱动盘毂类零件、驻车齿轮、新能源汽车用电机轴和差速器总成、高端农业机械用齿轮等。公司产品主要为大众、通用、福特、奔驰、奥迪、宝马、丰田、日产、克莱斯勒、菲亚特、沃尔沃、长安、长城、奇瑞、吉利、江淮、上汽、比亚迪、一汽红旗、理想、蔚来、小鹏、威马、零跑、哪吒等公司众多车型配套，是目前国内乘用车精锻齿轮细分行业的龙头企业，轿车精锻齿轮、结合齿齿轮、EDL和EDD齿轮组件、新能源差速器总成等产销量位居行业前列。

图 2：公司主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：公司主要客户

整车客户

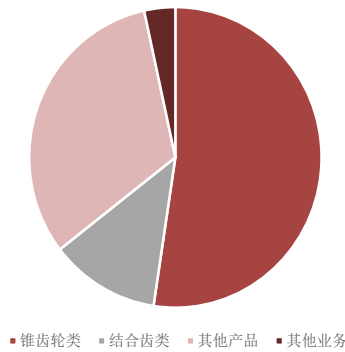
- 国际客户：大众、通用、福特、奔驰、奥迪、宝马、丰田、沃尔沃、日产、克莱斯勒、菲亚特等
- 自主客户：长安、长城、奇瑞、吉利、江淮、上汽、比亚迪、一汽红旗等
- 新势力：蔚来、零跑、小鹏、理想等

零部件客户

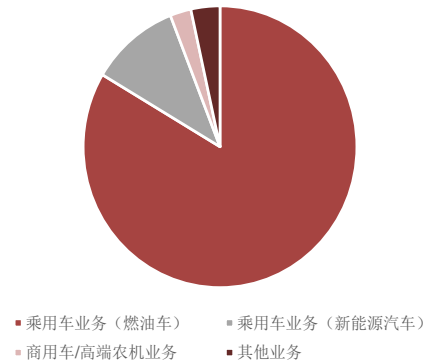
- 国际客户：GKN、麦格纳、AAM、DANA、博格华纳、舍佛勒、约翰迪尔、格特拉克、爱信、法雷奥、大众（卡塞尔、大连、天津）变速器等
- 国内客户：万里扬、东安动力、重庆青山

数据来源：公司公告，西南证券整理

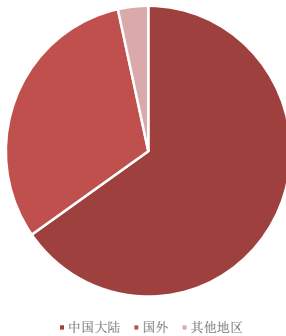
锥型齿业务为主，新能源业务与出口业务营收占比明显提升。按整车配套分，公司以燃油车乘用车业务为主，2021年公司燃油车乘用车业务、电动车乘用车业务、商用车/高端农机业务、其他业务分别占总营收 83.5%、10.6%、2.5%、3.4%，其中新能源营收占比同比提升 7pp；按零部件类别分，锥齿轮是公司营收占比最高的产品，2021年公司锥齿轮、结合齿、其他（含轴类件/差速器壳体/总成等）与其他业务的营收占比分别为 52.4%、12.1%、32.1%、3.4%；按地区分，2021年公司大陆、国外与其他地区的营收占比分别为 65.3%、31.3%、3.4%，其中国外（出口）收入占比同比提升 7.1pp。

图 4：公司 2021 年主营业务结构情况（按零部件类别）


数据来源：Wind，西南证券整理

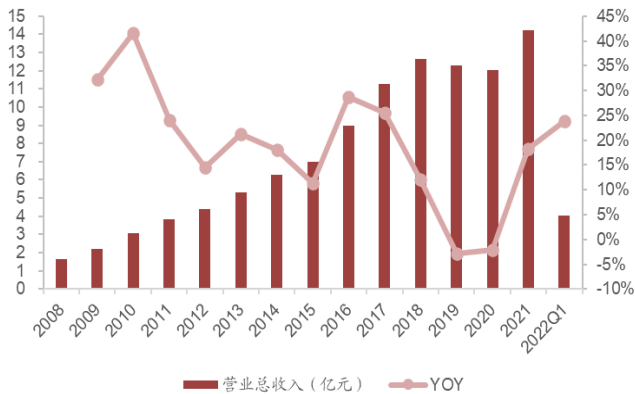
图 5：公司 2021 年主营业务结构情况（按整车配套分）


数据来源：Wind，西南证券整理

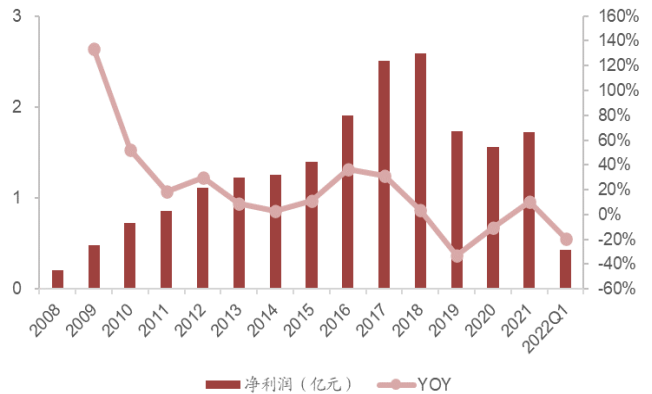
图 6：公司 2021 年主营业务结构情况（按地区分）


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩增长较快：2008-2021 年公司营收从 1.6 亿元增至 14.2 亿元，年复合增速 18.0%，整体保持较快增长，其中，2019-2020 年受行业景气低迷以及疫情影响，营收连续两年下滑。2008-2021 年公司净利润从 0.2 亿元增至 1.7 亿元，年复合增速 17.8%，基本与营收增速同步，其中，2018-2020 年公司净利润增速放缓甚至下滑主要是相继受行业景气走低、宁波电控业绩未达预期计提商誉减值以及疫情影响。2022Q1 受益于客户订单释放，公司营收同比增长 23.9%至 4.0 亿元，同期净利润同比下滑 19.2%至 0.4 亿元，主要是受行业原材料涨价、缺芯及新项目投入致成本增加等因素影响。

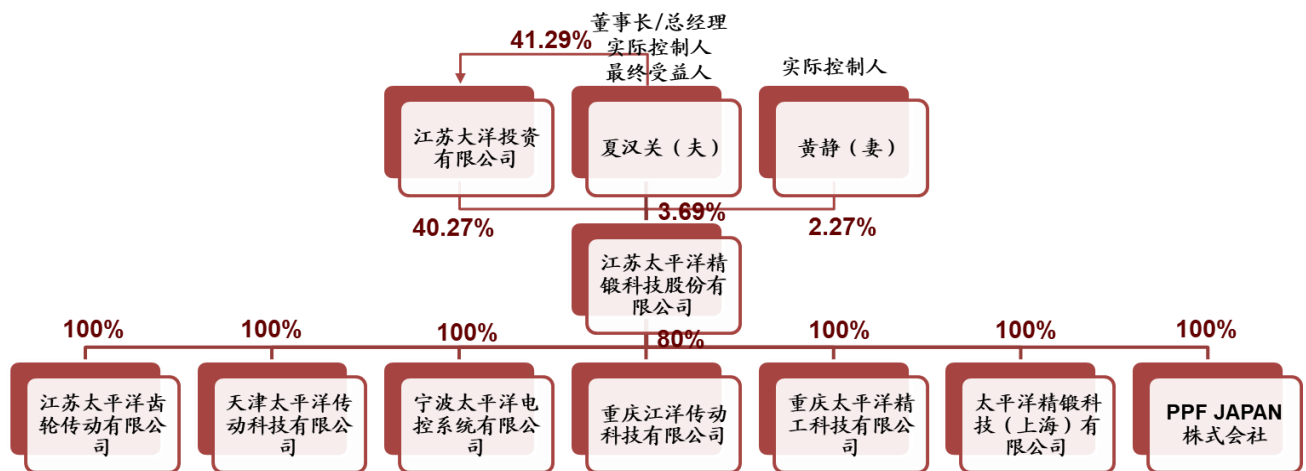
图 7：公司营收走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司净利润走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构清晰：夏汉关与黄静夫妇为公司实际控制人，分别直接持有公司 3.69%、2.27%的股权，夏汉关持有江苏大洋投资有限公司 41.29%的股份，通过江苏大洋投资间接持有公司 40.27%的股份。合计来看，夏汉关与黄静夫妇共同持有公司 46.23%的股份，为公司实际控制人。公司旗下有七家子公司，分工与定位明确，其中上海和日本子公司负责研发和销售，其他五家子公司负责制造。

图 9：公司股权结构（截止 2022 年一季报）


数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：公司各子公司基本情况

子公司名称	子公司类型	业务性质	子公司简介
江苏太平洋齿轮传动有限公司	全资子公司	制造	主要业务范围：经营范围主要包括齿轮/锻件/挤压件/模具/差速器/离合器/传动器/转向器及其零配件的设计、制造、加工、自销。是公司最重要的收入、利润来源
宁波太平洋电控系统有限公司	全资子公司	制造	主要业务范围：公司主要为国内发动机企业配套，研发、生产汽车发动机进排气正时系统（VVT、DVVT）、可变升程控制系统（VVL）、涡轮增压泵阀和变速箱控制阀等产品。产品配套用于海马汽车、吉利汽车、江淮汽车、北汽汽车等众多车型，并取得多家主机厂的“优秀供应商”和“质量奖”

子公司名称	子公司类型	业务性质	子公司简介
天津太平洋传动科技有限公司	全资子公司	制造	主要业务范围：齿轮、锻件、挤压件、模具、差速器、离合器、传动器、转向器及其零配件的研发、设计、制造、销售、自营或代理各种商品及技术的进出口业务
重庆太平洋精工科技有限公司	全资子公司	制造	主要业务范围：齿轮、锻件、挤压件、模具、差速器、离合器、传动器、转向器及其零配件的研发、设计、制造、销售、自营或代理各种商品及技术的进出口业务。开拓西南市场，开发和扩大国内自主品牌乘用车配套市场，提高公司综合竞争力和市场占有率。
重庆江洋传动科技有限公司	控股子公司	制造	主要业务范围：电机及其控制系统研发，汽车零部件及配件制造，软件开发，轴承、齿轮和传动部件制造
太平洋精锻科技(上海)有限公司	全资子公司	研发、销售	主要业务范围：汽车零部件、机电一体化产品设计、研发、销售，信息咨询服务，货物及技术进出口。负责招聘和引进高层次专业技术人才，提升公司研发能力，满足公司全球化业务发展需要。
PPF JAPAN 株式会社	全资子公司	研发、销售	主要业务范围：汽车零部件的进出口和销售；汽车等工业制品的设计开发；工业制品的技术咨询及技术指导；工业制品和生产设备及工具的采购和出口；对外投资及企业收购相关业务等。负责对公司进行电磁阀和铝合金轻量化结构设计开发技术支持，协助公司总部在日本开展业务交流活动，拓展日系客户零部件配套市场。

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

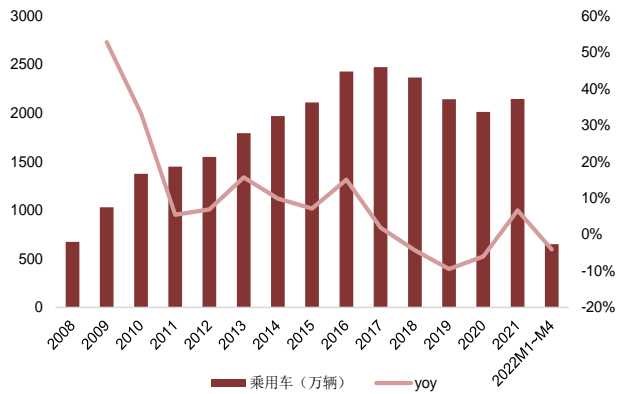
2 行业分析：汽车行业复苏在即，零部件厂商迎机遇

2.1 行业复苏在即，新能源汽车继续强势表现

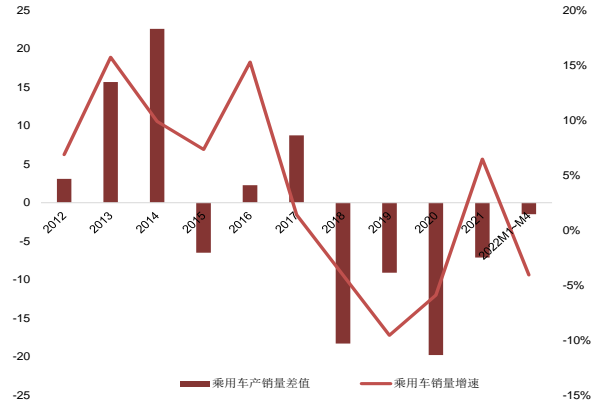
销量方面，尽管在一季度同期基数非常低的情况下 2021 年乘用车实现了 6.5% 的同比增速，扭转了此前连续三年下滑的局面。在芯片供应持续紧张的情况下，去年二季度到四季度连续三个季度销量下滑，其中，短缺最严重的三季度销量同比下降 11.9%。四季度在芯片供应边际缓解后，乘用车销量开始恢复，环比增长 36.4%，同比降幅收窄至 2.4%。今年一季度批发销量同比增长 9.1%，环比下降 16.4%，降幅小于 2017 年以来同期，显示在芯片供给边际向好的情况下车企积极生产补库，然而 3 月开始受吉林与上海疫情影响，批发销量走低，3/4 月同比下降 0.5%/43.4%，导致今年前四月销量增速由正转负至 -4.1%。同时，疫情管控致物流与出行受限，从而对汽车终端消费形成影响，前四月乘联会狭义乘用车零售同比下降 11.9%，其中，4 月降幅高达 35.4%。

从乘用车产销量差值数据来看，去年在销量实现同比正增长的情况下，产量少于销量超 7 万辆，显示芯片短缺下主机厂在被动去库存，去年底乘用车主机厂库存降至 55 万辆的历史低位，最新今年 4 月底升至 54 万辆。同时，渠道库存深度自去年四季度以来有所回升，最新 4 月升至 1.91，处于同期高位，预计主要与上海疫情造成供应链与物流受限影响销售有关。展望未来，一方面，尽管 3 月以来国内疫情多地散发导致短期汽车消费受到抑制，但随着中央再次强调疫情严防严控的总基调不变，未来国内疫情有望逐步得到有效控制，社会面生产生活有望逐步恢复正常，尤其是吉林与上海从 4 月中旬以来陆续开始复工复产持续稳步推进，未来行业供给预计将先行改善；另一方面，今年以来地方政府陆续出台鼓励汽车消费的政策，5 月 23 日国常会提到要“阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元”，5 月 31 日财政部联合税务总局发布公告：对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税

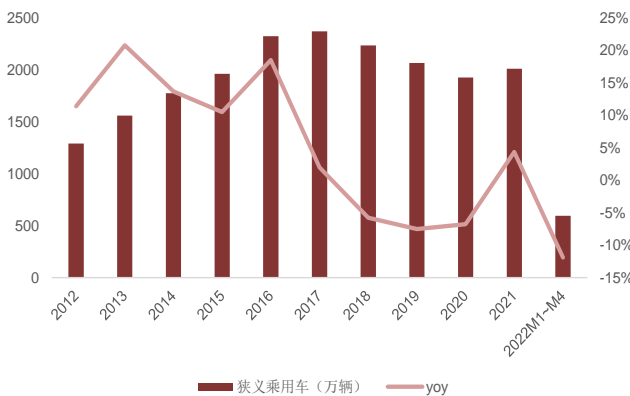
税。国内鼓励汽车消费的政策暖风频吹，短期有望提振需求。因此，汽车行业的正常补库存叠加延迟订单陆续交付的逻辑有望在6月份恢复，因疫情封控，损失的产销量有望从三季度开始补回，我们认为，当前行业复苏在即，预计今年车市将实现恢复式增长。

图 10：中汽协乘用车批发销量走势（单位：万辆）


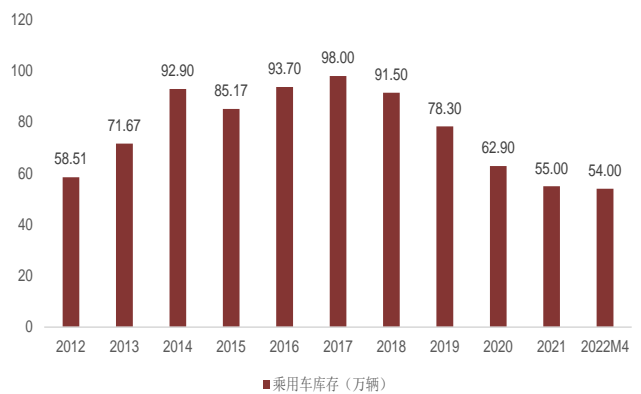
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：乘用车产销量差与销量增速走势对比（单位：万辆）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：乘联会狭义乘用车零售销量走势


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：主机厂乘用车库存位于低位


数据来源：Wind，西南证券整理（注：取每段时期末的值）

图 14：经销商库存深度系数走势

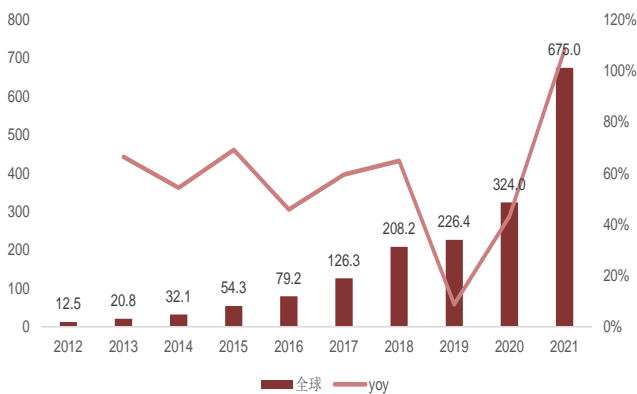

数据来源：Wind，西南证券整理（注：2020年2月数据异常未显示）

表 2：2022 年以来发布的促进汽车消费的地方政策

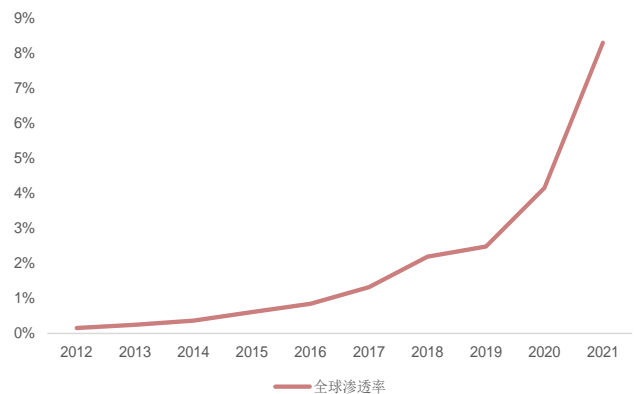
发布省市	实施时间	政策内容
广东省	5月1日-6月30日	报废旧车，购买新能源汽车的补贴 10000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 5000 元/辆；转出旧车，购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆；广州增加 3 万个购车指标，深圳增加 1 万个购车指标
广东深圳	2022 年 3 月 20 日起	为通过“以旧换新”方式购车的消费者发放 3000 或 5000 元不等的奖励
广东深圳	2022 年 5 月 23 日至 12 月 31 日	对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过 1 万元/台补贴，新增投放 2 万个普通小汽车增量指标
广东珠海	4 月 2 日-12 月 31 日	购买新能源汽车最高可申领补助 1.2 万元
广东中山	5 月 20 日-12 月底	汽车消费补贴，最高 1.3 万元/辆
广东江门	2 月 15 日至 6 月 30 日	购买新能源汽车最高可享受 3000 元/辆的补贴
广东汕头	5 月 8 日至 6 月 30 日	销售 10 万元（含税价）及以上“国六”标准轻型汽车和新能源轻型汽车，每台车给予 5000 元资金补助；汽车补贴总额限定为 500 万元
辽宁沈阳	5 月 1 日起	汽车消费补贴总额 1 亿元，最高 5000 元/辆
天津	4 月 27 日-9 月 30 日	多区发放总额 1000 万元的汽车消费券，最高 5000 元/辆
海南海口	5 月 3 日-6 月 30 日	购车补贴最高 5000 元/辆
江西	5 月 1 日-7 月 31 日	设立抽奖池，总金额 4600 万，计划奖补 7700 名，最高奖补 5 万元
江西南昌	5 月 1 日-7 月 31 日和 10 月 1 日-10 月 31 日	汽车消费补贴总额 300 万元，最高 3000 元/辆
福建晋江	5 月 1 日-7 月 31 日	购车补贴资金共计 3000 万元，最高 6000 元/辆
山西晋中	5 月 1 日-12 月 31 日	向个人购车者给予补贴，全市上限一万辆，最高 6000 元/辆
浙江义乌	5 月 15 日-6 月 15 日	不限义乌籍的购车人最高 10000 元/辆的补贴
浙江温州	2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日	给予淘汰老旧车并购买新能源车的消费者每辆 2000 元的消费补助
浙江嘉善	4 月 30 日起	购车最高享受 7000 元补贴
吉林长春	3 月 20 日至 6 月 30 日	购买燃油车最高可享受 6000 元/辆的消费券补贴或 5000 元/辆的立减补贴，购买新能源车最高可享受 7000 元/辆的消费券补贴或 6000 元/辆的立减补贴
山东省	5 月 22 日-6 月 30 日	购置新能源汽车可享受 3000-6000 元消费券，购置燃油车可享受 2000-5000 元消费券，报废旧车购置新车可再增加 1000 元消费券
湖北省	2022 年 6 月至 12 月	报废旧车并购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆；转出旧车并购买新能源汽车的补贴 5000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 2000 元/辆
江苏无锡	2022 年 5 月 20 日-5 月 30 日	按照购车价格在 5 万元（含）~10 万（不含）10 万元（含）~20 万元（不含）20 万元以上（含）三个档次分别发放 6000 元、11000 元、16000 元消费券
山西太原	2022 年 5 月 21 日至 6 月 15 日	个人消费者购买燃油车辆分为三档补贴，第一档：购车发票金额在 6 万元(含)以上，10 万元(含)及以下，补贴 2000 元/辆；第二档：购车发票金额在 10 万元(不含)以上，20 万元(含)及以下，补贴 3000 元/辆；第三档：购车发票金额在 20 万元(不含)以上，补贴 5000 元/辆
上海	2022 年 12 月 31 日前	年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税。2022 年 12 月 31 日前，个人消费者报废或转出名下在上海市注册登记且符合相关标准的小客车，并购买纯电动汽车的，给予每辆车 10000 元的财政补贴。支持汽车租赁业态发展。完善二手车市场主体登记注册、备案和车辆交易登记管理规定

数据来源：政府官网，西南证券整理

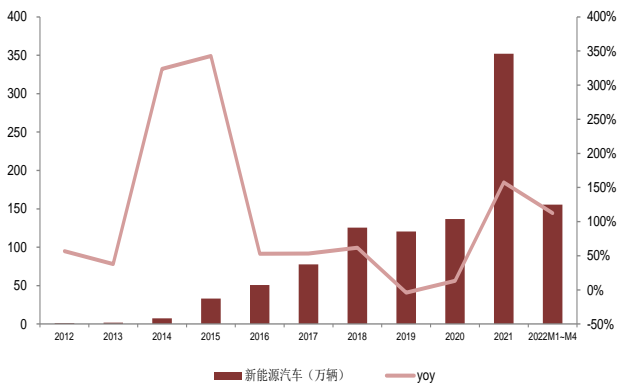
新能源汽车表现一枝独秀：在“碳中和”愿景的推动下，全球汽车电动化浪潮加速。根据 EV VOLUMES 公开披露数据显示，全球电动车销量由 2012 年的 12.5 万辆增至 2021 年的 675 万辆，年复合增速 55.8%，增长势头强劲，对应渗透率由 0.2% 升至 8.3%。国内电动车市场在政策支持下从 2014 年开始进入销量爆发期，销量由 2014 年的 7.5 万辆增至 2021 年的 352.1 万辆，年复合增速高达 73.4%，对应全球销量比重由 23.3% 提升至 52.2%，成全球最大电动车市场，销量渗透率由 0.3% 提升至 13.4%；今年前四月国内电动车销量 155.6 万辆，同比高增 112.6%，对应渗透率提升至 20.2%。然而，国内电动车保有量渗透率仍然较低，最新今年一季度仅为 2.9%，未来有较大的提升空间。我们认为，在各国政府及车企的大力推动下，未来全球与国内的电动车销量仍将保持快速增长的走势。

图 15：全球电动车销量高速增长（单位：万辆）


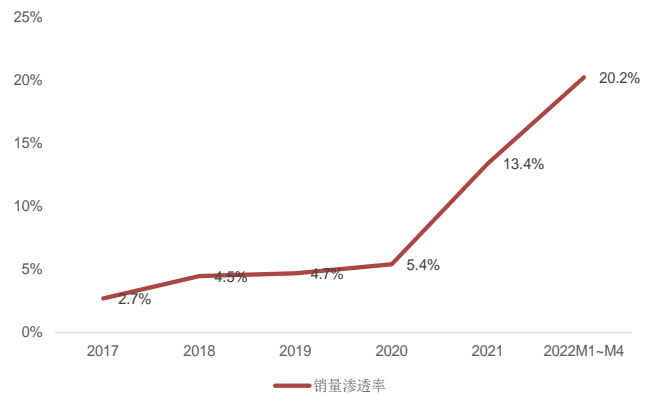
数据来源：EV VOLUMES，西南证券整理

图 16：全球电动车渗透率持续上行


数据来源：EV VOLUMES，西南证券整理

图 17：国内电动车销量高速增长


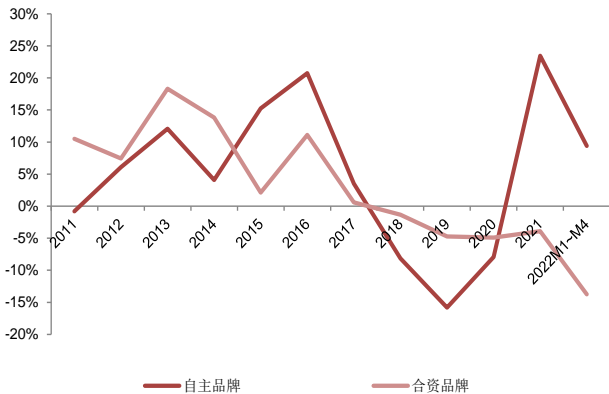
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：国内新能源汽车销量渗透率


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 “进口替代”+“走出去”，零部件厂商迎机遇

2021 年以来自主品牌汽车销量增速持续大幅领先合资品牌，今年前四月自主品牌销量同比增长 9.4%，而合资品牌下降 13.7%，对应自主品牌市场份额大幅上升至 47.6%，创历史新高。为何自主表现如此强势？我们认为，主要在于国内汽车自主产业链在产品持续升级下不断实现“进口替代”与“走出去”，逐步蚕食合资及外资汽车产业份额。

图 19：自主品牌 21 年以来销量高增长


数据来源: Wind (中汽协), 西南证券整理

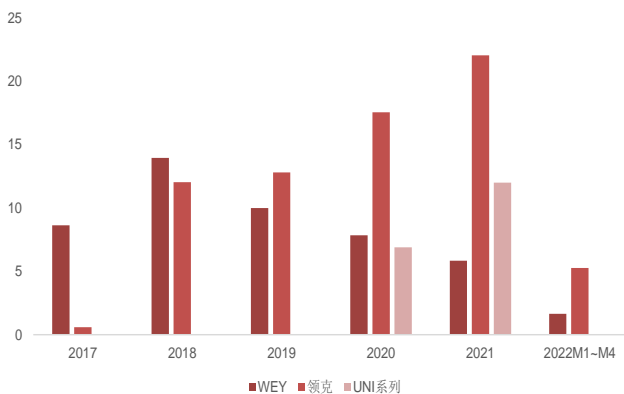
图 20：自主品牌市场份额创历史新高


数据来源: Wind (中汽协), 西南证券整理

2.2.1 自主产业升级下的“进口替代”持续推进

首批自主车企品牌升级可圈可点。经过多年技术储备与市场积淀，2017 年长城、吉利成为国内首批实施品牌升级的自主车企，其中，领克销量表现强势，2017-21 年销量年复合增速高达 146.1%。2020 年长安实施品牌升级计划，推出新品牌 UNI，21 销量达 12 万辆，同比增长 73.9%。整体来看，首批自主车企的品牌升级计划表现可圈可点。

合资品牌进展缓慢，自主品牌继续向上升级。当前在合资品牌受困于国内市场开发进展缓慢之时，自主抓住千载难逢的窗口期，继续向上进行品牌升级，吉利/长城/长安相继推出高端智能品牌极氪/沙龙/阿维塔，比亚迪也计划推出高端智能电动品牌。根据去年广州车展的车型展出来看，今年这些高端子品牌的新车型有望陆续上市并实现批量销售，助力自主高端化路线持续推进。

图 21：长城吉利首先进行品牌升级抢市场


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

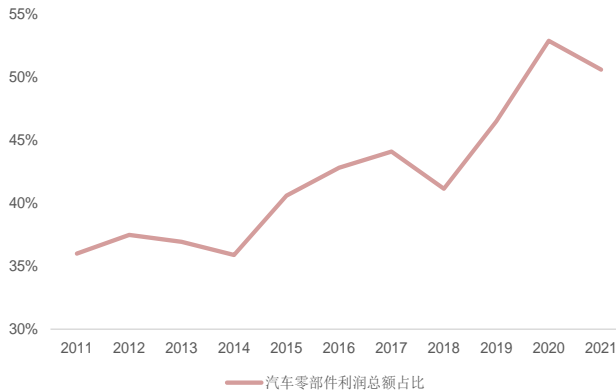
图 22：头部自主车企均持续发力品牌向上战略


数据来源: 公司公告, 腾讯新闻, 西南证券整理

国内汽车零部件配套持续升级。经过多年研发与主机厂配套练级后，零部件厂商工艺制造与技术水平有了长足进步，产品实现了从简单的加工到中低端的内外饰件部件、基础锻铸造件，目前逐步向模块化总成化及高端化进军，实现单车配套价值量持续提升，客户从刚开始的中小自主主机厂到头部自主主机厂、中小合资主机厂再到目前的主流合资厂以及豪华车

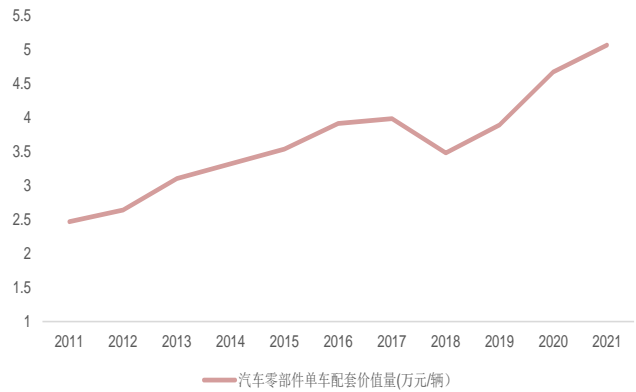
客户。依靠自主、合资、特斯拉及国内造车新势力的不断练级，未来国产零部件配套商的技术与产品优势有望不断提升，从而进一步强化进口替代优势。

图 23：国内汽车零部件利润总额占汽车制造业比重整体上行



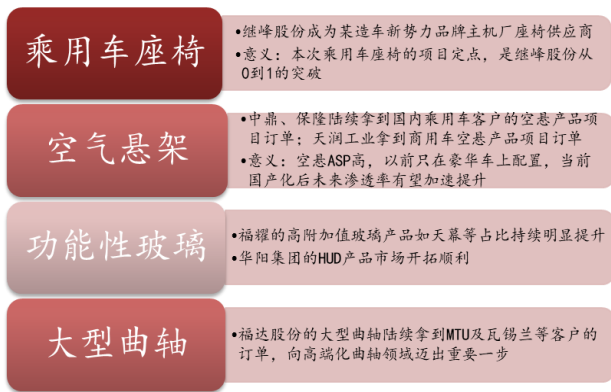
数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：国内汽车零部件单车配套均价整体上行



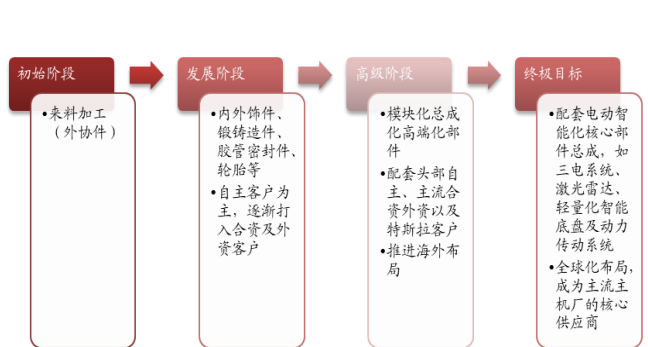
数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：自主零部件配套产品升级主要看点



数据来源：Wind（中汽协），西南证券整理

图 26：国内零部件配套进阶之路



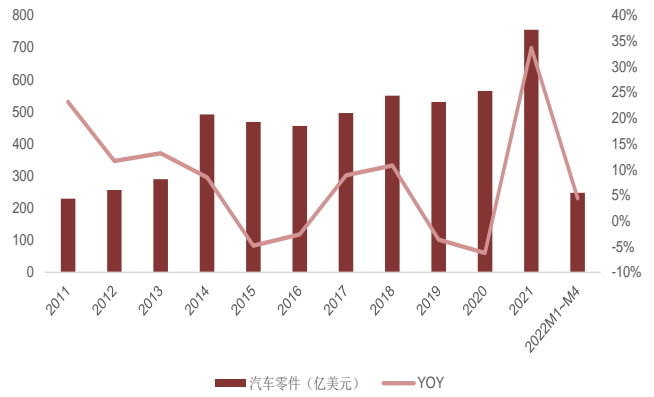
数据来源：西南证券

2.2.2 汽车产业“走出去”正当时

出口持续增长，“走出去”战略持续推进。过去两年依靠疫情防控到位，国内产业链复工复产复产较好，而同期海外产业链受疫情反复影响较大。汽车自主产业链及时抓住难得的窗口期，扩大对外出口，2021年整车及底盘出口金额达344.6亿美元，同比大增119%，零部件出口金额达755.7亿美元，同比增长33.7%。尽管年初以来受到疫情散发的影响，汽车产业出口仍保持增长态势，今年前四月整车及底盘出口金额达145.8亿美元，同比增长64.2%，零部件出口金额达248.1亿美元，同比增长4.4%。我们认为，当前疫情影响终将过去，在以电动智能化为主的新车周期以及具备性价比、稳定且高效的供应链配套体系推动下，未来国内整车及零部件的“走出去”战略有望持续推进，在国际市场持续打响汽车产业的“中国制造”口碑。

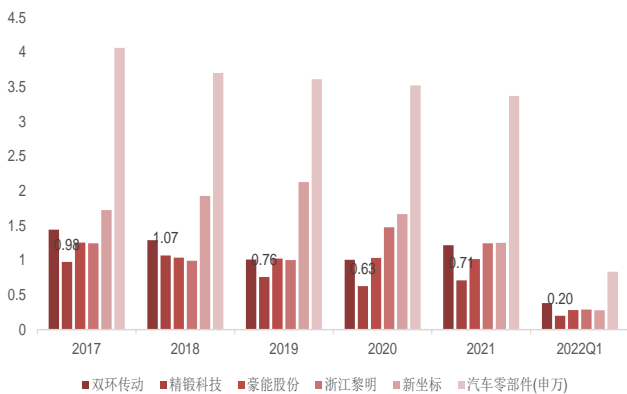
图 27: 国内汽车及底盘出口高速增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

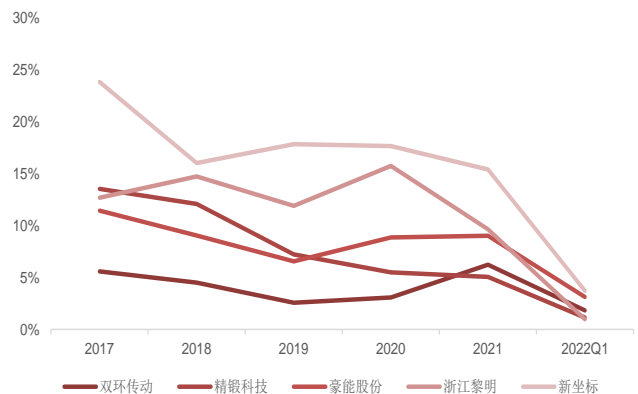
图 28: 国内零部件出口持续增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

重资产属性构建汽车精锻件市场进入壁垒。我们统计了 A 股汽车精锻件上市公司双环传动、精锻科技、豪能股份、浙江黎明及新坐标的数据发现，汽车精锻件标的的营收/固定资产指标明显低于汽车零部件板块，同时 ROIC（投入资本回报率）整体不高，2021 年除了新坐标仍在超过 15% 外，其他都低于 10%。由此可见，汽车精锻件细分行业重资产属性较强，对应的投资回报率没有明显优势，这构成了汽车精锻件细分市场的进入壁垒。包括精锻科技在内的国内汽车精锻件公司通过长期的工艺技术积累，持续提升生产经营效率，依靠国内制造的性价比优势持续承接国内外订单，不断实现“进口替代”与“走出去”，未来有望逐渐成长为细分领域的优质公司，从而成为中国基础制造产业的“靓丽名片”。

图 29: A 股汽车精锻件公司的营收/固定资产比普遍偏低


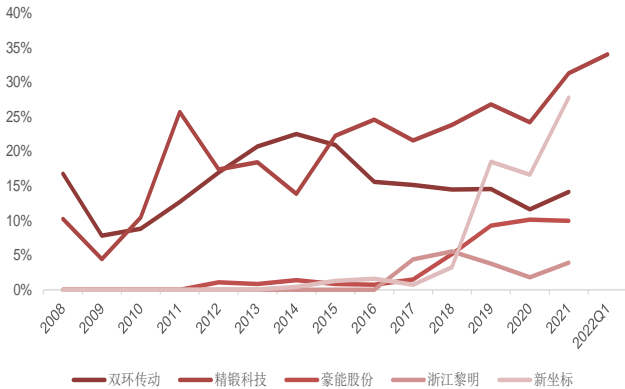
数据来源: Wind (公司公告), 西南证券整理

图 30: A 股汽车精锻件公司 ROIC 不高


数据来源: Wind, 西南证券整理

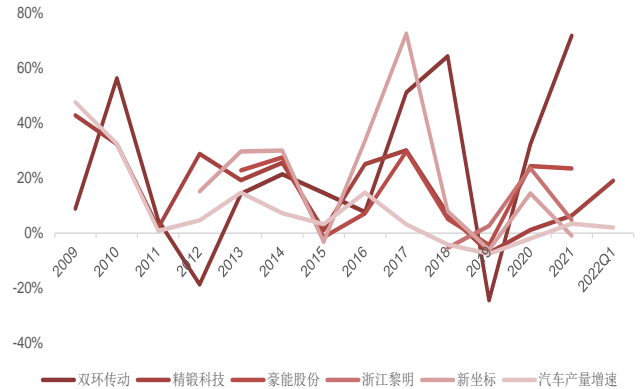
汽车精锻件公司“走出去”与“进口替代”取得不错成效。从具体数据看，精锻科技、新坐标与豪能股份的出口收入占比整体呈上升趋势，反映海外市场开拓（即“走出去”）取得不错效果，2021 年双环传动与浙江黎明出口占比回升；同时，国内收入方面，整体看，A 股汽车精锻件公司多数年份的内销收入增速要高于同期汽车产量增速，表明随着产品品类增多，单车配套价值提升，这些公司的“进口替代”逐步推进。

图 31: A 股汽车精锻件公司出口收入占比走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 32: A 股汽车精锻件公司大陆收入增速 VS 汽车产量增速



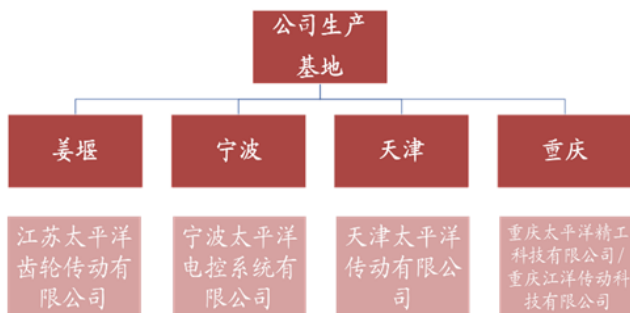
数据来源: Wind, 西南证券

3 公司分析: 产业布局开花结果, 电动化配套铸造中长期增长点

3.1 公司产业布局陆续开花结果, 预计将贡献重要业绩增量

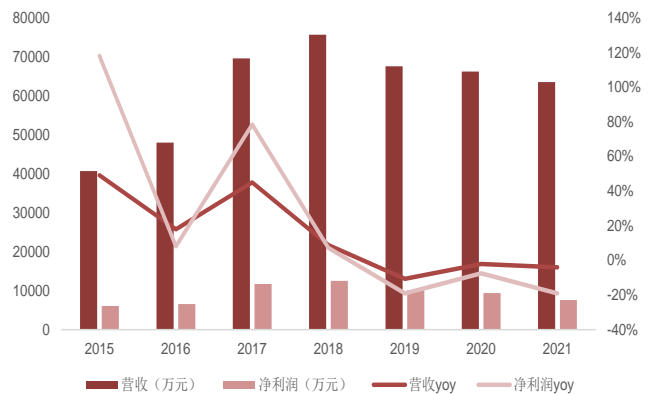
生产基地布局全面, 江苏子公司是重要营收/利润来源。通过自建、收购与合作, 公司近些年陆续布局了除姜堰总部以外的宁波、天津与重庆生产基地, 其中, 全资子公司江苏太平洋齿轮传动公司于 2018 年收入达到 7.6 亿元的高点后, 受行业景气度下滑影响, 2019-2021 年收入小幅下降至 6.8/6.6/6.4 亿元, 对应净利润为 1.0/0.9/0.8 亿元。从结构上看, 2021 年江苏齿轮传动子公司收入与净利润占比 44.6%/44.2%。整体来看, 江苏齿轮传动子公司是公司收入与利润的重要来源, 未来经营预计将跟随行业与主要客户的销量复苏而回升, 实现较快增长。

图 33: 公司生产基地布局较完善



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

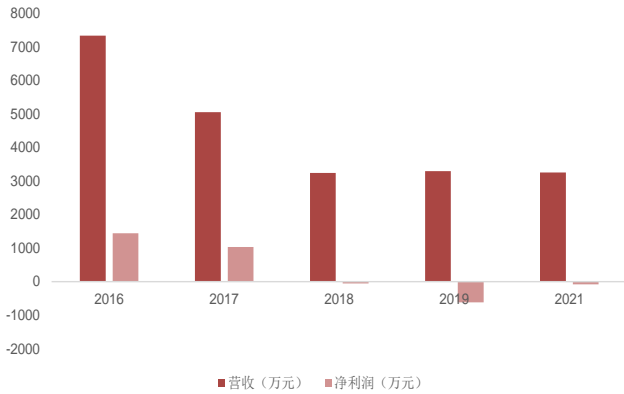
图 34: 全资子公司江苏太平洋齿轮传动公司营收/净利润走势



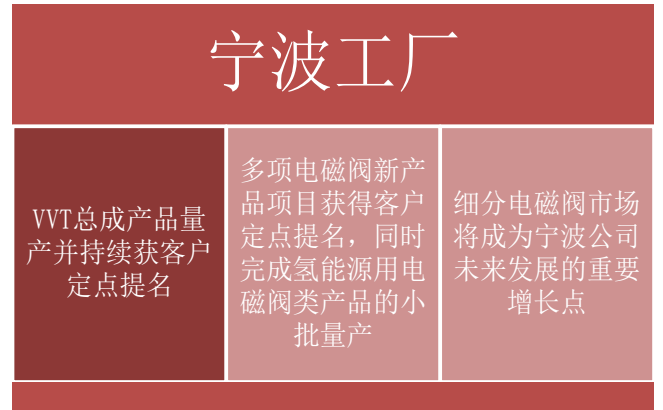
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

电磁阀有望成为宁波电控新增长点。2016 年精锻科技收购宁波公司后持续整合, 积极开发产品和开拓市场, 尽管在此过程中遇到汽车行业增速放缓, 景气下滑而导致宁波电控业绩不达标, 公司于 2017-19 年连续计提商誉减值, 从而对公司整体业绩造成一定拖累, 但经

过不断努力，宁波电控逐步打开市场，根据 20/21 年报披露，陆续获得 VVT 与新产品电磁阀的项目定提名，其中，新产品电磁阀先后获得 ZF、上汽氢能源车等项目提名，并完成氢能源用电磁阀类产品的小批量产，预计电磁阀类产品将成为未来宁波电控重要增长点。

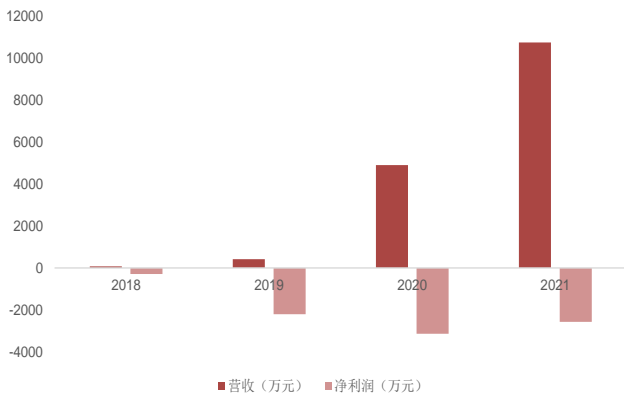
图 35：全资子公司宁波电控营收/净利润走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

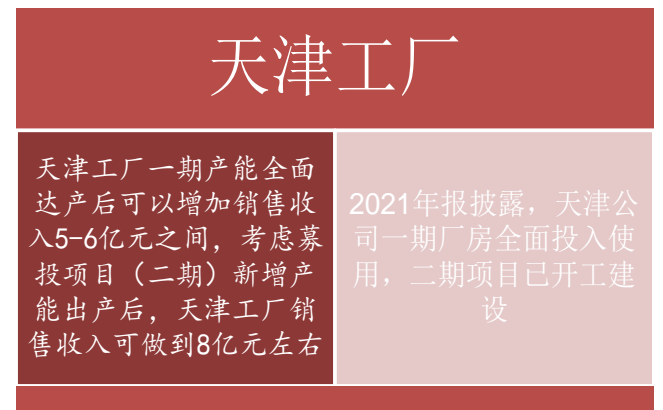
图 36：电磁阀业务将成为宁波工厂未来重要增长点


数据来源：公司公告，西南证券整理

天津子公司有望持续放量。天津传动科技子公司目标年产锥齿轮、齿圈及轴类件等 2200 万件，分二期建设（其中，一期达产后总产能约为 1600 万件），项目建成达产后规划产能将直接供货天津 MAGNA、天津约翰迪尔、北京现代岱摩斯、北京汽车、长城汽车、一汽天津夏利、大连大众、一汽-大众等。随着天津公司传动齿轮项目投产以及持续的市场开发，2020 年下半年以来天津子公司收入开始加速上行，全年实现营收 0.5 亿元（2019 年仅为 410 万元），2021 年收入继续放量，同比增长 119.4% 至 1.1 亿元。随着天津公司的定增项目“年产 2 万套模具及 150 万套差速器总成”未来陆续投产，将进一步助力天津公司收入与利润加速增长。我们认为，天津子公司将成为精锻科技未来业务的重要增长点。

图 37：全资子公司天津太平洋传动科技公司营收/净利润走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

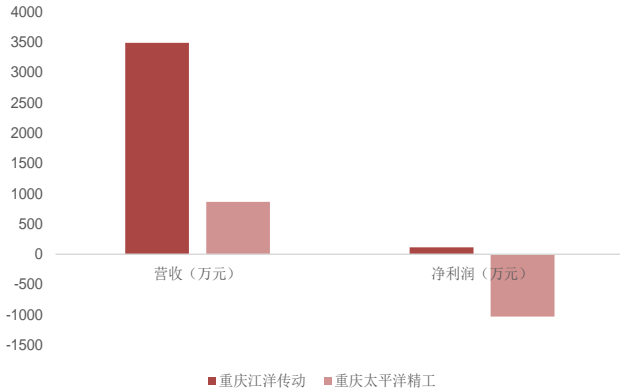
图 38：天津工厂主要增长点


数据来源：公司公告及投资者关系活动记录表，西南证券整理

积极布局西南市场。为扩大国内自主品牌市场业务，公司积极布局西南市场，2020 年公司先后在重庆设立江洋传动控股子公司与重庆太平洋精工科技全资子公司；根据 21 年年报披露，重庆工厂已投产运营，其中重庆江洋传动实现营收 3493.6 万元，重庆精工实现营收 866.5 万元；今年公司的重庆工厂在设备调试完成后正常产出，两座工厂将协同分工，提高综合出产能力，从而满足日益增长的市场订单需求，为今年销售增长及业务开拓奠定良好

基础。同时，重庆精工（永川工厂）计划投建“新能源汽车零部件及轻量化铝合金材料一期项目”，助力公司向电动轻量化领域转型，为中长期可持续增长蓄力。

图 39：2021 年重庆子公司营收与利润情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

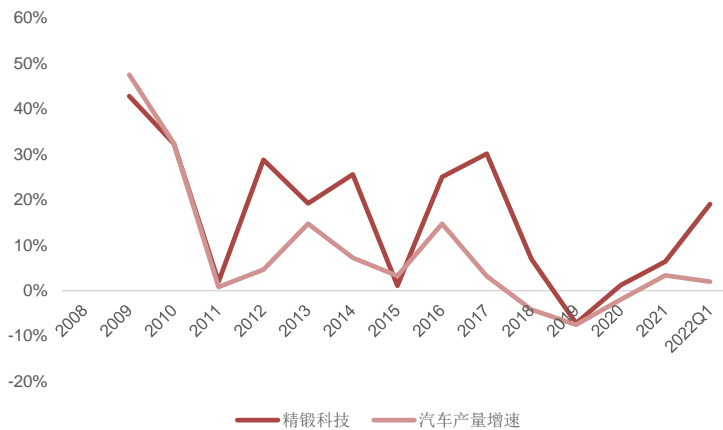
图 40：重庆工厂业务今年有望持续向好



数据来源：公司公告，西南证券整理

综上分析，公司通过积极的产品开发与市场布局，客户群体与产品配套品类将持续增多，“进口替代”效应有望持续显现，从而持续实现收入增速明显高于国内汽车产销增速的局面。

图 41：公司内销收入增速持续高于汽车产量增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 出口快速增长，公司“走出去”战略持续推进

公司出口业务的历史主要可以划分为几个阶段：

第一阶段（2009 年及之前）：客户较少，体量较小。这个阶段公司的出口收入体量较小，2008-09 年国外收入为 1687/964 万元。当时公司最主要的国外客户是约翰迪尔，公司主要向其出口动力总成用差速器锥齿轮系列产品，公司 2008 年出口收入的高增与 2009 年收入的回落均是对约翰迪尔的销售波动所导致。

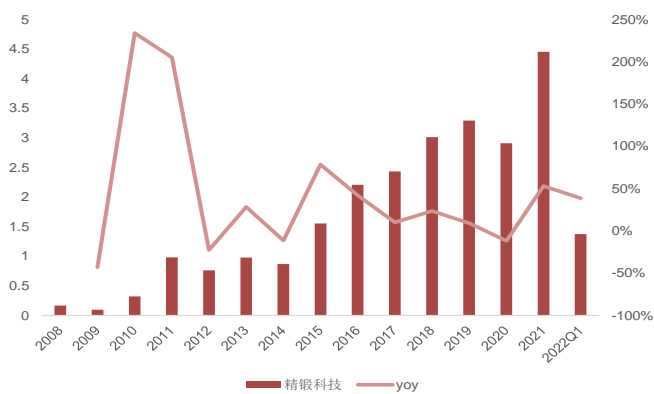
第二阶段（2010-2013）：客户逐渐丰富。2010-2012 三年间公司分别新增 GKN（吉凯恩鲍林格林）、德国大众卡塞尔变速器厂以及大众捷克三大客户，出口收入迈向近 1 亿关口。

第三阶段 (2014-2019): 客户进一步丰富, 出口收入持续快速增长。2014 年公司“向美国和东南亚出口的电动差速器齿轮技改项目”开始投产, 随着该项目的放量, 公司主要出口地从美国、欧洲进一步拓展至日本、泰国, 产品配套的最终客户包括通用、福特、大众、宝马、丰田、日产、菲亚特等, 同时公司出口收入也持续高速增长, 2014-2019 年公司出口收入从 0.9 亿元增至 3.3 亿元, 年复合增速 30.5%。

第四阶段 (2020 至今): 出口迈上新台阶。公司及时把握住了国内产业链复工复产较好而同期海外产业链受疫情反复影响较大的窗口期, 持续加大市场开拓, 相继获得北美、日本、欧洲等出口传统汽车及新能源汽车众多新项目的配套定点, 尤其是, 公司获得全球著名电动车大客户的差速器总成项目中国和欧洲市场的定点, 体现了公司产品竞争力不断增强。2021 年出口收入迈上 4 亿台阶 (4.5 亿元), 比 2019 年增长 35.2%, 两年复合增速 16.3%, 2021Q1 公司出口收入增长 38.8%, 继续保持高增态势, 对应出口收入占比持续提升, 今年一季度达 34.03%, 创历史新高。

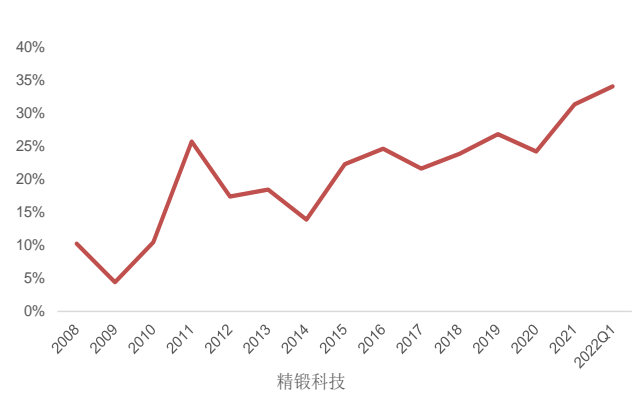
看好公司持续践行“走出去”战略。整体来看, 2008-21 年公司出口收入年复合增速达 28.6%, 保持快速增长走势。展望未来, 我们认为, 近些年众多车企因行业需求低迷以及大量投资向电动智能化领域转型而导致盈利与现金流压力较大。因此, 包括海外巨头在内的众多车企迫于压力而纷纷推行降本增效, 其中, 供应链降本成为处于产业链优势地位的车企最易推进实施的措施, 因此, 寻找性价比更高的零部件供应商成为他们的务实选择, 而像精锻科技这样经过大众奥迪以及 GKN、舍弗勒、博格华纳等国际车企及零部件巨头多年持续验证的国内优质零部件公司凭借积极的产品与市场开发策略未来有望持续获得海外车企及零部件巨头的新项目订单, 从而助力公司出口收入保持快速增长。数据显示, 自 2015 年以来公司出口收入走势明显好于同期国外汽车产量走势 (除了 2020 年受疫情影响出口下滑外), 公司持续践行“走出去”战略, 预计未来出口有望保持 20% 以上的年复合增速, 收入占比有望持续提升。

图 42: 公司出口收入走势 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 43: 公司出口占营收比重走势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

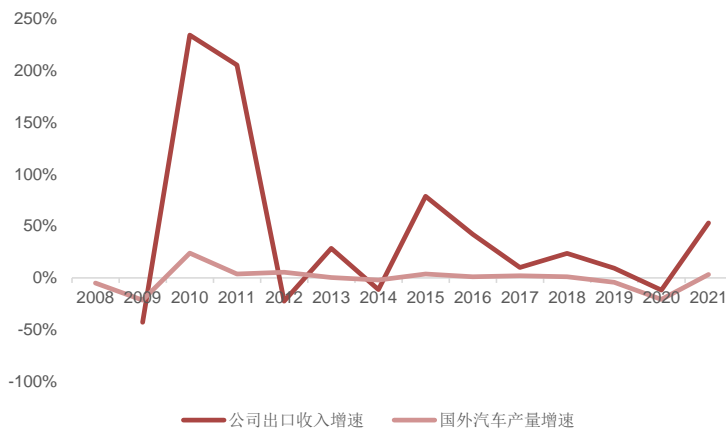
表 3: 公司出口业务新项目或新客户

时间	新项目或客户
2021	获得北美、日本、欧洲等出口和国内传统汽车及新能源汽车众多新项目的配套定点, 包括全球著名电动车大客户的差速器总成项目中国和欧洲市场的定点
2020	获得 GKN、DANA、EATON、大众奥迪等出口和国内新项目的配套定点

时间	新项目或客户
2019	获得 DANA 出口 EDL 项目、博格华纳变速器总成出口项目、麦格纳离合器毂出口项目等
2014	“向美国和东南亚出口汽车电动差速器齿轮技改项目”开始投产 (2013 年底立项)
2012	获得出口大众捷克锥齿轮项目
2011	新增德国大众卡塞尔变速器厂
2010	新增 GKN Driveline Bowling Green Inc (吉凯恩鲍林格林)
2006	开始向约翰迪尔供货

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：公司出口收入增速持续高于国外汽车产量增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 公司积极布局电动化领域，铸造中长期增长点

3.3.1 积极布局新能源，销量与收入占比持续提升

公司积极布局新能源领域，相关项目配套逐步增多。公司在电动化方面布局较早，2013 年，“拓展新能源汽车、智能化和车联网汽车配套业务”写入公司的发展战略；2014 年新能源汽车相关的零部件项目开始与客户洽谈；2015 年，公司已开始生产新能源车电机轴和新能源车传动系统小总成；2016 年开始至今，公司已陆续获沃尔沃、博格华纳、汇川技术以及全球知名电动车大客户、日系知名品牌、国内知名技术公司等差速器总成产品定点与提名，当前以电动车差速器总成为代表的产品已陆续量产。

表 4：公司新能源项目丰富

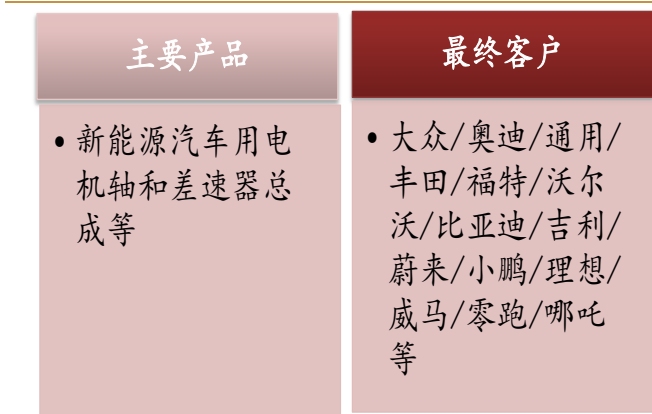
年份	当年主要新能源车项目
2021	新获北美、日本、欧洲等出口和国内传统汽车及新能源汽车众多新项目的配套定点/全球著名电动车大客户的差速器总成项目中国和欧洲市场的定点
2020	新能源车差速器总成项目定点：汇川技术等公司
2019	新获项目：大众变速器(天津) MEB 新项目定点/沃尔沃集团差速器总成和行星支架项目定点/博格华纳北美新能源差速器总成/GKN 新能源 EDL
2018	新能源电动车产业链平台产品方面分别获得了大众、MAGNA、博格华纳等客户的新项目，新获大众天津 MEB 项目转子轴（电机轴）

年份	当年主要新能源车项目
2017	配套天津大众 DQ400E (油电混合动力双离合变速箱) 驻车爪/差速器壳体/锥齿轮项目
2016	项目定点提名: 大众新能源车项目 3 种零件、5 项新能源车电子驱动桥小总成项目和中央电机轴 1 个项目

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

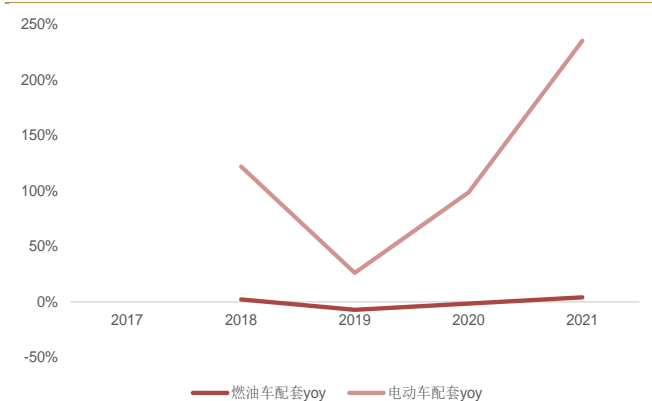
新能源配套放量, 业务占比持续提升, 产品结构改善。随着公司新能源部件陆续进入大众奥迪等主流车企及造车新势力配套体系并陆续批产, 从销量上看, 公司电动乘用车配套产品销量由 2017 年的 11.6 万件增至 2021 年的 216 万件, 年复合增速达 107.9%, 而对应的燃油乘用车配套产品销量年复合增速仅为-0.6%, 对应同期销量占比由 0.2% 提升至 4.3%。从收入上看, 2017 年以来, 公司新能源车配套产品收入持续快速增长, 由 2017 年不到 1000 万元增至 2021 年的 1.5 亿元, 年复合增速高达 98.1%, 对应收入比重由 2017 年的 0.9% 提升至 2021 年的 10.6%, 最新 2022Q1 收入占比提升至 13.2%, 由于公司以差速器总成配套为主的新能源部件均价高于传统部件, 使得新能源配套收入占比明显高于销量比重。整体来看, 新能源配套业务已成为公司销量与收入的增长亮点, 同时, 均价较高的新能源业务持续发力也有助于改善公司的产品结构。

图 45: 公司新能源车主要产品与最终客户



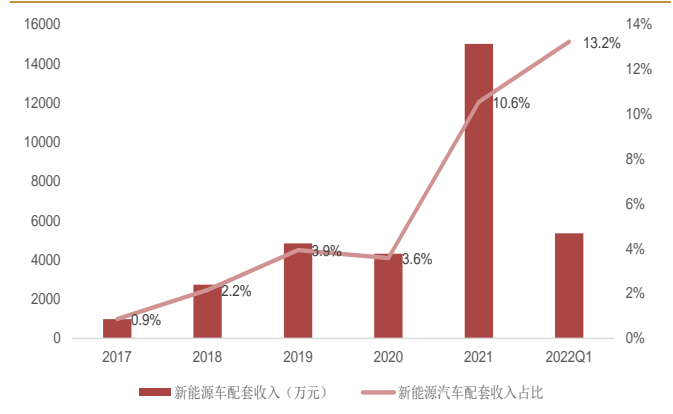
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 47: 公司电动乘用车配套销量增速明显高于燃油乘用车



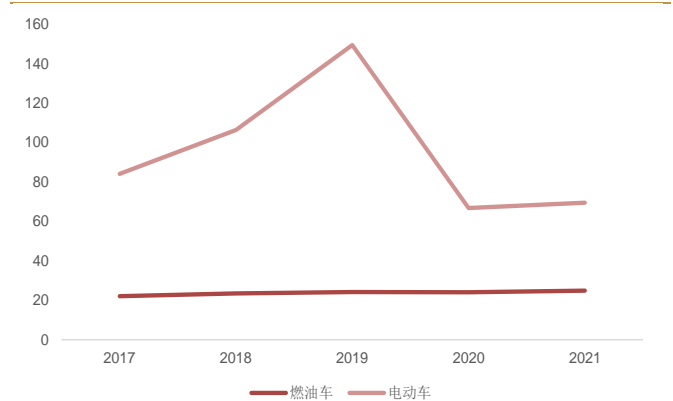
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 公司新能源车配套产品收入及占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 48: 电动乘用车配套产品均价高于燃油乘用车产品 (元/件)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

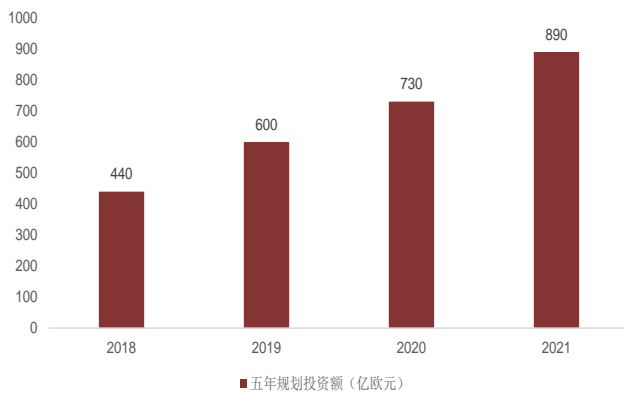
3.3.2 公司新能源业务未来可期，有望成中长期增长点

我们认为，在新能源汽车渗透率持续快速提升的大背景下，公司的新能源业务未来可期，主要基于以下逻辑：1) 重要客户德国大众实力雄厚，电动化布局积极，公司将充分受益；2) 公司积极开发新能源与轻量化新项目，助力电动化业务快速增长。

德国大众集团积极推进电动智能化，公司有望充分受益。在电动智能化战略推进方面，公司的重要客户之一德国大众汽车集团可谓是决心坚定不移，这体现在大众每年公布的未来5年规划涉及的投资总额节节攀升，最新2021年底的目标投资总额高达890亿欧元，同时，21年7月集团发布了2030 NEW AUTO战略，提出2030年纯电动汽车占比达50%，在电池、全新下一代SSP平台以及自动驾驶方面做了重要规划与部署。

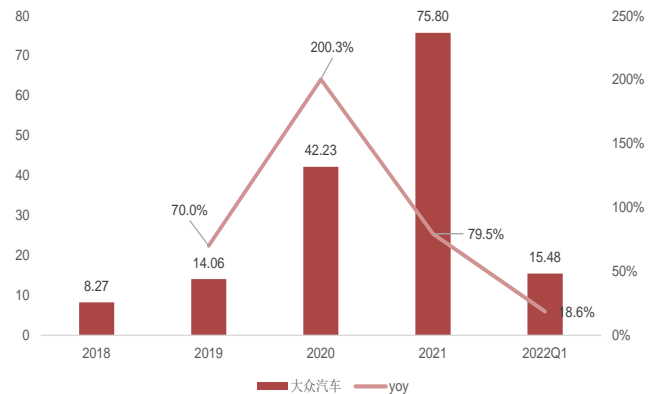
大众集团新能源汽车销量从2018年的8.3万辆增至2021年的75.8万辆，年复合增速高达109.3%，份额方面，2020/2021年达13%/11.7%，仅次于特斯拉位于全球第二位。

图 49：德国大众汽车集团持续加码投资电动智能化领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 50：德国大众汽车集团全球电动车销量强劲增长



数据来源：INSIDEEVS，西南证券整理

表 5：大众 2030 NEW AUTO 战略

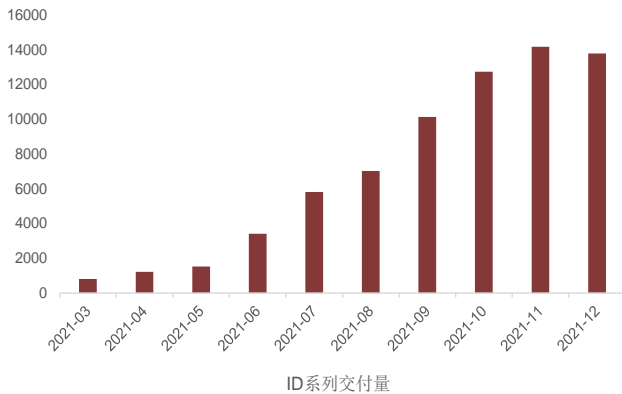
	内容
总体目标	<ul style="list-style-type: none"> 到 2030 年纯电动汽车占比 50%；2040 年几乎所有新车在主要市场实现零碳排放；2050 年实现完全碳中和
软件与移动出行	<ul style="list-style-type: none"> 2030 年基于软件的销售约 1.2 万亿欧元，使纯电汽车及燃油汽车的预计销售额增加约 1/3 2030 年，移动出行市场将从目前的约 2 万亿欧元增至 5 万亿欧元，预计基于汽车的个性化出行占整体市场和大众集团业务的 85% 集团子公司 CARIAD 计划在 2025 年推出一个新的、可拓展的、集成的软件平台和端到端的电子架构
投资计划	<ul style="list-style-type: none"> 2021-2025 年技术拨款 730 亿欧元，占集团总投资的 50%。电气化、数字化投资占比有望进一步提升
全新下一代 SSP 平台	<ul style="list-style-type: none"> 集团下一代机电一体化可拓展系统平台 SSP 是 MQB/MBS/MLB/MEB/PPE 平台的继承平台，将三个内燃机平台整合为两个电动车平台，最近形成整个产品的单一投资架构，组合范围扩大，计划 2026 年开始生产基于 SSP 平台的全电车型
电池	<ul style="list-style-type: none"> 集团正在推出一种单一的集成电池类型，2030 年可实现高达 50% 的成本节约和 80% 的使用比例；2030 年欧洲总产量将达到 240GWH 的六家超级电池工厂将有助于确保电池供应
自动驾驶	<ul style="list-style-type: none"> 计划到 2030 年拥有完全自动驾驶汽车的系统能力，价值链包括：自动驾驶系统、车辆集成、车辆管理系统和移动平台

数据来源：搜狐网等公开资料，西南证券整理

大众在华电动化布局方面也同时在积极推进，目前南北大众两座新能源汽车工厂已有 ID.4 (X/CROZZ) /ID.6 (X/CROZZ) /ID.3 车型上市销售，从 21 年 6 月开始南北大众 ID 系列车型交付量开始加速，其中，9-12 月连续 4 个月交付量过万，整体势头强劲，2021 年南北大众 ID 系列交付量超 7 万辆。

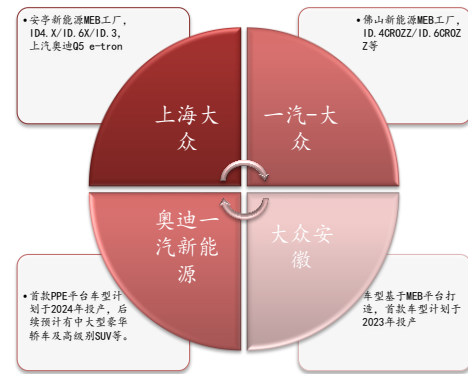
国内工厂与车型规划方面，除了南北大众两座新能源工厂外，大众安徽与奥迪一汽新能源公司根据披露将相继于 2023/2024 年有新车型投产下线，从而进一步丰富大众在华电动车产品线，有望实现低中高端车型全覆盖，支撑大众在华电动车销量表现。

图 51：去年南北大众 ID 系列交付量持续走高（辆）



数据来源：大众汽车微信公众号，西南证券整理

图 52：大众在华电动车工厂及产品规划



数据来源：公司官网及互联网公开资料，西南证券整理

公司作为德国大众汽车集团差速器锥齿轮、壳体及变速器结合齿、轴等重要传动部件供应商，未来有望充分受益于大众全球及中国的电动车销量的强劲表现，助力公司电动化业务转型迈上新台阶。

公司积极开发新能源与轻量化项目，未来电动化业务增长可期。1) 一方面，公司积极拓展新能源差速器总成业务。公司新能源电驱动系统部件项目涉及的差速器总成业务是为全球知名的电动车品牌配套，按客户项目需求计划今年三季度进入批产。同时，公司天津工厂 2020 年定增的“150 万套差速器总成”按照客户项目的进度有望在今年四季度逐步进入量产。因此，下半年这两块差速器总成项目有望为公司收入与利润贡献重要增量。2) 另一方面，公司也在积极布局汽车轻量化业务，比如锻造铝合金涡盘、转向节、控制臂等，其中，前期自筹资金投资的新能源汽车电机轴、铝合金涡盘精锻件项目已具备正常产出条件，铝合金涡盘与 ECU 壳体铝锻件产品已获合资/外资客户提名，未来增长可期。同时，公司定增募资的“新能源汽车轻量化关键零部件生产项目”，产品涉及转向节、控制臂和主减齿轮，预期项目完全达产后营收与净利润分别达 3.8/0.6 亿元，按照 2021 年报披露的进展规划，投建达产后将为明后年公司贡献重要业务增量。

整体来看，公司在新能源车配套领域锐意进取，下半年开始相应业务有望加速增长，助力实现营收占比 20% 的目标，中长期占比则有望进一步提升。

表 6：公司将投产的新能源配套项目情况

项目名称	项目情况
新能源汽车轻量化关键零部件生产项目	截止 21 年年报，该项目土地供给已确定，计划 2022 年二季度开工建设。项目的关键设备、采购周期长的设备都已落实合同，2022 年底前设备将陆续到位并开始安装调试。

项目名称	项目情况
	<ul style="list-style-type: none"> 该项目可年产转向节 80 万件、控制臂 70 万件、主减齿轮 210 万件，预计完全达产后平均销售收入 38024 万元，净利润 5587 万元
年产 2 万套模具及 150 万套差速器总成项目	<ul style="list-style-type: none"> 该项目计划 2022 年三季度完成厂房主体建设，年内建成交付使用，项目的设备已根据项目的进度要求落实了合同。差速器总成项目按客户的项目进度将在 2022 年四季度逐步进入量产。
新能源电驱动系统部件产能及实验室建设项目	<ul style="list-style-type: none"> 该项目差速器总成业务是为全球知名的电动车品牌配套，差速器壳体加工自动线、差速器总成自动化装配线等都已落实合同，该项目按客户项目需求计划今年三季度进入批产。该项目同步规划了电机轴类项目产能、新能源齿、轴类零件产能、总成试验和检测设备。

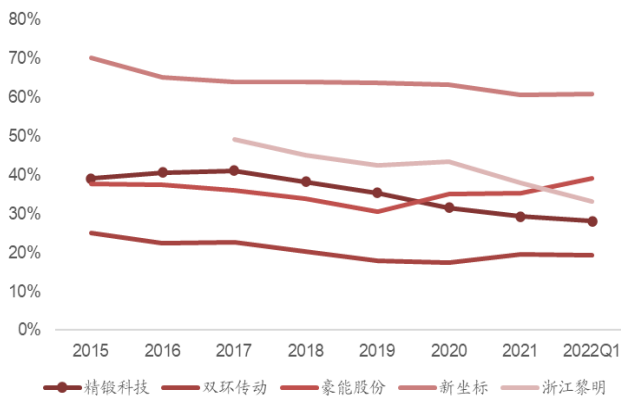
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 财务分析

4.1 毛利率和净利率走低

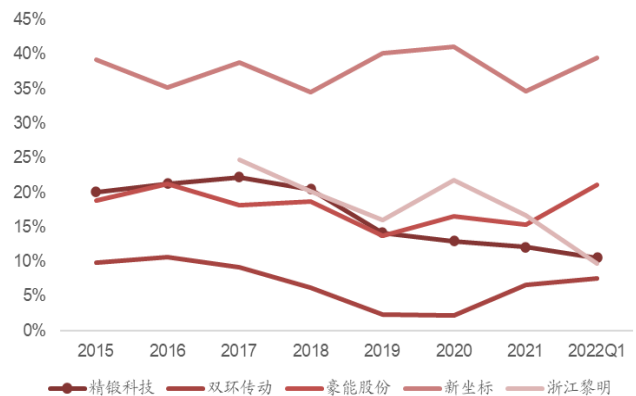
毛利率方面，18 年以来公司毛利率呈下降趋势，最新 22Q1 公司毛利率为 28.0%，同比下降 3.7pp。18-20 年毛利率下滑的主要原因有：1) 行业不景气，汽车产销下滑；2) 原材料涨价；3) 2020 年根据收入准则将运输费用、代理费用和仓储费用调整至营业成本。2021 及 2022Q1 虽行业景气度有所回升，但是原材料涨价导致了毛利率下滑。净利率方面，受毛利率影响，18 年以来公司净利率也持续下滑，此外，18-19 年宁波电控业绩未达预期而计提商誉减值也造成了净利率的下滑，最新 22Q1 公司净利率为 10.5%，同比下降 5.6pp。与可比公司对比来看，公司毛利率与净利率近几年走低后处于偏低位置。

图 53：公司与可比公司毛利率走势



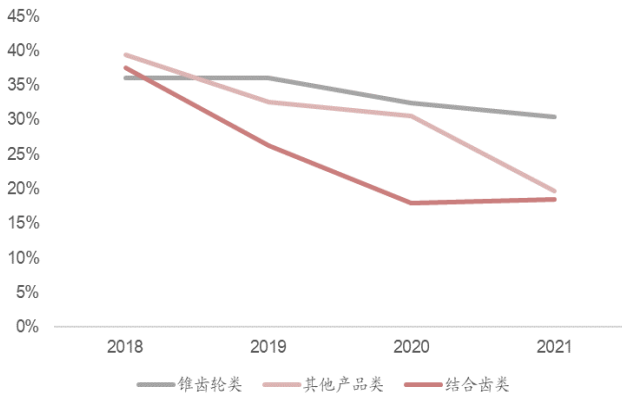
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：公司与可比公司净利率走势

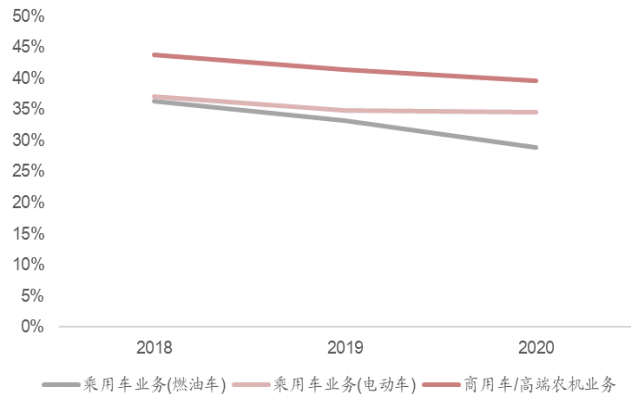


数据来源：公司公告，西南证券整理

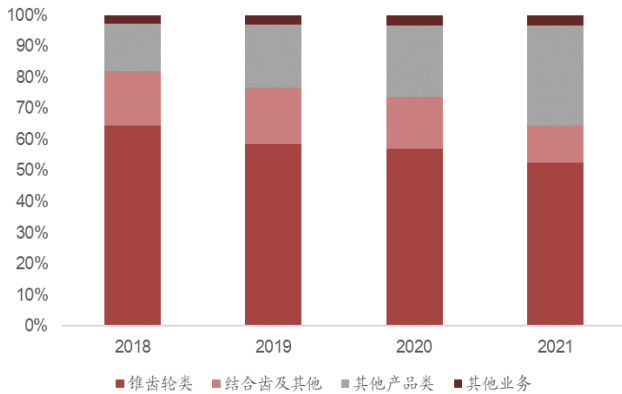
分产品来看，锥齿轮类毛利率最高，结合齿毛利率最低，最新 2021 锥齿轮类/结合齿类/其他产品的毛利率分别为 30.4%/18.5%/19.6%。分行业看，商用车/高端农机业务毛利率最高，燃油车业务毛利率最低，最新 2020 燃油车业务、电动车业务、商用车/高端农机业务毛利率分别为 28.8%、34.5%、39.6%。走势方面，分产品看，结合齿类和其他产品毛利率下降较多；分行业看，燃油车毛利率下降最快。在电动化转型的背景下，随着毛利率较低的结合齿或燃油车业务的营收占比走低，公司的毛利率有望得到改善。

图 55: 公司分产品毛利率走势


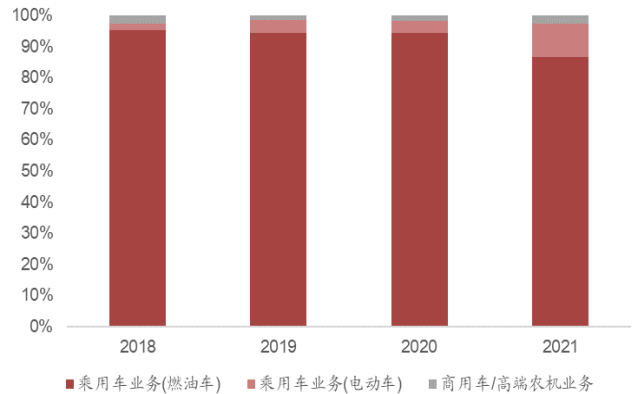
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 56: 公司分行业毛利率走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

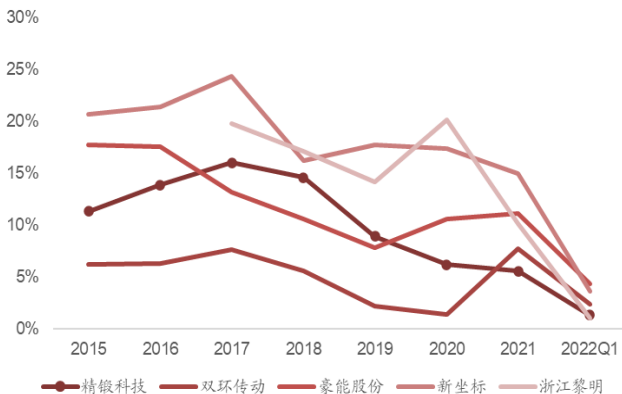
图 57: 结合齿的营收占比呈减少趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

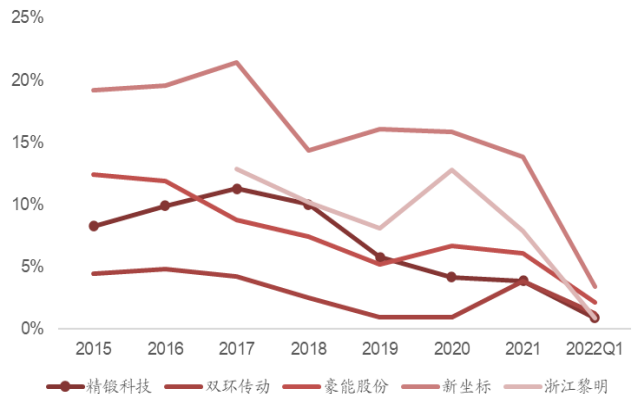
图 58: 燃油车业务占比呈减少趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

受净利率影响, 公司 ROE/ROA 自 2018 年以来也呈下降趋势, 2021 年公司 ROE/ROA 分别为 5.6%/3.9%, 分别同比减少 0.6pp/0.3pp。与可比公司对比来看, 2021 年与 22Q1 公司 ROE 与 ROA 处于可比公司中较低水平, 这主要是受 2018 年以来公司净利率与总资产周转率下降的影响。

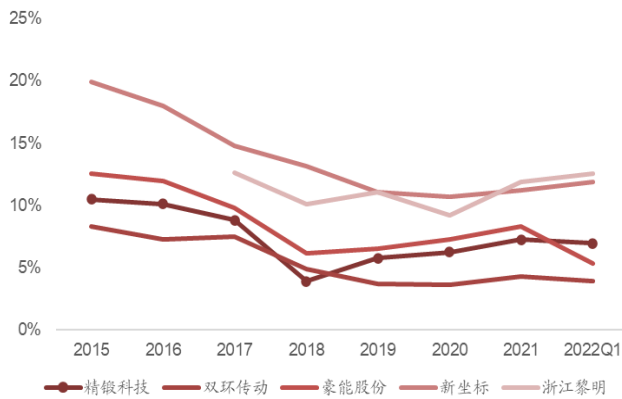
图 59: 公司与可比公司 ROE 走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

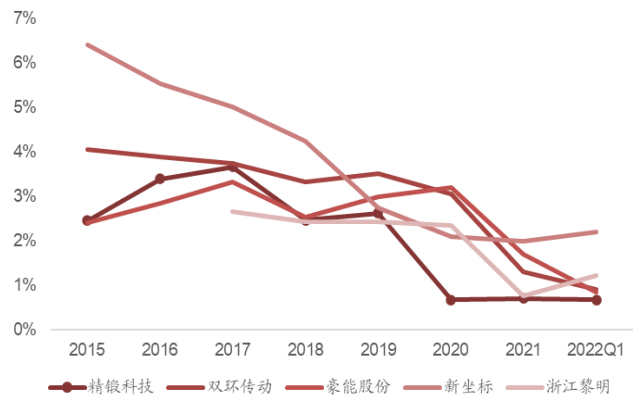
图 60: 公司与可比公司 ROA 走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

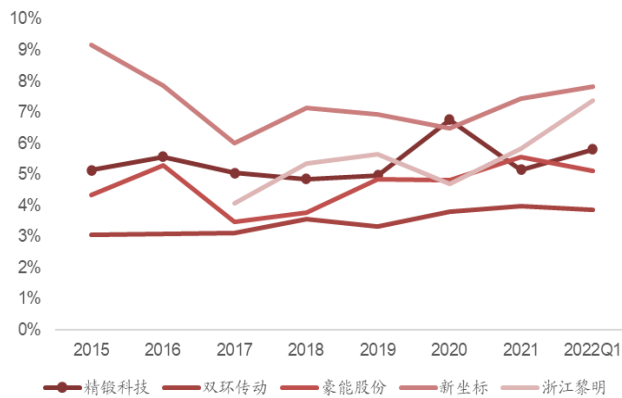
费用率方面，最新 22Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.9%/0.7%/5.8%/1.9%。与可比公司相比，公司销售费用率处于较低水平，公司管理费用率/研发费用率/财务费用率处于行业正常水平。分析来看，2020 年销售费用率的降低主要是因会计准则的调整；2019 年以来公司管理费用率有所提升，主要系职工薪酬增加、以及新设立重庆和上海的子公司前期管理费用率较高；2020 年以来公司研发费用率整体较之前提高，主要系公司积极布局电动车等相关业务；公司财务费用率波动较大，主要是受汇率波动及现金利息等影响。

图 61：公司与可比公司管理费用率走势


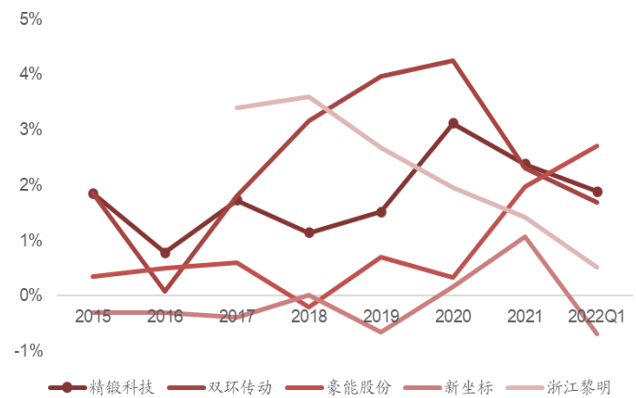
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 62：公司与可比公司销售费用率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 63：公司与可比公司研发费用率走势


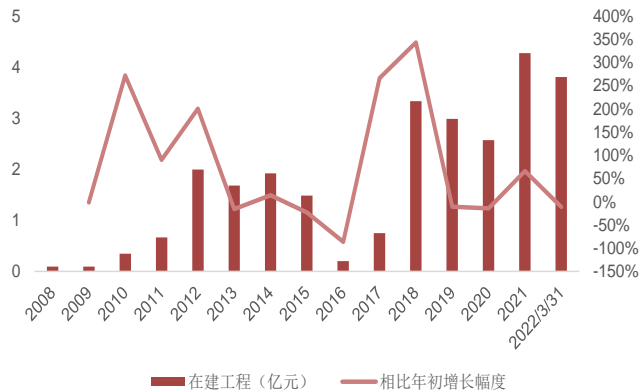
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 64：公司与可比公司财务费用率走势


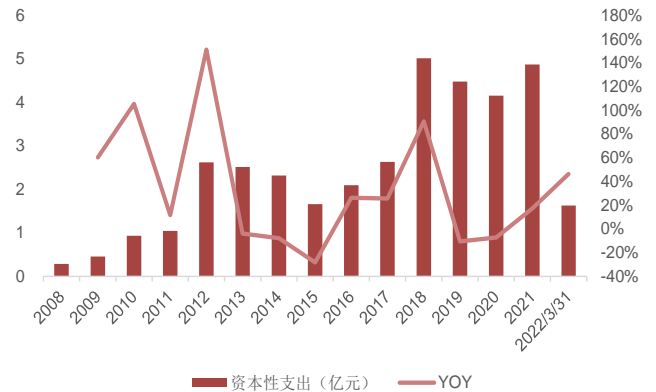
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 在建工程与资本性支出高增长

2021 年末公司在建工程达 4.3 亿元，创历史新高，相比 2020 年末增长 66.2%，同时，公司资本性支出 2018 年来也持续处于历史高位，并且还有增长趋势，最新 22Q1 公司资本性支出同比增长 46.2%至 1.6 亿元，这主要与公司电动化业务布局与产能扩张有关。

图 65: 公司在建工程走势


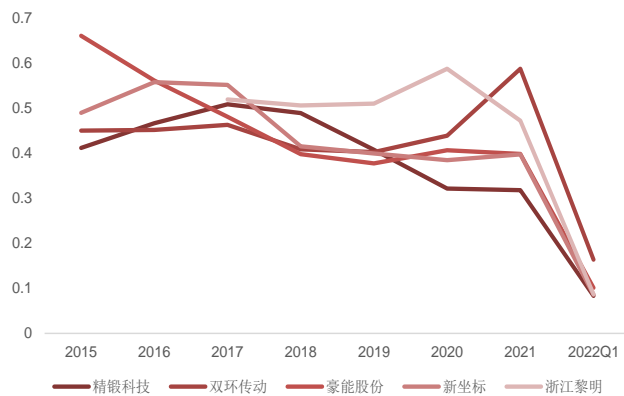
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 66: 公司资本性支出 2018 年以来持续处于高位


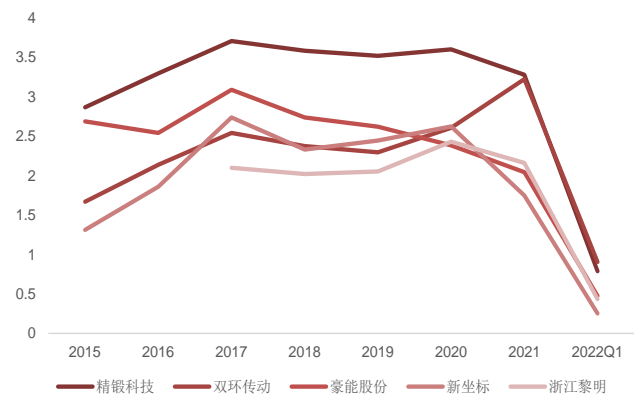
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4.3 存货周转率较高, 其他财务指标均较为健康

2018 年以来, 公司总资产周转率呈下降趋势, 主要系一方面, 汽车行业景气度低迷影响公司收入增长; 另一方面, 2018 年以来公司陆续投建新项目及新生产基地, 从新产能建设、投产到完全达产需要时间, 因此, 新产能利用率不足也拖累了公司资产周转率的表现。公司存货周转率相比可比公司处于较高水平, 说明公司从原材料采购管理到订单交付的能力较强。我们认为, 随着新工厂新项目陆续投产, 公司产能利用率将持续提升, 对应总资产周转率有望回升。

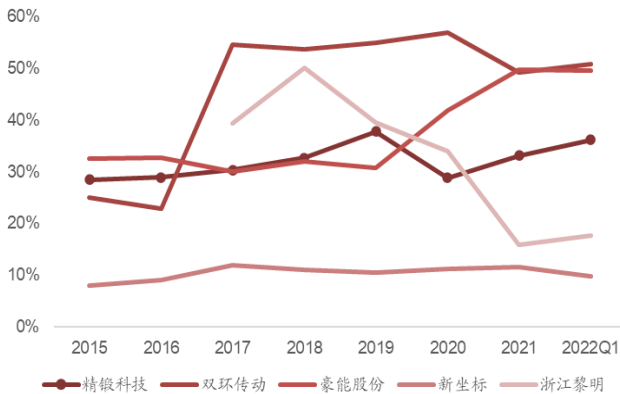
图 67: 公司总资产周转率低于可比公司


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

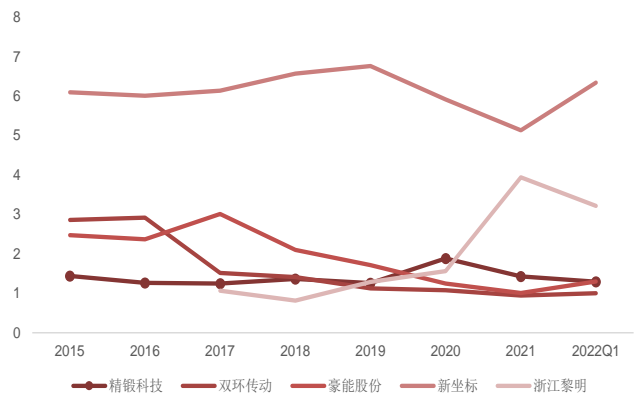
图 68: 公司存货周转率高于可比公司


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

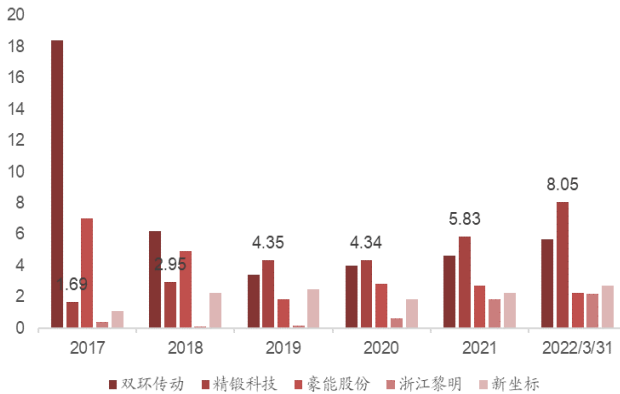
最新 22Q1 公司资产负债率/流动比率为 36.1%/1.29, 处于正常水平, 公司经营风格较为稳健, 偿债能力较好。其他财务指标方面, 公司的货币现金较充足, 22Q1 达 8 亿元, 高于 A 股可比汽车精锻件公司, 公司整体经营资金周转压力较小; 公司的经营性现金流净额近几年均明显高于净利润, 公司的业务经营质量高。整体来看, 公司的财务指标均较为健康, 为未来业务的正常开展提供了有效保证。

图 69：可比公司资产负债率走势


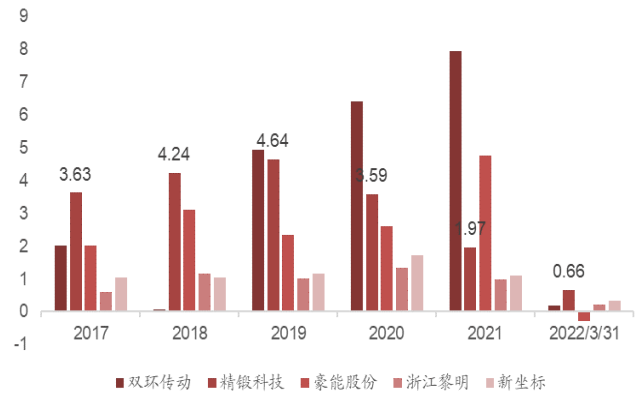
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 70：可比公司流动比率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 71：可比公司货币现金比较（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 72：可比公司经营性现金流净额比较（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到当前车市复苏在即，同时，公司积极开发新客户新项目，特别是以电动差速器总成为主的电动化配套业务有望高速增长，预计 22-24 年锥齿轮类销量同比增长 19%/16%/20%，结合齿类销量同比增长 9%/14%/19%，包含总成的其他产品类销量同比增长 50%/45%/40%，对应锥齿轮类均价 20.0/20.1/20.0 元/件，结合齿类均价 26.9/27.1/27.3 元/件，其他产品类均价 73.3/75.9/78.6 元/件，产品结构改善。

假设 2：公司产能利用率稳步提升，规模效应显现，叠加齿轮钢等主要原材料成本可控，对应锥齿轮类/结合齿类/其他产品类业务毛利率稳步改善，预计 22-24 年公司毛利率为 27.7%/28.7%/29.4%。

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
锥齿轮类	收入	74,568.06	89481.67	104693.56	124585.33
	增速	8.75%	20.00%	17.00%	19.00%
	成本	51903.11	61742.35	71715.09	84718.03
	毛利率	30.39%	31.00%	31.50%	32.00%
结合齿类	收入	17251.36	18976.50	21822.97	26187.56
	增速	-14.44%	10.00%	15.00%	20.00%
	成本	14066.87	15181.20	17240.15	20426.30
	毛利率	18.46%	20.00%	21.00%	22.00%
其他产品类	收入	45632.78	73012.45	109518.67	158802.07
	增速	64.87%	60.00%	50.00%	45.00%
	成本	36685.53	54321.26	79291.52	113543.48
	毛利率	19.61%	25.60%	27.60%	28.50%
其他业务	收入	4,883.80	-	-	-
	成本	-1,962.93	-	-	-
合计	收入	1,423.36	1814.71	2360.35	3095.75
	增速	18.30%	27.49%	30.07%	31.16%
	成本	1,006.93	1312.45	1682.47	2186.88
	毛利率	29.26%	27.68%	28.72%	29.36%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 18.1、23.6 和 31 亿元, 同比增长 27.5%、30.1% 和 31.2%; 归母净利润分别为 2.2、2.9 和 3.9 亿元, 同比增长 26.8%、32.7% 和 35.5%, EPS 分别为 0.45、0.60 和 0.81 元, 对应 PE 分别为 24、18 和 13 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率: 10 年期国债到期收益率;
- 2) β 系数: 公司上市以来相对于沪深 300 指数的 β 作为公司的无杠杆 β 系数近似值;
- 3) 有效税率: 15%。

表 8：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	3%
无风险利率 R_f	2.73%
市场组合报酬率 R_m	10.91%
有效税率 T_x	15.00%
过渡期增长率	8.00%
β 系数	0.85
债务资本成本 K_d	3.41%

估值假设	数值
债务资本比重 Wd	23.12%
股权资本成本 Ke	9.68%
WACC	8.11%

数据来源：西南证券

表 9：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
股票价值	6678.91
除：总股本 (百万股)	481.77
每股价值 (元)	13.86

数据来源：西南证券

表 10：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.61%	7.11%	7.61%	8.11%	8.61%	9.11%	9.61%
1.5%	14.76	13.43	12.33	11.39	10.58	9.88	9.27
2.0%	16.03	14.45	13.16	12.08	11.16	10.37	9.69
2.5%	17.60	15.69	14.15	12.89	11.84	10.94	10.17
3.0%	19.62	17.23	15.36	13.86	12.63	11.60	10.73
3.5%	22.28	19.20	16.87	15.05	13.58	12.38	11.37
4.0%	25.95	21.79	18.79	16.52	14.74	13.30	12.13
4.5%	31.37	25.39	21.33	18.39	16.17	14.43	13.04

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 13.86 元。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与精锻科技业务最相近的双环股份、豪能股份及新坐标 3 家公司作比较，截止 6 月 2 日收盘，2022-2024 年 3 家公司平均 PE 分别为 23/17/13 倍。结合可比公司和行业估值，考虑到汽车行业复苏在即、新能源业务发力以及出口向好，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 13.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
002472.SZ	双环传动	26.95	0.46	0.67	0.95	1.29	58.59	40.14	28.24	20.85	
603809.SH	豪能股份	13.44	0.68	0.78	1.04	1.30	19.91	17.25	12.95	10.30	
603040.SH	新坐标	16.85	1.06	1.37	1.60	1.87	15.90	12.32	10.51	9.01	
平均值							31.46	23.24	17.24	13.39	
801093.SI	汽车零部件(申万)							24.50	20.98	17.51	
300258.SZ	精锻科技	10.94	0.36	0.45	0.60	0.81	30.68	24.20	18.23	13.45	

数据来源：Wind (可比公司股价截止 2022 年 6 月 2 日收盘价)，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 疫情风险。公司出货受终端整车出货影响，而整车产业链较长，零部件厂商众多，若疫情散发导致一个或多个零部件供应商因管控而停产或者减产，那么汽车行业整体增速将受到影响，从而影响公司经营业绩。
- 2) 芯片短缺风险。整车用芯片种类多，缺一不可，若全球因疫情或自然灾害等原因导致某类车规级芯片供应受到影响，那么汽车行业整体增速将受到影响，从而影响公司经营业绩。
- 3) 主要客户产销恢复低于预期的风险。大众是公司重要客户，占公司营收比重较高，而 22 年 4 月受疫情影响，一汽大众和上汽大众产销均大幅下滑，若大众产销恢复不及预期，将对公司影响较大。
- 4) 新能源业务拓展速度低于预期的风险。新能源业务是公司未来经营发展的重要看点，若新能源业务拓展速度放缓，将影响公司经营业绩的增速。
- 5) 各工厂产能投放低于预期的风险。根据公司规划，天津、重庆及宁波工厂未来将相继投产放量，若工厂产能投放不及预期，公司将面临营收与利润增长不及预期的风险。
- 6) 原材料涨价超预期的风险。公司产品主要原材料为齿轮用钢材，若原材料价格明显上涨，则公司存在利润被侵蚀的风险。
- 7) 汇率波动风险。2021 年公司海外业务收入占比达 31.3%，故公司存在因汇率波动导致的汇兑损失增加从而侵蚀利润的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1423.36	1814.71	2360.35	3095.75	净利润	172.00	218.02	289.39	392.26
营业成本	1006.93	1312.45	1682.47	2186.88	折旧与摊销	225.70	354.16	404.00	434.60
营业税金及附加	20.32	25.90	33.69	44.19	财务费用	33.93	18.22	12.93	6.88
销售费用	9.92	12.70	20.06	27.86	资产减值损失	-8.47	-7.00	-7.00	-7.00
管理费用	103.25	206.88	290.32	390.06	经营营运资本变动	140.45	-43.80	-131.26	-177.41
财务费用	33.93	18.22	12.93	6.88	其他	-366.87	-2.45	0.88	0.57
资产减值损失	-8.47	-7.00	-7.00	-7.00	经营活动现金流净额	196.74	537.16	568.94	649.89
投资收益	15.00	5.67	5.67	5.67	资本支出	-303.56	-340.00	-340.00	-340.00
公允价值变动损益	1.60	0.81	0.95	1.01	其他	-31.48	6.48	6.61	6.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-335.04	-333.52	-333.39	-333.32
营业利润	199.27	252.04	334.49	453.56	短期借款	363.07	-441.77	-22.02	-68.50
其他非经营损益	-0.37	0.08	0.16	0.05	长期借款	-79.66	-80.00	-80.00	-80.00
利润总额	198.90	252.12	334.65	453.60	股权融资	0.14	0.00	0.00	0.00
所得税	26.90	34.10	45.26	61.35	支付股利	-47.25	-52.10	-66.03	-87.65
净利润	172.00	218.02	289.39	392.26	其他	-49.44	-31.09	-12.93	-6.88
少数股东损益	0.20	0.26	0.34	0.46	筹资活动现金流净额	186.86	-604.96	-180.99	-243.03
归属母公司股东净利润	171.80	217.76	289.05	391.80	现金流量净额	42.68	-401.32	54.56	73.54
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	582.79	181.47	236.04	309.57	成长能力				
应收和预付款项	420.44	522.74	683.90	896.77	销售收入增长率	18.30%	27.49%	30.07%	31.16%
存货	360.43	439.19	585.19	773.04	营业利润增长率	7.27%	26.48%	32.71%	35.60%
其他流动资产	533.44	526.02	536.34	550.25	净利润增长率	10.57%	26.75%	32.74%	35.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.08%	36.07%	20.34%	19.11%
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	2431.14	2402.95	2328.52	2227.10	毛利率	29.26%	27.68%	28.72%	29.36%
无形资产和开发支出	188.86	204.08	215.70	223.72	三费率	10.33%	13.10%	13.70%	13.72%
其他非流动资产	186.12	184.92	183.73	182.53	净利率	12.08%	12.01%	12.26%	12.67%
资产总计	4703.21	4461.37	4769.41	5162.99	ROE	5.46%	6.60%	8.21%	10.24%
短期借款	772.58	330.81	308.79	240.29	ROA	3.66%	4.89%	6.07%	7.60%
应付和预收款项	452.15	568.46	747.92	976.10	ROIC	6.78%	7.58%	9.44%	11.99%
长期借款	147.55	67.55	-12.45	-92.45	EBITDA/销售收入	32.24%	34.41%	31.84%	28.91%
其他负债	183.38	193.27	200.52	209.81	营运能力				
负债合计	1555.66	1160.09	1244.78	1333.75	总资产周转率	0.32	0.40	0.51	0.62
股本	481.77	481.77	481.77	481.77	固定资产周转率	0.73	0.82	1.00	1.36
资本公积	1290.26	1290.26	1290.26	1290.26	应收账款周转率	4.82	5.01	5.06	5.07
留存收益	1465.66	1631.33	1854.35	2158.49	存货周转率	2.98	3.03	3.10	3.08
归属母公司股东权益	3140.73	3294.20	3517.22	3821.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.40%	—	—	—
少数股东权益	6.82	7.07	7.41	7.87	资本结构				
股东权益合计	3147.55	3301.28	3524.63	3829.24	资产负债率	33.08%	26.00%	26.10%	25.83%
负债和股东权益合计	4703.21	4461.37	4769.41	5162.99	带息债务/总负债	59.15%	34.34%	23.81%	11.09%
					流动比率	1.43	1.65	1.73	1.88
					速动比率	1.16	1.21	1.24	1.30
					股利支付率	27.50%	23.92%	22.85%	22.37%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	458.90	624.42	751.42	895.03	每股收益	0.36	0.45	0.60	0.81
PE	30.68	24.20	18.23	13.45	每股净资产	6.53	6.85	7.32	7.95
PB	1.67	1.60	1.50	1.38	每股经营现金	0.41	1.11	1.18	1.35
PS	3.70	2.90	2.23	1.70	每股股利	0.10	0.11	0.14	0.18
EV/EBITDA	10.96	7.86	6.32	5.06					
股息率	0.90%	0.99%	1.25%	1.66%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn