

双引擎继续驱动业绩高增长

研究结论

- **公司是国内汽车用精锻齿轮行业的领军企业。**公司是一家拥有自主知识产权、掌握先进的齿轮模具设计开发与制造核心技术,采用冷温热精密锻造成形技术专业化制造汽车齿轮的企业,主要产品为汽车差速器半轴齿轮和行星齿轮、汽车变速器结合齿齿轮,目前已经获得了国内外一流整车厂商或其动力总成供应商的高度认可,进入了GKN、MAGANA、大众集团等公司的全球配套供货体系,公司同时也是国内唯一一家同时配套大众、通用、福特和丰田等跨国车企的精锻齿轮企业,在下游客户中拥有非常高的认可度,盈利能力强,成长性良好。2010年公司在国内差速器齿轮市场上的份额已达30%左右,ROE高达35.8%,过去三年的盈利复合增长率高达65%。
- **产业转移推动公司盈利持续高增长。**公司作为国内精锻齿轮行业内少数能够承接海外产业转移的企业之一,近几年,随着在大众、通用系零部件供应商体系中的认可度不断提高,公司已经进入为这些跨国巨头在国际市场上大批量供应差速器齿轮的阶段,出口销售额呈快速增长的态势。此外,全球三大独立自动变速器生产厂商爱信、采埃孚、捷特科以及大众、日产等跨国整车企业已经或者计划在中国设立自动变速箱或动力总成工厂,这将会直接导致国内自动变速箱用精锻齿轮的新增需求爆发式增长,预计公司将从中显著受益。
- **变速箱结合齿齿轮业务将成为公司下一个重要盈利增长点。**公司目前正致力于单位价值量更高、同时也具有较高毛利率水平的变速箱结合齿齿轮的市场开拓,我们研究认为,公司今后三年结合齿齿轮业务大幅增长的可能性很大,预计盈利结构也将继续得到优化。公司在不断扩大现有业务销售规模的同时,正在有计划地增加汽车变速器的核心部件、动力输入和输出轴业务的投资力度,努力向变速器部件总成供应商的角色转换。
- **投资评级。**我们预计,公司未来三年营业收入复合增长率为31.8%,净利润复合增长率也有望达到30.7%,预测2011年-2013年每股收益为0.92元、1.20元和1.63元,鉴于公司未来良好的成长性,参考可比公司2012年的平均估值水平,给予公司2012年22倍市盈率的估值水平,对应目标价26.40元,首次给予公司买入的投资评级。
- **风险提示。**1)、全球汽车市场需求大幅下滑,销量大幅低于预期;2)、自动变速箱国产进程大幅度低于预期;3)、公司人工、原材料成本的大幅提升导致公司毛利率水平大幅度下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

秦绪文

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209090198

联系人

朱达威

8621-63325888 × 6024

zhudawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年12月26日) 20.49元

目标价格 26.40元

总股本/A股(亿股) 1.00

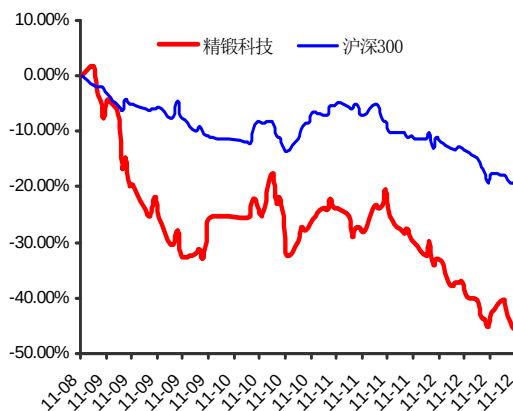
A股市值(亿元) 20.59

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告发布日期 2011年12月27日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

(百万元人民币)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	309	392	523	708
同比(%)	41.62%	26.80%	33.51%	35.49%
净利润	73	92	120	163
同比(%)	52.07%	27.17%	30.45%	35.22%
毛利率(%)	45.29%	42.18%	41.21%	41.29%
ROE(%)	35.76%	15.58%	12.09%	14.57%
每股收益(元)	0.97	0.92	1.20	1.63
P/E	21.26	22.29	17.09	12.64
P/B	6.45	2.18	1.97	1.73
EV/EBITDA	19.74	17.75	13.54	10.54

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

正文目录

1、行业简介	4
1.1、精密锻造行业简介	4
1.2、齿轮精锻技术在汽车上的应用	4
1.3、精锻行业双高特点：高壁垒、高集中度	5
2、公司简介	6
3、公司近年来高成长的驱动力分析	8
3.1、乘用车行业高增长是公司业绩高增长的重要基础	8
3.2、公司综合竞争优势突出	8
3.2.1、模具设计与制造优势	8
3.2.2、锻造工艺制造的技术优势	9
3.2.3、出众的运营效率成就公司辉煌	9
3.3、优质客户的订单驱动公司业绩持续高增长	10
3.3.1、公司客户结构持续优化	10
3.3.2、优质客户的订单开始放量	10
4、双引擎推动业绩爆发式增长	13
4.1、产业转移推动公司盈利持续高增长	13
4.1.1、进入跨国汽车巨头全球配套体系，潜在市场容量巨大	13
4.1.2、自动变速器国产化进程：公司业绩爆发的强力催化剂	15
4.2、外延式发展为公司带来业绩爆发新机遇	17
4.2.1、变速箱结合齿齿轮将成为公司下一个重要的利润增长点	17
4.2.2、公司致力于从零部件供应商向总成供应商的角色转变	18
5、盈利预测及估值	18
6、风险提示	19

图表目录

图 1 不同类型精锻齿轮示例	5
图 2 公司 2010 年营业收入结构图	7
图 3 中国近年来汽车销量（万辆）及同比增速	8
图 4 2010 年公司前五大客户（按同一实际控制人口径统计）	10
图 5 公司主要产品销量（单位：万件）	12
图 6 公司主要产品占国内市场份额	12
图 7 中国汽车零配件出口销售额及同比增速	13
图 8 公司最近三年出口营业收入及占营业收入比重	14
图 9 自动挡汽车销量及同比增速	15
图 10 自动挡汽车销量占狭义乘用车销量比重变化趋势	15
图 11 公司三大主要齿轮产品毛利率变化比较	17
表 1 公司主要产品 2010 年国内市场容量估算	5
表 2 汽车零部件行业公司最近三年固定资产周转率（次）对比	6
表 3 国内汽车精锻齿轮市场不同领域主要竞争对手一览	6
表 4 公司近三年盈利水平分析	7
表 5 汽车零部件类上市公司 ROE 水平对比	7
表 6 2009 年度齿轮行业综合指数排名情况	9
表 7 公司主要客户下游情况一览	11
表 8 2010 年公司前五大客户销售状况	11
表 9 2010 年汽车精锻齿轮全球市场规模估算	14
表 10 自动变速器厂商国内设厂一览	16
表 11 2010 年中国汽车自动变速箱用结合齿潜在市场容量估算	17
表 12 结合齿齿轮 2010 年中国市场容量估算	18
表 13 公司主要产品及营业收入未来三年增长预测	18
表 14 可比汽车零部件上市公司估值一览	19
附表：财务报表预测与比率分析	20

1、行业简介

1.1、精密锻造行业简介

精密锻造成形技术是先进制造技术的重要组成部分，也是装备制造领域，尤其是汽车、机械、能源、军工、航空、航天等行业中应用非常广泛的加工制造工艺。所谓的精密锻造成形技术是指零部件锻造成形后，只需要少量加工甚至不再加工即成为无余量或近似无余量的净成形（net shape）锻件的技术。精密锻造成型技术不仅可以节约原材料和能耗，也可以减少加工工序和生产设备，在成本降低的同时还能够提高产品质量和生产效率，从而提高产品的市场竞争力。国内的精密锻造成型技术在经过近 30 年的发展后，在冷、热、温锻造等技术领域都得到了高速发展。

1.2、齿轮精锻技术在汽车上的应用

差速器半轴齿轮和行星齿轮，主要是应用于汽车差速器总成。差速器的功用是将主减速器传递来的动力分传给左右半轴差速传动，防止汽车转弯时车轮产生滑拖，行星齿轮和半轴齿轮作为差速器中的重要零部件，主要起到改变速比、传递扭矩的作用。变速器结合齿齿轮，主要应用于汽车变速器总成，用于改变传动比、扩大驱动轮转矩和转速的变化范围，以适应经常变化的行驶条件，同时通过换挡使发动机在其最佳的动力状态性能下工作。

目前汽车用差速器半轴齿轮和行星齿轮、变速箱结合齿齿轮，其制造工艺以精密锻造为主。齿轮精锻工艺是指齿轮轮齿由坯料直接通过锻造获得完整齿形，而齿面不需再经过切削加工或仅需要少许后期加工即可使用的齿轮制造技术，与传统的齿轮切削加工工艺相比，齿轮精锻技术具有以下特点：

- 1) 精锻技术能够使得金属材料的纤维组织沿齿形均匀连续分布，晶粒及组织细密，微观缺陷少，因此精锻齿轮性能优秀，一般来说，精锻工艺相比切削工艺能使齿轮强度提高 20% 以上，抗弯曲疲劳寿命提高约 20%，抗冲击强度提高 15% 左右；
- 2) 使用精锻工艺每分钟可生产齿轮 3—12 件，与传统切削工艺的每四小时一件的效率相比，生产效率大大提升，而且材料利用率也能够提高 40% 左右；
- 3) 精锻齿轮减少了热处理导致的齿廓变形，提高了轮齿的耐磨性和齿轮间啮合时的平稳性，提高了齿轮的使用寿命。

图 1 不同类型精锻齿轮示例


数据来源：精锻科技公司网站，东方证券研究所

1.3、精锻行业双高特点：高壁垒、高集中度

汽车精锻齿轮行业存在较高的进入壁垒，主要可以归纳为以下几个方面：首先，精锻设备、高精度模具加工和检测设备主要依靠从德国和日本等国进口，且订货周期较长，前期需要较大规模的固定资产投资。按照 2010 年国内新增乘用车 1343.73 万辆的基数来估算，整个变速器半轴齿轮、行星齿轮以及变速箱结合齿齿轮的市场容量应该在 36 亿元左右，在众多汽车零部件行业中，规模相对较小。所以，公司所属的齿轮精锻行业对于设备的高投入以及相对较小的市场容量的双方面因素决定了行业内公司的固定资产周转率相对较低，在一定程度上形成了阻止潜在竞争者进入的壁垒。

表 1 公司主要产品 2010 年国内市场容量估算

产品名称	2010 年中国乘用车 产量（万辆）	平均单车需 求	市场容量 （万件）	产品单价 （元）	市场规模 （亿元）
变速器行星齿轮	1375.78	2	2751.56	12	3.3
变速器半轴齿轮		2	2751.56	18	4.95
变速箱结合齿齿轮		5	6878.9	40	27.51

数据来源：WIND，招股说明书，东方证券研究所

表 2 汽车零部件行业公司最近三年固定资产周转率（次）对比

	2008	2009	2010
华域汽车	1.08	5.72	11.38
一汽富维	7.43	10.48	13.35
星宇股份	6.68	7.44	10.21
远东传动	5.71	4.45	4.69
宁波华翔	3.92	4.00	5.30
精锻科技	1.46	1.70	1.72

数据来源：WIND，东方证券研究所

其次，模具作为精锻齿轮工艺链上的重要装备，其精度、强度与刚度、寿命、开发和制造效率直接决定了精锻齿轮的产品品质和成本。目前国内大多数精锻齿轮制造企业设备精度低，设计开发能力差，只能设计、生产低精度水平的模具。所以模具的设计和制造能力成为了精锻齿轮行业重要的技术壁垒；再者，汽车整车厂商为了提高自己的产品竞争力，不断地缩短新车开发周期，并且越来越倚重汽车配套供应商的产品开发，逐渐形成了整车与零部件同步开发的发展趋势，所以从零配件产品的开发到最后实现大批量供货，整个过程一般需要两到三年时间。整车厂商为了保证其汽车产品的质量和供货时间的要求，和零部件供应商的合作关系将会趋于长期稳定。所以汽车制造商与其配套供应商这种独特合作关系的确立方式，对于行业新进入者设立了较高的进入壁垒。

受行业进入壁垒较高以及品牌和供求关系等因素的影响，目前在国内汽车精锻齿轮市场中，年销售额能够达到 5000 万元以上的规模生产的企业不到十家，精锻科技、江苏飞船等少数几家企业占领了国内汽车精锻齿轮市场的大部分份额，行业集中度较高，竞争格局也较为稳定。

表 3 国内汽车精锻齿轮市场不同领域主要竞争对手一览

自主品牌乘用车领域	江苏飞船、四川众友、精锻科技
合资品牌经济型、中级乘用车领域	江苏飞船、韩国韩松通商、精锻科技
合资品牌中高级、豪华乘用车领域	日本 O-OKA、德国 SONA-BLW、韩国韩松通商，精锻科技

数据来源：精锻科技招股说明书 东方证券研究所

2、公司简介

公司是一家拥有自主知识产权、掌握先进的齿轮模具设计开发与制造核心技术，采用冷温精密锻造成形技术专业制造汽车齿轮的企业。其主要产品为汽车差速器半轴齿轮和行星齿轮、汽车变速器结合齿齿轮，目前公司已经获得了国内外一流整车厂商或其动力总成供应商的高度认可，并且已经进入了 GKN、MAGNA、VW、JOHN DEERE、GM 和 GETRAG 等跨国汽车零部件巨头的全球采购体系。公司的盈利能力和成长性非常出色。

表 4 公司近三年盈利水平分析

单位：万元	2008	2009	2010	2011(1-6 月)
营业收入	16,488.15	21,804.31	30,877.82	17,616.73
YOY		32.24%	41.61%	
综合毛利率	37.35%	43.10%	45.29%	42.87%
净利润	2,040.44	4,772.92	7,262.09	4,398.97
YOY		133.92%	52.15%	
净利润率	12.38%	21.89%	23.52%	24.97%

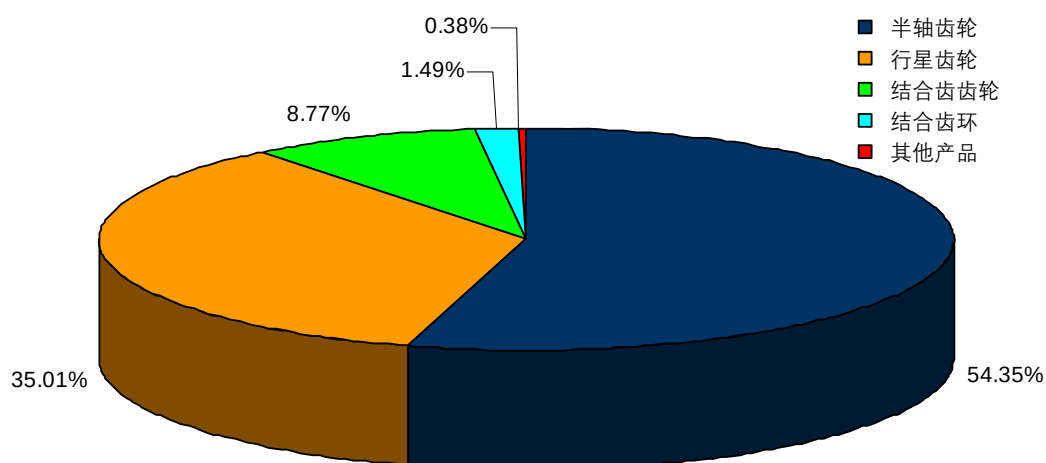
数据来源：WIND，东方证券研究所

表 5 汽车零部件类上市公司 ROE 水平对比

净资产收益率(%)	2008	2009	2010
广东鸿图	8.09	11.81	13.73
万向钱潮	13.31	17.11	15.76
特 尔 佳	14.86	11.79	15.44
天润曲轴	19.21	10.86	13.81
中鼎股份	28.50	30.36	32.74
精锻科技	27.50	39.64	35.76

数据来源：WIND，东方证券研究所

图 2 公司 2010 年营业收入结构图



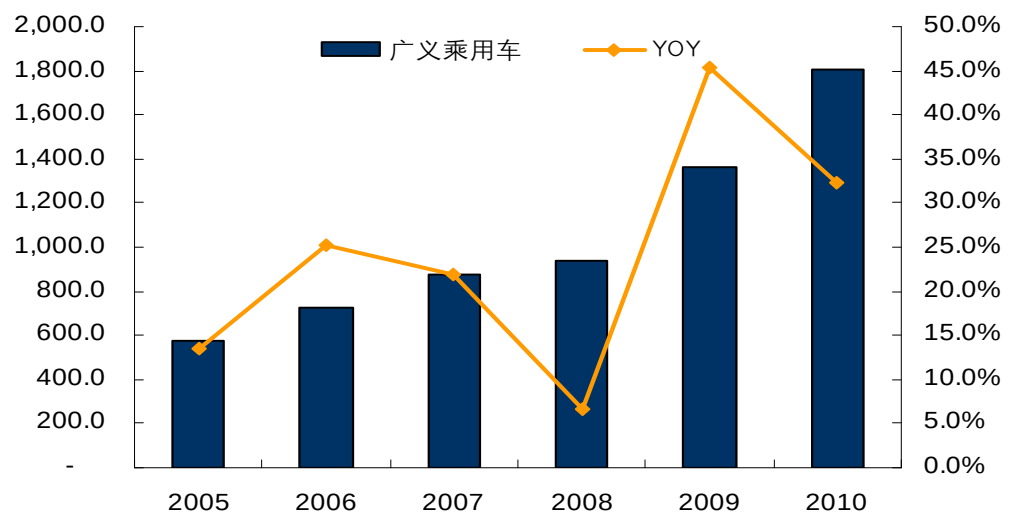
数据来源：WIND 东方证券研究所

3、公司近年来高成长的驱动力分析

3.1、乘用车行业高增长是公司业绩高增长的重要基础

2005 年我国汽车销量约为 575.8 万辆，到 2010 年销量达到 1806.2 万，年复合增长率为 25.7%。自 2009 年开始，我国已经连续两年成为世界上第一大汽车消费市场，2009、2010 年销量分别为 1364.5 万辆和 1806.2 万辆，实现了 45.5% 和 32.4% 的高速增长。公司所属的汽车零部件市场显著受益于近几年汽车整车的热销，盈利水平大幅提高。

图 3 中国近年来汽车销量（万辆）及同比增速



数据来源：WIND 东方证券研究所

3.2、公司综合竞争优势突出

自1992年成立以来，公司已经拥有了近20年锻造技术的沉淀以及生产制造经验的积累，而且公司更是不断通过引进在国内锻造市场处于领先水平的模具加工、锻压、机加工、热处理、检测等机器装备，进一步提高主要产品差速器半轴齿轮、行星齿轮和变速箱结合齿齿轮的精度、强度、抗疲劳寿命等参数，提高其在市场中的竞争力。公司卓越的市场竞争优势，大致可以归纳为模具设计与制造优势，锻造工艺制造技术优势和其出众的运营效率三个方面。

3.2.1、模具设计与制造优势

模具是精锻齿轮生产的核心和灵魂，模具的质量直接决定齿轮产品的精度、强度和抗疲劳寿命，目前国内精锻行业中，大多数企业使用的高精度模具仍然依赖进口，自制率较低。公司目前已经成功应用 UG、PROE 等设计软件，实现了对齿轮三维建模技术的二次开发，完全掌握了由程序自动实现的模具设计与制造等核心技术，大大地缩短了新产品的开发周期。自 2005 年开始，公司已经使用自制模具逐步替代日本进口模具，目前模具使用的自制比例已经达到了 90%，并且公司自主设计制造的模具产品已经得到了国内外主流整车厂商或其动力总成配套商的认可，市场拓展能力显著得到提高。

3.2.2、锻造工艺制造的技术优势

齿轮类产品强度与精度的高低除了原材料齿轮钢本身的质量外，由于制造过程工序较多，工艺也相对复杂，所以还深受加工工艺技术的影响。公司采用的冷温热复合精锻工艺技术，在精锻、机加工、热处理、检测和实验等方面均处于国内领先、国外先进水平。并且采用精密成形技术制造齿轮，在生产过程中还能节能节材，减少了大量机加工设备的投入，有效降低了生产成本，实现了齿轮产品的绿色生产。

3.2.3、出众的运营效率成就公司辉煌

据中国齿轮专业协会统计，公司营业收入自 2007 年起已经连续三年排名国内市场全行业第二位，轿车精锻齿轮的营业收入更是连续三年蝉联全国第一，产品竞争优势明显。2009 年，在中国齿轮专业协会根据国内齿轮制造企业总资产收益率、资产保值增值率、资产负债率、流动资产周转率、成本费用利润率、全员劳动生产率、产品销售率 7 项经营指标的综合评选中，公司排名第四位，运营效率出众。

表 6 2009 年度齿轮行业综合指数排名情况

企业名称	综合指数 (%)	排名
大连华锐股份有限公司通用减速机厂	741.61	1
南京高精传动设备制造集团有限公司	450.95	2
太原重工股份有限公司齿轮传动分公司	388.83	3
江苏太平洋精锻科技股份有限公司	321.41	4
陕西法士特齿轮有限公司	314.84	5
重庆市蓝黛实业有限公司	297.76	6
宁波东力传动设备股份有限公司	288.40	7
南京金鑫传动设备股份有限公司	268.83	8
郑州机械研究所	258.09	9
万里扬集团有限公司	249.19	10
浙江通力重型齿轮股份有限公司	247.11	11
浙江东海减速机有限公司	242.92	12
重庆齿轮箱有限责任公司	240.40	13
江苏南方机电股份有限公司	239.31	14
浙江迅达汽车部件有限公司	238.92	15
东北特钢集团山东鹰轮机械有限公司	233.81	16
浙江双环传动机械股份有限公司	230.91	17
四川柳河齿轮有限公司	221.75	18
宁波中大力德传动设备有限公司	214.42	19
宝钢集团苏州冶金机械厂	207.50	20

数据来源：中国齿轮工业年鉴，东方证券研究所

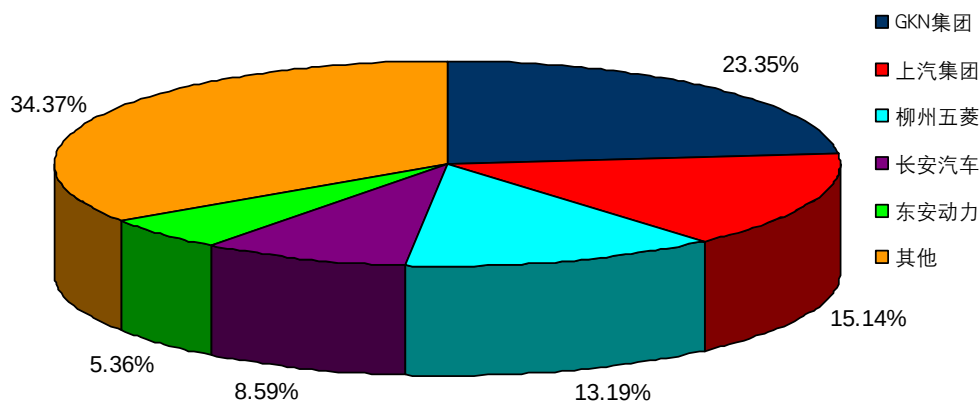
3.3、优质客户的订单驱动公司业绩持续高增长

3.3.1、公司客户结构持续优化

多年来，公司凭借其先进的锻造工艺和高精度模具设计、开发技术，以及本身较高的管理运营能力，造就了公司较高的ROE水平，也同时帮助公司开拓了一些如GKN（上海）、柳州五菱、东安动力、上汽变速器、一汽大众等国内知名整车厂商或其动力总成配套商的优质客户，其产品的最终客户包括上海大众、上海通用、上汽通用五菱、上海汽车、长安福特、一汽丰田、长安汽车等国内主流汽车制造商。近年来，通过不断地优化其精密锻造制造工艺，公司已经实现了产品质量的大幅提升以及生产成本的不断下降，而且公司更是通过积极的产品战略调整和市场开拓，逐步实现了客户由自主品牌厂商向合资品牌厂商过渡的跨越，客户结构持续得到优化。最近三年，公司通过不断地开发市场，拓展新客户，前五大客户合计的销售收入占主营收入的比重持续降低，从2008年的56.69%已经下降至2010年的49.02%，但是合资、独资以及海外企业客户比重有所上升。

海外客户的成功开拓，使得从2010年开始出口业务大幅增长，2011年公司客户GKN Driveline Bowling Green Inc（吉凯恩鲍林格林）和约翰迪尔（西班牙）的销售收入大幅增加，以及新增客户德国大众塞尔变速器厂所贡献的收入，上半年出口销售额已经超越10年全年水平，占营业收入比重也超过20%。出口销售份额的提升，主要是依靠GKN集团等在公司采购量的迅速增长，截止2010年底，GKN集团已经成为公司第一大客户（按同一实际控制口径统计），销售收入占比达到23.35%，而且2011年有进一步上升的趋势。

图 4 2010 年公司前五大客户（按同一实际控制口径统计）



数据来源：招股说明书 东方证券研究所

3.3.2、优质客户的订单开始放量

公司目前已经进入GKN、MAGNA、VW、JOHN DEERE、GM和GETRAG等跨国汽车整车企业和零部件巨头的全球采购体系。经过多年的努力，公司通过了德国大众、GKN等优质客户的严酷审核和验证，获得的订单规模不断增大。公司在这些优质客户上的努力，已经到了收获的季节。我们预计，在未来几年这些优质的客户的订单将持续推动公司的业绩维持高速增长的态势。

表 7 公司主要客户下游情况一览

企业名称	客户	终端车型
吉凯恩扭矩技术系统(上海)有限公司	上海通用、通用墨西哥、日本日产、韩国双龙、华晨汽车、长城汽车、奇瑞汽车、江淮汽车等	新君越、新君威、凯越、英朗、福克斯、格瑞斯等
GKN Driveline Bowling Green Inc (吉凯恩鲍林格林)	BRP、伟世通、戴姆勒、日产及通用汽车等	凯迪拉克等
上海汽车变速器有限公司	华晨金杯、长丰猎豹、上海通用东岳、上海通用五菱等	骏捷、猎豹、福美来、格瑞斯等
山东上汽变速器有限公司	上海大众、上海通用等	朗逸、速腾、迈腾、高尔夫、新君越、新君威等

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

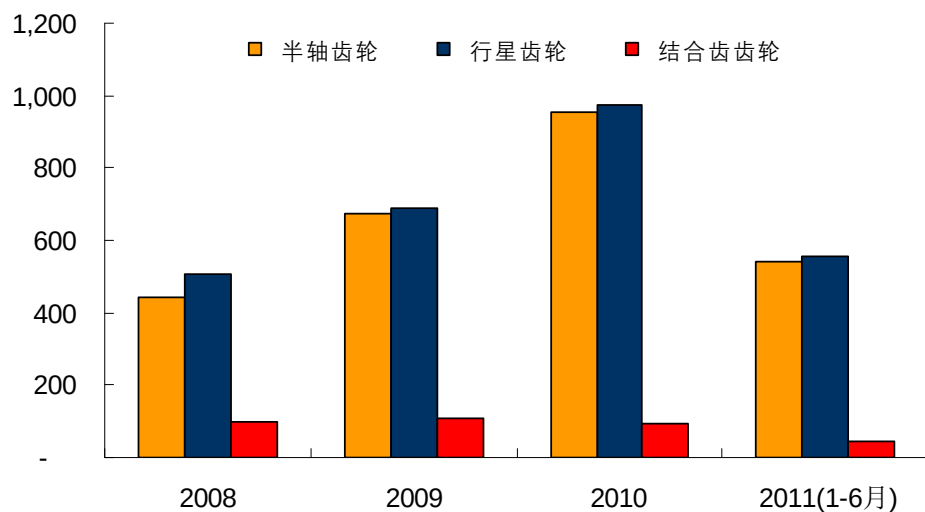
表 8 2010 年公司前五大客户销售状况

客户名称	销售额（万元）	占主营业务收入的比例
GKN 扭矩技术系统(上海)有限公司	4987.14	16.59%
柳州五菱汽车工业有限公司	3964.87	13.19%
GKN Driveline Bowling Green Inc	2031.22	6.76%
上海汽车变速器有限公司	1892.66	6.30%
山东上汽汽车变速器有限公司	1855.96	6.18%
合计	14731.85	49.02%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

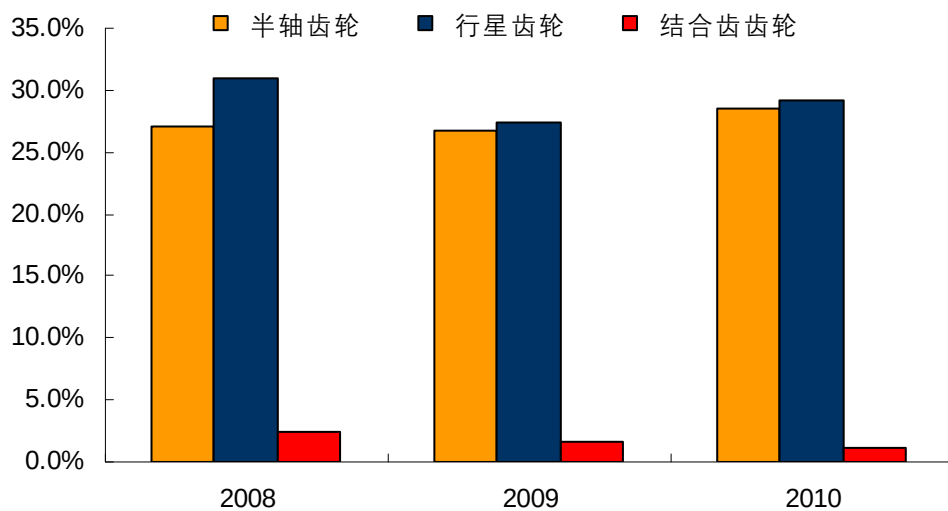
随着最近几年所配套终端车型的热销，公司主要产品差速器半轴齿轮、行星齿轮以及变速箱结合齿齿轮也得到了快速的发展，尤其是半轴齿轮和行星齿轮，已经连续两年销量同比增速维持高速增长，所占国内市场份额也都维持在近30%的水平。

图 5 公司主要产品销量（单位：万件）



数据来源：招股说明书 东方证券研究所

图 6 公司主要产品占国内市场份额



数据来源：招股说明书 东方证券研究所

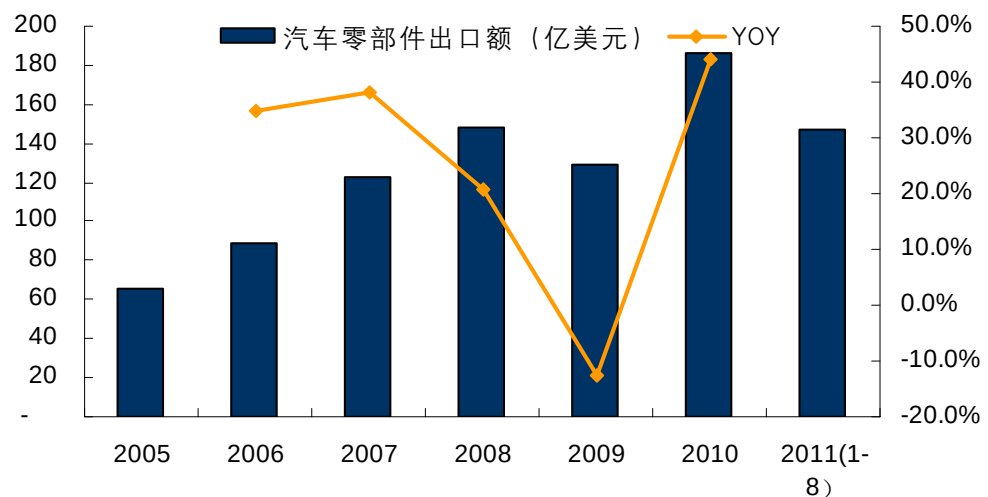
4、双引擎推动业绩爆发式增长

4.1、产业转移推动公司盈利持续高增长

4.1.1、进入跨国汽车巨头全球配套体系，潜在市场容量巨大

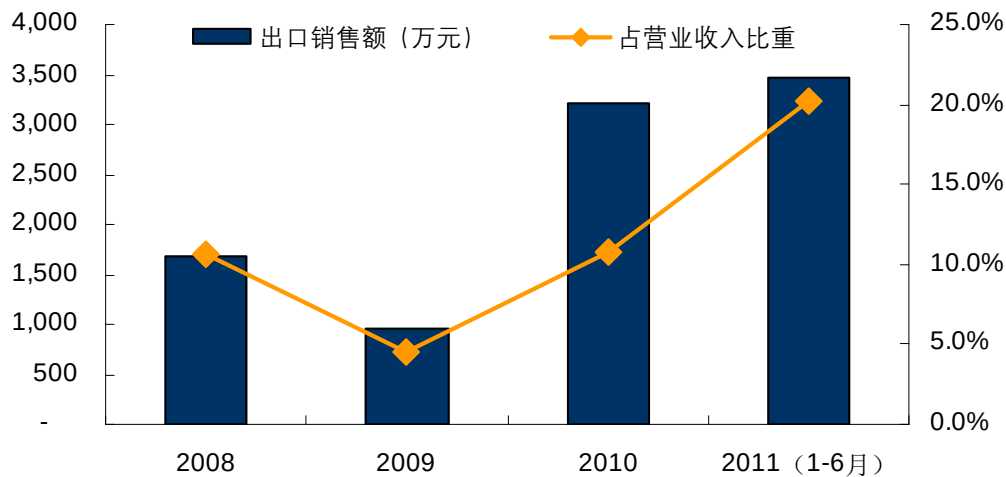
海外发达国家由于劳动力成本较高，导致这些国家生产的汽车零部件产品缺乏成本优势。面对激烈的整车市场竞争，日本、欧美的大型整车厂商或其零部件配套企业加快了产业转移的步伐，大力发展全球化采购体系的合格供应商，中国、印度等发展中国家的汽车零部件企业凭借低成本优势，近年来迅速进入跨国汽车巨头的全球配套体系。

图 7 中国汽车零部件出口销售额及同比增速



数据来源：WIND 东方证券研究所

近年来，公司通过与大众、通用的一级零部件供应商的合作，已经具备先进的产品开发、设计能力，产品质量、量产能力完全能够达到大众、通用等跨国汽车公司的一级供应商的苛刻的认证标准。目前公司产品已经成功进入欧美整车厂商的配套系统，为吉凯恩、麦格纳、大众等跨国企业进行全球配套，是国内精锻齿轮行业内少数能够承接海外产业转移的企业之一。

图 8 公司最近三年出口营业收入及占营业收入比重


数据来源: WIND 东方证券研究所

表 9 2010 年汽车精锻齿轮全球市场规模估算

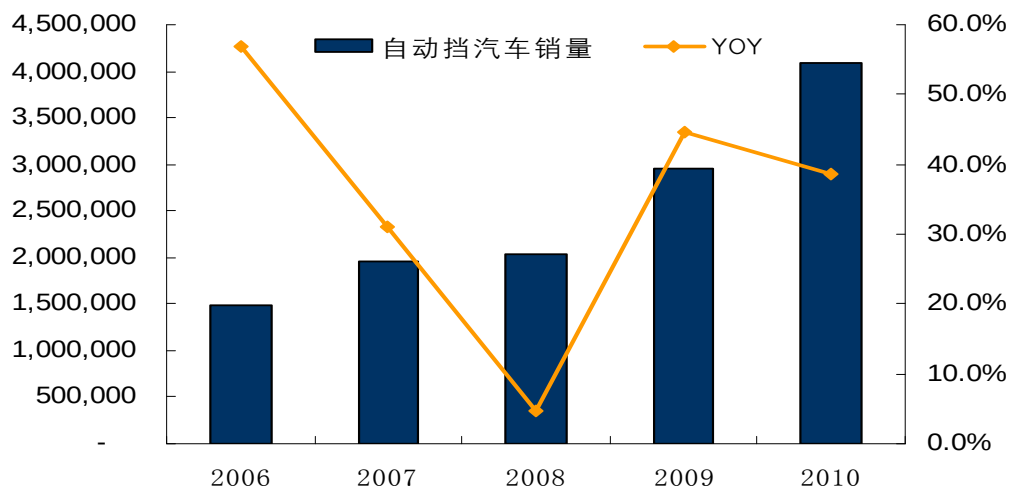
产品名称	2010 年全球乘用车产量 (万辆)	平均单车需求 (件)	市场容量 (万件)	产品单价 (元)	市场规模 (亿元)
差速器行星齿轮	5826.43	2	11652.86	12	13.98
差速器半轴齿轮		2	11652.86	18	20.98
变速箱结合齿齿轮		5	29132.15	40	116.53

数据来源: WIND, 招股说明书, 东方证券研究所

4.1.2、自动变速器国产化进程：公司业绩爆发的强力催化剂

随着近几年国内汽车销量的火爆增长，自动挡汽车的销量也得到了快速发展，所占狭义乘用车销量的比重也呈现逐步提升的趋势，但是由于国内自主生产的自动变速箱技术尚未完全突破，加上生产成本较高，国内很大一部分中低端乘用车以及绝大多数的商用车仍然以使用手动变速箱为主。

图 9 自动挡汽车销量及同比增速



数据来源：中汽协 东方证券研究所

图 10 自动挡汽车销量占狭义乘用车销量比重变化趋势



数据来源：WIND 东方证券研究所

依照国内目前的技术水平，已经能够生产手动变速器，但是自动变速器基本还是全部依靠进口。2009年2月颁布的《汽车产业调整和振兴规划》已经明确提出重点支持研发六档以上手动变速器和自动变速器，研发和掌

握汽车关键部件总成的关键技术已经成为汽车工业发展的必然要求，高端手动变速器以及自动变速器的逐步国产化将成为必然趋势。自动变速器国产化进程的加速，将为国内精锻齿轮生产企业提供重大的发展契机。

目前全球三大独立自动变速器生产厂商爱信（AISIN AW）、采埃孚（ZF）、捷特科（JATCO）已经陆续在中国设立工厂，此外一些国际主流整车厂商下属的变速器生产厂商，也纷纷加快在中国的投资步伐：如日产汽车除了大力扩展现有发动机工厂的产能规模外，另外还将新建CVT发动机和变速器的工厂等；大众集团更是在中国设立了除去本土以外全球唯一一个双离合变速器的生产基地（大众大连）。这些跨国企业在中国对自动变速器本地化生产，将带来大量的精锻齿轮的新增需求。

表 10 自动变速器厂商国内设厂一览

自动变速器厂商	国内工厂	国产化进程	配套客户	配套终端车型
爱信精机	天津	2004 年 5 月投产， 产能 13 万台	一汽丰田	皇冠、锐志、别克
	苏州	计划 2013 年投产， 设计产能 24 万台		
米埃孚	上海	2004 年投产	上海大众 华晨宝马	帕萨特、 宝马 3 系、5 系
捷特科	广州	2008 年 10 月投产， 一期产能 30 万台 二期 2011 年达产后 计划产能 42 万台	东风日产	天籁、逍客、 轩逸
格特拉克	江西	2007 年成立	长安福特	福克斯
大众汽车	大连	2010 年 5 月投产， 一期产能 30 万台， 二期计划 2012 年达产后 产能达到 60 万台	上海大众 一汽大众	迈腾、高尔夫 速腾、宝来、朗逸
福特汽车	重庆	预计 2013 年投产， 一期设计产能 40 万台	长安福特	蒙迪欧、嘉年华

数据来源：公开资料 东方证券研究所

2010年中国汽车销售市场自动挡车型销量为413.7万辆，按照平均每个自动变速箱需求6个结合齿齿轮的量来计算，2010年中国市场结合齿齿轮的需求量约为2482.2万件，市场容量约为6.55亿元。随着自动变速箱国产化进程的不断推进，我们认为，今后几年配备自动变速箱车型的比重将会不断攀升，自动变速箱结合齿齿轮的市场容量也将会进一步扩大，这也将为公司结合齿齿轮销量的快速增长注入强劲动力。

表 11 2010 年中国汽车自动变速箱用结合齿潜在市场容量估算

产品名称	自动挡车型销量 (万辆)	平均单车需求 (件)	市场容量 (万件)	产品单价 (元)	市场规模 (亿元)
自动变速箱结合齿齿轮	408.7	6	2452.2	40	9.81

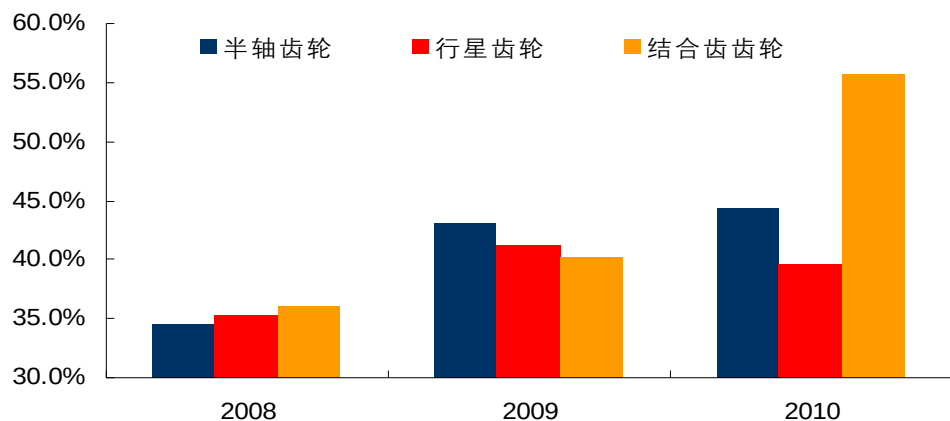
数据来源：WIND，招股说明书，东方证券研究所

公司变速箱结合齿齿轮产品虽然最近几年由于受到东安动力和东安发动机销量下滑的原因，销售规模和占营业收入的比重有所下降，但是仍然是三大主要齿轮产品中毛利率最高的产品，随着跨国公司的自动变速箱国产化进程的加速，结合齿齿轮的销量大幅增长将是大概率事件，也势必改变公司目前的盈利结构，推动业绩增长。

4.2、外延式发展为公司带来业绩爆发新机遇

4.2.1、变速箱结合齿齿轮将成为公司下一个重要的利润增长点

由于齿轮精锻行业存在市场规模小，集中度高等特点，按照公司现在在变速器半轴齿轮和行星齿轮在国内市场约占30%的份额来估算，变速器齿轮市场份额提升已经相当有限，公司目前已经致力于产品价值量更高，同时也具有更高毛利率水平的变速箱结合齿齿轮方向发展，我们认为，这种外延式的发展策略将为公司带来新的盈利增长点。

图 11 公司三大主要齿轮产品毛利率变化比较


数据来源：WIND 东方证券研究所

虽然目前我国乘用车自动变速箱的进口比例达到90%以上，但是按照当前的变速箱技术水平，手动变速箱已经基本全部实现国产。根据中汽协数据统计，2010年中国汽车销售市场手动挡车型销量为930.82万辆，按照平均每个手动变速箱需求5个结合齿齿轮的量来计算，去年全年中国变速箱结合齿齿轮的市场规模为18.62亿，公司去年结合齿齿轮产品累计销售仅2600万元，市场份额仅为1.4%，按照公司目前的技术水平和运营效率，市场发展潜力巨大，份额有望达到大幅提升。

表 12 结合齿齿轮 2010 年中国市场容量估算

产品名称	手动挡车型销量 (万辆)	平均单车需求 (件)	市场容量 (万件)	产品单价 (元)	市场规模 (亿元)
变速箱结合齿齿轮	930.82	5	4654.1	40	18.62

数据来源：WIND，招股说明书，东方证券研究所

4.2.2、公司致力于从零部件供应商向总成供应商的角色转变

公司目前除了致力于扩大现有齿轮产品的产能和销售规模外，同时正在有计划的增加汽车变速器的核心部件，动力输入和输出轴产品的研发和生产，努力向变速器部件总成供应商的角色进行转变。目前国内的相似轴类产品大多工艺落后，加工效率低，锻件精度低，不能满足汽车变速器对于输入、输出轴高精度、高强度的刚性要求。

公司目前在轴类产品的精密成形技术及工艺优化、轴齿一体化、结构整体化等方面已经具有较长时间的技术沉淀，并且实行了将轴类产品的锻造工艺从楔横轧改造为冷挤压，逐步用空心轴结构代替了实心轴结构，改善结合齿齿轮和输入轴的结构等一系列工艺方法上的改进。我们认为，依照公司目前的研发水平和技术实力，变速箱轴类产品已经基本能够符合高强度、高精度要求，而且公司现在已经得到国际上主流的整车厂商和动力总成供应商的高度认可，产业链向总成件延伸发展的成功概率相对较大。

5、盈利预测及估值

我们认为，公司作为汽车用精锻齿轮行业的龙头企业，其精锻设备以及齿轮精锻制造工艺，都处于国内领先、国际先进水平，而且在过去的几年中，公司不断通过使用自制模具替代进口模具，实现了产品质量与成本控制的双向提升，也推动了公司过去几年超越行业的迅速增长速度。随着未来几年国产变速器进程的不断推进，我们预计公司三大主要齿轮产品中毛利率水平最高的结合齿齿轮，将会有效得益于这一进程，实现高速增长，并且有效地改善公司盈利结构。公司 IPO 顺利发行后，在建过程中的募投项目也得到了充足的资金支持，新增产能预计能于 2012 年初开始逐步释放，公司目前的产能瓶颈将得到改善。

表 13 公司主要产品及营业收入未来三年增长预测

业务增长率预测	2010A	2011E	2012E	2013E
半轴齿轮	53.4%	29.8%	30.5%	29.6%
行星齿轮	58.7%	30.6%	32.8%	30.1%
结合齿齿轮	-14.4%	16.7%	60.7%	84.2%
营收合计	41.6%	26.8%	33.5%	35.5%

数据来源：东方证券研究所预测

我们预计，公司未来三年营业收入复合增长率为 31.8%，净利润复合增长率也有望达到 30.7%，我们预测公司 2011 年-2013 年每股收益为 0.92 元、1.20 元和 1.63 元，鉴于公司未来良好的成长性，参考可比公司 2012 年的平均估值水平，给予公司 2012 年 22 倍市盈率的估值水平，对应目标价 26.40 元，首次给予公司买入的投资评级。

表 14 可比汽车零部件上市公司估值一览

公司名称	股票代码	EPS				PE			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
西泵股份	002536	0.921	0.82	1.143	1.45	24.72	27.77	19.92	15.70
特尔佳	002213	0.196	0.243	0.37	0.617	38.78	31.28	20.54	12.32
顺荣股份	002555	0.367	0.421	0.536	0.62	32.62	28.43	22.33	19.31
东安动力	600178	0.29	0.18	0.26	0.34	21.48	34.61	23.96	18.32
鸿特精密	300176	0.476	0.295	0.495	0.755	25.88	41.76	24.89	16.32

数据来源：朝阳永续一致预期，东方证券研究所

6、风险提示

- 1)、全球汽车市场需求大幅下滑，销量大幅低于预期；
- 2)、变速箱国产进程进度大幅低于预期；
- 3)、公司人工、原材料成本的大幅提升导致公司毛利率水平下滑。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表 (百万元人民币)					现金流量表 (百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	309	392	523	708	经营活动现金流	27	39	54	45
营业成本	169	226	307	416	净利润	73	92	120	163
营业税金及附加	1	3	4	5	经常性非现金支出	0	12	6	7
销售费用	15	15	20	27	非经营性非现金支出	0	(1)	(1)	(1)
管理费用	29	34	46	63	营运资金变动	0	(65)	(71)	(124)
财务费用	14	10	3	3	少数股东损益	0	0	0	0
资产减值损失	3	2	2	3	投资活动现金流	(96)	(129)	(99)	(49)
投资净收益	0	1	1	1	资本支出	(93)	(130)	(100)	(50)
营业利润	79	102	142	191	投资与投资收益	(3)	1	1	1
非经常性损益	7	6	0	0	筹资活动现金流	67	365	(20)	(20)
利润总额	85	108	142	192	贷款增加	71	(227)	0	0
所得税	9	13	16	21	权益性融资及发行债券	0	625	0	0
净利润	73	92	120	163	支付股利利息	(11)	(19)	(20)	(20)
少数股东损益	(0)	0	0	0	其他融资及汇率影响	7	0	0	0
归属母公司净利润	73	92	120	163	汇率变动影响	0	(14)	0	0
EPS (元/股)	0.97	0.92	1.20	1.63	现金净流量	(2)	261	(65)	(24)

资产负债表 (百万元人民币)					比率分析				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	247	577	602	716	增长能力				
货币资金	36	296	231	207	营收增长率(%)	41.6%	26.8%	33.5%	35.5%
应收款项	107	132	176	239	母公司股东净利润增长率(%)	52.1%	27.2%	30.4%	35.2%
存货	61	79	110	146	EBITDA 增长率(%)	80.8%	29.3%	31.1%	28.5%
其他流动资产	43	70	84	124	EBIT 增长率(%)	80.8%	26.3%	31.4%	28.6%
非流动资产合计	298	426	522	569	盈利能力				
长期股权投资	5	5	5	5	毛利率(%)	45.3%	42.2%	41.2%	41.3%
固定资产	216	243	305	370	净利率(%)	23.5%	23.6%	23.0%	23.0%
在建工程	35	135	170	152	EBITDA 利润率(%)	29.1%	29.6%	29.1%	27.6%
可出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	15.6%	11.9%	11.3%	13.5%
无形资产	39	39	39	38	ROE(%)	35.8%	15.6%	12.1%	14.6%
其他非流动资产	3	3	3	3	ROIC(%)	16.4%	10.6%	12.6%	14.3%
资产总计	545	1,003	1,124	1,284	偿债能力				
流动负债合计	252	57	78	95	资产负债率(%)	56.1%	5.7%	6.9%	7.4%
短期借款	202	0	0	0	流动比率(倍)	0.98	10.17	7.76	7.55
应付账款及票据	34	41	61	77	速动比率(倍)	0.74	8.77	6.33	6.01
预收账款	0	0	0	0	营运能力				
一年内到期非流动负债	0	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.51	0.49	0.59
其他流动负债	16	15	16	17	应收账款周转率	1.67	1.65	1.71	1.72
非流动负债合计	53	0	0	0	存货周转率	3.18	3.24	3.24	3.24
长期借款	25	0	0	0	应付账款周转率	12.59	17.20	23.64	31.99
应付债券	0	0	0	0	价值评估				
其他非流动负债	28	0	0	0	P/B(倍)	6.45	2.18	1.97	1.73
负债合计	305	57	78	95	P/E(倍)	21.26	22.29	17.09	12.64
股本	75	100	100	100	EV/收入(倍)	5.74	5.26	3.94	2.91
资本公积	92	692	692	692	EV/EBITDA(倍)	19.74	17.75	13.54	10.54
未分配利润	72	154	254	397	EV/EBIT(倍)	19.74	18.17	13.83	10.75
股东权益合计	239	947	1,047	1,190					
负债和股东权益	545	1,003	1,125	1,285					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn