

中信证券研究部


陈俊斌
 首席制造产业
 分析师
 S1010512070001



尹欣驰
 汽车分析师
 S1010519040002

核心观点

公司 2020 年 1-9 月实现营收 8.22 亿元，同比-8.4%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比-38.0%。其中，第三季度单季实现营收 3.42 亿元，同比+18.5%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比+15.8%，符合市场预期。公司是国内精锻齿轮龙头，技术领先，客户优质，全球替代优势明显；第三季度营收、净利润快速恢复，增速同比转正，其中第三季度营收创历史新高，盈利快速回升。同时公司公告拟在重庆投资设立全资子公司，规划在 2021 年 12 月底前总投资额不低于 1 亿元，用于建设自动变速器中高端齿轮精密锻造与成品制造生产线。维持 2020/21/22 年 EPS 预测 0.42/0.54/0.67 元，维持“买入”评级。

■ 三季度单季同比转正，盈利逐步回升。公司 2020 年三季度实现营收 8.22 亿元，同比-8.4%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比-38.0%。其中，公司第三季度实现单季营收 3.42 亿元，同比+18.5%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比+15.8%，符合市场预期。公司 2020 年上半年营收和利润端都下滑明显，主要系国内外疫情影响。随着国内、海外的下游逐渐恢复，公司三季度收入和归母同比转正，单季度收入创历史新高，盈利快速回升；同时公司公告拟在重庆投资设立全资子公司，规划在 2021 年 12 月底前总投资额不低于 1 亿元，用于建设自动变速器中高端齿轮精密锻造与成品制造生产线，满足日益增长的订单需求。

■ 公司毛利率同比下降，费用率同比上升。2020Q3，公司毛利率为 33.4%，同比-0.1pct，主要系因海外疫情的影响，出口产品毛利率下降。费用率 16.9%，同比+1.8pcts，环比-3.1pcts，其中销售费用率为 2.0%，同比-0.5pct，环比+0.1pct；管理费用率为 6.3%，同比-0.3pct，环比-1.5pcts；研发费用率 5.4%，同比-0.2pct，环比-0.8pct，主要系疫情影响，相关费用有所减少。公司财务费用 3.1%，同比+2.8pcts，环比-0.9pct，主要系子公司天津传动的项目借款利息支出计入成本费用所致。

■ 公司募投计划扩充轻量化零部件产能，设立日本子公司加快全球化布局。4 月 20 日，公司公告拟通过非公开发行募集资金总额不超过 10.08 亿元，主要用于新能源汽车轻量化关键零部件生产项目、差速器总成项目和偿还银行贷款。公司计划投资 3.85 亿元拓展新能源轻量化产品线，建设转向节 80 万件，控制臂 70 万件，逐渐齿轮 210 万件的产能；并计划加大对天津传动的投资，建设年产 2 万套模具及 150 万套差速器总成的产能，目前进展正在等待证监会审核。同时公司拟于日本名古屋地区投资设立 100%控股子公司，计划进一步开拓日系汽车零部件配套市场，提升公司主营业务的全球市占率，保证公司可持续发展。

■ 公司技术领先，客户优质，电动化产品升级。公司掌握冷温热复合精密锻造的核心工艺技术，持续投入研发，2014 年至今研发费用率稳定在 5%水平左右。公司配套国内绝大部分主流外资品牌整车厂，包括大众汽车、通用汽车、福特汽车、丰田汽车等，国内和全球市场份额不断提升。在电动化趋势下，公司开始为主机厂配套电机轴和减速器轴，单车价值量在 100-200 元区间；公司的差速器配套业务也从锥齿轮产品向差速器总成升级，单车价值量提升在 100-240 元。2017 年至今，公司已获得大众、格特拉克和沃尔沃等客户的提名，新项目订单充沛。随着未来新产品投放和天津工厂产能逐步爬坡，公司新一轮成长即将开启。

■ 风险因素：汽车销量不及预期；新冠疫情控制不及预期；电动化普及不及预期；海外业务拓展以及非公开发行进展不及预期。

■ 投资建议：公司是精锻齿轮行业龙头，产品技术领先，下游客户优质，受益电动化趋势单车配套价值量显著提升；短期成长虽受新冠疫情影响显著，但长期看全球市场份额提升趋势不改，维持 2020/21/22 年 EPS 预测 0.42/0.54/0.67 元，维持“买入”评级。

精锻科技	300258
评级	买入（维持）
当前价	15.99 元
总股本	405 百万股
流通股本	377 百万股
52 周最高/最低价	16.15/9.36 元
近 1 月绝对涨幅	-3.96%
近 6 月绝对涨幅	5.34%
近 12 月绝对涨幅	0.00%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,265.43	1,229.21	1,235.95	1,377.74	1,495.83
营业收入增长率	12%	-3%	1%	11%	9%
净利润(百万元)	258.68	173.86	169.78	218.47	272.86
净利润增长率	3%	-33%	-2%	29%	25%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.64	0.43	0.42	0.54	0.67
毛利率%	38%	35%	33%	35%	36%
净资产收益率 ROE%	13.78%	8.61%	7.90%	9.38%	10.70%
每股净资产(元)	4.63	4.99	5.30	5.75	6.30
PE	19	28	29	22	18
PB	2.6	2.5	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,265	1,229	1,236	1,378	1,496	货币资金	295	435	303	382	437
营业成本	782	795	828	902	957	存货	247	205	213	232	246
毛利率	38.17%	35.32%	33.00%	34.50%	36.00%	应收账款	242	260	261	291	316
营业税金及附加	14	13	14	15	16	其他流动资产	122	142	143	152	160
销售费用	31	32	37	40	42	流动资产	907	1,041	921	1,058	1,159
营业费用率	2.47%	2.61%	3.00%	2.90%	2.80%	固定资产	1,181	1,617	1,754	1,831	1,894
管理费用	49	71	74	77	79	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	3.90%	5.74%	6.00%	5.60%	5.30%	无形资产	130	126	131	141	141
财务费用	14	19	27	21	16	其他长期资产	567	457	360	264	269
财务费用率	1.14%	1.52%	2.17%	1.49%	1.05%	非流动资产	1,878	2,200	2,245	2,236	2,305
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	2,785	3,241	3,166	3,294	3,464
营业利润	301	214	208	267	330	短期借款	425	498	281	199	132
营业利润率	23.75%	17.43%	16.83%	19.41%	22.04%	应付账款	130	190	198	215	228
营业外收入	5	0	0	0	0	其他流动负债	111	140	144	157	158
营业外支出	1	2	1	1	1	流动负债	665	827	623	571	518
利润总额	304	213	207	266	329	长期借款	159	332	332	332	332
所得税	45	39	37	48	56	其他长期负债	84	63	63	63	63
所得税率	14.92%	18.32%	18.00%	18.00%	17.00%	非流动性负债	243	395	395	395	395
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	908	1,222	1,018	966	913
归属于母公司股东的净利润	259	174	170	218	273	股本	405	405	405	405	405
净利率	20.44%	14.14%	13.74%	15.86%	18.24%	资本公积	351	375	375	375	375
						归属于母公司所有者权益合计	1,877	2,019	2,148	2,328	2,551
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						股东权益合计	1,877	2,019	2,148	2,328	2,551
						负债股东权益总计	2,785	3,241	3,166	3,294	3,464

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	304	213	207	266	329
所得税支出	-45	-39	-37	-48	-56
折旧和摊销	142	157	163	173	187
营运资金的变化	-24	70	0	-33	-36
其他经营现金流	48	63	27	25	19
经营现金流合计	424	464	360	383	443
资本支出	-501	-448	-205	-160	-250
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	66	-42	-3	-4	-5
投资现金流合计	-435	-489	-208	-164	-255
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	975	1,503	-217	-82	-67
股息支出	-51	-61	-41	-38	-50
其他融资现金流	-792	-1,281	-27	-21	-16
融资现金流合计	132	162	-284	-141	-133
现金及现金等价物净增加额	122	136	-132	79	55

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	12.10%	-2.86%	0.55%	11.47%	8.57%
营业利润增长率	1.50%	-28.7%	-2.89%	28.54%	23.30%
净利润增长率	3.34%	-32.8%	-2.35%	28.68%	24.90%
毛利率	38.17%	35.32%	33.00%	34.50%	36.00%
EBITDA Margin	36.77%	31.90%	32.12%	33.36%	35.52%
净利率	20.44%	14.14%	13.74%	15.86%	18.24%
净资产收益率	13.78%	8.61%	7.90%	9.38%	10.70%
总资产收益率	9.29%	5.36%	5.36%	6.63%	7.88%
资产负债率	32.61%	37.71%	32.15%	29.32%	26.36%
所得税率	14.92%	18.32%	18.00%	18.00%	17.00%
股利支付率	23.48%	23.29%	22.33%	23.04%	22.89%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。