

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

公司是国内乘用车同步器行业领先供应商，业务优势明显，经营触底向上；客户拓展顺利，麦格纳、大众变速器带动新一轮增长。我们预测公司 2019/2021 年 EPS 为 0.61/0.78/0.94 元，现价对应 PE 为 19/15/12 倍，给予公司 2020 年 20 倍 PE 的估值，对应目标价 15.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

公司是国内同步器领先供应商。公司在国内同步器行业市占率超 30%，主要产品为包括同步器齿环及其相关零配件（齿套、齿毂、结合齿等）。2012 年至 2018 年，公司营收增长 138%，6 年 CAGR 为 16%；归母净利润增长 68%，6 年 CAGR 为 21%，公司业绩增长稳健。公司同步器及其配套产品占营收比例较高，其中同步器尺环占比 50.32%、齿毂及齿套占比 26.97%，结合齿占比 15.68%；海外收入占比为 5%。公司实际控制人为向朝东、徐应超、向星星、杜庭强和向朝明，共持股 41.48%，五人为近亲属，为一致行动人，股权结构稳定。

同步器行业规模稳定，格局较为集中。同步器是汽车变速器的重要部件，变速器都是汽车动力总成的核心部件，根据我们测算，2025 年全球同步器及其相关产品行业空间为 98 亿元，国内行业空间为 28 亿元，行业规模相对稳定。汽车同步器性能和装配要求较高，因此行业技术门槛高，市场集中度也较高，国内领先的企业有豪能股份、武汉协和、代傲和常州光洋等。此外，同步器及其组件制造属于重资产行业，海外龙头由于成本的原因正逐渐减少新资本开支投入，且国内公司产品水平已接近国际一线厂商，我们认为国内同步器龙头未来有望逐步替代外资供应商。

客户拓展顺利，麦格纳、大众变速器拉动新一轮增长。2019 年 5 月，公司全资子公司泸州长江与麦格纳动力总成系统（MPT）签订了战略合作协议，双方将在“锻造件、同步器系统和驻车系统”领域建立战略合作关系。2018 年至今，在变速器系统总成方面，公司获得大众变速器 MQ250/DQ381/DQ500、格特拉克 B6+、吉利 EDS 等客户多个项目订单，新项目订单充沛。2012-2018 年，公司海外业务 6 年 CAGR 达 51.3%，未来有望通过配套麦格纳和大众变速器带来的示范效应，进入更多国际一流整车制造厂商的供应链体系，国产替代可期。

同步器主营业务优势明显，经营周期触底向上。2019 年上半年，公司实现营业收入 6.46 亿元，同比下降 4.9%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比下降 27.6%，主要系受下游低景气影响。公司同步器业务优势明显，已具备同步器总成全产品线的研发、制造能力，2018 年公司同步器及相关零部件营收占比 93%。公司处于资本开支周期尾声，累计营收增长与累计资本开支的比值呈现下降趋势。2019 年第三季度，累计营收增长与累计资本开支之比显著下降，到达历史最低点 22%，说明公司资本开支大幅增长，但营收还未迎来高峰。未来随着公司订单不断落地，公司有望迎来营收与资本开支的“剪刀差”，重新打开向上的成长空间。

风险因素：全球汽车行业景气度不及预期，海外业务不及预期，公司新客户拓展不及预期。

投资建议：公司是国内同步器行业领先供应商，市占率超 30%；外资客户拓展顺利，与麦格纳签订全球战略合作协议，进入大众变速器供应链开始配套；公司资本开支投入期接近尾声，随着新项目陆续量产，有望重新打开向上成长空间。我们预测公司 2019/2021 年 EPS 为 0.61/0.78/0.94 元，现价对应 PE 为 19/15/12 倍，给予公司 2020 年 20 倍 PE 的估值，对应目标价 15.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

豪能股份	603809
评级	买入（首次）
当前价	12.70 元
目标价	15.60 元
总股本	209 百万股
流通股本	115 百万股
52 周最高/最低价	19.45/8.86 元
近 1 月绝对涨幅	15.56%
近 6 月绝对涨幅	33.40%
近 12 月绝对涨幅	7.98%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	842.28	930.24	899.93	1,136.39	1,330.15
营业收入增长率	31%	10%	-3%	26%	17%
净利润(百万元)	149.89	160.98	126.65	164.08	196.66
净利润增长率	19%	7%	-21%	30%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.82	1.08	0.61	0.78	0.94
毛利率%	36%	34%	30%	31%	31%
净资产收益率 ROE%	10.09%	10.45%	7.95%	9.67%	10.92%
每股净资产（元）	7.11	7.37	7.62	8.12	8.62
PE	6	11	19	15	12
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 3 日收盘价

目录

豪能股份——汽车同步器行业龙头	1
行业规模稳定，格局优化可期	3
同步器是汽车变速器中关键部件	3
同步器行业规模稳定，集中度高	4
客户拓展顺利，麦格纳、大众拉动新一轮增长	5
公司与麦格纳签订协议，加速渗透优质客户	5
公司配套大众变速器，开启新的成长	6
同步器优势明显，经营周期有望触底向上	7
公司聚焦同步器业务，优势明显	7
资本开支周期接近尾声，经营周期有望触底向上	8
风险因素	9
盈利预测和估值评级	9

插图目录

图 1：公司主要产品	1
图 2：2012 年至 2019Q3 营业收入情况（单位：亿元）	2
图 3：2012 至 2019Q3 归母净利润情况（单位：亿元）	2
图 4：2018 年公司营业收入结构	2
图 5：2016 年至 2019 上半年营业收入分地域构成	2
图 6：公司股权结构图	3
图 7：汽车变速器用同步器主要构成	3
图 8：同步器齿环分类	3
图 9：变速器类型	4
图 10：DCT（双离合自动变速器）	4
图 11：公司海外业务营收及同比增长率（亿元）	5
图 12：麦格纳双离合自动变速器	6
图 13：麦格纳混合变速器	6
图 14：差速器总成	6
图 15：差速器齿轮	6
图 16：大众变速器大连有限公司	7
图 17：大众变速器大连有限公司 DQ200 及 AVS 工厂	7
图 18：公司业务占比	7
图 19：公司同步器及其相关业务营业收入及同比增长率（单位：亿元）	7
图 20：公司利润率与行业平均水平对比	8
图 21：公司资本开支与营业收入情况	8
图 22：公司折旧摊销与营业成本（亿元）	9
图 23：公司毛利率、净利率与边际利润率	9

表格目录

表 1：同步器及其相关零配件的市场空间测算	4
表 2：公司主要竞争对手	5
表 3：2017-2022 豪能股份各业务主要盈利能力指标（含预测）（亿元）	10
表 4：可比公司估值情况	10
表 5：公司盈利预测表	11

■ 豪能股份——汽车同步器行业龙头

公司是国内汽车同步器行业龙头。公司主要从事同步器齿环、同步器、结合齿、以及双离合主转毂、支撑等汽车零件的生产、销售，同时具备原材料铸造、挤制管材、精密锻造、模具设计制造、高精度切削加工、热处理、喷钼处理、以及在线检测等全工艺过程。公司主要客户是一汽集团、上汽集团、吉利汽车等自主品牌。同时，公司也是大众汽车(中国)的 A 级供应商、格特拉克(亚太)合格供应商、采埃孚合格供应商，公司产品通过这些平台出口到国外，并最终用在大众、福特、宝马等国外整车厂。

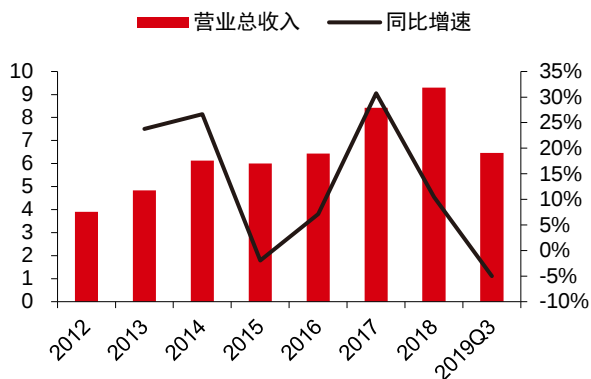
图 1：公司主要产品



资料来源：公司官网

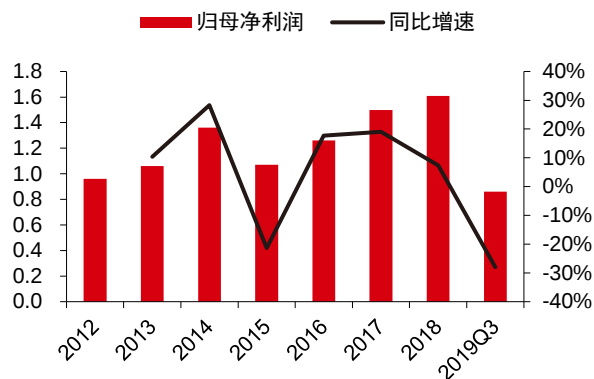
公司营收和归母净利润稳步增长。2012 年至 2018 年，公司营收增长 138%，6 年 CAGR 为 16%；归母净利润增长 68%，6 年 CAGR 为 21%，公司业绩增长稳健。2019 年前三季度，公司实现营业收入 6.46 亿元，同比下降 4.9%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比下降 27.6%。主要系因行业低景气，下游需求不及预期，随着 2020 年下游整车市场景气度回升，公司业绩有望重回增长轨道。

图 2：2012 年至 2019Q3 营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

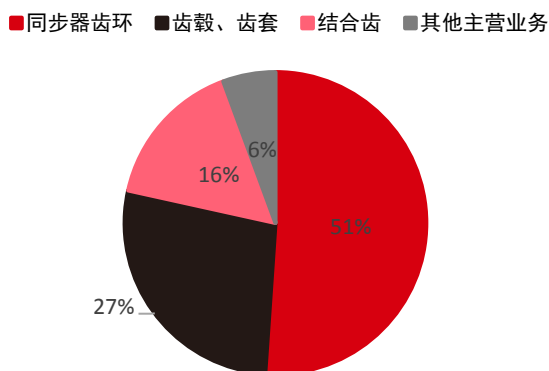
图 3：2012 至 2019Q3 归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

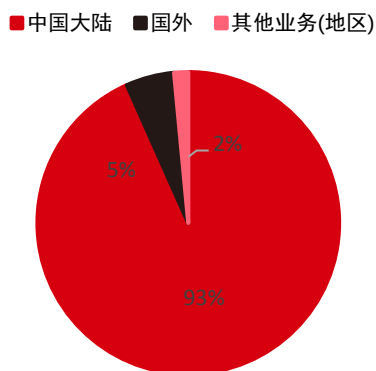
公司主要配套国内市场，专注同步器业务。2018 年，公司主营业务收入主要包含同步器尺环（占比 50.32%）、齿毂及齿套（26.97%）和结合齿（占比 15.68%）等产品，专注于主营业务；根据地域划分，公司收入 93%来自国内，5%来自国外。公司与麦格纳签署战略合作协议，有望持续扩大海外市场。

图 4：2018 年公司营业收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

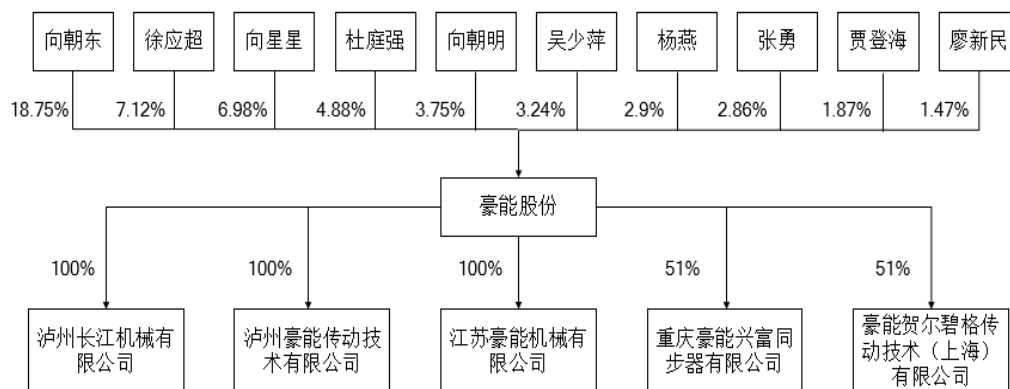
图 5：2016 年至 2019 上半年营业收入分地域构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司股权结构稳定。公司共同实际控制人为向朝东、徐应超、向星星、杜庭强和向朝明，共持股 41.48%，五人为近亲属，为一致行动人。前十大股东持股比达到 53.82%，股权分布较为集中，股权结构稳定。公司控股泸州长江机械有限公司、泸州豪能传动技术有限公司、江苏豪能机械有限公司、重庆豪能兴富同步器有限公司、豪能贺尔碧格传动技术（上海）有限公司。稳定的股权结构，使得公司运行始终保持高效。

图 6：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 行业规模稳定，格局优化可期

同步器是汽车变速器中关键部件

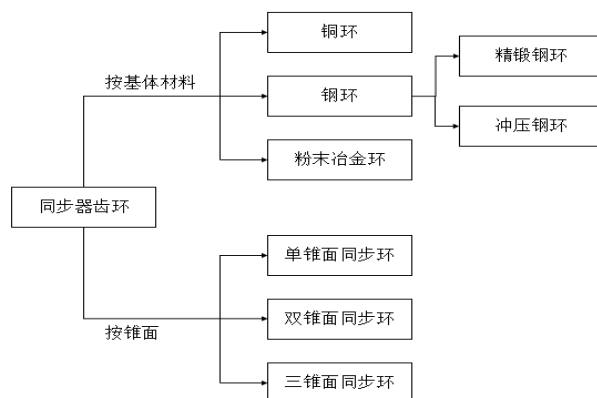
同步器是汽车变速器中的关键零件。同步器通过齿环与齿轮的摩擦作用，在换挡时快速实现变速器输入轴和输出轴同步，无需人为地通过空挡加、减油门的方式实现齿轮转速的同步，有效消除了换挡的冲击，使得换挡操作简洁轻便并延长变速器的寿命，降低换挡时的油耗。按基体材料和生产工艺的补贴，同步器齿环可以分为多元复杂铜合金齿环、铁基粉末冶金同步环、精锻钢环、冲压钢环；按锥面不同，同步器齿环可以分为单锥面同步环、双锥面同步环和三锥面同步环等。

图 7：汽车变速器用同步器主要构成



资料来源：公司招股说明书

图 8：同步器齿环分类

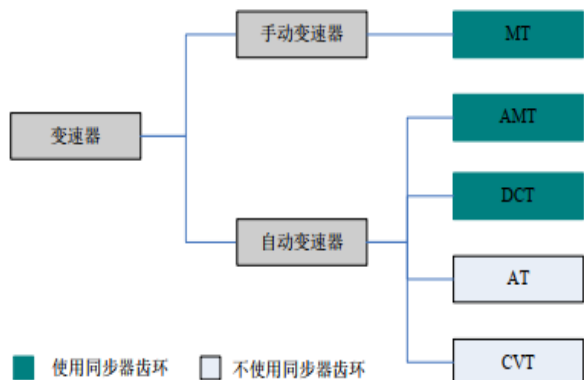


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

变速器可分为手动变速和自动变速器两类。汽车变速器按操纵方式分类可以分为手动变速器和自动变速器两大类，其中自动变速器又分为 AMT、DCT、AT、CVT 四种，其中手动变速器、AMT、DCT 都需要用到同步器。目前国内已经能够生产中低端变速器，未来

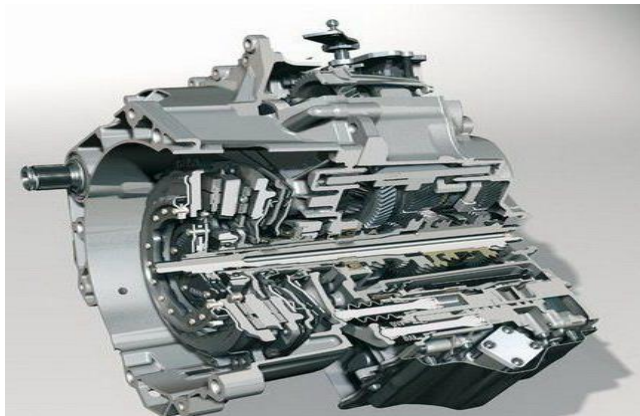
高端手动变速器以及自动变速器预计将逐步实现国产化，这一趋势有利于同步器行业的发展。

图 9：变速器类型



资料来源：公司招股说明书

图 10：DCT（双离合自动变速器）



资料来源：搜狐汽车

同步器行业规模稳定，集中度高

预计 2025 年全球同步器及其相关产品行业空间为 106 亿元，国内行业空间为 35 亿元。我们以同步器及其相关产品单车价值量 200 元进行测算，预计 2020/2025 年全球同步器及其相关产品行业空间为 91/98 亿元，国内同步器及其相关产品行业空间为 26/28 亿元，2018 年至 2025 年行业规模基本持平，行业保持稳定状态。

表 1：同步器及其相关零配件的市场空间测算

	2017	2018	2019	2020E	2025E
全球乘用车产量（万辆）	7288.31	7056.76	6845.06	6986.37	6986.37
全球乘用车产量增速	0.7%	-3.2%	-3.0%	-0.5%	0.0%
国内乘用车产量（万辆）	2483.13	2348.87	2144.40	2325.44	2325.44
国内乘用车产量增速	2.1%	-5.4%	-8.7%	-0.5%	0.0%
全球市场同步器渗透率	30%	35%	40%	45%	50%
国内市场同步器渗透率	20%	25%	30%	40%	45%
同步器及其相关零配件单车价值量（元/车）	200	200	200	200	200
同步器及其相关零配件全球市场规模（亿元）	65.59	70.57	82.14	90.82	97.81
同步器及其相关零配件国内市场规模（亿元）	19.87	21.14	21.44	25.58	27.91

资料来源：中汽协，Marklines，中信证券研究部测算

行业集中度较高，国内厂商有望实现国产替代。汽车同步器组件为汽车关键部件变速器的重要组成部分，一般需经整车厂认证，进入门槛较高。所以，面向整车配套市场的同步器组件供应商数量较少。目前国内汽车同步器市场以整车配套市场为主，并且市场集中度较高，仅有少数企业进入同步器组件高端产品的生产制造领域，包括武汉协和齿环有限公司、代傲同步技术制造（无锡）有限公司、常州光洋轴承股份有限公司等。此外，同步器及其组件制造属于重资产行业，海外龙头由于成本的原因正逐渐减少新资本开支投入，且国内公司产品水平已接近国际一线厂商，我们认为国内同步器龙头未来有望逐步替代外资供应商。

表 2：公司主要竞争对手

公司名称	公司概况	主要产品	主要客户
武汉协和齿环有限公司	成立于 1995 年 11 月，为中日合资企业	汽车变速箱同步器齿环	长安、唐山爱信、长城、神龙、东风、比亚迪、格特拉克、上汽、万里扬、长安铃木、现代岱摩斯等。
代傲同步技术制造（无锡）有限公司	德资企业	同步器齿环及零部件，包括传统黄铜同步环和覆盖新式涂层的钢质同步环	大众，奥迪，格特拉克，长城，比亚迪，吉利等
常州光洋轴承股份有限公司	成立于 1987 年	滚针轴承、滚子轴承、离合器分离轴承与轮毂轴承单元、锥环、同步器、行星排等	一汽、东风、上汽、长安、重汽、奇瑞、吉利、长城、陕西法士特、綦江齿轮、上海汽车变速器、重庆青山、采埃孚、伊顿、爱信(唐山)、格特拉克(江西)等

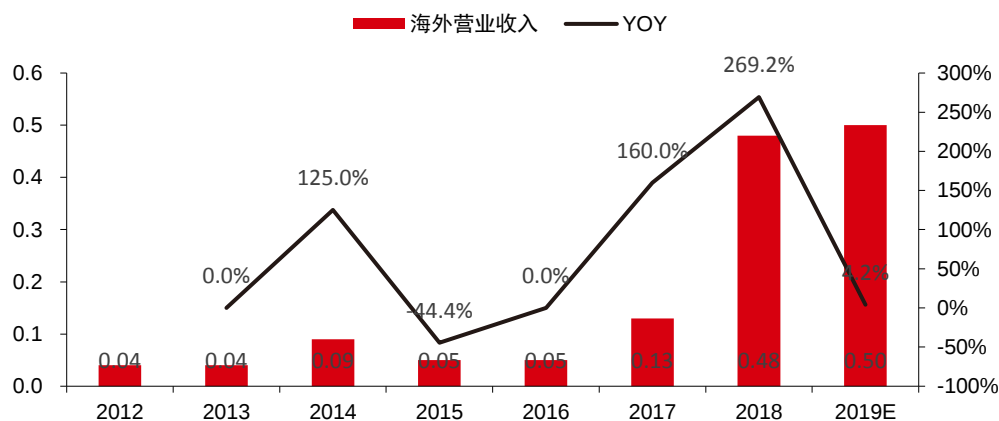
资料来源：公司招股说明书，相关公司官网，Wind，中信证券研究部

■ 客户拓展顺利，麦格纳、大众拉动新一轮增长

公司与麦格纳签订协议，加速渗透优质客户

公司与麦格纳签订战略合作协议，海外业务加速成长。2019 年 5 月，公司全资子公司泸州长江与麦格纳动力总成系统（MPT）签订了战略合作协议，双方将在“锻造件、同步器系统和驻车系统”领域建立战略合作关系，同时在 DCT300、DCT302、DCT400、HDT300、HDT302、HDT400 等项目的多个产品方面开展合作。近年来，随着公司不断开拓海外市场，海外业务营收持续上升。2018 年，公司海外收入达 0.48 亿元，2012-2018 年 6 年 CAGR 达 51.3%。战略合作协议的签订有望促进公司海外业务持续增长。

图 11：公司海外业务营收及同比增长率（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：2019 年数据为中信证券研究部预测值

公司有望通过配套麦格纳的释放效应，加速渗透优质客户。麦格纳是为全球最大的汽车零部件制造商之一，也堪称全球最多元化的汽车零部件供应商，总部位于加拿大。麦格纳的产品能力包括内饰系统、座椅系统、闭锁系统、金属车身与底盘系统、镜像系统、外饰系统、车顶系统、电子系统、动力总成系统的设计、工程开发、测试与制造以及整车设

计与组装，其中变速器是麦格纳的传统优势领域。公司有望通过和麦格纳的合作，加速渗透优质的一级供应商以及下游整车企业，走上发展的快车道。

图 12：麦格纳双离合自动变速器



Dual-Clutch Transmissions

资料来源：麦格纳官网

图 13：麦格纳混合变速器



Hybrid Transmissions

资料来源：麦格纳官网

公司配套大众变速器，开启新的成长

公司披露新订单，配套大连大众变速器公司。2018 年至今，在变速器系统总成方面，公司获得大众变速器、格特拉克、吉利等客户多个项目订单，新项目订单充沛。其中 2018 年，公司获得大众变速器有限公司 MQ250/DQ381/DQ500，格特拉克 B6+、吉利 EDS 等订单，公司变速器业务拥有自主设计和同步开发能力，未来有望持续受益变速器业务增长。

图 14：变速器总成



资料来源：爱卡汽车

图 15：变速器齿轮



资料来源：汽车维修技术网

变速器配套向总成化升级，替代外资可期。公司变速器产品质量可靠，行业口碑好。目前变速器配套有总成化趋势，一套变速器齿轮的价格在 60-100 元，而一个变速器总成价格在 200-300 元，单车配套价值量提升 100-240 元。2019 年，国内变速器总成市场规模约为 54 亿元，行业主要玩家是豪能股份、光阳股份和精锻科技等。近年来，公司不断加深与大众变速器有限公司的合作，有望通过配套大众变速器带来的示范效应，进入更多

国际一流整车制造厂商的供应链体系，同时伴随着国内汽车零部件行业国产替代的整体趋势，进一步提升公司收入和利润。

图 16: 大众变速器大连有限公司



资料来源：大众变速器大连有限公司官网

图 17: 大众变速器大连有限公司 DQ200 及 AVS 工厂



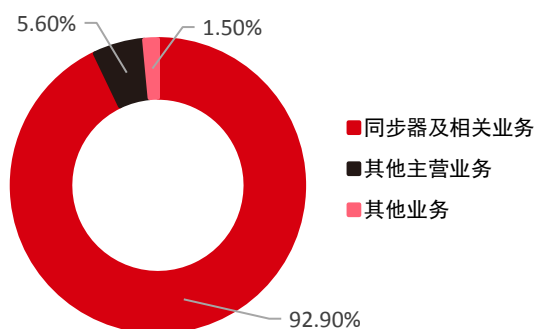
资料来源：大众变速器大连有限公司官网

同步器优势明显，经营周期有望触底向上

公司聚焦同步器业务，优势明显

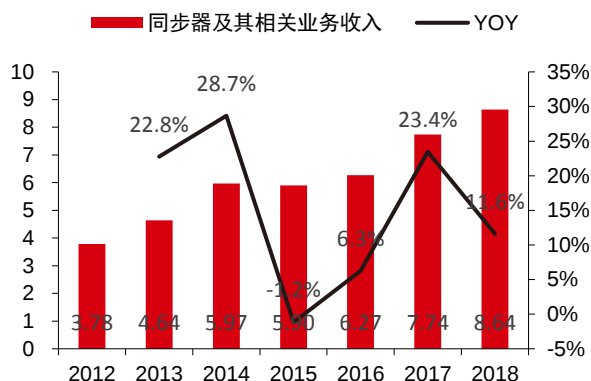
公司同步器业务优势明显，市占率超 30%。公司主要产品包括同步器齿环及其相关零配件（齿套、齿毂、结合齿等），经过多年研发和技术储备，公司已具备同步器总成全产品线的研发、制造能力，产品市占率超 30%。公司聚焦同步器业务，2018 年公司同步器及相关零部件营收占比 93%。纵使汽车行业 2018 年起景气度降低，公司同步器传统业务依旧保持正向增长，业绩好于行业平均。

图 18: 公司业务占比



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 19: 公司同步器及其相关业务营业收入及同比增长率（单位：亿元）

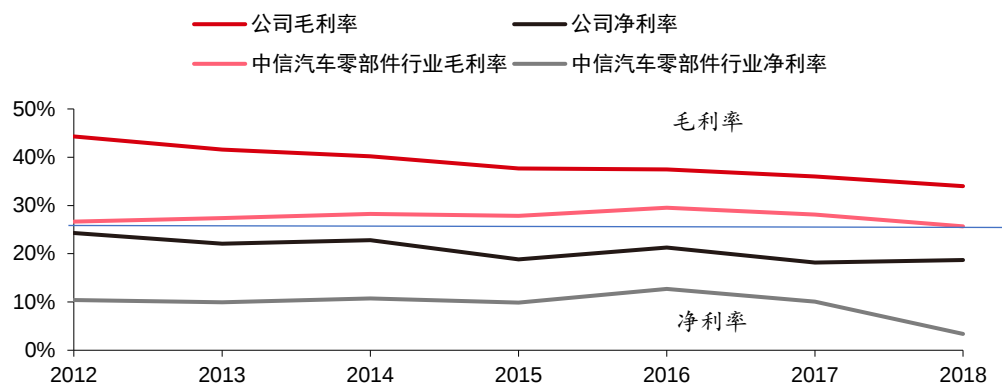


资料来源：公司年报，中信证券研究部

公司坚持走垂直一体化路线，增强产品竞争力。公司具备铜合金材料熔炼铸造、挤制管材、精密锻造、模具设计制造、高精度切削加工、热处理、喷钼处理、粘碳摩擦材料以及在线检测等全工艺过程生产能力，实现产品全生产过程自我控制、保证产品质量、准时

化生产、及时性供货。此外，公司还通过工艺改善等方式，实现工装国产化，降低采购周期和成本；通过提升道具寿命，在关键工序安装报警系统，充分利用工装寿命有效控制产品质量，降低废品率等方式达到降本增效的目的。2018 年公司毛利率为 34.0%，净利率为 18.7%，始终保持在行业较高水平。较高的利润率使得公司产品竞争力较强，公司同步器及其相关产品市占率超过 30%。

图 20：公司利润率与行业平均水平对比

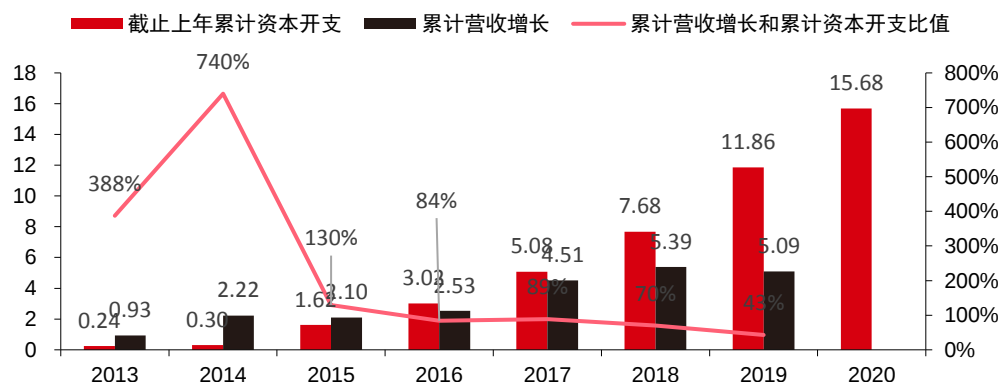


资料来源：Wind，公司年报，中信证券研究部

资本开支周期接近尾声，经营周期有望触底向上

资本开支周期接近尾声，静待订单爬升。同步器属于重资产行业，公司累计营收增长与累计资本开支的比值呈现下降趋势。2019 年，我们预计公司累计营收增长 5.09 亿元，累计资本开支约为 11.86 亿元，累计营收增长与累计资本开支之比显著下降，到达历史最低点 43%，说明公司资本开支大幅增长，但营收还未迎来高峰。随着未来公司订单不断落地，公司有望迎来营收与资本开支的“剪刀差”，产能利用率有望持续升高，重新打开向上的成长空间。

图 21：公司资本开支与营业收入情况

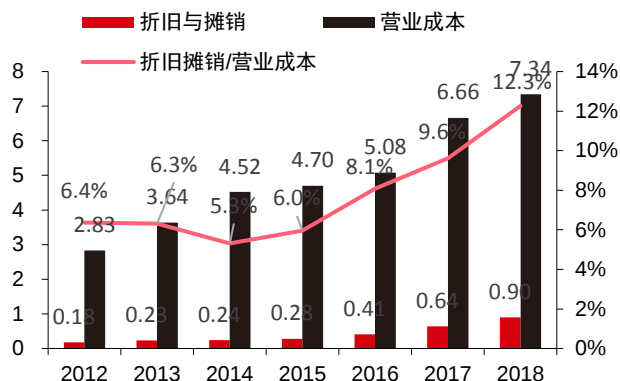


资料来源：公司公告，中信证券研究部
本开支数据为 2019 年前三季度资本开支

注：2019 年累计营收增长为中信证券研究部预测值，2019 年资

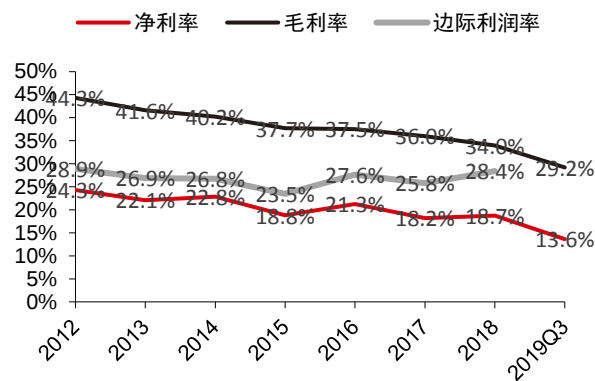
公司盈利能力有较大提升空间，经营周期触底向上。2018 年以后，国内汽车行业景气度持续走低，影响上游零部件企业盈利能力。公司受到行业波及，盈利能力有所下滑。公司近年来资本开支较大，导致固定资产折旧与无形资产摊销占比不断上升，2018 年达到 12.3%。如果加回折旧与摊销，公司边际利润率为 28.4%，而公司利润率为 18.7%，有较大提升空间。我们认为，随着公司在手订单不断释放，产能利用率逐步提升，盈利能力稳步修复，经营周期有望触底向上。

图 22：公司折旧摊销与营业成本（亿元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 23：公司毛利率、净利率与边际利润率



资料来源：公司年报，中信证券研究部

注：边际利润率=（净利润+折旧与摊销）/营业收入

风险因素

1. 全球汽车行业景气度不及预期；
2. 海外业务不及预期；
3. 公司新客户拓展不及预期。

盈利预测和估值评级

我们盈利预测的基本假设基于：

公司主营同步器及其相关产品，国内市占率超 30%。同步器是汽车变速器中的关键零件。我们预测 2025 年全球同步器及其相关产品行业空间为 106 亿元，国内行业空间为 35 亿元。行业集中度较高，仅有少数企业进入同步器组件高端产品的生产制造领域。此外，同步器及其组件制造属于重资产行业，海外龙头由于成本的原因正逐渐减少新资本开支投入，且国内公司产品水平已接近国际一线厂商，未来有望逐步替代外资供应商。

公司新客户拓展顺利。2019 年 5 月，公司全资子公司泸州长江与与麦格纳动力总成系统（MPT）签订了战略合作协议，双方将在“锻造件、同步器系统和驻车系统”领域建

立战略合作关系。2018 年至今，在变速器系统总成方面，公司获得大众变速器 MQ250/DQ381/DQ500、格特拉克 B6+、吉利 EDS 等客户多个项目订单，新项目订单充沛。

表 3：2017-2022 豪能股份各业务主要盈利能力指标（含预测）（亿元）

		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
同步器齿环	营业收入	4.91	4.68	4.55	5.23	5.49	5.77
	YOY		-4.7%	-2.8%	15.0%	5.0%	5.0%
	毛利	2.05	1.93	1.68	1.99	2.11	2.22
	毛利率	41.8%	41.2%	37.0%	38.0%	38.5%	38.5%
业务营收占比		58.3%	50.3%	50.6%	46.0%	41.3%	39.8%
齿毂、齿套	营业收入	1.88	2.51	2.40	2.88	3.17	3.42
	YOY	29.7%	33.5%	-4.4%	20.0%	10.0%	8.0%
	毛利	0.32	0.51	0.41	0.53	0.60	0.65
	毛利率	17.0%	20.3%	17.0%	18.5%	19.0%	19.0%
营收占比		22.3%	27.0%	26.7%	25.3%	23.8%	23.6%
结合齿	营业收入	0.95	1.46	1.40	1.80	2.25	2.48
	YOY	120.9%	53.7%	-4.1%	28.6%	25.0%	10.0%
	毛利	0.38	0.43	0.33	0.45	0.60	0.67
	毛利率	40.0%	29.5%	23.5%	25.0%	26.5%	27.0%
营收占比		11.3%	15.7%	15.6%	15.8%	16.9%	17.1%
其他主营业务	营业收入	0.64	0.52	0.50	1.25	2.19	2.63
	YOY	357.1%	-18.8%	-3.8%	150.0%	75.0%	20.0%
	毛利	0.25	0.17	0.12	0.33	0.58	0.70
	毛利率	39.1%	32.7%	24.0%	26.0%	26.5%	26.5%
营收占比		7.6%	5.6%	5.6%	11.0%	16.4%	18.1%

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部预测

综合参考可比标的，我们认为公司合理估值为 20 倍市盈率。公司经营领域为汽车零部件，具体业务为汽车变速器中同步器及其相关组件。因此我们选取精锻科技和爱柯迪作为可比标的。精锻科技（300258.SZ）是国内精锻齿轮龙头，国内精锻齿轮行业市占率第一，主要产品为半轴齿轮、结合齿、VVT 相关产品和轴类产品等，与豪能业务相关性较高，估值水平具有较强可比性，当前股价对应 2018/19/20/21 年 PE 估值为 21/29/23/19 倍。爱柯迪（600933.SH）专注高压铸造，聚焦小型铝合金零件，是国内领先的铝高压铸造龙头，和豪能股份具有一定的相似性，当前股价对应 2018/19/20/21 年 PE 估值为 24/29/23/18 倍。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
		（元）	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2019E
300258	精锻科技	13.24	0.64	0.45	0.57	0.71	21	29	23	19	2.7
600933	爱柯迪	15.17	0.55	0.55	0.69	0.86	28	28	22	18	3.3
平均数							24	29	23	18	3.0
中位数							24	29	23	18	3.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 4 日收盘价

公司是国内同步器领先供应商，国内市占率超 30%。2019 年 5 月，公司全资子公司泸州长江与麦格纳动力总成系统（MPT）签订了战略合作协议。2018 年至今，公司获得麦格纳和大众变速器客户多个项目订单，新项目订单充沛。当前公司处于资本开支周期尾声，2019 年，累计营收增长与累计资本开支之比显著下降，说明公司资本开支大幅增长，但营收还未迎来高峰。随着未来公司订单不断落地，公司有望迎来营收与资本开支的“剪刀差”，重新打开向上的成长空间。我们预测公司 2019/20/21 年 EPS 为 0.61/0.78/0.94 元，现价对应 PE 为 19/15/12 倍，给予公司 2020 年 20 倍 PE 的估值，对应目标价 15.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：公司盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	842.28	930.24	899.93	1,136.39	1,330.15
营业收入增长率	31%	10%	-3%	26%	17%
净利润(百万元)	149.89	160.98	126.65	164.08	196.66
净利润增长率	19%	7%	-21%	30%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.82	1.08	0.61	0.78	0.94
毛利率%	36%	34%	30%	31%	31%
净资产收益率 ROE%	10.09%	10.45%	7.95%	9.67%	10.92%
每股净资产（元）	7.11	7.37	7.62	8.12	8.62
PE	6	11	19	15	12
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 2 日收盘价

利润表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	842	930	900	1,136	1,330
营业成本	539	614	632	787	921
毛利率	36.04%	33.97%	29.83%	30.77%	30.78%
营业税金及附加	8	7	9	11	13
销售费用	28	23	21	25	29
营业费用率	3.32%	2.52%	2.30%	2.20%	2.20%
管理费用	82	57	56	65	73
管理费用率	9.79%	6.17%	6.20%	5.70%	5.50%
财务费用	5	(2)	8	11	11
财务费用率	0.60%	-0.21%	0.85%	0.93%	0.81%
投资收益	(1)	3	11	11	11
营业利润	176	201	150	200	240
营业利润率	20.95%	21.65%	16.68%	17.59%	18.01%
营业外收入	3	6	0	0	0
营业外支出	0	5	0	0	0
利润总额	179	202	150	200	240
所得税	26	29	20	29	35
所得税率	14.48%	14.13%	13.50%	14.50%	14.50%
少数股东损益	3	13	3	7	8
归属于母公司股东的净利润	150	161	127	164	197
净利率	17.80%	17.31%	14.07%	14.44%	14.78%

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	179	202	150	200	240
所得税支出	-26	-29	-20	-29	-35
折旧和摊销	64	90	95	106	120
营运资金的变化	-25	40	25	-92	-86
其他经营现金流	11	6	-4	3	3
经营现金流合计	203	310	246	188	242
资本支出	-260	-418	-192	-272	-292
投资收益	-1	3	11	11	11
其他投资现金流	-3	-100	0	0	0
投资现金流合计	-265	-515	-181	-261	-281
发行股票	562	29	0	0	0
负债变化	222	381	65	114	-104
股息支出	0	-107	-75	-60	-92
其他融资现金流	-85	-310	-8	-11	-11
融资现金流合计	699	-6	-18	44	-207
现金及现金等价物净增加额	636	-211	47	-29	-245

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	703	493	540	511	266
存货	193	256	244	304	365
应收账款	259	229	222	280	328
其他流动资产	252	326	322	376	421
流动资产	1,407	1,303	1,328	1,472	1,380
固定资产	671	897	982	1,086	1,216
长期股权投资	15	14	14	14	14
无形资产	37	39	40	42	43
其他长期资产	102	188	199	260	300
非流动资产	826	1,138	1,235	1,401	1,573
资产总计	2,232	2,441	2,564	2,874	2,953
短期借款	124	214	279	393	290
应付账款	188	184	189	235	275
其他流动负债	155	222	219	257	287
流动负债	467	620	687	886	852
长期借款	81	32	32	32	32
其他长期负债	120	129	129	129	129
非流动性负债	201	161	161	161	161
负债合计	668	780	848	1,046	1,013
股本	107	149	209	209	209
资本公积	552	509	450	450	450
归属于母公司所有者权益合计	1,486	1,540	1,592	1,697	1,802
少数股东权益	78	120	123	130	138
股东权益合计	1,564	1,660	1,716	1,827	1,940
负债股东权益总计	2,232	2,441	2,564	2,874	2,953

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	30.82%	10.44%	-3.26%	26.27%	17.05%
营业利润增长率	33.34%	14.13%	-25.46%	33.14%	19.86%
净利润增长率	18.70%	7.40%	-21.33%	29.55%	19.86%
毛利率	36.04%	33.97%	29.83%	30.77%	30.78%
EBITDA Margin	29.18%	31.04%	27.70%	27.26%	27.26%
净利率	17.80%	17.31%	14.07%	14.44%	14.78%
净资产收益率	10.09%	10.45%	7.95%	9.67%	10.92%
总资产收益率	6.71%	6.60%	4.94%	5.71%	6.66%
资产负债率	29.94%	31.97%	33.08%	36.42%	34.31%
所得税率	14.48%	14.13%	13.50%	14.50%	14.50%
股利支付率	71.17%	46.38%	47.00%	56.00%	61.00%

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。	股票评级	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. 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 Dalamal 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）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。

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。