



买入

48% ↑

目标价格:人民币 12.60

002434.CH

价格:人民币 8.50

目标价格基础:20倍 18年市盈率

板块评级:增持

万里扬

收奇瑞 CVT 完善变速箱布局, 百亿蓝海待爆发

万里扬是国内中轻卡变速器龙头企业, 主要为福田汽车、东风汽车等配套变速器, 是全球商用车变速器产销量最大的供应商。公司完成收购吉利乘用车手动变速箱业务, 拟增发收购奇瑞变速箱业务。收购完成后, 公司将在乘用车变速箱领域形成完整布局。奇瑞传统 CVT 及新能源混动 CVT 技术领先, 国内自动变速箱需求旺盛但供给极为匮乏, 公司作为独立供应商有望获得大量订单, 市场前景极为广阔。公司在中轻卡变速器领域具有极强的规模、技术、成本等优势, 商用车变速器有望稳定贡献收益。公司收购金兴内饰, 通过管理改善及成本控制等手段, 内饰业务有望扭亏为盈, 并成为新的业绩增长点。我们预计公司 2016-2018 年考虑收购增发后摊薄的备考每股收益分别为 0.39 元、0.49 元和 0.63 元, 给予公司 20 倍 2018 年市盈率, 合理目标价为 12.60 元, 首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **乘用车变速箱布局完整, CVT 资源稀缺有望爆发。** 公司完成收购吉利乘用车手动变速箱业务, 并拟增发收购奇瑞变速箱业务。收购完成后, 公司将在乘用车变速箱领域形成完整布局。乘联会数据显示, 国产品牌乘用车 2015 年自动变速箱渗透率仅约 20%, 预计到 2020 年国产品牌乘用车销量有望达到 1,414 万辆, 自动变速箱渗透率有望提升至 30%, 需求 424 万台, 但国内供给极为匮乏。奇瑞传统及新能源 CVT 技术国内领先, 公司收购后作为独立供应商有望获得大量订单, 市场前景极为广阔。
- **商用车变速器龙头收益稳定, 内饰业务是新的业绩增长点。** 公司是中轻卡变速器龙头企业, 具有极强的规模、技术、成本等优势, 有望持续贡献业绩。公司完成收购金兴内饰, 通过管理改善及成本控制等手段, 内饰业务有望扭亏为盈并成为公司新的业绩增长点。

评级面临的主要风险

- 1) 商用车变速器销量不及预期; 2) 乘用车变速箱发展不及预期。

估值

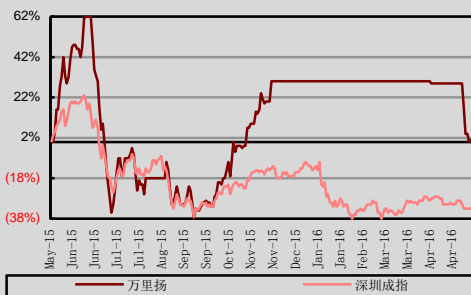
- 我们预计万里扬 2016-2018 年考虑收购增发后摊薄的备考每股收益分别为 0.39 元、0.49 元和 0.63 元。考虑到公司在乘用车变速器领域的完善布局 and 巨大市场潜力, 给予公司 20 倍 2018 年市盈率, 合理目标价为 12.60 元, 首次给予买入评级。

投资摘要 (备考)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,382	1,973	4,936	5,651	7,126
变动(%)	(3)	43	150	15	26
净利润(人民币 百万)	192	212	520	667	850
全面摊薄每股收益(人民币)	0.142	0.157	0.385	0.494	0.630
变动(%)	31.6	10.5	145.9	28.1	27.5
全面摊薄市盈率(倍)	15.1	20.5	22.1	17.2	13.5
价格/每股现金流量(倍)	13.8	12.2	18.3	13.1	9.4
每股现金流量(人民币)	0.61	0.69	0.46	0.65	0.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.0	12.8	3.9	2.7	1.7
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.135	0.173	0.220
股息率(%)	2.4	1.8	1.6	2.0	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.2)	(25.8)	(26.2)	(9.1)
相对深证成指	(0.8)	(22.3)	(22.9)	26.9

发行股数(百万)	510
流通股(%)	97
流通股市值(人民币 百万)	4,223
3个月日均交易额(人民币 百万)	126
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
万里扬集团有限公司	33

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 5 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

彭勇*
(8621)20328596
yong.peng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

目录

万里扬——从中轻卡变速箱龙头到变速箱巨头	3
乘用车变速箱全面布局，CVT 技术领先有望爆发.....	5
商用车触底反弹，中轻卡变速器龙头收益稳定	11
收购金兴加强乘用车配套，提升客户粘性 & 业绩	14
盈利预测及投资建议	17
风险提示	18

万里扬——从中轻卡变速箱龙头到变速箱巨头

主营业务、主要股东和参控公司情况

万里扬是国内中轻卡变速器龙头企业，主要为福田汽车、东风汽车、江淮汽车等国内大中型汽车厂家提供配套，已形成年产 120 万台、40 多个系列、1,000 多个品种的变速器和减速器总成系列的生产规模，是全球商用车变速器产销量最大的供应商。

公司以前产品主要是商用车变速箱及其他配件，2015 年通过收购吉利发达的股权以及宁波吉利和浙江吉润的乘用车手动变速箱（包括 5MT/6MT 等）相关资产，大举进入乘用车变速箱领域。

为扩大乘用车行业用户粘性，公司于 2015 年收购金兴汽车内饰股份有限公司 70% 股权。金兴主要从事乘用车零部件用模具以及车用方向盘、仪表盘、保险杠等汽车内饰件和外饰件的研发、生产、销售，主要为华晨宝马、北京奔驰等整车厂商配套，在国内汽车内饰行业拥有较高的知名度。

公司日前拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买奇瑞股份持有的奇瑞变速箱 100% 股权，其主要产品包括 MT 和 CVT（包括传统 CVT 和新能源混动 CVT）两大类，技术国内领先，已广泛应用于奇瑞现有车型。

公司现有主要产品包括商用车变速器、乘用车变速器、汽车内饰三大板块。商用车变速器主营轻卡、中卡变速器等业务，目前有金华、山东两大基地，主要客户包括福田汽车、东风汽车、江淮汽车等。乘用车变速器目前主营手动变速器等业务，目前有宁波、金华两大基地，主要客户包括吉利汽车等。汽车内饰主要有方向盘、仪表盘、保险杠等内外饰件产品，目前有辽阳、天津、大连、芜湖、景德镇五大基地，主要客户包括华晨宝马、北京奔驰、华晨汽车、北京现代、长安汽车、奇瑞汽车、江铃汽车、一汽集团等整车厂商。

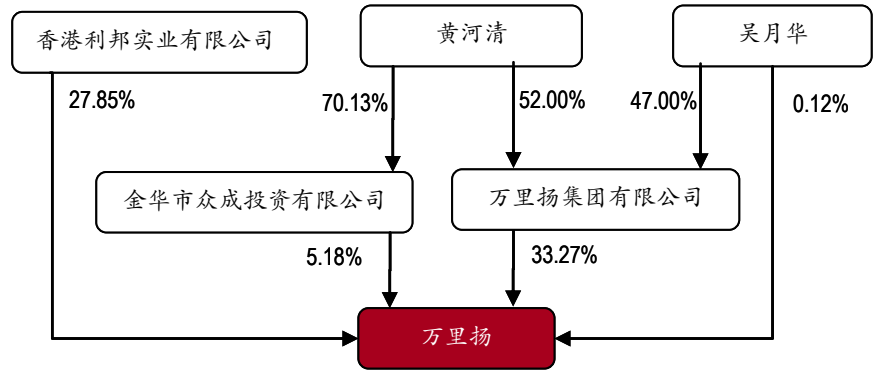
图表 1. 公司主要产品



资料来源：公司网站

公司主要股东包括万里扬集团有限公司、香港利邦实业有限公司、金华市众成投资有限公司等，持股比例分别为 33.27%、27.85%和 5.18%。公司实际控制人为黄河清先生和吴月华女士，两位为夫妻关系，其中黄河清为公司董事长、万里扬集团执行董事，吴月华为公司董事、万里扬集团总裁。

图表 2. 公司股权架构



资料来源：公司公告

公司主要参股和控股公司包括金兴汽车内饰股份有限公司、台州吉利发达汽车变速器有限公司、山东蒙沃变速器有限公司、浙江万融资租赁有限公司等。

图表 3. 主要参控公司

序号	被参控公司	持股比例(%)	主营业务
1	浙江万融资租赁有限公司	100.00	融资租赁
2	金兴汽车内饰股份有限公司	70.00	汽车内饰件
3	山东卫禾传动科技有限公司	70.00	农机传动系统
4	台州吉利发达汽车变速器有限公司	72.00	乘用车变速器
5	山东蒙沃变速器有限公司	53.88	轻微卡变速器
6	金华新隆股权投资合伙企业(有限合伙)	31.25	股权投资
7	金华市婺城区万通小额贷款有限公司	27.75	小额贷款
8	金华万里扬机械制造有限公司	100.00	变速器箱体铸造

资料来源：公司公告

乘用车变速箱全面布局，CVT 技术领先有望爆发

自主品牌乘用车销量稳步增长，自动变速箱市场空间极为广阔

汽车发动机输出转速非常高，不能直接连接车轮，必须有一套变速装置，来协调发动机的转速和车轮的实际行驶速度，这套装置就是变速器。汽车变速器是指能改变输出轴和输入轴传动比和转矩的传动装置，又称变速箱。

传统汽车的变速器，按操纵方式分类，可以分为手动变速器和自动变速器（含半自动变速器）两大类。总体而言，手动变速器油耗较低，制造成本低，但操纵复杂；自动变速器的操作舒适性较好，但制造成本较高。按照结构和原理的不同，自动变速器可以分为四种型式：液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、机械式自动变速器（AMT）、双离合变速器（DCT）。

图表 4.传统汽车变速器分类

种类	MT	AMT	AT	DCT	CVT
图片					
构成	齿轮传动机构 换挡执行机构 同步器 箱体	单离合器 齿轮传动机构 换挡执行机构 电机或液压系统 电子控制系统 箱体	液力变矩器 行星齿轮机构 换挡元件 液压控制系统 电子控制系统 箱体	液力变矩器 行星排和齿轮 锥盘钢带等 液压控制系统 电子控制系统 箱体	双离合器 齿轮传动机构 换挡元件 液压控制系统 电子控制系统 箱体
优点	结构简单 成本低 扭矩范围广	结构较简单 成本较低 扭矩范围广	技术成熟 换挡品质高 扭矩范围广	成本较低 油耗较低 换挡品质较好	无级变速 低负荷区高效率 换挡品质最好
缺点	操作复杂 舒适性差	换挡动力中断 舒适性差 控制系统要求高	结构复杂 低档数油耗较高	结构较复杂 扭矩范围受限	结构复杂 控制系统要求高 扭矩范围受限
应用	低成本乘用车、商用车	低成本乘用车、商用车	各类车辆	中小排量乘用车	中小排量乘用车

资料来源：中银证券

新能源汽车变速箱和传统燃油汽车略有不同，按照混动和纯电等不同动力形式进行划分，车型和结构不同，变速箱也有所不同。

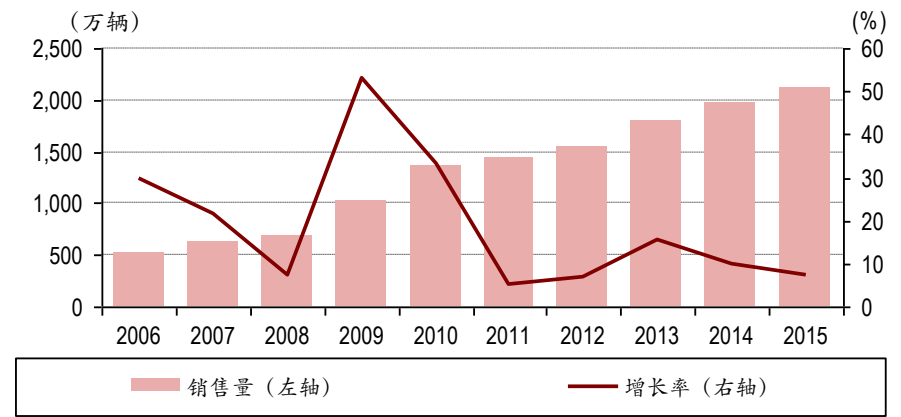
图表 5.新能源汽车变速器

新能源汽车	分类	变速箱	代表车型
混合动力	串联	无需变速箱	
	并联	需要变速箱	比亚迪秦
	混联	多为行星齿轮架构，无需变速箱	丰田 Prius
纯电动	单级	单级减速器	特斯拉 Model S
	多级	多级变速器	

资料来源：中银证券

变速箱是整车的核心零部件，其需求和整车销量息息相关。近 10 年来，国内汽车销量一直保持高速增长，2015 年乘用车销量高达 2115 万辆。

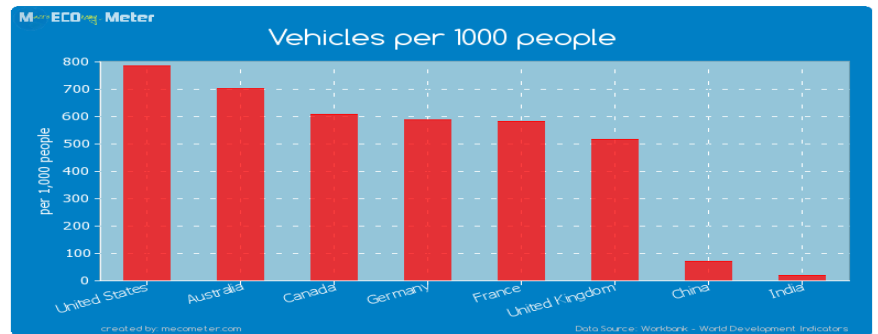
图表 6. 国内乘用车销量持续增长



资料来源: 中汽协

尽管国内汽车销量自 2009 年以来一直保持世界第一, 但人均保有量还处于较低水平。截至 2015 年底, 我国汽车保有量 1.72 亿辆, 千人保有量约为 118 辆, 远低于发达国家如欧美 500-800 辆平均水平, 离世界平均水平 170 余辆也有较大差距, 因此国内汽车销量和保有量还存在巨大发展空间。

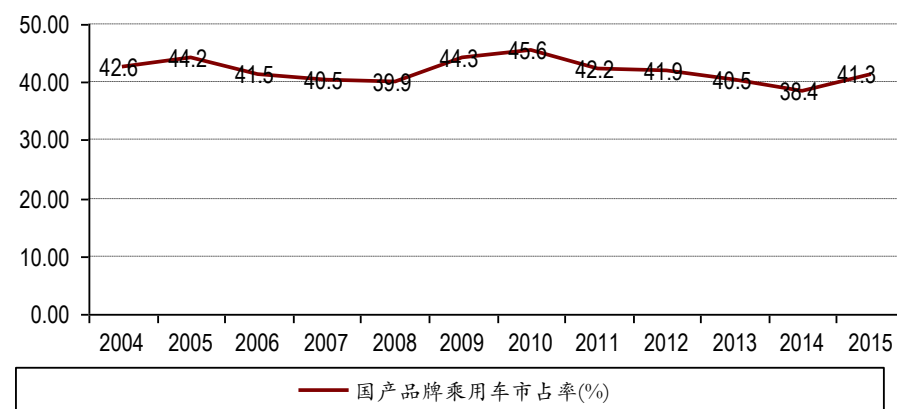
图表 7. 国内汽车千人保有量仍处于相对较低水平, 未来发展空间巨大



资料来源: Workbank

随着国产 SUV 等车型的异军突起, 国产品牌乘用车市占率逐步提升, 2015 年国产品牌乘用车市占率已提升至 41.3%。

图表 8. 国产品牌乘用车市占率 2015 年快速提升



资料来源: 中汽协

受小排量减税政策刺激，2016 年汽车销量有望保持高速增长。此后如无政策刺激，乘用车销量将保持低速增长，预计 2020 年乘用车销量约为 2,828 万辆。国产品牌乘用车品质不断提升，2020 年市占率有望提升至 50%，销量达到 1414 万辆，相应变速箱的需求也在快速增加。

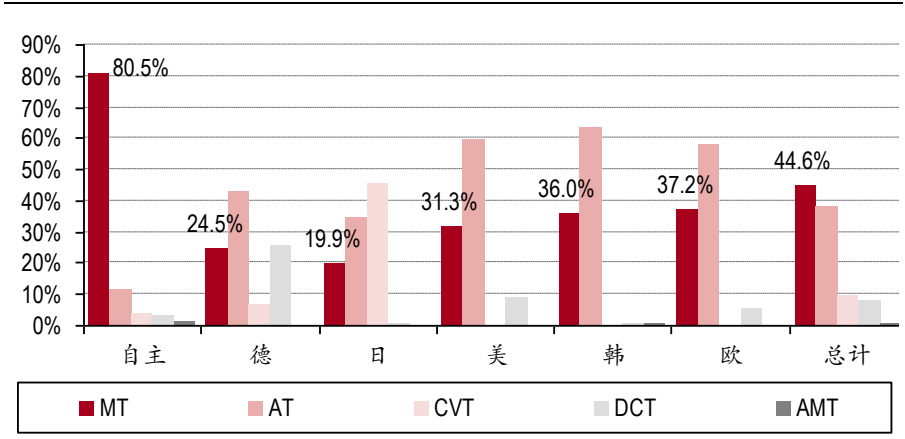
图表 9.国内乘用车销量预测

(万辆)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
乘用车	2,115	2,327	2,443	2,566	2,694	2,828
同比(%)	7.3	10.0	5.0	5.0	5.0	5.0
国产品牌乘用车	874	1,024	1,124	1,219	1,320	1,414
市占率(%)	41.3	44.0	46.0	47.5	49.0	50.0

资料来源：中银证券

乘联会数据显示，国产品牌乘用车以手动挡车型居多，2015 年占比约 80.5%。但随着国产车型品质的提高，以及汽车消费升级，国产车型对于自动挡的需求也在逐步提升。以 2020 年国产品牌乘用车销量 1,414 万估算，自动变速箱渗透率从 20%提升至 30%，2020 年需求高达 424 万台，与 2015 相比超过翻倍增长。

图表 10.2015 年国产品牌乘用车自动挡占比约 20%，提升空间巨大



资料来源：乘联会

国产自动变速箱供应极为稀缺，独立供应商有望获得更多订单

乘用车手动变速箱和自动变速箱技术难度不同，供应体系也有所差别。

我国乘用车手动档变速箱生产企业主要可以分为两类，一类是集团内自产变速箱为其整车配套，如一汽、上汽、东风等；另一类是独立的变速箱生产企业，可以为多家整车厂同时配套。

自动变速箱情况则略有不同。除大型汽车集团有能力进行内部开发和生产外，多数整车厂家的自动变速箱均需要外部采购。主要的独立供应商有德国采埃孚(ZF)、日本加特可(JATCO)、日本爱信(Aisin)和德国格特拉克(Getrag)等及其在中国设立的合资企业。此外，也有规模稍小的二三线独立变速器企业在国内获得一定的市场份额，如比利时邦奇、澳大利亚 DSI (吉利收购) 等。

外资品牌变速箱技术和质量较高，但相应价格高昂。国产品牌乘用车溢价能力有限，成本控制严格，对外资品牌自动变速箱高价格的承受能力非常有限，而对国产价廉物美的自动变速箱需求量巨大。以 2020 年国产品牌乘用车销量 1,414 万估算，自动变速箱渗透率从 20%提升至 30%，2020 年需求高达 424 万台，与 2015 相比超过翻倍增长。

但目前除了多家整车厂商在研发并应用 DCT 外，国内独立的自动变速箱供应商主要有盛瑞传动（AT）、湖南容大（CVT）等，且批量产能规模非常有限，供应极为紧缺。

图表 11. 主要国内自动变速箱供应商

类型	公司	所属整车厂商背景	主要配套整车厂	产能(万台)
AT	爱信	丰田汽车	一汽大众、上汽大众、长安汽车等	
	天津艾达自动变速器有限公司	一汽、爱信	一汽丰田	
	上海采埃孚变速器有限公司	上汽、采埃孚	上汽大众、长城汽车等	
	采埃孚齿轮箱有限公司	德国独立	华晨汽车等	
	现代派沃泰	现代汽车	长城汽车	
	内蒙欧意德	华泰汽车	华泰汽车	45
	盛瑞传动	国产独立	江铃汽车	10
CVT	DSI	吉利、双林	吉利汽车	30
	JATCO 株式会社	日本独立	东风汽车等	
	湖南江麓容大车辆传动	国产独立	重庆力帆、浙江众泰	5
	南京邦奇自动变速箱有限公司	比利时独立	吉利汽车、江淮汽车等	24
	奇瑞变速箱	奇瑞、万里扬（拟收购）	奇瑞汽车	20
DCT	格特拉克（江西）传动系统	江铃汽车、格特拉克	长安福特、江铃汽车、观致汽车	55
	东风格特拉克汽车变速箱有限公司	东风汽车、格特拉克	东风汽车	3
	杭州依维柯变速器	广汽、菲亚特	广汽乘用车、广汽菲亚特	30
	上海汽车变速器有限公司	上汽集团	上汽乘用车、长丰猎豹	
AMT	重庆青山工业	长安集团	长安汽车	5
	安徽星瑞齿轮传动	江淮汽车	江淮汽车	5
	湖南中德汽车自动变速器	长丰集团	长丰猎豹	30
	重庆青山工业	长安集团	长安汽车等	10

资料来源：公司公告、中银证券

收购吉利和奇瑞变速箱，CVT 技术领先有望获得丰富订单

公司以前主要产品为商用车变速箱及其他配件，2015 年通过收购吉利发达的股权以及宁波吉利和浙江吉润的乘用车手动变速箱（包括 5MT/6MT 等）相关资产，大举进入乘用车变速箱相关领域。

日前公司拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买奇瑞股份持有的奇瑞变速箱 100% 股权，并募集配套资金不超过 15 亿元。奇瑞变速箱主要产品包括 MT 和 CVT（包括传统 CVT 和新能源混动 CVT）两大类，均广泛应用于奇瑞车型，技术实力国内领先。

图表 12. 奇瑞变速箱交易方案

序号	交易对方名称	交易对方在标的公司的持股比例	转让对价（元）	对价支付方式及金额		
				现金对价金额（元）	股份对价金额（元）	股份对价数量（股）
1	奇瑞股份	100%	2,600,068,000	1,000,068,000	1,600,000,000	165,289,256
	合计	100%	2,600,068,000	1,000,068,000	1,600,000,000	165,289,256

资料来源：公司公告

截至 2016 年 3 月底，奇瑞变速箱共有员工 774 人，其中技术研发人员达 109 人，均具有深厚的技术实力、良好的知识背景和丰富的产品研发经验。在 CVT、MT 等变速箱产品方面，公司拥有涵盖产品结构、试验方法、控制策略、生产工艺等方面的多项专利。

通过两次并购，公司将全面掌握乘用车手动、自动及新能源变速箱，形成了完善的乘用车变速箱布局，并获得了相关客户、制造资产及核心技术人员。

图表 13. 乘用车变速器布局完整

	手动变速器	自动变速器	新能源变速器
吉利	5MT、6MT 等		
奇瑞	QR512、QR513、QR523 等	CVT	CVT 混动

资料来源：公司公告、中银证券

公司乘用车变速器前期客户主要为吉利和奇瑞，收购资产均附有相关合作协议。吉利采购变速器的合作协议有效期至 2018 年 12 月 31 日止，奇瑞股份则承诺 2016-2019 年向奇瑞变速器采购变速器而在当年实现的归属于奇瑞变速器的净利润分别为 2.00 亿元、2.20 亿元、2.42 亿元及 2.66 亿元。

收购交易完成后，奇瑞变速器将成为公司全资子公司，和吉利变速器一起，成为独立的第三方变速器供应商。公司 CVT 变速器产品较为稀缺，国内技术人员众多，可以提供完善的本地服务，有望获得大量外部整车厂订单。

国产品牌自动变速器需求大幅提升，奇瑞 CVT 有望获得高速发展。从需求角度来看，自主品牌乘用车品质逐步改进，带来销量和市占率提升。据乘联会数据，2015 年国产品牌乘用车自动变速器占有率仅为 20% 左右，未来提升空间巨大。以 2020 年国产品牌乘用车销量 1,414 万估算，自动变速器渗透率从 20% 提升至 30%，2020 年需求量高达 424 万台，与 2015 相比超过翻倍增长，市场空间增量超过两百亿元。

图表 14. 国产品牌乘用车自动变速器需求量预测

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
国产品牌乘用车销量 (万辆)	874	1,024	1,124	1,219	1,320	1,414
自动变速器占比 (%)	19.5	21	23	25	27	30
自动变速器需求量 (万台)	175	215	259	305	356	424

资料来源：中汽协、乘联会、中银证券

图表 15. 国产品牌乘用车变速器供求分析

种类	MT	AMT	AT	DCT	CVT
需求	以国产品牌乘用车销量 1414 万及自动变速器渗透率 30% 估算，2020 年自动变速器需求高达 424 万台				
供给	部分国产品牌整车厂商无 MT 生产或产能不足，必须外部供应	湖南中德汽车自动变速器，重庆青山工业等	德国采埃孚、日本爱信等，国产盛瑞传动	格特拉克 (江西) 传动系统，重庆青山工业等	日本捷科特、南京邦奇，湖南江麓容大，万里扬 (奇瑞变速器)
优点	结构简单 成本低	结构简单 成本较低	技术成熟 换挡品质高 扭矩范围广	成本较低 油耗较低 换挡品质较好	成本较低 低负荷区高效率 换挡品质最好
缺点	换挡操作舒适性差	换挡体验差	合资 AT 产品价格较高，国产 AT 批量产能不足	前期质量事故较多，部分顾客有较大顾虑	扭矩范围有限，但国产乘用车排量有限，影响小
应用	低成本乘用车	低成本乘用车	欧美系应用较多	德系应用较多	日系应用较多

资料来源：中银证券

而从成本、技术、应用等角度来分析，我们认为 CVT 较为适合国产品牌自动挡乘用车，有望占据国产自动挡车型较大份额，未来市场空间极为广阔。

2015 年国产品牌十大畅销乘用车型中，有 7 款车型配有 AT 及 CVT 自动变速器，均为外资品牌产品，其余 3 款则只有手动挡车型。由此可见，国产品牌 CVT 市场空间极为广阔，未来有望获得高速发展。

图表 16. 国产品牌畅销乘用车自动变速箱供应商

公司	2015 年畅销车型	变速箱配置	自动变速箱供应商
长城汽车	长城汽车哈弗 H6	6MT/4AT/6AT	现代派沃泰 AT
上汽通用五菱	上汽通用五菱宝骏 730	5MT	
吉利汽车	吉利汽车帝豪	5MT/6MT/CVT	南京邦奇 CVT
江淮汽车	江淮汽车瑞风 S3	5MT/6MT/CVT	南京邦奇 CVT
长安汽车	长安汽车 CS75	6MT/6AT	爱信 AT
长安汽车	长安汽车逸动	5MT/4AT/6AT	爱信 AT
长安汽车	长安汽车 CS35	5MT/4AT	爱信 AT
长城汽车	长城汽车哈弗 H2	6MT/6AT	现代派沃泰 AT
北汽集团	北汽银翔幻速 S3	5MT	
上汽通用五菱	上汽通用五菱宝骏 560	5MT/6MT	

资料来源：汽车之家、中银证券

与其它 CVT 竞争对手相比，奇瑞 CVT 技术国内领先，且已长时间大批量应用于奇瑞车型上，产品质量历经市场考验。万里扬完成收购后成为独立供应商，有望获得大量外部整车厂订单，未来前景值得期待。

国产混动变速箱缺口巨大，奇瑞混动 CVT 必将迎来爆发。2015 年新能源汽车迎来爆发，全年销量突破 33 万辆。在国家补贴、限制油耗等政策推动下，2020 年新能源汽车保有量将突破 500 万辆，年销量有望达到 150-200 万辆。混动车型不用担心续航里程等问题，有望占据较大市场份额，对应的混动变速箱需求高达数十万台。

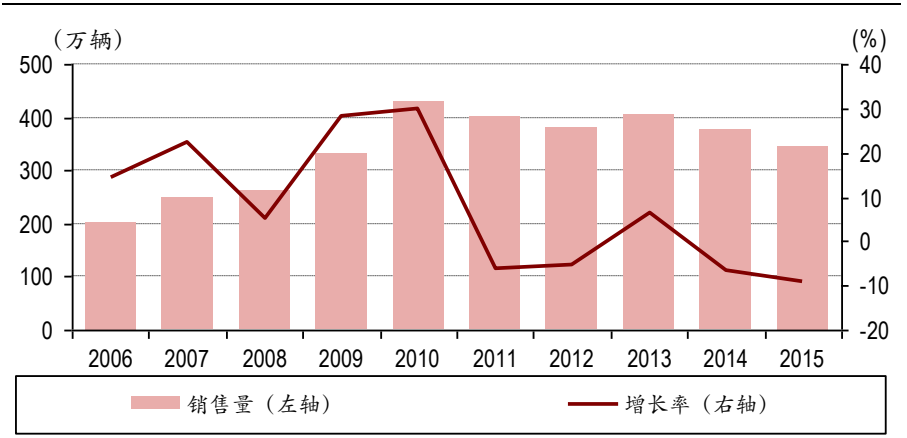
但国产品牌除比亚迪、上汽等少数车企外，大部分不具备混动变速箱研发和制造能力，相应缺口巨大，急需外部供应商填补空白。奇瑞混动 CVT 变速器 2016 年将实现量产，技术国内领先，也是极少数可以批量供应的混动变速箱产品。在新能源汽车高速发展的未来，奇瑞混动 CVT 变速器有望迎来爆发。

商用车触底反弹，中轻卡变速器龙头收益稳定

商用车销量触底反弹，变速箱需求有望回暖

商用车变速器主要为商用车配套，行业发展与商用车销量息息相关。自 2010 年达到 430 万辆的顶峰以来，受宏观经济增速放缓等因素影响，商用车销量持续低位徘徊，2015 年更是低至 345 万辆。

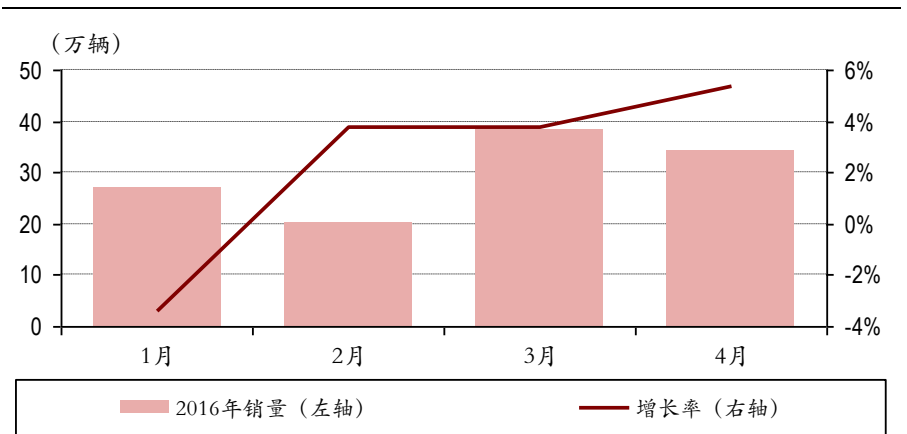
图表 17. 商用车销量持续下滑



资料来源：中汽协

进入 2016 年以来，受更新需求爆发等积极因素影响，商用车月度销量连续三月实现同比正增长，年度销量有望实现正增长，相应变速器需求也有望回暖。

图表 18. 商用车 2016 年销量有望触底反弹



资料来源：中汽协

国内宏观经济增速虽然放缓，但 GDP 总量依然稳步增长，对于相关的商用车需求也将保持稳定。预计未来数年，国内商用车销量有望在 300-350 万辆之间浮动，相应的商用车变速器需求也将保持稳定。

中轻卡变速器龙头地位稳固，多重优势助力业绩稳增长

目前在中国市场上，商用车方面，特别是卡车上，手动变速器占据主流。手动变速器的设计和制造技术等较为成熟稳定，技术难度相对较小。因此在商用车的手动变速器领域，我国汽车变速器行业已经基本做到了自给自供，以万里扬、法士特、綦江齿轮等为代表的本土变速器生产厂家，在商用车手动变速器的研发和制造等方面进步明显，国内厂家也占据了大部分的国内市场份额。

商用车变速箱主要有两种配套方式：一是整车企业内部有相应的变速器厂，直接生产或内部配套；二是向专业变速器生产企业购买。因此国内变速器生产企业也可以分为两大类：一类是从属于整车企业的配套厂家；另外一类是独立生产商用车变速器的厂家。

在商用车市场，以外部采购变速器为主，因此商用车变速器市场集中度相对较高。目前国内商用车变速器行业中规模较大的有万里扬、法士特、格特拉克（江西）传动系统有限公司、綦江齿轮等。

图表 19.商用车变速器主要企业

	公司	配套客户
中轻卡	格特拉克（江西）传动系统	江铃汽车等
	一汽轿车长春齿轮有限公司	一汽等
	安徽星瑞齿轮传动有限公司	江淮汽车等
	东风汽车变速箱有限公司	东风汽车等
重卡	万里扬	福田、东风等，中轻卡变速器市场龙头
	法士特	重卡变速器市场份额排名第一
	綦江齿轮	大中型客车变速器市场份额排名第一
	大同齿轮	大中型客车市场具有很强的竞争力
客车	一汽哈变	主要为一汽旗下各公司配套

资料来源：公司公告

公司自成立以来，一直致力于商用车变速器的研发、生产和销售，是国内中轻卡变速器龙头企业，具有规模、技术、成本等多重优势，未来有望在市场竞争中保持较强的竞争优势，获得更多市场份额。

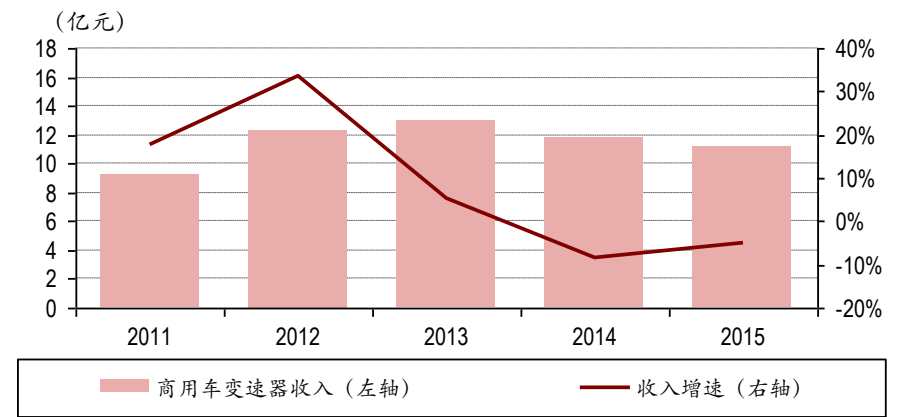
规模优势。公司已形成年产120万台、40多个系列、1,000多个品种的变速器和减速器总成系列的生产规模，是全球商用汽车变速器产销量最大的制造供应商，巨大的规模优势也带来了强大的成本优势。

技术优势。公司技术实力出色，先后被认定为高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业等，多个项目被列入国家火炬计划，拥有各类专利140多项。

成本优势。公司的主要零部件自制率高，外购零配件成本低，成本优势显著。1) 变速器的主要零部件包括壳体、齿轴及同步器等，上述三类零部件的成本占变速器总成本的60%以上。公司的壳体、齿轴和同步器的自制率均超过90%，远高于竞争对手，可以获得较低的成本控制，同时保障零部件的及时供应。2) 外购零配件成本相对较低。公司所在地浙江省是五金汽配件的集中生产区域，零配件采购便捷，物流运输等成本相对较低。

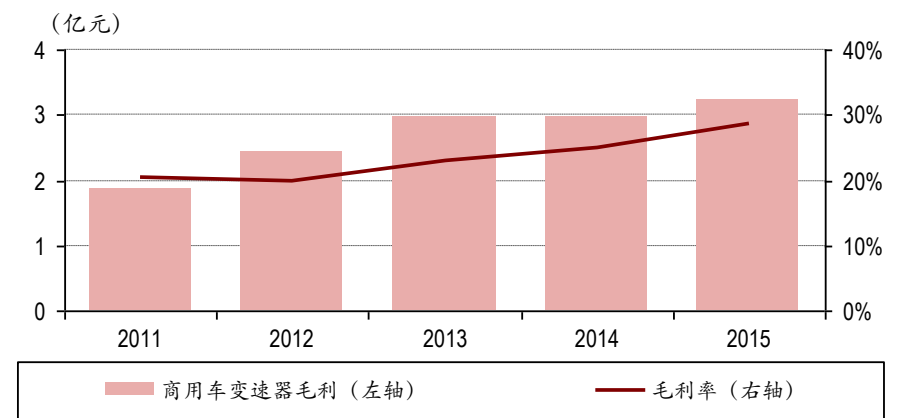
万里扬变速器主要为福田汽车、东风汽车、江淮汽车等国内大中型汽车厂家提供配套，凭借技术、成本、服务等多重优势，公司在轻卡和中卡变速器领域龙头地位稳固，收入和盈利水平表现优异。

图表 20.商用车变速器收入表现优异



资料来源：公司公告、中银证券

图表 21.商用车变速器毛利稳步提升



资料来源：公司公告、中银证券

商用车销量 2016 年有望实现正增长，未来几年有望保持稳定，变速箱需求也将平稳发展。公司规模、技术、成本等优势突出，中轻卡变速器龙头地位稳固，商用车变速器业务有望持续稳定贡献业绩。

收购金兴加强乘用车配套，提升客户粘性及业绩

汽车销量稳步增长，内外饰行业前景广阔

汽车内外饰件主要指汽车内部装饰所用的产品，主要包括仪表盘、门内护板、顶棚、地毯、方向盘、座椅、车身外覆盖件等。内外饰是顾客购车或使用是直接感知的部分，其设计水平、做工质量很大程度上影响着顾客的购车决定，重要性日益提升。

图表 22. 汽车内饰重要性日益提升



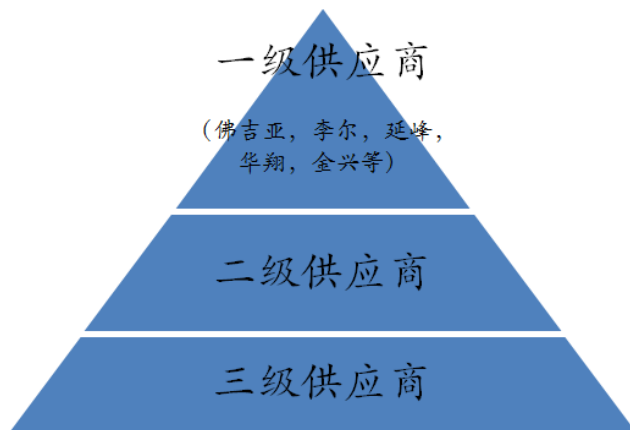
资料来源：互联网

汽车内饰供应商主要可以分为一级、二级和三级供应商。其中一级配套供应商直接向整车厂供应内饰件总成系统，二、三级配套供应商是一级配套供应商的上游企业，为其提供相应内饰件总成中的部分零部件。一级供应商主要有以下几类：

- 1) 跨国汽车内饰件公司在国内的独资公司、合资公司，如佛吉亚、李尔等。这类公司大都与跨国汽车公司建立有稳定的合作伙伴关系，资金实力雄厚，技术水平高，拥有很强的市场竞争力。但由于产品成本和价格相对较高，对其在国内的发展会有一定制约。
- 2) 整车厂的直属公司、合资公司或全资子公司，如上汽华域旗下的延峰等。这类公司可以得到整车厂的客户资源、技术与管理等多方面的支持，但因其主要依附于整车厂，价格竞争力不强，且外部客户拓展也会受到一定限制。
- 3) 独立的内资内饰件公司，如华翔、金兴等。这类公司经过多年发展，资金实力和规模较大，技术水平较高，在产品质量和成本等方面具有较强的竞争力，可以充分满足国内市场需求。

二、三级配套供应商大多为独立的供应商，企业数量较多，竞争较为激烈，产品技术水平、成本控制是企业竞争力的核心因素。部分龙头企业经过多年发展，在技术、制造等方面进步明显，已进入部分车企的全球供应链体系。

图表 23. 汽车内饰供应商构成



资料来源: 中银证券

近年来, 中国已发展为全球最大的汽车市场, 汽车产销规模和汽车保有量巨大, 汽车内外饰行业随之快速发展。伴随着国内汽车高端化的发展趋势, 消费者对内外饰产品的需求也不断提升, 内外饰行业增速有望高于汽车行业整体增速, 市场前景广阔, 相关的内饰企业有望受益。

收购金兴内饰, 管理改善提升业绩, 整合协同创造效益

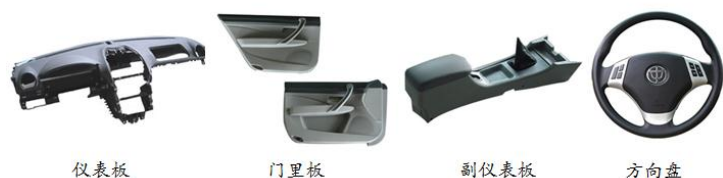
为完善汽车产业链布局, 2015年9月30日, 公司与国跃投资签署了《股份转让协议》, 公司以人民币1.4亿元的价格收购国跃投资持有的金兴股份70%股份。交易完成后, 金兴股份成为公司的控股子公司, 自2015年10月起纳入合并财务报表范围。

金兴主要业务包括汽车零部件用模具以及车用方向盘、仪表盘、保险杠等汽车内饰件和外饰件的研发、生产、销售, 产品涵盖汽车方向盘、汽车内饰仪表盘、门板、中控台、立柱、护板、出风口、烟灰缸、茶杯托架、保险杠等。主要为华晨宝马、北京奔驰、华晨汽车、北京现代、长安汽车、奇瑞汽车、江铃汽车、一汽集团、华泰汽车、众泰汽车等整车厂商配套, 在国内汽车内饰行业拥有较高的知名度。

图表 24. 金兴汽车内饰主要产品



汽车内饰



资料来源: 公司网站、中银证券

金兴拥有先进的研发技术、设备以及生产能力，可以为用户提供从设计开发到模具制造到产品生产的一条龙服务。金兴是国家级高新技术企业，其研发中心是省级研发中心，实验中心是国家级实验室，内饰设备工厂和搪塑电铸模具工厂是国家“十二五”规划的重点项目。

2015年金兴实现营业收入约9亿元，受其经营管理和成本控制等因素影响，目前尚处于亏损状态。公司收购完成后，有望改善管理和控制成本，金兴的盈利能力将快速提升，2016年有望实现扭亏为盈，2017年大幅贡献业绩。

公司与金兴股份同为汽车零部件供应商，在客户、营销和售后等领域各有所长。双方未来有望在市场开拓、营销服务等领域实现资源共享和优势互补，有助于各自开发新客户、增加现有客户粘性及提高市场占有率，为公司变速器业务配套奠定良好的客户基础。

此外，增加内饰业务拓宽了公司的产业布局，多元化布局有助于增强公司风险抵抗能力，并提升公司的综合竞争力。内饰业务也有望成为新的利润增长点，大幅提升公司业绩。

盈利预测及投资建议

乘用车变速箱

收购吉利和奇瑞变速箱后，乘用车变速箱业绩有望大幅增长。预计 2016-2018 年吉利变速箱业务收入分别为 8.2 亿、9.7 亿和 11.4 亿，毛利分别为 1.6 亿、1.9 亿和 2.3 亿。预计 2016-2018 年奇瑞变速箱业务收入分别为 17.0 亿、18.6 亿和 20.0 亿，毛利分别为 4.1 亿、4.5 亿和 4.8 亿。

公司收购的自动变速箱 CVT 及新能源混动 CVT 技术国内领先，相关变速箱需求旺盛，但供给严重不足。收购完成后，公司作为第三方独立供应商，有望获得大量订单。预计 2016-2018 年乘用车变速箱业务其它客户收入分别为 0.6 亿、3.4 亿和 13.0 亿，毛利分别为 0.1 亿、0.7 亿和 2.6 亿。

商用车变速箱

公司作为中轻卡变速器龙头企业，规模、技术、成本等优势明显。商用车销量谷底反弹，预计相关业务收入利润有望稳步增长。

预计 2016-2018 年商用车变速箱业务收入分别为 11.8 亿、11.8 亿和 11.8 亿，毛利分别为 3.3 亿、3.3 亿和 3.2 亿。

内饰业务

公司收购金兴后，有望快速提升公司的管理能力和成本控制能力，2016 年有望扭亏为盈，2017 年大幅贡献业绩。

预计内饰业务 2016-2018 年收入将分别达到 10.0 亿、11.0 亿和 12.1 亿，毛利分别为 1.3 亿、2.0 亿和 2.4 亿。

盈利预测及投资建议

我们预计万里扬 2016-2018 年考虑收购增发后摊薄的每股备考收益分别为 0.39 元、0.49 元和 0.63 元。考虑到公司在乘用车变速器领域的完善布局和巨大市场潜力，给予公司 20 倍 2018 年市盈率，合理目标价为 12.60 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 1) 商用车变速器销量不及预期；
- 2) 乘用车变速箱发展不及预期。

损益表(人民币 百万) (备考)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,382	1,973	4,936	5,651	7,126
销售成本	(1,021)	(1,431)	(3,799)	(4,316)	(5,462)
经营费用	(114)	(196)	(410)	(391)	(476)
息税折旧前利润	247	346	726	945	1,189
折旧及摊销	(84)	(110)	(126)	(175)	(215)
经营利润(息税前利润)	163	236	600	770	974
净利息收入/(费用)	51	1	(13)	12	27
其他收益/(损失)	21	18	60	64	77
税前利润	234	255	646	846	1,078
所得税	(36)	(43)	(110)	(144)	(183)
少数股东权益	(7)	(0)	(16)	(35)	(45)
净利润	192	212	520	667	850
核心净利润	193	215	529	677	863
每股收益(人民币)	0.142	0.157	0.385	0.494	0.630
核心每股收益(人民币)	0.142	0.157	0.392	0.501	0.639
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.135	0.173	0.220
收入增长(%)	(3)	43	150	15	26
息税前利润增长(%)	80	45	154	28	27
息税折旧前利润增长(%)	44	40	110	30	26
每股收益增长(%)	32	11	146	28	28
核心每股收益增长(%)	32	11	146	28	28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万) (备考)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	234	255	646	846	1,078
折旧与摊销	84	110	126	175	215
净利息费用	(51)	(1)	13	(12)	(27)
运营资本变动	(91)	79	1,690	(1,014)	2,006
税金	(28)	(43)	(110)	(144)	(183)
其他经营现金流	60	(46)	(1,740)	1,026	(1,869)
经营活动产生的现金流	209	354	626	876	1,219
购买固定资产净值	13	251	356	538	447
投资减少/增加	26	(175)	(1,369)	7	5
其他投资现金流	(211)	(589)	(724)	(1,076)	(894)
投资活动产生的现金流	(172)	(514)	(1,737)	(531)	(442)
净增权益	0	170	840	0	0
净增债务	(330)	661	(26)	(532)	19
支付股息	(68)	(77)	(182)	(233)	(298)
其他融资现金流	425	(574)	2,009	178	(0)
融资活动产生的现金流	27	180	2,641	(588)	(278)
现金变动	64	21	1,530	(243)	499
期初现金	722	689	611	2,141	1,898
公司自由现金流	37	(159)	(1,111)	345	777
权益自由现金流	(344)	501	(1,124)	(199)	769

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万) (备考)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,196	656	2,255	2,029	2,562
应收帐款	1,243	1,857	3,353	2,613	4,909
库存	338	564	1,734	639	2,364
其他流动资产	15	39	107	59	151
流动资产总计	2,793	3,117	7,448	5,339	9,986
固定资产	641	1,110	1,243	1,464	1,595
无形资产	115	366	463	605	707
其他长期资产	475	1,284	2,142	2,314	2,609
长期资产总计	1,231	2,760	3,847	4,383	4,910
总资产	4,062	6,082	12,853	11,232	16,379
应付帐款	425	1,579	3,643	2,763	5,644
短期债务	72	662	100	100	100
其他流动负债	390	492	1,839	955	2,547
流动负债总计	887	2,733	5,582	3,818	8,291
长期借款	745	792	1,039	663	636
其他长期负债	171	139	347	398	501
股本	340	510	1,350	1,350	1,350
储备	1,832	1,805	4,416	4,849	5,402
股东权益	2,172	2,315	5,766	6,199	6,752
少数股东权益	87	103	119	154	199
总负债及权益	4,062	6,082	12,853	11,232	16,379
每股帐面价值(人民币)	6.39	4.54	4.27	4.59	5.00
每股有形资产(人民币)	6.05	3.82	3.93	4.14	4.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.82)	0.19	(1.11)	(1.33)	(1.70)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%) (备考)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.9	17.5	14.7	16.7	16.7
息税前利润率(%)	11.8	12.0	12.2	13.6	13.7
税前利润率(%)	17.0	12.9	13.1	15.0	15.1
净利率(%)	13.9	10.7	10.5	11.8	11.9
流动性					
流动比率(倍)	3.1	1.1	1.3	1.4	1.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	45.9	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	5.7	34.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	0.9	1.0	1.2	0.9
估值					
市盈率(倍)	15.1	20.5	22.1	17.2	13.5
核心业务市盈率(倍)	15.0	20.2	21.7	17.0	13.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.2	29.9	32.2	25.1	19.7
市净率(倍)	1.3	1.9	2.0	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	13.8	12.2	18.3	13.1	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.0	12.8	3.9	2.7	1.7
周转率					
存货周转天数	134.5	115.1	110.4	100.3	100.3
应收帐款周转天数	249.6	286.9	192.6	192.6	192.6
应付帐款周转天数	124.3	185.4	193.1	206.9	215.3
回报率					
股息支付率(%)	35.5	36.1	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	9.1	9.4	12.9	11.1	13.1
资产收益率(%)	3.7	3.9	5.3	5.3	5.9
已运用资本收益率(%)	1.7	1.5	2.4	2.4	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

江淮汽车 (600418.CH/人民币 11.03, 买入)

东风汽车 (600006.CH/人民币 6.01, 买入)

长城汽车 (601633.CH/人民币 8.29, 买入)

福田汽车 (600166.CH/人民币 5.08, 未有评级)

以2016年5月20日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371