

## 并购奇瑞 CVT, 变速箱龙头亟待腾飞

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 收购奇瑞 CVT, 掘金百亿蓝海: 国内自动变速箱资源稀缺, 奇瑞协同万里扬有望打开巨大市场空间, 后续订单高增长无忧; 汽车智能化、电动化升级加速, 自动变速器作为动力总成核心执行系统未来空间广阔, CVT 良好的适配性在与整车的匹配中具备很大优势; MT 变速箱平台化整合带来毛利提升, 后期有望借此整合国内市场; 精细化管理整合金兴内饰, 今年大概率扭亏为盈, 为公司业绩提供有力支持; 公司定增底价 9.68 元, 安全边际充足, 定增承诺锁三年, 彰显公司管理层强大信心。
- 收购奇瑞 CVT, 掘金百亿蓝海。** 自主品牌乘用车增长迅猛, 高端化升级趋势明显。变速箱作为汽车核心零部件, “自动化”趋势势不可挡, 预计到 2020 年将有超过 400 万辆自主品牌乘用车装配自动变速箱, CVT 良好的“可获取性”、“适配性”以及“性价比”, 使其在未来自主品牌的自动变速箱占比中有望达到 50%, 市场空间有望超过 120 亿。而奇瑞 CVT 技术国内领先, 相比主要竞争对手其同步开发能力和价格优势突出, 收购完成后其作为独立供应商有望快速抢占市场, 为公司打开巨大盈利空间。
- 汽车智能化与电动化升级加速, 自动变速箱未来空间广阔。** 自动变速器作为整车动力总成核心执行系统, 在智能化领域发展空间广阔。高灵活性, 优适配性的 CVT 无疑是智能驾驶系统执行机构的最佳拍档。在电动化领域, 尤其是混合动力车型, 由于机电控制较为复杂精密, 因此只能采用自动变速箱进行匹配; 纯电动车型中, 目前配置多档位变速箱的技术方案较少, 但随着纯电动车型的不断成熟, 多档位自动变速箱的应用将成为趋势, CVT 有望分享新能源盛宴。
- MT 变速箱平台化整合带来毛利提升。** 完成吉利和奇瑞的 MT 变速箱业务整合之后, 公司将有超过 7 款, 70 万台的 MT 变速箱产能。针对 MT 业务, 公司已明确将平台化生产作为其未来方向, 此举有望带来产品毛利提升并以此增厚业绩。
- 盈利预测与投资建议。** 假设奇瑞变速箱 17 年并表, 预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.31 元、0.49 元、0.62 元, 对应 PE 分别为 33 倍、21 倍、17 倍。考虑到公司自动变速箱技术稀缺性及后续业绩爆发力, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 定增推进或不及预期; 汽车市场或持续低迷; CVT 业务推广或不及预期; 并购企业业绩或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1972.65	2935.85	5313.71	6323.61
增长率	42.74%	48.83%	80.99%	19.01%
归属母公司净利润(百万元)	211.65	318.32	660.53	831.88
增长率	10.50%	50.40%	107.50%	25.94%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.31	0.49	0.62
净资产收益率 ROE	8.76%	12.23%	20.92%	22.08%
PE	49	33	21	17
PB	4.32	3.92	3.23	2.72

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔  
执业证号: S1250515030001  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先  
电话: 0755-23617478  
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸  
电话: 021-61318310  
邮箱: chy@swsc.com.cn

联系人: 石川  
电话: 023-67898871  
邮箱: sc@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)	10.20
流通 A 股(亿股)	9.93
52 周内股价区间(元)	8.5-28.8
总市值(亿元)	104.55
总资产(亿元)	63.98
每股净资产(元)	4.68

### 相关研究

## 目录

<b>1. 变速器真龙头，商用车变速箱之王</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司概况：汽车变速器真龙头.....	1
1.2 主营业务稳健，产品结构逐步优化.....	1
1.3 股权结构.....	3
<b>2 收购奇瑞变速箱，掘金 CVT 智能电动百亿蓝海</b> .....	<b>3</b>
2.1 自动变速箱是汽车智能化和电动化的核心系统.....	3
2.2 自主品牌乘用车销量增长迅猛，配套 CVT 达百亿市场空间.....	4
2.3 收购奇瑞变速箱，涅槃重生在即.....	5
<b>3 MT 业务重在整合，打造高度自动化、平台化生产模式</b> .....	<b>7</b>
3.1 手动挡变速箱行业特点：技术已成熟，整合是关键.....	7
3.2 整合吉利+奇瑞 MT 业务，打造高兼容性的 MT 产品.....	8
<b>4 收购金兴内饰，产业链及销售渠道双向延伸</b> .....	<b>8</b>
<b>5 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>9</b>
5.1 主营业务盈利预测.....	9
5.2 估值与评级.....	10
<b>6 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图 目 录

图 1: 公司主营产品.....	2
图 2: 2010-2015 主营业务收入情况.....	2
图 3: 2011-2015 年公司产品结构情况.....	2
图 4: 公司股权结构.....	3
图 5: 自动变速器是智能驾驶执行层核心部件.....	4
图 6: 平台化生产优势.....	8
图 7: 金兴内饰主要产品.....	9

## 表 目 录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 汽车变速器分类及优缺点.....	4
表 3: 奇瑞变速箱产品.....	6
表 4: 奇瑞变速箱潜在竞争者对比.....	7
表 5: 主营业务收入及增速预测.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

# 1. 变速器真龙头，商用车变速箱之王

## 1.1 公司概况：汽车变速器真龙头

万里扬是国内领先的汽车变速器及相关零部件的集成供应商。公司成立于 2003 年，前身是金华清华实业有限公司，最初主营业务为中轻卡商用车变速器。公司在 2008 年通过改制整体变更为股份有限公司，并于 2010 年在深圳证券交易所成功上市，成为中国汽车变速器行业首家上市公司。

作为中国汽车变速器行业巨头，公司生产的商用车变速器产销量居全球第一，在中轻卡变速器市场占有率达到 30% 以上。公司变速箱业务主要客户涵盖国内外多家知名汽车制造商包括福田汽车、东风汽车、江淮汽车、吉利汽车等，目前已形成了年产 120 万台、40 多个系列、1000 多个品种的变速器和减速器总成系列的生产规模。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1996	金华市清华实业有限公司成立，主要生产齿轮及轴
1999	通过 ISO9000 质量管理体系，开始生产商用车变速器
2003	成立中外合资浙江万里扬变速器有限公司
2007	新增客车变速器生产线
2008	通过改制整体变更为股份有限公司，并新增重卡变速器生产线
2010	在深圳证券交易所成功上市，成为中国汽车变速器行业首家上市公司
2011	收购吉利发达汽车变速器有限公司，进军乘用车变速器市场
2013	成立全资子公司万融融资租赁，开拓融资租赁业务
2014	“新能源汽车变速器”研发项目起步，成立万里扬汽车变速器研究院
2015	成立宁波分公司，收购吉利乘用车变速器（MT）生产线，成为吉利核心零部件供应商 收购金兴汽车内饰件正式进军内饰领域 与中国人民解放军装甲工程学院签订合作开发协议，进军“装甲整车及关键零部件总成”制造领域
2016	拟收购奇瑞变速箱，完善变速箱布局，进军 CVT 自动挡变速箱

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 主营业务稳健，产品结构逐步优化

万里扬主营商用车变速器、乘用车变速器、汽车内饰三大业务。商用车变速器以轻卡、重卡、客车变速器为主，有金华、山东两大基地；乘用车变速器目前主营手动变速器，有宁波、金华两大基地；变速器的主要客户为福田汽车、东风汽车、江淮汽车、吉利汽车等国内大中型汽车厂家。同时，汽车内饰有辽阳、天津、大连、芜湖、景德镇五大基地，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 1: 公司主营产品

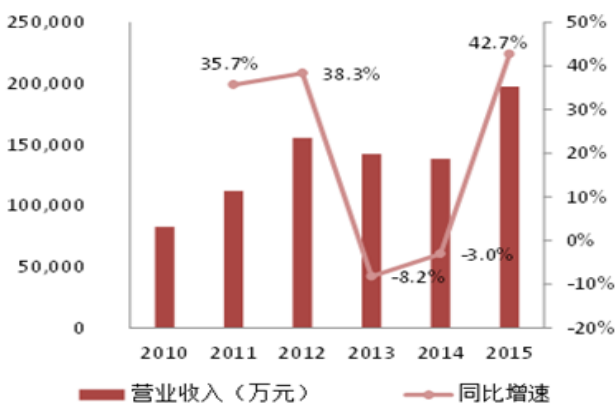


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

主业经营稳健, 产品结构逐步优化。2010-2015 公司营收从 8.3 亿元增长至 19.7 亿元, 年复合增速超过 20%。最初公司收入来源主要为轻中卡变速器, 2011 年该产品营收占比高达 78.9%, 并于 2013 年达到最高点 89.9%。

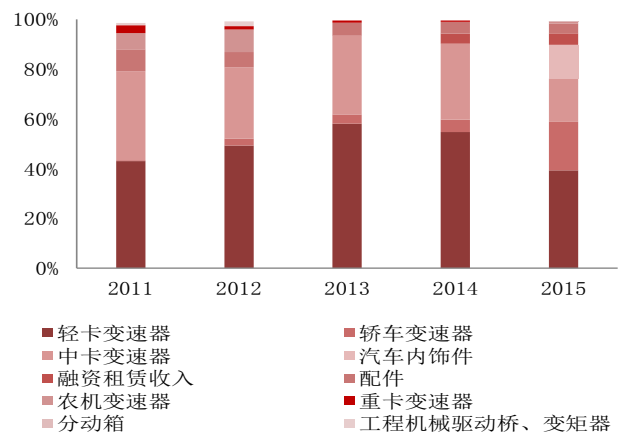
2011 年商用车行业基本饱和, 增速首次出现负增长, 公司管理层果断做出转型决策, 于 2011 年收购吉利发达变速箱进军乘用车变速箱市场。2015 年公司又陆续收购了吉利宁波 MT 生产线和金兴内外饰公司扩大乘用车变速箱业务并开拓汽车。2015 年轻卡和中卡变速器业务占比 56.7%, 轿车变速器比重达到 19.5%, 此外汽车内饰件业务也实现营收 2.7 亿元, 占比 13.6%。

图 2: 2010-2015 主营业务收入情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2011-2015 年公司产品结构情况

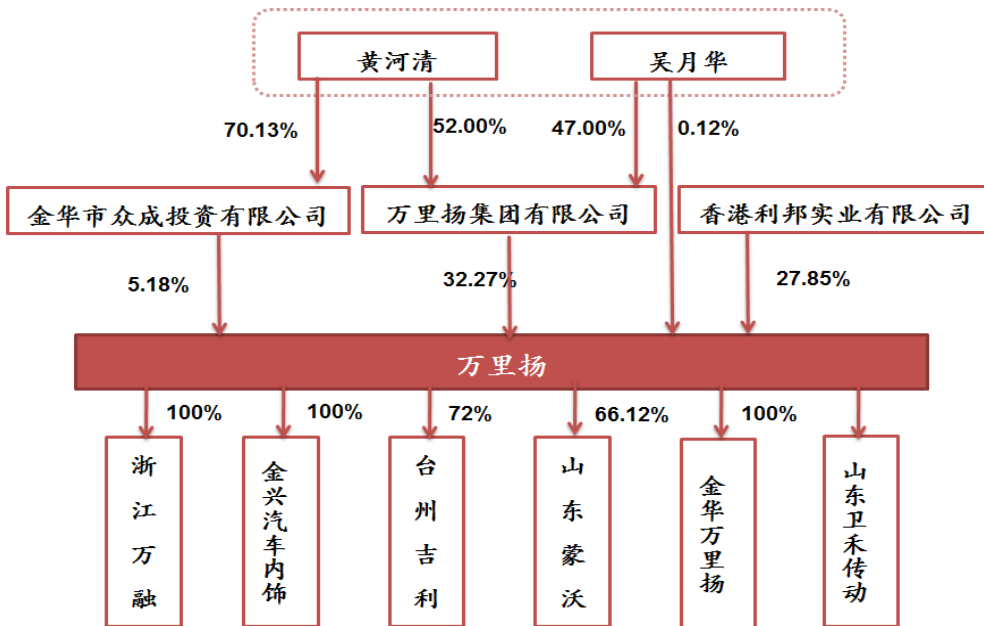


数据来源: 公司公告, 西南证券

### 1.3 股权结构

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、吴月华夫妇，夫妇二人直接和间接持有万里扬 38.57%的股权。

图 4：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 收购奇瑞变速箱，掘金 CVT 智能电动百亿蓝海

### 2.1 自动变速箱是汽车智能化和电动化的核心系统

**自动变速器是智能驾驶执行层核心部件，高灵活性 CVT 无极变速为最优选择**

智能驾驶技术是通过增加先进的传感器（雷达、摄像）、控制器、执行器等装置，通过车载传感系统和信息终端实现车与 X（人、车、路、云）智能信息交换，使汽车具备智能的环境感知能力，能够自动地分析出汽车行驶的安全以及危险状态，使汽车按照人的意志到达目的地，最终实现替代人来操作的技术。而汽车自动变速箱便是智能驾驶系统执行层中传动部分的核心零部件。

其在智能驾驶系统中工作方式如下：传感器通过感知获取周边环境信息，中央算法芯片通过算法运算得出决策命令，后续自动变速器作为执行机构依据总线传来的指令做出合理的换挡加减速等操作。而最具操作灵活性的 CVT 无极变速变速箱无疑是智能驾驶系统的最佳拍档，其可根据实时的路况信息和系统指令给出最佳的传动比。所以我们认为 CVT 作为智能驾驶系统的最佳传动执行部件未来空间巨大！

图 5: 自动变速器是智能驾驶执行层核心部件



数据来源: 汽车智能化、网联化的发展及展望 [清华大学汽车工程系 - 李克强教授], 西南证券

### 混动车型需装配自动变速箱, CVT 有望分享新能源盛宴

在电动化领域, 尤其是混合动力车型, 由于机电控制较为复杂精密, 因此只能采用自动变速箱进行匹配; 纯电动车型中, 目前配置多档位变速箱的技术方案较少, 但随着纯电动车型的不断成熟, 多档位自动变速箱的应用将成为趋势, CVT 有望分享新能源盛宴。

## 2.2 自主品牌乘用车销量增长迅猛, 配套 CVT 达百亿市场空间

2020 年自主品牌乘用车销量有望达到 1000 万辆。汽车行业自 2013 年的爆发式增长后, 增速持续下滑, 2015 年全年, 汽车销量为 2459.8 万辆, 同比增长 4.7%。其中乘用车销量 2114.6 万辆, 同比增长 7.3%; 商用车销量 345.1 万辆, 同比下降 9.0%。不过近两年随着国产 SUV 等车型的销量爆发, 国产品牌乘用车销量增长迅猛, 其市占率正在逐步提升, 2012-2015 年国产品牌乘用车市占率分别为 20.7%、24.1%、24.9%、27.7%。假设未来 5 年乘用车销量复合增长率保持在 6%, 自主品牌乘用车占比达到 35%, 到 2020 年自主品牌乘用车年销量将达到 1000 万辆。

自主品牌自动挡 CVT 为最佳解决方案。汽车变速器是汽车传动系统的主要组成之一, 按控制方式分类, 可以分为手动变速器和自动变速器两大类。其中自动变速器可以分为四类: 液力自动变速器 (AT)、双离合变速器 (DCT)、无级变速器 (CVT)、机械式自动变速器 (AMT)。

表 2: 汽车变速器分类及优缺点

种类	图例	优点	缺点	应用范围
MT		结构简单 扭矩范围广 成本低	操作复杂 舒适性差 换挡动力中断	低成本的乘用车和商用车

种类	图例	优点	缺点	应用范围
AT		技术成熟 扭矩范围广 换挡品质高	结构复杂 低档数油耗较高 制造成本高 专利保护	自动挡中市场占有率最高，应用于各类车型
DCT		效率较高， 适用范围广泛	结构较复杂 摩擦片发热问题至今未 得到很好地解决	以大众为首的德系车，中小排量较多
CVT		无级变速 燃油经济性好 油耗低，效率高 结构简单，成本低	传递扭矩小 钢带受控于博世等公司	日系车上较多，主要用在中小排量乘用车上
AMT		结构较简单 制造成本和研发成 本较低	换挡动力中断 换挡舒适性差	主要装配在商用车上

数据来源：西南证券整理

我们认为 CVT 是自主品牌乘用车自动挡最佳解决方案主要原因有以下几点：1) 不考虑扭矩限制问题，CVT 变速箱在各类自动挡变速箱中舒适性能最佳；2) 自主品牌乘用车中约 90% 的车型排量均小于 1.6L，CVT 变速箱扭矩足以支撑此类排量车型；3) CVT 变速箱燃油经济性好，油耗低，效率高，是最佳性价比解决方案；4) DCT,AT 技术外资遥遥领先，自主品牌国产化尚需漫长时间，CVT 是弯道超车的最佳选择。

**2020 年自主品牌 CVT 市场空间将超过 100 亿元。**根据乘联会数据显示，目前自主品牌乘用车中配备 MT 变速箱车型占比约 80.2%，配备 CVT 约 5.3%，配备 AT 车型约 10.8%，配备 DCT 车型约 3.2%，配备 AMT 车型约 0.5%。假设 2020 年自主品牌中自动挡车型渗透率从 20% 提高至 35%，自动挡中 CVT 占比达到 50%，国产 CVT 现均价约 8500 元，假设未来 5 年其价格年降 3%，则 2020 年自主品牌 CVT 市场空间将达到 127 亿元，市场空间巨大。

## 2.3 收购奇瑞变速箱，涅槃重生在即

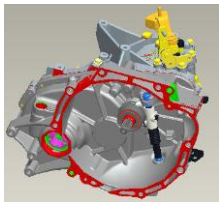
日前公司发布公告拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买奇瑞股份持有的奇瑞变速箱 100% 股权，并募集配套资金不超过 15 亿元。本次购买资产的发行价格为 9.68 元/股，发行数量约 1.65 亿股；募集配套资金的发行价格为 9.18 元/股，发行数量约 1.65 亿股。

**收购完成后公司将获 CVT 产品核心技术并进入奇瑞股份配套供应链体系。**奇瑞变速箱是国内较早实现 CVT 技术产业化的企业之一，是国内领先的乘用车变速箱研发生产企业，同时在 CVT、MT 等变速箱产品方面，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。本次交易完成后，公司纳入奇瑞变速箱员工共 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。此次收购后公司将获得 CVT 产品核心技术和后续研发能力，并进入奇瑞股份配套供应链体系。

**表 3：奇瑞变速箱产品**

	型号	图片	产品描述
手动挡变速箱	QR512		QR512 变速箱布置形式是输入轴、输出轴、差速器 3 轴平行布置，设有 5 个前进挡和 1 个倒档，5 前进挡全部采用惯性同步器，其中 1、2 档采用双锥面结构，提供 1、2 档换挡性能。
	QR513		QR513 变速箱全部采用压铸铝合金壳体。变速箱的布置形式是输入轴、输出轴、差速器 3 轴平行布置，变速箱内置前驱动桥（差速器）。变速箱有 5 个前进挡和 1 个倒档。5 前进挡全部采用惯性锁止齿环式同步器。其中 1、2 档同步器采用 3 锥面结构。
	QR523		变速箱部分布置形式是输入轴、输出轴、差速器 3 轴平行布置，变速箱内置前驱动桥（差速器）。PTU 最大输出力矩 605N·m，从动齿轮轴轴线与后桥的中心在同一直线上。
自动挡变速箱	CVT19		VT 无级变速箱采用了推式钢带、内接式转子泵、电液控制系统，具有噪音小、速比范围宽、传动效率高等特点。该项目为国家“863”重点项目。
新能源变速箱	CVT 混动变速箱	?	预计 2016 年量产，放在奇瑞整车中。

数据来源：公司公告，西南证券整理

**收购有利于奇瑞变速箱业务拓展，独立供应商有望获得更多订单。**由于自动变速箱是整车核心零部件，将涉及到整车的全部开发过程，这样的主机厂控股结构，使得国内其他 OEM 在采用奇瑞产品时考虑到技术保密性以及后续供货持续性的潜在风险，会相对谨慎，这就对奇瑞变速箱的业务拓展产生制约。此次交易完成后奇瑞变速箱将并入万里扬成为一家相对独立的核心零部件供应商，将有助于其市场渠道的拓宽，且公司将通过供应链整合、销售渠道共享等方式对奇瑞变速箱进行资源优化，奇瑞变速箱产品毛利和订单规模都会有一个明显提升。

奇瑞变速箱后续将逐步开拓其他客户，必将面临市场竞争，潜在的竞争对手如下：

**表 4: 奇瑞变速箱潜在竞争者对比**

潜在竞争者	简介	主要产品	客户	产能 (万台)
南京邦奇自动变速箱有限公司	南京邦奇自动变速箱有限公司成立于 2005 年, 注册资本 4,900 万美元, 隶属于比利时邦奇传动系统公司。南京邦奇自动变速箱有限公司主要负责自动变速箱(包含 CVT 及 DCT)及动力总成的生产销售, 是中国自主品牌 CVT 变速箱首选供应商。	VT2、VT3、VT4、HT1	吉利、北汽、江淮、海马、比亚迪、长城、长安等	30
日本 JATCO 株式会社	日本 JATCO 株式会社成立于 1999 年, 总部位于日本富士县, 股东为日产汽车有限公司、三菱汽车有限公司、铃木汽车有限公司, 是全球第三大自动变速箱设计生产商, 业务遍及欧洲、亚洲和美洲。	CVT7、CVT8	日产、起亚、现代、三菱、马自达、大众、长安福特等	500
湖南江麓容大车辆传动股份有限公司	南江麓容大车辆传动股份有限公司成立于 2003 年, 主要从事轿车无级自动变速箱(CVT)的研发、生产、销售和技术服务。	RDC 15、RDC16	海马、力帆、众泰、川汽等	10
芜湖奇瑞变速箱	奇瑞变速箱成立于 2015 年 12 月 17 日, 系由奇瑞股份以货币出资 100 万元设立。资产来源于奇瑞股份原有的变速箱的研发生产部门, 主要从事乘用车变速箱的研发生产, 产品包括 CVT 及 MT 两大类。	CVT19	奇瑞	15

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

CVT 技术世界最强无疑是日本 Jatco 株式会社, 但 Jatco 产品偏向高端化, 在国内主要给合资车厂供货, 和奇瑞变速箱 CVT 业务并没有直接竞争关系。相比较而言, 奇瑞变速箱在国内最大的竞争对手为南京邦奇, 目前南京邦奇在产品质量和产能方面都具备一定优势。不过近些年随着公司研发不断深入, 两者的技术差距已经不大, 且公司带液力变矩器的 CVT 技术路线后续提升空间更加广阔。公司未来凭借产品质量、服务以及价格方面的优势有望快速占领不断扩大的自主品牌乘用车市场, 打开巨大盈利空间。

### 3 MT 业务重在整合, 打造高度自动化、平台化生产模式

#### 3.1 手动挡变速箱行业特点: 技术已成熟, 整合是关键

我国乘用车手动挡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。由于手动变速器经过长时间的发展, 其设计原理和生产工艺、技术等较为成熟和稳定。中国国内厂家本身就有手动变速器的生产经验, 因此在引进国外先进技术后, 消化吸收相对容易, 目前自主品牌厂家已在此基础上实现自主创新, 做到自足与本土生产, 基本满足了整车厂商的配套需要, 并已实现产品出口。

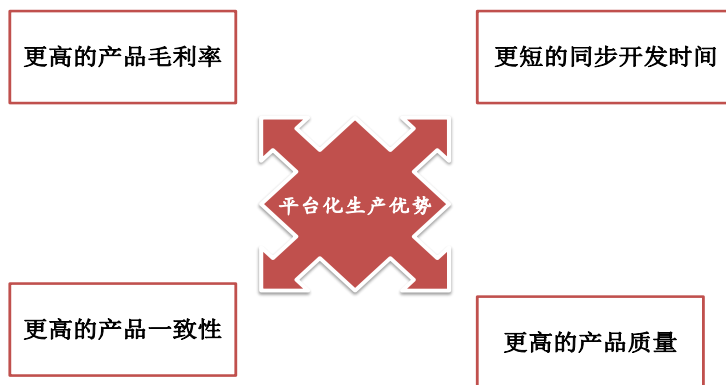
但是目前整个手动挡变速器行业集中度偏低, 众多企业进行竞争, 变速箱款式多样, 始终未能实现平台化的高效生产模式, 从而使得产品一致性欠缺, 产品质量始终无法和进口产品媲美, 全行业的产能整合已迫在眉睫。

### 3.2 整合吉利+奇瑞 MT 业务，打造高兼容性的 MT 产品

公司于 2011 年收购吉利发达汽车变速器有限公司，首次进军乘用车变速器市场，后于 2015 年收购宁波吉利 5MT、6MT 生产线扩大乘用车 MT 生产规模，近期拟收购的奇瑞变速箱业务中也带有 3 款 MT 变速箱产品，收购完成后公司 MT 变速箱款式将超过 7 款，产能将超过 70 万台。

未来 MT 业务的重点在于整合。整合一方面包括供应链整合，销售渠道整合，但更重要的在于技术整合，通过整合重新开发出具有高度兼容性的新款 MT 变速器，这样单款变速器的产量将会明显提高，从而使其具备平台化生产的价值。平台化的生产不仅能有效的提高产品的毛利率，更重要的是能够缩短同步开发时间，提高产品一致性和产品质量。

图 6：平台化生产优势



数据来源：西南证券整理

## 4 收购金兴内饰，产业链及销售渠道双向延伸

公司于 2015 年 9 月和 2016 年 5 月先后以 1.4 亿和 0.6 亿元合计 2 亿元收购了金兴汽车内饰股份有限公司（以下简称“金兴股份”）100% 的股权。交易完成后，金兴股份成为公司的全资子公司，自 2015 年 10 月起纳入合并财务报表范围。

金兴股份主要从事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、汽车内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、出风口、烟灰缸、茶杯托架、保险杠等，是国家级高新技术企业，拥有先进的研发技术、设备以及较强的生产能力。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 7：金兴内饰主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

**延伸内外饰产业链，整合客户渠道。**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，进而带动了汽车内饰行业的快速发展，汽车内饰产品需求不断提升，拥有非常广阔的发展前景。本公司与金兴股份同属于汽车零部件制造业，公司在产品研发、生产、销售以及经营管理等方面积累了丰富的经验，通过整合可以有效提高金兴股份的经营管理水平。同时，公司营销和售后服务渠道广阔，可以和金兴股份在市场开拓以及营销服务领域充分实现资源共享和优势互补，有助于进一步提高产品市场占有率。此外，本次收购拓宽了公司的产业布局，有助于降低市场风险，增强公司抗风险能力，有效提升公司综合竞争力和持续发展能力。

**精细化管理，今年有望扭亏为盈提供业绩弹性。**去年全年金兴股份亏损超过 1600 万元，主要是因其经营管理水平和成本控制能力没有跟上其业务规模扩张的速度而导致的。公司收购完成后，将本公司先进的经营管理模式和科学化成本控制方式引入到金兴股份，结合并充分发挥其原有的产品优势、技术优势、人才优势和市场优势，可以快速、有效提升金兴股份的盈利能力，进而有效提高公司的整理盈利水平。预计今年有望扭亏为盈，为公司提供业绩弹性。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 主营业务盈利预测

1) 假设奇瑞变速箱业务 2017 年 1 月开始并表；

2) 根据一季度中轻卡销量情况，我们预计轻卡今年仍在底部，17 年开始回暖，中卡今年开始回暖，且根据公司平台化生产战略和以往毛利提升趋势，我们认为中轻卡毛利均有望提升；

3) 2016 年吉利 MT 业务并表，全年吉利 MT 业务收入预计将达到 8.1 亿元，17 年奇瑞 MT 业务并表预计贡献近 7 亿元收入，MT 业务毛利未来保持在 28.5%；

4) 17 年奇瑞 CVT 业务并表，我们预计 17 年 CVT 销量有望到 15 万台，收入达到 13.5 亿元，毛利率保持 36%；

5) 内饰件业务 16 年全年并表，预计 16 年全年贡献收入约 7.5 亿元，后续稳定增速 15%。公司通过精细化管理 16 年有望令金兴内饰业务扭亏为盈，我们预计毛利率有望达到 17%。

**表 5: 主营业务收入及增速预测**

	万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	195,962.33	291,646.50	527,863.44	628,186.90
	yoy	42.43%	48.83%	80.99%	19.01%
	毛利率	28.70%	28.06%	30.08%	30.83%
轻卡变速器	收入	77,579.53	77,579.53	85,337.48	93,871.23
	yoy	2.52%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	28.51%	29.00%	29.00%	29.00%
轿车 MT	收入	38,441.78	80,727.74	154,997.26	170,496.98
	yoy	464.93%	110.00%	92.00%	10.00%
	毛利率	27.17%	28.50%	28.50%	28.50%
轿车 CVT	收入			135,000.00	229,500.00
	yoy				70.00%
	毛利率			36.00%	36.00%
中卡变速器	收入	34,298.30	37,728.13	41,500.94	5,000.00
	yoy	-18.77%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	29.81%	30.00%	30.00%	30.00%
汽车内饰件	收入	26,741.15	74,875.22	86,106.50	99,022.48
	yoy		180.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	9.53%	17.00%	17.00%	17.50%
融资租赁收入	收入	9,164.21	10,080.63	11,088.69	12,197.56
	yoy	63.22%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	99.92%	99.90%	99.90%	99.90%
配件	收入	7,923.76	7,596.31	9,495.39	11,869.23
	yoy	20.64%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	17.45%	17.45%	17.45%	17.45%

数据来源: 西南证券

## 5.2 估值与评级

我们预计公司 16-18 年的 EPS 分别是 0.31、0.49、0.62 元, 对应 PE 分别是 33、21、17 倍。考虑到公司自动变速箱技术稀缺性及奇瑞变速箱独立后订单的爆发潜力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6 风险提示

定增推进或不及预期; 汽车市场或持续低迷; CVT 业务推广或不及预期; 并购企业业绩或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1972.65	2935.85	5313.71	6323.61	净利润	211.83	326.46	676.49	849.50
营业成本	1410.78	2111.94	3715.45	4373.82	折旧与摊销	120.53	208.70	237.44	265.49
营业税金及附加	20.08	32.25	56.95	68.33	财务费用	-0.84	4.67	18.45	24.37
销售费用	93.98	146.79	271.00	322.50	资产减值损失	42.53	30.00	30.00	20.00
管理费用	169.28	252.48	456.98	543.83	经营营运资本变动	287.05	-139.40	-764.82	-237.60
财务费用	-0.84	4.67	18.45	24.37	其他	-306.82	-35.07	-35.72	-25.46
资产减值损失	42.53	30.00	30.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>354.27</b>	<b>395.36</b>	<b>161.84</b>	<b>896.30</b>
投资收益	-1.54	5.50	5.50	5.50	资本支出	-613.54	-22.00	-521.16	-41.54
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	99.99	-494.50	-494.50	-494.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-513.55</b>	<b>-516.50</b>	<b>-1015.66</b>	<b>-536.04</b>
<b>营业利润</b>	<b>235.29</b>	<b>363.21</b>	<b>770.39</b>	<b>976.25</b>	短期借款	590.00	-90.21	1222.95	-0.34
其他非经营损益	19.95	16.12	17.39	16.97	长期借款	45.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>255.24</b>	<b>379.33</b>	<b>787.78</b>	<b>993.22</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	43.41	52.87	111.29	143.73	支付股利	-68.00	-75.31	-112.89	-234.55
净利润	211.83	326.46	676.49	849.50	其他	-386.67	-30.67	-18.45	-24.37
少数股东损益	0.18	8.13	15.96	17.62	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>180.33</b>	<b>-196.19</b>	<b>1091.61</b>	<b>-259.27</b>
归属母公司股东净利润	211.65	318.32	660.53	831.88	<b>现金流量净额</b>	<b>21.05</b>	<b>-317.33</b>	<b>237.79</b>	<b>100.99</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	610.91	293.58	531.37	632.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1896.48	2529.63	4796.43	5681.00	销售收入增长率	42.74%	48.83%	80.99%	19.01%
存货	564.06	799.86	1433.57	1677.45	营业利润增长率	4.10%	54.37%	112.10%	26.72%
其他流动资产	45.49	49.60	100.69	115.49	净利润增长率	6.55%	54.11%	107.22%	25.57%
长期股权投资	179.13	179.13	179.13	179.13	EBITDA 增长率	36.66%	62.43%	77.99%	23.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1110.25	968.87	1297.91	1119.29	毛利率	28.48%	28.06%	30.08%	30.83%
无形资产和开发支出	500.27	459.04	417.82	376.59	三费率	13.30%	13.76%	14.05%	14.09%
其他非流动资产	1175.60	1671.51	2167.41	2663.31	净利率	10.74%	11.12%	12.73%	13.43%
<b>资产总计</b>	<b>6082.19</b>	<b>6951.22</b>	<b>10924.33</b>	<b>12444.62</b>	ROE	8.76%	12.23%	20.92%	22.08%
短期借款	662.00	571.79	1794.74	1794.40	ROA	3.48%	4.70%	6.19%	6.83%
应付和预收款项	1661.10	2143.56	3860.38	4583.76	ROIC	10.54%	14.41%	23.61%	23.95%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	17.99%	19.64%	19.31%	20.02%
其他负债	1295.67	1521.30	1991.05	2173.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3663.77</b>	<b>4281.66</b>	<b>7691.17</b>	<b>8596.51</b>	总资产周转率	0.39	0.45	0.59	0.54
股本	510.00	1020.00	1350.00	1350.00	固定资产周转率	2.48	3.07	4.92	5.40
资本公积	907.89	397.89	67.89	67.89	应收账款周转率	3.41	3.29	3.89	3.16
留存收益	897.48	1140.49	1688.13	2285.45	存货周转率	3.13	3.10	3.33	2.81
归属母公司股东权益	2315.37	2558.38	3106.02	3703.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.88%	—	—	—
少数股东权益	103.05	111.18	127.15	144.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2418.42</b>	<b>2669.57</b>	<b>3233.17</b>	<b>3848.11</b>	资产负债率	60.24%	61.60%	70.40%	69.08%
负债和股东权益合计	6082.19	6951.22	10924.33	12444.62	带息债务/总负债	39.69%	31.85%	33.63%	30.09%
					流动比率	1.14	1.10	1.02	1.06
					速动比率	0.93	0.86	0.80	0.84
					股利支付率	32.13%	23.66%	17.09%	28.20%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	354.97	576.59	1026.27	1266.11	每股收益	0.21	0.31	0.49	0.62
PE	49.40	32.84	20.95	16.63	每股净资产	2.37	2.62	3.17	3.77
PB	4.32	3.92	3.23	2.72	每股经营现金	0.35	0.39	0.16	0.88
PS	5.30	3.56	1.97	1.65	每股股利	0.07	0.07	0.11	0.23
EV/EBITDA	13.98	17.15	13.41	10.39					
股息率	0.65%	0.72%	1.08%	2.24%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%以下
行业评级	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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn