

蓝黛传动 (002765.SZ)

汽车零配件行业

评级：买入首次评级

公司研究

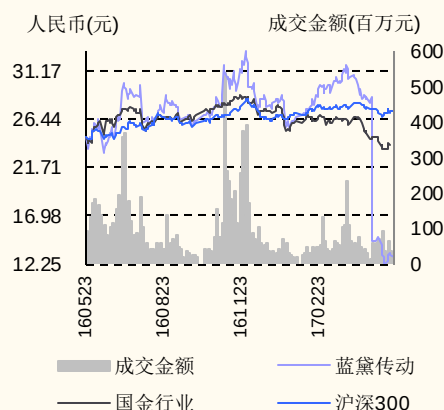
市场价格 (人民币): 13.00 元

目标价格 (人民币): 18.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	71.45
总市值(百万元)	2,782.23
年内股价最高最低(元)	33.09/12.25
沪深 300 指数	3411.24
深证成指	9899.65



自动变速器新贵，产业化推进加速

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.356	0.603	0.424	0.729	0.920
每股净资产(元)	4.80	5.00	5.75	7.11	8.85
每股经营性现金流(元)	-0.03	-0.35	0.55	-0.13	1.91
市盈率(倍)	85.79	46.46	30.66	17.83	14.13
行业优化市盈率(倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率(%)	-9.07%	73.73%	41.07%	71.89%	26.26%
净资产收益率(%)	7.42%	12.02%	14.75%	20.51%	20.80%
总股本(百万股)	208.00	213.46	427.90	427.90	427.90

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内领先的变速器总成及零部件厂商。**2016 年公司手动变速器总成营收增长 87%至 6.74 亿元，营收占比 58%，为公司当前业绩主要增长点。与此同时，公司逐步拓展自动变速器业务，打造新的利润增长点。
- **自动变速器市场规模超千亿，国产化稳步推进。**随着消费者对汽车舒适性与节能性要求的提升，自动变速器逐步替代手动变速器是趋势。2016 年中国乘用车自动变速器渗透率为 46%，自主品牌渗透率不足 20%，提升空间更大。根据我们测算，到 2020 年国内自动变速器市场空间将达到 1719 亿元。其中，自主品牌为 563 亿元，2016-2020 年复合增长率为 32%。国产化方面，主流自主品牌车企（奇瑞、吉利、比亚迪、长城等）逐步具备了自主研发生产自动变速器的能力，产能逐步释放。对于大部分厂商而言，则仍不具备自产自动变速器的条件和能力，为第三方机构提供了配套机会。
- **技术储备深厚，公司正快速推进 AT 产业化。**研发方面，公司在 2009 年通过与全球知名自动变速器设计厂商安东诺夫合作，初步涉猎 AT 自动变速器领域，后续长达 5 年的合作为公司深度拓展 AT 领域夯实了基础。公司 AT 项目已经全面启动设计、布点，同时，为加速研发进度，部分研发委托外部机构进行。2016 年，公司 AMT 项目实现小批量生产，混合动力 ERA 项目成功搭载车型，进入工装样机阶段。产业化方面，子公司蓝黛变速器自设立以来，先后受到农发基金和公司的增资，用于先进变速器总成及零部件产业化项目，同时与重庆璧山区政府签订了《关于先进变速器总成及零部件产业化项目投资框架协议》，项目总投资 20 亿元，加快产业化推进。

投资建议

- 公司 2013~2016 年营收复合增长率 21%，净利润复合增长率 34%，业绩快速增长。公司手动变速器总成快速增长，自动变速器产业化加速推进，有望业绩估值双提升。预计 2017-2019 年净利润分别为 1.81 亿元、3.12 亿元和 3.94 亿元，EPS 为 0.42 元、0.73 元和 0.92 元。首次覆盖给予买入评级，给予 2018 年 25 倍 PE，对应目标价 18 元。

风险

汽车产销量不及预期；自动变速器产业化进度不及预期。

刘洋 联系人
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1、国内领先变速器厂商，业绩快速增长	3
2、自动变速器千亿市场，国产化加速推进	6
2.1 自动变速器渗透率不断提升，自主品牌提升空间更大	6
2.2 外资垄断，自主厂商不断取得突破	8
3、合资项目奠定基础，公司加速推进 AT 产业化	9
4、募投项目稳步推进，传统主业稳健增长	11
5、盈利预测和投资建议	12
5.1 盈利预测	12
5.2 投资建议	13
6、风险提示	13

图表目录

图表 1：公司主要产品为变速器总成及零配件	3
图表 2：乘用车手动变速器总成为当前公司主要营收来源	3
图表 3：公司营收保持稳健增长	4
图表 4：公司净利润稳健增长	4
图表 5：盈利能力稳中有升	4
图表 6：期间费用率维持稳定	4
图表 7：2017 年一季度公司前十大股东情况	4
图表 8：主要参控公司	5
图表 9：理顺激励机制，促公司后续发展	5
图表 10：变速器分类及特点分析	6
图表 11：2016 年国内自动变速器渗透率 46%，比 2013 年提升 11 个百分点	6
图表 12：自主品牌自动变速器渗透率不足 20%，仍存在较大提升空间	7
图表 13：自动变速器 2020 年国内市场规模有望达到 1719 亿元	7
图表 14：日本、德国在自动变速器领域处于全球领先地位	8
图表 15：实力自主厂商具备自动变速器研发、生产能力	8
图表 16：自主车企自动变速器外购需求大，为第三方供应商发展提供机会	9
图表 17：技术储备丰富，产业化稳步推进	10
图表 18：手动变速器产品结构图	11
图表 19：公司客户资源丰富	11
图表 20：募投项目稳步推进	12
图表 21：手动变速器总成市占率稳步提升	12
图表 22：公司收入结构预测（百万元）	13

1、国内领先变速器厂商，业绩快速增长

- **蓝黛传动为国内领先的变速器厂商。**公司是国内知名的汽车变速器生产商，主营业务为乘用车变速器总成及零配件，主要产品包含了手动变速器总成、AMT 变速器总成、变速器齿轮及壳体等。经过多年发展，公司确立了在变速器领域的行业地位，成为力帆、吉利、奇瑞、众泰等国内知名整车厂的供应商，并且部分产品出口印度、伊朗等国家。公司深耕手动变速器领域，并经过多年的技术开发，未来将进一步拓展自动变速器领域。

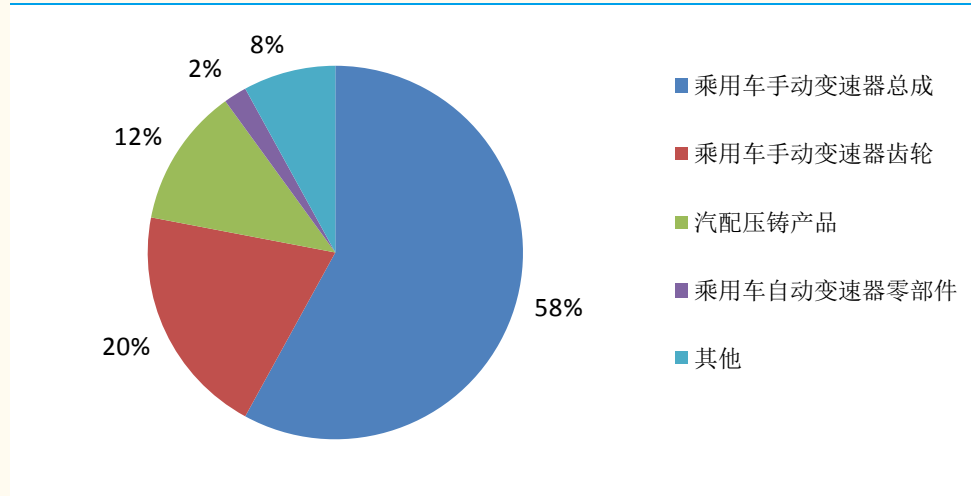
图表 1：公司主要产品为变速器总成及零配件



来源：公司官网，国金证券研究所

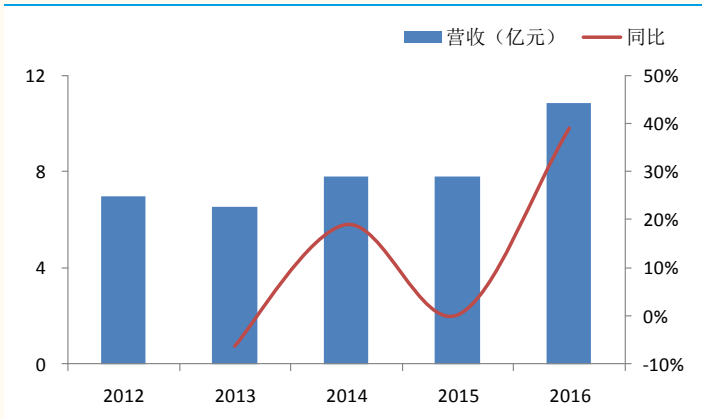
- **业绩稳健增长，手动变速器总成为主要营收来源。**2016 年乘用车变速器总成、乘用车变速器齿轮、汽配压铸件、自动变速器零件营收占比分别为 58%、20%、12%、2%，其中手动变速器总成为公司主要营收来源。近几年，公司营收利润总体保持平稳增长，其中 2016 年实现营收 10.9 亿元，同比增长 39%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 74%，主要系手动变速器总成配套的新客户在 2016 年开始放量。

图表 2：乘用车手动变速器总成为当前公司主要营收来源



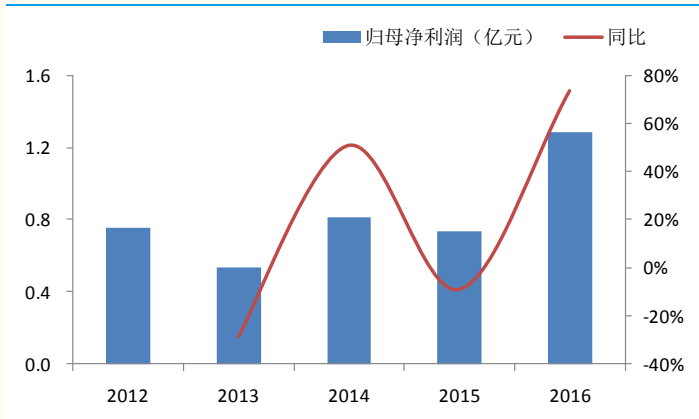
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司营收保持稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

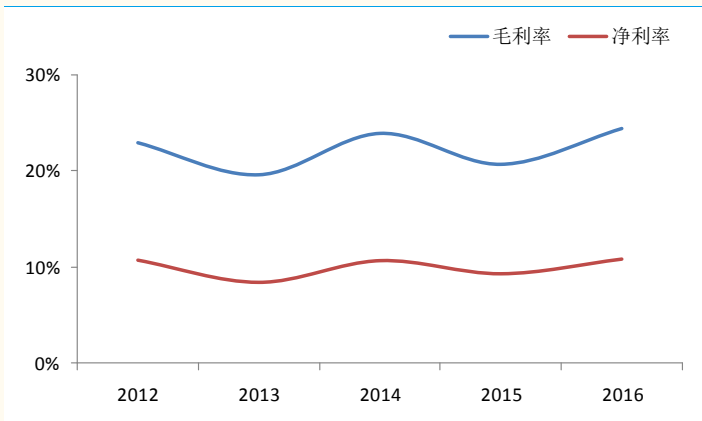
图表 4：公司净利润稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

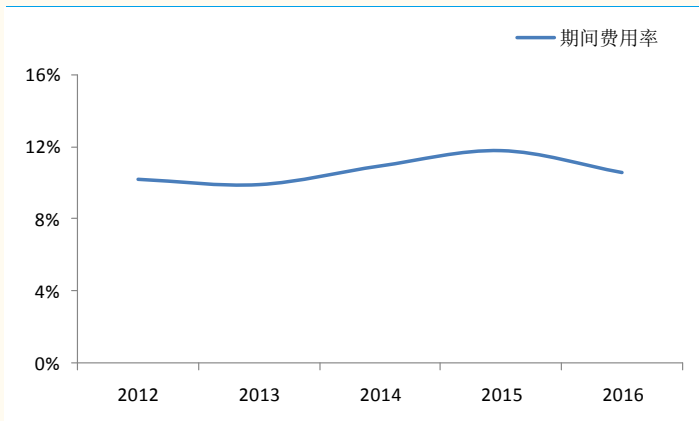
- **盈利能力稳中有升，期间费用率维持稳定。**2016 年公司毛利率为 24.38%，较去年同期提升 3.69 个百分点，期间费用率 10.6%，同比下滑 1.23 个百分点，净利率 10.88%，同比提升 1.55 个百分点。

图表 5：盈利能力稳中有升



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：期间费用率维持稳定



来源：wind，国金证券研究所

- **股权集中，控股权稳定。**截至 2017 年一季度，公司前十大股东累计持股比例为 72.61%，其中朱堂福、熊敏和朱俊翰为实际控制人，朱堂福与熊敏为夫妇，朱俊翰为朱堂福与熊敏之子。朱堂福与熊敏分别直接持有公司股权比例为 51.48%和 6.48%，朱俊翰通过公司股东重庆黛岑投资管理有限公司间接持有公司股权 0.46%。

图表 7：2017 年一季度公司前十大股东情况

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)	备注
朱堂福	110,167,200	51.48	朱堂福与熊敏为夫妇
熊敏	14,632,800	6.84	朱堂福与熊敏为夫妇
陈思贤	8,475,100	3.96	
北京友合利华投资管理中心(有限合伙)	7,542,858	3.52	
中国工商银行股份有限公司-华安逆向策略混合型证券投资基金	4,500,658	2.10	
重庆黛岑投资管理有限公司	3,354,000	1.57	朱俊翰通过公司股东重庆黛岑投资管理有限公司间接持有公司股权 0.46%。
冯世涛	2,122,600	0.99	

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	备注
中国农业银行股份有限公司-中邮核心优势灵活配置混合型证券投资基金	1,619,892	0.76	
李伟斌	1,495,235	0.70	
银河金汇证券资管-民生银行-银河嘉汇 5 号集合资产管理计划	1,466,611	0.69	
合计	155,376,954	72.61	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **子公司布局较为完善。**公司子公司布局较为完善，其中重庆蓝黛变速器有限公司于 2015 年设立，目前公司手动变速器业务交由蓝黛变速器经营，同时公司募投项目“年产 10 万台乘用车手动变速器总成扩产项目”交由蓝黛变速器实施。北齿蓝黛由公司、公司子公司蓝黛变速器、蓝黛自动化与北京北齿共同设立，其中北京北齿为北汽集团全资子公司。

图表 8：主要参控公司

被参控公司	直接持股	营收（万元）	净利润（万元）	主要业务
重庆蓝黛变速器有限公司	57%	66,224	5,622	变速器及零部件研发、生产、销售。
重庆帝瀚动力机械有限公司	84%	22,151	702	发动机汽缸体的生产、销售业务。
重庆蓝黛自动化科技有限公司	100%	150	11	自动化设备研发、生产、销售。
重庆北齿蓝黛汽车变速器有限公司	20%	4,241	-57	变速器及其他传动产品研发、生产和销售。
重庆蓝黛科博传动技术有限公司	100%	-1	-152	对外出口贸易，开拓国际市场。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **推出股权激励计划，理顺公司激励机制。**2016 年公司推出限制性股票激励计划，授予的激励对象为 118 人，均为公司董事、高级管理人员、核心技术人员和核心业务人员，授予数量为 651.8 万股，其中预留 50 万股，授予价格为 14.01 元/股（2017 年 5 月 12 日公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，除权后，授予价格为 7 元/股）。其中首次授予完成的激励对象为 115 人，授予日为 2016 年 9 月 23 日，授予数量为 545.8 万股，预留 50 万股。3 个暂缓授予人的授予日为 2016 年 12 月 23 日，授予数量为 56 万股。我们认为，推出股权激励计划，理顺激励机制，有助于公司后续发展。

图表 9：理顺激励机制，促公司后续发展

解除限售安排	解除限售比例	行权条件	备注
第一个解除限售期	40%	2016 年扣非净利润不低于 0.89 亿元（相对 2015 年扣非增速不低于 60%）	2016 年实际扣非净利润 1.20 亿元
第二个解除限售期	30%	2017 年扣非净利润不低于 0.97 亿元（相对 2015 年扣非增速不低于 75%）	
第三个解除限售期	30%	2018 年扣非净利润不低于 1.36 亿元（相对 2015 年扣非增速不低于 145%）	

来源：公司公告，国金证券研究所

2、自动变速器千亿市场，国产化加速推进

2.1 自动变速器渗透率不断提升，自主品牌提升空间更大

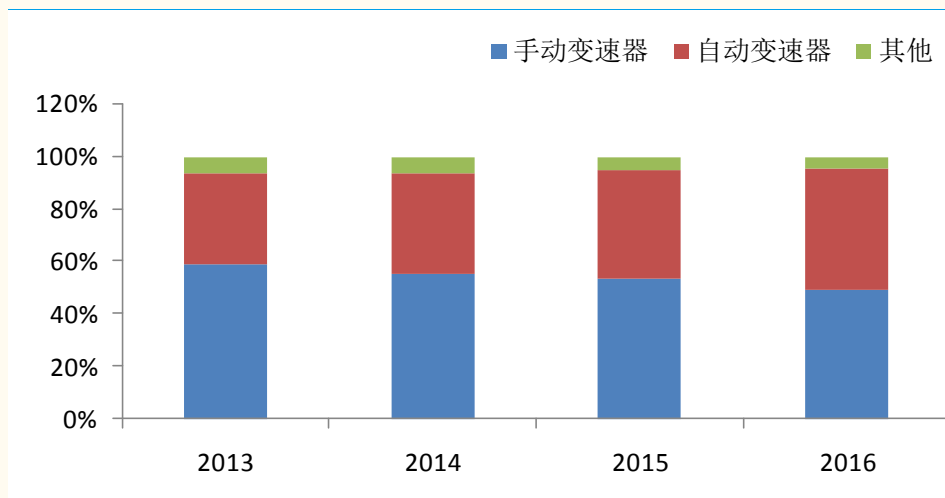
- 自动变速器渗透不断提升。**目前变速器分为手动变速器和自动变速器，其中自动变速器又可以分为机械自动变速器（AMT）、液压自动变速器（AT）、双离合自动变速器（DCT）和无极自动变速器。相比于手动变速器，自动变速器能够为驾驶者提供更加舒适的驾驶体验，并能够提供更好的燃油经济性，因此逐步替代手工变速器成为趋势。2016 年，国内自动变速器渗透率为 46%，较 2013 年提升 11 个百分点。

图表 10：变速器分类及特点分析

变速器类型	基本结构	工作原理及特点
MT (手动变速器)	齿轮、轴、轴承箱体、差速器	用几根平行轴及若干相啮合的直齿或斜齿齿轮进行动力传递，驾驶员通过驱动挂档杆实现不同的齿轮啮合，最终实现不同档位的齿轮比，换挡结构简单、工作可靠、经济。
AMT (机械自动变速器)	齿轮、轴、轴承箱体、差速器、电磁阀、传感器、电子控制系统、电动机或液压气动等换挡机构	AMT 在 MT 的基础上增加了电子控制系统，来自动控制离合器的接合、分离，实现档位的变换，驾驶员只要踩油门，选速器系统会自动选择换挡的最佳时机，且保证最低的动力损耗。AMT 传承了 MT 传动效率高、机构紧凑、工作可靠等优点。
AT (液力自动变速器)	齿轮、轴、轴承箱体、差速器、电磁阀、传感器、电子控制系统、液压阀、液压密封、离合器、制动器总成、行星排、液压变矩器	AT 中的电子控制系统可以选择更多的传动比，传动比取决于行驶条件，从而降低了油耗并提高了换挡的平顺性。发动机转速与行驶状态的最优化匹配意味着发动机提高了动力，燃油经济性并降低了噪音。
DCT (双离合自动变速器)	齿轮、轴、轴承箱体、差速器、电磁阀、传感器、电子控制系统、液压阀体、液压密封、双离合模块齿形、离合器同步器等换挡件。	DCT 兼容了自动变速器和手动变速器双重特点，满足了消费者对驾驶运动感和车辆节油的双重要求，在低油耗的同时，在车辆性能方面没有损失，并且与传动自动变速器一样可以实现顺畅换挡而不影响牵引力，既保证了驾驶的安全性、舒适性、还提高了传动效率。
CVT (无极自动变速器)	齿轮、轴、轴承箱体、差速器、电磁阀、传感器、电子控制系统、液压阀体、液压密封、行星排、液力变矩器、锥盘、钢带等无极变速机构	CVT 采用传动带、传动链和可变槽宽的锥轮进行动力传递及传动比的选择，即当锥轮变换槽宽时，相应改变主动轮与从动轮上传动带的接触半径进行变速。无极变速器的换挡性能、舒适性和安全性更好。

来源：公司公告，国金证券研究所

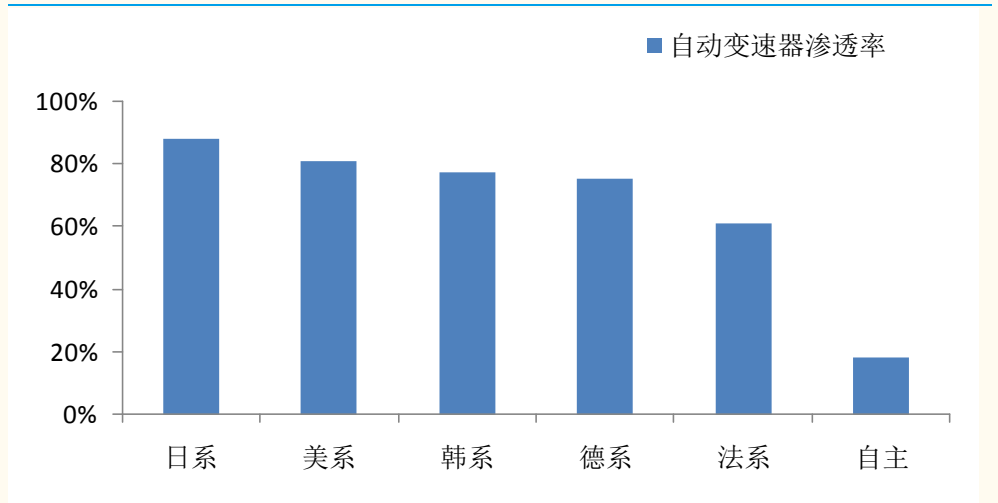
图表 11：2016 年国内自动变速器渗透率 46%，比 2013 年提升 11 个百分点



来源：中汽协，国金证券研究所

- **自主品牌自动变速器渗透率存在更大提升空间。**自主品牌目前仍主要集中在中低端市场，自动变速器渗透率不足 20%。对比外资品牌超过 50% 的渗透率而言，自主品牌渗透率有更大的提升空间。

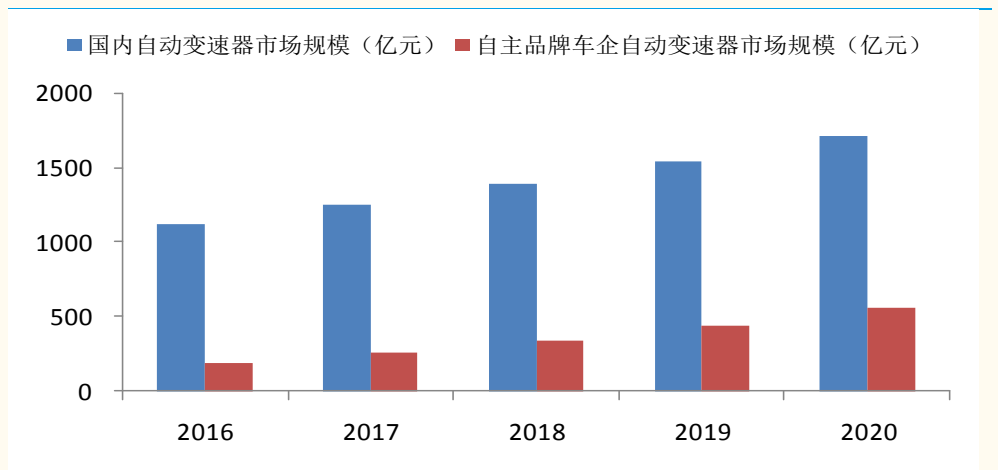
图表 12：自主品牌自动变速器渗透率不足 20%，仍存在较大提升空间



来源：盖世汽车网，国金证券研究所

- **千亿市场静待分享，自主品牌加速渗透。**随着自主品牌的逐渐崛起，对自动变速器的需求有望逐步提升。我们假设：
 - 2017-2020 年国内乘用车复合增长率为 5%。
 - 根据乘联会数据，2016 年自主品牌乘用车销量占比为 42%，假设 17-20 年占有率分别为 44%、46%、48%、50%。
 - 根据中汽协数据，2016 年国内自动变速器渗透率为 46%，假设 17-20 年渗透率分别为 49%、52%、55%、58%。
 - 当前自主品牌自动变速器渗透率仅为 18.3%，假设 17-20 年渗透率分别为 23%、28%、33%、38%。
 - 假设自动变速器均价为 10000 元。
- 则我们预计到 2020 年国内自动变速器市场规模超千亿，2016-2020 年复合增长率为 11.3%，其中自主品牌自动变速器市场规模为 563 亿元，2016-2020 年复合增长率为 32%。

图表 13：自动变速器 2020 年国内市场规模有望达到 1719 亿元



来源：中汽协，国金证券研究所

2.2 外资垄断，自主厂商不断取得突破

- **外资垄断，自动变速器对外依赖度高。**中国变速器行业起步较晚，国内厂商在技术研发方面与国际先进水平差距较大，而拥有关键技术的国外厂商对国内厂家实行了不同程度的技术封锁，因此目前国内厂商严重依赖进口或者合资品牌，国内自主厂商自动变速器配套比例相对较低，除了少数自主品牌车企能够自产自动变速以外，多数企业仍以外购为主。

图表 14：日本、德国在自动变速器领域处于全球领先地位

生产企业	整车配套企业
日本爱信精机株式会社	一汽大众、上汽大众
爱信 AW 株式会社	昌河铃木、长安汽车
日本 JATCO 株式会社	跃进汽车、东风汽车
丰田汽车	一汽丰田
日本 Mazda 公司	一汽集团
日本大发工业株式会社	一汽吉林汽车有限公司
采埃孚齿轮箱有限公司	华晨金杯
德国大众汽车有限公司	上海大众
戴姆勒克萊斯勒	北汽奔驰
法国 PPS 公司	上海通用
法国雷诺公司	奇瑞汽车
上海采埃孚变速器有限公司	华晨宝马、上海大众
天津艾达自动变速器有限公司	一汽丰田
北京摩比斯变速器有限公司	东风悦达起亚

来源：搜狐汽车，国金证券研究所

- **自动变速器国产化推进，实力厂商具备自产自动变速器能力。**目前主流的自主品牌主机厂通过不同的路径已经开始具备自产自动变速器的能力，例如奇瑞通过自主研发，先后开发处理 CVT 和 4AT 自动变速器；比亚迪开发出了 DCT 变速器；吉利具备自产 7DCT 变速器的能力；长城汽车投资 60 亿元，成立自动变速器事业部。

图表 15：实力自主厂商具备自动变速器研发、生产能力

厂商名称	自动变速器方向	研发进程	项目及规划
吉利	AT (DSI 配套)、DCT	通过并购 DSI，具备了自主研发 6AT 和 7DCT 变速器的能力，目前吉利将 DSI61% 的股权卖给了双林集团。	2017 年 3 月 11 日上午，吉利总投资达 35 亿元、年产 60 万台吉利自动变速器项目在桐乡正式签约。
长城汽车	DCT	投资 60 亿元，成立自动变速器事业部，具备自主研发 7DCT 变速器的能力。	长城自动变速器事业部投资 60 亿元，分两期建设，产能共计 100 万/年，2015 年 10 月份开工，2017 年正式投产，长城还计划在 2020 年推出的新车型全部搭载自动变速器。
长安汽车	DCT	长安 DCT 项目在 2000 年就已开始，2006 年申报国家“863” DCT 项目并完成设计和整车试验。2010 年通过国家“863”项目验收。2016 年正式应用于长安 CS15 车型上	代为 DCT170 的 5 速双离合变速器已在重庆青山工业有限责任公司投产。
奇瑞汽车	CVT (万里扬配套)、DCT	具备自主研发 CVT 和 4AT 自动变速器的能力，目前奇瑞变速器资产已经卖给了万里扬。	奇瑞汽车联手格特拉克共同发布全球领先双离合变速器 DCT，该变速器将率先搭载于瑞虎 7 车型，后续还将陆续匹配到奇瑞品牌其他车型上。
江淮汽车	DCT	自主研发出 6DCT 变速器，用于第二代瑞风 S5。	江淮汽车 DCT 产品自 2014 年正式投产，项目设计产能 15 万辆。
比亚迪	DCT	2011 年 7 月 18 日，比亚迪自主研发的涡轮增压缸内直喷发动机和双离合变速器 (1.5Ti+DCT) 就下线投产，自主领域技术比较领先。	2011 年投产，技术相对领先。

来源：腾讯汽车，国金证券研究所

- **自主车企自动变速器外购需求大，为第三方供应商提供配套机会。**自动变速器的研发生产需要投入大量的资金，除去主流自主车企具备自主研发自动变速器的能力之外，众多自主车企仍不具备自主研发自动变速器的能力与条件，采取外购方式为主，为第三方配套厂商发展提供机会。

图表 16：自主车企自动变速器外购需求大，为第三方供应商发展提供机会

企业	重要车型	配套厂商
力帆	轩朗	盛瑞传动
	迈威	欧格瑞
众泰	大迈	邦奇
	SR7	邦奇
	Z700	上汽
江淮	S3	邦奇
小康	风光 580	邦奇

来源：汽车之家，国金证券研究所

3、合资项目奠定基础，公司加速推进 AT 产业化

- **合资项目奠定基础，主攻 AT 自动变速器。**2009 年，公司与安东诺夫成立了合资公司重庆英福安变速器有限公司，主要研发乘用车 TX6 自动变速器（6AT）。其中，安东诺夫是一家专门从事变速器设计的服务商，其设计的 TX6 变速器是一款适用于 220Nm 及以下发动机的前驱横置车型的六速自动挡发动机。安东诺夫研发的 TX6 变速器在欧洲、美国和中国取得了相关专利，根据此次合作协议，安东诺夫应向重庆英福安提供 TX6 全套详细的生产级别零件制造图、完整的材料清单和详细的书面装配和检测规程，但安东诺夫一直未能完整提供。双方合资公司重庆英福安于 2015 年 12 月 31 日完成工商注销登记手续。虽然目前英福安已经解散，但通过与安东诺夫数年的深入合作，丰富了公司自动变速器的技术储备，并奠定了公司主攻 6AT 自动变速器的方向。
- **技术人员专业背景深厚。**公司副总经理汤海川先生，历任上海汽车变速器有限公司技术中心产品设计、产品设计总监、副经理、执行总监以及销售部执行总监兼部门经理，曾获得“上海市标准化优秀技术成果”二等奖、上海汽车集团股份有限公司首批“专业技术带着人”称号。其在上汽变速器任职期间，主导了 SC63 系列变速器、SH63 系列变速器、SC16M5 系列变速器、SH15 系列变速器、SH20 系列变速器等重大开发项目，主导取得了专利 9 项，在自动变速器研发方面具有丰富的经验。我们认为，公司技术人员具有深厚的专业背景，为公司自动变速器的研发提供了坚实的保障。
- **AMT 产品实现小批量，自动化业务推进或将加快。**公司产品研发方面继续由手动变速器总成向自动变速器总成扩展，目前公司 AT 项目全面启动设计、布点，同时为加速研发进度，部分研发委托外部进行。2016 年，AMT 项目实现小批量生产，混合动力 ERA 项目成功搭载车型，进入工装样机阶段。依托现有客户资源，自动变速器产业化有保障。公司地处重庆，手动变速器目前配套力帆、众泰、北汽、小康等客户。我们认为，依托现有手动变速器的客户资源，公司自动变速器产业化有保障。

- **启动大规模投资，自动变速器产品进展值得期待。**蓝黛变速器为公司于2015年设立的子公司，2年期间，蓝黛变速器的发展受到了重庆市璧山区政府的大力支持，先进变速器总成项目发展得到充分保障。2016年6月，农发基金对蓝黛变速器进行3亿元增资，满足蓝黛变速器“先进变速器总成及零部件产业化项目”的建设、运营需要。2016年9月，公司再次对蓝黛变速器增资3亿元。2016年11月，蓝黛变速器与重庆市璧山区政府签订了总投资20亿元的投资协议，项目用地由政府提供。我们认为，公司20亿投资先进变速器总成及零部件产业化项目，或意味着公司对当前技术储备的以及未来产品放量的信心。

图表 17：技术储备丰富，产业化稳步推进

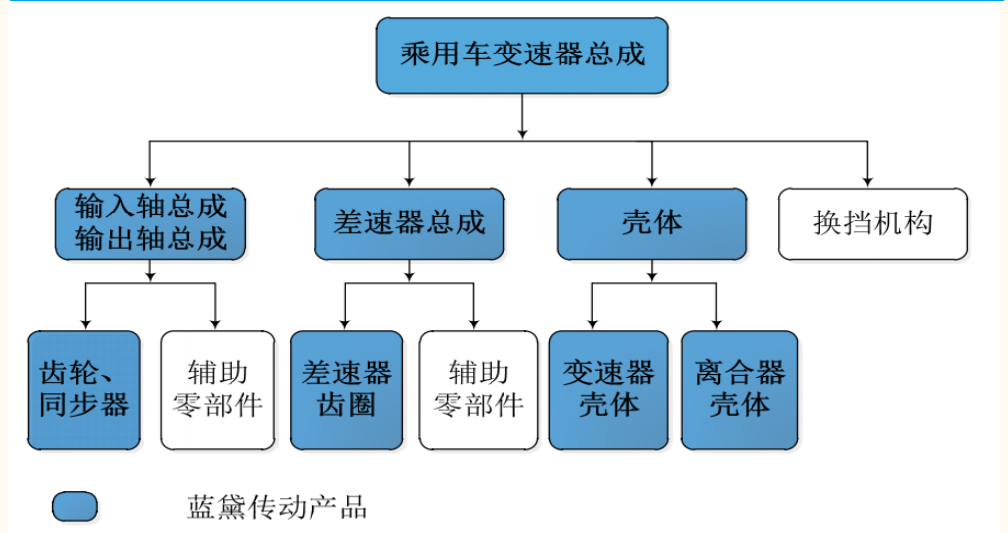
时间	事件
2015 年 7 月	投资设立子公司蓝黛变速器
2015 年 10 月	公司将年产 10 万台乘用车手动变速器总成扩产项目的实施主体变更为蓝黛变速器。
2016 年 6 月	蓝黛变速器与农发基金、重庆璧山区政府签订投资协议，农发基金拟以 3 亿元对蓝黛变速器进行增资，满足蓝黛变速器“先进变速器总成及零部件产业化项目”的建设、运营需要。
2016 年 9 月	蓝带传动对蓝黛变速器增资 3 亿元。
2016 年 11 月	蓝黛变速器与重庆璧山区政府签订《关于先进变速器总成及零部件产业化项目投资框架协议》，项目总投资 20 亿元，项目用地由政府提供。

来源：公司公告，国金证券研究所

4、募投项目稳步推进，传统主业稳健增长

- **手动变速器总成成为现阶段主要营收来源。**公司传统主业包括乘用车手动变速器齿轮、乘用车自动变速器零部件、乘用车手动变速器总成、汽车压铸产品以及摩托车主副轴组件。其中乘用车手动变速器总成为目前公司主要的营收来源，并且除了换挡机构、标准件等辅助零部件需要外购，手动变速器总成装配所需的主要零部件公司均可以自主研发与生产。

图表 18：手动变速器产品结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司拥有稳定的客户资源，新品量产有望增厚业绩。**经过多年发展，公司树立了在变速器领域的行业地位，培育了力帆汽车、吉利汽车、众泰汽车、奇瑞汽车、小康动力等一批稳定的客户，并且部分产品出口海外。分产品来看，手动变速器总成主要配套力帆股份、众泰汽车等，乘用车手动变速器齿轮主要配套吉利汽车、奇瑞汽车、北汽银翔等，自动变速器零部件主要配套吉利，奇瑞等。2016 年，公司部分乘用车变速器总成新品当年实现了量产和供货，部分新品也将在 2017 年陆续投入量产，为众泰汽车、力帆汽车、小康动力等提供量产配套服务，增厚 2017 年业绩。

图表 19：公司客户资源丰富

主要产品	产品分类	主要客户
乘用车手动变速器齿轮	输入轴、输出轴一、二、三、四、五档齿轮，差速器齿圈，同步器总成等	吉利汽车、奇瑞汽车、北汽集团、迈卡汽车、迪夫奇华纳、马恒达
乘用车自动变速器零部件	行星排总成、传动齿轮、轴、太阳轮、差速器总成、阀芯等	吉利汽车、华泰汽车、奇瑞汽车
乘用车手动变速器总成	5 档手动变速器、6 档手动变速器	力帆股份，众泰汽车、川汽集团、赛帕汽车
汽配压铸产品	变速器壳体、离合器壳体、发动机缸体、曲轴箱体	吉利汽车、力帆股份
摩托车主副轴组件	摩托车主轴、摩托车副轴	钱江摩托、力帆股份

来源：公司公告，国金证券研究所

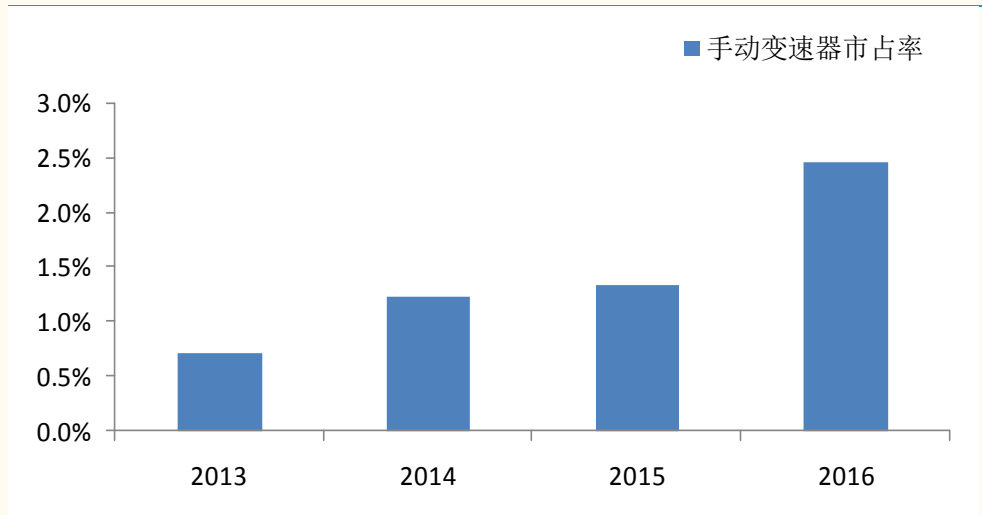
- **募投项目稳步推进，主业稳步增长可期。**公司上市募投项目为年产 600 万件乘用车手动变速器齿轮扩产项目、年产 160 万件乘用车自动变速器零部件扩产项目，年产 10 万台乘用车手动变速器，其中公司通过对市场的谨慎分析，将年产 600 万件乘用车手动变速器齿轮扩产项目的总投资额度由 3.63 亿元下调至 2.06 亿元。截至 2016 年 12 月 31 日，募集资金基本已全部投入，部分项目已经开始产生收益。我们认为，随着公司募投项目的稳步推进，乘用车手动变速器业务市占率稳步提升。

图表 20：募投项目稳步推进

项目	进度	2016 年效益（万元）
年产 600 万件乘用车手动变速器齿轮扩产项目	该项目厂房建设工程已完成，公司根据生产经营实际需要逐步投入设备，目前部分设备达到预定可使用状态予以结转至固定资产并投产，已产生良好收益，但项目整体尚未能达到预计收益。	1113.86
年产 160 万件乘用车自动变速器零部件扩产项目	目前该项目建设工程尚未完工，公司根据自动变速器零部件实际运营情况逐步投入设备，目前部分设备达到预定可使用状态予以结转至固定资产并投产，已产生部分收益，但整体项目尚未能达到预计收益。	51.43
年产 10 万台乘用车手动变速器	该项目已经交由蓝黛变速器实施，募集资金仍未全部投入，16 年达到预计效益。	1484.26

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：手动变速器总成市占率稳步提升



来源：wind，国金证券研究所

5、盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

■ 核心假设：

- 手动变速器总成开拓新客户，且募投项目逐步产生收益，2017-2019 年营收增速为 48%、60%和 10%，且随着对新客户的配套，毛利率稳中有升。
- 自动变速器总成 2016 年已经开始小批量生产，假设 2017 年小规模配套，2018 年产业化。且随着产业化推进毛利率稳步提升。
- 手动变速器齿轮业务募投项目逐步产生收益，2017-2019 年营收增速为 6%、8%、8%。
- 自动变速器零部件业务募投项目逐步产生收益，2017-2019 年营收增速为 564%、14%、14%。

- 汽配压铸件逐步开拓新客户，2017-2019 年营收增速为 159%、10%、10%。

图表 22：公司收入结构预测（百万元）

手动变速器总成	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	314.27	360.14	674.30	1,000.00	1,600.00	1,760.00
收入增速	110.75%	14.60%	87.23%	48.30%	60.00%	10.00%
毛利率	24.98%	21.34%	23.85%	23.90%	24.00%	23.90%
手动变速器齿轮						
营业收入	250.11	236.50	226.36	240.00	260.00	280.00
收入增速	-1.45%	-5.44%	-4.29%	6.03%	8.33%	7.69%
毛利率	26.64%	23.22%	27.00%	26.50%	26.30%	26.40%
汽配压铸件						
营业收入	69.10	51.57	133.46	346.00	380.60	418.66
收入增速	-10.12%	-25.37%	158.79%	159.25%	10.00%	10.00%
毛利率	24.72%	22.16%	27.96%	28.00%	27.90%	27.85%
自动变速器零部件						
营业收入	9.65	5.07	18.50	123.00	140.00	160.00
收入增速	30.76%	-47.46%	264.89%	564.86%	13.82%	14.29%
毛利率	34.77%	23.54%	6.85%	15.00%	18.00%	20.00%
自动变速器总成						
营业收入			5.49	10.00	500.00	700.00
收入增速				82.15%	4900.00%	40.00%
毛利率			4.98%	5.00%	20.00%	25.00%

来源：wind，国金证券研究所

- 预计 2017 年-2019 年净利润分别为 1.81 亿元、3.12 亿元和 3.94 亿元。

5.2 投资建议

- 公司 2013~2016 年营收复合增长率 21%，净利润复合增长率 34%，业绩快速增长。公司手动变速器总成快速增长，自动变速器产业化加速推进，有望业绩估值双提升。预计 2017-2019 年净利润分别为 1.81 亿元、3.12 亿元和 3.94 亿元，EPS 为 0.42 元、0.73 元和 0.92 元。首次覆盖给予买入评级，给予 2018 年 25 倍 PE，对应目标价 18 元。

6、风险提示

- 汽车产销量不及预期。
- 自动变速器产业化进程不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	781	783	1,161	1,719	2,881	3,319
增长率		0.3%	48.2%	48.1%	67.6%	15.2%
主营业务成本	-594	-621	-878	-1,301	-2,197	-2,501
%销售收入	76.1%	79.3%	75.6%	75.7%	76.3%	75.3%
毛利	186	162	283	418	684	818
%销售收入	23.9%	20.7%	24.4%	24.3%	23.7%	24.7%
营业税金及附加	-4	-4	-9	-14	-24	-25
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%
营业费用	-17	-22	-40	-60	-101	-116
%销售收入	2.2%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-47	-56	-72	-143	-202	-216
%销售收入	6.0%	7.2%	6.2%	8.3%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	119	80	162	202	357	462
%销售收入	15.2%	10.2%	13.9%	11.7%	12.4%	13.9%
财务费用	-22	-14	-11	-3	-7	-16
%销售收入	2.8%	1.8%	0.9%	0.2%	0.2%	0.5%
资产减值损失	-12	-1	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	3	2	3	2
%税前利润	n.a	n.a	2.0%	0.9%	0.8%	0.4%
营业利润	84	64	138	201	353	448
营业利润率	10.7%	8.2%	11.9%	11.7%	12.2%	13.5%
营业外收支	14	22	9	10	10	10
税前利润	98	86	147	211	363	458
利润率	12.6%	11.0%	12.6%	12.3%	12.6%	13.8%
所得税	-14	-13	-20	-30	-51	-64
所得税率	14.6%	15.1%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	84	73	126	181	312	394
少数股东损益	2	-1	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	81	74	129	181	312	394
净利率	10.4%	9.5%	11.1%	10.6%	10.8%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	84	73	126	181	312	394
少数股东损益	2	-1	-2	0	0	0
非现金支出	70	66	89	75	80	84
非经营收益	3	17	11	-2	2	18
营运资金变动	-169	-162	-300	-136	-423	-86
经营活动现金净流	-12	-6	-75	118	-29	409
资本开支	-21	-25	-225	-89	-89	-70
投资	-3	20	-24	-1	0	0
其他	90	-30	74	2	3	2
投资活动现金净流	66	-35	-174	-88	-86	-68
股权募资	0	370	84	0	0	0
债权募资	-20	-60	320	39	151	298
其他	-32	-31	-67	-32	-37	-52
筹资活动现金净流	-51	280	337	7	115	246
现金净流量	2	239	88	36	0	588

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	39	309	364	400	400	988
应收账款	354	400	671	843	1,412	1,627
存货	156	235	228	356	602	685
其他流动资产	21	22	46	50	77	86
流动资产	570	967	1,309	1,649	2,491	3,386
%总资产	48.9%	61.2%	59.4%	64.2%	72.6%	78.3%
长期投资	27	6	11	12	11	11
固定资产	459	474	568	587	611	611
%总资产	39.4%	30.0%	25.8%	22.8%	17.8%	14.1%
无形资产	88	90	247	244	250	256
非流动资产	595	612	896	921	940	936
%总资产	51.1%	38.8%	40.6%	35.8%	27.4%	21.7%
资产总计	1,165	1,580	2,204	2,570	3,431	4,322
短期借款	203	188	233	224	375	673
应付款项	141	213	415	567	954	1,085
其他流动负债	42	29	32	47	80	169
流动负债	386	430	680	838	1,409	1,926
长期贷款	70	25	0	0	0	1
其他长期负债	114	104	452	500	500	500
负债	570	559	1,132	1,338	1,909	2,427
普通股股东权益	574	998	1,070	1,230	1,521	1,893
少数股东权益	21	22	2	2	2	2
负债股东权益合计	1,165	1,580	2,204	2,570	3,431	4,322

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.522	0.356	0.603	0.424	0.729	0.920
每股净资产	3.682	4.800	5.000	5.748	7.105	8.845
每股经营现金净流	-0.078	-0.028	-0.350	0.550	-0.134	1.913
每股股利	0.000	0.250	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	14.18%	7.42%	12.02%	14.75%	20.51%	20.80%
总资产收益率	6.99%	4.69%	5.84%	7.06%	9.09%	9.11%
投入资本收益率	11.66%	5.50%	10.68%	11.92%	16.17%	15.46%
增长率						
主营业务收入增长率	19.12%	0.34%	48.16%	48.11%	67.57%	15.21%
EBIT增长率	48.33%	-32.56%	102.50%	24.70%	76.79%	29.40%
净利润增长率	50.98%	-9.07%	73.73%	41.07%	71.89%	26.26%
总资产增长率	15.49%	35.53%	39.54%	16.60%	33.51%	25.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.3	116.9	103.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	99.1	115.1	96.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	66.8	71.2	66.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	200.3	212.4	154.7	95.7	52.6	39.0
偿债能力						
净负债/股东权益	39.23%	-9.43%	-12.19%	-14.28%	-1.61%	-16.59%
EBIT利息保障倍数	5.5	5.5	15.3	71.1	50.0	29.2
资产负债率	48.92%	35.39%	51.36%	52.06%	55.62%	56.16%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD