

增持

—新增

日期：2017年06月12日

行业：汽车



分析师：邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理：黄涵虚

Tel: 021-53686177

E-mail: huanghanxu@shzq.co

SAC 证书编号: S0870116030006

证券研究报告/公司研究/公司深度

乘用车自动变速器持续渗透，CVT 产品前景广阔

——万里扬（002434）研究报告

■ 主要观点

商用车变速器龙头，成功拓展乘用车变速器业务。

公司原为商用车变速器生产商，收购奇瑞和吉利旗下变速器业务后，公司在乘用车变速器领域得到快速发展，产品已覆盖商用车手动挡变速器、乘用车手动挡变速器和乘用车自动挡变速器，为奇瑞汽车、吉利汽车、北汽福田、东风汽车、江淮汽车、中国重汽、一汽集团等大型整车厂商提供配套。

中轻卡变速器领域优势显著，有望持续提高市场占有率。

商用车变速器市场竞争格局稳定，公司作为行业中轻卡领域的行业龙头，未来有望持续提升市场占有率。同时，公司壳体、齿轴、同步器等三大零部件自制率超过90%，产品成本控制能力较强，并积极推广高端G系列产品、开拓国五标准车型，已成为北汽福田、江淮、东风轻卡等客户的高端产品的主要供应商。目前商用车市场受到《超限运输车辆行驶公路管理规定》、国五排放标准实施、淘汰黄标车等多重因素影响，销量同比大幅增加，公司短期内也将受益于市场需求的回暖。

乘用车市场自动变速器替代手动变速器，CVT 发展潜力较大。

自动变速器的几条技术路线协同发展，AT、CVT、DCT分别在北美、日本、欧洲占据主导地位。其中CVT具有零部件少、重量轻、体积小、动力传输平顺等优点，在驾驶舒适性和燃油经济性等方面均有优势，在国内乘用车市场自动变速器持续替代手动变速器的趋势下发展潜力较大。博世预计，中国市场2014年至2020年CVT变速器销量预计由200万台增长至430万台，全球市场销量预计由800万台增长至1470万台。

乘用车变速器业务绑定奇瑞、吉利，CVT 产品有望快速拓展。

公司收购奇瑞、吉利变速器业务后绑定两大自主车企，有效支撑乘用车变速器销量，并受益于吉利汽车销量大增。同时，芜湖万里扬作为国内少数拥有自主知识产权并实现大批量生产CVT变速器产品的企业之一，具有较大竞争优势，在自主品牌崛起的趋势下快速放量。

汽车内饰业务立足自主品牌汽车市场，合作恩坦华向高端突破

公司子公司金兴内饰拥有辽阳、大连、涿州、芜湖、景德镇五大生产基地，产品包括汽车内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、保险杠、方向盘等，配套客户以自主品牌为主，包括奇瑞汽车、华晨宝马、长安汽车、北汽股份、华晨汽车、江铃汽车、汉腾汽车等。金兴内饰已与恩坦华签署《合资意向书》，拟成立合资公司为合资品牌汽车配套汽车饰件产品，将有助于公司开拓包括宝马汽车、奔驰汽车等高端客户在内的合资品牌汽车市场。

■ 投资建议

我们预计，公司2017年至2019年营业收入为61.53亿元、80.31亿元、104.16亿元，同比增速分别为64.86%、30.53%、29.69%；归属于母公司股东的净利润8.27亿元、11.49亿元、15.52亿元，同比增速分别为164.96%、38.85%、35.07%；按照公司目前总股本数13.50亿股计算，

基本数据 (2017Q1)

报告日股价 (元)	14.19
12mth A 股价格区间 (元)	8.50/18.53
总股本 (百万股)	1350.00
无限售 A 股/总股本	74.51%
流通市值 (亿元)	142.74
每股净资产 (元)	4.31
PBR (X)	3.37

主要股东 (2017Q1)

万里扬集团有限公司	28.45%
香港利邦实业有限公司	14.53%
奇瑞汽车股份有限公司	12.24%

收入结构 (2016)

汽车内饰件	27.76%
轻卡变速器	23.56%
轿车变速器	22.35%
中卡变速器	9.88%
乘用车自动变速器	7.27%

报告编号: QCDYBG-4

首次报告日期: 2017年6月12日

相关报告:

对应 EPS 为 0.61 元、0.85 元、1.15 元；参考公司 2017 年 6 月 9 日收盘价 14.19 元，对应 PE 为 23.15 倍、16.68 倍、12.35 倍，给予“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,732.25	6,152.88	8,031.08	10,415.89
年增长率	89.20%	64.86%	30.53%	29.69%
归属于母公司股东的净利润	312.26	827.36	1,148.76	1,551.57
年增长率	47.54%	164.96%	38.85%	35.07%
每股收益 (元)	0.23	0.61	0.85	1.15
PE	61.35	23.15	16.68	12.35

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

注：有关指标按最新股本摊薄，股价截止 2017 年 6 月 9 日

目 录

一、公司概况	5
1.1 主营业务.....	5
1.2 股权结构.....	5
1.3 业绩表现.....	6
二、国内商用车变速器龙头，CVT 立足乘用车变速器市场	7
2.1 商用车变速器：公司为行业龙头，受益政策利好	7
2.2 乘用车变速器：收购优质资产，CVT 产品立足市场	8
2.3 新能源汽车传动系统：合作吉孚动力、维克多	12
三、汽车内饰件配套自主品牌，合作恩坦华向高端品牌突破	12
3.1 金兴内饰配套自主品牌汽车	12
3.2 与恩坦华合资公司向高端品牌客户拓展	13
四、盈利预测	13
4.1 预测假设.....	13
4.2 盈利预测.....	14
五、风险提示	14
六、附表	15

图

图 1 2010 年~2017 年主营收入构成 (亿元)	6
图 2 2012 年~2017 年主营收入构成 (%)	6
图 3 2010 年~2017 年营业总收入 (亿元)	6
图 4 2010 年~2017 年归属母公司股东净利润 (亿元)	6
图 5 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)	7
图 6 2012 年~2016 年期间费用率 (%)	7
图 7 2013 年~2017 年轻卡累计销量 (辆) 及增速 (%) ...	8
图 8 2013 年~2017 年中卡累计销量 (辆) 及增速 (%) ...	8
图 9 2005 年~2017 年奇瑞月销量 (辆) 及增速 (%)	8
图 10 2005 年~2017 年吉利月销量 (辆) 及增速 (%)	8
图 11 自动挡占国内乘用车车型数量比例	9
图 12 CVT 占国内自动挡乘用车车型比例	9
图 13 2018 年全球汽车变速器市场结构预测	10
图 14 2018 年中国汽车变速器市场结构预测	10

表

表 1 公司股权结构 (2017Q1)	5
表 2 自动变速器类型及特点	9
表 3 自动变速器主要生产商及配套客户	10
表 4 奇瑞车型变速器配置	11
表 5 装配 CVT 自主品牌车型	11
表 6 盈利预测结果	14
表 7 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)	15

一、公司概况

1.1 主营业务

公司前身成立于 1996 年，是国内商用车变速器龙头，2015 年至 2016 年公司收购金兴汽车内饰股份有限公司、原芜湖奇瑞变速箱有限公司（现芜湖万里扬）和吉利旗下乘用车变速器资产，进入汽车内饰领域，并有效拓展了乘用车变速器业务。

公司目前产品主要为汽车变速器和汽车内饰件，其中汽车变速器产品分为商用车变速器和乘用车变速器，商用车变速器以手动挡变速器为主，乘用车变速器包括 5MT、6MT 等手动挡变速器和 CVT、混合动力变速器等自动挡变速器，年产能分别达到 100 万台和 150 万台，配套客户为奇瑞汽车、吉利汽车、北汽福田、东风汽车、江淮汽车、中国重汽、一汽集团等整车厂商。公司汽车内饰件产品则包括汽车内饰仪表盘、门板、中控台、立柱、护板、保险杠、方向盘等，年产能达到 300 万套，配套客户为奇瑞汽车、华晨宝马、长安汽车、北汽股份、华晨汽车、江铃汽车、汉腾汽车等。

公司实施“53211”战略，计划 2021 年实现销售乘用车变速器 300 万台，其中自动变速器 200 万台，实现商用车变速器销量在现有基础上翻一倍，实现汽车内饰销售额在现有基础上翻一倍。

1.2 股权结构

公司第一大股东为万里扬集团有限公司，持股数量占总股本的比例为 28.45%，黄河清、吴月华夫妇为公司实际控制人。香港利邦实业有限公司和奇瑞汽车股份有限公司分别是公司的第二、第三大股东，持股比例为 14.53% 和 12.24%。

表 1 公司股权结构（2017Q1）

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1 万里扬集团有限公司	384,075,744	28.45
2 香港利邦实业有限公司	196,165,000	14.53
3 奇瑞汽车股份有限公司	165,289,256	12.24
4 金华市众成投资有限公司	52,785,000	3.91
5 陕西省国际信托股份有限公司-陕国投恒瑞 1 号证券投资集合资金信托计划	46,200,000	3.42
6 云南国际信托有限公司-云南信托聚鑫 35 号集合资金信托计划	41,700,000	3.09

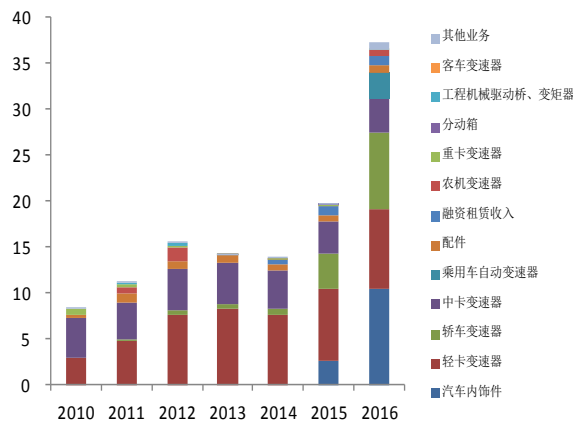
7	浙江万里扬股份有限公司-第一期员工持股计划	30,000,000	2.22
8	盛春林	26,000,000	1.93
9	蔡锦波	24,000,000	1.78
10	张正明	20,000,000	1.48
	合计	986,215,000	73.05

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

1.3 业绩表现

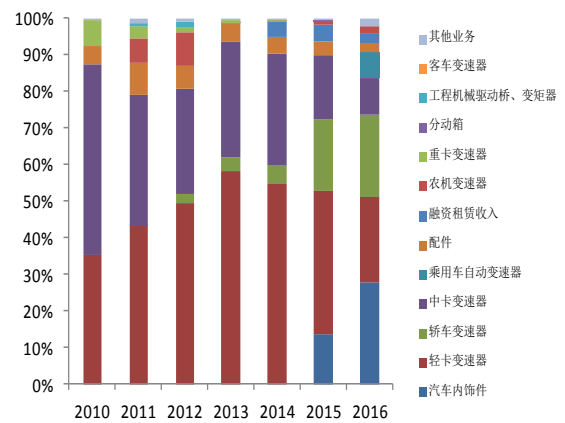
2016 年, 公司汽车内饰件、轻卡变速器、轿车变速器、中卡变速器、乘用车自动变速器等业务分别实现营业收入 10.36 亿元、8.79 亿元、8.34 亿元、3.69 亿元、2.71 亿元, 分别占当年营业总收入的 27.76%、23.56%、22.35%、9.88% 和 7.27%。

图 1 2010 年~2017 年主营收入构成 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 2 2012 年~2017 年主营收入构成 (%)

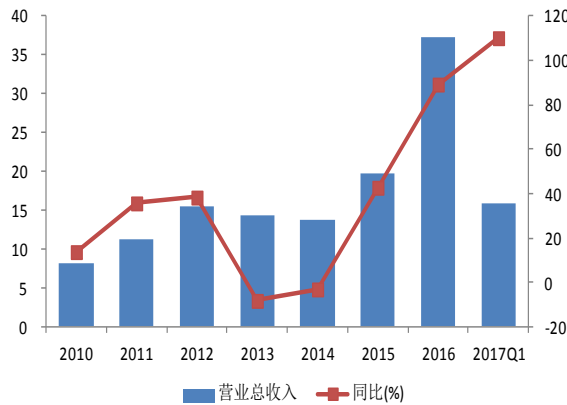


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

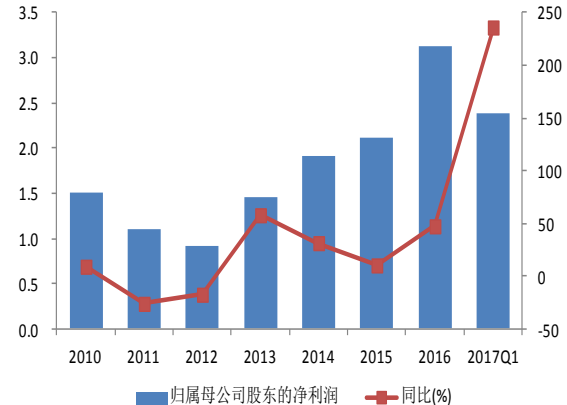
2016 年及 2017 年一季度, 公司实现营业总收入 37.32 亿元、15.90 亿元, 同比增长 89.20%、110.08%; 实现归属于母公司股东的净利润 3.12 亿元、2.38 亿元, 同比增长 47.53%、235.88%。公司业绩大幅增长主要来自于 2016 年合并了宁波乘用车全年和芜湖万里扬 11 月和 12 月的业务收入和利润。

图 3 2010 年~2017 年营业总收入 (亿元)

图 4 2010 年~2017 年归属母公司股东净利润 (亿元)



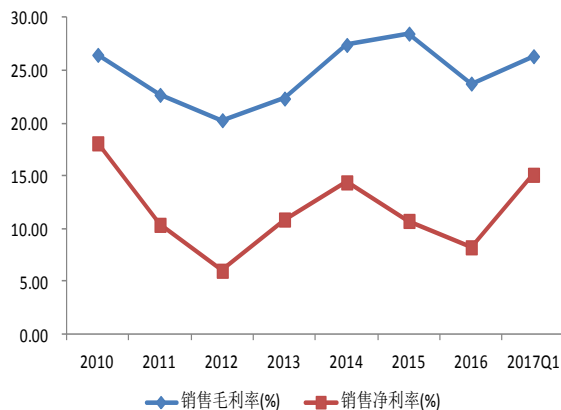
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

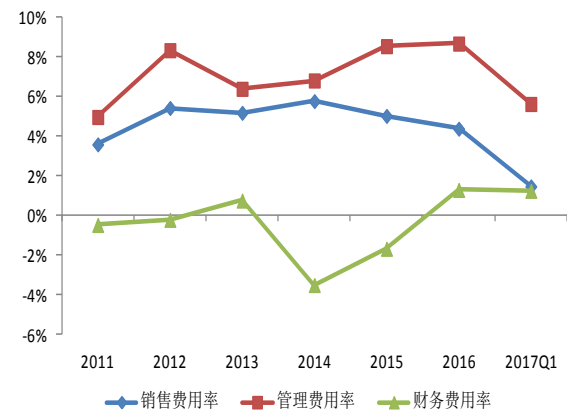
2016年及2017年一季度,公司销售毛利率分别为23.75%和26.34%,销售净利率为8.24%和15.11%。期间费用方面,公司2016年及2017年一季度期间费用率分别为14.54%、8.36%,其中销售费用率为3.97%、1.47%,管理费用率为8.17%、5.64%,财务费用率为2.40%、1.25%。

图 5 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 2012 年~2016 年期间费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、国内商用车变速器龙头, CVT 立足乘用车变速器市场

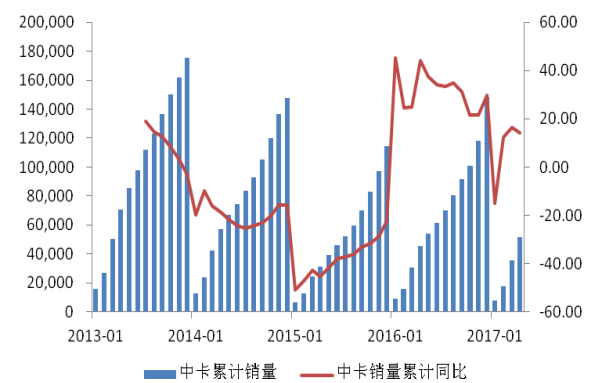
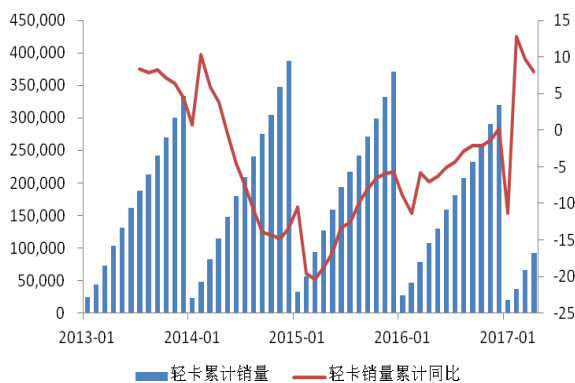
2.1 商用车变速器: 公司为行业龙头, 受益政策利好

我国商用车变速器已基本实现国内生产并且市场竞争格局稳定, 公司是商用车变速器领域的行业龙头之一, 尤其在中轻卡变

变速器市场占有率优势显著。公司竞争优势主要在于：(1) 零部件自制率高。壳体、齿轴、同步器等变速器三大零部件成本占比高达 60% 以上，公司三大零件自制率均超过 90%，有利于产品成本控制。(2) 积极拓展高端产品。公司推广高端 G 系列产品，通过产品升级和性能升级，积极开拓国五标准车型，成为北汽福田、江淮、东风轻卡等客户的高端产品的主要供应商。

2016 年下半年起，商用车市场受到《超限运输车辆行驶公路管理规定》、国五排放标准实施、《大气污染防治行动计划》淘汰黄标车等多重因素影响，新增需求带动市场销量同比大幅增加。2016 年商用车产销 369.81 万辆和 365.13 万辆，同比增长 8.01% 和 5.80%，2017 年 1 月至 2 月产销 60.96 万辆和 60.78 万辆，同比增长 19.35% 和 28.28%。据中汽协预测，2017 年中卡总需求有望达到 25.2 万辆，增速在 10% 以上。公司作为商用车变速器龙头，或将受益于市场需求的回暖。

图 7 2013 年~2017 年轻卡累计销量 (辆) 及增速 (%) 图 8 2013 年~2017 年中卡累计销量 (辆) 及增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

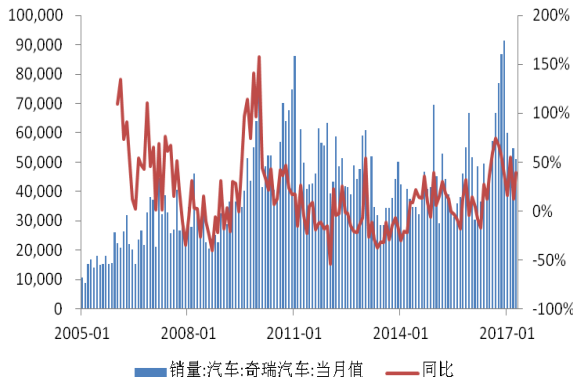
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.2 乘用车变速器: 收购优质资产, CVT 产品立足市场

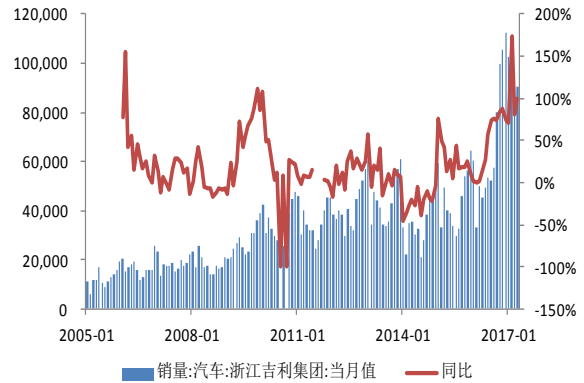
公司收购的芜湖奇瑞变速箱有限公司 (现芜湖万里扬) 产品包括 MT、CVT, 吉利乘用车变速器资产产品包括 5MT、6MT, 公司乘用车变速器产能迅速提高, 并通过 CVT 进入自动变速器市场。公司乘用车变速器产品定位于自主品牌乘用车市场, 配套奇瑞、吉利两大自主车企, 保障了产品销量。

图 9 2005 年~2017 年奇瑞月销量 (辆) 及增速 (%)

图 10 2005 年~2017 年吉利月销量 (辆) 及增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

自动变速器目前主要的技术路线包括 AT、CVT、AMT、DCT 等, 各条技术路线协同发展, 在北美和日本 AT 和 CVT 分别占据主导地位, DCT 则是近几年来兴起的技术路线, 在欧洲得到快速发展。CVT 具有零部件少、重量轻、体积小、动力传输平顺等优点, 在经济转速下连续工作传动效率最高, 可减少油耗。

表 2 自动变速器类型及特点

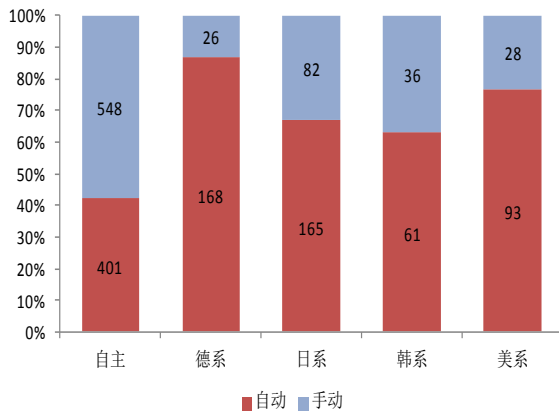
形式	代表类型	传动装置	换挡方式	特点	搭载品牌
液力变矩器与齿轮传动组合式	液力式机械变速器 (AT)	液力变矩器+行星齿轮组	摩擦原件 (离合器或制动器) 搭接控制	换挡品质好; 结构复杂; 控制难度大; 传动效率低	通用、福特、克莱斯勒、丰田、本田、三菱、现代、标志、大众、雪铁龙、宝马、奔驰等
带轮摩擦式	无级式变速器 (CVT)	液力变矩器+行星齿轮+钢带-锥形轮	改变锥形轮半径	一定范围内速比连续变化, 无顿挫感; 传动效率低; 转矩容量有限	日产、丰田、本田、奥迪、克莱斯勒等
主离合器与定轴齿轮组式	机械式自动变速器 (AMT)	离合器+定轴齿轮组	主离合器控制+同步器开关控制	结构简单、传动效率高、换挡动力终端, 平顺性差	菲亚特等
主离合器与定轴齿轮组合式	双离合变速器 (DCT)	双离合+定轴齿轮组	同步器预先结合, 双离合器搭接控制	传动效率高、换挡品质好、控制难度大、结构较复杂	大众、奥迪、福特、菲亚特、沃尔沃、保时捷、宝马、奔驰、三菱等

数据来源: 中国产业信息网 上海证券研究所

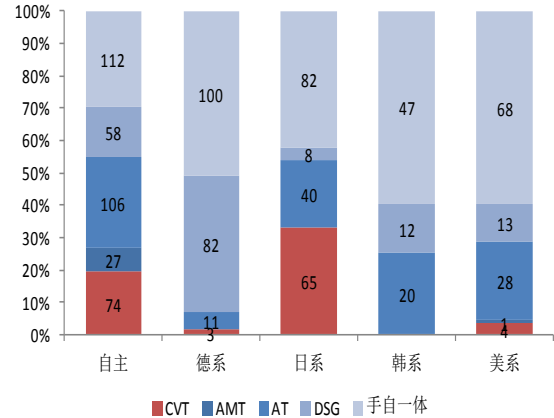
目前国内品牌乘用车采用自动变速器的比例仍然低于国外品牌, 未来自动挡的占比将持续提升, CVT 作为我国乘用车采用较多的技术路线之一发展潜力较大。博世预计, 中国市场 2014 年至 2020 年 CVT 变速器销量预计由 200 万台增长至 430 万台, 全球市场销量预计由 800 万台增长至 1470 万台。

图 11 自动挡占国内乘用车车型数量比例

图 12 CVT 占国内自动挡乘用车车型比例



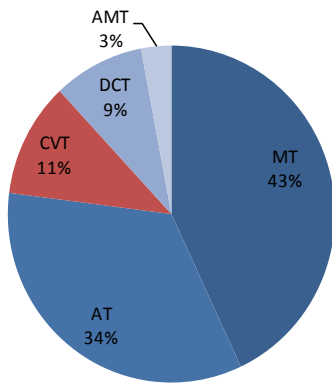
数据来源：易车网 上海证券研究所



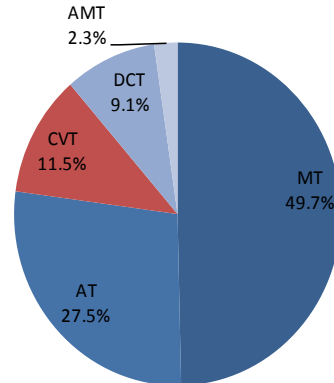
数据来源：易车网 上海证券研究所

图 13 2018 年全球汽车变速器市场结构预测

图 14 2018 年中国汽车变速器市场结构预测



数据来源：水清木华研究中心 上海证券研究所



数据来源：水清木华研究中心 上海证券研究所

乘用车自动变速器由国内外合资或国外独资公司配套生产居多，而自主品牌则大多自行配套，近年来随着汽车市场竞争加剧，汽车变速器等核心零部件将逐步交由独立的汽车变速器公司生产。自动变速器市场上主要的供应商包括采埃孚（ZF）、格特拉克（Getrag）、伊顿（Eaton）、加特可（Jatco）、爱信（Aisin）等，国内生产商仍有较多的进口替代空间。

表 3 自动变速器主要生产厂商及配套客户

公司名称	配套客户
采埃孚	上海大众、上海通用、一汽集团、沈阳宝马、重汽集团、奇瑞公司、金龙公司、东风集团、东南汽车等
爱信	丰田、马自达、大宇、欧宝、大众、菲亚特、雪铁龙、宝马、奥迪等
加特可	日产、三菱、马自达、宝马、大众、路虎、捷豹、起亚、现代、大宇、长安福特、华晨等

邦奇	北汽、比亚迪、长安、吉利、长城、海马、江铃、宝腾、陆风、东南、力帆、野马、众泰等
格特拉克	福特、宝马、奔驰、江铃、一汽等
艾里逊	通用等

数据来源：中国自动变速器网 搜狐汽车 上海证券研究所

芜湖万里扬对 CVT 的研究始于 2004 年，是国内少数拥有自主知识产权并实现大批量生产 CVT 变速器产品的企业之一，使公司快速进入自动变速器市场。芜湖万里扬 CVT 一代产品包括 CVT19、CVT23、和混动 CVT，二代产品包括 CVT25、CVT17 和带有启停功能的混动 CVT 正在研发中。公司 CVT 产品带液力变矩器，不仅可以起到增扭的作用，而且整车不需要双质量飞轮。起步舒适性、加速性能等整体性能和成本均具有一定的优势。CVT 是奇瑞乘用车主要采用的变速器类型，配套于艾瑞泽、瑞虎等多数车型，对公司销量支撑作用较大，同时公司技术优势较强，未来有望拓展更多自主品牌客户。

表 4 奇瑞车型变速器配置

类型	车型	变速器	级别
轿车	艾瑞泽 3	5 挡手动、4 挡自动	A0 级
	艾瑞泽 5	5 挡手动、7 挡 CVT	A 级
	艾瑞泽 7	5 挡手动、7 挡 CVT	A 级
	QQ	5 挡手动、5 挡半自动	A00 级
	风云 2	5 挡手动	A0 级
	E3	5 挡手动	A0 级
	E5	5 挡手动、CVT	A 级
	旗云 2	5 挡手动	A 级
	凯翼 C3	4 挡自动、5 挡手动、5 挡半自动	A 级
	SUV	瑞虎 3	5 挡手动、7 挡 CVT
瑞虎 3X		5 挡手动、4 挡自动	A0 级
瑞虎 5		5 挡手动、7 挡 CVT	A 级
瑞虎 7		6 挡手动、6 挡 DCT、7 挡 CVT	A 级
凯翼 X3		5 挡手动、CVT	A0 级
凯翼 V3		5 挡手动、4 挡自动	A 级
MPV	艾瑞泽 M7	5 挡手动、7 挡 CVT	B 级

数据来源：易车网 上海证券研究所

表 5 装配 CVT 自主品牌车型

车企名称	装配 CVT 车型
------	-----------

2017 年 06 月 12 日

吉利	帝豪; 远景 SUV
奇瑞	艾瑞泽 5、艾瑞泽 7、E5; 瑞虎 3、瑞虎 5、瑞虎 7、凯翼 X3; 艾瑞泽 M7
众泰	众泰 Z500、众泰 Z560; 大迈 X5、众泰 SR7、众泰 5008
江淮	和悦 A30; 瑞风 S2、瑞风 S3
北汽	绅宝 D50; 北京 BJ20、北汽威旺 S50、绅宝 X55
北汽银翔	幻速 S5、幻速 S6
比亚迪	比亚迪 G3
东风风光	风光 580
东风风行	景逸 S50; 景逸 X3、景逸 X5、景逸 XV、风行 SX6; 风行 S500
东风风度	风度 MX6
东风启辰	启辰 T70、启辰 T90; MPV: 启辰 M50V
海马	海马 M3、海马 M6、福美来 VS; 海马 S5; 普力马
力帆	力帆 320、力帆 330、力帆 530、力帆 630、力帆 620、力帆 720; 力帆 X50、力帆 X60; 轩朗
东南	V3 菱悦、V5 菱致、V CROSS、V6 菱仕; 东南 DX3

数据来源: 易车网 上海证券研究所

2.3 新能源汽车传动系统: 合作吉孚动力、维克多

公司与吉孚动力技术(中国)有限公司合资成立吉孚汽车技术(浙江)有限公司, 并成立浙江吉孚汽车传动系统有限公司, 致力于新能源汽车传动系统(PHEV)和 AT 系列自动变速器的生产销售。4月17日, 吉孚汽车技术公司与维克多汽车技术(上海)有限公司签订《战略合作框架协议书》, 在汽车电子领域展开合作。维克多是全球领先的总线开发工具、网络节点测试验证工具和嵌入式软件组件供应商, 提供分布式系统开发、ECU 测试、汽车诊断、ECU 标定、ECU 相关软件等服务, 其 AUTOSAR 软件平台可应用于自动驾驶、V2X、多媒体应用等领域。本次合作将有助于公司新能源传动系统的技术研发。

三、汽车内饰件配套自主品牌, 合作恩坦华向高端品牌突破

3.1 金兴内饰配套自主品牌汽车

公司子公司金兴内饰主要为国内自主品牌汽车提供配套, 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、华泰汽车、众泰汽车等，拥有辽阳、大连、涿州、芜湖、景德镇五大生产基地，分布在各主要汽车生产集中区域，以及时跟进国内各大汽车整车厂生产基地生产和设计需求，实现对整车厂的准时化供货。

3.2 与恩坦华合资公司向高端品牌客户拓展

2017年2月，金兴内饰与恩坦华签署了《合资意向书》，双方拟成立合资公司，为中外合资汽车品牌公司提供汽车饰件产品的配套。恩坦华前身为德尔福全球内饰系统和闭合系统业务，产品线包括闭合系统、内饰系统、天窗系统、电机与电子系统等。公司与恩坦华合作，有助于公司开拓包括宝马汽车、奔驰汽车等高端客户在内的合资品牌汽车市场。

四、盈利预测

4.1 预测假设

(1) 商用车变速器、轿车变速器业务：商用车变速器方面，商用车市场长期增量有限，但公司作为中轻卡变速器行业龙头，有望受益于市场份额的持续提升。乘用车手动挡业务方面，公司绑定吉利、奇瑞等大型自主品牌整车厂商，预计业务稳步增长。

(2) 乘用车自动变速器业务：自动变速器在乘用车领域快速替代手动变速器的趋势明显，CVT作为自动变速器的主要技术路线之一在驾驶舒适性、燃油经济性等方面具有优势，未来发展空间较大。随着公司CVT产能的扩张和下游客户的放量，预计公司CVT业务快速发展，成为公司业绩主要的驱动力。

(3) 汽车内饰件业务：金兴内饰配套于国内各大自主品牌车企，与恩坦华的合作将有效帮助公司在高端品牌汽车内饰件市场的拓展，与公司原有内饰业务形成互补。预计公司汽车内饰件业务保持稳步增长。

(4) 其他业务：预计相关收入保持稳定。

(5) 毛利率：公司成本控制能力较强，预计各项业务毛利率水平保持稳定。

4.2 盈利预测

根据以上假设，我们预计，公司 2017 年至 2019 年营业收入为 61.53 亿元、80.31 亿元、104.16 亿元，同比增速分别为 64.86%、30.53%、29.69%；归属于母公司股东的净利润 8.27 亿元、11.49 亿元、15.52 亿元，同比增速分别为 164.96%、38.85%、35.07%；按照公司目前总股本数 13.50 亿股计算，对应 EPS 为 0.61 元、0.85 元、1.15 元；参考公司 2017 年 6 月 9 日收盘价 14.19 元，对应 PE 为 23.15 倍、16.68 倍、12.35 倍，给予“增持”评级。

表 6 盈利预测结果

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,972.65	3,732.25	6,152.88	8,031.08	10,415.89
年增长率（%）	42.74%	89.20%	64.86%	30.53%	29.69%
归属于母公司股东的净利润（百万元）	211.65	312.26	827.36	1,148.76	1,551.57
年增长率（%）	10.50%	47.54%	164.96%	38.85%	35.07%
每股收益（元）	0.16	0.23	0.61	0.85	1.15
PE	90.76	61.52	23.22	16.72	12.38

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

注：有关指标按最新股本摊薄，股价截止 2017 年 6 月 9 日

五、风险提示

行业波动风险和市场竞争风险；主要原材料供应和价格波动的风险；人才风险；对外收购资产整合的风险等。

六、附表

表 7 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	1,972.65	3,732.25	6,152.88	8,031.08	10,415.89
二、营业总成本	1,735.81	3,461.69	5,283.87	6,813.08	8,761.17
营业成本	1,410.78	2,845.91	4,559.90	5,868.11	7,535.60
营业税金及附加	20.08	31.29	45.86	59.86	77.64
销售费用	93.98	148.18	90.56	118.21	153.31
管理费用	169.28	304.95	414.00	540.37	700.84
财务费用	-0.84	89.48	104.50	136.40	176.91
资产减值损失	42.53	41.88	69.04	90.12	116.88
三、其他经营收益	-1.54	81.43	134.24	175.22	227.25
四、营业利润	235.29	351.99	1,003.25	1,393.23	1,881.97
加: 营业外收入	22.54	35.22	4.92	6.42	8.33
减: 营业外支出	2.59	12.14	1.59	2.04	2.63
五、利润总额	255.24	375.07	1,006.59	1,397.61	1,887.68
减: 所得税	43.41	67.45	170.84	237.20	320.38
六、净利润	211.83	307.62	835.75	1,160.40	1,567.30
减: 少数股东损益	0.18	-4.64	8.39	11.65	15.73
归属于母公司所有者的净利润	211.65	312.26	827.36	1,148.76	1,551.57
七、摊薄每股收益 (元)	0.16	0.23	0.61	0.85	1.15

资料来源: Wind 资讯 上海证券研究所

注: 有关指标按最新股本摊薄

分析师承诺

邵锐、黄涵虚

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。