

万里扬(002434)/汽车零部件

自动变速箱首推龙头，大步迈入国民自动挡时代

评级：买入(首次)

市场价格：15.92

目标价格：18.30

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email：wanghj@r.qlzq.com.cn

感谢汽车研究员文姬对此报告做出  
的突出贡献

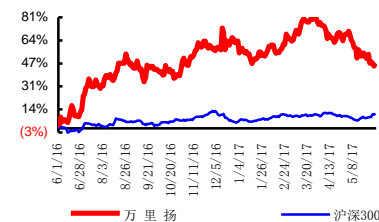
电话：021-20315198

Email：wenji@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,350
流通股本(百万股)	1,006
市价(元)	14.44
市值(百万元)	19,494
流通市值(百万元)	14,524

股价与行业-市场走势对比



相关报告

<<精锻科技深度报告：产能市场齐  
释放，双逻辑助力业绩起  
飞>>2017.03.29

<<汽车和汽车零部件行业周报：“双  
积分”落地，积分线性化偏向高续  
航>>2017.06.19

<<守拙出新，关注行业白马与零部  
件细分领域龙头>>2017.06.11

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1972.65	3732.25	6761.31	9482.10	11512.49
增长率 yoy%	42.74%	89.20%	81.16%	40.24%	21.41%
净利润	211.65	312.26	827.61	1253.88	1630.10
增长率 yoy%	10.50%	47.53%	165.04%	51.51%	30.00%
每股收益(元)	0.41	0.23	0.61	0.93	1.21
每股现金流量	0.69	0.16	0.29	0.63	1.9
净资产收益率	9.14%	5.59%	13.11%	16.58%	17.73%
P/E	55.54	69.17	25.74	19.33	15.01
PEG	5.29	1.46	0.16	0.34	0.46
P/B	4.54	4.14	3.53	2.94	2.42

备注：

投资要点

- 我们坚定看好万里扬作为汽车核心零部件，尤其是自动变速箱产业链上的龙头标的，长期看好公司未来发展，给予“买入”评级。其核心逻辑如下：
  - 自动变速箱供不应求渗透率低，市场空间巨大：自动变速箱作为单车价值量最高的零部件之一，是中国工业长期未自主渗透的领域。目前我国自主品牌自动挡车型仅四分之一，与欧美平均水平70%-90%还有极大的差距，随着我国消费升级带来机遇，自动挡车型供不应求，对应市场规模接近千亿。万里扬作为A股唯一纯正CVT自动变速箱标的，切入高速增长行业，将会率先受益。
  - 限制供应+技术壁垒，国产替代势在必行：由于极高的技术壁垒，我国自动变速箱供应长期被外资把控，仅有少数本土企业有能力开发自动变速箱，大部分整车长期面临受制于人局面，严重影响整车企业消费端竞争力。长期看来，我们认为整车厂垂直 vs. 第三方供应两种模式将长期并存，是否能达到盈亏平衡的稳定销量是模式选择的关键因素。面对巨大的市场，中国亟需自己的自动变速箱供应商。CVT作为三大技术流派之一，结构相对简单，成本较低，高性价比深受10万左右区间的自主品牌车企欢迎，未来市场空间巨大。
  - 配套自主品牌，新客户开拓顺利未来有望高端化：万里扬收购奇瑞变速箱，不仅直接纳入奇瑞的变速箱供应体系，拉动了变速箱初始销量，其CVT19系列产品将于2017年下半年相继切入北汽银翔与力帆的供应体系。2018年，新产品CVT25落地值得期待，有望纳入吉利等客户的供应体系，配套车型与客户将进一步拓展。随着产品进一步成熟，有望实现自主替代突破，进军更为高端的市场。
  - 多业务板块齐头并进，内饰AT业务同发展：公司收购金星内饰，并与恩坦华内饰合资，内饰板块有望扭亏为盈，不仅与目前整车客户形成协同效应，并有望并通过恩坦华快速纳入宝马等豪华车内饰件供应体系。公司牵手德国变速箱检测专家吉孚动力，共同打造AT产品的研发，有望在未来进行AT、PHEV多种自动变速箱的供应。此外，公司拟设产业基金，具有外延并购预期，新能源变速箱，汽车电子等业务有条不紊地进行。
  - 估值与盈利预测：根据以上逻辑与我们对公司盈利情况的预测，2017/18/19对应的营收增幅为81.16%/40.24%/21.41%，对应净利润为8.27/12.54/16.30亿元，增幅为165.04%/51.51%/30.00%。相应EPS分别为0.61/0.93/1.21，给予“买入”评级。
  - 风险提示：新客户开发进度不及预期；乘用车市场与主要客户销量增速放缓；主要潜在客户自主研发进展突破；主要竞争对手进入中国市场。

## 内容目录

<b>主营业务稳健发展，各板块百花齐放</b> .....	<b>- 5 -</b>
主营业务与板块梳理 .....	- 5 -
传统板块业绩稳定：商用车与乘用车手动变速箱优质供应商 .....	- 6 -
乘用车自动变速箱板块：未来业绩亮点 .....	- 8 -
内饰板块：外延并购，打造公司新的增长极 .....	- 8 -
<b>切入自动变速箱市场蓝海，大步迈入自动挡时代</b> .....	<b>- 11 -</b>
垂直化 vs. 第三方自动变速箱，变速箱企业的必经之路 .....	- 11 -
市场三大类技术流派并存，技术路线各有千秋 .....	- 11 -
技术壁垒高企外资限制供应，自主替代呼声高 .....	- 12 -
消费升级，自动变速箱高速增长，渗透率大幅提高 .....	- 14 -
CVT 物美价廉范围广，未来市场潜力巨大 .....	- 16 -
双雄逐鹿，国内 CVT 市场竞争格局清晰 .....	- 17 -
<b>未来展望，新产品储备充足，产能规划显雄心壮志</b> .....	<b>- 21 -</b>
CVT25 研发，战略提升公司竞争力 .....	- 21 -
规模效应有望进一步降低成本 .....	- 22 -
牵手吉孚动力，布局 AT 与混动变速箱研发 .....	- 22 -
532 计划彰显雄心，大步迈进自动挡战略时代 .....	- 22 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 24 -</b>
盈利预测情况 .....	- 24 -
估值与评级 .....	- 24 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 26 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司主要股权结构	- 5 -
图表 2: 变速箱产品示意图	- 5 -
图表 3: 汽车供应商分级情况	- 5 -
图表 4: 变速箱产业链上下游情况	- 5 -
图表 5: 主营板块增长情况 (万元)	- 6 -
图表 6: 主要产品毛利率水平	- 6 -
图表 7: 重卡, 中卡与轻卡销量统计 2015-2017	- 6 -
图表 8: 重卡, 中卡与轻卡同比增速统计 2015-2017	- 6 -
图表 9: 重卡市场份额图 (截至 2017 年一季度)	- 7 -
图表 10: 轻卡市场份额图 (截至 2017 年一季度)	- 7 -
图表 11: 吉利主流车型销量统计	- 7 -
图表 12: 吉利汽车销量统计	- 7 -
图表 13: 收购交易详情与业绩承诺	- 8 -
图表 14: 奇瑞变速箱优势梳理	- 8 -
图表 15: 金兴内饰主要产品	- 9 -
图表 16: 内饰板块信息小结	- 10 -
图表 17: 独立整车厂盈亏平衡成本测算	- 11 -
图表 18: 主流变速箱主要技术路径与适合车型	- 11 -
图表 19: 2015 年我国变速箱行业结构	- 12 -
图表 20: 2015 年我国自动变速箱市场占有率	- 12 -
图表 21: 国际主要变速箱巨头与其在华产能计划一览	- 13 -
图表 22: 外资变速箱企业对国内企业设置的常见供货门槛	- 13 -
图表 23: 汽车之家关于自动变速箱的市场调研	- 14 -
图表 24: 我国自动变速箱渗透率提高趋势	- 14 -
图表 25: 中国乘用车销量与自主品牌渗透率的预计	- 15 -
图表 26: 变速箱需求未来五年预计增速与行业增速	- 15 -
图表 27: 未来十年自动变速箱产能增量测算 (自主)	- 15 -
图表 28: 未来十年自动变速箱产能增量测算 (合资)	- 15 -
图表 29: 变速箱产能未来五年预计增速	- 16 -
图表 30: 变速箱未来五年供求水平测算 (万台)	- 16 -
图表 31: 国内自动变速箱价格区间	- 16 -
图表 32: 国内制造乘用车排量占比	- 17 -
图表 33: 2015 年国内制造乘用车销量占比	- 17 -
图表 34: 未来十年变速箱需求测算 (万台)	- 17 -
图表 35: 未来十年 C V T 市场规模测算 (亿元)	- 17 -
图表 36: 万里扬主要潜在客户一览表	- 18 -
图表 37: 2016/2022 年产能规划 (万台)	- 19 -
图表 38: 万里扬与邦奇产能规划预测 (万台)	- 19 -
图表 39: 邦奇主要客户一览	- 19 -
图表 40: 研发新一代变速器的战略意义	- 21 -
图表 41: CVT25 产品展示	- 21 -
图表 42: 吉孚动力合作方式	- 22 -
图表 43: 万里扬未来发展战略	- 23 -

图表 44: 主要板块盈利预测情况	- 24 -
图表 45: 公司盈利预测与估值	- 25 -
图表 46: 财务报表预测	- 27 -

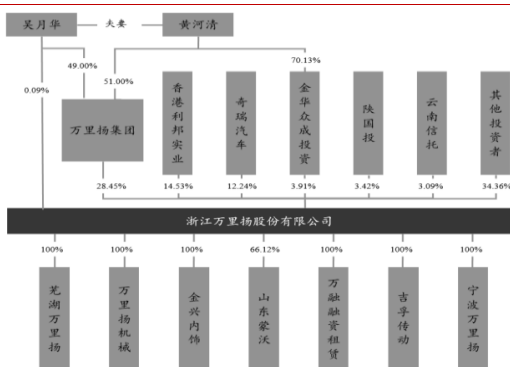
## 主营业务稳健发展，各版块百花齐放

### 主营业务与板块梳理

#### ■ 主营业务基本情况介绍

公司目前主要产品分为四个板块，分别为商用车变速器（轻卡，中卡和重卡），乘用车变速器（自动，手动），内饰件和融资租赁。公司传统产品为商用车变速器，并相继拓展乘用车变速箱和内饰业务。其中，2016年商用车变速器营收占比约为35%，轿车变速箱22.35%，内饰27.76%，为公司目前三大重要业务。

图表 1：公司主要股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：变速箱产品示意图



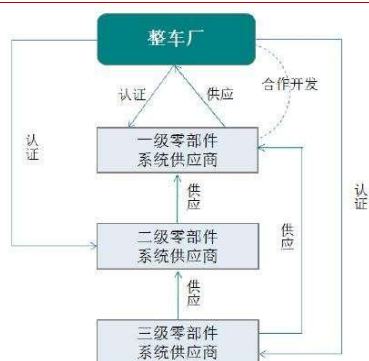
来源：公司官网，中泰证券研究所

#### ■ 变速箱供应格局与产业链基本情况

乘用车变速器市场具有多级供应，主机厂认证严格和稳定合作的特点。变速箱制造依然遵循整体汽车零部件供应模块化供应的特点，即供应商按照与整车制造商之间的供应联系分为一级供应商，二级供应商等多层级关系，二级供应商通过一级供应商向整车制造商提供产品，以此类推。

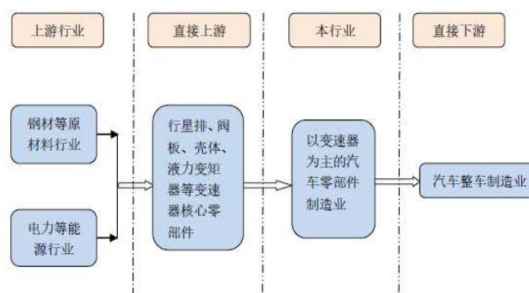
变速箱产业链上，变速箱企业的直接上游是组成变速箱关键的齿轮，钢带，轴，壳体，液力变矩器等变速器核心零部件，再上游则是钢铁等原材料行业与能源电力行业。变速箱企业的直接下游则是整车制造企业。

图表 3：汽车供应商分级情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：变速箱产业链上下游情况

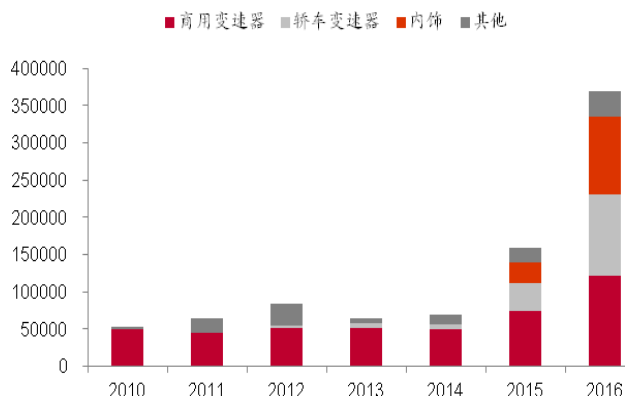


来源：盛瑞传动招股说明书，中泰证券研究所

■ 业绩连年增长，毛利率水平稳步提高

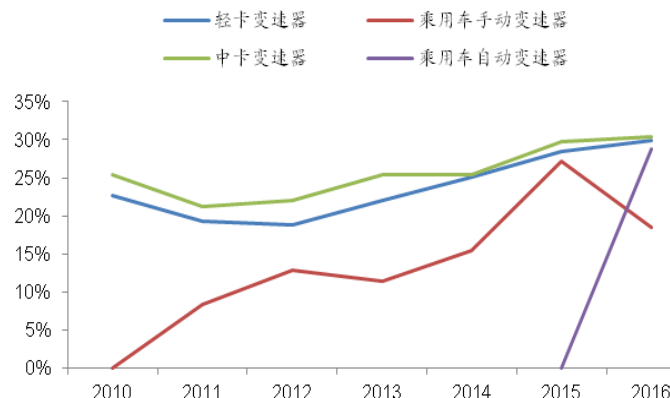
公司各个板块的业务历年实现了较为稳定的增长。毛利率水平实现了较为稳定的提升，公司商用变速器，乘用车变速器，内饰板块在 2015 年后获得了较为大幅的增长。

图表 5: 主营板块增长情况 (万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 主要产品毛利率水平



来源: Wind, 中泰证券研究所

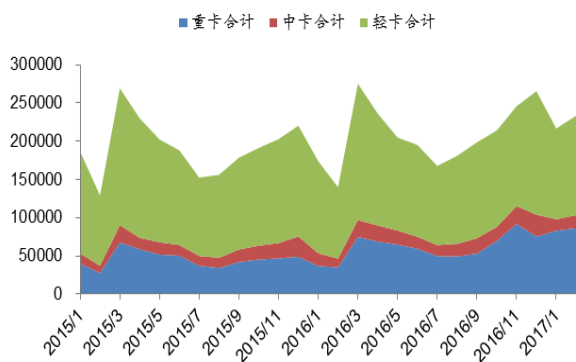
传统板块业绩稳定：商用车与乘用车手动变速箱优质供应商

■ 商用手动变速箱：客户集中度高

2015 年以前，公司以商用车变速器产品为主，公司所产的商用变速器产品主要涵盖轻卡与中卡，公司的主要客户包括北汽福田、东风汽车、安徽江淮、成都王牌、资阳南骏、山东五征等。

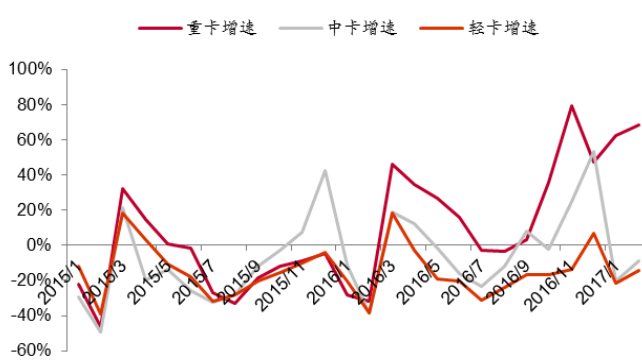
**商用车市场与宏观经济有较强的相关性：**商用车市场与宏观经济有着密切的联系。作为商用车重要零部件之一的变速器，销量与商用车景气度有较强的相关性。商用车市场的景气度将直接影响万里扬商用车变速器板块的表现。

图表 7: 重卡，中卡与轻卡销量统计 2015-2017



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 8: 重卡，中卡与轻卡同比增速统计 2015-2017

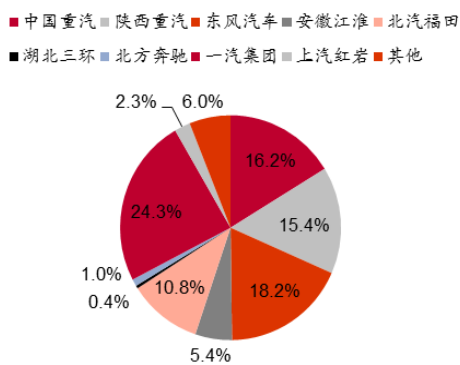


来源: 中汽协, 中泰证券研究所



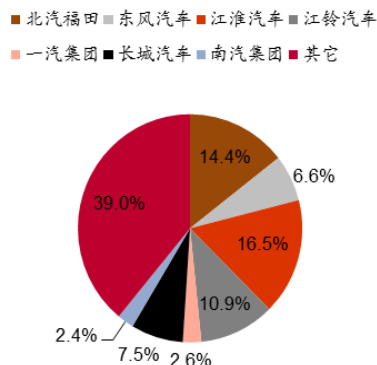
目前国内商用车行业的市场集中度较高。第一梯队包括一汽，重汽，东风，江铃，福田，江淮等。中国重汽等 5 家企业合计占据重卡市场 84.9% 的份额，北汽福田等 5 家企业合计占据轻卡市场 51% 的市场份额，对重要客户的依赖程度高。近年，公司相继拓展了北汽福田、东风汽车、安徽江淮、成都王牌、资阳南骏、山东五征等主要客户，致使公司变速器销量和销售额快速增长。

图表 9：重卡市场份额图（截至 2017 年一季度）



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 10：轻卡市场份额图（截至 2017 年一季度）



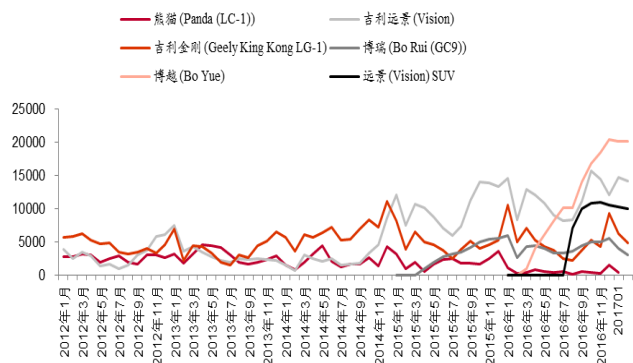
来源：中汽协，中泰证券研究所

■ 乘用车手动变速箱板块，供应吉利与奇瑞

**芜湖宁波两大基地，产能饱满：**目前公司的手动变速箱产能主要包括芜湖乘用车变速箱基地和宁波手动变速箱基地，均通过收购获得，为乘用车配套手动变速箱。据统计，芜湖+ 宁波部分产能总计 130 万台左右，基本满足奇瑞，吉利等车型手动变速箱的需求。

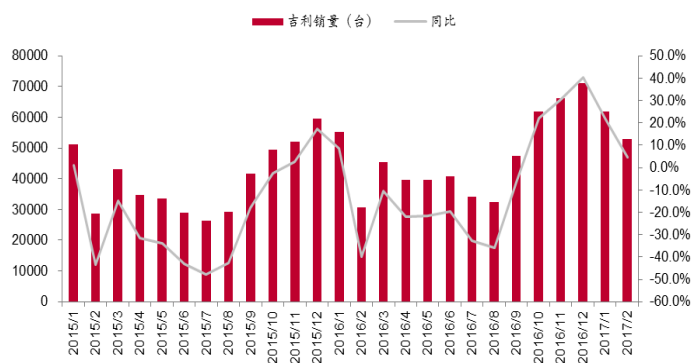
**吉利 MT 变速箱业务：**公司于 2015 年 6 月收购吉利汽车拥有的乘用车变速器资产，主要为手动挡变速器（5MT、6MT），并于 15 年 7 月并表。该资产拥有年产 40 万台的产能，主要为吉利春晓工厂的车型进行手动变速箱的配套。吉利春晓工厂是该品牌旗下最新的，专门打造中高级轿车的工厂，坐落在浙江省宁波市北仑区滨海新城工业园区内。春晓工厂主要生产车型为吉利 SUV 系列以及帝豪 B+级轿车 GC9，NL-3 车型，以及部分 SUV 系列等。

图表 11：吉利主流车型销量统计



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 12：吉利汽车销量统计



来源：中汽协，中泰证券研究所

受益于吉利汽车销量爆发式的增长，以及奇瑞手动变速箱方面的需求，公司手动变速箱业务发展稳定，产能利用率较为充足。2016 年产量达近 70 万台（并表入合计 46.5 万台），成为公司业务的重要的现金流支撑。

### 乘用车自动变速箱板块：未来业绩亮点

#### ■ 收购奇瑞变速箱业务

2016 年 10 月，公司收购了奇瑞变速箱业务。公司发行股份和支付现金相结合的方式，用 26 亿元购买奇瑞股份持有的芜湖奇瑞变速箱有限公司 100% 股权。收购资产包括自动与手动两部分资产，业绩承诺 2017/18/19 年分别不低于 2.2/2.42/2.66 亿元。

图表 13：收购交易详情与业绩承诺

时间	收购标的	收购方式	收购价格	业绩承诺	净利润不低于
2016 年 10 月	奇瑞股份持有的芜湖奇瑞变速箱有限公司	发行股份和支付现金相结合的方式	26 亿元	2016	2 亿元
				2017	2.2 亿元
				2018	2.42 亿元
				2019	2.66 亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：奇瑞变速箱优势梳理

优势	具体
完整的专利体系	包括自主研发能力，配套体系与质量标准，专利设计与试验检测体系，并且获得多项专利。
供应商体系的匹配	一定程度上，奇瑞变速箱已经构建了具有良好信誉的本土零部件供应商体系。（液力变矩器以及钢带分别从日本 EXEDY Corporation 以及博世贸易（上海）有限公司处购买，标的公司对前述供应商存在一定的依赖性。）
深度绑定奇瑞	国际第三方变速箱起步阶段常见的初始配套难题，通过与奇瑞的绑定得到解决。奇瑞股份作为奇瑞变速箱的主要客户，其发展直接推动了奇瑞变速箱的业务发展。
业绩承诺确保短期内业绩无忧	奇瑞变速箱将会带来好的发展。14/15/16 奇瑞变速箱的营业收入分别为 143,592.20 万元、129,052.21 万元和 71,046.25 万元，归属于母公司所有者的净利润分别为 13,356.48 万元、11,053.66 万元和 8,935.79 万元。

来源：中泰证券研究所

### 内饰板块：外延并购，打造公司新的增长极

#### ■ 金兴内饰：配套自主品牌，延伸内饰业务

2015 年，万里扬收购控股了金兴汽车内饰股份有限公司，进军汽车内饰行业。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，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、江铃汽车等整车厂商配套。中国是全球最大的汽车市场，汽车产销量巨大，汽车内饰行业具有广阔的发展



空间。公司发展汽车内饰业务，可以在营销渠道和客户市场等方面与汽车变速器业务实现资源共享和优势互补，有助于进一步开拓市场领域，提高产品市场占有率，为公司创造新的发展空间。

**图表 15：金兴内饰主要产品**



来源：中泰证券研究所

2016年5月31日，万里扬以人民币5,400万元的价格收购国跃投资持有的金兴汽车内饰股份有限公司27%股份，以人民币600万元的价格收购鲲鹏投资持有的金兴股份3%股份。本次交易完成后，公司持有金兴股份100%股份，金兴股份成为公司的全资子公司。

■ **战略合作恩坦华内饰，有望纳入BBA供应体系**

万里扬在2017年2月公告发布与恩坦华公司的合资意向书，拟定双方共同出资成立合资公司，从事汽车饰件的研发、生产和销售，为中外合资汽车品牌公司提供配套。其中，合资公司总投资额预计约为1500万美元，其中，恩坦华占比51%，金兴内饰占比49%。

恩坦华是全球知名的汽车饰件供应商，在汽车饰件领域拥有强大的技术研发实力、市场开拓能力和品牌知名度。合资公司成立后，主要生产高端汽车饰件产品，为中外合资汽车品牌公司提供配套，金兴内饰则继续以自主汽车品牌公司为目标客户。

恩坦华拥有丰富的汽车客户资源，包括众多国际知名汽车品牌例如宝马汽车、奔驰汽车等。通过与恩坦华的合作，合资公司可以充分利用恩坦华的产品技术优势、市场资源优势 and 品牌优势，快速突破认证壁垒，开拓中外合资汽车品牌市场，结合公司丰富的经营管理经验和成本控制优势，有助于不断提升合资公司的市场规模和盈利能力，为公司带来新的利润增长点。同时，通过合作，可以为金兴内饰的产品技术发展提供有力支持，推动金兴内饰的快速发展。

**图表 16：内饰板块信息小结**

收购公司	收购/合作时间	控股方式	产品	客户
金兴内饰	2015 年	万里扬的全资子公司	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	华晨宝马、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
恩坦华内饰	2017 年 2 月 (意向)	合资公司总投资额预计约为 1500 万美元，其中，恩坦华占比 51%，金兴内饰占比 49%	汽车闭锁系统、内饰系统、电机电子系统以及天窗系统	众多知名国际汽车品牌，包括宝马，奔驰

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 切入自动变速箱市场蓝海，大步迈入自动挡时代

### 垂直化 vs. 第三方自动变速箱，变速箱企业的必经之路

#### ■ 规模效应是决定变速箱厂是否垂直化的关键

变速箱行业具有典型的规模效应。从历史上来看，变速箱作为核心零部件环节，被整车厂吸纳或第三方变速箱是必经之路。经我们测算，独立研发垂直变速箱企业，变速箱销量需5万台/年左右（按10年期摊销），才可以初步达到盈亏平衡。考虑到变速箱行业规模效应较为明显，以20%的自动变速箱渗透率计算，也就是整车厂需要稳定在约30万台/年以上的总销量，才可以达到垂直化变速箱工厂盈亏平衡的起码标准，因此，第三方变速箱将会持续与整车垂直变速箱并存。

图表 17：独立整车厂盈亏平衡成本测算

成本	项目	收入	假设明细
固定成本	研发成本 (万元)	100000	售价 (万元/台) 0.92
	设备成本 (万元/条)	50000	销售 总盈亏平衡销量 (台) 531250
	厂房等一次性投入 (合理成本估算)	20000	
可变成本	人工, 物料等 (万元/台)	0.6	每年基本销量 (台) 53125

来源：中泰证券研究所

#### ■ 奇瑞为剥离变速箱业务具有战略与经济的双重意义

奇瑞剥离变速箱业务主要是出于以下几个因素的考虑，1) **竞争对手敏感性**，自动变速箱作为核心零部件，参与新车型的同步研发。然而，出于竞争的关系，竞争对手不愿意将自己的新车型资料提前泄露给其他竞争对手，只有第三方中立变速箱企业才会获得不同主机厂的信任。2) **摊薄研发成本与产能**，变速箱的前期研发费用高昂，设备成本极高。因此需要维持较大的销量才能摊薄研发成本。成为第三方变速箱供应商，不仅可以分摊研发成本，减低每台变速箱分摊的费用，也符合奇瑞近年专注整车业务，剥离零部件的战略需要。3) **增强规模效应**：自动变速箱行业规模效应明显。在零部件的供应达到一定的规模后，将增强技术积累与上下游谈判议价的能力，摊薄匹配测试成本，巩固业内地位，进一步挤占竞争对手的市场空间。

### 市场三大类技术流派并存，技术路线各有千秋

#### ■ 三足鼎立，CVT 市场前景广阔

各类自动变速器技术各有特点，适应车型也不尽相同。汽车自动变速器常见的有四种型式：分别是电控液力自动变速器 (AT)、机械式无级变速器 (CVT)、双离合自动变速器 (DCT)。其中，电控机械式自动变速器 (AMT) 由于顿挫感较强，技术较为落后，已经逐渐淡出主流市场。

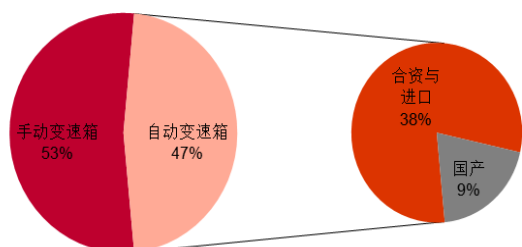
图表 18：主流变速箱主要技术路径与适合车型

技术路线		传动	技术难度	国内价格	适合车型
AT		液力变速器+行星齿轮组	换挡品质好；结构复杂；控制难度大；传动效率低；技术难度中等偏高。	10000-13000 左右	大扭矩大排量
CVT		液力变速器+行星齿轮+钢带-锥形轮	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；技术难度相对最低。	7000-9000 左右	小扭矩，小排量
DCT		双离合+定轴齿轮组	分为干式与湿式，传动效率高、换挡品质好、控制难度大、结构较复杂；技术难度相对最高。	13000-15000 左右	范围广泛

来源：中泰证券研究所

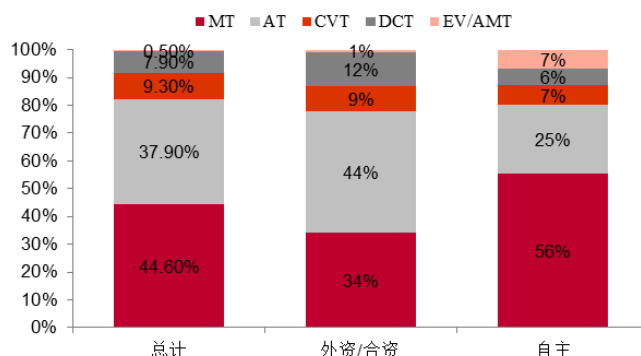
纵观三类技术路线，远期来看，我们认为 DCT 是较优的技术路线，拥有适用范围广（1.0-3.0t 排量区间都可以用），适用于大部分主流车型，传动效率最高的优点。然而 DCT 齿轮组件复杂，技术难度较大，也给其市场应用带来一定不确定性。CVT 结构相对简单，性价比较高，适合小排量与自主品牌车型。在小扭矩，小排量与自主品牌车型市场中渗透前景广阔。

图表 19：2015 年我国变速箱行业结构



来源：IHS 中泰证券研究所

图表 20：2015 年我国自动变速箱市场占有率



来源：IHS 中泰证券研究所

### 技术壁垒高企外资限制供应，自主替代呼声高

#### ■ 技术壁垒极高，自动变速箱市场基本被外资垄断

自动变速箱是我国汽车工业长期未完全解决的关键环节之一，由于其极高的技术壁垒，纵观目前国内自动变速箱市场，基本仍被外资与合资变速箱供应商所垄断，牢牢控制 75% 以上的市场份额，尤其在中高端与合资市场，自主品牌变速箱依然少有突破。

目前自动变速箱的供应主要包含两种形式，并且两种形式将长期并存：1) 整车厂自有的独资与合资变速箱工厂 2) 也包括整车集团控股或独立的第三方供应商。目前国际著名且在华设厂的第三方供应商主要包括例如德国采

埃弗(ZF), 日产控股的日本加特可(JACTO), 丰田控股的日本爱信(Aisin)和德国格特拉克(Getrag)等。出于维护自身利益的考虑, 外资变速箱对自主品牌往往设置供货门槛, 甚至限制供应。

**图表 21: 国际主要变速箱巨头与其在华产能计划一览**

	背景	国内合资/独资厂 (独资括号标出)	地点	产品	产能 (万台)	产能 规划 (至)	主要配套	配套(自主)
德系	采埃孚	上海采埃弗变速器有限公司	上海嘉定	AT			上海通用, 上海大众, 一汽大众, 华晨宝马	
	德国 Getrag	德特拉克(江西)传动有限公司	南昌	DCT	45	100	/	观致, 长城, 吉利, 华晨等, 东风等
		东风格特拉克汽车变速箱有限公司	武汉	DCT	25	100	/	
日系	爱信精机(丰田控股)	天津艾达自动变速器有限公司	天津	AT	40		一汽丰田	一汽红旗
		AW(苏州)零部件有限公司(日本独资)	苏州	AT	24		丰田, 马自达, 福特, 大众, 菲亚特, 雪铁龙, 宝马, 奥迪等	
		爱达(天津)汽车零部件有限公司(日本独资)	天津	AT	80		神龙汽车	
	JACTO(日产控股)	加特可(广州)自动变速器有限公司	广州	CVT	100	150	日产品牌, 东风自主日产品牌	

来源: 公开资料, 中泰证券研究所

### ■ 自主品牌面临供货限制

自主品牌面对合资变速箱企业常常处于弱势地位。不仅出于核心利益保护的因素, 也由于自主品牌匹配量普遍偏小, 技术磨合成本高, 支付能力偏低, 在供应商谈判的时候也常常处于不利的地位。去年与今年, 众泰汽车, 广汽乘用车都遇到过自动变速箱供应不足影响终端市场的情况。

**图表 22: 外资变速箱企业对国内企业设置的常见供货门槛**

主要问题	具体表现
排他性供货	签订排他性供货协议
供应量不能保证	虽对自主品牌供货, 但不保证供应量。有限的产能将优先保证自己品牌的供应, 产销两旺的时候往往不能保证
售后服务	某些供应商拒绝提供售后服务
供应价格偏高	例如一台采埃孚 8AT 在我国市场的售价 3 万元左右, 而这台变速器在国外的售价仅为 1500 美元(折合人民币约 9937 元)。不仅是采埃孚, 爱信等自动变速器巨头同样如此。
严格筛选整车客户	国外供应商严格筛选整车客户, 依据项目的利润率和后续服务的风险性具有较高的要求。国内整车企业销量小, 前期匹配标定磨合成本高, 在合作中主动权较低。

来源: 中泰证券研究所

变速箱作为整车核心零部件，面对高企的技术壁垒与旺盛的自动变速箱市场需求和限制供应的局面。出于供货稳定，战略安全等诸多考虑，本土市场亟需自己的自动变速箱供应商。

**消费升级，自动变速箱高速增长，渗透率大幅提高**

■ **我国自主品牌自动变速箱渗透率依然极低，需求旺盛供不应求**

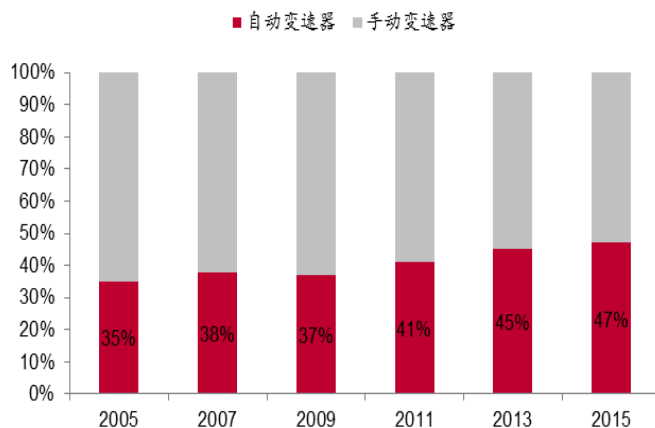
随着我国消费升级，汽车消费者的偏好也在发生转变，年轻化，女性化，智能化等消费趋势让越来越多的消费者开始青睐自动挡汽车。根据汽车之家在2014年的消费者趋势调查显示，72%的消费者倾向于在未来选购自动挡的汽车。在变速箱类型的选择上，现在趋于主流的AT热度减半，CVT，双离合呈上升趋势。

**图表 23：汽车之家关于自动变速箱的市场调研**



来源：汽车之家，中泰证券研究所

**图表 24：我国自动变速箱渗透率提高趋势**



来源：IHS，中泰证券研究所

目前，我国自主车型变速箱渗透率仅为 25%。我国自主品牌乘用车渗透率偏低，主要是技术的因素，也有一定市场的因素。1) 自主品牌变速箱供应受限，自主车企配套能力较弱。2) 自主品牌讲求性价比，自动变速器价格偏高，目标消费群体多为 5-15 万价格区间，对价格较为敏感。3) 价格和供货的匮乏一定程度上压抑了低端消费者的需求，主要体现在手动挡价格更为便宜，车型相对现货充足，相比自动挡需要加价和等待现货更为充足。

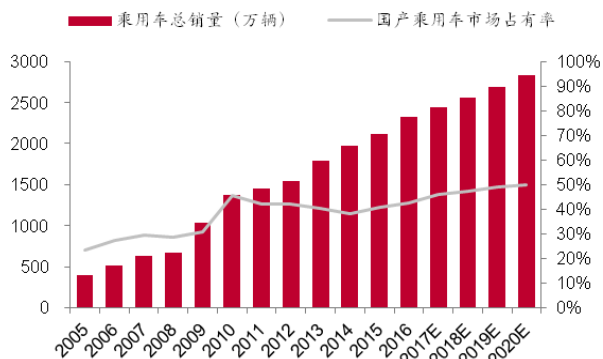
■ **未来五年自动变速箱行业增速远超乘用车行业平均**

尽管消费者对自动挡车型的需求迅速上升，目前国产品牌乘用车 2015 年自动变速箱渗透率仅为 25%，远低于欧美平均水平。随着消费升级趋势不可避免，自动变速箱的渗透率增长潜力巨大。结合我国国情并参考欧美自动变速箱渗透率，我国自动变速箱渗透率有望提高到 70%至 80%左右。



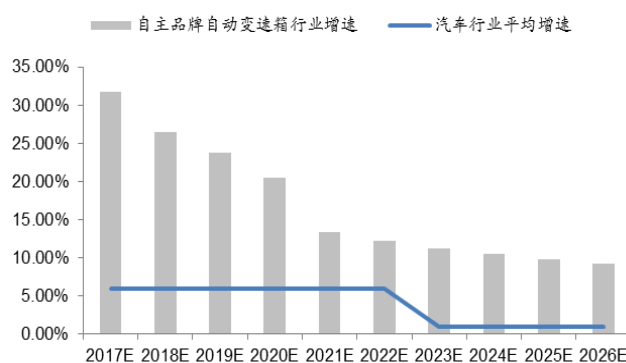
根据我国自动变速箱市场需求的测算，我们认为自动变速箱将迎来未来5年的黄金时期。按2025自动挡渗透率80%测算，2020年50%计算，我国自主品牌变速箱需求将达每年700-800万辆。行业增速预计超过30%，远超乘用车行业平均水平。

图表 25: 中国乘用车销量与自主品牌渗透率的预计



来源：中泰证券研究所

图表 26: 变速箱需求未来五年预计增速与行业增速

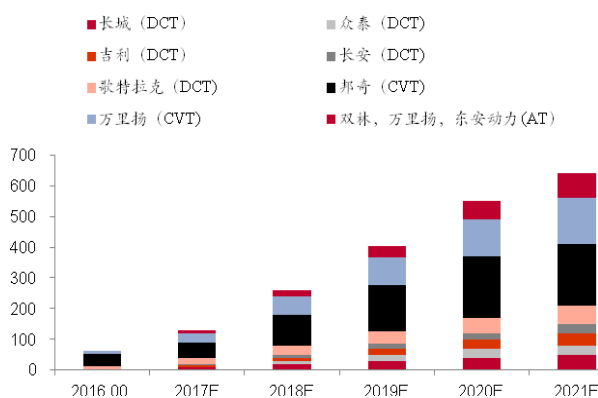


来源：中泰证券研究所

■ 自动变速箱供不应求的局面将会长期存在

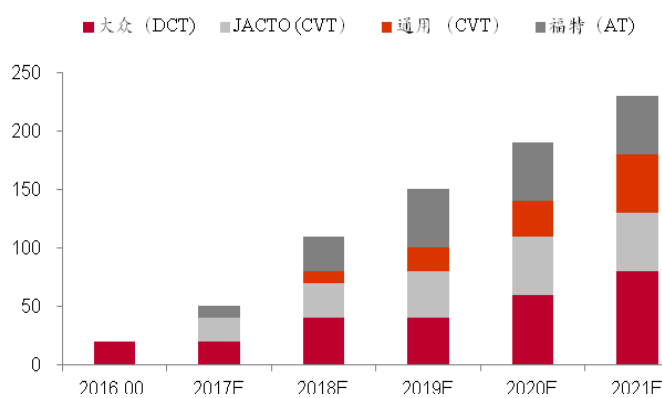
根据已知主流各大整车厂商已公开的未来5年自动变速箱建厂资料的加总，我们对自主品牌和合资品牌在变速箱的产能做了分别的统计，我们预计未来5年，自动变速箱行业供不应求依然会是主旋律，主要产能增量如下图所示：

图表 27: 未来十年自动变速箱产能增量测算 (自主)



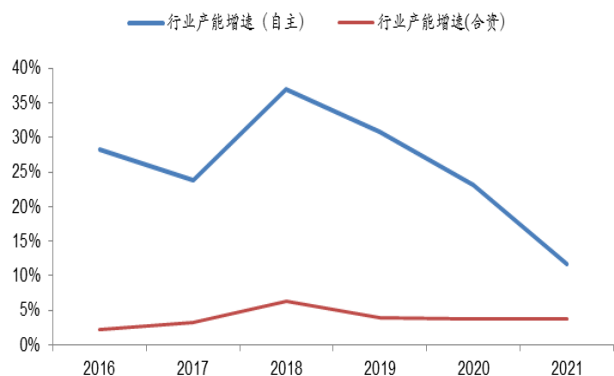
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 28: 未来十年自动变速箱产能增量测算 (合资)

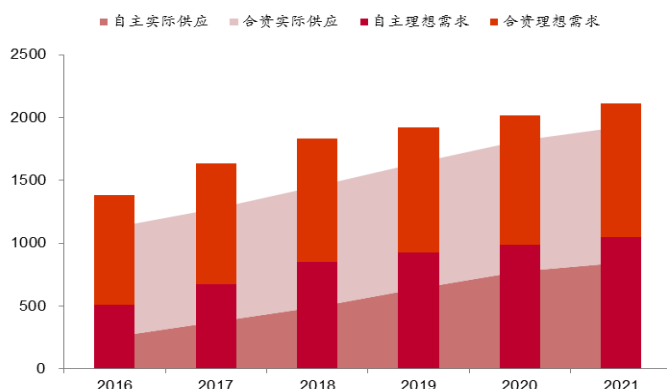


来源：公开资料整理，中泰证券研究所

根据我们的测算，需求方面，未来五年，自动变速箱细分市场年均增速可达25-30%，远超乘用车行业平均5-6%的水平。产能供应方面，合资品牌扩产速度相对稳定，面对自主品牌对变速箱巨大的需求，各大主流供应商纷纷扩张产能，产能增幅较快。即便如此，未来五年，旺盛的需求依然会持续领先行业的供给水平。

**图表 29: 变速箱产能未来五年预计增速**


来源: 中泰证券研究所

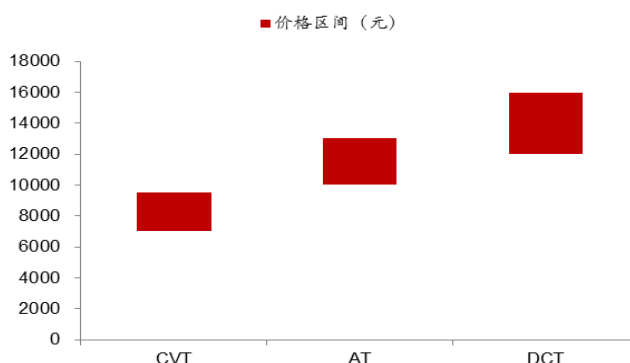
**图表 30: 变速箱未来五年供求水平测算 (万台)**


来源: 中泰证券研究所

### CVT 物美价廉范围广, 未来市场潜力巨大

#### ■ CVT 价格相比同类产品具备较大价格优势

我国的自动变速箱市场依然是一个供应决定的市场, 目前, CVT 占自动变速箱市场份额的 20% 左右 (AT50%, DCT30%) 由于 CVT 较为低廉的成本, 在每台 7000-10000 元的价格区间, 相比 AT, DCT 成本便宜可达 30%-50%。我们预计 CVT 将受到对价格较为敏感的自主品牌与小排量汽车的欢迎, CVT 市场份额将会小幅提升, 在 2021 年 CVT 技术流派的市场份额达到自动变速箱整体 30% 左右, 假设 2021 年自动变速箱渗透率在自主品牌中达到 65%, 其中 CVT 占比 30%, 自主品牌将会有 238 万台 CVT 的需求。2016 年, CVT 总产量只有 52 万套, 将会对应巨大的市场空间。

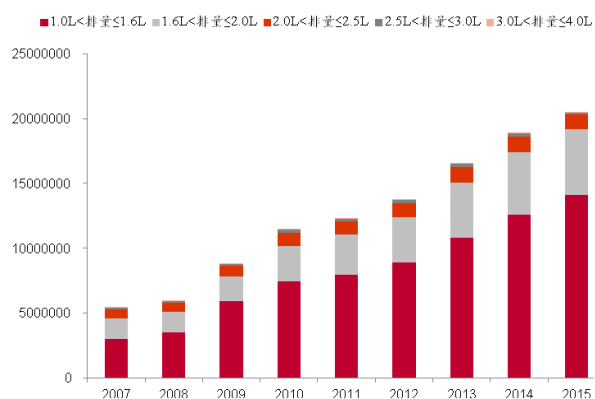
**图表 31: 国内自动变速箱价格区间**


来源: 市场调研, 中泰证券研究所

#### ■ 小排量车普及率高, CVT 配套车型占比高

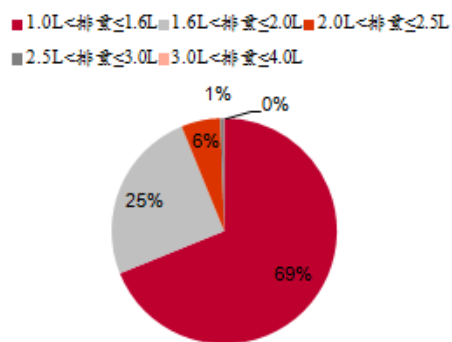
CVT 由于其扭矩容量与传动结构的特点, 更适合小排量, 小扭矩的车型。在我国, 小排量, 小扭矩的车型依然占据销售市场的主要地位。CVT 的产品具有较好的受众群体, 尤其是 10 万区间以下价格的小排量自主品牌车型。

图表 32：国内制造乘用车排量占比



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 33：2015 年国内制造乘用车销量占比

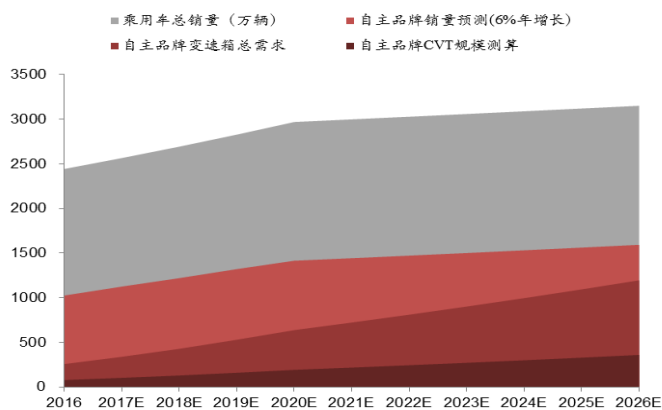


来源：Wind, 中泰证券研究所

### ■ CVT 变速箱的市场规模可达 300 亿元

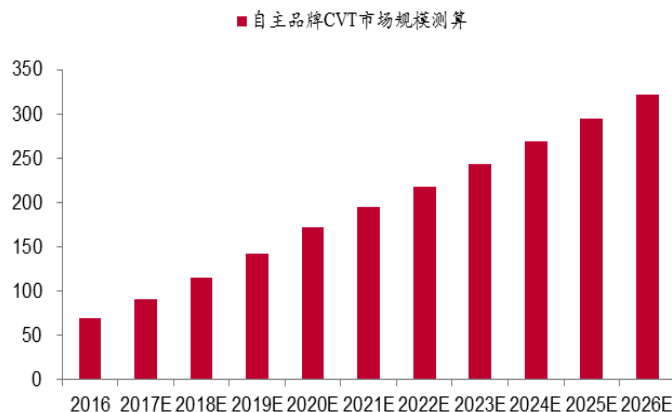
根据上文所示，我们继续对万里扬的市场规模与空间进行了测算，假设乘用车市场份额和总销量以 6% 的速度递增，渗透率从 2016 年的 25% 逐年提高至 70%-75% 左右，其中 CVT 占比为 30%，单车价值量 0.9 万元，我们得出自主品牌 CVT 的市场规模可达 300 亿左右。

图表 34：未来十年变速箱需求测算（万台）



来源：中泰证券研究所

图表 35：未来十年 CVT 市场规模测算（亿元）



来源：中泰证券研究所

### 双雄逐鹿，国内 CVT 市场竞争格局清晰

#### ■ 需求侧：市场需求大，万里扬潜在客户范围广

在 CVT 市场中，除了固定客户奇瑞外，根据我们的测算，万里扬的客户主要由三部分组成：

- 缺乏核心技术，有较大的自动变速箱需求，却无法在短期内自主研发出自主变速箱的企业，例如北汽，众泰等。

- 年销量较小，自主开发投入难以达到盈亏平衡规模效应，第三方变速箱购买更为划算的，例如银翔，力帆等。
- 拥有自己的变速箱企业，但由于销量，客户和产品多样化的需要，为部分车型混配一部分 CVT 产品的企业，例如长安，吉利，江淮等。

图表 36: 万里扬主要潜在客户一览表

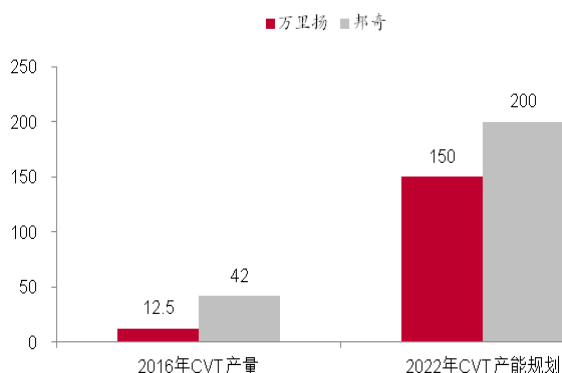
汽车品牌	2016 累计 乘用车销 量	同比增长	是否有 in-house	路线	产能(万)	规划产 能(万)	自动变速箱来源
长安汽车	1219350	9.57%	有(重庆青山)	DCT	15	40	邦奇, 爱信
吉利汽车	813161	44.73%	曾有, AT, 收购澳大利 亚 DSI (转让双林 股份)	AT	15	30	双林 DSI, 邦奇, 格特拉克
北京汽车	457082	35.42%	无	CVT	/	20	邦奇, JACTO, 爱信
众泰汽车	333087	49.39%	无, DCT 规划中	DCT	/	30	CVT: 湖南蓉大, 邦奇; DCT: 上 海汽车变速器有限公司, 东安动力
海马轿车	152435	37.54%	无	/	/	/	邦奇, 青山等
力帆汽车	107160	-27.62%	无	/	/	/	湖南蓉大等
江淮汽车	367300	6.09%	有, 安徽星瑞	DCT	15	/	格特拉克等
奇瑞汽车	542372	16.72%	曾有 CVT, 自动变速 箱转让万里扬。	CVT	15	200	万里扬, 格特拉克
北汽银翔	268731	20.33%	无	CVT	/	/	邦奇, JACTO, 爱信, 万里扬

来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

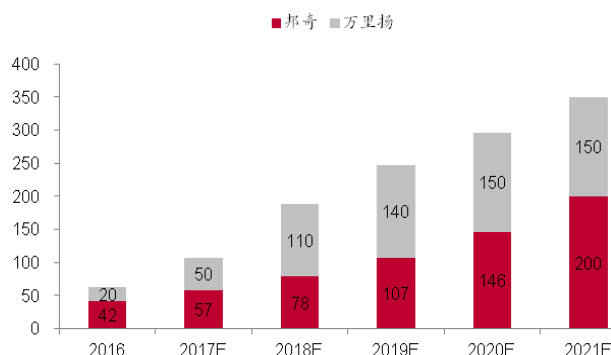
根据以上客户资料整理, 我们预测, 万里扬在自主品牌中的市场需求将持续增加。切入高增长, 高壁垒的市场将带来巨大的成长空间, 技术能否实现突破和信任, 是否可以纳入更多整车企业供应体系, 将成为未来 3 年公司业绩景气成长的关键。目前, 公司与多家整车企业洽谈, 新业务开拓希望较大。

#### ■ 供给侧: 万里扬 VS 邦奇, 纷纷扩建产能

目前国内 CVT 主要供应商有: 日本 JACTO, 比利时邦奇, 国产的万里扬与湖南蓉大, 不排除 JACTO 未来有进入中国市场进行供应的计划。目前, 蓉大供应规模依然较小, 万里扬的主要对手为比利时邦奇, 现将邦奇与万里扬的产量与产能规划梳理如下:

**图表 37：2016/2022 年产能规划（万台）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 38：万里扬与邦奇产能规划预测（万台）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### ■ 主要竞争对手情况

**比利时邦奇：**邦奇是一家独立的节能动力总成系统供应商。在无级变速箱（CVT）的设计和生 产方面拥有超过 40 年的经验。其中，邦奇一度将战略重点放在了中国市场，致力于为中国自主品牌供应 CVT 产品。并于 2016 年被银亿股份收购，为万里扬在华的主要竞争对手。

**图表 39：邦奇主要客户一览**


来源：邦奇官方网站，中泰证券研究所

**JACTO（加特可）：**加特可株式会社（JATCO Ltd）是世界三大变速箱生产厂家之一，在无级自动变速箱领域更是行业的领航者，同时加特可也是全球唯一一家拥有从小排量到 3.5L 级别排量 CVT 的全系列产品制造商，目前加特可的产品已经遍布欧洲、美洲、亚洲的多个国家和地区，为全世界的日产、三菱汽车工业、铃木、富士重工、雷诺、雷诺三星、克莱斯勒等汽车制造厂家提供变速箱（AT、CVT），年供货量 500 万台以上。为对应世界汽车市场的飞速发展，加特可在日本、墨西哥、中国、泰国、美国、韩国、法国等国分别设有生产、销售、研发基地。

加特可在华产能 100 万台，主要对东风日产，郑州日产等进行供应。由于日系零部件供应商较为闭环的供应链体系，JACTO 不对自主品牌供货，短期内不与万里扬构成竞争，但长期看并不排除进入国内市场的可能性。



## 未来展望，新产品储备充足，产能规划显雄心壮志

### CVT25 研发，战略提升公司竞争力

#### ■ 开发 CVT25 产品的意义

为提升产品持续竞争力，公司目前在研发测试 CVT25 系列产品，并且已经开始一系列针对未来客户的测试。CVT25 产品的推广，对公司将具备关键的战略意义。

**图表 40：研发新一代变速器的战略意义**

战略意义	具体
提升产品覆盖面	原有的变速箱只能覆盖大约 50% 的车型。但如果换成 CVT25，我们可以覆盖市场上接近 80% 的车型。16/18 扭矩适应的车型是 1.6-1.3T 以下。现在主流的 SUV 是 1.5-2.0T，所以开发 CVT25 对我们意义也是比较大的。考虑到目前主流的 SUV 和车型还是在 1.5T 和 2.0T，研发 CVT25 产品可以扩大产品覆盖面。
拉开和竞争对手邦奇的差距	领先邦奇进行新产品研发，率先获得市场先机。
提升利润率	CVT 作为新一代产品，效率更高，研发时间更新，售价也会提升。
逐步替代 CVT19 系列产品	逐渐淡出老化产品，推出更符合消费者需求，技术更进步的新产品。

来源：中泰证券研究所

#### ■ CVT25 产品的投入，产能和时间展望

目前，CVT25 已经进入了测试和调试阶段，将在 2017 年下半年完成测试，并有望在 2018 年中期开始放量。CVT25 产品将有利于提升整体毛利率水平和产品竞争力，对提升公司整体竞争力有战略性的意义。此外，公司也在加强 CVT18 产品和混动变速箱产品的开发与储备。

**图表 41：CVT25 产品展示**



来源：公司官网，中泰证券研究所

### 规模效应有望进一步降低成本

#### ■ 核心零部件国产化有望降低成本

从零部件供应的角度来说，目前 CVT 变速箱零件自产率较低，不到 10%。大部分零部件依赖进口。除了少数齿轮外，核心零部件例如博世钢带等的自制率都比较低。随着规模效应的提升，有望吸引国际供应商进一步本土化，在国内设厂，降低关键零部件成本，例如例如上游博世，LUK 等。

#### ■ 规模效应带动产业集群，零部件本土化成本有望继续降低

此外，采购规模的上升也有利于价格的下降。随着采购量的增大，关键零部件采购成本的下降会导致毛利率有望进一步提升，总体而言，零部件国产化与规模效应将会进一步提高毛利率，成本有望降低 30%-50%。

### 牵手吉孚动力，布局 AT 与混动变速箱研发

#### ■ AT 产品有利于全面布局产品线

**吉孚动力：**吉孚动力是德国 ATESTEO 集团在华设立的全资子公司。主要目的是为中国本土和全球其它汽车相关主机厂提供专业的动力传动系统测试和变速箱领域的工程开发服务。吉孚动力 GRC 是动力传动系统测试、变速箱工程开发和测试设备销售方面的优秀供应商。吉孚动力 GRC 在本土市场为重要客户完成过中国首例 6DCT 交钥匙工程开发项目，是变速箱开发和工程服务的领导者。GRC 目前拥有的设施包括 21 个现代化的动力总成试验室，样机车间和具备 CAE 和 CAD 工作站的现代化办公场所。

2016 年 12 月 12 日，万里扬与吉孚动力签署合作协议，和吉孚动力的合作，旨在进一步研发 AT 与混动变速箱产品，进一步完善上下游研发流程，开启万里扬全系产品多样化的布局。

**图表 42：吉孚动力合作方式**

合作时间	合作方	出资额与出资方式	地点	公司业务
2016 年 12 月 12 日	万里扬与吉孚动力技术（中国）有限公司（吉孚动力）	公司出资人民币 1100 万元，持有 55% 股权；吉孚动力出资人民币 900 万元，持有 45% 股权	浙江金华	合资公司主要从事各类汽车 MT、AT、CVT、DCT、PHEV 变速箱以及新能源车动力总成范围内的工程开发及技术服务。

来源：中泰证券研究所

### 532 计划彰显雄心，大步迈进自动挡战略时代

#### ■ CVT 与 AT 达 200 万产能

2016 年，万里扬制订了 532 计划，计划用 5 年时间（至 2021 年），实现 300 万台变速箱的年产能，其中 200 万台为自动变速箱。（其中，200 万台自动变速箱中，计划 140 万台 CVT+ 50 万台 AT+10 万 PHEV）。在 AT 方面，万里

扬与吉孚将在乘用车变速器领域进行合作，对新一代变速箱进行自主研发，以满足市场对不同流派变速箱多样化的需求。

**图表 43：万里扬未来发展战略**

战略规划	内容
战略一	加快新产品开发，继续快速提升质量，控制成本，为奇瑞、吉利等战略客户提供高性价比的产品，同时积极拓展其他主机企业配套业务，做大规模，巩固万里扬在乘用车变速器行业的主流地位，让中国自主品牌汽车厂家对自动变速器有更多选择。
战略二	加大研究开发投入，高标准开发 MT、CVT、AT（液力机械自动变速器）、DCT 和 PHEV 传动系统等高端系列产品，建设物联网工厂，高水平建设新的生产能力，以满足日益增长的市场消费需求和不断提升的油耗等法规要求，让万里扬成为中国自主品牌乘用车变速器行业领先者。
战略三	通过合资合作，对标国际标准，优化资源，全方位提升产品开发生产、质量管控、售后服务、经营管理等能力，让万里扬变速器成为中国自主品牌乘用车企业的首选变速器，让万里扬成为世界一流的汽车零部件供应商。

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测情况

#### ■ 板块预测与关键假设

我们将万里扬的业务主要拆分为商用变速箱，乘用车手动变速箱，乘用车自动变速箱与其他极大板块。根据我们的预测，未来的业务增长情况主要如下所示：

图表 44：主要板块盈利预测情况

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
商用车变速器，农机箱与传统	136,577	125,170	121,615	209,300	230,230	253,253	278,578
轿车 MT	5,236	6,805	124,200	142,830	171,396	188,536	207,389
CVT	0	0	18,125	168,609	360,113	485,696	615,426
内饰，融资租赁与其他	40	5,615	103,595	155,392	186,471	223,765	268,518
总计（百万元）	141,854	137,589	367,535	676,131	948,210	1,151,249	1,369,911

来源：中泰证券研究所

### 估值与评级

- 我们列举了自动变速箱行业可比公司发现，截至 2017 年 6 月 30 日，可比公司 2016，2017 年平均估值为 45.06，26.80 倍，与公司实际估值水平大致相当。考虑到公司为自动变速箱行业龙头与较高的技术壁垒，我们认为 30 倍能反映公司较为合理的估值水平。

图表 45：万里扬可比公司估值

股票代码	股票名称	市值（亿）	股价（元）	EPS				PE			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
600178	东安动力	44.30	9.58	0.17	0.34	0.42	0.34	64.95	28.14	22.40	28.20
300100	双林股份	103.00	25.96	0.82	1.15	1.47	1.77	41.41	21.04	16.44	14.69
300258	精锻科技	66.90	16.51	0.47	0.63	0.82	1.07	31.14	26.00	19.66	15.08
002765	蓝黛传动	46.70	10.89	0.60	0.41	0.61	0.92	46.46	26.69	17.83	11.85
002472	双环传动	74.20	10.97	0.27	0.34	0.43	0.55	41.32	32.14	25.29	20.12
	平均值	67.02	14.78	0.47	0.57	0.75	0.93	45.06	26.80	20.32	17.99
002434	万里扬	215.00	15.92	0.21	0.61	0.93	1.21	47.53	26.10	17.12	13.16

来源：可比公司取自万得一致预期，中泰证券研究所

- 根据以上逻辑与我们对公司盈利情况的预测，2017/18/19 对应的营收增幅为 81.16%/40.24%/21.41%，对应净利润为 8.27/12.54/16.30 亿元，增幅为 165.04%/51.51%/30.00%。相应 EPS 分别为 0.61/0.93/1.21，给予“买入”评级。

**图表 46：公司盈利预测与估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1972.65	3732.25	6761.31	9482.10	11512.49
营业收入增速	42.74%	89.20%	81.16%	40.24%	21.41%
归属于母公司的净利润	211.65	312.26	827.61	1253.88	1630.10
净利润增长率	10.50%	47.53%	165.04%	51.51%	30.00%
摊薄每股收益（元）	0.41	0.23	0.61	0.93	1.21
市盈率（倍）	55.54	69.17	26.90	17.75	13.66
PEG	5.29	1.46	0.16	0.34	0.46
每股净资产（元）	4.61	4.16	4.67	5.60	6.81
每股现金流量（元）	0.69	0.16	0.29	0.63	1.09
净资产收益率	9.00%	5.56%	13.11%	16.58%	17.73%
市净率	5.00	3.84	3.53	2.94	2.42
总股本（百万元）	510.00	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

### ■ 新客户开发进度不及预期

公司努力开拓一系列新客户，但由于自动变速箱新客户开发流程较长，核心零部件进入供应链体系需要较长时间的实验与论证，面临新客户开拓速度不及预期的风险。

### ■ 乘用车市场与主要客户销量增速放缓

公司主要客户为自主品牌，面临行业增速不及预期以及部分自主品牌客户销量增速放缓的风险。

### ■ 主要潜在客户自主研发进展突破

目前，吉利，长城等诸多整车厂也在进行自主变速箱的研发，一旦进度有所突破，作为主要客户，对自动变速箱的需求将会减小。

### ■ 主要竞争对手进入中国市场

日本主要的竞争对手 JACTO 出于限制供应与产权保护的原因，目前暂无对自主品牌供货的计划，但不排除未来改变经营战略的风险。



图表 47: 财务报表预测

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	138,203	197,265	373,225	676,131	948,210	1,151,249
增长率	-3.04%	42.7%	89.2%	81.2%	40.2%	21.4%
营业成本	-100,315	-141,078	-284,591	-491,027	-673,539	-804,354
%销售收入	72.6%	71.5%	76.3%	72.6%	71.0%	69.9%
毛利	37,888	56,187	88,634	185,104	274,671	346,895
%销售收入	27.4%	28.5%	23.7%	27.4%	29.0%	30.1%
营业税金及附加	-1,740	-2,008	-3,129	-6,276	-8,376	-10,428
%销售收入	1.3%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-7,385	-9,398	-14,818	-27,045	-47,410	-57,562
%销售收入	5.3%	4.8%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-11,658	-16,928	-30,495	-56,633	-78,449	-95,838
%销售收入	8.4%	8.6%	8.2%	8.4%	8.3%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	17,106	27,852	40,192	95,150	140,436	183,067
%销售收入	12.4%	14.1%	10.8%	14.1%	14.8%	15.9%
财务费用	5,070	84	-8,948	0	0	0
%销售收入	-3.7%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-831	-4,253	-4,188	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,257	-154	8,143	3,082	3,690	4,972
%税前利润	5.4%	—	21.7%	3.0%	2.5%	2.6%
营业利润	22,601	23,529	35,199	98,232	144,126	188,038
营业利润率	16.4%	11.9%	9.4%	14.5%	15.2%	16.3%
营业外收支	846	1,995	2,307	3,000	3,000	3,000
税前利润	23,447	25,524	37,507	101,232	147,126	191,038
利润率	17.0%	12.9%	10.0%	15.0%	15.5%	16.6%
所得税	-3,566	-4,341	-6,745	-17,716	-22,069	-28,656
所得税率	15.2%	17.0%	18.0%	17.5%	15.0%	15.0%
净利润	19,881	21,183	30,762	83,516	125,057	162,383
少数股东损益	727	18	-464	755	-331	-628
归属于母公司的净利润	19,154	21,165	31,226	82,761	125,388	163,010
净利率	13.9%	10.7%	8.4%	12.2%	13.2%	14.2%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	19,881	21,183	30,762	83,516	125,057	162,383
少数股东损益	0	0	0	755	-331	-628
非现金支出	9,275	16,305	28,472	27,068	34,909	42,669
非经营收益	-6,413	-1,107	-635	-6,082	-6,690	-7,972
营运资金变动	-1,874	-954	-36,435	-64,964	-68,341	-50,189
经营活动现金净流	20,869	35,427	22,164	40,293	84,605	146,263
资本开支	8,626	33,254	64,953	42,421	99,765	80,650
投资	-90,308	-65,553	-95,259	0	0	0
其他	81,748	47,452	58,002	3,082	3,690	4,972
投资活动现金净流	-17,185	-51,355	-102,210	-39,339	-96,075	-75,679
股权募资	0	150	149,604	0	0	0
债权募资	41,474	32,600	10,400	-83,700	0	0
其他	-38,734	-14,717	-19,254	0	-13,500	0
筹资活动现金净流	2,739	18,033	140,750	-83,700	-13,500	0
现金净流量	6,423	2,105	60,705	-82,745	-24,970	70,585

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	68,942	61,091	113,198	29,698	5,058	76,271
应收款项	124,346	185,721	232,837	433,176	585,140	719,480
存货	33,823	56,406	90,286	136,707	182,876	220,243
其他流动资产	52,161	8,475	18,818	23,925	26,068	28,634
流动资产	279,272	311,694	455,139	623,506	799,143	1,044,629
%总资产	68.8%	51.2%	46.1%	53.1%	56.3%	61.3%
长期投资	50,129	86,572	85,962	85,962	85,962	85,962
固定资产	64,112	111,025	176,900	214,699	248,262	274,501
%总资产	15.8%	18.3%	17.9%	18.3%	17.5%	16.1%
无形资产	12,333	54,125	205,702	186,256	220,549	235,291
非流动资产	126,907	296,525	532,961	551,313	619,169	660,150
%总资产	31.2%	48.8%	53.9%	46.9%	43.7%	38.7%
资产总计	406,179	608,219	988,100	1,174,819	1,418,312	1,704,779
短期借款	7,200	68,800	83,700	0	0	0
应付款项	75,247	196,575	241,784	420,404	546,529	665,630
其他流动负债	6,227	7,916	10,631	32,414	24,725	29,709
流动负债	88,674	273,290	336,115	452,818	571,254	695,338
长期贷款	0	4,500	0	0	0	0
其他长期负债	91,394	85,001	83,793	83,793	83,793	83,793
负债	180,068	362,791	419,909	536,612	655,047	779,132
普通股股东权益	217,396	235,123	561,836	631,097	756,486	919,496
少数股东权益	8,715	10,305	6,355	7,110	6,779	6,151
负债股东权益合计	406,179	608,219	988,100	1,174,819	1,418,312	1,704,779

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.563	0.415	0.231	0.613	0.929	1.207
每股净资产 (元)	6.394	4.610	4.162	4.675	5.604	6.811
每股经营现金净流 (元)	0.614	0.695	0.164	0.293	0.629	1.088
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.81%	9.00%	5.56%	13.11%	16.58%	17.73%
总资产收益率	4.72%	3.48%	3.16%	7.04%	8.84%	9.56%
投入资本收益率	7.68%	9.41%	6.25%	13.14%	15.98%	18.56%
增长率						
营业总收入增长率	-3.04%	42.74%	89.20%	81.16%	40.24%	21.41%
EBIT增长率	81.56%	62.82%	44.31%	136.74%	47.59%	30.36%
净利润增长率	31.59%	10.50%	47.53%	165.04%	51.51%	30.00%
总资产增长率	18.88%	49.74%	62.46%	18.90%	20.73%	20.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.2	107.2	117.5	114.1	115.2	114.8
存货周转天数	136.9	116.7	94.1	101.6	99.1	99.9
应付账款周转天数	97.6	157.5	173.0	167.8	169.5	169.0
固定资产周转天数	160.4	147.0	129.3	97.7	82.2	76.2
偿债能力						
净负债/股东权益	5.66%	35.42%	7.99%	7.08%	9.15%	-0.15%
EBIT/利息保障倍数	-3.4	-330.1	4.5	—	—	—
资产负债率	44.33%	59.65%	42.50%	45.68%	46.18%	45.70%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		