

万里扬(002434) /汽车

—自主独立第三方变速箱企业迎成长拐点

投资要点:

➤ 自动变渗透率持续快速提升,2020年自主CVT市场份额或超150亿元 根据乘联会数据显示,国内自动挡变速箱渗透率以每年3%-5%的速度快速 提升,目前已升至66%左右。合资车企由于掌握自动变速箱主要供应渠 道,渗透率普遍高达85%以上。自主由于配套资源受限,严重低于合资车 的发展水平,自主乘用车将成为自动变渗透率提升的主要增量。由于CVT 舒适性强,且油耗更低,在排放法规趋严,消费者对舒适性要求更高的背 景下,CVT变速箱渗透率有较大的提升空间据测算,到2020年,自主CVT 市场份额将超过150亿元。

▶ 供需紧平衡,掌握先进CVT、AT产品的万里扬将迎来快速发展机遇期

按照目前自动变速箱渗透率的提升速度,2020年自动变速箱渗透率有望达到74%左右,匹配自动变速箱车辆接近1900万辆。从国内总产能以及汽车销量测算,2020年国内自动变速箱供给将处于平衡或紧平衡状态。高技术壁垒以及配套资源受限,2020年前自主自动变速箱供不应求局面将持续存在。公司确立了以CVT、AT为主的自动变速箱发展路线,开发出的CVT产品技术接近国际先进水平,AT产品预计将于19年下线。2019年将有五家主机厂多款车型搭载万里扬的CVT和6AT产品上市。公司将迎来快速成长期。

▶ 传统业务提供稳定现金流,协同发展。

公司商用车轻卡业绩稳定,提供稳定现金流。内饰板块19年有望扭亏为盈,长远看仍有成长空间,与其他业务协同发展。

▶ 上调至"推荐"评级

预测18/19/20可实现净利润为4.67/5.55/7.68亿元,对应相应PE分别为18.57/15.65/11.31倍。公司进入吉利体系确定性高,上调至"推荐"评级。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,732.25	5,030.20	4,519.97	5,473.68	7,564.63
增长率 (%)	89.20%	34.78%	-10.14%	21.10%	38.20%
EBITDA(百万元)	702.48	980.06	835.92	1,015.84	1,349.25
净利润 (百万元)	312.26	511.79	467.37	554.77	767.61
增长率 (%)	47.53%	63.90%	-8.68%	18.70%	38.37%
EPS (元/股)	0.23	0.38	0.35	0.41	0.57
市盈率(P/E)	27.80	16.96	18.57	15.65	11.31
市净率 (P/B)	1.55	1.42	1.35	1.27	1.17
EV/EBITDA	13.71	9.87	12.42	11.11	9.02

数据来源:公司公告,国联证券研究所

投資建议:推荐上次建议:谨慎推荐当前价格:6.43 元目标价格:10 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,350/1,019
流通 A 股市值(百万元)	6,604
每股净资产 (元)	4.55
资产负债率(%)	33.85
一年内最高/最低(元)	11.79/5.42

一年内股价相对走势

	一万里	. 扬	
16% -			
-3% / Yh	ALW.	מחינות	$\overline{}$
-22%	Jan William		<u></u>
ı	, ,,,		. 1
-41% -			W
-60% L	0.01000	2010 07	0010 11
2017-11	2018-03	2018-07	2018-11

马松 分析师 执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713 邮箱: mas@glsc.com.cn

彭福宏 研究助理

电话: 0510-85613713 邮箱: pengfh@glsc.com.cn

相关报告

1、《万 里 扬 (002434) \汽车行业》 《匹配 CVT25 车型即将上市,静待业绩反转》



正文目录

1.		变速箱由商专乘,业务布局渐趋佳境	4
	1.1.	核心产品突破,公司渐成自主自动变速箱技术领先企业	4
	1.2.	主营业务情况	5
	1.3.	传统业务提供稳定现金流	5
2.		自主变速箱企业迎来发展良机	7
	2.1.	国内自动挡变速箱渗透率快速提升	7
	2.2.	自主将是国内自动变渗透率提升的主要增量	8
	2.3.	未来 2-3 年自主自动变速箱供不应求现象将持续存在	9
	2.4.	CVT 舒适性和燃油经济性占有,具有较大发展空间	11
	2.5.	2020 年自主 CVT 市场空间将超过 150 亿元	15
3.		万里扬:新款自动变速箱有望打开公司成长空间	15
	3.1.	CVT 竞争格局分析	15
	3.2.	万里扬:新款自动变速箱有望打开公司成长空间	17
4.		盈利预测与估值	19
	4.1.	盈利预测	19
	4.2.	可比公司估值	20
5.		风险提示	21
囟	表目	录	
团	X FI		
		公司发展历程	
图	表 2:	公司股权结构	4
图	表 3:	公司历年主营业务收入	5
图	表 4:	公司18H1 主营业务收入占比	5
图	表 5:	公司历年归属净利润及同比增速	5
图	表 6:	公司各分项业务毛利率	5
图	表 7:	历年轻卡销量及同比增速	6
图	表 8:	2018 年上半年各轻卡企业市占率	6
		金兴内饰主要产品	
图	表 9:	国内乘用车手动挡和自动挡汽车销量与占比	7
		中国历年千人汽车保有量及城市道路长度	
图	表 12:	中国及主要国家千人汽车保有量对比(辆)	7
图	表 9:	微型车自动挡配置	8
		各车系自动挡占比(%)	
图	表 15:	吉利和长城历年平均单车价格(万元)	9
图	表 16:	主要自主车企旗舰车型	9
图	表 9:	合资车企紧凑型 SUV 价格	9
图	表 18:	主要变速箱企业产品及与整车厂配套格局	10
图	表 19:	国内整车供应商自动变速箱产能不完全统计	10
图	表 20:	自主自动变速箱自主市场历年市占率	11
图	表 21:	2020 年自主及合资变速箱产能分布情况	11
图	表 22:	不同种类变速箱对比	12
图	表 9:	日、美、欧市场2016 年不同种类自动变速箱销量占比	12
图	表 9:	国外主要整车厂家变速箱发展趋势	13
图	表 25:	全球 CVT 销量市占率预测	13
图	表 26:	自主变速箱市占率变动趋势	13



图表 27: 部分自主 车型 匹配变速箱及销售价格	14
图表9: 主要国家油耗法规限值	14
图表 9: CVT 变速箱油耗优势明显	14
图表9: 自动变速箱市场空间预测	
图表 3: Jatco 主要产品及配套客户	
图表 66: 邦奇主要客户	
图表 9: 万里扬与日产 CVT 变速箱产品对比	
图表 9: 万里扬主要自动变速箱产品及匹配车型	
图表 36: 奇瑞匹配 CVT 车型汇总	19
图表 37: 吉利汽车匹配 CVT 车型汇总	19
图表 38: 奇瑞汽车历年销量及同比增速 (%)	19
图表 39: 吉利汽车历年销量及同比增速 (%)	19
图表 40: 万里扬财务预测	19
图表 41: A 股可比公司 PE 估值水平	
图表 42: 财务预测摘要	

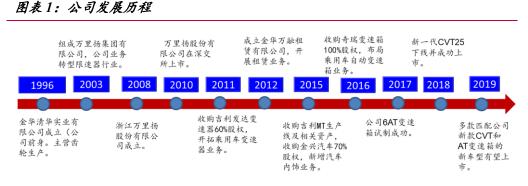


1. 变速箱由商专乘,业务布局渐趋佳境

1.1. 核心产品突破,公司渐成自主自动变速箱技术领先企业

万里扬是国内稀缺的独立第三方自主自动变速箱供应厂家。公司成立于 1996 年,是国内第一家汽车变速器行业的上市公司。近年来通过资产重组与并购实现外延式发展,公司成功将业务由商用车变速器拓展到乘用车变速器和汽车内饰等领域,目前已形成以浙江为中心,安徽、江西、河北、辽宁、山东等为基地的跨地区企业。公司产品覆盖商用车和乘用车多个品种,是北汽福田、东风汽车、江淮汽车、四川现代、一汽解放、奇瑞汽车、吉利汽车等知名整车制造厂家的优秀供应商。

近年来,公司在自动变速箱领域布局渐趋佳境,逐渐成长为独立第三方自主自动变速箱技术领先企业。公司新款 CVT 变速箱达到国际先进水平,6AT 变速箱试制成功,19年开始多款搭载公司新款变速箱的新车型将陆续上市。公司未来将围绕 CVT和 AT 变速箱产品深度布局,有望成长为第三方自主自动变速箱龙头供应商。



来源:公司官网. 国联证券研究所

公司控股股东实际控制人为黄河清和吴月华夫妇,公司拥有 14 余家全资或控股子公司。股权结构如下:

图表 2: 公司股权结构 黄河清 吴月华 83.19% 51% 49% 金 华 万里扬 第一期员工持 ÷ 瑞 众 万里扬集团 0.09% 邦 众成 汽 实 车 投 股计划 业 浴 14. 53% 12. 24% 3. 91% 28. 45% 2. 22% 浙江万里扬股份有限公司 100% 100% 100% 100% 66.1% 100% 一兴汽 吉 湖 波 孚传 融资 东蒙 万里 万里 八车内饰 租 沃 动 扬 扬 赁

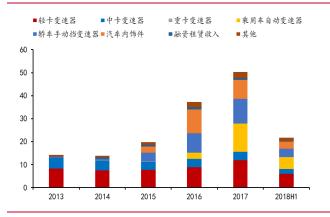
来源: Wind, 国联证券研究所



1.2. 主营业务情况

公司主营业务有商用车变速器(轻卡、中卡、重卡)业务、乘用车自动变速箱业务、乘用车手动变速箱业务、汽车内饰件业务、融资租赁业务等。公司轻卡变速箱、乘用车手自动变速箱营收贡献较大。18年上半年,公司营收21.6亿元,同比下降19.6%。

图表 3: 公司历年主营业务收入(亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 公司 18H1 主营业务收入占比



来源: Wind, 国联证券研究所

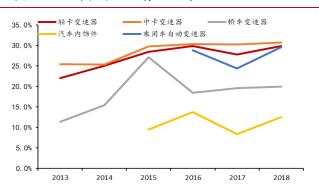
2018H1 公司归属净利润 2.8 亿元,同比下降 33.8%。历年来主营业务毛利率稳定。18 年营收及归属净利润同比下降的主要原因有以下几点:一是公司汽车内饰业务仍然处于整合期,部分新车型订单丢失;二是主要客户手动挡渗透率快速下滑,而公司自动挡产品老产品匹配车型范围受限,而新开发的 CVT25 尚处于试验中,过渡期使得公司 18 年业绩出现亏损。19 年,公司内饰业务有望扭亏,新开发的 CVT25 以及 AT 变速箱开始匹配大量新车型批量上市,公司业绩有望持续向好。

图表 5: 公司历年归属净利润及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 公司各分项业务毛利率



来源: Wind, 国联证券研究所

1.3. 传统业务提供稳定现金流

> 公司是商用车轻卡变速器主流供应商

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、江淮汽车、成都王牌、资阳南骏、山东五征等。商用车市场集中度较高, 2018年最新数据显示,北汽福田、东风汽车、江淮汽车在分别为轻卡销量前三名。商



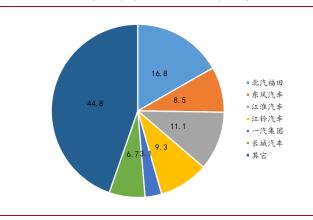
用车轻卡近年来销量稳定增长,据测算,公司产品轻卡市占率超过60%,因此板块业务可为公司提供稳定现金流。随着消费升级,商用车也有向自动挡升级的趋势,公司AMT产品已有配套上市的车型,同时,更多的客户车型在搭载匹配中。

图表 7: 历年轻卡销量及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 2018 年上半年各轻卡企业市占率



来源: Wind, 国联证券研究所

▶ 金兴内饰业绩有望扭亏为盈

公司通过多次收购,实现了对金兴汽车内饰股份有限公司 100%的控股,业务拓展至汽车内饰行业。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。

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 9: 金兴内饰主要产品



来源:公司官网, 国联证券研究所

公司在 2017 年与恩坦华公司签署框架合作协议,未来有望成立合资公司,合作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。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。利用恩坦华的技术、资源、品牌优势,有助于公司开拓中外合资汽车品牌市场,为公司带来新的利润增长点,同时推动金兴内饰的快速发展。

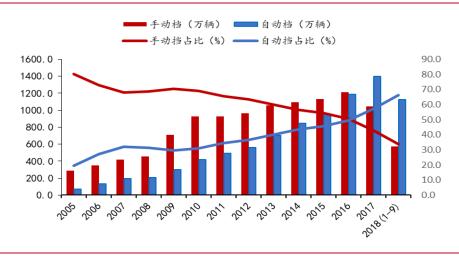


2. 自主变速箱企业迎来发展良机

2.1. 国内自动挡变速箱渗透率快速提升

自动变速箱有操作方便,驾驶舒适性高、节油等优点,日益受到越来越多的消费者的青睐。国内自动挡变速箱渗透率以每年3%-5%的速度快速提升。根据乘联会2017年最新数据显示,乘用车国内制造自动挡渗透率已升至66%左右。

图表 10: 国内乘用车手动挡和自动挡汽车销量与占比



来源:乘联会,国联证券研究所

自动挡在过去十几年之所以快速增长, 主要是由于以下原因:

1)自动挡比手动挡操作简单,在市区工况驾驶舒适性更高。汽车保有量增速(平均约12%)远超城市公路里程增速(平均约4%),未来城市拥堵情况将更加严重。

图表 11: 中国历年千人汽车保有量及城市道路长度



图表 12: 中国及主要国家千人汽车保有量对比(辆)



来源: Wind, 国联证券研究所

来源: Wind, 国联证券研究所

2) 国内消费升级,消费者需求偏好改变。从消费群体来看,80 后、90 后等年轻 群体以及女性消费者开始成为购车主力,这些新兴消费者具有较强的购车偏好,大都 倾向选择自动挡。由于消费者的消费习惯正在全面转向自动挡,采用自动变速箱的乘 用车价位不断下探,5 万元左右的低价车也已出现自动挡方案。



图表13: 微型车自动挡配置



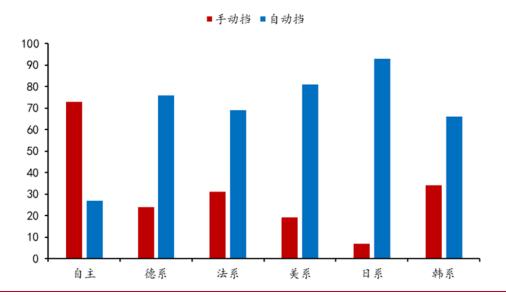
来源: 易车网, 国联证券研究所

2.2. 自主将是国内自动变渗透率提升的主要增量

自主乘用车自动挡渗透率严重低于合资车型。自动变速箱过去十几年渗透率快速提升,但发展很不均衡,自主和合资车差距较大。合资车企由于掌握自动变速箱供应渠道,同时拥有品牌优势,在过去十几年自动挡渗透率快速提升。最新数据显示美系、法系、德系合资车自动变速箱渗透率普遍超过80%,日系合资车自动挡渗透率更是高达90%以上。

而自主车企长期以来主打性价比,车型偏低端,目标消费群体多为 5-15 万价格 区间。这个价位区间的消费者对价格较为敏感,同时由于配套资源受限,因此自动挡 渗透率仅为 27%,严重低于合资车的发展水平。

图表 14: 各车系自动挡占比 (%)



来源:乘联会,国联证券研究所

近年来,自主车企向高端车型突破趋势日益明显。主流自主车企旗舰车型价格也 开始上探 20 万左右区间。国内自主代表车企吉利汽车和长城汽车,从其每年的平均



单车价格可以看出, 两家车企的单车价格均逐年提升。显示出了很明显的向上突破的 趋势。

图表 15: 吉利和长城历年平均单车价格



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 主要自主车企旗舰车型



来源: 易车网, 国联证券研究所

与此同时,合资车企价格下行,合资车和自主高端车型价格已经高度重叠,自主与合资车形成正面较量。自主车自动变速箱渗透率快速提升是必然趋势。

同时,由于合资车自动挡渗透率极高,渗透率增长空间有限,而自主车型自动挡渗透率提升空间巨大,因此自主车型将是自动挡渗透率提升的主要增量。

图表 17: 合资车企紧凑型 SUV 价格



来源: 易车网, 国联证券研究所

2.3. 未来 2-3 年自主自动变速箱供不应求现象将持续存在

自动变速箱属于动力总成核心零部件,变速箱好坏对整车性能影响极大,因此整车厂历来极为重视变速箱的配套供应。整车厂的变速箱供应主要有以下三种模式:第一,整车企业有自己的自动变速器企业,独立自主供货;第二,整车企业与变速器企业有资本合作,通过资本合作来共享市场、共享产业链的利润来获得共赢;第三,整车企业与变速器进行长期战略合作,这种包括隐形资本纽带,支持这些整车企业和变速器企业来进行技术合作,形成稳定的整零关系。

国内主要变速箱企业与整车厂配套关系如下:



图表 18: 主要变速箱企业产品及与整车厂配套格局

类型	公司	所属整车厂	配套整车厂
	爱信	丰田汽车	一汽大众、上汽大众、长安汽车、广 汽、神龙等
	天津艾达自动变速器有限公司	一汽、爱信	一汽丰田
	采埃孚	德国独立	一汽集团、沈阳宝马、华晨汽车等
AT	上海采埃孚变速器有限公司	上汽、采埃孚	长城汽车等
	现代派沃泰	现代汽车	长城汽车等
	内蒙欧意德	华泰汽车	华泰汽车
	盛瑞传动	国产独立	江铃汽车等
	双林股份	吉利、双林	吉利汽车
	JATCO	日本独立	东风日产等
	湖南江麓容大车辆传动	国产独立	重庆力帆、浙江众泰
CVT	南京邦奇自动变速箱有限公司	银亿集团 (收购比利时邦奇)	吉利汽车、江淮汽车等
	万里扬	奇瑞、万里扬	奇瑞汽车、吉利汽车
	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
	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
DCT	杭州依维柯变速器	广汽、菲亚特	广汽乘用车、广汽菲亚特
	上海汽车变速器有限公司	上汽集团	上汽、长丰猎豹、众泰等
	重庆青山	兵装集团	长安汽车
	安徽星瑞齿轮传动	江淮汽车	江淮汽车

来源:盖世汽车,中国自动变速箱网,国联证券研究所整理

我们从公开消息中获得各大整车厂和变速箱企业 2020 年前国内产能规划情况, 汇总如下:

图表 19: 国内整车供应商自动变速箱产能不完全统计

	公司	变速箱	2020 年前产能投放情况	总计(含规划)(万台)
	大众	DCT	大连 100 万, 天津 DQ380/45 万(在建 75 万)、 DQ500/30 万、 DL382/24 万(在建 75 万)	323
	福特	AT	100万	100
外资	通用	AT、 DCT	金桥 9AT 54 万,烟台 6AT 72 万,CVT 40 万(在建)	216
	现代	AT、 CVT	山东 AT80 万, CVT40 万 (在建)	120
	爱信	AT、 CVT	天津艾达80万、天津爱达80万和苏州AW24万、广汽合资40万、吉利合资40万	260
	JATCO	CVT	广州 100 万	100
	上汽	DCT	DCT250/50 万, DCT360/24 万	74
自主 整车	吉利	DCT	宁波 50 万	50
	长城	DCT	一期 50 万, 规划 100 万	100



	长安	AT, DCT	哈尔滨 6AT 规划 20 万台;青山(二期)规划新增工艺设备 111 台/套	20
	重庆青山	DCT	规划 40 万	40
	江麓容大	CVT	泸州市高新国家开发区规划50万	50
独立	盛瑞传动	AT	25万	25
•	万里扬	CVT	50万	50
	双林股份	AT	湘潭产能 30 万	30
	盛瑞传动	AT	潍坊 30 万	30
	银亿股份	CVT	120万	120

来源:盖世汽车,中国自动变速箱网,国联证券研究所整理

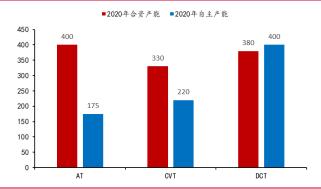
从国内变速箱总产能来看,预计到 2020 年,自动变速箱产能约为 1800-1900 万台,其中产能分布情况如下: AT 方面外资产能约为 400 万台,自主约为 175 万台; CVT 方面,外资产能 330 万台,自主 220 万台; DCT 方面,外资产能 380 万台,自主 DCT 是 400 万台。

图表 20: 自主自动变速箱自主市场历年市占率



来源:产业信息网,搜狐汽车,国联证券研究所

图表 21: 2020 年变速箱产能分布情况 (万台)



来源:产业信息网,搜狐汽车,国联证券研究所

按照目前自动变速箱渗透率的提升速度,2020年自动变速箱渗透率有望达到74% 左右,匹配自动变速箱车辆接近1900万辆。从国内总产能来看,初步处于平衡或紧 平衡状态。

从供给侧来看,合资车企大众、通用、福特、本田等企业自动变速箱产能主要以满足自身需求为主,少数企业与国内自主企业有部分合作,但总的来看国内自主整车企业获取自动变速箱的途径相对有限。综合目前自动变速箱渗透率提升和自主自动变速箱产能释放的速度来看,未来 2-3 年自主乘用车自动变速箱供不应求现象将持续存在。

2.4. CVT 舒适性和燃油经济性占有, 具有较大发展空间

汽车变速箱,按操纵方式分类,可以划分为手动变速箱(MT))和自动变速箱两大类。根据结构和原理不同,自动变速箱又可细分为电控机械式变速箱(AMT)、干



式和湿式双离合器自动变速箱 (DCT)、无级变速箱 (CVT) 和液力自动变速箱 (AT)。 各自特点对比如下:

图表 22: 不同种类变速箱对比

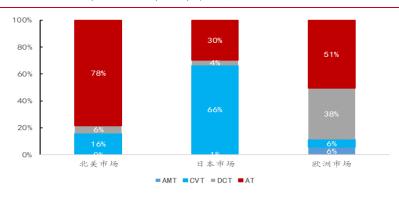
	AMT	AT	CVT	DDCT	WDCT
结构组成	单离合器、齿轮传动机 构、换挡执行机构、电 机或液压系统、电子控 制系统、箱体。	液力变矩器、行星齿轮机 构、换挡元件、液压控制系 统、电子控制系统、箱体。	液力变矩器、行星齿 轮机构、换挡元件、 液压控制系统、电子 控制系统、箱体。	双离合器、齿轮传动机构、 换挡元件、液压控制系统、 电子控制系统、箱体。	双离合器、齿轮传动机构、换挡 元件、液压控制系统、电子控制 系统、箱体。
优点	结构简单,成本低;油	技术成熟, 换挡品质高, 扭矩适应面广。	换挡平顺、成本低、 传动效率高。技术路 线及零部件受控。	换挡效率高,接近手动挡, 成本低。技术路线及零部件 受控。	传动效率高于同挡位 AT,质量稳定。技术路线及零部件受控。
缺点	换挡时动力中断有换挡 冲击, 舒适性差,控 制系统要求较高	结构及控制系统复杂,价格 偏高,6挡以下变速箱油耗 高,专利封锁。	扭矩适用范围受限, 控制系统复杂。	散热性能差,质量稳定性 差。	控制系统复杂,稳定性略差
适用车型	低成本小型乘用车, 商用车	适用范围最广,各类车型均 可以使用 AT	中小排量乘用车为主	中小排量乘用车为主	中小排量乘用车为主

来源: 盖世汽车, 国联证券研究所整理

自动变速箱在全球的分部呈现明显的地域特征。北美市场以AT为主,由于北美用户对油耗不敏感、对舒适性要求高,且倾向于大排量车型,因此自动变速箱中AT技术占据主流。欧洲市场以DCT为主,欧洲市场手动挡的比例也相对较高,主要是用户对油耗敏感、用户注重操作性;近年来随着DCT技术的不断成熟,DCT正逐渐成为消费者选择的重要方向。

日本以 CVT 为主,主要是日本交通拥堵,小排量节油车型居多,且用户对舒适性要求较高。而 CVT 的优点正是舒适性和经济性。因此日系车也是自动挡车型当中 CVT 占比很高的地区。

图表 23: 日、美、欧市场 2016 年不同种类自动变速箱销量占比



来源:中国产业信息网,国联证券研究所整理

主流车企均发展两种以上自动变速箱技术,德国车企重点发展 DCT, 日本车企技术实力最强, 三种变速箱技术齐头并进, 但 CVT 占比最大。美国车企高端车型以AT 为主。



图表 24.	国外主亚教生	厂家变速箱发展趋势
MAX 44.	ロリエヌモナ/	/ <u>* </u>

国家	车企	目前主流变速箱	技术路线及最新动态
	奔驰	9AT、7DCT	重点研发 8 速 DCT
德国	宝马	8AT、7DCT	AT 主要从采埃孚采购
德国	大众	6、7DCT、8AT	全系统转向 WDCT,正在研制 10DCT 技术
	奥迪	DCT、少量 8AT	弃用 CVT,发展 7 速 DCT
	丰田	8 挡 CVT、6AT	AT 路线和 CVT 同时发展, 研发 S-CVT
日本	本田	5/6/9AT、CVT、7DCT	研发 11 速 AT
	日产	7AT、7 挡 CVT	坚持 AT、 CVT 路线
	'S III		坚持 AT 路线; DCT 为过渡产品, 自主研发
- 学 日	通用	5MT、7AT、DCT	CVT, 未来有望大规模推广
美国	FCA	9AT、7DCT	坚持 AT 路线
	福特	6AT、6DCT	计划普及8速AT,研发9、10速AT

来源: 盖世汽车, 易车网, 国联证券研究所整理

从自主乘用车来看,自动挡渗透率还比较低,AT占据半壁江山,其次是DCT和CVT。未来我们认为AT、DCT、CVT三种技术将共同发展,原因如下:

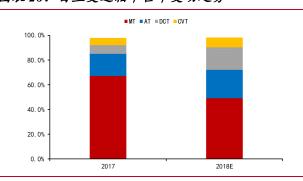
- 1) 自动挡的渗透率低,自动变速箱的需求量大。外资变速箱配套相对封闭,自 主车企仍然处于"一箱难求"的情况,各种自主变速箱均有较大的发展空间。
- 2) 自主高端车型将更加注重中舒适性和可靠性,且为了与合资车型竞争,总体而言,仍将以AT为主;由于DCT变速箱开发相对较为简单,易于为整车厂掌握,综合考虑成本、油耗等因素,自主中端车型以DCT为主,也有一部分CVT车型。
- 3) CVT 由于成本最低,节油效果好,是中小排量车型的优先选择。中小排量中,仍然还有部分 4AT、5AT、5AMT 车型,未来升级的趋势也将是 CVT。目前 CVT 厂家已经开发出大扭矩 CVT 变速箱,因此 CVT 市占率提升空间仍然较大。

图表 25: 全球 CVT 销量市占率预测



来源:中国产业信息网,国联证券研究所

图表 26: 自主变速箱市占率变动趋势



来源:上牌量,国联证券研究所

自主车型配套变速箱分布来看,除长城 wey 系列和领克 01 少量车型采用 DCT 变速箱之外,绝大多数自主高端车型仍以 AT 为主。起价 10-15 万区间车型多以 DCT 变速箱为主,起价 5-10 万元车型多以 CVT 变速箱为主。



图表 27: 部分自主车型匹配变速箱及销售价格

	AT			DCT	•		CVT	
传祺 GS8	6AT	16.38-25.98 万	哈弗 H6	6DCT	8.88-14.68 万	东南 DX3	CVT	6.79-10.59 万
哈弗 H9	8AT	19.98-27.28 万	哈弗 H7	7DCT	8.88-14.68 万	帝豪	CVT	6.98-10.08 万
哈弗 H8	8AT	18.38-25.68 万	VV7	7DCT	16.78-18.88 万	远景 SUV	CVT	7.49-10.19 万
传祺 GA8	6AT	14.98-25.98 万	VV5	7DCT	15-16.3 万	风光 580	CVT	7.29-12.3 万
荣威 W5	6AT	14.28-29.88 万	帝豪 GS	6DCT	7.78-11.18 万	景逸 X5	CVT	7.99-12.29 万
领克 01	6AT	15.88-22.08 万	帝豪 GL	6DCT	7.88-11.38 万	猎豹 CS9	CVT	7.68-11.68 万
宝沃 BX7	6AT	16.98-30.28 万	瑞虎 5x	6DCT	7.99-11.09 万	艾瑞泽 5	CVT	5.89-9.79 万
宝沃 BX5	6AT	12.38-21.68 万	领克 01	7AT	15.88-22.08 万	CS10	CVT	8.98-14.68 万
博瑞	6AT	11.98-22.98 万	瑞虎7	6DCT	9.79-15.39 万	启辰 T90	CVT	10.98-15.48 万
CS95	6AT	15.98-22.98 万	众泰 Z700	6DCT	9.98-16.58 万	瑞虎3	7CVT	6.89-9.29 万
北京 BJ80	6AT	28.8-31.8 万	大迈 X7	6DCT	8.99-16.19 万	BJ20	CVT	9.68-13.98 万
CS75	6AT	7.88-18.48 万	比亚迪 S7	6DCT	9.99-14.69 万	启辰 T70	CVT	8.98-12.78 万
众泰 T600	6AT	8.68-14.68 万	野马 T80	6DCT	8.98-13.98 万	幻速 S5	CVT	5.98-8.58 万
奔腾 X80	6AT	9.98-14.78 万	荣威 550	6DCT	9.98-18.28 万	景逸 X6	CVT	8.49-10.99 万

来源: 易车网, 国联证券研究所

CVT 节油优势明显,油耗指标趋严或促进 CVT 快速发展。节能减排是全球汽车行业的发展趋势,也是我国汽车发展方向。根据 GB19578-2014《乘用车燃料消耗值限值》和 GB27999-2014《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》法规的要求,到 2020年我国燃料消耗量达 5L/100km,年降幅为 5.5%。

图表 28: 主要国家油耗法规限值

	2015	2020	2025	年降幅-	年降幅-
	2015	2020	2025	2020	2025
欧盟	5.2L/100km	3.8L/100km	3 L/100km	5.40%	4.20%
美国	6.7L/100km	6 L/100km	4.8L/100km	3.50%	3.40%
日本	5.9L/100km	4.9L/100km		3.30%	
中国	6.9L/100km	5L/100km		5.50%	

来源:工信部,中国知网,国联证券研究所整理

CVT 变速箱由于传动效率高,因此相比 AT\DCT 有着明显的油耗优势,对 MT 而言,也有明显优势。因此油耗法规趋严,或促进 CVT 快速发展。

图表 29: CVT 变速箱油耗优势明显



来源:太平洋汽车,国联证券研究所整理



2.5. 2020 年自主 CVT 市场空间将超过 150 亿元

目前国内自动变速箱供应主要有车企自产、供应商外购两种渠道。合资车企多半有固定的供应商,而且其变速箱技术领先于国内企业,因此国内变速箱企业目前打入合资车企的市场的机会很少,市场空间主要集中在自主乘用车自动变速箱渗透率提高的部分。为了评估市场空间,我们做了如下判断和预测:

- 1) 汽车销量未来 5-7 年内乘用车销量仍有望保持微增长, 2020 年销量预计接近 2500 万辆。
- 2) 自主乘用车销量占比震荡向上。自主乘用车经过多年的发展,零部件配套体系得到长足发展,整车开发能力也得到明显加强。因此即便短期受到市场影响,但中长期来看,自主份额仍将震荡向上。
- 3)2020年自主 CVT 变速箱市场空间或可超过 150 亿元。自主乘用车 DCT、CVT、AT 三种技术有望并存,未来中高端市场有望延续 AT 路线;由于国内自主各大整车厂均在自主生产 DCT 变速箱,因此未来自主乘用车 DCT 份额也将快速增长;同时自主乘用车中大量低端车型有自动挡切换需求,且低端车型中目前仅匹配低端的 AMT和 4AT 自动变速箱,未来有望 CVT 取代。

我们预测 2020 年自主乘用车销量将达 1114 万辆,自动变速箱渗透率将从 2017年的 35%提升至 2020年的 74%。其中自主 CVT 变速箱需求量高达 195 万台,市场空间超过 150 亿元。

图表 30: 自动变速箱市场空间预测	图表 30.	自动变读	箱市场学	间预测
--------------------	--------	------	------	-----

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
国内乘用车销量 (万辆)	2429.3	2474.4	2385.3	2421.1	2493.7
同比增速(%)	15.1	1.9	-3.6	1.5	3.0
国产品牌乘用车销量 (万辆)	1050	1084	1023	1067	1114
自动变速箱占比(%)	27	35	48	56	68
自动变速箱需求量 (万台)	284	379	491	598	758
CVT自动变速箱需求量(万台)	73	97	125	157	195
DCT 自动变速箱需求量(万台)	122	162	208	262	326
AT 自动变速箱需求量(万台)	89	119	158	179	237
CVT 市场空间预测(亿元)	58	78	101	126	157
DCT 市场空间预测(亿元)	110	146	187	236	293
AT 市场空间预测(亿元)	89	119	158	179	237
市场空间(自主)(亿元)	276	367	470	593	737
	同比增速(%) 国产品牌乘用车销量(万辆) 自动变速箱占比(%) 自动变速箱需求量(万台) CVT自动变速箱需求量(万台) OCT自动变速箱需求量(万台) AT自动变速箱需求量(万台) CVT市场空间预测(亿元) DCT市场空间预测(亿元) AT市场空间预测(亿元)	国内乘用车销量 (万辆) 2429.3 同比增速(%) 15.1 国产品牌乘用车销量 (万辆) 1050 自动变速箱占比(%) 27 自动变速箱需求量 (万台) 284 CVT 自动变速箱需求量 (万台) 73 OCT 自动变速箱需求量 (万台) 122 AT 自动变速箱需求量 (万台) 89 CVT 市场空间预测 (亿元) 58 DCT 市场空间预测 (亿元) 110 AT 市场空间预测 (亿元) 89	国内乘用车销量 (万辆) 2429.3 2474.4 同比增速(%) 15.1 1.9 1050 1084 自动变速箱占比(%) 27 35 自动变速箱需求量 (万台) 284 379 CVT 自动变速箱需求量 (万台) 73 97 OCT 自动变速箱需求量 (万台) 122 162 AT 自动变速箱需求量 (万台) 89 119 CVT 市场空间预测 (亿元) 58 78 DCT 市场空间预测 (亿元) 110 146 AT 市场空间预测 (亿元) 89 119	国内乘用车销量 (万辆) 2429.3 2474.4 2385.3 同比增速(%) 15.1 1.9 -3.6 国产品牌乘用车销量 (万辆) 1050 1084 1023 自动变速箱占比(%) 27 35 48 自动变速箱需求量 (万台) 284 379 491 CVT 自动变速箱需求量 (万台) 73 97 125 OCT 自动变速箱需求量 (万台) 122 162 208 AT 自动变速箱需求量 (万台) 89 119 158 CVT 市场空间预测 (亿元) 58 78 101 DCT 市场空间预测 (亿元) 110 146 187 AT 市场空间预测 (亿元) 89 119 158	国内乘用车销量 (万辆) 2429.3 2474.4 2385.3 2421.1 同比增速(%) 15.1 1.9 -3.6 1.5 国产品牌乘用车销量 (万辆) 1050 1084 1023 1067 自动变速箱占比(%) 27 35 48 56 自动变速箱需求量 (万台) 284 379 491 598 CVT 自动变速箱需求量 (万台) 73 97 125 157 OCT 自动变速箱需求量 (万台) 122 162 208 262 AT 自动变速箱需求量 (万台) 89 119 158 179 CVT 市场空间预测 (亿元) 58 78 101 126 DCT 市场空间预测 (亿元) 110 146 187 236 AT 市场空间预测 (亿元) 89 119 158 179

来源: Wind, 国联证券研究所

3. 万里扬: 新款自动变速箱有望打开公司成长空间

3.1. CVT 竞争格局分析

国内的 CVT 供应商外资厂家为 JATCO, 自主部分有银亿股份、江麓容大。 但由于 JATCO 主要给日系及合资车企供货, 而万里扬主要的客户群为自主乘用



车, 因此公司的主要竞争对手为银亿股份和江麓容大。

> 1) JATCO

日本 JATCO 株式会社成立于 1999 年,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。主要客户为合资主流整车制造厂,如日产、三菱、马自达、宝马、大众、路虎、捷豹、起亚、现代、大宇、长安福特等,年供货量在 400 万台以上。

JATCO 是全球最大的 CVT 变速箱制造商,在 2015 年全球 CVT 产量中, Jatco 占据行业总份额的 41%。现时下提供的变速箱包括 CVT7 和 CVT8 两个系列。

图表 31: Jatco 主要产品及配套客户

产品	性能	配套车型
CVT7 W/R	采用新型钢带和带轮,扩大了变速比范	日产蓝鸟、日产新骐达、日产新轩
	围,传动性能提高。	逸、日产逍客
CVT8	能够覆盖 2.0-3.5L 发动机, 布局紧凑, 最	日产新天籁、日产新奇骏、日产新
	高变速比达到 7.0, 燃油经济性降低了	道客、日产西玛、日产楼兰、雷诺
	10%。	科雷傲、雷诺科雷嘉
CVT7	适合混合动力汽车, 紧凑轻巧, 节油性	日产新阳光、日产新骐达、日产新
	好,实现了变速比的大幅扩大以及小型轻	轩逸、日产新骊威、日产 NV2000、
	量化、高效率化。	东风裕隆
CVT2(JF011E)	适合中排量车型, 紧凑轻巧; 变速范围	启辰 T70&T70X、郑州日产 MX6
	宽;具有高效动力性和燃油经济性。	

来源: Jatco 官网, 国联证券研究所整理

▶ 2)银亿股份

2017 年,银亿股份收购了汽车自动变速器独立制造商比利时邦奇集团,其产品主要为无级变速器 (CVT),且正致力于研发双离合变速器 (DCT)、混合动力总成系统和纯电动动力总成系统。目前在全球有比利时圣特雷登工厂、中国南京工厂和宁波工厂 3 个生产基地。邦奇 CVT 在欧洲和日本市占率几乎为零,中国成为邦奇最主要的利润来源,受益我国自主品牌自动挡升级,邦奇几乎是唯一的第三方供应商,且 CVT 价格低于 AT,成为国内绝大多数 CVT 的首选。

邦奇匹配国内多家自主车企,包括吉利汽车、江淮汽车、海马汽车、东风汽车、长丰猎豹等。考虑到万里扬与吉利汽车密切的合作关系,未来邦奇在吉利汽车的市场份额或逐渐缩小,且其他自主车企在也有培育备选供应商的需要,未来或与万里扬在 CVT 市场形成双寨头格局。

图表 32: 邦奇主要客户













品致一生 缘启东南

















来源:公司公告,国联证券研究所

▶ 3)湖南江麓容大车辆传动股份有限公司

湖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。公司传统内燃机 CVT 变速器量产平台产品为 RDC15、RDC18 及即将量产的 RDC27; RDC27 产品为公司第三代 CVT 产品,产品允许最大输入扭矩可达到 270NM,各项新技术的应用,能够进一步降低油耗,可实现更低的锁止车速,具有更低的液压损失,计划 2019 年初可实现量产。

基于 CVT 的混合动力变速器 HCVT 的开发,公司自 2012 年开始,先后与东风日产、奇瑞、力帆汽车、东风小康等开展了混合动力传动模块开发的项目合作,在新能源汽车领域积累了丰富的开发经验和研究成果,可以为主机厂提供基于 P2、P4 及其他解决方案的混合动力及电驱动传动产品。公司目前拥有双生产基地,长沙生产基地和在建的泸州生产基地,泸州基地一期计划 2018 年年内投产,投产后年产能可达成 15 万台套。二期计划 2019 年投产,投产后年产能可达成 50 万台套。

3.2. 万里扬: 新款自动变速箱有望打开公司成长空间

2016年,公司制订了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)。

> CVT25 变速箱量产,成长空间打开

万里扬 CVT 来源于奇瑞变速箱。奇瑞汽车是最早开发出自主 CVT 自动变速箱的整车企业, 其在 CVT 领域的开发及应用已有十几年历史, 万里扬 2016 年收购奇瑞变速箱 100%的股权并拥有了 CVT 产品及开发技术。

新款变速箱 CVT25 已上市,性能媲美国际先进水平。公司原有 CVT 产品 CVT19 由于最大承载扭矩小,匹配车型受限,但公司新开发产品 CVT25,最大承载扭矩可达



250Nm,变速箱指标可以对标国外同类产品,是一款技术指标先进,承载扭矩较大的变速器,可以匹配市场 80%以上的乘用车车型。配装万里扬 CVT25 的汽车已完成了冬季实验、耐久性实验和夏季实验。第一款配装万里扬 CVT25 的车型艾瑞泽 GX 已于 9 月上市,第二款吉利车型将在今年年底前上市。2019 年将有多款吉利、奇瑞车型配装万里扬 CVT25 的新车上市。有望打开公司成长空间。

图表 33: 万里扬与日产 CVT 变速箱产品对比

	CVT19	CVT25	日产 CVT8	本田 CVT
承载扭矩	190	250	250	250
速比范围	5.4	7	6.9	6.5
起步机构	变矩器	高性能变矩器	高性能变矩器	高性能变矩器
总长度	380	360	360	365
新技术接口	混动	混动+48V	混动+起停	混动+起停

来源:公司官网, 国联证券研究所

产能方面,公司第一条30万台CVT生产线于18年6月投产,投资规模超过10亿元。第二条CVT生产线预计将于2019年9月份投产,以保证2019年四季度销售。

另外,公司与吉孚动力合作,布局 AT 及混动产品研发。2016年12月15日,万里扬与吉孚动力共同成立吉孚汽车技术(浙江)有限公司,研发 AT 与混动变速箱产品,开启了万里扬全系产品多样化的布局。吉孚动力是德国 ATESTEO 集团在华设立的全资子公司,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。公司与吉孚动力合作后,于 2017年9月9月试制成功,公司 AT 产品也有望于19年上市。公司未来有望成长为国内独立乘用车变速箱龙头供应商。

图表34:万里扬主要自动变速箱产品及匹配车型

CVT18/20



瑞虎3、艾瑞泽5、吉利远景X3、吉利帝豪

CVT25/28

瑞虎3、瑞虎5、艾瑞泽5、远景X6

6AT



来源:公司官网, 国联证券研究所

吉利与奇瑞匹配 CVT 车型汇总如下:



图表 35: 奇瑞匹配 CVT 车型汇总

厂商	车型	排量	变速器
	凯翼 X3	1.6L	CVT
	凯翼 X5	1.5T	CVT
	艾瑞泽 5	1.5L	CVT
	艾瑞泽 5	1.5T	CVT
	艾瑞泽7	1.5T	CVT
	艾瑞泽7	1.6L	CVT
奇瑞汽车	艾瑞泽 GX	1.5T	CVT
	艾瑞泽 M7	2.0L	CVT
	瑞虎	1.6L	CVT
	瑞虎3	1.6L	CVT
	瑞虎5	1.5T	CVT
	瑞虎5	2.0L	CVT
	瑞虎7	2.0L	CVT

来源:上牌数,国联证券研究所

图表 36: 吉利汽车匹配 CVT 车型汇总

厂商	车型	排量	变速器
	缤瑞	1.4T	CVT
	帝豪	1.3T	CVT
	帝豪	1.4T	CVT
	帝豪	1.5L	CVT
吉利汽车	经典帝豪	1.8L	CVT
	远景 S1	1.4T	CVT
	远景 S1	1.5L	CVT
	远景 SUV	1.3T	CVT
	远景 SUV	1.4T	CVT

来源:上牌数,国联证券研究所

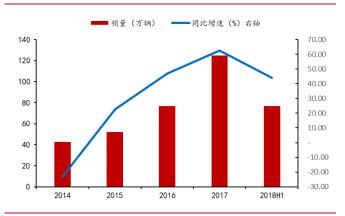
由于公司是吉利汽车 MT 供应商,与吉利汽车有很好的合作关系。公司 CVT25 以及 19 年上市的 AT 变速箱有望搭载更多奇瑞、吉利车型上市,考虑到吉利汽车自主龙头的地位和体量,公司有望打开新一轮成长空间。

图表 37: 奇瑞汽车历年销量及同比增速 (%)



来源:乘联会,国联证券研究所

图表 38: 吉利汽车历年销量及同比增速 (%)



来源:乘联会,国联证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们将万里扬的业务主要拆分为商用、农机变速箱及配件;乘用车手动变速箱; 乘用车自动变速箱;汽车内饰;其他业务。根据我们的预测,未来的业务增长情况如下:

图表 39: 万里扬财务预测



	2016	2017	2018E	2019E	2020E
商用车、农机变速器及配件					
收入 (亿元)	14.1	17.4	18.0	18.9	19.8
成本 (亿元)	10.0	12.5	12.9	13.6	14.2
毛利 (亿元)	4.1	4.9	5.1	5.4	5.6
毛利率(%)	29.3	28.3	28.4	28.4	28.3
乘用车自动变速器					
收入 (亿元)	2.7	12.3	9.5	16.0	30.0
成本 (亿元)	1.9	9.3	7.1	12.0	22.5
毛利 (亿元)	0.8	3.0	2.4	4.0	7.5
毛利率(%)	28.9	24.4	25.0	25.0	25.0
轿车变速器					
收入 (亿元)	8.3	10.7	7.0	6.5	6.0
成本 (亿元)	6.8	8.6	5.6	5.2	4.8
毛利 (亿元)	1.5	2.1	1.4	1.3	1.2
毛利率(%)	18.5	19.6	19.8	19.8	19.8
汽车内饰件					
收入 (亿元)	10.4	8.4	6.0	8.0	9.5
成本 (亿元)	8.9	7.7	5.4	7.2	8.5
毛利 (亿元)	1.4	0.7	0.6	0.8	1.0
毛利率(%)	13.8	8.4	10.5	10.5	10.5
融资租赁收入					
收入 (亿元)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
成本 (亿元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利 (亿元)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
毛利率(%)	99.9	99.7	99.7	99.7	99.7
其他业务					
收入 (亿元)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
成本 (亿元)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
毛利 (亿元)	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利率(%)	3.7	23.5	24.0	24.0	24.0
合计					
收入(亿元)	37.3	50.3	42.1	51.0	66.9
成本 (亿元)	28.5	38.8	31.8	38.7	50.8
毛利 (亿元)	8.9	11.6	10.3	12.3	16.1
毛利率(%)	23.7	23.0	24.6	24.2	24.1

来源: 国联证券研究所

4.2. 可比公司估值

我们以变速箱产业链精锻科技和双环传动为可比公司,公司估值水平略高,考虑 到公司属于核心零部件以及稀缺变速箱总成供应商的地位,估值略高也非常合理。再 考虑到未来进入吉利体系以及体系的巨大增长空间,还应给与合理的估值溢价。

图表 40: A 股可比公司PE 估值水平

证券代码 证券简称 (元)	EPS2018	EPS2019	EPS2020	PE2018	PE2019	PE2020	
---------------	---------	---------	---------	--------	--------	--------	--



300258.SZ	精锻科技	13.06	0.77	0.95	1.19	17.07	13.72	10.93
002472.SZ	双环传动	6.55	0.40	0.52	0.65	16.25	12.66	10.01
						16.66	13.19	10.47
002434.SZ	万里扬	6.43	0.35	0.41	0.57	18.37	15.68	11.28

来源: Wind, 国联证券研究所

预测公司 18/19/20 可实现净利润为 4.67/5.55/7.68 亿元,对应相应 PE 分别为 18.57/15.65/11.31 倍。公司成长确定性高,上调至"推荐"评级。

5. 风险提示

- 1) 客户拓展不及预期;
- 2) 潜在客户自主研发突破;
- 3) 乘用车销量不及预期。



四水 41. 网 万 坝 例 70天	图表	41:	财务预测摘要
--------------------	----	-----	--------

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,040.30	274.92	452.00	547.37	756.46	营业收入	3,732.25	5,030.20	4,519.97	5,473.68	7,564.63
应收账款+票据	2,328.37	2,123.90	2,503.69	3,215.61	4,597.52	营业成本	2,845.91	3,876.88	3,408.06	4,149.05	5,741.56
预付账款	36.69	56.19	63.00	68.00	79.00	营业税金及附加	31.29	44.80	40.26	48.75	67.37
存货	902.86	815.50	666.27	1,099.29	1,152.30	营业费用	148.18	135.66	124.30	142.32	192.90
其他	151.50	363.11	363.11	363.11	363.11	管理费用	304.95	391.53	366.12	418.74	563.57
流动资产合计	4,459.70	3,633.60	4,048.06	5,293.37	6,948.40	财务费用	89.48	57.91	52.60	83.37	117.37
长期股权投资	415.95	320.89	320.89	320.89	320.89	资产减值损失	41.88	-14.12	-14.12	-14.12	-14.12
固定资产	1,637.83	1,487.50	1,914.46	2,350.83	2,779.21	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	131.18	625.25	680.00	720.00	730.00	投资净收益	24.82	29.64	0.00	0.00	0.00
无形资产	646.11	566.49	597.91	630.00	661.10	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2,449.67	2,344.47	2,588.32	2,938.16	3,367.01	营业利润	295.39	567.18	542.76	645.58	895.99
非流动资产合计	5,280.73	5,344.60	6,101.58	6,959.89	7,858.21	营业外净收益	79.68	15.97	7.09	7.09	7.09
资产总计	9,740.43	8,978.21	10,149.64	12,253.26	14,806.61	利润总额	375.07	583.16	549.85	652.67	903.07
短期借款	837.00	192.00	900.20	1,794.49	2,673.56	所得税	67.45	66.29	77.48	92.90	130.46
应付账款+票据	2,233.73	1,741.15	1.846.28	2,639.18	3,740.32	净利润	307.62	516.87	472.37	559.77	772.61
其他	184.11	78.26	81.25	83.25	86.25	少数股东损益	-4.64	5.08	5.00	5.00	5.00
流动负债合计	3,254.84	2,011.41	2,827.72	4,516.92	6,500.13	归属于母公司净利润	312.26	511.79	467.37	554.77	767.61
长期带息负债	748.86	750.00	750.00	750.00	750.00	<u> </u>	312.20	311.77	407.57	334.77	707.01
长期应付款	76.10	31.99	40.00	40.00	40.00	主要财务比率					
						工女州分儿干	20164	2017.4	2010E	2010E	2020E
其他	12.97	14.98	13.00	14.00	14.00	P V Ab L	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动负债合计	837.93	796.96	803.00	804.00	804.00	成长能力	00.200/	24.700/	10.140/	21.100/	20.200/
负债合计	4,092.78	2,808.38	3,630.72	5,320.92	7,304.13	营业收入	89.20%	34.78%	-10.14%	21.10%	38.20%
少数股东权益	63.55	77.63	82.63	87.63	92.63	EBIT	83.55%	38.96%	-6.15%	22.29%	38.80%
股本	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	EBITDA	89.38%	39.51%	-14.71%	21.52%	32.82%
资本公积	3,100.88	3,100.88	3,100.88	3,100.88	3,100.88	归属于母公司净利润	10.50%	63.90%	-8.68%	18.70%	38.37%
留存收益	1,133.23	1,641.33	1,985.41	2,393.84	2,958.97	获利能力					
股东权益合计	5,647.66	6,169.83	6,518.92	6,932.35	7,502.48	毛利率	23.75%	22.93%	24.60%	24.20%	24.10%
负债和股东权益总计	9,740.43	8,978.21	10,149.64	12,253.26	14,806.61	净利率	8.24%	10.28%	10.45%	10.23%	10.21%
						ROE	5.59%	8.40%	7.26%	8.11%	10.36%
现金流量表						ROIC	10.25%	8.65%	7.18%	7.64%	9.14%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	232.32	600.20	461.34	548.74	761.59	资产负债	42.02%	31.28%	35.77%	43.42%	49.33%
折旧摊销	242.84	341.34	236.47	282.80	331.80	流动比率	1.37	1.81	1.43	1.17	1.07
财务费用	75.57	56.38	49.60	80.37	114.37	速动比率	1.05	1.22	1.07	0.85	0.84
存货减少	-285.35	72.74	149.23	-433.02	-53.02	营运能力					
营运资金变动	-79.00	-829.50	-278.49	77.99	-288.78	应收账款周转率	2.02	2.46	2.00	1.82	1.76
其它	40.17	-1.55	-35.96	-35.12	-60.12	存货周转率	3.15	4.75	5.12	3.77	4.98
经营活动现金流	226.54	239.62	582.19	521.76	805.85	总资产周转率	0.38	0.56	0.45	0.45	0.51
资本支出	677.94	591.65	730.00	770.00	780.00	每股指标(元)					
长期投资	1,464.71	433.88	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.38	0.35	0.41	0.57
其他	1,120.55	861.04	-218.43	-323.97	-378.97	每股经营现金流	0.17	0.18	0.43	0.39	0.60
投资活动现金流	-1,022.10	-164.49	-948.43	-1,093.97	-1,158.97	每股净资产	4.14	4.51	4.77	5.07	5.49
债权融资	104.00	-645.00	708.20	894.29	879.07	估值比率					
股权融资	1,496.04	9.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	27.80	16.96	18.57	15.65	11.31
ACTION IN						h +.	1.55	1.42	1.25	1.27	1 17
其他	-192.54	-201.18	-164.87	-226.71	-316.85	市净率	1.55	1.42	1.35	1.27	1.17
	-192.54 1,407.50	-201.18 -837.18	-164.87 543.32	-226.71 667.58	-316.85 562.22	市 净率 EV/EBITDA	13.71	9.87	1.35	11.11	9.02

数据来源:公司报告、国联证券研究所



分析师声明

本报告署名分析师在此声明:我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
投资评级	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
权贝叶级	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
投资评级	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定,本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司(已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)及其附属机构(以下统称"国联证券")。未经国联证券事先书面授权,不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的,仅供我们的客户使用,国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期,国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。 国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告

意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下,国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337 传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500 传真: 021-38571373



地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810