



Research and  
Development Center

# 国产变速箱龙头，油电产品齐绽放

—万里扬(002434)公司深度报告

2021年09月22日

武浩  
S1500520090001  
010-83326711  
wuhao@cindasc.com

陈磊  
S1500520090003  
010-83326713  
chenleia@cindasc.com

## 证券研究报告

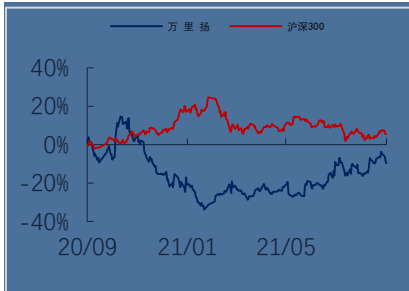
### 公司研究

#### 公司深度报告

万里扬(002434)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	9.58
52周内股价波动区间(元)	6.51-11.64
最近一月涨跌幅(%)	7.28
总股本(亿股)	13.40
流通A股比例(%)	99.93
总市值(亿元)	128.37

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

## 国产变速箱龙头，油电产品齐绽放

2021年09月22日

### 本期内容提要:

◆国内汽车变速器龙头，实现商用车、乘用车及新能源车完整布局。万里扬成立于2003年，2010年上市，是中国汽车变速器行业首家上市公司。2015年之前主营商用车变速器；2015-2016年，公司先后收购吉利乘用车变速器资产及奇瑞变速器子公司100%股权，进入乘用车变速器市场；2018年成立新能源驱动科技子公司，布局新能源车用传/驱动系统产品，目前，公司已形成180万台乘用车和110万台商用车变速器以及10万台新能源车用EV减速器产能。

◆多重竞争优势树立坚固壁垒。公司董事长有12年汽车齿轮厂研发经验，之后辞去公职从商用车变速器零部件做起一步步将公司发展壮大，此外公司多位管理层具备下游吉利、奇瑞及横向产业链电机等高管经历；公司乘用车及新能源车业务均通过收购成熟资产或与海外优质供应商合作，高举高打实现迅速布局；公司核心生产设备均引自海外，产线设备精良；商用车变速器核心零部件已基本实现自制，乘用车零部件采购也具备区位及规模优势。

◆2021乘用车销量恢复增长，公司系国产乘用车变速器龙头。近年来，奇瑞、长城、长安、吉利等国内龙头自主品牌市占率提升趋势明显，同时自动挡及其中CVT变速器渗透率同样持续提升。公司在当前国内第三方变速器生产企业中竞争优势明显，核心CVT25产品先后两次获得全球十佳变速器，通过抢抓国六升级机遇，加速奇瑞、吉利、比亚迪、一汽等国产车型配套及对应产能建设。

◆商用车轻微卡细分市场龙头，紧抓轻量化及自动化发展趋势。近年来我国商用车销量快速增长，增速超过整体汽车销量平均增速。我国商用车市场以卡车为主，渗透率在90%左右，卡车中又以轻卡为主，渗透率在50%左右。万里扬为国内轻微卡变速器龙头，在国六升级及整治轻卡“大吨小标”背景下，公司依托高端G系列变速器及AMT自动变速器产品，紧抓行业轻量化及自动化发展趋势，同时开拓中重卡及皮卡轻客市场，进一步巩固竞争优势。

◆全球汽车电动化提升，公司加速相关产品布局。我们预计至2025年全球新能源汽车销量将达1500万辆，2030年达3200万辆，其中国内将分别在2025和2030年超600和1400万辆，无论混合动力还是纯电动，为了更好的发挥电机性能，变速器仍是重要零部件，公司先后与日立、博世强强联合发展新能源车用产品，目前多款产品已进入装车试验阶段，有望逐步实现量产上市，加速放量。

◆盈利预测和估值。我们预计公司2021-2023年实现营收72.5、86.2和101.1亿元，同比增长19.6%、18.8%和17.3%，归母净利7.1、9.3和12.2亿元，同比增长14.7%、31.1%和31.3%，当前市值对应市盈率为18.1x、13.8x和10.5x，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险因素：汽车销量不及预期风险；新车型验证进度不及预期风险；原材料价格波动风险；新能源车业务开拓不及预期风险等。

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,100	6,065	7,253	8,618	10,108
增长率 YoY %	16.7%	18.9%	19.6%	18.8%	17.3%
归母净利润(百万元)	400	617	708	929	1,219
增长率 YoY%	13.9%	54.2%	14.7%	31.1%	31.3%
毛利率%	21.4%	19.5%	20.7%	21.3%	22.0%
净资产收益率 ROE%	6.5%	9.3%	9.6%	11.2%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.46	0.53	0.69	0.91
市盈率 P/E(倍)	31.73	19.36	18.12	13.83	10.53
市净率 P/B(倍)	2.06	1.80	1.74	1.55	1.35

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测;股价为2021年09月17日收盘价

## 目 录

与市场不同之处.....	6
一、国产自主变速器龙头，商用、乘用车齐绽放.....	7
1.1 销量放量带动业绩增长，盈利水平保持相对稳定.....	7
1.2 多重竞争优势树立坚固壁垒.....	8
二、变速器是汽车传动系统核心零部件.....	10
三、2021 乘用车销量恢复增长，公司系国产乘用车变速器龙头.....	11
3.1 2021 乘用车销量恢复增长，龙头自主品牌市占率提升.....	11
3.2 国内 CVT 变速器市占率持续提升，公司具备竞争优势.....	12
3.3 公司依托核心变速器产品，加大客户开拓力度及产能建设进程.....	14
四、国内商用车销量保持快速增长，公司为轻微卡细分市场龙头.....	15
4.1 为轻微卡细分市场龙头，紧抓轻量化及自动化发展趋势.....	17
五、全球汽车电动化提升，公司加速相关产品布局.....	18
5.1 全球汽车电动化加速推进，新能源车渗透率持续提升.....	18
5.2 油耗积分压力上升，汽车路线图推动混动渗透率加速提升.....	19
5.3 自主品牌加速混动平台开发，迎来密集上市潮.....	21
5.4 顺应电动化趋势，公司加速在新能源车市场布局.....	22
六、盈利预测及估值.....	22
七、风险因素.....	23

## 图 表 目 录

图表 1: 公司发展历程.....	7
图表 2: 公司历年分业务营收占比情况.....	7
图表 3: 公司历年各类型变速器销量变化.....	7
图表 4: 公司历年分业务毛利率变化情况.....	8
图表 5: 公司整体营收及同比变化.....	8
图表 6: 公司整体归母净利润及同比变化.....	8
图表 7: 截止 2020 年公司股权结构情况.....	8
图表 8: 公司部分高管从业经历.....	9
图表 9: 公司汽车变速器历年成本拆分.....	10
图表 10: 发动机的作用.....	10
图表 11: 三类变速器优缺点对比.....	10
图表 12: CVT 变速器示意图.....	11
图表 13: 我国历年汽车销量及同比变化.....	11
图表 14: 我国历年乘用车销量及同比变化.....	12
图表 15: 我国历年乘用车渗透率变化.....	12
图表 16: 我国部分自主品牌汽车市占率变化情况.....	12
图表 17: 我国历年自动挡及手动挡变速器份额变化.....	13
图表 18: 我国历年各类型自动挡变速器份额情况.....	13
图表 19: 公司及可比公司营收对比.....	13
图表 20: 公司及可比公司毛利率对比.....	13
图表 21: 邦奇未来营收结构变化预测.....	14
图表 22: 邦奇未来两款产品毛利率变化预测.....	14
图表 23: 泸州容大历年 CVT 及 MT 销量变化柱状图.....	14
图表 24: 四届世界十佳变速箱名单.....	14
图表 25: 公司乘用车及 CVT 变速器销量变化.....	15
图表 26: 公司 CVT 变速器销量占比变化.....	15
图表 27: 我国历年商用车销量及同比变化.....	16
图表 28: 我国历年商用车渗透率变化.....	16
图表 29: 我国历年卡车销量及同比变化.....	16
图表 30: 我国历年客车销量及同比变化.....	16
图表 31: 我国历年各类型卡车销售市占率变化.....	16
图表 32: 我国分季度轻卡销量变化.....	17
图表 33: 公司 6AG40 变速器示意图.....	17
图表 34: 我国历年新能源汽车产销及预测.....	18
图表 35: 全球新能源汽车销量及预计/万辆.....	18
图表 36: 2015-2020 年油耗积分变化情况.....	19

图表 37: 燃料消耗量目标值考核要求变化.....	19
图表 38: 2021-2025 年平均燃料消耗量/目标值比例要求 .....	19
图表 39: 我国节能与新能源汽车技术路线图规划 .....	20
图表 40: 我国历年普混产量占总体乘用车产量比重 .....	20
图表 41: 日本/欧洲/全球普混车型渗透率变化 .....	20
图表 42: 我国未来普通混合动力车型销量预测.....	20
图表 43: 发动机（左）与电动机（右）输出功率扭矩曲线对比.....	21
图表 44: 丰田 E-CVT 结构图 .....	21
图表 45: 各国产品牌混动平台情况 .....	21
图表 46: 公司盈利预测 .....	22
图表 47: 公司相对估值情况 .....	23

## 与市场不同之处

---

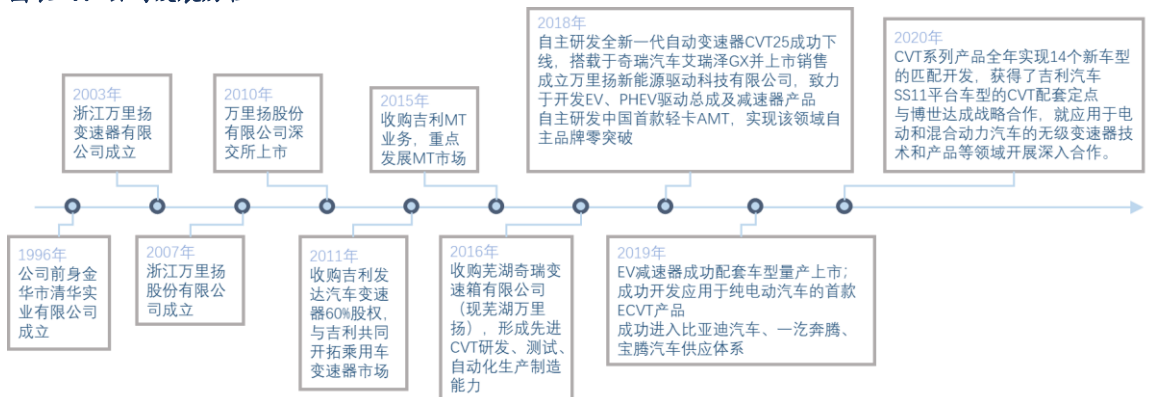
市场认为近年来国内乘用车销量增长乏力及上游大宗原材料涨价背景下，汽车零部件企业面临量减利跌的不利局面。我们认为万里扬作为国内变速器行业龙头，积极把握国六排放标准升级、龙头自主品牌市占率提升、以及商用车轻量化、自动化趋势，实现销量及营收规模增长，市占率持续提升。公司目前已绑定吉利、奇瑞、比亚迪、长城等国内主流自主品牌乘用车企及几乎全部主流轻微卡商用车企，有望跟随其放量实现业绩持续增长。

市场认为国产品牌在新能车传/驱动市场产品竞争力不强，公司当前新能车业务营收体量较小，较难支撑未来快速增长。我们认为公司通过与日立汽车、博世变速器等合作，高举高打实现新能车业务迅速布局，EV 减速器产品早在 2019 年已实现批量上市销售。其余多款产品包括纯电动用 ECVT、ED、EDS 及插混用 DHT 已进入样车试验环节，随着相关车型逐步量产上市，有望带动公司销量持续增长。

## 一、国产自主变速器龙头，油电产品齐绽放

国内汽车变速器龙头，实现商用车、乘用车及新能源车完整布局。公司成立于 2003 年，2010 年上市，是中国汽车变速器行业首家上市公司。2015 年之前公司主营商用车变速箱业务，为国内大中型商用车厂家提供配套；2015-2016 年，公司先后收购吉利汽车乘用车变速器 (MT) 资产及芜湖万里扬 (原芜湖奇瑞变速箱) 100% 股权 (主营 CVT 及 MT 变速器)，进入乘用车变速器市场；2018 年，公司成立万里扬新能源驱动科技子公司，布局新能源车用传/驱动系统相关产品，截至 2020 年底，公司已形成 300 万台汽车变速器产能，包括 180 万台乘用车变速器 (其中 CVT100 万台、MT80 万台)，110 万台商用车变速器及 10 万台新能源车用 EV 减速器产能。公司连续 4 年位列中国汽车零部件百强，连续 11 年蝉联全国百家优秀汽车零部件供应商，是国内汽车变速器市场龙头。

图表 1：公司发展历程

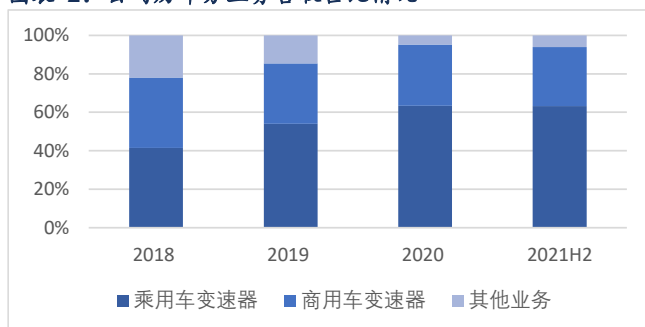


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.1 销量放量带动业绩增长，盈利水平保持相对稳定

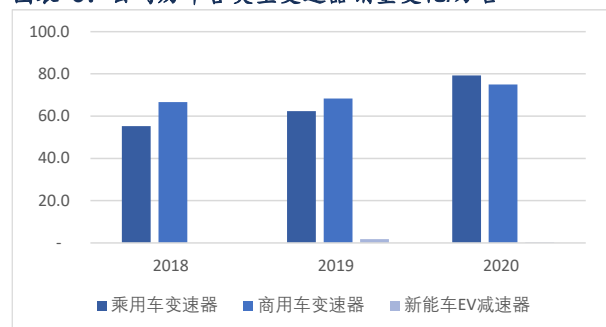
乘用车变速器销量放量带动营收占比提升，公司收入结构愈发清晰。公司收购吉利及奇瑞乘用车变速器资产以来，得益自身持续研发、扩产及市场开拓，以及国六切换及国内龙头自主品牌市占率提升，乘用车变速器销量放量带动营收占比从 2018 年 42% 提升至 2020 年 63%，实现营收 38.4 亿元，同比增长 39.6%；商用车业务营收及销量规模相对稳定，营收占比在 35% 左右，销量维持 65-75 万台左右。此外，随着公司 2019 年剥离汽车内饰业务资产，非变速器营收占比迅速下滑，公司收入结构愈发清晰。

图表 2：公司历年分业务营收占比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 3：公司历年各类型变速器销量变化/万台

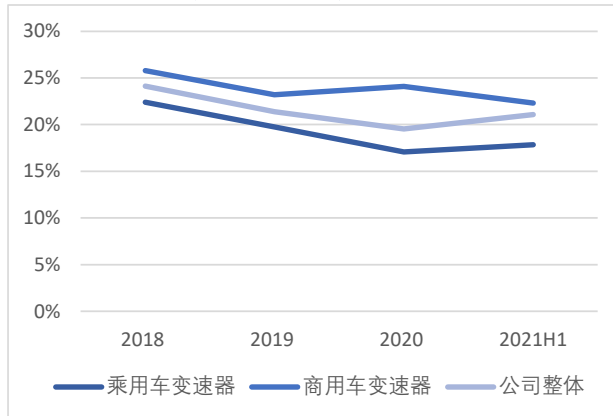


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司整体毛利率水平保持相对稳定。公司近年来整体毛利率水平维持 20% 左右，其中商用车变速器产品通过核心零部件自制、规模扩大带来单位人工工资及制造费用下降，毛

利率维持 23%左右；商用车变速器业务毛利率受下游整车销量下滑及上游原材料涨价等因素影响，毛利率有所下滑，但目前已达到相对稳定水平，2021H1 实现毛利率 17.83%，同比增长 1.42ppt。

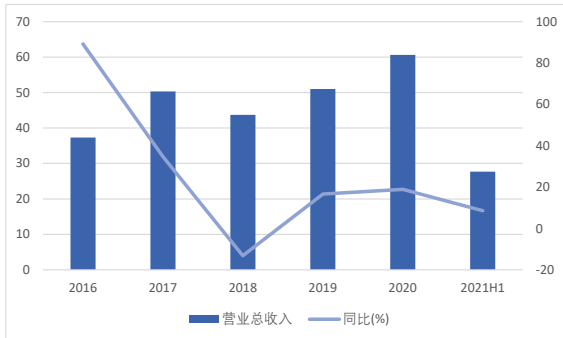
图表 4：公司历年分业务毛利率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

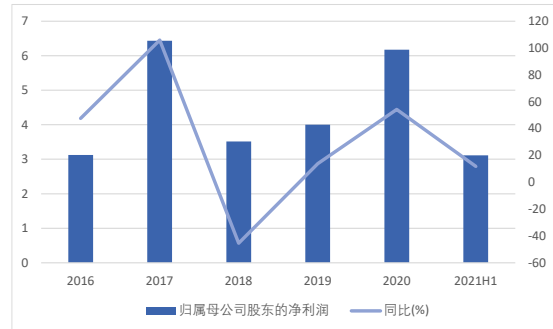
综合来看，得益近年来销量放量，公司整体营收及归母净利润呈持续增长趋势。2020 年公司实现营收 60.6 亿元，同比增长 18.9%，归母净利润 6.2 亿元，同比增长 54.2%，2021H1 实现营收 27.7 亿元，同比增长 8.6%，归母净利润 3.1 亿元，同比增长 11.8%。

图表 5：公司整体营收及同比变化/亿元



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 6：公司整体归母净利润及同比变化/亿元



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 1.2 多重竞争优势树立坚固壁垒

### 管理层技术及产业积淀深厚

公司股权结构较为集中，实际控制人为黄河清和吴月华夫妇，直接或间接合计控股 32.69%。

图表 7：截止 2020 年公司股权结构情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司董事长技术出身，产业积淀深厚。公司董事长黄河清先生毕业于浙江大学，1984 年毕业后 12 年时间内，于浙江汤溪汽车齿轮厂先后任技术员、车间主任、工程师、技术科长等职务；1996 年，黄河清先生辞去公职创办金华清华实业，从商用车变速器零配件做



起，一步步将公司打造为如今国内汽车变速器行业现代化程度最高、规模最大的民营企业。

**公司高管普遍具备下游客户或横向产业链企业从业背景。**公司总裁顾勇亭先生曾任吉利汽车副总经理及吉利控股人力资源部部长；副总裁林健先生曾任奇瑞汽车技术总监，荣获中国汽车工业科学技术奖一等奖；副总裁任华林先生曾任卧龙科技运营管理部负责人、工业电机事业部部长，产业链上下游资源储备丰富。

**图表 8：公司部分高管从业经历**

姓名	职务	工作经历
黄河清	董事长	毕业于浙江大学，本科学历，高级经济师，工程师，曾任浙江汤溪齿轮机床厂车间主任等职务
顾勇亭	总裁	曾任吉利汽车副总经理，吉利控股集团人力资源部部长，总裁办公室主任，经营管理总监，副总裁
林健	副总裁	中国汽车工业科学技术奖一等奖，曾任奇瑞汽车变速器技术总监
任华林	副总裁	曾任卧龙电机运营管理部负责人，工业电机事业部部长

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 内生外延式发展迅速开拓市场，掌握核心技术

**公司乘用车变速器业务收购自吉利及奇瑞变速器相关资产，竞争力强。**2015-2016年，公司先后收购吉利 MT 乘用车变速器资产及奇瑞汽车 MT 和 CVT 变速器资产。其中，收购吉利相关资产时，吉利汽车在 2014 年销售的 43 万台汽车中绝大多数配置公司收购的 5MT 和 6MT 变速器，已具备较强的研发体系的产品制造能力；奇瑞汽车变速器资产为原奇瑞股份内部的一个事业部，根据奇瑞股份整车的生产计划配套生产变速箱，在公司收购前，其 2015 年已具有 6 万台 CVT 和 35 万台 MT 的销售规模。在完成乘用车业务布局后，2016 年底，公司与变速器工程开发和技术服务龙头吉孚动力合资成立合资公司，加速乘用车业务规模扩张。

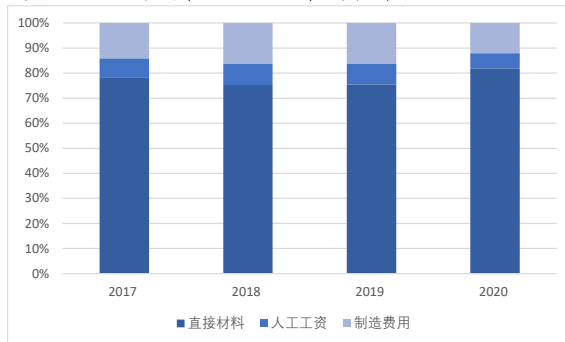
**与日立汽车及博世变速器强强联合，拓展新能源车市场。**公司 2018 年成立万里扬新能源驱动科技子公司加速新能源车用产品开发后，2018-2020 年，公司先后与日立汽车和博世变速器合作，开发相关变速器及传/驱动产品，相关产品已自 2019 年起逐步量产销售。

## 产线设备精良，满足高质量要求同时保障制造自动化水平

公司引进三菱和卡希夫基齿轴生产线、斯图特复合磨床、达诺巴特外圆磨床、高达比尼自动轴类校直机、清洗对啮自动线、格里森磨齿机、卡普磨齿机、布德鲁斯磨床、马扎克车床、海德曼车床、不二越拉床、牧野加工中心、库卡装配线、克林贝格 P26 精密测量中心、MAHR 粗糙度轮廓测量机、MAHR 圆度测量机、海克斯康三坐标测量机等全球一流的自动化生产设备和检测、试验设备，并实施了 5G+工业互联网项目，形成了产品试验、加工、装配和检测的智能制造体系，进而实现生产制造的自动化、智能化、数字化，有效保障了产品品质并提高了生产效率。

## 原材料自制+优越区位优势，树立成本壁垒

**变速器生产中原材料成本占比在 70% 以上。**汽车变速器生产主要零部件包括壳体、齿轮、轴和同步器等零部件，公司历年汽车变速器成本中直接材料成本占比均在 70% 以上，其中 2020 年直接材料成本占比 76.1%，其次为制造费用和人工工资，分别为 13.7% 和 7.3%。

**图表 9：公司汽车变速器历年成本拆分**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**商用车原材料自制率高，乘用车原材料采购具备区位优势。**公司商用车变速器的主要零部件基本都实现自制，可充分保障及时供应和生产稳定；乘用车方面，公司近年来加强了零部件资源整合，且公司所在地浙江省是五金汽配的集中生产区域，省内零配件企业众多，配套能力强，供应便捷，运输成本相对较低，可以相应减少储备性存货资金投入；同时，公司依托行业龙头地位，通过规模化采购建立成本优势；此外，公司生产计划管理实行“6+1”锁定模式，配套件采购实行零库存的上线结算，减少了配套件的库存成本，进而有效降低了生产成本。

## 二、变速器是汽车传动系统核心零部件

发动机产生的动力必须经过传动系统才能驱动车轮转动，而传动系统的核心就是**变速器**。汽车实际行驶所需面对的使用情况较为复杂，包含起步、怠速停车、低速或高速行驶、加减速、爬坡和倒车等，汽车的发动机转速和输出扭矩变化范围小，而汽车行驶速度的变化范围广，因而需要设置传动系统及变速器调和二者之间的矛盾，对接动力供给和行驶工况需求。

**图表 10：发动机的作用**

序号	作用
1	改变汽车的传动比，扩大驱动车轮扭矩和转速的范围，使车辆适应各种变化的行驶工况，同时使发动机在高功率、低油耗的理想工况下工作
2	在发动机扭矩方向不变的前提下，实现汽车的倒退行驶
3	实现空挡，中断发动机传递给车轮的动力，使发动机能够起动、怠速

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**按传动比变化方式分类，变速器可分为手动变速器和自动变速器两大类。**手动变速器，也称手动挡，需要用手拨动变速杆改变变速器内的齿轮啮合位置，改变传动比，从而达到变速的目的。自动变速器可根据油门踏板程度和车速变化，通过电控单元控制自动地进行变速，驾驶者只需操纵加速踏板控制车速即可。自动变速器主要可细分为液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合变速器（DCT）等。

**图表 11：三类变速器优缺点对比**

	AT	CVT	DCT
<b>优点</b>	应用时间久，技术成熟；换挡方式简单、直接，过程平稳；行星齿轮组强度高，可承受大扭矩	可实现连续调速，响应迅速、平稳，经济性、动力性及排放性能更佳	换挡速度快，传动效率高，体积小、重量轻
<b>缺点</b>	结构复杂、液力变矩器软连接导致传动效率较低、油耗高	较难承受大扭矩、故障率相对较高	平顺性、稳定性稍差

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

无级变速器传动部件一般包括液力变矩器、行星齿轮组和钢带-锥形轮组件，其核心零部件主要包括：

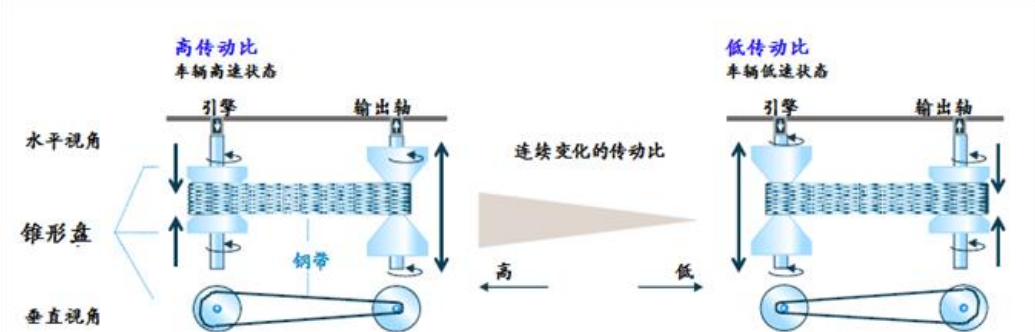
主动和被动锥型盘——通过钢带高速传输动力的锥形盘，其耐磨和耐久性为产品质量的关键，材料及表面加工和热处理的工艺技术含量极高。

液压控制单元——由各种液压控制阀及油道组成的执行器控制单元，其零部件及控制阀体等属于精密机械零部件，其技术开发和生产工艺要求极高。

压力钢带——通过锥形盘和钢带的摩擦传递动力，因此必须依靠锥形盘压紧钢带或链条提供足够的摩擦力。加大摩擦带来高压高热，对锥盘和钢带材料生产工艺要求极高。由于钢带材料及专有技术的特殊性，目前全球只有博世传动和舍弗勒等少数几家供应商。

变速器电控单元（Transmission Control Unit，简称“TCU”）——通常被认为是自动变速器的控制大脑，分为控制策略软件和TCU硬件。电控单元中最核心的技术主要体现在控制策略软件之中，通常由专业技术团队开发验证且需要长期的技术积累，而TCU硬件作为控制软件的载体通常由第三方供应商提供。

图表 12：CVT 变速器示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 三、2021 乘用车销量恢复增长，公司系国产乘用车变速器龙头

#### 3.1 2021 乘用车销量恢复增长，龙头自主品牌市占率提升

近年来我国汽车销量增速有所下滑，2021 年恢复增长。2018-2020 年，受经济低速的增长、国五与国六标准切换、消费信心不足和疫情等因素影响，国内整体汽车销量连续 3 年下滑，2020 年实现销量 2527 万辆，同比下降 2%。2021 年国内汽车销量迎来反弹，1-7 月实现销量 1474 万辆，同比增长 19.4%。

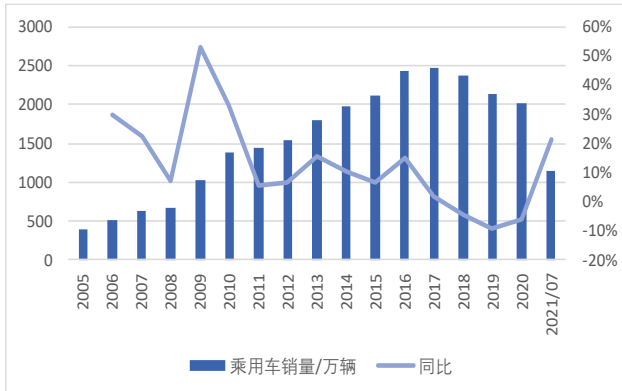
图表 13：我国历年汽车销量及同比变化



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

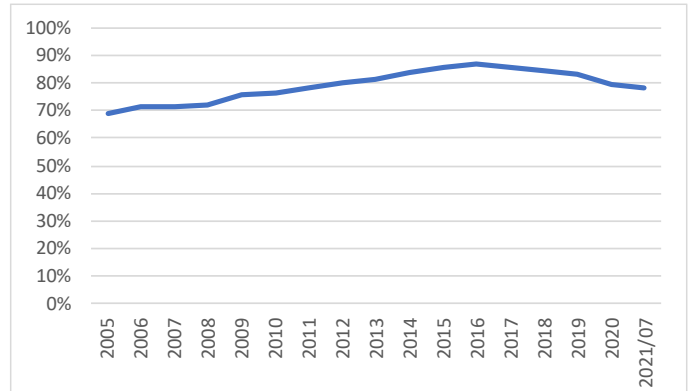
乘用车销量渗透率 80%左右，增速基本与整体汽车变化趋同。2020 年国内乘用车销量 2014 万辆，同比下滑 6%。2021 年 1-7 月销量 1155 万辆，同比增长 21%。

图表 14：我国历年乘用车销量及同比变化



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

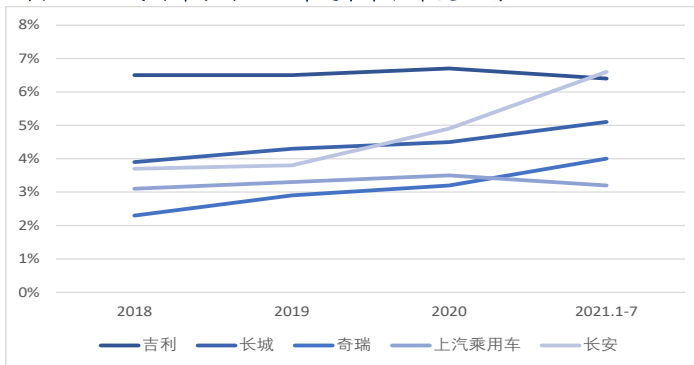
图表 15：我国历年乘用车渗透率变化



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

龙头自主品牌市占率提升趋势明显。根据狭义乘用车批发销量数据，国产品牌中，2018 至 2021 年 1-7 月，吉利市占率维持 6.5%左右，奇瑞市占率从 2.3%提升至 4.0%，长城从 3.9%提升至 5.1%，长安从 3.7%提升至 6.6%，上汽乘用车维持在 3.3%左右。

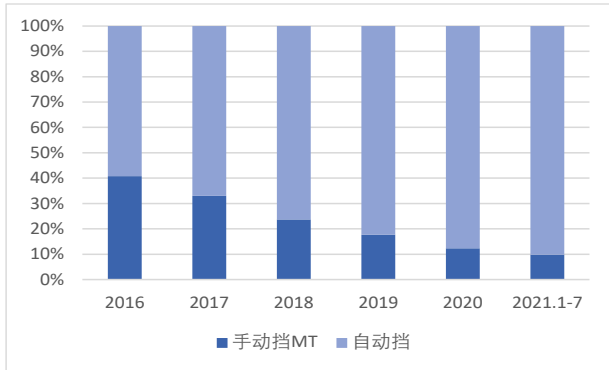
图表 16：我国部分自主品牌汽车市占率变化情况



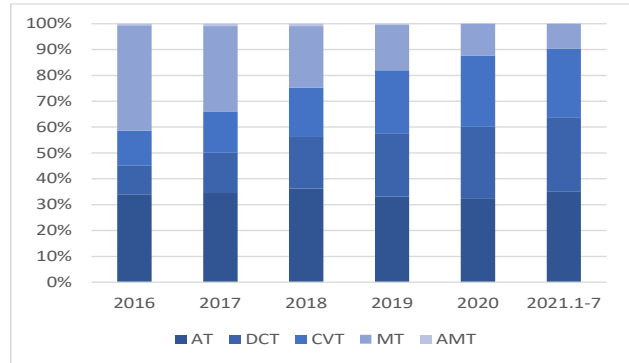
资料来源：中汽协，信达证券研发中心

### 3.2 国内 CVT 变速器市占率持续提升，公司具备竞争优势

近年来我国自动挡变速器市占率逐年提升，CVT 及 DCT 是主要推动力。2016-2021 年 1-7 月，国内自动挡变速器市占率逐年提升，从 2016 年的 59.2%提升至 2021 年前 7 个月的 90.2%。其中，AT 变速器市占率相对稳定，保持在 35%左右。CVT 及 DCT 变速器市占率迅速提升：CVT 从 13.4%提升至 26.5%，DCT 从 11.2%提升至 28.6%。

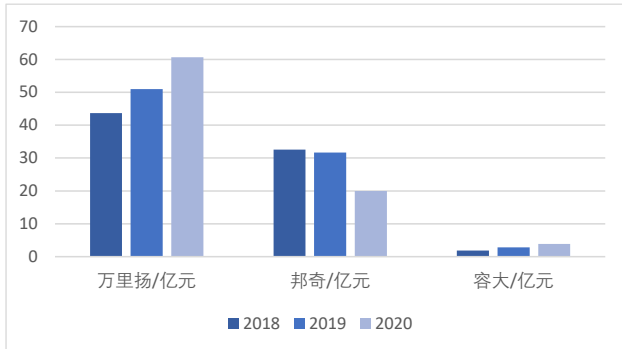
**图表 17：我国历年自动挡及手动挡变速器份额变化**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

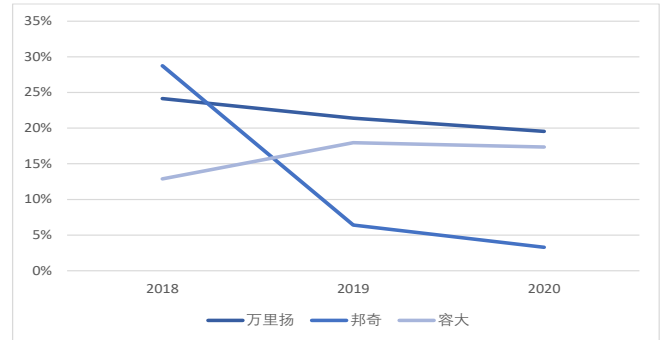
**图表 18：我国历年各类型自动挡变速器份额情况**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

当前国内第三方变速器生产企业包括万里扬、加特可（中国）、邦奇集团（银亿股份子公司）和泸州容大等，万里扬优势较为明显。2018年，万里扬自主研发的全新一代自动变速器 CVT25 下线，依托优质产品绑定吉利、奇瑞等优质客户，近年来营收规模持续增长；而可比公司受国内整体汽车行业销量增速下行等因素影响，收入规模有所下行。

**图表 19：公司及可比公司营收对比**


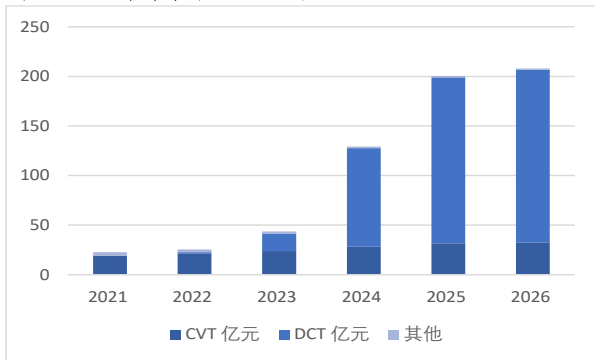
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 20：公司及可比公司毛利率对比**


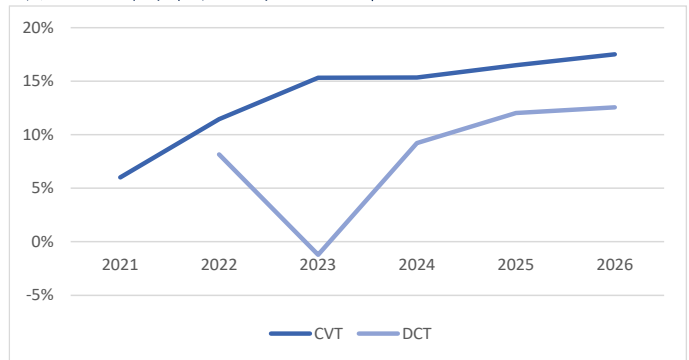
资料来源：Wind，信达证券研发中心

加特可株式会社是全球三大变速器制造厂商之一，其在中国拥有广州和苏州两大生产基地，专注于 CVT 变速器领域。加特可株式会社股东为日产（75%）、三菱（15%）及铃木（10%），其产品也主要对相关品牌车型进行配套。其广州基地于 2007 年成立，当前产能 120 万台/年，主要配套东风日产、东风启辰及重庆长安等客户；苏州生产基地 2018 年成立，具备产能 48 万台/年，主要配套东风日产及广汽三菱。

比利时邦奇集团 2017 年由银亿股份收购，主营 CVT 变速器产品，主要客户包括吉利、江淮等国内自主品牌及宝腾、PSA 等海外客户。具备 120 万套变速器产能。受国内 2018-2020 年汽车销量增速下滑、以及国五升国六带来的部分客户减产、销售结构调整等因素影响，邦奇近年来营收规模有所下降。同时，其加速在 DCT 变速器产品领域布局，两款产品 DT1 和 DT2 预计分别在 2022 和 2023 年量产，并就相关产品分别与印度塔塔和 PSA 签订采购协议，未来营收结构中 CVT 将保持相对稳定，而 DCT 比例有望大幅上升。

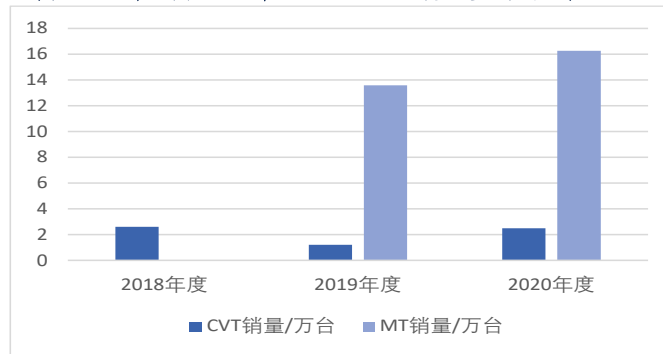
**图表 21：邦奇未来营收结构变化预测**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 22：邦奇未来两款产品毛利率变化预测**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

泸州容大控股股东为小康股份，因而其主要供应东风小康及力帆股份。2018-2020年，受国内整体汽车销量下滑等因素影响，东风小康及力帆股份对泸州容大采购需求不及预期，导致其业绩有所下滑；2019年，泸州容大新增手动挡业务，销量快速放量，成为其业绩增长新的驱动力。

**图表 23：泸州容大历年 CVT 及 MT 销量变化柱状图**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3.3 公司依托核心变速器产品，加大客户开拓力度及产能建设进程

公司 CVT25 变速器于 2018 年 6 月投产，产品性能卓越，曾先后两次获得全球十佳发动机。CVT25 是公司自主研发的一款具备电子换挡、启停功能等适用于各种乘用车型（轿车、MPV、SUV 等）的全新一代智能变速器，输出扭矩达 250N.M，最大输出扭矩可拓展至 280N.M，进一步扩大了产品匹配不同排量发动机的范围和应用车型。产品具有更紧凑的结构设计、更宽的速比范围、更高效的节油方式，除基本的运动模式和经济模式外，同步开发了 AT 模式和适应用户驾驶习惯的自适应模式等智能换挡模式。在到目前为止先后四届“龙蟠杯”世界十佳变速箱评选中，公司 CVT25 产品先后两次获得世界十佳变速箱称号。

**图表 24：四届世界十佳变速箱名单**

首届		第二届		第三届		第四届	
变速器	车型	变速器	车型	变速器	车型	变速器	车型
长城汽车 7D 变速器	WEY v5	蜂巢传动 7DCT AWD	WEY VV6	本田 10AT	广汽 Acura RDX	奔驰 9AT	AMG C43 轿跑
大众 DQ380 DCT	一汽-大众新迈腾	大众 DL382-7x DCT	奥迪 Q5L	ZF 8HP51	华晨宝马 3 系	采埃孚 8AT (8HP)	华晨宝马 5 系
奔驰 9 速 AT	奔驰 S 级轿车	吉利 7DCT 300 变速器	领克 01	盛瑞传动 SR 8AT380-F	一汽奔腾 T99	通用 IOAT	凯迪拉克 CT6

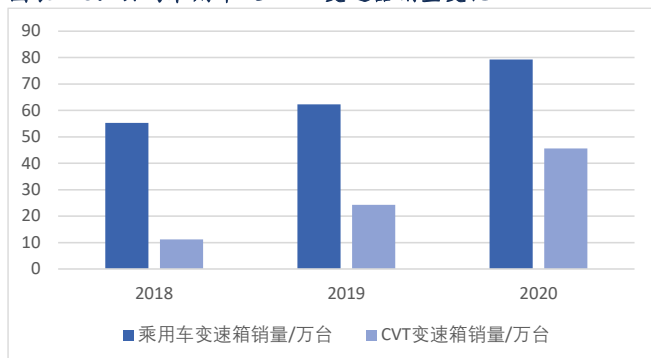
大众 DQ500 DCT	奥迪 RS3	ZF-8HP 变速器	华晨宝马 X3	大众 DQ500	一汽-大众 奥迪 Q3	上汽 7DCT(DM21)	名爵 6
上汽 EDU 智能电驱变速器	上汽荣威 Erx5	东安汽发 DAE 6AT	君马 SEEK5	蜂巢传动 7DCT	哈弗 F7	青山工业 7DCT (DF727)	长安 UNI-T
采埃孚 9 速 AT	广本冠道 370TURBO	全新 9 速手自一体变速	迪拉克 XT4	祺盛传动 7WDCT	广汽传祺 GM6	一汽 7DCT(DCT400)	红旗 H9
本田 ECVT 变速器	广本雅阁锐混动	爱信 8AT UB86E	广汽丰田凯美瑞	格特拉克 7DCT300	奇瑞 全新一代 瑞虎 8	<b>万里扬 CVT (CVT25)</b>	<b>瑞虎 8 PLUS</b>
盛瑞传动二代前置前驱 8 挡 AT	陆风 X7 劲越	<b>万里扬 CVT25 变速器</b>	<b>奇瑞艾瑞泽 GX</b>	通用 全新一代 CVT	上汽通用别克昂科拉 GX	大众 6DCT (DQ400e)	探岳 GTE
通用 9 速巧 Hydra-Matic	上汽通用别克君威 GS	Jatco CVT7 W/R 变速器	东风日产劲客	本田 E-CVT	广汽本田 雅阁 锐·混动	丰田 E-CVT	RAV4 荣放双擎
EREV 增程型混动系统	上汽通用别克 VELITE5	广汽 G-MC 机电耦合系统	广汽传祺 GS4-PHEV	吉利 7DCT390H	吉利 星越 PHEV	比亚迪 6DCT (T75)	唐 DM

资料来源：龙蟠官网，信达证券研发中心

**抢抓国六升级机遇，加速国产车型配套。**2019 年 7 月起，国内部分地区提前实施国六排放标准，公司紧抓国六升级带来的市场机遇，大力开展产品技术升级，2018 年 8 月首款搭载 CVT25 变速器的车型艾瑞泽 GX 上市，之后公司陆续开拓吉利汽车远景、帝豪系列以及比亚迪、一汽奔腾等品牌，实现销量快速增长。

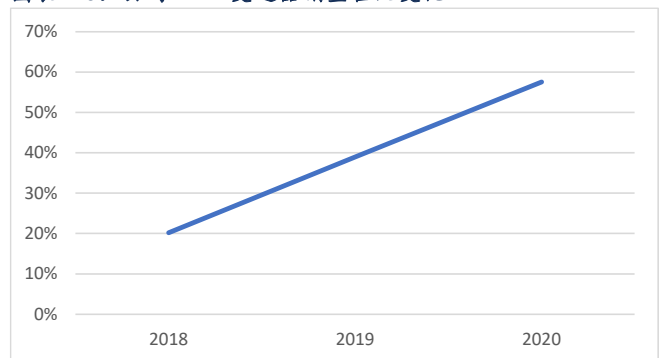
**截至 2020 年底，公司拥有乘用车变速器产能 180 万台，其中 MT 产能 80 万台，CVT 产能 100 万台。**随着 CVT 系列变速器放量，公司销售结构中 CVT 变速器迅速放量，2020 年公司乘用车变速器销量 79.3 万台，其中 CVT 变速器销量 45.6 万台，销量占比从 2018 年的 20% 提升至 58%，此外公司还有部分 MT 及 AT 变速器，配套吉利缤越、远景 X6 以及长城汽车等车型

图表 25：公司乘用车及 CVT 变速器销量变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

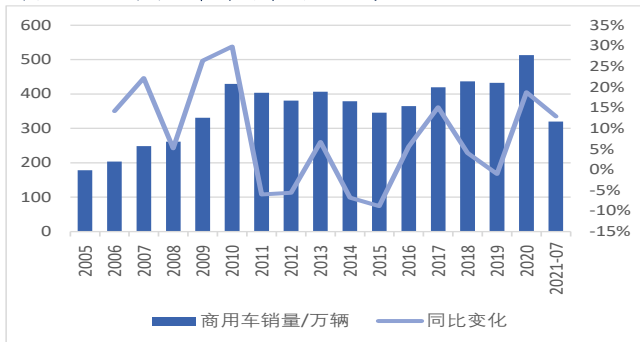
图表 26：公司 CVT 变速器销量占比变化



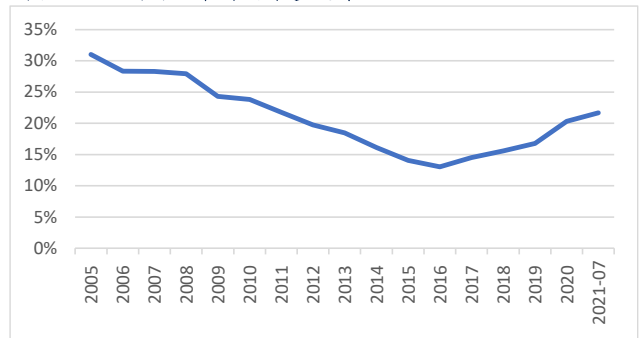
资料来源：Wind，信达证券研发中心

#### 四、国内商用车销量保持快速增长，公司为轻微卡细分市场龙头

近年来我国商用车销量快速增长，增速超过整体汽车销量平均增速。2018-2020 年，在整体汽车销量增速下滑背景下，国内商用车销量保持整体增长态势，2020 年实现销量 513 万辆，同比增长 19%，渗透率从 2017 年的 15% 提升至 2020 年的 20%。2021 年 1-7 月销量 320 万辆，同比增长 13%，渗透率进一步提升至 22%。

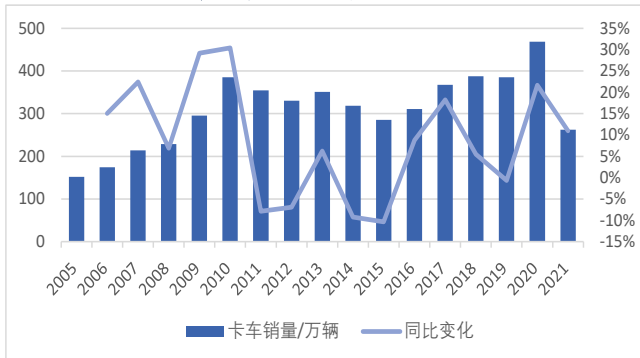
**图表 27：我国历年商用车销量及同比变化**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

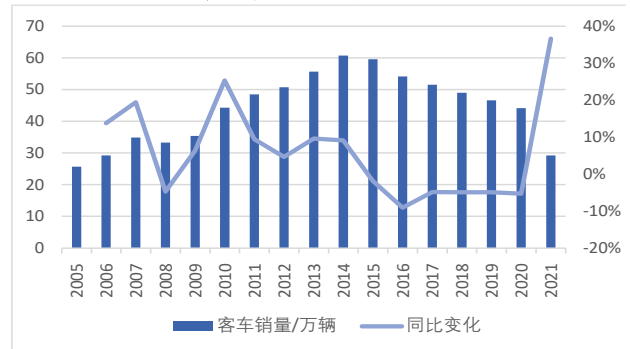
**图表 28：我国历年商用车渗透率变化**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

商用车市场以卡车为主，销量基本保持逐年提升趋势。我国商用车市场以卡车为主，且渗透率呈提升趋势，从 2015 年的 83% 提升至 2020 年的 91%，2020 年销量 468.3 万辆，同比增长 22%。客车销量近年来同比增速成下滑趋势，2020 年实现销量 4.1 万辆，同比下降 5%，2021 年前 7 个月有所反弹明显，实现销量 29.3 万辆，同比增长 37%。

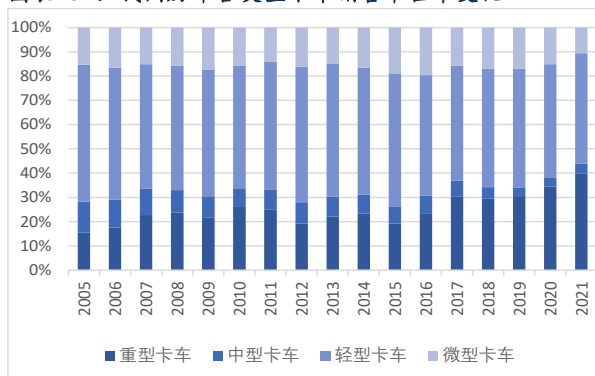
**图表 29：我国历年卡车销量及同比变化**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

**图表 30：我国历年客车销量及同比变化**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

卡车市场以重卡及轻卡两类车型为主，重卡渗透率持续提升，轻卡维持相对稳定。卡车车型内部，近年来我国重卡销量快速增长，在卡车销量的市占率由 2006 年的不及 20% 提升至 2020 年的 35%，轻卡市占率维持相对稳定，保持在 50% 左右，2020 年两类车型分别销售 162 和 220 万辆，同比分别增长 38% 和 17%。中卡和轻卡 2020 年市占率分别为 3% 和 15%。

**图表 31：我国历年各类型卡车销售市占率变化**


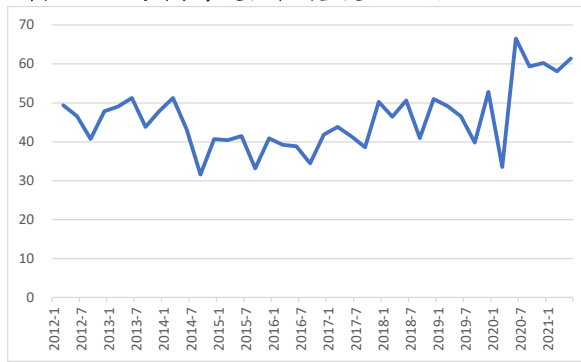
资料来源：中汽协，信达证券研发中心

经历大吨小标及疫情影响后，轻卡销量再上台阶。2019 年 5 月央视曝光国内轻卡“大吨小标”事件，导致之后几个月国内轻卡销量下滑。2020Q1 国内疫情爆发，轻卡销量再受影响。但从 2020Q2 起，随着“大吨小标”事件及国家持续加严治理超载超限现象，商用车朝着载重合规化、车型合规化及动力标载化方向发展，同时叠加国家基建项目



大量开工带来的需求增长，2020H2 以来轻卡销量维持高位。

图表 32：我国分季度轻卡销量变化/万辆



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

#### 4.1 为轻微卡细分市场龙头，紧抓轻量化及自动化发展趋势

商用车变速器龙头各自占据细分市场，万里扬为国内轻微卡变速器龙头企业。当前国内商用车变速器龙头包括万里扬、法士特和綦江齿轮等。其中法士特发力重卡市场，綦江齿轮在客车市场具备优势地位，万里扬则为轻微卡变速器龙头。截至 2020 年底，公司拥有商用车变速器产能 110 万台，至在商用车轻微卡变速器市场市占率已达 60% 以上。

轻微卡依托 G 系列高端变速器，契合行业轻量、高效发展趋势。轻卡“大吨小标”事件后，国家加大力度治理超载超限，进一步规范货运市场。对变速器而言，则要求轻量化、高效能、高可靠性，满足行业产品升级及高质量发展趋势。在此背景下，公司重点推广的面向国六车型的 G 系列高端轻微型变速器，该产品采用小中心距、铝合金壳体及细高齿等技术设计，有效实现轻量化。依托优质产品及前瞻性布局，在轻卡市场下滑的背景下，公司商用车变速器销量和市场份额实现了快速增长。

加速开发轻微卡 AMT 自动变速器，契合行业自动化发展方向。随着人们消费水平的提升及司机年龄结构变化，轻卡产品同样存在产品升级趋势，操纵轻便化、自动化和智能化同样适用于轻微卡行业。2018 年 3 月，公司自主研发的轻卡 AMT 自动变速器顺利量产，并通过搭载福田奥铃 CTS 成功上市，该产品具有手/自一体、坡道辅助起步、响应定速巡航、响应排气制动以及多种驾驶模式切换等功能，技术先进，应用领域广泛。该款变速器是国内首款轻卡 AMT 自动变速器，实现了国内市场 0 的突破。

图表 33：公司 6AG40 变速器示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

在巩固传统轻微卡市场优势地位基础上，公司加大在中重卡和皮卡轻客等市场开发力度。中重卡市场，公司开发 9MT、12MT 变速器，覆盖 900-2800N.m 动力段的中重卡车型，包括公路车及工程车等，其中至 2020 年底，公司 9MT 已完成 12 家客户的开发匹

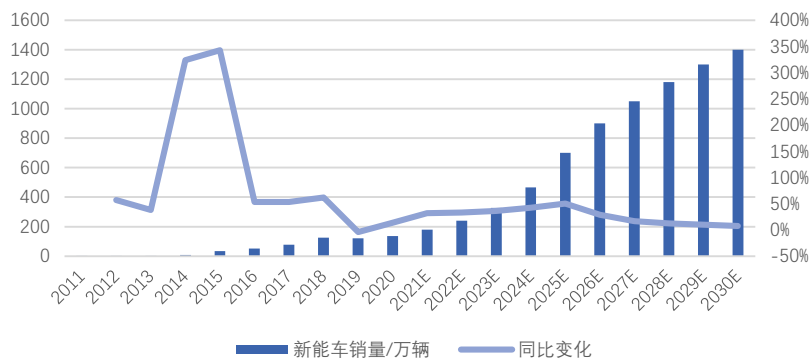
配；6V40 完成了福田汽车相关车型的开发和量产，并搭载了东风汽车 3 款车型的开发和验证。

## 五、全球汽车电动化提升，公司加速相关产品布局

### 5.1 全球汽车电动化加速推进，新能源车渗透率持续提升

受益政策驱动、行业技术进步、配套设施改善以及市场认可度提高，我国新能源汽车销量持续保持良好的发展态势。2014-2015 年是国内新能源汽车行业发展元年，新能源汽车销量同比增速均在 300% 以上，年度新能源车销量从不足 10 万辆提升至超过 30 万辆，之后在补贴政策推进、技术进步、配套设施完善等利好促进下，我国新能源汽车基本呈逐年增长态势，2020 年国内新能源车销量 136.7 万辆，同比增长 13%，2011-2020 年新能源汽车销量复合增速达 77%。

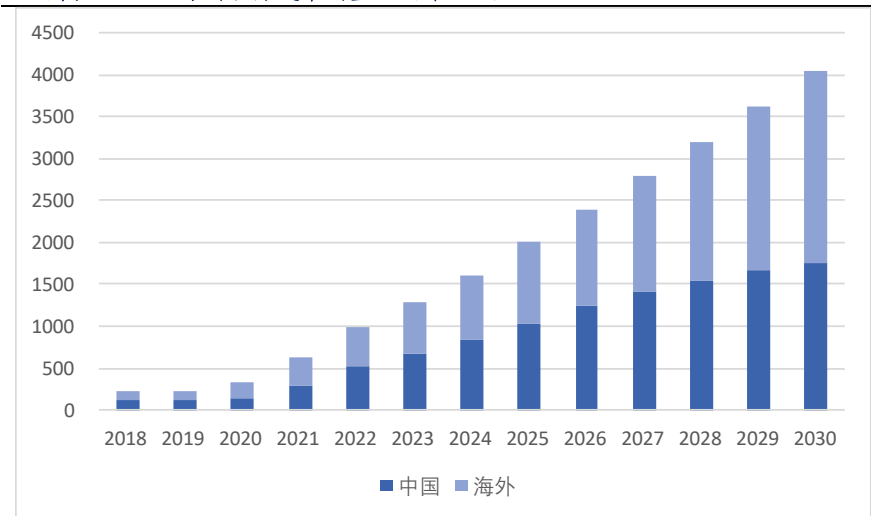
图表 34：我国历年新能源汽车产销及预测



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2020 年欧洲新能源车大规模刺激计划推动其新能源乘用车销售 136 万辆，超越我国成为全球第一大市场；2020 年全球合计新能源车销量 312 万辆，同比增长 41%。2021 年起，随着疫情影响逐步消散、巴黎协定碳减排背景下各国加速新能源车渗透率提升以及全球整车厂加速电动化进程、供给端日趋丰富，我们预计至 2025 年全球新能源汽车销量将达 2000 万辆，2030 年超 4000 万辆，其中国内将分别在 2025 和 2030 年超 1000 和 1700 万辆。

图表 35：全球新能源汽车销量及预计/万辆

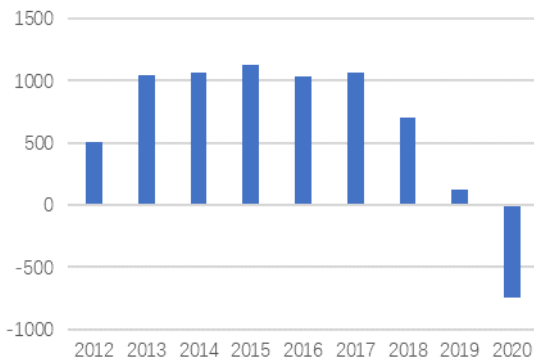


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

## 5.2 油耗积分压力上升，汽车路线图推动混动渗透率加速提升

国内油耗要求提升，燃料负积分消化压力增大。2016-2020年，随着平均燃料消耗量要求提升，国内企业燃料消耗量积分考核压力增大，2017年以来油耗积分呈逐步下滑趋势，2020年低至-745万分。

图表 36：2015-2020 年油耗积分变化情况



资料来源：工信部，信达证券研发中心

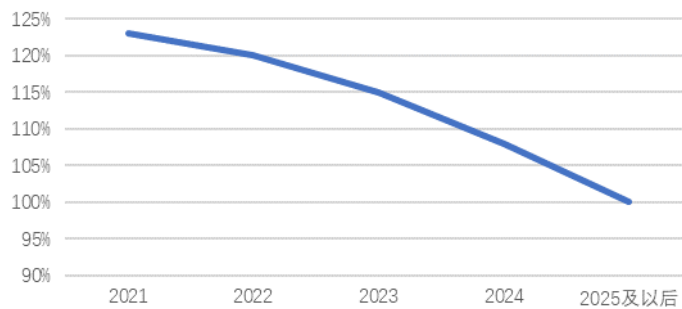
图表 37：燃料消耗量目标值考核要求变化

整备质量范围 /Kg	2015-2020目标值 (L/100km)	2021-2025目标值 (L/100km)
≤1090	4.3-4.5	4.02
1090-2510	4.7-7.3	4.02-6.57
> 2510	7.3	6.57

资料来源：工信部，信达证券研发中心

油耗要求进一步提升，倒逼汽车电动化进程加速。2021年起执行的新版《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中，不同整备质量的燃料消耗量目标值降幅均在10%左右，同时仍逐年降低平均燃料消耗量与目标值比例要求，从2021年的123%降至2025年的100%。

图表 38：2021-2025 年平均燃料消耗量/目标值比例要求

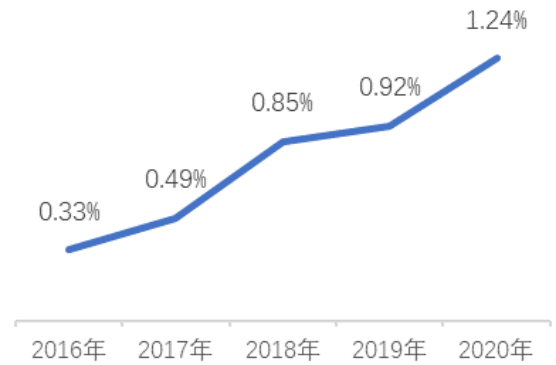


资料来源：2021 新版《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》，信达证券研发中心

国内《节能与新能源汽车技术路线图》明确2025、2030和2035年三个节点我国国内混动新车占传统能源乘用车的比例要分别达50%、75%和100%以上，而2020年国内普混乘用车产量占比仅为1.2%，仍有极大提升空间。

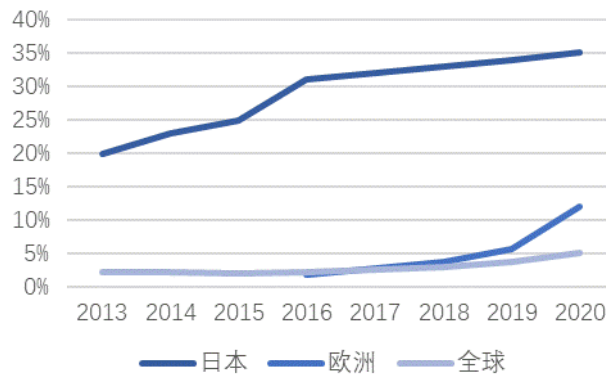
**图表 39：我国节能与新能源汽车技术路线图规划**


资料来源：工信部，信达证券研发中心

**图表 40：我国历年普混产量占总体乘用车产量比重**


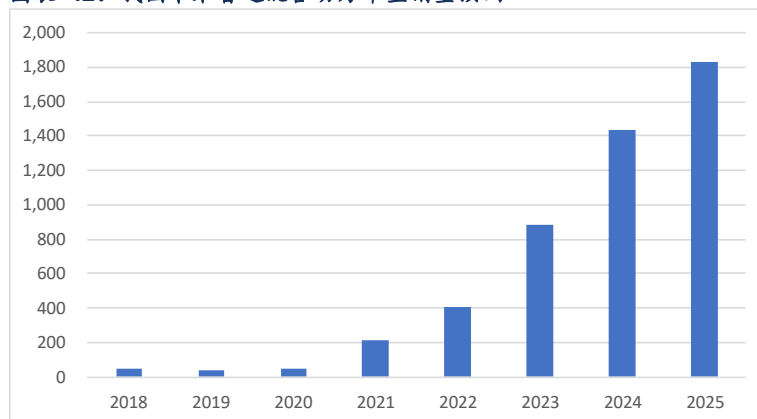
资料来源：Wind，信达证券研发中心

同时对比日本和欧盟，其 2020 年普混车型渗透率分别为 35%和 12.1%，国内同样仍有较大差距。

**图表 41：日本/欧洲/全球普混车型渗透率变化**


资料来源：日本中部交通研究所，信达证券研发中心

在油耗积分压力及汽车电动化趋势下，我们预计 2025 年混动新车在燃油车销量中的占比将达 100%，对销量 1828 万辆，年复合增速在 108%。

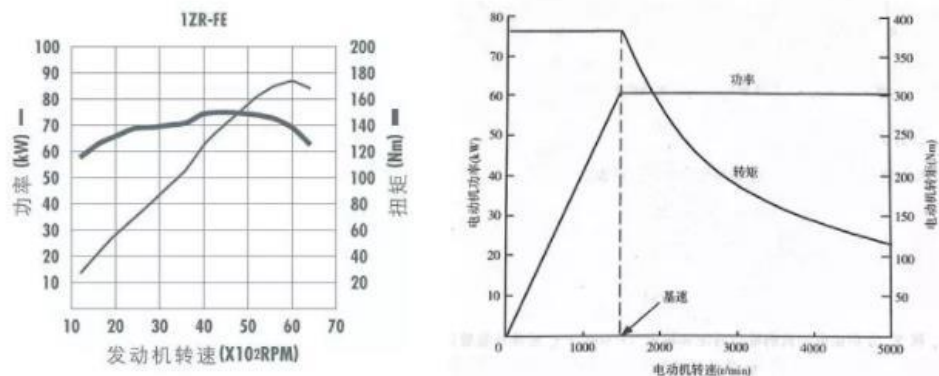
**图表 42：我国未来普通混合动力车型销量预测**


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

### 5.3 自主品牌加速混动平台开发，迎来密集上市潮

无论混合动力还是纯电动，新能源汽车的发展也依然离不开变速器。对比发动机和电动机输出功率扭矩曲线可看出，对发动机而言，一定区间内其功率基本与转速成正比，而扭矩基本恒定；而对于电动机而言，其从 0 至基数转速为恒转矩区间，此时扭矩最大且恒定（可理解为动力最强），功率随转速提升而提升（可理解为电耗随转速提升而提升）；在电动机转速超过基数转速时，电机一直保持高电耗水平，同时动力随转速提升而下降。而在采用变速器情况下，可通过变速器调节电机的输出转速，使其工作在低功率、高转矩等更优的工作区间，此时一方面电耗下降，续驶里程增加；同时对电机功率要求下降，可采用功率更小的电机，进而减少电机的体积和重量，降低成本。

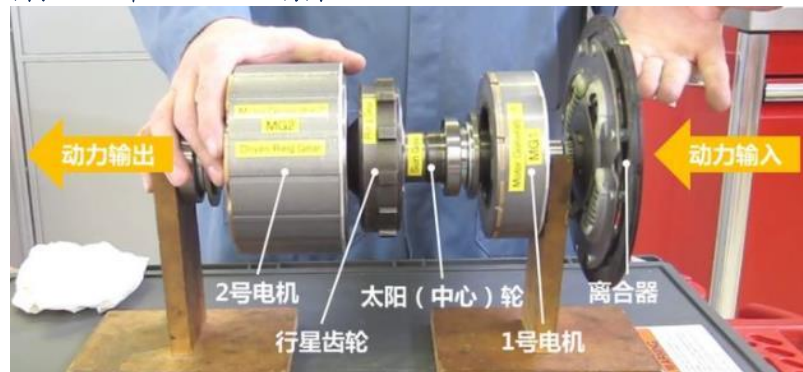
图表 43：发动机（左）与电动机（右）输出功率扭矩曲线对比



资料来源：电动邦，信达证券研发中心

E-CVT 通常由两台电机、离合器、行星齿轮等组成，其中行星齿轮的行星轮、太阳轮和外齿圈分别连接动力输入、两台电机及动力输出，通过不同工况下动力输入和两台电机的不同工作状态，达到变速的效果。

图表 44：丰田 E-CVT 结构图



资料来源：丰田，信达证券研发中心

国产品牌加速自有混动平台开发，DHT 混动系统成主流。在油耗压力增大及政策鼓励下，2020 年下半年以来，国内品牌加速其自有混动平台开发，长城、比亚迪、奇瑞、长安和吉利先后公布其下一代混动平台。其中，长城、吉利和奇瑞均采用 DHT 混动系统，比亚迪 DM-i 采用 ECVT 变速箱。各平台首款车型预计均将于 2021 年下半年上市。

图表 45：各国产品牌混动平台情况

品牌	奇瑞	吉利	长城	比亚迪	长安
混动平台	鲲鹏 DHT 混动系统	第二代混动系统 GHS2.0	柠檬 DHT 混动系统	DM-i 超级混动	蓝鲸 IDD 混动系统
发布日期	2021.04	2021.09 E	2020.12	2021.01	2021.06
变速器类型	DHT	DHT	DHT	ECVT	湿式三离合

首款搭载车型	瑞虎 8 PLUS PHEV	哈佛 H6	秦 PLUS、宋 PLUS、唐	UNI-K
车型（预计）上市日期	2021.10 E	2021.08	2021.01	2021H2

资料来源：各品牌官网，信达证券研发中心

#### 5.4 顺应电动化趋势，公司加速在新能源车市场布局

**强强联合，加速新能源车用产品开发力度。**公司于 2018 年 5 月成立万里扬新能源驱动科技子公司，专注于开发纯电驱动总成、插混驱动总成以及减速器等产品。**2018 年 11 月，公司与日立汽车系统株式会社签订合作协议**，双方将共同开发销售符合中国市场的新能源车驱动系统，其中公司负责产品组装、市场开拓，日立汽车负责电机电控的研发生产等业务，且在达成一致条件下一方可以向另一方提供技术资料、图纸等信息。**2020 年 1 月，公司进一步与博世变速器签订合作协议**，拟合作开发一种用于 EV 和 HEV 的 CVT 产品，并共同推动 CVT 在新能源车电驱化上的应用和发展。

**规划布局逐步进入收获期，新能源车用产品有望加速放量。**新能源车领域公司同步布局纯电和混动用传/驱动系统，其中纯电用产品包括 EV 减速器、ED 二合一及 EDS 三合一电驱动系统、ECVT 电驱动系统等，混动用产品包括 DHT 混动系统等。**EV 减速器为公司最早量产产品，自 2019 年下半年即开始量产，配套一汽奔腾等纯电动车，目前已具备产能 10 万台，2020 年实现销量 0.23 万台。**ED/EDS、DHT 等产品自 2019 年以来已逐步完成开发，目前正在车厂相关车型中开展装车试验，将积极推动配套车型尽快量产上市。

## 六、盈利预测及估值

截至 2020 年底，公司已形成 300 万台汽车变速器产能，包括 180 万台乘用车变速器（其中 CVT100 万台、MT80 万台），110 万台商用车变速器及 10 万台新能源车用 EV 减速器产能。

在公司传统主业燃油车变速器市场，公司把握近年来国六升级、龙头自主品牌市占率提升以及商用车自动化、轻量化趋势，销量有望持续增长。同时，公司积极把握全球电动化浪潮，通过自身研发及联合日立汽车、博世变速器等全球龙头加速相关产品开发，目前已在多个客户多款车型处开展装车试验，有望逐步量产上市贡献业绩增量。

综合来看，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 72.5、86.2 和 101.1 亿元，同比增长 19.6%、18.8%和 17.3%，归母净利 7.1、9.3 和 12.2 亿元，同比增长 14.7%、31.1%和 31.3%。

图表 46：公司盈利预测

项目	单位	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>公司整体</b>					
营收	亿元	60.6	72.5	86.2	101.1
	毛利率	19.5%	20.7%	21.3%	22.0%
归母净利	亿元	6.2	7.1	9.3	12.2
	归母净利率	10.2%	9.8%	10.8%	12.1%

乘用车变速器					
营收	亿元	38.4	47.0	56.9	66.8
销量	万台	79.6	97.3	121.0	147.0
	毛利率	17.1%	19.0%	20.0%	21.0%
商用车变速器					
营收	亿元	19.3	22.5	26.3	31.3
销量	万台	75.0	90.0	105.0	125.0
	毛利率	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们选择同行业或产业链上下游企业双环传动、精锻科技和蓝黛科技作为可比公司, 可比公司 2021-2023 年平均市盈率为 35.3x、23.2x 和 17.8x, 公司为 18.1x、13.8x 和 10.5x, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47: 公司相对估值情况

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
双环传动	002472.SZ	19.40	152.41	0.32	0.56	0.75	60.3	34.9	26.0
精锻科技	300258.SZ	12.65	60.94	0.52	0.66	0.83	24.3	19.1	15.2
蓝黛科技	002765.SZ	6.82	39.23	0.32	0.43	0.56	21.2	15.7	12.2
行业平均							35.3	23.2	17.8
万里扬	002434.SZ	9.58	128.37	0.53	0.69	0.91	18.1	13.8	10.5

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

股价采用截至 2021.09.17 收盘价, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

## 七、风险因素

汽车销量不及预期风险; 新车型验证进度不及预期风险; 原材料价格波动风险; 新能源车业务开拓不及预期风险等。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>5,179</b>	<b>5,143</b>	<b>6,288</b>	<b>7,643</b>	<b>9,197</b>
货币资金	715	1,153	1,685	2,265	2,975
应收票据	570	581	695	826	969
应收账款	1,448	1,626	1,888	2,243	2,631
预付账款	77	69	81	95	110
存货	701	865	1,009	1,189	1,383
其他	1,668	850	930	1,025	1,128
<b>非流动资产</b>	<b>5,722</b>	<b>6,438</b>	<b>6,894</b>	<b>7,075</b>	<b>7,619</b>
长期股权投资	394	614	648	686	727
固定资产(含无形资产)	2,419	2,645	2,893	3,166	3,467
其他	2,352	2,678	2,913	2,852	3,129
<b>资产总计</b>	<b>10,902</b>	<b>11,581</b>	<b>13,181</b>	<b>14,719</b>	<b>16,816</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,483</b>	<b>4,628</b>	<b>5,518</b>	<b>6,124</b>	<b>6,998</b>
短期借款	1,407	1,532	1,889	1,854	2,039
应付票据	1,051	1,150	1,340	1,580	1,837
应付账款	1,793	1,607	1,891	2,230	2,593
其他	232	339	398	461	529
<b>非流动负债</b>	<b>183</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>
长期借款	50	0	0	0	0
其他	133	265	265	265	265
<b>负债合计</b>	<b>4,667</b>	<b>4,893</b>	<b>5,783</b>	<b>6,389</b>	<b>7,263</b>
少数股东权益	70	38	40	43	46
归母股东权益	6,165	6,651	7,359	8,288	9,507
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,902</b>	<b>11,581</b>	<b>13,181</b>	<b>14,719</b>	<b>16,816</b>

**重要财务指标**

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,100	6,065	7,253	8,618	10,108
同比 (%)	16.7%	18.9%	19.6%	18.8%	17.3%
归母净利润	400	617	708	929	1,219
同比 (%)	13.9%	54.2%	14.7%	31.1%	31.3%
毛利率 (%)	21.4%	19.5%	20.7%	21.3%	22.0%
ROE%	6.5%	9.3%	9.6%	11.2%	12.8%
EPS (摊薄)(元)	0.30	0.46	0.53	0.69	0.91
P/E	31.73	19.36	18.12	13.83	10.53
P/B	2.06	1.80	1.74	1.55	1.35
EV/EBITDA	16.42	11.83	11.16	8.70	6.81

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>5,100</b>	<b>6,065</b>	<b>7,253</b>	<b>8,618</b>	<b>10,108</b>
营业成本	4,009	4,880	5,753	6,783	7,888
营业税金及附加	36	23	29	34	40
销售费用	183	129	167	190	217
管理费用	196	121	152	172	197
研发费用	271	329	421	491	546
财务费用	89	49	114	121	120
减值损失合计	-19	0	0	0	0
投资净收益	53	39	7	26	51
其他	67	102	189	224	263
<b>营业利润</b>	<b>417</b>	<b>675</b>	<b>813</b>	<b>1,077</b>	<b>1,412</b>
营业外收支	-6	-5	-6	-6	-7
<b>利润总额</b>	<b>411</b>	<b>669</b>	<b>807</b>	<b>1,070</b>	<b>1,405</b>
所得税	16	58	97	139	183
<b>净利润</b>	<b>395</b>	<b>612</b>	<b>710</b>	<b>931</b>	<b>1,223</b>
少数股东损益	-5	-5	2	3	4
<b>归母净利润</b>	<b>400</b>	<b>617</b>	<b>708</b>	<b>929</b>	<b>1,219</b>
EBITDA	819	1,047	1,174	1,434	1,755
EPS (当	0.30	0.46	0.53	0.69	0.91

**现金流量表**

单位:

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	<b>785</b>	<b>884</b>	<b>1,193</b>	<b>1,395</b>	<b>1,697</b>
净利润	395	612	710	931	1,223
折旧摊销	414	464	443	488	536
财务费用	95	57	120	131	136
投资损失	-71	-52	-7	-26	-51
营运资金变动	-156	-218	-79	-134	-154
其它	107	20	5	6	6
<b>投资活动现金</b>	<b>-295</b>	<b>-533</b>	<b>-897</b>	<b>-649</b>	<b>-1,036</b>
资本支出	-518	-294	-763	-536	-947
长期投资	171	-302	-139	-136	-138
其他	52	64	5	24	48
<b>筹资活动现金</b>	<b>-561</b>	<b>-89</b>	<b>237</b>	<b>-166</b>	<b>49</b>
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-285	128	357	-35	185
支付利息或股	-315	-188	-120	-131	-136
<b>现金流净增加</b>	<b>-71</b>	<b>262</b>	<b>533</b>	<b>580</b>	<b>710</b>



## 研究团队简介

武浩：电力设备新能源行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊：电力设备新能源行业分析师，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。