

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年11月23日**
**市场数据**

目前股价	8.59
总市值（亿元）	115.11
流通市值（亿元）	86.68
总股本（万股）	134,000
流通股股本（万股）	100,908
12个月最高/最低	9.23/5.38

**分析师**

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

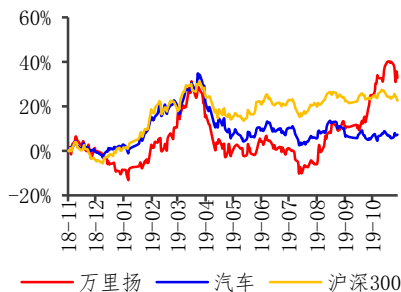
☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;Q3扣非净利润同比环比均大幅增长，Q4

三大产品线将全面向上&gt;&gt; 2019-10-28

&lt;&lt;CVT配套车型最新销量跟踪&gt;&gt;

2019-10-15

&lt;&lt;第1万台CVT18下线，发力小型乘用车

市场&gt;&gt; 2019-09-05

# 商用车高端变速器销量大超预期，量价双升，产品结构持续改善

**——万里扬（002434）公司动态点评**
**盈利预测**

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5030	4371	5204	7391	9771
YoY(%)	34.8%	-13.1%	19.1%	42.0%	32.2%
净利润	643	352	469	644	879
YoY(%)	106.0%	-45.3%	33.4%	37.3%	36.4%
摊薄EPS	0.48	0.26	0.35	0.48	0.66
P/E(倍)	17.9	32.7	24.5	17.9	13.1

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

■ **事件：**公司发布商用车高端G系列变速器销量，截至10月底，万里扬商用车G系列变速器2019年累计销量突破10万台，同比增长100%，提前完成年度目标。

对此我们点评如下：

■ **轻量化、高端化的商用车G系列变速器，销量大超预期。**在19年整个车市下行压力下，2019年前10月商用车累计销量同比下降2.5%，其中轻卡整车累计销量同比下降3.3%，但是万里扬G系列变速器截至19年10月底累计销量突破10万台，同比增长100%，提前完成年度目标，销量大超预期，体现了市场对公司产品的高度认可。

■ **公司的高端G系列变速器性能优越，非常符合商用车消费升级趋势，符合降油耗、国五升国六以及轻量化趋势。**公司商用车高端G系列变速器包括WLY5G32/5G40/6G40/6G55/6G70等多款产品，扭矩覆盖320~700N.m，具有重量轻、噪音小、油耗低、换挡轻便等性能优势。G系列高端变速器既可满足新生代用户对换挡舒适性、油耗低的需求，又高度契合了主机厂自重更轻、承载量更大的变速器的产品理念。

■ **公司的高端G系列变速器已得到国内主流商用车车企的认可。**万里扬G系列变速器已全面配套福田、重汽、东风等国内多个主流商用车汽车厂，其中重汽悍将轻卡和福田奥铃小钢炮轻卡两款车就搭载了6万台6G40，用户好评如潮。后续G系列自动挡变速器WLY5AG40/AG40，自动离合变速器WLY5EG40/6EG40等产品搭载的更多车型也将陆续上市

■ **公司发家业务为轻卡变速器，在轻卡市场市占率约30%，目前轻卡变速器业务通过产品升级，实现量价齐升，有望为公司业绩贡献弹性。**2018年轻卡变速器收入占总营收28%，毛利率25%，略高于公司综合毛利率。

G 系列变速器均价比传统产品高 20% 以上（约 500-600 元），随着 G 系列产品不断放量，在轻卡变速器的收入比重提升（18 年轻卡变速器销量约 60 万台），公司轻卡变速器量价双升的趋势非常确定。

■ **结合公司其他产品线，预计公司 2019 年第 4 季度业绩将有更出色表现。**

公司三大产品线在 19Q4 都处于进攻上行状态，第 4 季度 CVT 产品将进一步放量；乘用车手动挡 6MT 从 9 月份开始量产，Q4 量价齐升；商用变速器持续高端化，产品供不应求。

①**乘用车自动变速器**：公司 CVT 变速器 18 年销量 10 万台，19 年预计 23-24 万台，19Q4 预计 10 万台以上；

②**乘用车手动变速器**：公司的乘用车手动挡正在经历 5MT 向 6MT 的升级，8 月开始配套长城，在吉利、奇瑞的配套车型也有所增加，6MT 均价比 5MT 贵 400-500 元，6MT 在 19Q4 占比会大幅提升。

③**商用车变速器**：公司高端 G 系列变速器受益国五升国六和治超限载，其占比持续提升，高端 G 系列变速器均价比传统产品高 20% 以上，目前供不应求。

■ **投资建议**：考虑 CVT 售价低、省油可有效缓解主机厂降本降油耗压力，在中国自主品牌中的渗透率将快速提升，而万里扬的新一代产品 CVT 性价比很高，其国内竞争对手容大和邦奇又都出现问题，公司产品绑定吉利，将在 19 年下半年迅速放量。万里扬前面两年 CVT 持续投入，业绩持续低于预期，但是现在进入吉利体系，得到主流车企背书，即将从投入期进入收获期。后期如果进入长城、长安、一汽大众（捷达）等体系，成长空间将进一步提升。

我们预计公司 19-21 年总营收依次为 52.04、73.91、97.71 亿元，增速依次为 19.1%、42.0%、32.2%；归母净利润依次为 4.69、6.44、8.79 亿元，增速依次为 33.4%、37.3%、36.4%，当前市值 117.7 亿元，对应 PE 依次为 24.5、17.9、13.1 倍。维持“推荐”评级。

■ **风险提示**：新客户拓展不及预期；新产品推进不及预期；汽车销量不及预期

## 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
单位:百万元											
营业收入	5030.20	4370.75	5204.42	7390.88	9771.17	<b>成长能力</b>					
营业成本	3876.88	3315.82	3956.66	5590.40	7339.18	营业收入增长	34.8%	-13.1%	19.1%	42.0%	32.2%
营业费用	135.66	149.66	166.54	233.16	303.11	营业成本增长	36.2%	-14.5%	19.3%	41.3%	31.3%
管理费用	391.53	198.91	228.99	320.59	416.77	营业利润增长	123.2%	-46.0%	32.7%	37.5%	36.5%
研发费用	0.00	257.59	249.81	349.74	454.66	利润总额增长	109.1%	-46.0%	33.4%	37.3%	36.4%
财务费用	57.91	85.49	130.11	182.15	236.80	净利润增长	106.0%	-45.3%	33.4%	37.3%	36.4%
其他收益	199.50	121.04	160.00	150.00	150.00	<b>获利能力</b>					
投资净收益	46.91	31.37	31.00	31.00	31.00	毛利率(%)	22.9%	24.1%	24.0%	24.4%	24.9%
营业利润	785.53	424.55	563.28	774.40	1056.88	销售净利率(%)	12.9%	8.1%	9.0%	8.7%	9.0%
营业外收支	-1.29	-0.87	2.00	2.00	2.00	ROE(%)	10.5%	5.8%	7.4%	9.5%	11.7%
利润总额	784.24	423.68	565.28	776.40	1058.88	ROIC(%)	11.9%	6.3%	8.3%	10.4%	12.5%
所得税	136.07	71.19	94.98	130.46	177.92	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	5.08	0.88	1.17	1.61	2.20	销售费用/营业收入	2.7%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%
净利润	643.10	351.61	469.13	644.33	878.76	管理费用/营业收入	7.8%	4.6%	4.4%	4.3%	4.3%
单位:百万元											
<b>资产负债表</b>											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	研发费用/营业收入	0.0%	5.9%	4.8%	4.7%	4.7%
单位:百万元											
<b>流动资产</b>						财务费用/营业收入	1.2%	2.0%	2.5%	2.5%	2.4%
货币资金	373.92	660.20	1279.97	1901.60	2458.57	投资收益/营业利润	6.0%	7.4%	5.5%	4.0%	2.9%
应收票据及应收账款合计	2048.60	2142.24	2161.37	4322.43	3975.48	所得税/利润总额	17.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
其他应收款	75.30	101.23	206.86	148.04	370.08	应收账款周转率	2.58	2.09	0.00	0.00	0.00
存货	815.50	806.59	1129.00	1605.81	1984.50	存货周转率	4.51	4.09	4.09	4.09	4.09
非流动资产	5383.25	5833.53	5996.28	6840.77	7658.94	流动资产周转率	1.21	1.13	1.14	1.10	1.12
固定资产	1487.50	1674.21	1947.28	2689.95	3404.80	总资产周转率	0.53	0.46	0.50	0.56	0.61
资产总计	9115.86	9844.72	11104.15	15170.64	16833.84	<b>偿债能力</b>					
流动负债	2128.97	3697.35	5139.50	7372.34	9023.72	资产负债率(%)	32.3%	38.2%	46.9%	49.0%	54.0%
短期借款	192.00	990.28	2523.01	3630.86	4485.32	流动比率	1.75	1.08	0.99	1.13	1.02
应付账款	1741.15	1774.68	2420.65	3506.96	4274.92	速动比率	1.17	0.79	0.71	0.86	0.75
非流动负债	817.07	67.25	67.25	67.25	67.25	<b>每股指标(元)</b>					
长期借款	750.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.48	0.26	0.35	0.48	0.66
负债合计	2946.03	3764.60	5206.74	7439.59	9090.97	每股净资产	4.55	4.48	4.68	5.02	5.54
股东权益	6169.83	6080.12	6347.92	6808.17	7507.62	每股经营现金流	0.33	0.60	0.48	0.82	1.04
股本	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	每股经营现金/EPS	0.69	2.30	1.36	1.71	1.58
留存收益	1641.33	1790.44	2166.68	2683.43	3388.20	<b>估值比率</b>					
少数股东权益	77.63	78.51	79.68	81.29	83.49	P/E	17.90	32.74	24.54	17.86	13.10
负债和股东权益	9115.86	9844.72	11104.15	15170.64	16833.84	PEG	0.37	1.77	1.61	-155.64	0.37
单位:百万元											
<b>现金流量表</b>											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	P/B	1.89	1.92	1.84	1.71	1.55
单位:百万元											
<b>经营活动现金流</b>						EV/EBITDA	10.49	15.67	13.38	10.16	7.99
其中营运资本减少	-562.71	51.60	-255.56	-101.98	-178.77	EV/SALES	2.45	2.93	2.49	1.82	1.41
投资活动现金流	-164.49	-539.35	-457.37	-1221.66	-1269.12	EV/IC	1.73	1.64	1.47	1.29	1.15
资本支出	591.65	646.96	89.77	771.52	745.20	ROIC/WACC	1.32	0.70	0.92	1.21	1.47
筹资活动现金流	-837.18	168.51	-1386.71	-355.08	-376.08	REP	1.31	2.33	1.59	1.07	0.78
现金净增加额	-764.39	179.79	-1204.60	-473.46	-255.26						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>