

**公司点评**
**万里扬 (002434)**
**汽车 | 汽车零部件**
**CVT 业务整合顺利，未来增长可期**

2017 年 10 月 26 日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 14.5-16.2 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	12.10
52 周价格区间 (元)	11.50-18.65
总市值 (百万)	16335.00
流通市值 (百万)	12330.64
总股本 (万股)	135000.00
流通股 (万股)	101906.08

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
万里扬	1.6	-15.27	-9.25
汽车零部件	3.89	9.66	4.13

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

**李文瀚**

liwh1@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**研究助理**

0731-89955753

**相关报告**

预测指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	1972.65	3732.25	6315.16	8105.71	9888.97
净利润 (百万元)	211.65	312.26	780.64	1014.83	1268.54
每股收益 (元)	0.16	0.23	0.58	0.75	0.94
每股净资产 (元)	6.54	6.78	7.35	8.11	9.05
P/E	77.18	52.31	20.93	16.10	12.88
P/B	1.85	1.79	1.65	1.49	1.34

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**投资要点:**

- 公司 2017 年前三季度收入同比增长 72.59%，扣非归母净利润同比增长 193.07%，单季度业绩增长趋缓但整体仍符合预期。** 2017 年前三季度公司实现营业收入 37.67 亿元，同比增长 72.59%；扣非后归母净利润 4.79 亿元，同比增长 193.07%；加权平均净资产收益率为 9.87%，较去年同期增加 0.66 个百分点。Q3 实现营收 10.78 亿元，同比增长 63.63%，扣非归母净利润 1.33 亿元，同比 126.63%。本期的营收增长较快的原因主要是 2016 年 11 月合并的芜湖万里扬变速器业务收入并表，假设剔除芜湖万里扬按上限预测的前三季度约 2.6 亿元利润，公司的内生同比增长超过 30%，符合预期。
- 乘用车变速箱、内饰件业务快速增长，营收结构优化。** 随着芜湖万里扬并表以及整合吉利汽车手动变速箱业务，公司在乘用车变速箱领域实现快速增长，营收已占公司总营收的 40% 以上，基本实现了由商用车向乘用车变速箱供应商的转型。内饰件主要供货自主品牌，受益于自主崛起逻辑，营收同比增长但毛利率略有下降，占整体营收的比例已下降到 20% 左右。公司作为国内轻、中型卡车变速箱主要提供商，在卡车换代强周期影响下，营收分别实现了 30% 和 16% 的增长，总营收占比约为 30%。在营收结构的调整下，虽然除轻卡变速箱外的其他业务的毛利率都出现下滑，但公司整体的毛利率仍提升 1.16 个百分点。
- 顺应市场需求切入自动变速箱领域，打开未来成长空间。** 变速箱研发投入和技术的门槛导致越来越多的国内主机厂放弃了变速箱的自主研发，使得国内第三方变速箱生产企业的规模效应凸显。公司 2016 年通过收购奇瑞变速箱业务切入 CVT 变速箱市场，受益于未来手动挡向自动挡切换的产品升级逻辑，有望顺应市场潮流实现持续高增长。预计到 2020 年的国内 CVT 变速箱市场规模约为 300 亿水平，公司在维持已有市占率的情况下年化增长也将超过 40%。同时，2017 年公司与吉孚集团开展合作，共同研发 AT、DCT 和 PHEV 传动系统，为公司的未来发展进一步扩展了空间。

- **始于奇瑞，但不止于奇瑞。**公司未来增长的最大看点在于 CVT 自动变速箱，而奇瑞汽车作为其最大的下游客户，2017 年度的销量出现了明显下滑，短期内将拖累公司自动变速箱业绩。但考虑到 CVT25 未来将替代 CVT19，变速箱业务三方后客户开拓以及国内最大竞争对手邦奇被收购后重新磨合造成的市场份额流失，公司有望自动变速箱市场中继续扩大份额。
- **A 股汽车变速箱子行业的稀缺标的，估值处于历史底部，予以“推荐”评级。**公司收购奇瑞变速箱子公司（芜湖万里扬）切入自动 CVT 变速箱生产领域，将充分受益于汽车变速箱自动化的产品升级趋势和变速箱供货三方化的客户渠道打开，实现营收结构的优化以及业绩持续性的快速增长。结合公司全年 125%-175% 的业绩指引，预计公司 2017-2018 年营业收入为 63 亿和 81 亿元，归母净利润为 7.8 亿和 10.1 亿元，目前股价对应 2017-2018 年估值为 21 倍和 16 倍，考虑国内外汽车变速箱生产商的估值水平以及国内市场未来的发展空间，给予公司 2017 年底 25-28 倍 PE，对应的合理估值区间为 14.5-16.2 元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：汽车销量下滑；自动变速箱替换不达预期。**

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438