

公司调研点评
万里扬 (002434)
汽车 | 汽车零部件
业绩触底，期待反转

2018年05月09日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 调低

合理区间 **8.1-10.8元**
交易数据

| | |
|------------|------------|
| 当前价格(元) | 7.94 |
| 52周价格区间(元) | 7.47-16.90 |
| 总市值(百万) | 10719.00 |
| 流通市值(百万) | 8091.35 |
| 总股本(万股) | 135000.00 |
| 流通股(万股) | 101906.13 |

涨跌幅比较


| % | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|------|--------|
| 万里扬 | -3.52 | 3.12 | -48.57 |
| 汽车零部件 | -2.19 | 4.3 | -10.92 |

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

 1 《万里扬: CVT 业务整合顺利, 未来增长可期》
 2017-10-27

| 预测指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 3732.25 | 5030.20 | 5633.82 | 6760.58 | 8247.91 |
| 净利润(百万元) | 312.26 | 643.10 | 734.34 | 937.83 | 1244.53 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.48 | 0.54 | 0.69 | 0.92 |
| 每股净资产(元) | 4.14 | 4.51 | 5.06 | 5.61 | 6.26 |
| P/E | 34.33 | 16.67 | 14.60 | 11.43 | 8.61 |
| P/B | 1.92 | 1.76 | 1.57 | 1.41 | 1.27 |

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 近日, 我们对公司进行了调研。

投资要点:

- 2017年受芜湖万里扬并表影响, 利润大幅增长。**2017年, 公司共实现营业收入 50.30 亿元, 同比增长 34.78%; 实现归属于上市公司股东净利润 6.43 亿元, 同比增长 105.95%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 4.67 亿元, 同比增长 115.07%。除去芜湖万里扬并表贡献的 2.21 亿利润, 公司 2017 年原有业务的内生增速为 35.27%, 符合预期。公司年报利润增速远高于营收的主要原因是芜湖万里扬的 CVT 变速箱业务净利润为 12.60%, 高于 2016 年销售净利率 4.36pct。同时资产周转率由 2016 年的 0.47 次提升至 0.53 次, 权益乘数由 2.02 下降至 1.63, 公司在财务杠杆下降的情况下, ROE 增加了 3.11pct。
- 2018年一季度受行业周期及下游客户需求下滑影响, 营收利润出现下滑, 业绩低于预期。**2018 年一季度实现营业收入 10.21 亿元, 同比下降 35.79%; 实现归属上市公司股东净利润 1.31 亿元, 同比下降 44.96%; 扣非后归属上市公司股东净利润 1.27 亿元, 同比下降 39.99%。公司业绩下滑的原因有四点: (1) 2017Q1 销售基数较高; (2) 虽然商用车销量增速稳定, 但自动变速箱主体客户奇瑞 Q1 销量同比下滑; (3) 钢材等原材料的价格上涨; (4) 主机厂超过以往水平的年降。另外, 公司 Q1 的经营性产生的现金流净额同比大幅下降 95.16%, 主要原因是部分变速箱客户的回款周期延长以及内饰业务回款滞后。
- 下半年配套吉利新车型放量, 全年业绩增速有望转正。**公司 2018Q1 自动挡的主要客户为奇瑞, 并少部分配套北汽银翔等车型, 下半年随着新配套吉利车型远景 X3 的放量, 业绩将重回增长轨道。按照吉利单车型月均销量 1 万的常态, 以销售车型中 70% 选择 CVT 自动挡估算, 全年公司在该车型上的新增 CVT 变速箱销量将达到 4.2 万台, 即使以偏悲观的预测其他下游客户本年度销量下滑 10%, 配套吉利手动挡变速箱增速为 20%, 乘用车变速箱累计营收增速也将不低于 15%。在商用车市场稳定增长, 汽车内饰业务触底反弹的背景下, 公司 2018 年业绩将大概率出现增长。

- **新业务稳步开展——新研发 6AT 试车，布局新能源领域，内饰开始供货宝马。**公司除新研发 CVT25 和 CVT19 的升级款 CVT18 外，与吉孚合资生产 6AT 变速箱，目前已试装在 DS 及吉利车型上进行冬试，未来有望成为 AT 变速箱市场的有力竞争者。同时，公司也紧跟新能源汽车发展潮流，试制混动变速箱、减速机和两档变速箱，最快将在 2019 年量产。而随着内饰供应宝马并通过奔驰审核，公司在未来将切入中高端品牌内饰市场，既降低了高度依赖奇瑞产生的大客户风险，又进入高端品牌供应链提升了毛利率，内饰业务迎来触底反弹。
- **予以公司“谨慎推荐”评级。公司作为国内仅有的几家具备完整的研发和生产能力的企业，行业地位突出。**与芯片类似，全球范围内能大规模供货的变速箱厂商屈指可数，AT 领域的爱信和采埃孚，CVT 的加特可，DCT 的格特拉克，中国 2017 年对变速箱进口需求达 800 亿元（不包括合资产能），预计在自动挡变速箱渗透率提升至 70% 以后，需求将破千亿，进口替代空间巨大。按照公司“532”战略推进（2021 年实现产销变速箱 300 万台，其中 200 万台是手动变速箱），我们预计公司 2018-2019 年营业收入为 56 亿和 67 亿，归母净利润为 7.3 亿和 9.4 亿元，目前股价对应 2018-2019 年估值为 14.66 倍和 11.38 倍，给予公司 2018 年底 15-20 倍 PE，对应合理价格区间为 8.1-10.8 元。
- **风险提示：配套车型销量不达预期，原材料价格上涨超预期**

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

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