

**公司点评**
**万里扬 (002434)**
**汽车 | 汽车零部件**
**业绩改善, 反转正在进行**

2018年08月13日

**评级**                      **谨慎推荐**

评级变动 维持

**合理区间**                **8.3-10.3 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	9.70
52 周价格区间 (元)	7.47-15.29
总市值 (百万)	13095.00
流通市值 (百万)	9885.04
总股本 (万股)	135000.00
流通股 (万股)	101907.63

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
万里扬	10.42	23.44	-31.04
汽车零部件	-6.28	-15.11	-22.95

**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**

- 《万里扬: 万里扬 (002434) 调研点评: 业绩触底, 期待反转》 2018-05-11
- 《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	5281.71	5809.88	6507.06
净利润 (百万元)	312.26	643.10	657.37	781.01	910.32
每股收益 (元)	0.23	0.48	0.49	0.58	0.67
每股净资产 (元)	4.14	4.51	5.00	5.46	5.93
P/E	41.68	20.24	19.80	16.66	14.30
P/B	2.33	2.14	1.93	1.76	1.62

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**投资要点:**

- 业绩出现改善, 核心业务毛利率提升, 基本符合预期。** 2018 年上半年, 公司共实现营业收入 21.6 亿元, 同比下滑 19.63%; 实现归属于上市公司股东净利润 2.79 亿元, 同比下降 33.8%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 2.45 亿元, 同比下降 29.29%, 符合利润增速下滑减少的预期, 也优于 2018Q1 数据。经营活动产生的现金流净额为 2.62 亿元, 相较于去年同期大幅增加 55.72%, 并大幅提升了营收的含现量至 120%, 表明 2017Q4 的应收账款正逐步被收回。净资产收益率为 4.56%, 较去年同期下降 2.8pct, 原因是销售净利率、资产周转次数和权益乘数均出现下滑。销售净利率同比大幅下滑 2.77pct 影响最为显著, 主要原因是技术开发费用大幅提升, 期间费用率同比大幅增长 2.72pct。
- 产品销售结构优化, 自动挡变速器销量占比提升。** 公司主要变速器产品的销售毛利率较 2017Q4 改善明显, 基本验证了我们一季度对公司业绩触底, 下半年等待反转的判断。其中轻卡变速器毛利率较上一报告期提升 2.16pct, 自动挡变速器提升 5.15pct, 内饰提升 4.09pct, 恢复至 2017Q2 水平。公司净利率的短暂回调与产品质量和行业竞争力无关, 主要是 2017Q4 营业外收入减少 0.95 亿元所致。
- 主要客户增长稳中有快, CVT25 下半年有望随吉利新品放量。** 核心下游客户奇瑞汽车 2018 年上半年实现累计销量 34.3 万辆, 同比增长 8.8%, 在 2017 年销量大幅下滑 23%、2018 年市场环境整体偏弱, 并且行业增速仅为 5.57% 的情况下成功实现了逆袭。公司作为其自动变速箱主要供应商, 提供了 60% 以上的产品配套, 本年度大概率实现正增长。公司手动挡变速箱的主要客户吉利汽车在 2018 年上半年更是实现了 44% 高增长, 特别是新配套自动挡变速箱 CVT25 车型远景 X3 改款将于下半年上市, 有望实现单款车型月销破万的规划, 成为公司下半年业绩的主要增长点。

- **汽车内饰业务盈利能力尚未恢复，应收账款坏账计提情况有待进一步观察。**公司汽车内饰业务在 2016 年实现了高营收后一路下滑，目前不论应收和毛利率均未达到前两年中报水平，虽然较 2017Q4 有所好转，但仍未出现确定的回升和增长趋势。另外公司部分下游客户的销量下滑也导致了公司存货周转率下降和应收账款的提升，未来有重现 2017 年坏账计提后下一年度回冲的可能，影响本年度利润。
- **公司回购彰显大股东对前景信心，仍予以“谨慎推荐”评级。**公司作为国内仅有的几家具备完整的变速箱研发和生产能力的企业，行业地位突出，进口替代空间巨大。考虑到短期内部分下游客户的销量下滑以及长期的爱信变速箱国内合资厂的量产，调低公司 2018-2019 年的营业收入至 53 亿元和 58 亿元，归母净利润至 6.57 亿元和 7.81 亿元，目前股价对应 2018-2019 年估值为 19 倍和 17 倍，予以公司 2018 年底 17-21 倍 PE，对应合理价格区间为 8.3-10.3 元。
- **风险提示：配套车型销量不达预期，下游客户营收账款提升**

## 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