

业绩短期承压，静待业绩反转

投资要点

- **业绩总结:** 公司公布2018年三季度报, 2018年前三季度实现营收32.3亿元, 同比下滑14.3%, 实现归属上市公司股东净利润3.7亿元, 同比下滑35.9%, 实现扣非归母净利润3.1亿元, 同比下滑35.8%。其中2018年第三季度实现营收10.7亿元, 同比下滑1.1%, 实现归母净利润0.9亿元, 同比下滑41.6%。
- **受下游客户影响, 主业短期承压。** 公司业绩受乘用车变速器业务和内饰件业务拖累。其中公司自动变速器产品主要配套奇瑞汽车艾瑞泽系列产品, 2018年前三季度艾瑞泽系列销量表现不佳对公司自动变速器业务造成一定影响。乘用车手动变速器业务主要配套吉利和奇瑞, 但自动变速器渗透的提升对手动变速器实现部分替代。2018年前三季度公司综合毛利率24.4%, 较去年同期下滑1.1个百分点。销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为2.9%、8.9%和1.8%, 分别同比变动0%、1.6%和1.0%。公司预计2018年全年归母净利润同比为-40%~-20%。
- **自动变速器实现产品升级, 静待业绩反转。** 公司全新产品CVT25已经上市, 输出扭矩能够达到250N.M, 最大输出扭矩可拓展至280N.M, 相较于CVT19产品, 其能够搭载于更多车型。同时作为公司主打产品, CVT25后续将逐步搭载奇瑞、吉利等厂商的多款车型, 将实现公司自动变速器业务规模的进一步扩大。公司内饰件业务持续优化客户结构, 报告期内获得东风日产、吉利等多个汽车厂的新项目定点。我们认为, 目前受产品应用局限性以及下游客户销量影响, 公司变速器主业短期承压, 预计随着新产品的逐步投放, 公司业绩有望迎来反转。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年归母净利润分别为5.1亿元、6.0亿元、6.9亿元, EPS分别为0.38元、0.45元、0.51元, 对应PE分别为15倍、13倍、11倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车产销不及预期; 新产品投放进度不及预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5030.20	4376.23	5166.03	5879.54
增长率	34.78%	-13.00%	18.05%	13.81%
归属母公司净利润(百万元)	643.10	510.58	603.56	689.06
增长率	105.95%	-20.61%	18.21%	14.17%
每股收益EPS(元)	0.48	0.38	0.45	0.51
净资产收益率ROE	10.51%	7.85%	8.61%	9.10%
PE	12	15	13	11
PB	1.29	1.21	1.12	1.04

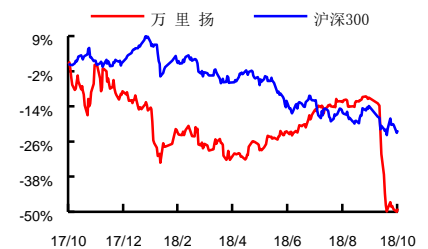
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
执业证号: S1250518090002
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健
电话: 021-58351812
邮箱: swj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.50
流通A股(亿股)	10.19
52周内股价区间(元)	5.68-11.64
总市值(亿元)	78.30
总资产(亿元)	93.95
每股净资产(元)	4.55

相关研究

1 内生外延，逐步开拓变速器领域

万里扬深耕变速器领域，目前形成了乘用车自动变速器/手动变速器、中轻卡变速器等产品线。公司通过收购芜湖奇瑞变速器将乘用车产品线由手动变速器拓展到了自动变速器领域，成为内资少有的第三方自动变速器企业。公司全新产品 CVT25 已经上市，输出扭矩能够达到 250N.M，最大输出扭矩可拓展至 280N.M，相较于 CVT19 产品，其能够搭载于更多车型。同时作为公司主打产品，CVT25 后续将逐步搭载奇瑞、吉利等厂商的多款车型，从而实现公司自动变速器业务规模的进一步扩大。

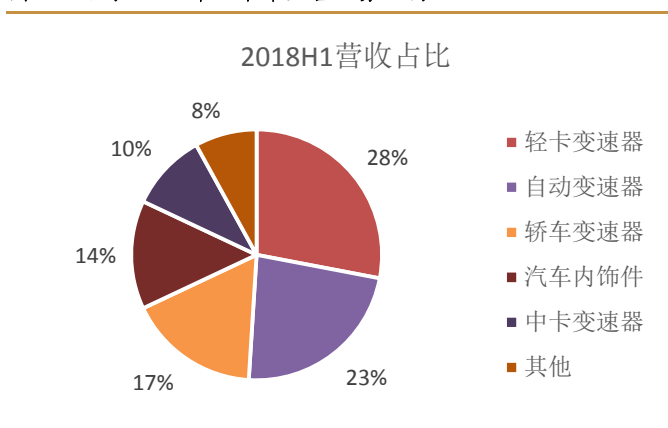
图 1：公司业务版图



数据来源：公司官网，西南证券整理

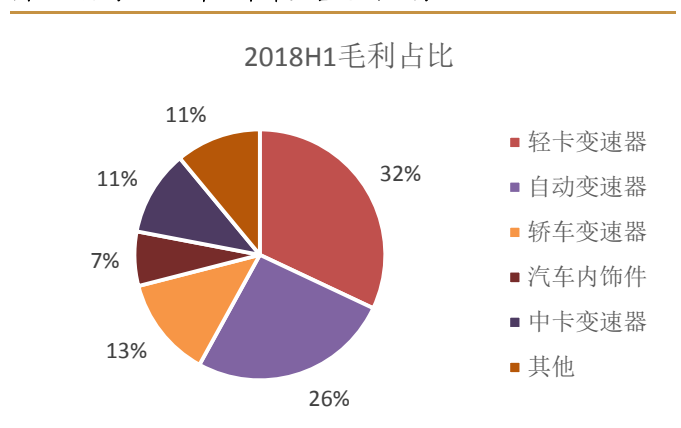
公司主营业务结构：目前公司拥有轻卡变速器、乘用车自动变速器、轿车变速器、汽车内饰件、中卡变速器等业务。2018 年上半年轻卡变速器、乘用车自动变速器、轿车变速器、汽车内饰件、中卡变速器营收占比分别为 28%、23%、17%、14%、10%，毛利占比分别为 32%、26%、13%、7%、11%。

图 2：公司 2018 年上半年主营业务结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2018 年上半年主营毛利结构

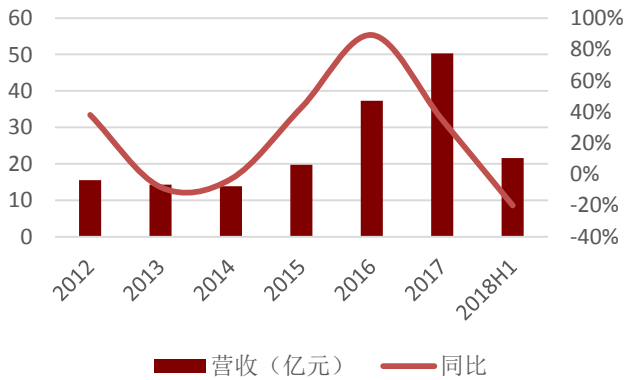


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司通过内生外延的方式实现了规模的快速扩张，2018 年上半年实现营收 21.6 亿元，同比下滑 34%，实现归母净利润 2.8 亿元，同比下滑 34%。2012~2017 年公司营收复合增长率为 26%，归母净利润复合增长率为 48%。

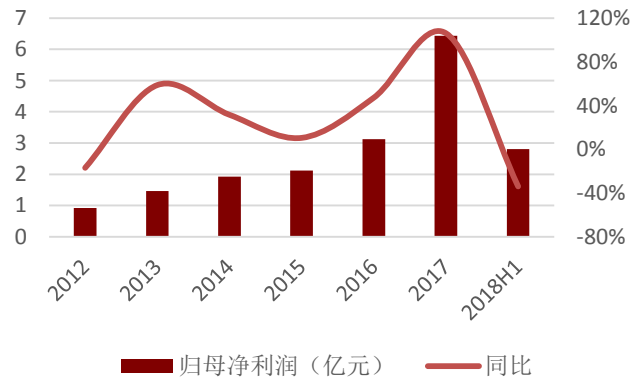
2018 年前三季度实现营收 32.3 亿元，同比下滑 14.3%，实现归属上市公司股东净利润 3.7 亿元，同比下滑 35.9%，实现扣非归母净利润 3.1 亿元，同比下滑 35.8%。其中 2018 年第三季度实现营收 10.7 亿元，同比下滑 1.1%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比下滑 41.6%。公司业绩受乘用车变速器业务和内饰件业务拖累。其中公司自动变速器业务主要配套奇瑞汽车艾瑞泽系列产品，2018 年前三季度艾瑞泽系列销量表现不佳对公司自动变速器业务造成一定影响。乘用车手动变速器业务主要配套吉利和奇瑞，但自动变速器占比的逐步提升，对手动变速器实现部分替代。2018 年前三季度公司综合毛利率 24.4%，较去年同期下滑 1.1 个百分点。销售费用率、管理费用率（含研发费用）、财务费用率分别为 2.9%、8.9%和 1.8%，分别同比变动 0%、1.6%和 1.0%。公司预计 2018 年全年归母净利润同比为-40%~20%。

图 4：公司 2012-2018H 营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2012-2018H 年归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 从 2019 年开始公司 CVT25 产品将逐步搭载奇瑞、吉利等厂商的多款车型，预计销量将快速提升，假设 2018-2020 年自动变速器销量增速为-15%、66%、40%，毛利率保持稳定。

2) 假设 2018-2020 年轿车手动变速器销量增速为-4%、5%、5%，毛利率保持稳定。

3) 假设 2018-2020 年轻卡变速器销量增速为 4%、5%、5%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
自动变速器	收入	1227.9	1019.8	1659.4	2207.1
	增速		-16.9%	62.7%	33.0%
	毛利率	24.4%	24.5%	24.5%	24.5%
轿车手动变速器	收入	1072.4	825.0	866.3	909.6
	增速		-23.1%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.6%	19.7%	19.7%	19.7%
轻卡变速器	收入	1190.1	1232.0	1280.7	1331.3
	增速		3.5%	4.0%	4.0%
	毛利率	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
内饰件	收入	837.0	619.3	681.2	749.4
	增速		-26.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	8.4%	8.0%	8.5%	9.0%
合计	收入	5030.2	4376.2	5166.0	5879.5
	增速		-13.0%	18.0%	13.8%
	毛利率	22.9%	23.4%	23.4%	23.4%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润分别为 5.1 亿元、6.0 亿元、6.9 亿元, EPS 分别为 0.38 元、0.45 元、0.51 元, 对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况 (2018/10/30)

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
300258.SZ	精锻科技	0.62	0.77	0.95	18	15	12
002472.SZ	双环传动	0.36	0.41	0.53	15	13	10
603730.SH	岱美股份	1.53	1.64	1.99	12	11	9
601311.SH	骆驼股份	0.57	0.73	0.87	17	13	11
	平均值				15	13	11
002434.SZ	万里扬	0.48	0.38	0.45	12	15	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 风险提示

汽车产销不及预期; 新产品投放进度不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5030.20	4376.23	5166.03	5879.54	净利润	648.17	514.61	608.33	694.50
营业成本	3876.88	3354.23	3957.35	4503.77	折旧与摊销	341.34	211.09	237.39	260.66
营业税金及附加	44.80	39.14	45.66	52.24	财务费用	57.91	72.09	74.19	73.27
销售费用	135.66	118.16	139.48	155.81	资产减值损失	-14.12	8.00	8.00	8.00
管理费用	391.53	350.10	402.95	452.72	经营营运资本变动	-354.40	67.34	-195.97	-186.23
财务费用	57.91	72.09	74.19	73.27	其他	-441.63	-34.25	-52.35	-31.45
资产减值损失	-14.12	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	237.27	838.87	679.59	818.75
投资收益	46.91	30.00	30.00	30.00	资本支出	-758.29	-800.00	-550.00	-450.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	593.81	222.90	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-164.49	-577.10	-520.00	-420.00
营业利润	785.53	464.52	568.40	663.74	短期借款	-645.00	38.88	95.70	-133.42
其他非经营损益	-1.29	133.87	134.87	134.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	784.24	598.39	703.27	798.28	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	136.07	83.77	94.94	103.78	支付股利	-135.00	-128.62	-102.12	-120.71
净利润	648.17	514.61	608.33	694.50	其他	-57.18	-108.33	-74.19	-73.27
少数股东损益	5.08	4.03	4.77	5.44	筹资活动现金流净额	-837.18	-198.07	-80.61	-327.40
归属母公司股东净利润	643.10	510.58	603.56	689.06	现金流量净额	-764.39	63.70	78.98	71.35
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	373.92	437.62	516.60	587.95	成长能力				
应收和预付款项	2180.09	2756.07	3003.80	3367.97	销售收入增长率	34.78%	-13.00%	18.05%	13.81%
存货	815.50	700.11	843.29	953.45	营业利润增长率	123.17%	-40.87%	22.36%	16.77%
其他流动资产	363.11	148.08	174.81	198.95	净利润增长率	110.71%	-20.61%	18.21%	14.17%
长期股权投资	320.89	320.89	320.89	320.89	EBITDA 增长率	73.14%	-36.89%	17.69%	13.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2112.75	2584.53	2930.00	3152.19	毛利率	22.93%	23.35%	23.40%	23.40%
无形资产和开发支出	1942.76	2067.06	2041.35	2015.65	三费率	11.63%	12.35%	11.94%	11.60%
其他非流动资产	1006.85	999.70	992.54	985.39	净利率	12.89%	11.76%	11.78%	11.81%
资产总计	9115.86	10014.06	10823.28	11582.44	ROE	10.51%	7.85%	8.61%	9.10%
短期借款	192.00	230.88	326.58	193.16	ROA	7.11%	5.14%	5.62%	6.00%
应付和预收款项	1848.53	2365.12	2564.32	2875.76	ROIC	12.91%	7.62%	8.43%	9.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.55%	17.09%	17.03%	16.97%
其他负债	905.50	862.22	870.34	877.70	营运能力				
负债合计	2946.03	3458.23	3761.25	3946.62	总资产周转率	0.53	0.46	0.50	0.52
股本	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	固定资产周转率	3.22	2.53	2.38	2.33
资本公积	3100.88	3100.88	3100.88	3100.88	应收账款周转率	3.72	3.39	3.42	3.50
留存收益	1641.33	2023.29	2524.74	3093.08	存货周转率	4.42	4.34	5.07	4.98
归属母公司股东权益	6092.20	6474.17	6975.61	7543.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	58.59%	—	—	—
少数股东权益	77.63	81.66	86.43	91.87	资本结构				
股东权益合计	6169.83	6555.82	7062.04	7635.83	资产负债率	32.32%	34.53%	34.75%	34.07%
负债和股东权益合计	9115.86	10014.06	10823.28	11582.44	带息债务/总负债	31.98%	28.36%	28.62%	23.90%
					流动比率	1.75	1.53	1.54	1.63
					速动比率	1.37	1.27	1.26	1.33
					股利支付率	20.99%	25.19%	16.92%	17.52%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1184.78	747.69	879.97	997.67	每股收益	0.48	0.38	0.45	0.51
PE	12.18	15.34	12.97	11.36	每股净资产	4.51	4.80	5.17	5.59
PB	1.29	1.21	1.12	1.04	每股经营现金	0.18	0.62	0.50	0.61
PS	1.56	1.79	1.52	1.33	每股股利	0.10	0.10	0.08	0.09
EV/EBITDA	6.33	9.95	8.47	7.27					
股息率	1.72%	1.64%	1.30%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn