



002434.SZ

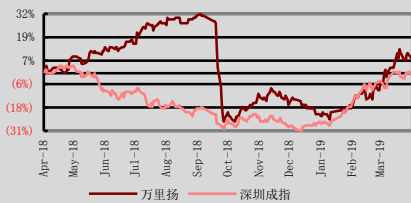
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.28

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.0	13.6	40.1	5.6
相对深证成指	(16.0)	10.1	4.1	7.4

发行股数(百万)	1,340
流通股(%)	75
总市值(人民币 百万)	11,095
3个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2019E)	1
主要股东(%)	
万里扬集团有限公司	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年4月22日收市价为标准

相关研究报告

《万里扬— 短期业绩下滑, 后续有望回暖》  
20190227

《万里扬— 短期业绩承压, CVT25 即将量产配套奇瑞吉利》 20180810

《万里扬— 业绩低于预期, 自动变速箱前景依旧光明》 20180417

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

朱朋  
(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

\*魏敏为本报告重要贡献者

# 万里扬

## 自动变速箱乘商并进, 推动业绩触底回升

公司发布 2018 年报, 全年共实现营业收入 43.7 亿元, 同比下降 13.1%; 归属于上市公司股东的净利润 3.5 亿元, 同比下降 45.3%; 每股收益 0.26 元, 拟每 10 股派发现金红利 1.50 元 (含税)。乘用车变速箱及内饰业务下滑, 2018 年业绩承压。公司 CVT25 二季度开始配套吉利帝豪 GS、GL 等畅销车型, 并通过比亚迪、长城等供应商考核, 发展前景可期。商用车 AMT 量产上市, 助力盈利能力提升。内饰业务持续拓展新客户及新项目, 有望逐步扭亏为盈。多项业务持续改善, 公司业绩有望触底回升。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元和 0.62 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **2018 年业绩短期承压。**2018 年公司收入下降 13.1%, 其中轻卡及中卡变速器分别增长 1.8%、7.1%, 内饰件、乘用车变速器分别下降 22.9%、21.1%。全年销售费用增长 10.3%, 主要是销售人员工资增加 635 万; 管理费用增长 11.3%, 主要是职工薪酬增加 1,679 万; 研发费用增长 21.0%, 主要是变速箱及新能源产品研发投入加大, 材料费用、研发人员薪酬分别增加 2,141、2,211 万; 财务费用增加 47.6%, 主要源于利息支出增加 2,076 万、利息收入减少 1,137 万; 资产减值损失增加 6,339 万 (+449.0%), 主要源于计提金兴内饰商誉减值准备 3,570 万。全年毛利率、四项费用率分别上升 1.2、4.2 个百分点, 净利润率大幅下降, 此外政府补助减少, 因此业绩大幅下滑。18Q4 实现收入 11.4 亿元, 同比下降 9.5%, 预计主要受国内汽车销量低迷影响; 销售费用增长 2,998 万元 (+110.1%), 研发费用增加 5,002 万元 (+85.0%)。同期基数较低, 毛利率同比提升 8.1 个百分点, 但收入规模下降, 投入加大等导致四项费用率增加 8.7 个百分点, 此外资产减值损失增加 2,962 万 (+186.0%), 导致净亏损 1,625 万 (-123.4%)。
- **乘用车 CVT 新产品新客户前景可期。**在消费升级的趋势下, 国内自动变速箱渗透率持续提升。公司乘用车变速箱全面布局, 新产品 CVT25 输出扭矩达 250N.M, 适配车型范围广, 2018 年已批量搭载奇瑞艾瑞泽 GX 等车型量产, 2019 年二季度将配套吉利帝豪 GS、GL 等多款畅销车型, 装机量有望大幅提升。此外公司已通过比亚迪、长城等主流自主品牌供应商体系考核, 最快有望年底装配量产, 新客户不断拓展, 发展前景可期。
- **商用车 AMT 量产助力盈利能力提升。**公司成功自主研发了中国首款轻卡自动变速器 (AMT) 并顺利量产, 2018 年 3 月搭载福田奥铃 CTS 成功上市销售, 后续有望配套更多客户量产。AMT 产品单车价值量更高, 有望大幅提升公司商用车变速器的盈利能力。
- **内饰业务有望逐步扭亏为盈。**受项目周期影响, 2018 年内饰业务实现收入 6.5 亿元, 同比下降 22.9%, 但费用控制得力, 毛利率大幅提升 5.8 个百分点。公司加大市场开拓力度, 开发了吉利、长城、比亚迪、佛吉亚等新客户, 推进了北汽、奇瑞、吉利等 18 个重点产品项目。新项目量产有望助力内饰业务扭亏为盈, 并推动公司业绩增长。

### 估值

■ 我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元和 0.62 元, 自动变速箱市场前景广阔, 新能源产品布局完善, 维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 1) 自动变速箱及内饰业务发展不及预期; 2) 汽车销量不及预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,030	4,371	5,332	6,132	7,236
变动(%)	35	(13)	22	15	18
净利润(人民币 百万)	643	352	553	705	835
全面摊薄每股收益(人民币)	0.476	0.260	0.413	0.526	0.623
变动(%)	106.0	(45.3)	58.4	27.5	18.5
全面摊薄市盈率(倍)	17.4	31.8	20.1	15.7	13.3
价格/每股现金流量(倍)	47.1	20.3	16.0	12.1	18.2
每股现金流量(人民币)	0.18	0.41	0.52	0.68	0.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	16.8	11.6	9.2	7.8
每股股息(人民币)	0.150	0.146	0.124	0.158	0.187
股息率(%)	1.8	1.8	1.5	1.9	2.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1.2018 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017Y	2018Y	同比变动(%)
营业收入	5,030.2	4,370.8	(13.1)
营业利润	785.5	424.6	(46.0)
净利润	648.2	352.5	(45.6)
归属于上市公司股东的净利润	643.1	351.6	(45.3)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	466.6	248.3	(46.8)
营业成本	3,876.9	3,315.8	(14.5)
毛利润	1,153.3	1,054.9	(8.5)
销售费用	135.7	149.7	10.3
管理费用	178.7	198.9	11.3
研发费用	212.8	257.6	21.0
财务费用	57.9	85.5	47.6
资产减值损失	(14.1)	49.3	449.0
销售费用率(%)	2.7	3.4	
管理费用率(%)	3.6	4.6	
研发费用率(%)	4.2	5.9	
财务费用率(%)	1.2	2.0	
毛利率(%)	22.9	24.1	
净利率(%)	12.9	8.1	

资料来源: 公司公告、中银国际证券

图表 2. Q4 业绩摘要

(人民币, 百万)	2017Q4	2018Q4	同比变动(%)
营业收入	1,262.9	1,143.2	(9.5)
营业利润	199.6	13.3	(93.3)
净利润	70.8	(14.9)	(121.1)
归属于上市公司股东的净利润	69.5	(16.3)	(123.4)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	(12.2)	(59.3)	(384.5)
营业成本	1,068.8	874.8	(18.2)
毛利润	194.1	268.5	38.3
销售费用	27.2	57.2	110.1
管理费用	58.5	62.1	6.1
研发费用	58.8	108.9	85.0
财务费用	28.9	28.1	(3.0)
资产减值损失	15.9	45.6	186.0
销售费用率(%)	2.2	5.0	
管理费用率(%)	4.6	5.4	
研发费用率(%)	4.7	9.5	
财务费用率(%)	2.3	2.5	
毛利率(%)	15.4	23.5	
净利率(%)	5.6	(1.3)	

资料来源: 公司公告、中银国际证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,030	4,371	5,332	6,132	7,236
销售成本	(3,922)	(3,359)	(4,093)	(4,678)	(5,521)
经营费用	(201)	(334)	(279)	(290)	(366)
息税折旧前利润	908	678	960	1,164	1,349
折旧及摊销	(312)	(321)	(354)	(393)	(429)
经营利润(息税前利润)	595	357	606	771	921
净利息收入/(费用)	(58)	(85)	(45)	(35)	(28)
其他收益/(损失)	46	31	107	117	116
税前利润	784	424	668	852	1,009
所得税	(136)	(71)	(114)	(145)	(172)
少数股东权益	(5)	(1)	(2)	(2)	(3)
净利润	643	352	553	705	835
核心净利润	643	352	553	705	835
每股收益(人民币)	0.476	0.260	0.413	0.526	0.623
核心每股收益(人民币)	0.476	0.260	0.420	0.533	0.631
每股股息(人民币)	0.150	0.146	0.124	0.158	0.187
收入增长(%)	35	(13)	22	15	18
息税前利润增长(%)	65	(40)	70	27	19
息税折旧前利润增长(%)	66	(25)	42	21	16
每股收益增长(%)	106	(45)	58	28	18
核心每股收益增长(%)	40	(48)	147	27	18

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	583	302	668	852	1,009
折旧与摊销	312	321	354	393	429
净利息费用	58	85	45	35	28
运营资本变动	(830)	(252)	226	(380)	84
税金	70	52	(114)	(145)	(172)
其他经营现金流	43	43	(485)	159	(768)
经营活动产生的现金流	237	551	695	914	610
购买固定资产净值	(39)	27	250	250	250
投资减少/增加	142	25	50	60	60
其他投资现金流	(268)	(592)	(514)	(512)	(516)
投资活动产生的现金流	(164)	(539)	(214)	(202)	(206)
净增权益	0	0	(10)	0	0
净增债务	(609)	1,524	(148)	(170)	(62)
支付股息	(202)	(197)	(166)	(212)	(251)
其他融资现金流	(26)	(1,159)	(85)	(34)	(28)
融资活动产生的现金流	(837)	169	(409)	(416)	(341)
现金变动	(764)	180	72	296	63
期初现金	1,132	374	660	732	1,028
公司自由现金流	73	11	481	712	404
权益自由现金流	(478)	1,621	378	577	369

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	374	660	732	1,028	1,091
应收帐款	2,124	2,243	2,793	2,990	3,973
库存	815	807	1,219	992	1,679
其他流动资产	419	301	346	359	420
流动资产总计	3,733	4,011	5,089	5,369	7,163
固定资产	2,113	2,446	2,398	2,318	2,211
无形资产	615	642	586	522	451
其他长期资产	1,226	1,320	1,373	1,411	1,458
长期资产总计	3,954	4,408	4,357	4,252	4,120
总资产	9,116	9,845	10,841	10,987	12,623
应付帐款	1,741	1,775	2,501	2,346	3,414
短期债务	192	990	800	600	500
其他流动负债	196	932	1,051	1,053	1,131
流动负债总计	2,129	3,697	4,352	3,999	5,045
长期借款	750	0	0	0	0
其他长期负债	67	67	71	74	77
股本	1,350	1,350	1,340	1,340	1,340
储备	4,742	4,891	4,998	5,492	6,077
股东权益	6,092	6,241	6,338	6,832	7,417
少数股东权益	78	79	80	82	85
总负债及权益	9,116	9,845	10,841	10,987	12,623
每股帐面价值(人民币)	4.51	4.62	4.73	5.10	5.53
每股有形资产(人民币)	4.06	4.15	4.29	4.71	5.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.13)	0.24	0.05	(0.32)	(0.44)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	15.5	18.0	19.0	18.6
息税前利润率(%)	11.8	8.2	11.4	12.6	12.7
税前利润率(%)	11.6	6.9	12.5	13.9	14.0
净利率(%)	8.8	5.3	10.4	11.5	11.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.1	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	10.3	4.2	13.5	22.0	33.5
净权益负债率(%)	9.2	5.2	1.1	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	0.9	0.9	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	17.4	31.8	20.1	15.7	13.3
核心业务市盈率(倍)	17.4	31.8	20.1	15.7	13.3
市净率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	47.1	20.3	16.0	12.1	18.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	16.8	11.6	9.2	7.8
周转率					
存货周转天数	80.0	88.1	90.3	86.2	88.3
应收帐款周转天数	161.5	182.4	172.4	172.1	175.6
应付帐款周转天数	144.2	146.8	146.3	144.3	145.3
回报率					
股息支付率(%)	45.8	85.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	7.6	3.7	8.8	10.7	11.7
资产收益率(%)	4.8	2.9	4.9	5.9	6.5
已运用资本收益率(%)	2.2	1.2	1.9	2.4	2.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371