

万里扬 (002434)

公司研究/点评报告

1Q19 业绩跌幅显著收窄，全年有望迎乘变业务突破

—2019 年 1 季报点评

点评报告/汽车

2019 年 04 月 26 日

一、事件概述

公司发布 2019 年一季报：1Q19 营收为 9.68 亿元，同比降 5.14%；归母净利润为 1.16 亿元，同比降 11.70%，较 2018 全年跌幅显著收窄；扣非归母净利润为 0.74 亿元，同比降 41.35%（其中非经常项目主要为 0.52 亿政府补助）。

二、分析与判断

➤ 收入端：1Q19 营收同比承压，环比降幅收窄

公司 1Q19 营收为 9.68 亿元，同比降 5.14%，较 4Q18 降幅收窄 4.34 个百分点。同比口径看，我们预计公司商用车变速器（受益于公司产品结构改善）、乘用车自动变速器业务（受益于 CVT 新客户开启供货）实现增长，内外饰业务及乘用车 MT 业务承压。

➤ 利润端：毛利率环比大幅回升，财务、研发费用率施压利润率

1) 毛利率：公司 1Q19 毛利率为 27.67%，同/环比分别降 0.02/增 3.54 个百分点，预计公司毛利率环比提升主要受商变业务驱动，主因为商变产品线中国六产品、G 系列变速器等高毛利率产品占比提升；2) 费用率：公司 1Q19 费用率为 17.73%，同比增 4.50 个百分点，主因为财务费用率同比增 1.95 个百分点（1Q19 短期借款同比增 1 亿），研发费用同比增 1.95 个百分点；3) 净利率：公司 1Q19 扣非净利率为 7.69%，同比降 4.75 个百分点，主要受费用率攀升压制。

➤ 乘变业务迎突破，新能源领域储备充分

1) 乘变方面，公司 2018 年完成了长城汽车、一汽集团、观致汽车等 5 家新客户开发，CVT/MT 产品分别搭载了 21 个/6 个车型适配。其中 CVT25 产品已于 2H18 量产搭载于艾瑞泽 GX，1Q19 起公司的 CVT 系列产品有望逐步搭载于吉利、比亚迪等客户车型，我们预计公司 CVT 产品 19-21 年出货量复合增速超 100%；2) 新能源：当前公司已有几款减速器、EDS 驱动系统、PHEV 产品进入样机制造和搭载试车阶段，并于上海车展发布了国内领先的 E-CVT 方案，我们认为公司混动技术储备国内领跑，无惧新能源时代竞争。

三、投资建议

公司 2H18 量产的 CVT25 产品力强劲，性价比优秀，我们认为公司将于 2019 年迎来乘变业务突破，有望成长为国内第三方变速器领域领跑者。预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.4/0.6/0.7 元，PE 分别为 19/14/11 倍，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

车市销量不及预期，客户开发进展不及预期，产能建设进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,371	6,034	8,576	11,267
增长率（%）	-13.1%	38.1%	42.1%	31.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	352	531	743	968
增长率（%）	-45.3%	50.9%	40.0%	30.4%
每股收益（元）	0.3	0.4	0.6	0.7
PE（现价）	29	19	14	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

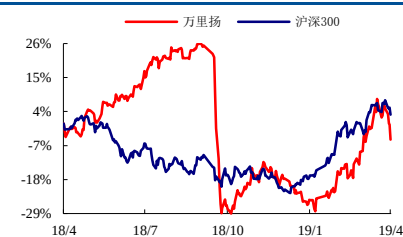
当前价格： 7.61 元

交易数据

2019-4-25

近 12 个月最高/最低(元)	10.12/5.68
总股本（百万股）	1,340
流通股本（百万股）	1,009
流通股比例（%）	75.30
总市值（亿元）	102
流通市值（亿元）	77

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号： S0100519020001

电话： 021-60876718

邮箱： qiangchaoting@mszq.com

研究助理：陈逸同

执业证号： S0100118060035

电话： 010-85127785

邮箱： chenytong@mszq.com

相关研究

1.万里扬 (002434) 2017 年业绩点评：公司业绩不及预期 静待乘用车 CVT 业务放量增长

2.万里扬 (002434) 三季报点评：公司业绩符合预期 CVT 新客户放量是关键

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,371	6,034	8,576	11,267
营业成本	3,316	4,584	6,512	8,524
营业税金及附加	43	54	77	101
销售费用	150	181	257	338
管理费用	457	555	789	1,037
EBIT	406	660	941	1,267
财务费用	85	118	168	220
资产减值损失	49	20	20	20
投资收益	31	53	44	43
营业利润	425	675	897	1,170
营业外收支	(1)	(3)	(3)	(3)
利润总额	424	641	897	1,170
所得税	71	111	156	203
净利润	352	530	741	967
归属于母公司净利润	352	531	743	968
EBITDA	760	1,033	1,372	1,738

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	660	461	701	836
应收账款及票据	2142	2731	4028	5379
预付款项	46	63	91	118
存货	807	1107	1538	2052
其他流动资产	255	255	255	255
流动资产合计	4011	5108	7062	9218
长期股权投资	363	363	363	363
固定资产	1674	2174	2674	2874
无形资产	258	274	312	336
非流动资产合计	5834	5679	5468	5218
资产合计	9845	10787	12530	14436
短期借款	990	910	930	950
应付账款及票据	1775	2437	3530	4576
其他流动负债	21	21	21	21
流动负债合计	3697	4312	5517	6658
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	67	67	67	67
非流动负债合计	67	67	67	67
负债合计	3765	4380	5584	6725
股本	1350	1350	1350	1350
少数股东权益	79	77	76	74
股东权益合计	6080	6407	6946	7710
负债和股东权益合计	9845	10787	12530	14436

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-13.1%	38.1%	42.1%	31.4%
EBIT 增长率	-30.2%	62.5%	42.7%	34.7%
净利润增长率	-45.3%	50.9%	40.0%	30.4%
盈利能力				
毛利率	24.1%	24.0%	24.1%	24.3%
净利润率	8.0%	8.8%	8.7%	8.6%
总资产收益率 ROA	3.6%	4.9%	5.9%	6.7%
净资产收益率 ROE	5.9%	8.4%	10.8%	12.7%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.2	0.1	0.1	0.1
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	89.3	101.6	96.3	95.7
存货周转天数	89.3	88.1	86.1	87.8
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.6	0.7
每股净资产	4.4	4.7	5.1	5.7
每股经营现金流	0.4	0.3	0.5	0.4
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	29.3	19.4	13.8	10.6
PB	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.9	11.1	8.2	6.4
股息收益率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	352	530	741	967
折旧和摊销	403	393	451	490
营运资金变动	(257)	(599)	(529)	(900)
经营活动现金流	551	355	663	559
资本开支	635	252	221	219
投资	66	0	0	0
投资活动现金流	(539)	(199)	(177)	(176)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	798	0	0	0
筹资活动现金流	169	(355)	(246)	(248)
现金净流量	180	(199)	240	135

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育&中小盘行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

陈逸同，汽车行业研究员，上海交通大学管理科学与工程硕士。曾任上汽乘用车变速箱部工程师、威尔森咨询研究员。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。