



002434.SZ

买入

市场价格：人民币 5.93

板块评级：强于大市

股价表现



万里扬

CVT 客户拓展顺利，新能源产品布局齐全

公司是国内知名汽车零部件供应商，产品覆盖乘用车变速器、商用车变速器、新能源驱动系统以及汽车内饰件等，也是国内中轻卡变速器龙头企业。公司新产品 CVT25 已开始配套吉利帝豪 GS、GL 等多款畅销车型，并通过比亚迪、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，CVT 发展前景可期。新能源汽车领域，公司布局三合一电驱动总成、纯电动无极变速器 E-CVT、混合动力无极变速器等产品，纯电动及混动全面覆盖，未来发展前景看好。此外商用车 AMT 量产上市，助力单价及盈利能力提升；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，持续推荐。

支撑评级的要点

- **CVT 市场前景广阔，客户持续拓展前景可期。**在消费升级的趋势下，国内自动变速箱渗透率持续提升，CVT 市场前景广阔。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，2019 年开始配套吉利帝豪 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。CVT 新客户不断拓展，发展前景可期。
- **新能源产品布局齐全，发展前景看好。**在新能源汽车领域，公司布局纯电动减速器、二合一电驱动总成、三合一电驱动总成、纯电动无极变速器 E-CVT、混合动力无极变速器等产品，纯电动及混动全面覆盖，且纯电动 E-CVT 产品为全球首创，可以降低能耗约 5%-8%，在新能源汽车积分电耗要求大幅提升的背景下，未来发展前景看好。
- **商用车 AMT 量产提升盈利能力，内饰业务有望扭亏为盈。**公司自主研发的轻卡自动变速器 (AMT) 2018 年 3 月搭载福田奥铃 CTS 上市销售，AMT 产品单车价值量高达 6000-8000 元，国内供应稀缺，后续公司产品有望配套更多客户，大幅提升商用车变速器的盈利能力。内饰业务方面，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)	12.4	22.8	14.4	11.3	9.5
价格/每股现金流量(倍)	33.7	14.5	11.4	8.7	13.0
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)	8.6	12.2	8.3	6.5	5.5
每股股息 (人民币)	0.150	0.146	0.124	0.158	0.187
股息率 (%)	2.5	2.5	2.1	2.7	3.2

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.1)	(10.6)	(11.6)	(37.6)
相对深证成指	(31.9)	(7.7)	(10.7)	(42.6)

发行股数 (百万)	1,340
流通股 (%)	75
总市值 (人民币 百万)	7,946
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	26
净负债比率 (%) (2019E)	1
主要股东 (%)	
万里扬集团有限公司	29

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以 2019 年 8 月 9 日收市价为标准

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

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

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	563	715	845
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)	12.4	22.8	14.4	11.3	9.5
核心业务市盈率 (倍)	12.4	22.8	14.1	11.1	9.4
市净率 (倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
价格/现金流 (倍)	33.7	14.5	11.4	8.7	13.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.6	12.2	8.3	6.5	5.5
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