

1月 CVT+G 系列销量表现靓丽

买入 (首次)

2020年02月18日

证券分析师 黄细里

执业证号: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4370.75	5082.94	5385.79	7067.36
同比 (%)	-13.11%	16.29%	5.96%	31.22%
归母净利润 (百万元)	351.61	486.46	668.49	934.85
同比 (%)	-45.33%	38.35%	37.42%	39.84%
每股收益 (元/股)	0.26	0.36	0.50	0.70
P/E (倍)	35.44	25.62	18.64	13.33

投资要点

- 公告要点:** 万里扬 2020 年 1 月变速器总销量 113868 台, 同比增长 8.39%。商用车变速器销量 55900 台, 同比下降 19.86%, 其中 G 系列高端变速器销量 20721 台, 同比增长 99.22%。乘用车变速器销量 56068 台, 同比增长 58.83%, 其中 CVT 变速器销量 30673 台, 同比增长 433.91%。新能源汽车驱动总成销量 1900 台, 同比增长 100% (19 年这一块销量为 0), 其中销量数据全部来自 EV 减速器。
- CVT 变速器+G 系列商变 1 月销量表现靓丽。** 虽然 1 月份存在春节较早因素, 总体公司变速器销量表现较佳 (同比+8.39%), 尤其是受益国六升级带来渗透率提升的 G 系列商变 (同比+99.22%), 受益吉利配套上量带动的 CVT 变速器 (同比+433.91%)。另外, 剔除 CVT 变速器之后的乘用车手变表现也较佳, EV 减速器实现了突破, 实现 1900 台。
- 公司是自主变速器优秀企业。** 内生+外延双管齐下, 从商用车变速器—乘用车手动变速器—乘用车 CVT 自动变速器, 万里扬不断拓展变速器产品线。早期专注于商用车 (轻卡、中卡、重卡) 的变速器研发, 2015 年 6 月收购吉利汽车的乘用车手动变速器资产, 于 2016 年 5 月, 以 26 亿元的交易价格收购奇瑞变速器 100% 股权, 获得奇瑞 CVT 自动变速器技术。商用车变速器是公司传统拳头产品, 营收规模从一直稳定在 11 亿元以上, 而轿车手动变速器目前已经稳定在 8-10 亿元, 乘用车 CVT 自动变速器业务成为公司 2017 年以来核心增长点。
- CVT 格局生变, 万里扬综合实力逐步增强。** “加特可+邦奇+万里扬+江麓容大” 是国内主要独立第三方 CVT 供应商。加特可目前只配套于日系品牌。邦奇是目前自主品牌 CVT 变速箱主要配套商。万里扬和江麓容大是国内自主 CVT 供应商之一, 主要配套力帆/众泰等。未来国内自主品牌 CVT 变速器格局核心看万里扬与邦奇之间的竞争。受股东方影响及自身研发和服务能力响应国内客户较慢, 邦奇下游配套综合能力有所拖累, 而相比之下, 万里扬综合实力逐步增强。
- 2020-2021 年公司业绩有望迎来反转。** 1) CVT 配套吉利渐入收获期, 将成为业绩最大的弹性点。根据公告目前已经配套吉利五款车型: 远景 X3+远景 S1+远景 SUV+帝豪 GL+帝豪 GS, 2020-2021 年将是核心上量阶段。2) 随着自主品牌渗透率提升, 乘用车手动变速器稳步发展。3) 受益国六升级, 商用车 G 系列有望迎来量价齐升。4) 前期亏损的内饰业务已经完成剥离。预计 2019-2021 年公司归母净利润 4.86/6.68/9.35 亿元, 同比增长 38.35%/37.42% /39.84%, 对应 EPS 为 0.36/0.50/0.70 元, 对应 PE 为 25.62/18.64/13.33 倍。基于看好公司未来 2 年业绩高增长以及目前估值处于合理位置, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 乘用车需求复苏低于预期; CVT 格局出现新进入者。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.30
一年最低/最高价	5.71/10.61
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	10916.22

基础数据

每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	38.39
总股本(百万股)	1340.00
流通 A 股(百万股)	1173.79

相关研究

万里扬三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4011.19	4295.49	4587.90	6184.50	营业收入	4370.75	5082.94	5385.79	7067.36
现金	660.20	400.00	531.85	935.05	减:营业成本	3315.82	3804.71	3986.04	5217.03
应收账款	2142.24	2491.31	2639.74	3463.94	营业税金及附加	42.84	45.27	47.97	62.95
存货	806.59	977.62	944.10	1281.75	营业费用	149.66	177.90	161.57	212.02
其他流动资产	255.02	256.54	291.55	267.70	管理费用	198.91	228.73	204.66	212.02
非流动资产	5833.53	5840.45	5861.27	5898.38	财务费用	85.49	93.36	81.69	63.94
长期股权投资	362.86	366.57	350.11	359.85	资产减值损失	49.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	1674.21	1688.82	1689.88	1669.22	加:投资净收益	31.37	0.00	0.00	0.00
在建工程	771.55	893.24	994.59	1075.67	其他收益	122.01	100.00	100.00	100.00
无形资产	586.17	526.86	475.86	431.99	营业利润	424.55	573.74	788.43	1102.57
其他非流动资产	2408.74	23.35	23.21	23.32	加:营业外净收支	-0.87	0.00	0.00	0.00
资产总计	9844.72	10135.93	10449.17	12082.88	利润总额	423.68	573.74	788.43	1102.57
流动负债	3697.35	3252.56	2908.11	3602.52	减:所得税费用	71.19	86.06	118.26	165.39
短期借款	990.28	1045.05	600.00	600.00	少数股东损益	0.88	1.22	1.67	2.34
应付账款	1774.68	2036.34	2133.39	2792.24	归属母公司净利润	351.61	486.46	668.49	934.85
其他流动负债	913.26	149.07	154.05	180.68	EBIT	473.20	664.97	868.92	1165.70
非流动负债	67.25	85.88	73.40	75.51	EBITDA	827.32	1041.60	1270.91	1604.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	67.25	85.88	73.40	75.51	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3764.60	3338.44	2981.51	3678.03	每股收益(元)	0.26	0.36	0.50	0.70
少数股东权益	78.51	79.72	81.40	83.74	每股净资产(元)	4.45	5.01	5.51	6.21
归属母公司股东权益	6001.62	6717.77	7386.27	8321.11	发行在外股份(百万股)	1350	1340	1340	1340
负债和股东权益	9844.72	10135.93	10449.17	12082.88	ROIC(%)	5.06%	7.24%	9.21%	11.06%
					ROE(%)	5.74%	7.56%	9.37%	11.78%
					毛利率(%)	24.14%	25.15%	25.99%	26.18%
					销售净利率(%)	8.06%	9.59%	12.44%	13.26%
					资产负债率(%)	38.24%	32.94%	28.53%	30.44%
					收入增长率(%)	-13.11%	16.29%	5.96%	31.22%
					净利润增长率(%)	-45.33%	38.35%	37.42%	39.84%
					P/E	35.44	25.62	18.64	13.33
					P/B	2.09	1.86	1.69	1.50
					EV/EBITDA	1076.78	12.70	9.95	7.63

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

