

CVT 带动 2019Q4 收入高增长

买入 (维持)

2020 年 02 月 29 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)	4,371	5,205	5,454	7,163
同比 (%)	-13.1%	19.1%	4.8%	31.3%
归母净利润 (百万元)	352	432	645	906
同比 (%)	-45.3%	22.8%	49.2%	40.6%
每股收益 (元/股)	0.26	0.32	0.48	0.68
P/E (倍)	34.87	28.39	19.02	13.53

投资要点

■ **公告要点:** 万里扬 2019 年公布业绩快报, 2019 年营业收入 52.05 亿元, 同比增长 19.1%, 其中 Q4 实现 19.09 亿元, 同比增长 67.03%; 2019 年归母净利润 4.32 亿元, 同比增长 22.75%, 其中 Q4 实现 0.84 亿元, 上期亏损 0.16 亿元。2019 年 EPS 实现 0.33 元。

■ **CVT 变速器开启放量, 推动 2019Q4 收入高增长, 略好于我们前期测算, 主要原因分析如下。** 1) CVT 变速器是最大增量来源。2019 年 5 月以来, 公司自主研发的全新一代智能变速器 CVT25 和 CVT18 先后搭载吉利汽车的远景 SUV、帝豪 GS、帝豪 GL、远景 X3、远景 S1 和奇瑞汽车的艾瑞泽 GX 等国六车型正式量产, 配套比亚迪汽车、观致汽车、野马汽车的相关车型也先后实现量产, 是推动 Q4 收入端实现同比 67.03% 最核心增量。2) G 系列商变是第二大增量来源。借助国六升级契机+“大吨小标”, 公司推出的 G 系列高端变速器产品迎合了轻卡行业品质升级需求, 从而带动商变量价齐升。3) 乘用车手变是第三大增量。6MT 产品除了原有吉利+奇瑞配套增长, 2019 年 8 月开始批量供货长城汽车, 带动乘用车手变增长。**2019Q4 归母净利润低于我们前期测算, 可能原因推测分析:** 2019Q4 随着公司收入环比 Q3 增加 7 个亿元收入, 且客户上主要增量来源于吉利等自主品牌。考虑到自主品牌给与供应商账期相比合资品牌较长, 可能会导致应收账款增加, 而根据会计准则应收账款需要按照不同期限提取不同比例坏账准备所致。

■ **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。

■ **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。考虑到下游自主品牌客户账期较长, 2019-2021 年公司归母净利润预测调整为 4.32/6.45/9.06 亿元, 同比增长 22.8%/49.2%/40.6%, 对应 EPS 为 0.32/0.48/0.68 元, 对应 PE 为 28.39/19.02/13.53 倍。维持“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)	9.15
一年最低/最高价	5.71/10.75
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	10740.15

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

1、《万里扬 (002434): 1 月 CVT+G 系列销量表现靓丽》
2020-02-18

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	4,011	4,268	4,542	6,122	营业收入	4,371	5,205	5,454	7,163
现金	660	400	566	968	减:营业成本	3,316	3,850	4,047	5,301
应收账款	2,142	2,448	2,543	3,345	营业税金及附加	43	52	49	64
存货	807	989	959	1,302	营业费用	150	198	164	215
其他流动资产	255	257	292	268	管理费用	199	234	207	215
非流动资产	5,834	5,843	5,863	5,900	财务费用	85	93	82	63
长期股权投资	363	367	350	360	资产减值损失	49	103	27	36
固定资产	1,674	1,689	1,690	1,669	加:投资净收益	31	0	0	0
在建工程	772	893	995	1,076	其他收益	122	100	100	100
无形资产	586	527	476	432	营业利润	425	509	760	1,069
其他非流动资产	2,409	23	23	23	加:营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	9,845	10,110	10,405	12,022	利润总额	424	509	760	1,069
流动负债	3,697	3,282	2,942	3,649	减:所得税费用	71	76	114	160
短期借款	990	1,048	600	600	少数股东损益	1	1	2	2
应付账款	1,775	2,061	2,166	2,837	归属母公司净利润	352	432	645	906
其他流动负债	913	150	155	182	EBIT	473	601	841	1,131
非流动负债	67	86	73	76	EBITDA	827	977	1,242	1,570
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	67	86	73	76	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,765	3,368	3,016	3,725	每股收益(元)	0.26	0.32	0.48	0.68
少数股东权益	79	80	81	83	每股净资产(元)	4.45	4.97	5.45	6.13
归属母公司股东权益	6,002	6,663	7,308	8,214	发行在外股份(百万股)	1350	1340	1340	1340
负债和股东权益	9,845	10,110	10,405	12,022	ROIC(%)	5.1%	6.6%	9.0%	10.9%
					ROE(%)	5.7%	6.7%	9.1%	11.6%
					毛利率(%)	24.1%	26.0%	25.8%	26.0%
					销售净利率(%)	8.1%	8.3%	11.8%	12.7%
					资产负债率(%)	38.2%	33.3%	29.0%	31.0%
					收入增长率(%)	-13.1%	19.1%	4.8%	31.3%
					净利润增长率(%)	-45.3%	22.8%	49.2%	40.6%
					P/E	34.87	28.39	19.02	13.53
					P/B	2.06	1.84	1.68	1.49
					EV/EBITDA	1076.78	13.34	9.99	7.65

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>

