

Q3 业绩继续高增长，超预期

买入 (维持)

2020 年 10 月 19 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,100	5,649	7,401	8,990
同比 (%)	16.7%	10.8%	31.0%	21.5%
归母净利润 (百万元)	400	750	950	1,212
同比 (%)	13.9%	87.4%	26.7%	27.5%
每股收益 (元/股)	0.30	0.56	0.71	0.90
P/E (倍)	33.04	17.63	13.92	10.92

投资要点

■ **公告要点:** 2020Q3 公司实现营收 15.87 亿元, 同比+31.45%; 归母净利润 2.31 亿元, 同比+98.98%; 扣非净利润 1.56 亿元, 同比+64.54%。2020 年 Q3 变速器总销量 393880 台, 同比+35.17%。商用车变速器销量 199113 台, 同比+31.26%, 其中 G 系列高端变速器销量 86222 台, 同比+80.71%。乘用车变速器销量 105707 台, 同比+41.81%, 其中 CVT 变速器销量 122025 台, 同比+67.91%。新能源汽车驱动总成销量为 16 台。

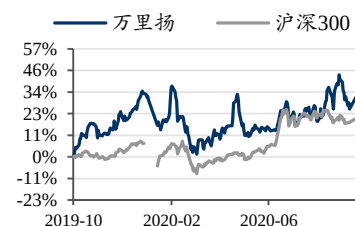
■ **2020Q3 收入&净利润继续高增长, 超预期。** 2020Q3 狭义乘用车产量实现 534.5 万辆, 同比+7.03%; 批发销量实现 543.3 万辆, 同比+7.48%, 整体持续复苏。万里扬业绩高增长好于行业, 核心原因在于公司 Q3 出货量同比+35.17%, 同比高增长。净利润增速远高于收入端原因在于: 1) 规模效应增加+零部件自制率提升, 带来毛利率同比改善 4.2 个百分点, 环比改善 2.5 个百分点; 2) 投资收益同比增加 2000 万元, 其他收益同比增加 5300 万元。公司三费管理加强: 1) 管理费用同比下降同比-38.58%, 主要原因为内部经营效率提升+内饰剥离不纳入并表; 2) 研发费用同比+39.05%, 主要原因为公司持续加大未来新产品的投入; 3) 财务费用同比-80.77%, 主要原因为本期大额债务全额偿还+报告期银行利率下降, 利息支出减少。

■ **万里扬综合实力逐步增强, Q4 业绩预期继续向好。** “加特可+万里扬+邦奇”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。万里扬是国内自主 CVT 供应商之一, 主要配套奇瑞等。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。展望 Q4, CVT+G 变速器继续放量同比高增长, 进一步助推公司利润同比向上。

■ **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 SUV+帝豪 GL+帝豪 GS+缤瑞, 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。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 7.50/9.50/12.12 亿元, 同比+87.4%/+26.7%/+27.5%, 对应 EPS 为 0.56/0.71/0.90 元, 对应 PE 为 17.63/13.92/10.92 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)	9.87
一年最低/最高价	7.20/11.25
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	11585.13

基础数据

每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	43.92
总股本(百万股)	1340.00
流通 A 股(百万股)	1173.77

相关研究

- 1、《万里扬 (002434): 9 月出货量继续增加, CVT+G 持续高增长》2020-10-14
- 2、《万里扬 (002434): 8 月 CVT+G 系列变速器维持高增长》2020-09-11
- 3、《万里扬 (002434): Q2 收入&净利润均快速增长, 超预期》2020-08-26

万里扬三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,179	5,389	7,189	9,381	营业收入	5,100	5,649	7,401	8,990
现金	715	883	1,391	2,440	减:营业成本	4,009	4,289	5,632	6,777
应收账款	2,018	2,236	2,929	3,558	营业税金及附加	36	56	66	80
存货	701	899	1,178	1,341	营业费用	183	181	237	288
其他流动资产	969	529	585	694	管理费用	196	169	222	270
非流动资产	5,722	5,958	5,899	5,761	财务费用	89	58	29	11
长期股权投资	394	359	372	375	资产减值损失	-19	0	0	0
固定资产	2,419	2,282	2,148	2,004	加:投资净收益	53	20	20	20
在建工程	530	700	840	952	其他收益	170	190	140	150
无形资产	557	498	447	403	营业利润	417	823	1,042	1,329
其他非流动资产	1,823	21	21	20	加:营业外净收支	-6	0	0	0
资产总计	10,902	11,347	13,088	15,142	利润总额	411	823	1,042	1,329
流动负债	4,483	4,027	4,822	5,670	减:所得税费用	16	82	104	133
短期借款	1,407	800	600	600	少数股东损益	-5	-9	-12	-15
应付账款	2,844	3,043	3,995	4,808	归属母公司净利润	400	750	950	1,212
其他流动负债	193	156	185	208	EBIT	488	880	1,070	1,340
非流动负债	183	139	147	156	EBITDA	902	1,349	1,563	1,861
长期借款	50	50	50	50	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	133	89	97	106	每股收益(元)	0.30	0.56	0.71	0.90
负债合计	4,667	4,166	4,969	5,827	每股净资产(元)	4.60	5.31	6.02	6.93
少数股东权益	70	61	49	34	发行在外股份(百万 股)	1340	1340	1340	1340
归属母公司股东权益	6,165	7,120	8,070	9,281	ROIC(%)	6.1%	9.9%	11.0%	12.1%
负债和股东权益	10,902	11,347	13,088	15,142	ROE(%)	6.5%	11.2%	12.4%	13.9%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	21.4%	24.1%	23.9%	24.6%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.8%	13.1%	12.7%	13.3%
经营活动现金流	785	1,118	1,158	1,504	资产负债率(%)	42.8%	36.7%	38.0%	38.5%
投资活动现金流	-295	-495	-419	-441	收入增长率(%)	16.7%	10.8%	31.0%	21.5%
筹资活动现金流	-561	-455	-231	-15	净利润增长率(%)	13.9%	87.4%	26.7%	27.5%
现金净增加额	-71	168	508	1,049	P/E	33.04	17.63	13.92	10.92
折旧和摊销	414	468	493	521	P/B	2.15	1.86	1.64	1.42
资本开支	-503	-395	-400	-400	EV/EBITDA	1409.23	9.85	8.03	6.18
营运资本变动	90	285	-33	-111					

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>