万里扬（002434）

10 月出货量继续增加，CVT+G 表现靓丽

买入（维持）

2020 年 11 月 10 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：**

2020 年 10 月变速器总销量 147511 台，同比+1.33%。商用车变速器销量 65610 台，同比+4.30%，其中 G 系列高端变速器销量 29915 台，同比+30.93%。乘用车变速器销量 81881 台，同比+3.97%，其中 CVT 变速器销量 46418 台，同比+34.69%。新能源汽车驱动总成销量为 20 台。

■ **10 月出货量同比继续收窄，CVT+G 系列表现靓丽。**10 月狭义乘用车产量实现 202.9 万辆，同比+6.6%；批发销量实现 207.2 万辆，同比+8.7%，符合预期。疫情影响逐步减弱+中央/地方刺激政策+汽车消费旺季来临+车展刺激四大因素影响下，乘用车产批向好。10 月出货量同比有所收窄**核心原因为去年同期基数较高**。CVT+G 系列同比依然保持领先。

■ **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+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。

■ **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)	10.91
一年最低/最高价	7.61/12.28
市净率(倍)	2.23
流通 A 股市值(百万元)	12805.85

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）：Q3 业绩继续高增长，超预期》2020-10-20
2、《万里扬（002434）：9 月出货量继续增加，CVT+G 持续高增长》2020-10-14
3、《万里扬（002434）：8 月 CVT+G 系列变速器维持高增长》2020-09-11

万里扬三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,179**	**5,389**	**7,189**	**9,381**
现金	715	883	1,391	2,440
应收账款	2,018	2,236	2,929	3,558
存货	701	899	1,178	1,341
其他流动资产	969	529	585	694
非流动资产	**5,722**	**5,958**	**5,899**	**5,761**
长期股权投资	394	359	372	375
固定资产	2,419	2,282	2,148	2,004
在建工程	530	700	840	952
无形资产	557	498	447	403
其他非流动资产	1,823	21	21	20
资产总计	**10,902**	**11,347**	**13,088**	**15,142**
流动负债	**4,483**	**4,027**	**4,822**	**5,670**
短期借款	1,407	800	600	600
应付账款	2,844	3,043	3,995	4,808
其他流动负债	193	156	185	208
非流动负债	**183**	**139**	**147**	**156**
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	133	89	97	106
负债合计	**4,667**	**4,166**	**4,969**	**5,827**
少数股东权益	70	61	49	34
归属母公司股东权益	6,165	7,120	8,070	9,281
负债和股东权益	**10,902**	**11,347**	**13,088**	**15,142**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	785	1,118	1,158	1,504
投资活动现金流	-295	-495	-419	-441
筹资活动现金流	-561	-455	-231	-15
现金净增加额	-71	168	508	1,049
折旧和摊销	414	468	493	521
资本开支	-503	-395	-400	-400
营运资本变动	90	285	-33	-111

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,100**	**5,649**	**7,401**	**8,990**
减:营业成本	4,009	4,289	5,632	6,777
营业税金及附加	36	56	66	80
营业费用	183	181	237	288
管理费用	196	169	222	270
财务费用	89	58	29	11
资产减值损失	-19	0	0	0
加:投资净收益	53	20	20	20
其他收益	170	190	140	150
营业利润	**417**	**823**	**1,042**	**1,329**
加:营业外净收支	-6	0	0	0
利润总额	**411**	**823**	**1,042**	**1,329**
减:所得税费用	16	82	104	133
少数股东损益	-5	-9	-12	-15
归属母公司净利润	**400**	**750**	**950**	**1,212**
EBIT	488	880	1,070	1,340
EBITDA	902	1,349	1,563	1,861

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.30	0.56	0.71	0.90
每股净资产(元)	4.60	5.31	6.02	6.93
发行在外股份(百万股)	1340	1340	1340	1340
ROIC(%)	6.1%	9.9%	11.0%	12.1%
ROE(%)	6.5%	11.2%	12.4%	13.9%
毛利率(%)	21.4%	24.1%	23.9%	24.6%
销售净利率(%)	7.8%	13.1%	12.7%	13.3%
资产负债率(%)	42.8%	36.7%	38.0%	38.5%
收入增长率(%)	16.7%	10.8%	31.0%	21.5%
净利润增长率(%)	13.9%	87.4%	26.7%	27.5%
P/E	33.04	17.63	13.92	10.92
P/B	2.15	1.86	1.64	1.42
EV/EBITDA	1409.23	9.85	8.03	6.18

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