

公司点评
万里扬 (002434)
汽车 | 汽车零部件
国产汽车变速器龙头，新能源业务前景广阔

2021年07月19日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **9.9-12.1 元**
交易数据

当前价格(元)	9.41
52周价格区间(元)	6.87-12.28
总市值(百万)	12596.00
流通市值(百万)	12587.17
总股本(万股)	134000.00
流通股(万股)	133907.63

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
万里扬	15.48	15.62	-2.08
汽车零部件	4.05	6.55	15.19

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

张科理

zhangkl@cfzq.com

研究助理
相关报告

- 《万里扬: 万里扬(002434.SZ)公司2019年业绩快报点评: 新品快速放量, 公司发展进入快车道》 2020-03-03
- 《万里扬: 万里扬(002434.SZ)中报点评: 业绩改善, 反转正在进行》 2018-08-14
- 《万里扬: 万里扬(002434)调研点评: 业绩触底, 期待反转》 2018-05-11

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	5099.83	6064.88	7271.71	8299.53	10352.05
净利润(百万元)	400.33	617.28	737.56	856.37	1006.99
每股收益(元)	0.30	0.47	0.55	0.64	0.75
每股净资产(元)	4.60	4.96	5.51	6.15	6.90
P/E	31.37	20.02	17.11	14.70	12.55
P/B	2.05	1.90	1.71	1.53	1.36

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 国产汽车变速器龙头, 积极开拓重卡变速器市场。**公司2020年乘用车变速器营业收入为38.42亿元, 同比增长39.61%; 乘用车变速器销量为78.6万台, 同比增长26.34%。乘用车变速器营业收入增速超过其销量增速的主要原因是, 平均单价较高的CVT变速器销量占比有所提升。公司商用车变速器营业收入为19.32亿元, 同比增长20.37%; 商用车变速器销量为75.3万台, 同比增长9.92%。公司商用车变速器绝大部分配备于轻微卡, 若以2020年290万辆的轻微卡销量进行粗略估计, 公司市场占有率达到25.97%, 处于行业龙头地位。公司在轻微卡AMT变速器上具备较强的竞争优势, 后续将积极开拓重卡变速器市场, 我们测算2025年重卡变速器整体市场空间将达到330-360亿元。
- 公司业绩增速较快, 研发费用率同步增长。**公司2021Q1业绩保持较高增速, 实现营业总收入13.55亿元, 同比增长25.05%; 实现归母净利润1.71亿元, 同比增长40.60%。公司2021Q1研发费用率为6.35%, 较2020年增长0.93pct。研发方面, 公司不仅加大对自动挡变速器产品的研发应用, 还重点发展新能源汽车传/驱动系统、DHT混动系统。
- 混动与纯电并行, 新能源业务市场空间广阔。**公司自主研发的DHT混动系统, 在同等动力情况下, 其对电机功率和扭矩要求仅为市场平均水平的一半, 在成本和降噪方面大有优势。公司应用于纯电动汽车的E-CVT变速器综合传动效率达到95%, 相比单级减速器在电耗、电机工作效率、整车NVH等方面更具优势, 并且可以有效提高纯电续航里程和降低电驱系统成本。按照国家规划, 到2025年要实现混动新车占传统能源乘用车的50%以上。以中汽协预测的2025年3000万汽车销量为基准, 2025年混动新车销量将达到1200万辆以上。以目前1.5万元平均单价的混动系统来计算, 2025年整体油电混动系统市场空间将至少达到1800亿元。
- 盈利预测:** 预计2021-2023年公司归母净利润分别为7.38亿元、8.56亿元、10.07亿元, EPS分别为0.55元、0.64元和0.75元, 对应当前股价PE倍数为17.1、14.7和12.5倍。考虑到传统燃油汽车零部件企业估值区间在10-15倍PE, 而公司作为国产变速器细分行业龙头, 大力拓展新能源业务市场, 未来成长空间巨大, 给予公司2021年18-22倍PE, 对应价格区间9.9-12.1元, 首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 汽车行业产销量不及预期, 新业务进展不及预期。

1 国产汽车变速器龙头，积极开拓重卡变速器市场

公司作为国产汽车变速器龙头，主要产品包括乘用车变速器和商用车变速器，应用于轿车、SUV、MPV、微卡、轻卡、中卡、重卡、客车等各类车型。公司乘用车变速器主要为吉利汽车、奇瑞汽车和长城汽车等国内众多知名汽车厂的相关车型提供配套，其中自主研发的 CVT18 和 CVT25 乘用车自动挡变速器广受市场好评，目前处于供不应求的状态。公司在商用车变速器的合作客户主要有福田汽车、东风汽车和中国重汽等车企，其自主开发并重点推广的 G 系列高端轻微型变速器，由于具备高效、轻便、可靠和轻量化等特点，在国标切换的背景下，市场占有率得以大幅提升。

图 1：公司乘用车变速器



资料来源：公司官网，财信证券

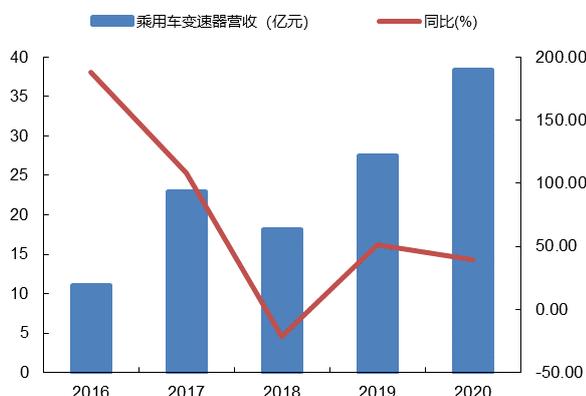
图 2：公司商用车变速器



资料来源：公司官网，财信证券

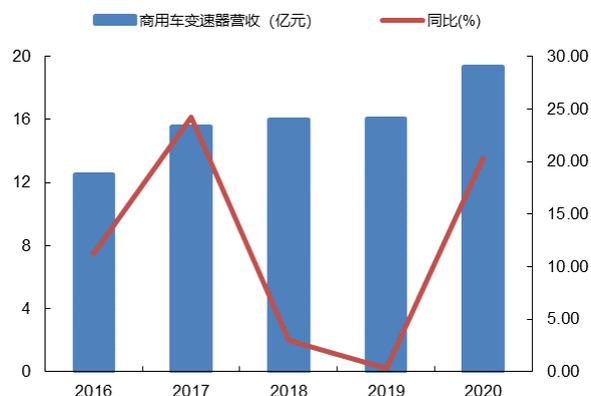
公司 2020 年乘用车变速器营业收入为 38.42 亿元，同比增长 39.61%；乘用车变速器销量为 78.6 万台，同比增长 26.34%。乘用车变速器营业收入增速超过其销量增速的主要原因是，平均单价较高的 CVT 变速器销量占比有所提升。目前公司现有乘用车变速器产能为 180 万台，包括 MT80 万台和 CVT100 万台。由于自动挡变速器是行业的大趋势，后续手动挡 MT 变速器的部分闲置产能将改造用于 DHT 混动系统和纯电动汽车减速器等产品。公司商用车变速器营业收入为 19.32 亿元，同比增长 20.37%；商用车变速器销量为 75.3 万台，同比增长 9.92%。公司商用车变速器绝大部分配备于轻微卡，若以 2020 年 290 万辆的轻微卡销量进行粗略估计，公司市场占有率达到 25.97%，处于行业龙头地位。

图 3：公司乘用车变速器营收及增速



资料来源：公司年报，财信证券

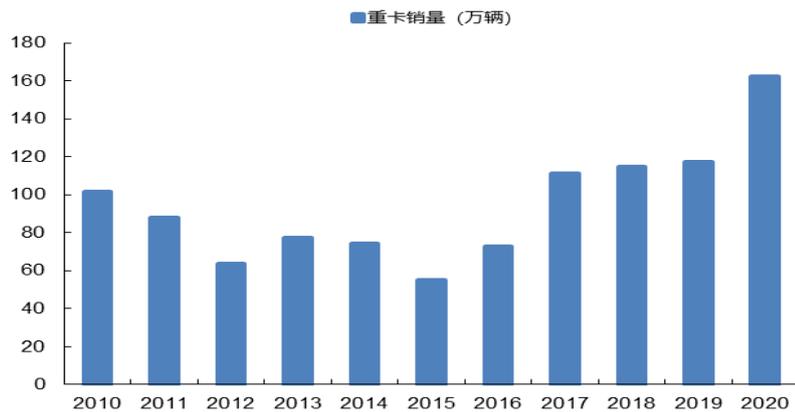
图 4：公司商用车变速器营收及增速



资料来源：公司年报，财信证券

公司在轻微卡 AMT 变速器上具备较强的竞争优势,后续将积极开拓重卡变速器市场。2020 年全国重卡销量 162.1 万辆,同比增长 38.08%,去年重卡销量得以大涨,主要系重卡国标切换所致。随着 2021 年 7 月 1 日国六标准的全面实施,后续重卡销量将趋于平稳,预计将维持在 110-120 万辆的年销量。目前国内重卡变速器基本上都是手动挡,而欧洲重卡 AMT 变速器市场占有率为 90%,美国重卡 AMT 变速器市场占有率为 85%。市场预期 2025 年国内重卡 AMT 变速器市场占有率将达到 50%,以 2 万元均价的重卡手动挡变速器和 4 万元均价的 AMT 变速器来计算,到 2025 年重卡变速器整体市场空间将达到 330-360 亿元。

图 5: 国内重卡年度销量

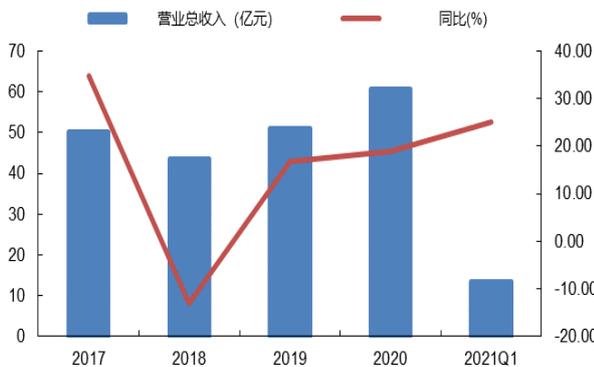


资料来源: 第一商用车网, 财信证券

2 公司业绩增速较快, 研发费用率同步增长

公司专注于汽车变速器领域的发展,自 2019 年剥离掉亏损的汽车内饰件业务后,业绩实现较快增长。公司 2020 年实现营业总收入 60.65 亿元,同比增长 18.92%;实现归母净利润 6.17 亿元,同比增长 54.19%,主要系乘用车变速器和商用车变速器销量的快速增长所致。公司 2021Q1 业绩依旧维持较高增速,实现营业总收入 13.55 亿元,同比增长 25.05%;实现归母净利润 1.71 亿元,同比增长 40.60%。

图 6: 公司营收及增速



资料来源: iFinD, 财信证券

图 7: 公司归母净利润及增速



资料来源: iFinD, 财信证券

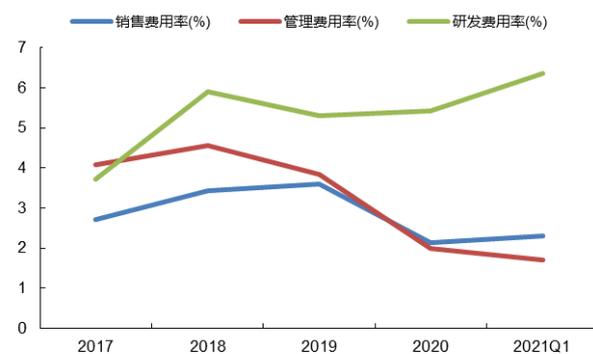
公司 2021Q1 整体销售毛利率和净利率分别为 23.31% 和 12.67%，较 2020 年全年分别增长 3.77pct 和 2.58pct。公司销售费用率和管理费用率趋于稳定，2021Q1 分别为 2.29% 和 1.70%。研发费用率持续提升，2021Q1 达到 6.35%，较 2020 年增长 0.93pct。在研发方面，公司不仅加大对自动挡变速器产品的研发应用，还重点发展新能源汽车传/驱动系统和 DHT 混动系统。

图 8：公司毛利率、净利率



资料来源：iFinD，财信证券

图 9：公司销售、管理、研发费用率



资料来源：iFinD，财信证券

3 混动与纯电并行，新能源业务市场空间广阔

根据中国汽车工程学会牵头修订编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，到 2025 年，我国要实现新能源汽车占总销量 20% 左右，混动新车占传统能源乘用车的 50% 以上。以中汽协预测的 2025 年 3000 万汽车销量为基准，2025 年新能源汽车销量将达到 600 万辆，混动新车销量将达到 1200 万辆以上。从中国经济网了解到的数据，2019 年国内混动新车销量仅为 28 万辆，占比只有 1%，因此未来油电混动将有巨大的增长空间。以目前 1.5 万元平均单价的混动系统来计算，2025 年整体油电混动系统市场空间将至少达到 1800 亿元。

公司自主研发的 DHT 混动系统，是一种基于双电机和无极变速器的混动技术。作为市场上同时具备混联、串联、并联三种混动模式的产品，在同等动力情况下，其对电机功率和扭矩的要求仅为市场平均水平的一半，在成本和降噪方面大有优势。目前公司混动系统产品有 3 个客户在进行项目对接，已经进入样车搭载测试阶段，未来有望成为公司的核心产品。

在纯电动汽车领域，目前市场上主要配备单价较低的单级减速器。然而单级减速器在低速起步和高速行驶时会使得电机使用效率偏低，且因其固定的传动比，会对电机和电池提出更高的要求。公司于 2019 年成功开发了应用于纯电动汽车的 E-CVT 变速器，该变速器综合传动效率达到 95%，相比单级减速器在电耗、电机工作效率、整车 NVH 等方面更具优势，并且可以有效提高纯电续航里程和降低电驱系统成本。公司该技术在市场具有先发优势，随着未来电动车规模不断扩大，高速公路行使场景越来越多，E-CVT 变速器有望迎来广阔的市场空间。

图 10：我国汽车技术总体发展目标



资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，财信证券

4 盈利预测

预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.38 亿元、8.56 亿元、10.07 亿元，EPS 分别为 0.55 元、0.64 元和 0.75 元，对应当前股价 PE 倍数为 17.1、14.7 和 12.5 倍。考虑到传统燃油车零部件企业估值区间在 10-15 倍 PE，而公司作为国产变速器细分行业龙头，大力拓展新能源业务市场，未来成长空间巨大，给予公司 2021 年 18-22 倍 PE，对应价格区间 9.9-12.1 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

汽车行业产销量不及预期，新业务进展不及预期。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5099.83	6064.88	7271.71	8299.53	10352.05	成长能力					
减:营业成本	4783.38	5530.76	6631.02	7572.17	9474.38	营业总收入增长率	16.68%	18.92%	19.90%	14.13%	24.73%
营业税费	35.63	23.02	45.08	43.99	77.64	营业利润增长率	-1.75%	61.71%	20.51%	16.98%	15.72%
销售费用	183.16	129.49	187.61	219.94	286.75	归母净利润增长率	13.86%	54.19%	19.48%	16.11%	17.59%
管理费用	196.26	120.98	162.89	196.70	254.66	总资产增长率	10.74%	6.23%	15.76%	11.87%	14.36%
财务费用	88.54	48.75	53.75	55.29	60.22	净资产增长率	2.72%	7.88%	11.09%	11.59%	12.21%
资产减值损失	-18.91	-0.45	0.32	-10.01	-30.53	经营现金净流增长率	42.50%	12.60%	-17.00%	29.83%	50.27%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	付息债务增长率	-16.28%	8.14%	9.66%	4.60%	3.12%
投资和汇兑收益	52.80	38.84	47.27	64.74	91.10	盈利能力					
营业利润	417.12	674.53	812.89	950.88	1100.40	毛利率	21.39%	19.54%	21.51%	21.92%	22.31%
加:营业外净收支	-5.80	-5.03	-7.43	-7.21	-5.41	税前利润率	8.07%	11.04%	11.08%	11.37%	10.58%
利润总额	411.32	669.50	805.46	943.67	1094.99	净利润率	7.75%	10.09%	10.09%	10.32%	9.77%
减:所得税	15.97	57.60	72.01	87.38	83.55	EBITDA Margin	19.07%	19.79%	18.93%	19.00%	17.43%
净利润	400.33	617.28	737.56	856.37	1006.99	EBIT Margin	10.94%	12.13%	11.87%	12.04%	11.12%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE	6.49%	9.28%	9.98%	10.39%	10.88%
货币资金	714.63	1152.66	1123.17	1223.11	1325.66	ROA	3.67%	5.33%	5.50%	5.71%	5.87%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROIC	6.96%	8.13%	8.37%	8.56%	9.14%
应收账款	570.09	581.14	896.51	864.06	1191.20	偿债能力					
应收票据	1448.33	1626.09	1992.25	2319.32	2963.81	流动比率	1.16	1.11	1.18	1.26	1.27
预付账款	76.60	68.80	87.90	104.33	126.27	速动比率	0.96	0.89	0.96	1.03	1.03
存货	701.47	864.80	1032.05	1207.28	1476.30	EBIT 利息保障倍数	5.87	12.96	10.73	11.58	12.83
其他流动资产	207.86	162.99	140.86	175.41	199.97	EBITDA/利息费用	10.23	21.14	17.11	18.28	20.11
长期应收款	186.28	272.77	375.07	431.77	455.27	总负债/净资产	74.84%	73.15%	75.29%	71.02%	75.89%
长期股权投资	393.96	614.19	727.19	832.19	899.19	资产负债率	42.81%	42.25%	42.95%	41.53%	43.15%
固定资产	2418.97	2644.76	2903.02	3099.63	3356.25	现金能力					
在建工程	529.51	395.59	265.59	290.59	410.59	经营现金净流/净利润	198.50%	144.40%	99.99%	111.19%	141.46%
无形资产	556.98	500.78	570.78	655.78	766.78	经营现金净流/经营成本	18.49%	17.69%	12.18%	13.81%	16.48%
商誉	1200.96	1200.96	1200.96	1200.96	1200.96	全部资产现金回收率	7.20%	7.63%	5.47%	6.35%	8.34%
长期待摊费用	15.40	17.22	17.24	18.28	18.62	费用率					
其他非流动资产	235.62	298.26	298.26	298.26	298.26	销售费用率	3.59%	2.14%	2.58%	2.65%	2.77%
资产总额	10901.73	11580.86	13405.67	14997.29	17151.05	管理费用率	3.85%	1.99%	2.24%	2.37%	2.46%
短期债务	1407.29	1531.97	1685.34	1765.43	1822.30	研发费用率	5.31%	5.42%	6.52%	6.94%	7.27%
应付账款	1050.99	1149.60	1360.43	1562.37	1961.05	三费/营业收入	12.75%	9.55%	11.34%	11.96%	12.50%
应付票据	1792.99	1607.04	2098.51	2229.92	2903.68	运营效率					
其他应付款	7.82	35.81	31.96	34.99	44.23	固定资产周转天数	144	150	137	130	112
其他流动负债	0.00	1.86	1.88	2.23	2.78	总资产周转天数	732	667	619	616	559
长期借款	50.07	-	-	-	-	应收票据周转天数	41	35	45	38	42
负债总额	4666.60	4892.52	5758.15	6227.80	7400.24	应收账款周转天数	104	98	100	102	105
股本	1340.00	1340.00	1340.00	1340.00	1340.00	其他应收款周转天数	50	20	35	44	38
盈余公积	221.95	290.75	401.39	529.84	680.89	存货周转天数	64	65	66	68	67
未分配利润	1771.93	2189.15	2816.07	3543.99	4399.93	应付票据周转天数	96	86	87	88	89
股东权益	6235.13	6688.35	7647.51	8769.50	9750.81	应付账款周转天数	163	120	134	126	132
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	395.35	611.90	737.56	856.37	1006.99	EPS(元)	0.30	0.47	0.55	0.64	0.75
加:折旧和摊销	414.48	464.23	532.21	585.34	616.52	BVPS(元)	4.60	4.96	5.51	6.15	6.90
资产减值损益	536.88	515.98	604.69	635.36	706.94	PE(X)	31.37	20.02	17.11	14.70	12.55
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.05	1.90	1.71	1.53	1.36
财务费用	88.54	48.75	53.75	55.29	60.22	PS(X)	2.47	2.08	1.73	1.52	1.22
投资收益	52.80	38.84	47.27	64.74	91.10	PEG	2.25	0.58	1.61	1.94	1.78
非现金支出	536.88	515.98	604.90	635.70	707.46	EV/EBITDA	10.84	10.32	9.77	8.52	7.42

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438