

万里扬 (002434)

证券研究报告

2022年08月20日

转型阵痛期短期承压，静待积极拥抱新能源涅槃而生

事件：公司发布 2022 年中报业绩，2022 年 H1 公司实现营收 23.22 亿元，同比-16.22%，归母净利润为 1.63 亿元，同比-47.66%；扣非归母净利润为 0.78 亿元，同比-69.17%；其中，22Q2 实现营收 10.56 亿元，同比-25.48%；归母净利润 0.68 亿元，同比-51.29%；扣非归母净利润为 0.22 亿元，同比-78.48%。

受宏观环境影响整体业绩短期承压，纯电及储能业务逐步贡献收入。22 年 H1 公司收入占比 67.2%的乘用车变速器业务实现营收 15.6 亿元，同比-10.9%；收入占比 23.6%的商用车实现营收 5.5 亿元，同比-35.6%；纯电动汽车减速器收入 1206.3 万元，同比+6972.9%，增幅显著；另外，公司新增储能业务贡献收入 3808.8 万元，收入占比 1.6%。其余如配件/融资租赁/其他业务分别实现收入 1.2/0.1/0.3 亿元，同比+30.9%/-10.8%/-52.1%。我们预计收入端下滑一方面受制于乘用车市场产品结构变化影响，其中手动变速箱需求显著减少所致；其次商用车行业整体需求大幅下滑，22H1 我国商用车销量仅为 170 万辆，同比-41.2%，公司商用车业务收入显著下滑。

盈利水平有所下滑，静待产品结构优化迎来修复。22H1 公司整体毛利率为 17.6%，同比-3.5pct，净利率为 7.1%，同比-4.2pct；其中 Q2 单季度毛利率为 18.2%，同比-0.8pct，净利率为 6.4%，同比-3.5pct。受整体营收下滑影响，同时上游如钢材、铝以及生铁等原材料价格同比大幅增长导致公司盈利水平有所下降。22H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.0%/2.3%/7.3%/1.1%，同比分别+0.7/+0.6/+1.5/+0.3pct，其中 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.5%/2.6%/8.0%/0.8%，同比分别+1.3/+0.9/+2.9/+0.1pct，其中研发费用提升显著，主要系公司积极推动由传统燃油车向新能源车领域的战略转型所致，包括针对性构建研发人才团队、同时加大对新产品、新技术以及新客户的研发投入等。

传统汽车主业积极转型，叠加新型储能业务全面拥抱新能源。公司积极布局 DHT 混动系统，现已完成多个客户样车试验、油耗和动力性能测试等工作，并已斩获奇瑞 DHT 混动系统相关车型定点。此外，公司重点布局新能源汽车传动及驱动系统业务，包括 EV 减速器、EDS“三合一”、ECVT 电驱动系统等产品。同时公司作为新型储能辅助市场先行者，斩获多个优质项目。公司深耕灵活电力调节业务多年，已先后在广东等省份投运 4 个发电侧储能电站，合计装机约 40MW。目前已签协议拟投资建设的电网侧独立储能电站合计装机已约 1000MW，在手订单充沛。

盈利预测与投资建议。考虑到原材料上涨及疫情对公司短期业绩的影响，我们下调盈利预测，预计公司 22/23 年实现营收 60.5/65.8 亿元（前值 69.9/79.8 亿元），净利润 4.9/6.6 亿元（前值 6.1/7.3 亿元），对应 PE 分别为 24.5/18.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：主要原材料、零配件供应及价格波动风险；市场竞争风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,064.88	5,475.01	6,045.77	6,577.79	7,206.09
增长率(%)	18.92	(9.73)	10.42	8.80	9.55
EBITDA(百万元)	1,409.46	2,104.14	1,105.34	1,304.34	1,500.92
归属母公司净利润(百万元)	617.28	(747.48)	494.30	656.77	826.91
增长率(%)	54.19	(221.09)	166.13	32.87	25.91
EPS(元/股)	0.47	(0.57)	0.38	0.50	0.63
市盈率(P/E)	19.58	(16.17)	24.46	18.41	14.62
市净率(P/B)	1.82	2.28	2.09	1.88	1.66
市销率(P/S)	1.99	2.21	2.00	1.84	1.68
EV/EBITDA	8.00	9.36	9.66	7.94	5.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,312.60
流通 A 股股本(百万股)	1,311.54
A 股总市值(百万元)	12,089.05
流通 A 股市值(百万元)	12,079.29
每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	45.36
一年内最高/最低(元)	17.87/5.65

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

于特 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003
yute@tfzq.com

卢雨婷 联系人
luyuting@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《万里扬-年报点评报告:轻装上阵，传统汽车主业+新储能业务齐头并进!》 2022-04-20
- 《万里扬-行业专题研究:万里扬储能专题报告:电力辅助服务商业化领导者》 2022-01-20
- 《万里扬-公司点评:再添储能业务“新羽翼”，双轮驱动开启公司向上成长空间!》 2021-11-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,152.66	808.79	483.66	663.61	2,631.14
应收票据及应收账款	2,207.23	2,113.23	2,378.37	2,660.40	2,776.45
预付账款	68.80	42.34	88.66	43.16	101.80
存货	864.80	932.87	797.66	1,129.11	885.16
其他	849.82	640.71	998.70	663.46	1,108.48
流动资产合计	5,143.31	4,537.94	4,747.06	5,159.75	7,503.03
长期股权投资	614.19	552.88	552.88	552.88	552.88
固定资产	2,644.76	2,591.17	2,216.53	1,841.89	1,467.24
在建工程	395.59	418.57	418.57	418.57	418.57
无形资产	519.82	487.78	366.76	245.74	124.72
其他	2,263.20	1,414.29	1,343.92	1,370.73	1,354.66
非流动资产合计	6,437.55	5,464.69	4,898.66	4,429.81	3,918.08
资产总计	11,580.86	10,002.63	9,645.73	9,589.56	11,421.11
短期借款	1,531.97	1,756.19	134.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,756.64	2,286.64	3,164.86	2,556.14	3,602.24
其他	325.01	243.40	272.27	302.71	260.92
流动负债合计	4,613.63	4,286.23	3,571.12	2,858.85	3,863.16
长期借款	0.00	95.11	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	264.55	261.90	263.23	262.57	262.90
非流动负债合计	264.55	357.01	263.23	262.57	262.90
负债合计	4,892.52	4,658.15	3,834.35	3,121.41	4,126.06
少数股东权益	37.58	31.86	31.86	31.86	31.86
股本	1,340.00	1,340.00	1,312.60	1,312.60	1,312.60
资本公积	3,036.01	3,036.01	3,036.01	3,036.01	3,036.01
留存收益	2,479.90	1,141.75	1,636.05	2,292.82	3,119.73
其他	(205.14)	(205.14)	(205.15)	(205.14)	(205.14)
股东权益合计	6,688.35	5,344.48	5,811.37	6,468.14	7,295.05
负债和股东权益总计	11,580.86	10,002.63	9,645.73	9,589.56	11,421.11

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	611.90	(749.47)	494.30	656.77	826.91
折旧摊销	464.23	511.14	495.66	495.66	495.66
财务费用	56.75	67.52	60.46	78.93	86.47
投资损失	(52.02)	40.21	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	166.06	(865.66)	459.04	(855.18)	653.30
其它	(363.33)	1,140.48	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	883.57	144.23	1,509.46	376.19	2,062.35
资本支出	553.53	(562.24)	(1.33)	0.66	(0.33)
长期投资	220.23	(61.31)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,306.29)	650.40	(29.15)	16.56	(8.28)
投资活动现金流	(532.53)	26.85	(30.47)	17.22	(8.61)
债权融资	70.67	256.98	(1,776.71)	(213.46)	(86.21)
股权融资	(590.66)	(0.00)	(27.40)	0.00	(0.00)
其他	431.28	(605.30)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(88.71)	(348.32)	(1,804.11)	(213.45)	(86.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	262.34	(177.24)	(325.13)	179.95	1,967.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,064.88	5,475.01	6,045.77	6,577.79	7,206.09
营业成本	4,879.61	4,536.53	4,825.47	5,104.76	5,473.02
营业税金及附加	23.02	25.27	36.27	39.47	43.24
销售费用	129.49	119.03	151.14	164.44	180.15
管理费用	120.98	135.62	120.92	131.56	144.12
研发费用	328.92	349.80	302.29	328.89	360.30
财务费用	48.75	60.24	60.46	78.93	86.47
资产/信用减值损失	(51.75)	(1,059.11)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(1.13)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.84	(43.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(127.50)	2,095.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	674.53	(743.97)	549.22	729.74	918.79
营业外收入	0.41	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	5.44	2.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	669.50	(746.79)	549.22	729.74	918.79
所得税	57.60	2.68	54.92	72.97	91.88
净利润	611.90	(749.47)	494.30	656.77	826.91
少数股东损益	(5.38)	(1.99)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	617.28	(747.48)	494.30	656.77	826.91
每股收益(元)	0.47	(0.57)	0.38	0.50	0.63

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	18.92%	-9.73%	10.42%	8.80%	9.55%
营业利润	61.71%	-210.30%	-173.82%	32.87%	25.91%
归属于母公司净利润	54.19%	-221.09%	166.13%	32.87%	25.91%
获利能力					
毛利率	19.54%	17.14%	20.18%	22.39%	24.05%
净利率	10.18%	-13.65%	8.18%	9.98%	11.48%
ROE	9.28%	-14.07%	8.55%	10.20%	11.38%
ROIC	10.44%	-11.50%	10.44%	16.65%	19.23%
偿债能力					
资产负债率	42.25%	46.57%	39.75%	32.55%	36.13%
净负债率	6.49%	20.49%	-5.09%	-9.44%	-35.33%
流动比率	1.11	1.06	1.33	1.80	1.94
速动比率	0.92	0.84	1.11	1.41	1.71
营运能力					
应收账款周转率	2.87	2.53	2.69	2.61	2.65
存货周转率	7.74	6.09	6.99	6.83	7.16
总资产周转率	0.54	0.51	0.62	0.68	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.47	-0.57	0.38	0.50	0.63
每股经营现金流	0.67	0.11	1.15	0.29	1.57
每股净资产	5.07	4.05	4.40	4.90	5.53
估值比率					
市盈率	19.58	-16.17	24.46	18.41	14.62
市净率	1.82	2.28	2.09	1.88	1.66
EV/EBITDA	8.00	9.36	9.66	7.94	5.59
EV/EBIT	11.85	12.30	17.52	12.81	8.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com