

**中信证券研究部**


**陈俊斌**  
 首席制造产业分析师  
 S1010512070001



**尹欣驰**  
 汽车分析师  
 S1010519040002

**核心观点**

**2019年12月24日晚，公司公告以1.65亿元出售子公司辽宁金兴汽车内饰有限公司，出售该子公司后，公司不再从事汽车内饰业务，而专注汽车变速箱主业。公司CVT产品受益于自动变速箱升级，且比DCT更具成本优势，单台便宜2000-3000元；CVT行业洗牌，公司市场份额顺势提升，CVT在手订单充沛；三季度以来CVT产品已供不应求，公司进入业绩爆发期，维持“买入”评级。**

**■ 聚焦主业，甩掉经营包袱。**2019年12月24日晚间，公司公告以1.65亿元出售子公司金兴内饰，出售该子公司后，公司不再从事汽车内饰业务。2018年金兴内饰营收为6.8亿元，净利润-0.33亿元，2019年前三季度营收为2.7亿元，净利润-0.51亿元，该子公司净资产为1.0亿元。公司于2015年收购金兴内饰100%股份，该子公司主要客户为大众、丰田、一汽等国内外主流整车厂。2018年以来，汽车行业景气度较低，金兴内饰业绩承压，营收和净利润大幅下滑。出售金兴内饰后，公司不再从事汽车内饰业务，而专注汽车变速箱主业。

**■ 商用车业务地位稳固，现金流稳健。**公司是国内商用车变速器龙头，产品覆盖轻卡、中卡和重卡等不同车型，保守估计公司商用车变速器轻卡行业市占率约为35%，中卡行业市占率约为75%。公司在商用车市场的绝对龙头地位保证了较为稳定的盈利能力，轻卡、重卡变速器业务毛利率常年保持在25%以上，且2019H1分别为28.8%和30.6%，回升显著。2012年至今，公司的经营性净现金流基本保持在2亿元以上，现金流稳健。公司商用车产品仍在不断升级，公司针对国六排放标准研发了G系列高端轻卡变速器，目前正处于快速上量阶段；中重卡变速器产品16G220已获得多家客户定点。

**■ 持续自主研发，CVT实现突破。**2009年至今，公司研发费用率保持始终保持在3.5%以上，且2017/18年为4.2%/5.9%，产品研发加速。公司的变速器产品谱系不断拓展，实现了从商用车到乘用车，手动挡到自动挡的跨越，产品均价也由2015年的1865元/台提升至2018年的2800元/台。公司CVT自动变速器产品CVT19已逐渐完成向CVT25和CVT18/20的升级，输出扭矩大幅提高，能够匹配不同排量和功率的发动机。国内的主流自主品牌整车厂如吉利、奇瑞和比亚迪均已在多款车型上开始搭载公司的CVT产品。公司未来订单充沛，上一轮资本开支周期接近尾声，有望开启新一轮成长。

**■ 风险因素：**汽车市场销量不及预期；CVT渗透率提升不及预期；客户拓展不及预期。

**■ 投资建议：**公司CVT产品取得突破，未来订单充沛，有望开启新的增长，预测公司2019/20/21年EPS为0.36/0.56/0.63元，对应PE为22/14/13倍。考虑公司是国内商用车变速器龙头，现金流稳健；CVT产品实现突破，且直接受益于国内CVT行业竞争格局变化；未来订单饱满，已获得吉利、奇瑞和比亚迪等国内主流品牌的订单，维持“买入”评级。

<b>万里扬</b>	<b>002434</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	9.36元
总股本	1,340百万股
流通股本	1,009百万股
52周最高/最低价	9.54/5.74元
近1月绝对涨幅	8.96%
近6月绝对涨幅	37.41%
近12月绝对涨幅	44.25%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,030.20	4,370.75	4,817.07	6,086.76	7,545.02
营业收入增长率	35%	-13%	10%	26%	24%
净利润(百万元)	643.10	351.61	481.25	746.23	850.30
净利润增长率	106%	-45%	37%	55%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.26	0.36	0.56	0.63
毛利率%	23%	24%	23%	26%	26%
净资产收益率 ROE%	10.56%	5.86%	7.76%	11.08%	11.72%
每股净资产(元)	4.55	4.48	4.63	5.03	5.41
PE	17	31	22	14	13
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年12月24日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,030	4,371	4,817	6,087	7,545	货币资金	374	660	849	815	1,160
营业成本	3,877	3,316	3,687	4,507	5,585	存货	815	807	948	1,068	1,373
毛利率	22.93%	24.14%	23.46%	25.95%	25.98%	应收账款	2,049	2,142	2,236	2,762	3,541
营业税金及附加	45	43	48	61	75	其他流动资产	495	402	572	507	607
销售费用	136	150	154	183	226	流动资产	3,733	4,011	4,604	5,153	6,681
营业费用率	2.70%	3.42%	3.20%	3.00%	3.00%	固定资产	1,488	1,674	1,728	1,753	1,754
管理费用	392	199	217	256	317	长期股权投资	321	363	363	363	363
管理费用率	7.78%	4.55%	4.50%	4.20%	4.20%	无形资产	566	586	586	586	586
财务费用	58	85	32	30	32	其他长期资产	3,008	3,210	3,260	3,310	3,380
财务费用率	1.15%	1.96%	0.66%	0.49%	0.42%	非流动资产	5,383	5,834	5,937	6,012	6,083
投资收益	47	31	30	30	30	资产总计	9,116	9,845	10,542	11,165	12,764
营业利润	786	425	587	906	1,032	短期借款	192	990	1,107	992	1,341
营业利润率	15.62%	9.71%	12.19%	14.89%	13.67%	应付账款	1,741	1,775	2,174	2,365	3,071
营业外收入	2	2	4	4	4	其他流动负债	196	932	914	927	951
营业外支出	3	3	10	10	10	流动负债	2,129	3,697	4,195	4,283	5,363
利润总额	784	424	581	900	1,026	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	136	71	99	153	174	其他长期负债	817	67	67	67	67
所得税率	17.35%	16.80%	17.00%	17.00%	17.00%	非流动性负债	817	67	67	67	67
少数股东损益	5	1	1	1	1	负债合计	2,946	3,765	4,262	4,351	5,430
归属于母公司股东的净利润	643	352	481	746	850	股本	1,350	1,350	1,340	1,340	1,340
净利率	12.78%	8.04%	9.99%	12.26%	11.27%	资本公积	3,101	3,101	3,030	3,030	3,030
						归属于母公司所有者权益合计	6,092	6,002	6,200	6,734	7,253
						少数股东权益	78	79	79	80	81
						股东权益合计	6,170	6,080	6,279	6,814	7,334
						负债股东权益总计	9,116	9,845	10,542	11,165	12,764

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	784	424	581	900	1,026
所得税支出	-136	-71	-99	-153	-174
折旧和摊销	341	354	346	395	449
营运资金的变化	-757	-257	-41	-391	-491
其他经营现金流	5	101	19	11	40
经营现金流合计	237	551	807	763	849
资本支出	-592	-647	-450	-470	-520
投资收益	47	31	30	30	30
其他投资现金流	380	76	0	0	0
投资现金流合计	-164	-539	-420	-440	-490
发行股票	9	0	-81	0	0
负债变化	1,029	1,593	116	-115	349
股息支出	-203	-203	-203	-212	-331
其他融资现金流	-1,672	-1,222	-32	-30	-32
融资现金流合计	-837	169	-198	-357	-15
现金及现金等价物净增加额	-764	180	189	-34	345

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	34.78%	-13.11%	10.21%	26.36%	23.96%
营业利润增长率	123.17%	-45.95%	38.26%	54.40%	13.83%
净利润增长率	105.95%	-45.33%	36.87%	55.06%	13.95%
毛利率	22.93%	24.14%	23.46%	25.95%	25.98%
EBITDA Margin	23.48%	19.77%	19.89%	21.76%	19.95%
净利率	12.78%	8.04%	9.99%	12.26%	11.27%
净资产收益率	10.56%	5.86%	7.76%	11.08%	11.72%
总资产收益率	7.05%	3.57%	4.57%	6.68%	6.66%
资产负债率	32.32%	38.24%	40.43%	38.97%	42.54%
所得税率	17.35%	16.80%	17.00%	17.00%	17.00%
股利支付率	31.53%	57.59%	44.12%	44.41%	48.71%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。