

万里扬 (002434.SZ)

20年3季报: 毛利率显著改善, 业绩持续提速

核心观点:

- **公司 20Q3 营业收入同比增长 31.5%，归母净利润同比增长 99.0%。** 根据三季报，公司今年前 3 季度实现营业收入 41.4 亿元，同比增长 25.8%，归母净利润 5.1 亿元，同比增长 46.3%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 70.5%。其中，Q3 实现营业收入 15.9 亿元，同比增长 31.5%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 99.0%，扣非归母净利润 1.6 亿元，同比增长 64.5%。高端变速箱销量大幅提升带动公司营收业绩快速增长，前 3 季度公司乘、商用车变速箱销量同比增长 47.4%、13.8%，其中 CVT、G 系列高端变速箱销量同比增长 137.6%、98.1%。
- **20Q3 毛利率同环比均显著改善，费用管控持续加码。** 公司 Q3 毛利率为 23.8%，同环比分别提升 4.2、2.5pct，得益于规模效应及高附加值产品占比提升，并预计随着产品销售规模稳定、良品率进一步提升和上游零部件加速国产化，公司毛利率有望企稳回升。公司 Q3 销售、管理及财务费用率分别同比下降 0.4、2.3、0.5pct，其中管理费用率降幅较大与金兴内饰出表有关，Q3 研发费用率为 6.4%，同比提升 3.4pct。
- **CVT 渗透率继续向上，6MT、ECVT、轻卡变速器多点开花。** 据中报，公司 CVT 已获吉利 SS11 平台配套定点，6MT 增配缤越等车型，新能源 EV 减速器已为多家车企供货，并联合博世积极推动 ECVT 的产业化应用；此外在轻卡市场引领 AMT 及 ECMT 发展趋势。
- **投资建议：公司是国内独立第三方聚焦于汽车传动领域的龙头服务商，未来将持续受益于 CVT 技术突破及规模化应用、商用车自动挡渗透率提升以及新能源汽车传动技术升级趋势。** 我们预计 20-22 年 EPS 为 0.53/0.67/0.81 元/股，对应最新股价 PE 为 18.68/14.68/12.13 倍，考虑公司历史估值水平及盈利趋势给予 2020 年 22 倍 PE 估值，对应合理价值为 11.60 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：行业景气不及预期；电动车或对低价车份额产生挤出效应。**

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,371	5,100	6,052	7,932	9,983
增长率 (%)	-13.1	16.7	18.7	31.1	25.9
EBITDA (百万元)	760	819	991	1,165	1,368
归母净利润 (百万元)	352	400	708	901	1,091
增长率 (%)	-45.3	13.9	76.9	27.2	21.0
EPS (元/股)	0.26	0.30	0.53	0.67	0.81
市盈率 (P/E)	25.30	31.73	18.68	14.68	12.13
ROE (%)	5.9	6.5	10.3	11.6	12.3
EV/EBITDA	13.14	16.42	13.91	11.19	8.79

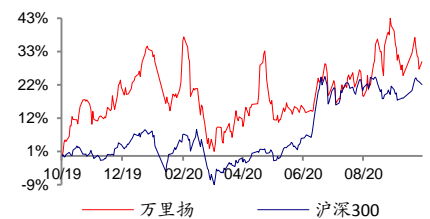
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	9.87 元
合理价值	11.60 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-20

相对市场表现



分析师: 张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师: 李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

分析师: 刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-38003685



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 万里扬 (002434.SZ): 20 年 2020-08-25
中报点评: 持续受益 CVT 放量, Q2 业绩提速
- 万里扬 (002434.SZ): 19 年 2020-04-29
报及 20 年一季报点评: 业绩均同比增长, 经营拐点确立

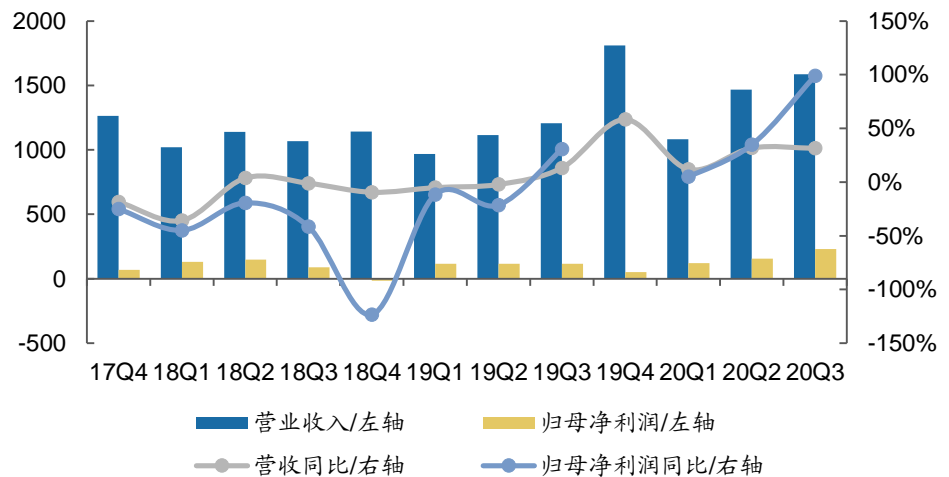
请务必阅读末页的免责声明

一、公司 20Q3 营业收入同比增长 31.5%，归母净利润同比增长 99.0%

根据三季报，公司今年前3季度实现营业收入41.4亿元，同比增长25.8%，归母净利润5.1亿元，同比增长46.3%，扣非归母净利润3.8亿元，同比增长70.5%。其中，Q3实现营业收入15.9亿元，同比增长31.5%，归母净利润2.3亿元，同比增长99.0%，扣非归母净利润1.6亿元，同比增长64.5%。

高端变速箱销量大幅提升带动公司营收业绩快速增长，前3季度公司乘、商用车变速箱销量同比增长47.4%、13.8%，其中CVT、G系列高端变速箱销量同比增长137.6%、98.1%。

图 1：公司单季度营业收入、归母净利润（百万元）及同比增速



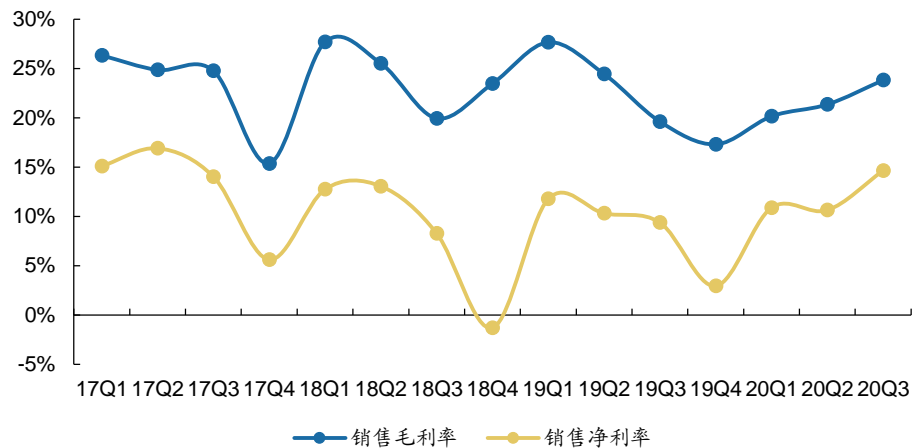
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

二、20Q3 毛利率同环比均显著改善，费用管控持续加码

公司Q3销售毛利率为23.8%，同环比分别提升4.2、2.5pct，得益于规模效应及高附加值产品占比提升，并预计随着产品销售规模稳定、良品率进一步提升和上游零部件加速国产化，公司毛利率有望企稳回升。

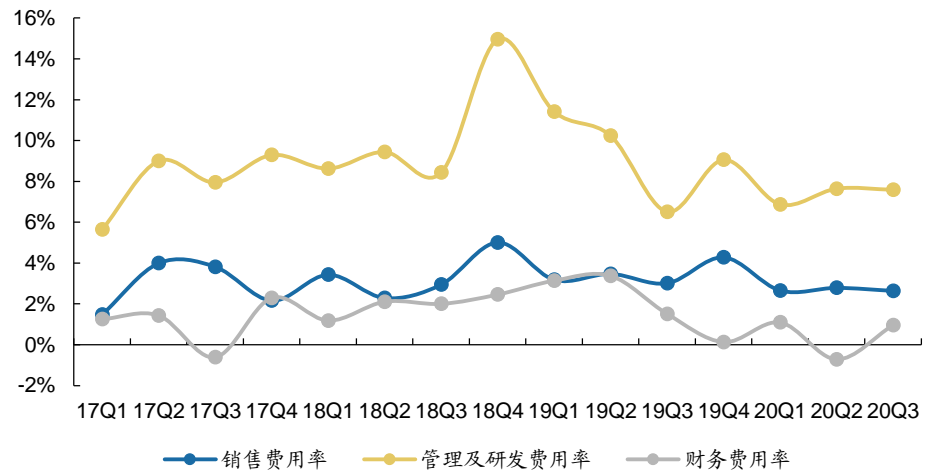
公司Q3销售、管理及财务费用率分别同比下降0.4、2.3、0.5pct，其中管理费用率降幅较大与金兴内饰出表有关，Q3研发费用率为6.4%，同比提升3.4pct。

图 2: 公司单季度销售毛利率、净利率



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司单季度费用率情况



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

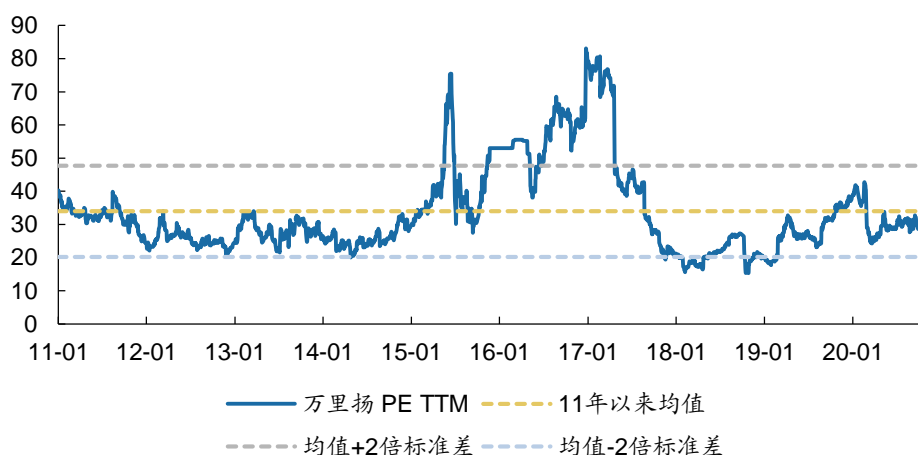
三、CVT 渗透率继续向上, 6MT、ECVT、轻卡变速器 多点开花

据中报, 公司CVT已获吉利SS11平台配套定点, 6MT增配缤越等车型, 新能源EV减速器已为多家车企供货, 并联合博世积极推动ECVT的产业化应用; 此外在轻卡市场引领AMT及ECMT发展趋势。

四、投资建议

公司是国内独立第三方聚焦于汽车传动领域的龙头服务商，未来将持续受益于CVT技术突破及规模化应用、商用车自动挡渗透率提升以及新能源汽车传动技术升级趋势。我们预计20-22年EPS为0.53/0.67/0.81元/股，对应最新股价PE为18.68/14.68/12.13倍，考虑公司历史估值水平及盈利趋势给予2020年22倍PE估值，对应合理价值为11.60元/股，给予“买入”评级。

图 4：公司PE估值（倍）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

行业景气不及预期；电动车或对低价车份额产生挤出效应。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,011	5,179	5,610	6,979	9,223	经营活动现金流	551	785	276	783	1,061
货币资金	660	715	1,000	1,010	2,020	净利润	352	395	705	896	1,084
应收及预付	2,188	2,095	2,482	3,390	4,202	折旧摊销	354	414	272	278	287
存货	807	701	873	1,189	1,479	营运资金变动	-257	-156	-741	-400	-317
其他流动资产	356	1,668	1,255	1,391	1,522	其它	101	131	40	9	8
非流动资产	5,834	5,722	5,528	5,285	5,053	投资活动现金流	-539	-295	-48	-4	-25
长期股权投资	363	394	394	394	394	资本支出	-635	-518	-78	-34	-55
固定资产	1,674	2,419	2,242	2,090	1,960	投资变动	66	171	0	0	0
在建工程	772	530	561	521	471	其他	29	52	30	30	30
无形资产	586	557	507	456	404	筹资活动现金流	169	-561	57	-769	-26
其他长期资产	2,439	1,823	1,824	1,824	1,824	银行借款	798	-285	-666	-741	0
资产总计	9,845	10,902	11,139	12,264	14,277	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	3,697	4,483	3,262	3,489	4,414	其他	-630	-276	723	-28	-26
短期借款	990	1,407	741	0	0	现金净增加额	180	-71	285	10	1,010
应付及预收	1,794	2,883	2,306	3,207	4,060	期初现金余额	221	400	715	1,000	1,010
其他流动负债	913	193	214	282	354	期末现金余额	400	329	1,000	1,010	2,020
非流动负债	67	183	937	939	943						
长期借款	0	50	50	50	50						
应付债券	0	0	753	755	760						
其他非流动负债	67	133	133	133	133						
负债合计	3,765	4,667	4,199	4,428	5,357						
股本	1,350	1,340	1,340	1,340	1,340						
资本公积	3,101	3,036	3,036	3,036	3,036						
留存收益	1,790	1,994	2,702	3,603	4,694						
归属母公司股东权益	6,002	6,165	6,873	7,774	8,864						
少数股东权益	79	70	67	62	55						
负债和股东权益	9,845	10,902	11,139	12,264	14,277						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,371	5,100	6,052	7,932	9,983
营业成本	3,316	4,009	4,523	5,942	7,555
营业税金及附加	43	36	42	79	120
销售费用	150	183	169	238	300
管理费用	199	196	242	349	429
研发费用	258	271	356	436	499
财务费用	85	89	21	20	15
资产减值损失	-49	-19	-40	-9	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	31	53	30	30	30
营业利润	425	417	787	987	1,187
营业外收支	-1	-6	1	1	1
利润总额	424	411	787	988	1,188
所得税	71	16	82	92	104
净利润	352	395	705	896	1,084
少数股东损益	1	-5	-3	-5	-7
归属母公司净利润	352	400	708	901	1,091
EBITDA	760	819	991	1,165	1,368
EPS (元)	0.26	0.30	0.53	0.67	0.81

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-13.1%	16.7%	18.7%	31.1%	25.9%
营业利润增长	-46.0%	-1.7%	88.6%	25.5%	20.3%
归母净利润增长	-45.3%	13.9%	76.9%	27.2%	21.0%
获利能力					
毛利率	24.1%	21.4%	25.3%	25.1%	24.3%
净利率	8.1%	7.8%	11.7%	11.3%	10.9%
ROE	5.9%	6.5%	10.3%	11.6%	12.3%
ROIC	4.7%	5.6%	8.6%	10.5%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	42.8%	37.7%	36.1%	37.5%
净负债比率	17.8%	13.5%	14.0%	6.6%	5.7%
流动比率	1.08	1.16	1.72	2.00	2.09
速动比率	0.85	0.98	1.43	1.63	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.49	0.55	0.68	0.75
应收账款周转率	2.09	2.45	2.51	2.41	2.45
存货周转率	4.09	5.32	5.18	5.00	5.11
每股指标 (元)					
每股收益	0.26	0.30	0.53	0.67	0.81
每股经营现金流	0.41	0.59	0.21	0.58	0.79
每股净资产	4.45	4.60	5.13	5.80	6.62
估值比率					
P/E	25.30	31.73	18.68	14.68	12.13
P/B	1.48	2.06	1.92	1.70	1.49
EV/EBITDA	13.14	16.42	13.91	11.19	8.79

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，10年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，6年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：波士顿大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。