

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年10月15日**
**市场数据**

目前股价	7.26
总市值(亿元)	97.28
流通市值(亿元)	73.26
总股本(万股)	134,000
流通股本(万股)	100,908
12个月最高/最低	8.84/5.30

**分析师**

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人(研究助理)：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

联系人(研究助理)：刘佳 S1070118030025

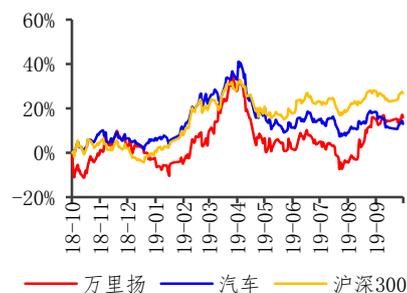
☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

联系人(研究助理)：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;第1万台 CVT18 下线，发力小型乘用车市场&gt;&gt; 2019-09-05

&lt;&lt;收入端小幅下滑强于行业，期待 CVT 放量贡献业绩弹性&gt;&gt; 2019-08-27

&lt;&lt;CVT 配套吉利主流车型，扬帆起航正当时&gt;&gt; 2019-06-04

# CVT 配套车型最新销量跟踪

## ——万里扬（002434）公司动态点评

**盈利预测**

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5030	4371	4964	7232	9156
YoY(%)	34.8%	-13.1%	13.6%	45.7%	26.6%
净利润	643	352	432	566	734
YoY(%)	106.0%	-45.3%	22.9%	31.1%	29.7%
摊薄 EPS	0.48	0.26	0.32	0.42	0.55
P/E(倍)	15.1	27.7	22.5	17.2	13.2

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 公司 CVT 主要客户：**公司 CVT 目前已搭载于奇瑞（艾瑞泽 5、艾瑞泽 7、艾瑞泽 GX、瑞虎 3、瑞虎 5、瑞虎 8（国际版）、吉利（帝豪 GS、帝豪 GL、远景 X6、远景 S1、远景 X3 的国六车型）、比亚迪（秦 Pro 和 F3）、野马、观致等整车品牌多款车型中，其中奇瑞和吉利为公司 CVT 产品核心客户。
- 配套的吉利 5 款车型 9 月份销量跌幅均收窄，环比也是正增长。**公司 CVT 产品从 19 年 5 月开始为吉利供货，其中 CVT25 变速器搭载于帝豪 GL/GS、远景 S1、远景 X6 四款车型，CVT18 变速器搭载于远景 X3 车型。搭载万里扬 CVT 的这几款车型 9 月销量同比跌幅均收窄。
 

相关配套车型 7-9 月销量分别为：

远景 X6：4661/3784/4371 辆，同比增速-49.1%/-62.3%/-48.3%；

帝豪 GL：5017/5075/5189 辆，同比增速-60.1%/-60.0%/-58.5%；

帝豪 GS：5844/7108/10729 辆，同比增速-57.1%/-47.1%/-19.9%；

远景 S1：1453/2354/3096 辆，同比增速-63.1%/-50.0%/-23.1%；

远景 X3：5934/7033/7438 辆，同比增速-45.1%/-33.3%/-13.0%。
- 奇瑞整体销量保持稳健正增长，不惧乘用车行业持续下行。**9 月奇瑞集团销量 68358 辆，同比增长 2.4%，其中自主品牌车型销量 57959 辆，同比增长 10%。1-9 月，奇瑞集团累计销量 506820 辆，其中自主品牌车型销量 435831 辆，同比增长 6.4%。公司 CVT25 变速器搭载于艾瑞泽 GX、瑞虎 3、瑞虎 5、瑞虎 8（国际版）车型中，另外艾瑞泽 5、艾瑞泽 7 也搭载公司 CVT 产品。相关配套车型 7-8 月销量分别为：艾瑞泽 GX：4430/4112 辆；瑞虎 3：2849/2537 辆，同比增长-50.6%/-54.7%；瑞虎 5：4290/7045 辆，同比增长-23.6%/16.3%；艾瑞泽 5：4092/4600，同比增长-45.5%/-39.3%。

另外，过去瑞虎 7、瑞虎 8 以及捷途 X70、X90 搭载的自动变速器是格特拉克的 DCT，由于万里扬全新一代产品 CVT25 相比之前的老产品 CVT19 的扭矩提升了 30%，可以满足这些车型的扭矩要求，所以这 4 款车后续将陆续切换为万里扬的 CVT25。

- **19 年 CVT 产销翻倍摊薄成本，叠加 CVT 零部件自制率提升，单台成本有望下降。** 公司 CVT 18 年销量仅 10 万台左右，预计 19 年销量达 23-24 万台（上半年已有 6 万多台销量，预计下半年产销 17-18 万台）。同一生产平台 19 年产销翻倍摊薄单台成本，成本下降可期，另外目前公司 CVT 零部件自制率在 40% 左右，仍有进一步提高空间，CVT25、18 前期研发投入也已完成，后续将计入收获期。
- **投资建议：** CVT 售价低、省油，可以缓解主机厂降本压力并符合消费者需求，成为替代 MT 的首选自动变速器，未来几年将快速放量。万里扬过去几年的持续投入迎来收获期，配套吉利成为公司 CVT 产品的有力背书，后续有望为长城、长安自主等大体量的主机厂供货，业绩弹性较大。预计公司 2019-2021 年总营收依次为 49.64、72.32、91.56 亿元，增速依次为 13.6%、45.7%、26.6%，归母净利润依次为 4.32、5.66、7.34 亿元，增速依次为 22.9%、31.1%、29.7%，当前市值 97.3 亿元，对应 PE 依次为 22.5、17.2、13.2 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：** ① 油耗标准推进不及预期；② 新产品推广不及预期；③ 核心客户销量不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
单位:百万元											
营业收入	5030.20	4370.75	4964.08	7232.25	9156.11	<b>成长能力</b>					
营业成本	3876.88	3315.82	3709.85	5466.28	6939.31	营业收入增长	34.8%	-13.1%	13.6%	45.7%	26.6%
营业费用	135.66	149.66	158.85	222.39	266.87	营业成本增长	36.2%	-14.5%	11.9%	47.3%	26.9%
管理费用	391.53	198.91	238.28	333.59	400.30	营业利润增长	123.2%	-46.0%	22.1%	31.2%	29.8%
研发费用	0.00	257.59	273.02	382.23	458.68	利润总额增长	109.1%	-46.0%	22.9%	31.1%	29.7%
财务费用	57.91	85.49	148.92	208.49	250.19	净利润增长	106.0%	-45.3%	22.9%	31.1%	29.7%
其他收益	199.50	121.04	150.00	150.00	150.00	<b>获利能力</b>					
投资净收益	46.91	31.37	31.00	31.00	31.00	毛利率(%)	22.9%	24.1%	25.3%	24.4%	24.2%
营业利润	785.53	424.55	518.51	680.38	883.02	销售净利率(%)	12.9%	8.1%	8.7%	7.8%	8.0%
营业外收支	-1.29	-0.87	2.00	2.00	2.00	ROE(%)	10.5%	5.8%	6.9%	8.5%	10.2%
利润总额	784.24	423.68	520.51	682.38	885.02	ROIC(%)	11.9%	6.3%	7.8%	9.4%	11.1%
所得税	136.07	71.19	87.46	114.66	148.71	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	5.08	0.88	1.08	1.42	1.84	销售费用/营业收入	2.7%	3.4%	3.2%	3.1%	2.9%
净利润	643.10	351.61	431.96	566.31	734.47	管理费用/营业收入	7.8%	4.6%	4.8%	4.6%	4.4%
单位:百万元											
<b>资产负债表</b>											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	研发费用/营业收入	0.0%	5.9%	5.5%	5.3%	5.0%
<b>流动资产</b>						财务费用/营业收入	1.2%	2.0%	3.0%	2.9%	2.7%
货币资金	373.92	660.20	1220.87	1860.78	2303.81	投资收益/营业利润	6.0%	7.4%	6.0%	4.6%	3.5%
应收票据及应收账款合计	2048.60	2142.24	1962.63	4382.01	3393.58	所得税/利润总额	17.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
其他应收款	75.30	101.23	192.63	154.65	330.86	应收账款周转率	2.58	2.09	0.00	0.00	0.00
存货	815.50	806.59	1008.25	1665.84	1728.85	存货周转率	4.51	4.09	4.09	4.09	4.09
非流动资产	5383.25	5833.53	5882.97	6777.84	7379.47	流动资产周转率	1.21	1.13	1.14	1.10	1.11
固定资产	1487.50	1674.21	1862.89	2639.47	3192.59	总资产周转率	0.53	0.46	0.49	0.56	0.60
资产总计	9115.86	9844.72	10592.41	15195.01	15506.58	<b>偿债能力</b>					
流动负债	2128.97	3697.35	4733.03	7518.92	8275.18	资产负债率(%)	32.3%	38.2%	45.3%	49.9%	53.8%
短期借款	192.00	990.28	2387.85	3642.60	4311.21	流动比率	1.75	1.08	1.00	1.12	0.98
应付账款	1741.15	1774.68	2158.94	3637.06	3720.82	速动比率	1.17	0.79	0.71	0.85	0.73
非流动负债	817.07	67.25	67.25	67.25	67.25	<b>每股指标(元)</b>					
长期借款	750.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.48	0.26	0.32	0.42	0.55
负债合计	2946.03	3764.60	4800.28	7586.17	8342.43	每股净资产	4.55	4.48	4.65	4.93	5.35
股东权益	6169.83	6080.12	6310.67	6692.69	7247.50	每股经营现金流	0.33	0.60	0.46	0.78	0.93
股本	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	每股经营现金流/EPS	0.69	2.30	1.43	1.84	1.69
留存收益	1641.33	1790.44	2136.87	2591.05	3180.10	<b>估值比率</b>					
少数股东权益	77.63	78.51	79.59	81.01	82.84	P/E	15.13	27.67	22.52	17.18	13.25
负债和股东权益	9115.86	9844.72	10592.41	15195.01	15506.58	PEG	0.31	1.50	1.87	-3.98	0.48
单位:百万元											
<b>现金流量表</b>											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	P/B	1.60	1.62	1.56	1.47	1.36
<b>经营活动现金流</b>						EV/EBITDA	8.96	13.48	12.11	9.60	7.80
其中营运资本减少	-562.71	51.60	-255.56	-101.98	-178.77	EV/SALES	2.09	2.52	2.24	1.62	1.30
投资活动现金流	-164.49	-539.35	-339.65	-1264.53	-1037.61	EV/IC	1.48	1.41	1.28	1.14	1.04
资本支出	591.65	646.96	-23.54	821.90	528.66	ROIC/WACC	1.31	0.70	0.86	1.09	1.31
筹资活动现金流	-837.18	168.51	-1405.52	-381.42	-389.47	REP	1.13	2.02	1.48	1.04	0.79
现金净增加额	-764.39	179.79	-1128.54	-602.06	-183.37						
单位:百万元											
<b>盈利预测</b>											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
营业收入	5030	4371	4964	7232	9156						
YoY(%)	34.8%	-13.1%	13.6%	45.7%	26.6%						
净利润	643	352	432	566	734						
YoY(%)	108.0%	-45.3%	22.9%	31.1%	29.7%						
摊薄EPS	0.48	0.26	0.32	0.42	0.55						
P/E(倍)	15.1	27.7	22.5	17.2	13.2						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>