

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

10月19日公司发布公告，2020年前三季度实现营收41.4亿元，同比+25.8%；归母净利润5.1亿元，同比+46.3%。其中，2020年第三季度单季度实现营收15.9亿元，同比+31.5%；归母净利润2.3亿元，同比+99.0%，超出市场预期。公司是国内CVT变速箱龙头，乘用车业务受益自动变速箱升级和行业整合，在手订单充沛，商用车业务受益于行业高景气，上调公司2020/21/22年EPS预测至0.53/0.67/0.81元（原预测0.49/0.61/0.70元），维持“买入”评级。

■ 三季度业绩超出市场预期，G系列与CVT业务快速增长。10月19日公司发布公告，2020年前三季度实现营收41.4亿元，同比+25.8%；归母净利润5.1亿元，同比+46.3%。其中，2020年第三季度实现营收15.9亿元，同比+31.5%；归母净利润2.3亿元，同比+99.0%。公司第三季度营收和业绩端同比增速均大幅好于同期国内汽车产量增幅（+14.1%），超出市场预期。公司2020Q3营收和业绩大幅增长，主要系因商用车G系列变速器（+98.1%）和乘用车CVT（+137.6%）业务增长迅速。

■ 毛利率和费用率同比均有所上升。2020Q3，公司毛利率为23.8%，同比上升4.2pcts，环比上升2.5pcts，主要系公司高附加值产品收入占比不断提升所致。费用率为11.2%，同比+0.2pcts，环比+1.5pcts，其中销售费用率为2.6%，同比-0.4pcts；管理费用率为1.2%，同比-2.3pcts，主要系公司经营效率提升以及子公司辽宁金兴不再纳入合并财务报表范围，相应管理费用减少所致；研发费用率为6.4%，同比+3.4pcts，主要系公司不断加大新技术和新产品的研发投入以及现有产品的技术升级所致；财务费用率为1.0%，同比-0.6pcts，主要系报告期银行借款利率下降，相应借款利息支出减少所致。

■ 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障了较为稳定的盈利能力，商用车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，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。预计公司未来订单充沛，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；CVT在手订单饱满，2020年有望继续提升在吉利、奇瑞和比亚迪等客户的渗透率，上调公司2020/21/22年EPS预测至0.53/0.67/0.81元（原预测0.49/0.61/0.70元），维持“买入”评级。

万里扬	002434
评级	买入（维持）
当前价	9.87 元
总股本	1,340 百万股
流通股本	1,174 百万股
52周最高/最低价	10.59/7.7 元
近1月绝对涨幅	1.75%
近12月绝对涨幅	23.22%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,370.75	5,099.83	6,492.04	8,074.08	9,016.49
营业收入增长率	-13%	17%	27%	24%	12%
净利润(百万元)	351.61	400.33	711.68	901.09	1,080.56
净利润增长率	-45%	14%	78%	27%	20%
每股收益EPS(基本)(元)	0.26	0.30	0.53	0.67	0.81
毛利率%	24%	21%	23%	23%	23%
净资产收益率ROE%	5.86%	6.49%	10.35%	11.91%	12.89%
每股净资产(元)	4.48	5.13	5.13	5.65	6.26
PE	38	33	19	15	12
PB	2.2	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年10月19日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,371	5,100	6,492	8,074	9,016	货币资金	660	715	791	1,112	1,201
营业成本	3,316	4,009	4,993	6,243	6,977	存货	807	701	869	1,085	1,216
毛利率	24.14%	21.39%	23.09%	22.67%	22.62%	应收账款	982	1,448	1,860	2,307	2,573
营业税金及附加	43	36	65	81	90	其他流动资产	1,562	2,315	2,174	2,585	2,924
销售费用	150	183	201	218	234	流动资产	4,011	5,179	5,694	7,089	7,914
营业费用率	3.42%	3.59%	3.10%	2.70%	2.60%	固定资产	1,674	2,419	2,493	2,559	2,581
管理费用	199	196	234	242	261	长期股权投资	363	394	394	394	394
管理费用率	4.55%	3.85%	3.60%	3.00%	2.90%	无形资产	586	557	557	557	557
财务费用	85	89	73	98	90	其他长期资产	3,210	2,352	2,412	2,496	2,483
财务费用率	1.96%	1.74%	1.13%	1.21%	1.00%	非流动资产	5,834	5,722	5,857	6,006	6,016
投资收益	31	53	30	38	40	资产总计	9,845	10,902	11,550	13,094	13,930
营业利润	425	417	820	1,014	1,189	短期借款	990	1,407	2,393	2,655	2,267
营业利润率	9.71%	8.18%	12.64%	12.56%	13.19%	应付账款	1,137	1,793	1,853	2,417	2,804
营业外收入	2	3	3	3	3	其他流动负债	1,570	1,283	175	207	230
营业外支出	3	9	9	7	8	流动负债	3,697	4,483	4,421	5,278	5,301
利润总额	424	411	814	1,010	1,184	长期借款	0	50	50	50	50
所得税	71	16	103	112	109	其他长期负债	67	133	133	133	133
所得税率	16.80%	3.88%	12.68%	11.12%	9.23%	非流动性负债	67	183	183	183	183
少数股东损益	1	(5)	(1)	(3)	(6)	负债合计	3,765	4,667	4,604	5,462	5,485
归属于母公司股东的净利润	352	400	712	901	1,081	股本	1,350	1,340	1,340	1,340	1,340
净利率	8.04%	7.85%	10.96%	11.16%	11.98%	资本公积	3,101	3,036	3,036	3,036	3,036
						归属于母公司所有者权益合计	6,002	6,165	6,876	7,566	8,384
						少数股东权益	79	70	70	67	61
						股东权益合计	6,080	6,235	6,946	7,633	8,445
						负债股东权益总计	9,845	10,902	11,550	13,094	13,930

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	424	411	814	1,010	1,184
所得税支出	-71	-16	-103	-112	-109
折旧和摊销	354	414	346	384	418
营运资金的变化	-257	-156	-1,482	-530	-358
其他经营现金流	101	131	40	111	82
经营现金流合计	551	785	-386	863	1,217
资本支出	-647	-531	-470	-520	-410
投资收益	31	53	30	38	40
其他投资现金流	76	183	-10	-13	-18
投资现金流合计	-539	-295	-450	-495	-387
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,593	3,892	985	262	-387
股息支出	-203	-203	0	-211	-262
其他融资现金流	-1,222	-4,250	-73	-98	-90
融资现金流合计	169	-561	912	-47	-740
现金及现金等价物净增加额	180	-71	76	321	90

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-13.1%	16.68%	27.30%	24.37%	11.67%
营业利润增长率	-46%	-1.75%	96.68%	23.65%	17.22%
净利润增长率	-45.3%	13.86%	77.77%	26.61%	19.92%
毛利率	24.14%	21.39%	23.09%	22.67%	22.62%
EBITDA Margin	19.77%	0.00%	19.01%	18.52%	18.83%
净利率	8.04%	7.85%	10.96%	11.16%	11.98%
净资产收益率	5.86%	6.49%	10.35%	11.91%	12.89%
总资产收益率	3.57%	3.67%	6.16%	6.88%	7.76%
资产负债率	38.24%	0.00%	39.86%	41.71%	39.37%
所得税率	16.80%	3.88%	12.68%	11.12%	9.23%
股利支付率	57.59%	0.00%	29.71%	29.10%	19.60%

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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或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INZ000001735，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) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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 2020 版权所有。保留一切权利。