

万里扬 (002434.SZ)

16 年年报点评：核心产品开发顺利，公司业绩驶入增长快车道

● **事件：公司 16 年业绩同比增长 47.5%**

公司发布 16 年年报，16 年实现营业收入 37.32 亿元，同比增长 89.2%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比增长 47.5%；实现全面摊薄后 EPS 0.30 元。其中，公司第 4 季度实现营收 15.49 亿元，同比增长 85.8%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 106.9%，主要与奇瑞变速箱去年 11 月并表有关。

● **毛利率下降与产品结构变化有关，财务费用率提升影响盈利水平**

公司 16 年毛利率为 23.7%，同比下降 4.7 个百分点；净利率为 8.2%，同比下降 2.5 个百分点。公司毛利率下滑与毛利率水平较低的内饰业务营收占比提升有关。公司 16 年期间费用率同比增加 1.2 个百分点影响了盈利水平，期间费用率提升则与财务费用率因对外筹资提升 2.4 个百分点有关。

● **以乘用车变速箱为核心，商用车变速箱、汽车内饰业务协同发展**

乘用车变速箱是公司核心业务，目前公司适用于 1.5T/2.0 以下排量车型的重要产品 CVT25 开发顺利，未来五年公司将推出包括 MT、CVT、AT、混合动力总成在内的多款新品，覆盖手动及自动挡市场，产品扭矩匹配的发动机排量范围更大，有利于市场的进一步开拓。此外，今年 1 季度公司商用车变速箱维持了良好的增长态势，未来公司以 G 系列产品开发为重的商用车变速箱业务以及汽车内饰件业务将与公司变速箱主业协同发展。

● **投资建议**

公司过去是商用车变速器龙头，15 年通过收购进入乘用车变速器行业。此外，公司通过收购奇瑞变速箱布局自动变速箱市场，消费升级及智能化、混动化背景下 CVT 市场空间广阔。公司 CVT25 开发顺利，未来 6AT 变速箱的产品的开发将丰富公司产品体系，有望成为公司新的增长点。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.63 元、0.74 元、0.97 元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

汽车行业景气度不及预期，行业竞争超预期，客户拓展不及预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,972.65	3,732.25	6,321.72	7,308.12	8,480.71
增长率(%)	42.74%	89.20%	69.38%	15.60%	16.05%
EBITDA(百万元)	399.05	644.76	1,296.25	1,535.97	1,960.43
净利润(百万元)	211.65	312.26	844.16	1,003.15	1,310.04
增长率(%)	10.50%	47.53%	170.34%	18.83%	30.59%
EPS(元/股)	0.415	0.296	0.625	0.743	0.970
市盈率(P/E)	55.54	69.17	25.91	21.80	16.69
市净率(P/B)	5.08	3.87	3.40	2.94	2.50
EV/EBITDA	31.64	34.20	16.79	14.00	10.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 买入

当前价格 16.20 元

前次评级 买入

报告日期 2017-04-11

相对市场表现



分析师：张乐 S0260512030010
021-60750618
gfzhangle@gf.com.cn
分析师：闫俊刚 S0260516010001
021-60750621
yanjungang@gf.com.cn
分析师：唐哲 S0260516090003
021-60750621
abigale.tang@aliyun.com

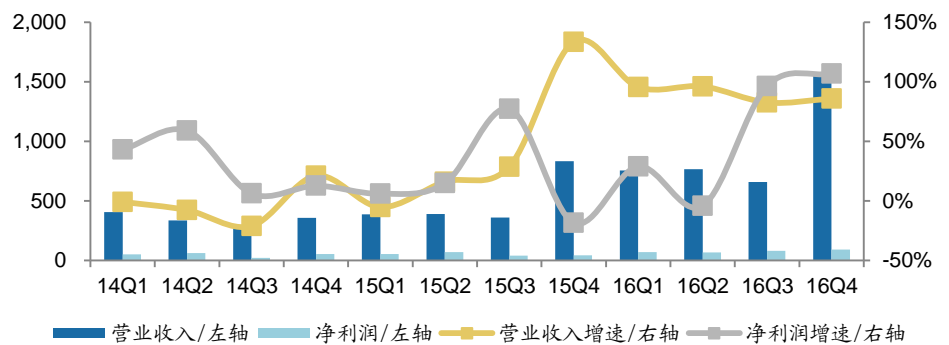
相关研究：

万里扬 (002434.SZ)：17 年 1 季报业绩预告点评：业绩大幅增长，重要产品 CVT25 开发顺利 2017-03-24
万里扬 (002434.SZ)：携手恩坦华，高端饰件或成新增长点 2017-02-17
万里扬 (002434.SZ)：AT 变速箱或助公司进入高端汽车市场，插电混迎良机凸显公司价值 2016-12-13
联系人：刘智琪 021-60750604
liuzhiqi@gf.com.cn

事件：公司 16 年业绩同比增长 47.5%

公司发布16年年报，16年实现营业收入37.32亿元，同比增长89.2%；实现归母净利润3.12亿元，同比增长47.5%；实现全面摊薄后EPS 0.30元。其中，公司第4季度实现营收15.49亿元，同比增长85.8%，实现归母净利润0.93亿元，同比增长106.9%，主要与奇瑞变速箱去年11月并表有关。

图1：公司营业收入（百万元）、净利润（百万元）及增速情况

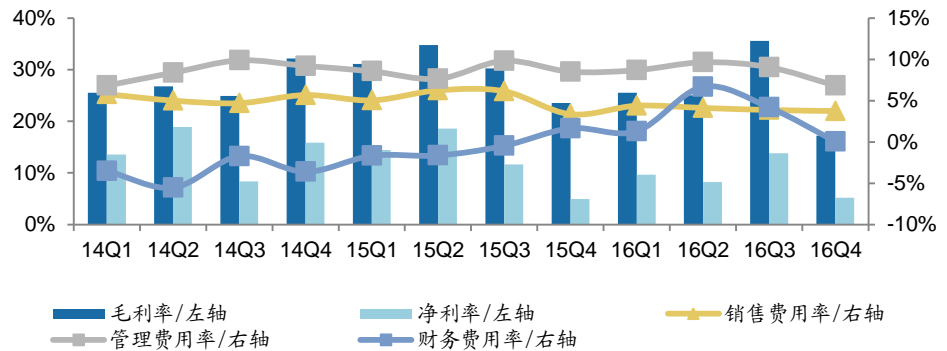


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

毛利率下降与产品结构变化有关，财务费用率提升影响盈利水平

公司16年毛利率为23.7%，同比下降4.7个百分点；净利率为8.2%，同比下降2.5个百分点。公司毛利率下滑与毛利率水平较低的内饰业务营收占比提升有关。公司16年期间费用率同比增加1.2个百分点影响了盈利水平，期间费用率提升则与财务费用率因对外筹资提升2.4个百分点有关。

图2: 公司三费及盈利能力情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

以乘用车变速箱为核心，商用车变速箱、汽车内饰业务协同发展

乘用车变速箱是公司核心业务，目前公司适用于1.5T/2.0以下排量车型的重要产品CVT25开发顺利，未来五年公司将推出包括MT、CVT、AT、混合动力总成在内的多款新品，覆盖手动及自动挡市场，产品扭矩匹配的发动机排量范围更大，有利于市场的进一步开拓。此外，今年1季度公司商用车变速箱维持了良好的增长态势，未来公司以G系列产品开发为重的商用车变速箱业务以及汽车内饰件业务将与公司变速箱主业协同发展。

投资建议

公司过去是商用车变速器龙头，15年通过收购进入乘用车变速器行业。此外，公司通过收购奇瑞变速箱布局自动变速箱市场，消费升级及智能化、混动化背景下CVT市场空间广阔。公司CVT25开发顺利，未来6AT变速器的产品的开发将丰富公司产品体系，有望成为公司新的增长点。我们预计公司17-19年EPS分别为0.63元、0.74元、0.97元，维持“买入”评级。

风险提示

汽车行业景气度不及预期，行业竞争超预期，客户拓展不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3117	4551	7400	8428	9657
货币资金	611	1132	1770	2039	2404
应收及预付	1896	2365	4258	4862	5545
存货	564	903	1347	1502	1684
其他流动资产	45	151	25	25	25
非流动资产	2965	5330	4929	5502	5937
长期股权投资	179	416	416	416	416
固定资产	1006	1638	1869	2105	2285
在建工程	104	131	161	193	223
无形资产	541	2057	1591	1897	2121
其他长期资产	1135	1088	891	891	891
资产总计	6082	9881	12329	13930	15594
流动负债	2733	3361	4977	5581	5942
短期借款	662	837	913	926	816
应付及预收	2024	2504	4028	4620	5091
其他流动负债	47	20	35	35	35
非流动负债	931	872	861	861	861
长期借款	45	0	0	0	0
应付债券	747	749	749	749	749
其他非流动负债	139	123	112	112	112
负债合计	3664	4233	5838	6442	6803
股本	510	1350	1350	1350	1350
资本公积	908	3101	3101	3101	3101
留存收益	897	1133	1977	2981	4291
归属母公司股东权	2315	5584	6428	7431	8741
少数股东权益	103	64	63	57	50
负债和股东权益	6082	9881	12329	13930	15594

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	354	222	388	1096	1242
净利润	212	308	843	998	1303
折旧摊销	121	243	264	329	398
营运资金变动	-10	-364	-763	-232	-446
其它	31	36	43	2	-12
投资活动现金流	-514	-1022	223	-799	-730
资本支出	-333	-650	143	-879	-810
投资变动	-656	-925	80	80	80
其他	475	552	0	0	0
筹资活动现金流	180	1408	27	-28	-148
银行借款	679	1478	76	12	-110
债券融资	-353	-1374	-11	0	0
股权融资	2	1496	0	0	0
其他	-147	-193	-38	-40	-38
现金净增加额	21	607	638	270	364
期初现金余额	689	611	1132	1770	2039
期末现金余额	710	1218	1770	2039	2404

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	42.7	89.2	69.4	15.6	16.0
营业利润增长	4.1	49.6	182.7	19.1	31.2
归属母公司净利润增长	10.5	47.5	170.3	18.8	30.6
获利能力(%)					
毛利率	28.5	23.7	29.3	29.5	31.4
净利率	10.7	8.2	13.3	13.7	15.4
ROE	9.1	5.6	13.1	13.5	15.0
ROIC	9.5	6.3	15.5	15.9	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	42.8	47.4	46.2	43.6
净负债比率	0.4	0.1	-	-	-0.1
流动比率	1.14	1.35	1.49	1.51	1.63
速动比率	0.92	1.07	1.20	1.22	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.47	0.57	0.56	0.57
应收账款周转率	3.34	3.08	3.39	3.27	3.27
存货周转率	3.08	3.85	3.32	3.43	3.46
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.30	0.63	0.74	0.97
每股经营现金流	0.69	0.16	0.29	0.81	0.92
每股净资产	4.54	4.14	4.76	5.50	6.48
估值比率					
P/E	55.5	69.2	25.9	21.8	16.7
P/B	5.1	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	31.6	34.2	16.8	14.0	10.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1973	3732	6322	7308	8481
营业成本	1411	2846	4469	5152	5818
营业税金及附加	20	31	53	61	71
销售费用	94	148	251	290	337
管理费用	169	305	516	597	693
财务费用	-1	89	26	37	35
资产减值损失	43	42	92	65	53
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	81	80	80	80
营业利润	235	352	995	1185	1555
营业外收入	23	35	35	35	35
营业外支出	3	12	12	12	12
利润总额	255	375	1018	1208	1578
所得税	43	67	175	211	275
净利润	212	308	843	998	1303
少数股东损益	0	-5	-1	-5	-7
归属母公司净利润	212	312	844	1003	1310
EBITDA	399	645	1296	1536	1960
EPS(元)	0.41	0.23	0.63	0.74	0.97

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,7年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名,2015 年第四名,2014 年第五名,2011、2012、2013 年入围;2016 年第三届中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第一名,2014、2015 年第三名;水晶球、金牛奖评比中多次上榜和入围;2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚:** 资深分析师,吉林工业大学汽车专业学士,13 年汽车产业工作经历,3 年卖方研究经验,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员,2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲:** 高级分析师,复旦大学金融学硕士,浙江大学金融学学士,CPA,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员,2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪:** 联系人,复旦大学资产评估硕士,复旦大学金融学学士,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名团队成员,2016 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。
- 谨慎增持:** 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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或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。

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,并不代表广发证券或其附属机构的立场。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,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。