

整合期已过, CVT 进口替代大幕掀起

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2016 年度实现营业收入 37.3 亿元, 同比增长 89.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.1 亿元, 同比增长 47.0%; 实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 2.2 亿元, 同比增长 60.7%。
- **收入高增长主要来自三大子公司并表。** 2016 年全年公司实现营业收入 37.3 亿元, 同比增长 89.2%, 收入大幅增长主要来自子公司并表。公司分别于 2015 年 7 月和 2015 年 10 月开始合并宁波乘用车变速器业务和金兴内饰业务, 于 2016 年 11 月开始合并芜湖万里扬业务, 2016 年公司内饰件业务营收 10.4 亿, 同比增长 287.4%, 乘用车变速器业务收入 11.1 亿元, 同比增长 187.6%。此外公司在报告期内大力开拓新客户市场, 有效扩大了公司原有业务规模, 使得公司 2016 年度营业收入较上年同期实现较大增幅。
- **2016 年芜湖万里扬业绩不具备参考性, 2017 年业绩有望大超业绩承诺。** 2016 年芜湖万里扬并表 2 个月共实现净利润 5500 万元, 我们认为芜湖业务处于整合初期各类费用较多, 剔除费用干扰真实业绩应超过并表值。2017 年 1-2 月奇瑞轿车及 SUV 总销量 88911 辆, 同比增长 34.9%, 开端良好, 后续奇瑞车型销量爬坡对公司 CVT 业务业绩拉动可观, 且后续公司 CVT 业务新客户的自动挡车型推出对公司 CVT 销量拉动也值得期待。
- **商用车变速箱开年开端良好, 金兴内饰 17 年大概率扭亏为盈。** 2017 年 1-2 月中轻卡销量增势良好, 累计同比增长 15%, 拉动公司商用车变速箱业务高速增长, 我们预期全年公司商用车变速箱业务增速有望超过 20%。金兴内饰 2016 年亏损约 4000 万元, 亏损主要由于工厂搬迁和员工补偿等各类非经营性费用, 2017 年剔除费用扰动正常生产后金兴内饰全年大概率扭亏为盈。
- **盈利预测与投资建议。** 根据一季报业绩预告情况, 我们略微上调了公司的盈利预测, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.62 (0.58) 元、0.79 (0.68) 元、0.99 元, 对应 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍。考虑到国内自主变速箱资源的稀缺性以及公司作为自动变速箱行业龙头未来的高成长性, 给予公司 2017 年 35 倍合理估值, 目标价 21.7 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车市场或持续低迷; CVT 业务推广或不及预期; 并购企业业绩或不及预期。

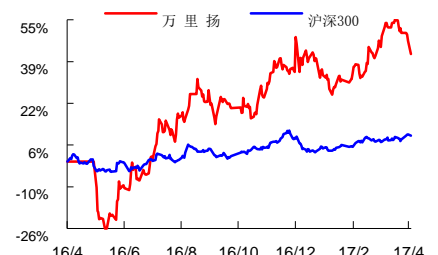
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3732.25	7224.03	8970.70	10616.19
增长率	89.20%	93.56%	24.18%	18.34%
归属母公司净利润 (百万元)	312.26	835.15	1071.89	1332.40
增长率	47.53%	167.46%	28.35%	24.30%
每股收益 EPS (元)	0.23	0.62	0.79	0.99
净资产收益率 ROE	5.45%	13.08%	14.55%	15.54%
PE	70	26	20	16
PB	3.87	3.40	2.96	2.55

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 陈怀逸
电话: 021-68415819
邮箱: chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.50
流通 A 股(亿股)	10.06
52 周内股价区间(元)	8.5-17.7
总市值(亿元)	218.70
总资产(亿元)	98.81
每股净资产(元)	4.14

相关研究

1. 万里扬 (002434): 牵手吉孚, 成就内资自动变速箱真龙头 (2016-12-13)
2. 万里扬 (002434): 业绩符合预期, 长期看好 CVT 业绩放量 (2016-10-25)
3. 万里扬 (002434): 短期业绩略低于预期, 长期看好 CVT 业务发展 (2016-08-02)
4. 万里扬 (002434): 并购奇瑞 CVT, 变速箱龙头亟待腾飞 (2016-06-06)

盈利预测与投资建议

假设 1: 奇瑞自动挡车型销量爬坡顺利, 后续新客户拓展顺利。

假设 2: 随着整合完成, 手动挡变速箱, 自动挡变速箱毛利率稳步提升。

假设 3: 中轻卡变速箱龙头效应逐步体现, 营收毛利率均稳步提升。

假设 4: 内饰业务整合逐步完成, 2017 起扭亏为盈, 毛利率逐步提升。

表 1: 上调后公司盈利预测

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入 (百万元)	3732.3	7224.0	8970.7	10616.2
	YOY		93.6%	24.2%	18.3%
	成本 (百万元)	2845.9	5297.1	6518.9	7635.3
	毛利率(%)	23.7%	26.7%	27.3%	28.1%
轻卡变速器	收入(百万元)	879.4	1055.3	1160.9	1277.0
	YOY		20.0%	10.0%	10.0%
	成本 (百万元)	554.6	733.5	801.0	874.7
	毛利率 (%)	29.9%	30.5%	31.0%	31.5%
轿车 MT	收入(百万元)	834.3	1668.6	1835.4	2019.0
	YOY		100.0%	10.0%	10.0%
	成本 (百万元)	280.0	1318.2	1450.0	1574.8
	毛利率 (%)	18.5%	21.0%	21.0%	22.0%
轿车 CVT	收入 (百万元)	271.3	2325.0	3255.0	4557.0
	YOY		756.9%	40.0%	40.0%
	成本 (百万元)	193.0	1627.5	2262.2	3144.3
	毛利率 (%)	28.86%	30.0%	30.5%	31.0%
中卡变速器	收入 (百万元)	368.6	442.4	486.6	50.0
	YOY		20.0%	10.0%	10.0%
	成本 (百万元)	240.7	307.4	335.7	34.5
	毛利率(%)	30.4%	30.5%	31.0%	31.0%
汽车内饰件	收入 (百万元)	1035.9	1346.7	1616.1	1858.5
	YOY		30.0%	20.0%	15.0%
	成本 (百万元)	241.9	1104.3	1309.0	1486.8
	毛利率(%)	13.76%	18.0%	19.0%	20.0%
融资租赁收入	收入 (百万元)	93.0	102.3	112.6	123.8
	YOY		10.0%	10.0%	10.0%
	成本 (百万元)	0.1	0.1	0.1	0.1
	毛利率(%)	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
配件	收入 (百万元)	95.4	76.0	95.0	118.7
	YOY		25.0%	25.0%	25.0%

		2016A	2017E	2018E	2019E
	成本 (百万元)	65.4	57.7	72.2	90.2
	毛利率(%)	23.7%	24.0%	24.0%	24.0%
农机变速器	收入 (百万元)	66.0	198.1	396.1	594.2
	YOY		200.0%	100.0%	50.0%
	成本 (百万元)	5.9	138.6	277.3	415.9
	毛利率(%)	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	收入 (百万元)	3.4	3.6	3.9	4.3
重卡变速器	YOY		5.0%	10.0%	10.0%
	成本 (百万元)	7.2	7.0	7.2	7.7
	毛利率(%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	收入 (百万元)	3.1	6.1	9.2	13.8
分动箱	YOY		100.0%	50.0%	50.0%
	成本 (百万元)	1.4	2.8	4.2	6.2
	毛利率(%)	54.7%	54.7%	54.7%	54.7%
	收入 (百万元)	3.1	6.1	9.2	13.8

数据来源: wind, 西南证券

根据一季报业绩预告情况, 我们略微上调了公司的盈利预测, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.62 (0.58) 元、0.79 (0.68) 元、0.99 元, 对应 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍。考虑到国内自主变速器资源的稀缺性以及公司作为自动变速器行业龙头未来的高成长性, 给予公司 2017 年 35 倍合理估值, 目标价 21.7 元, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3732.25	7224.03	8970.70	10616.19	净利润	307.62	841.54	1074.41	1332.79
营业成本	2845.91	5297.12	6518.88	7635.31	折旧与摊销	242.84	231.41	261.12	289.66
营业税金及附加	31.29	64.89	78.79	93.95	财务费用	89.48	8.41	25.37	20.19
销售费用	148.18	288.96	358.83	424.65	资产减值损失	41.88	40.00	40.00	40.00
管理费用	304.95	592.37	735.60	870.53	经营营运资本变动	-456.24	-1123.08	-411.98	-428.41
财务费用	89.48	8.41	25.37	20.19	其他	-3.93	-70.79	-75.00	-75.70
资产减值损失	41.88	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	221.64	-72.51	913.92	1178.52
投资收益	81.43	35.00	35.00	35.00	资本支出	-2134.70	-22.00	-521.16	-41.54
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1112.61	-465.00	-465.00	-465.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1022.10	-487.00	-986.16	-506.54
营业利润	351.99	967.27	1248.23	1566.56	短期借款	175.00	213.53	395.48	-345.03
其他非经营损益	23.07	22.03	22.38	22.26	长期借款	-45.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	375.07	989.30	1270.61	1588.82	股权融资	3032.98	0.00	0.00	0.00
所得税	67.45	147.76	196.20	256.03	支付股利	0.00	-55.19	-123.21	-142.22
净利润	307.62	841.54	1074.41	1332.79	其他	-1755.48	-8.41	-25.37	-20.19
少数股东损益	-4.64	6.40	2.53	0.39	筹资活动现金流净额	1407.50	149.93	246.90	-507.43
归属母公司股东净利润	312.26	835.15	1071.89	1332.40	现金流量净额	607.05	-409.58	174.67	164.55
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1131.98	722.40	897.07	1061.62	成长能力				
应收和预付款项	2365.05	5700.50	6870.19	7976.21	销售收入增长率	89.20%	93.56%	24.18%	18.34%
存货	902.86	1837.89	2196.47	2599.94	营业利润增长率	49.60%	174.80%	29.05%	25.50%
其他流动资产	151.50	251.01	329.18	382.67	净利润增长率	45.22%	173.57%	27.67%	24.05%
长期股权投资	415.95	415.95	415.95	415.95	EBITDA 增长率	92.78%	76.40%	27.14%	22.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1769.00	1631.77	1963.99	1788.06	毛利率	23.75%	26.67%	27.33%	28.08%
无形资产和开发支出	1981.32	1916.71	1852.10	1787.48	三费率	14.54%	12.32%	12.48%	12.39%
其他非流动资产	1163.34	1655.77	2148.20	2640.63	净利率	8.24%	11.65%	11.98%	12.55%
资产总计	9881.00	14131.99	16673.15	18652.55	ROE	5.45%	13.08%	14.55%	15.54%
短期借款	837.00	1050.53	1446.01	1100.99	ROA	3.11%	5.95%	6.44%	7.15%
应付和预收款项	2341.78	4826.78	5951.29	6969.90	ROIC	10.14%	14.81%	16.16%	18.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.33%	16.71%	17.11%	17.67%
其他负债	1054.55	1820.67	1890.64	2005.88	营运能力				
负债合计	4233.34	7697.98	9287.93	10076.77	总资产周转率	0.47	0.60	0.58	0.60
股本	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	固定资产周转率	2.82	4.52	5.17	5.79
资本公积	3100.88	3100.88	3100.88	3100.88	应收账款周转率	3.11	3.32	2.79	2.69
留存收益	1133.23	1913.19	2861.87	4052.05	存货周转率	3.85	3.86	3.22	3.18
归属母公司股东权益	5584.11	6364.07	7312.74	8502.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.78%	—	—	—
少数股东权益	63.55	69.95	72.47	72.86	资本结构				
股东权益合计	5647.66	6434.01	7385.21	8575.79	资产负债率	42.84%	54.47%	55.71%	54.02%
负债和股东权益合计	9881.00	14131.99	16673.15	18652.55	带息债务/总负债	37.46%	23.37%	23.63%	18.36%
					流动比率	1.35	1.25	1.22	1.31
					速动比率	1.09	0.98	0.96	1.02
					股利支付率	0.00%	6.61%	11.50%	10.67%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.62	0.79	0.99
					每股净资产	4.18	4.77	5.47	6.35
					每股经营现金	0.16	-0.05	0.68	0.87
					每股股利	0.00	0.04	0.09	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	684.31	1207.10	1534.72	1876.41					
PE	70.04	26.19	20.40	16.41					
PB	3.87	3.40	2.96	2.55					
PS	5.86	3.03	2.44	2.06					
EV/EBITDA	31.03	17.69	13.74	10.70					
股息率	0.00%	0.25%	0.56%	0.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn