

万里扬 (002434.SZ)

17年中报点评: 业绩持续高增长, CVT25 新品开发有重大突破

● 事件: 公司 17 年上半年业绩同比增长 204.2%

公司 17 年上半年实现营业收入 26.9 亿元, 同比增长 76.5%; 实现归母净利润 4.2 亿元, 同比增长 204.2%; 实现扣非归母净利润 3.5 亿元, 同比增长 230.2%; 实现全面摊薄后 EPS 0.31 元。公司预计 2017 年前三季度归母净利润变动区间为 5.5 亿元~6.6 亿元, 变动幅度为 150%~200%。

● 公司业绩大幅增加、盈利能力提升主要与奇瑞 CVT 并表有关

公司 17 年上半年毛利率为 25.7%, 同比增加 0.4 个百分点; 净利率为 15.8%, 同比增加 6.9 个百分点。公司盈利能力提升主要与期间费用率同比下降 6.6 个百分点有关。受奇瑞 CVT 并表影响, 17 年上半年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下滑 1.8、2.2、2.7 个百分点。

● 以乘用车变速箱为核心, 商用车变速箱、汽车内饰件协同发展

17 年上半年乘用车变速箱业务实现营收 11.5 亿元, 同比增长 223.4%, 其中自动变速箱实现营收 5.8 亿元; 商用车变速箱业务实现营收 7.9 亿元, 同比增长 25.3%; 内饰件业务实现营收 5.6 亿元, 同比增长 38.1%。乘用车变速箱是公司未来核心业务, CVT19 产品除奇瑞外新增北汽银翔、力帆等自主品牌客户, CVT25 作为适用于 1.5T/2.0 以下排量车型的重要产品开发顺利, 目前已在奇瑞、吉利等多款车型上进行同步匹配。未来公司将推出包括 MT、CVT、AT、混合动力总成在内多款新品, 有利于进一步开拓市场。

● 投资建议

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、混动化背景下自动变速箱市场空间广阔。公司 CVT25 开发顺利, 未来 6AT 变速箱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、0.75 元、1.01 元, 按最新收盘价计算对应 PE 分别为 22.4 倍、18.6 倍、13.9 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速低于预期; 汽车行业竞争超预期; 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	6,304.07	7,403.46	8,842.31
增长率(%)	42.74%	89.20%	68.91%	17.44%	19.43%
EBITDA(百万元)	399.05	644.76	1,258.96	1,461.30	1,936.88
净利润(百万元)	211.65	312.26	844.14	1,014.08	1,363.76
增长率(%)	10.50%	47.53%	170.34%	20.13%	34.48%
EPS(元/股)	0.415	0.231	0.625	0.751	1.010
市盈率(P/E)	55.54	69.17	23.69	19.72	14.66
市净率(P/B)	5.08	3.87	3.11	2.69	2.27

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

14.00 元

前次评级

买入

报告日期

2017-09-01

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

tangzhe@gf.com.cn

相关研究:

万里扬(002434.SZ): 17年1季报点评: 业绩大幅增长符合预期
2017-04-24

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
2017-04-11

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

联系人: 刘智琪 021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

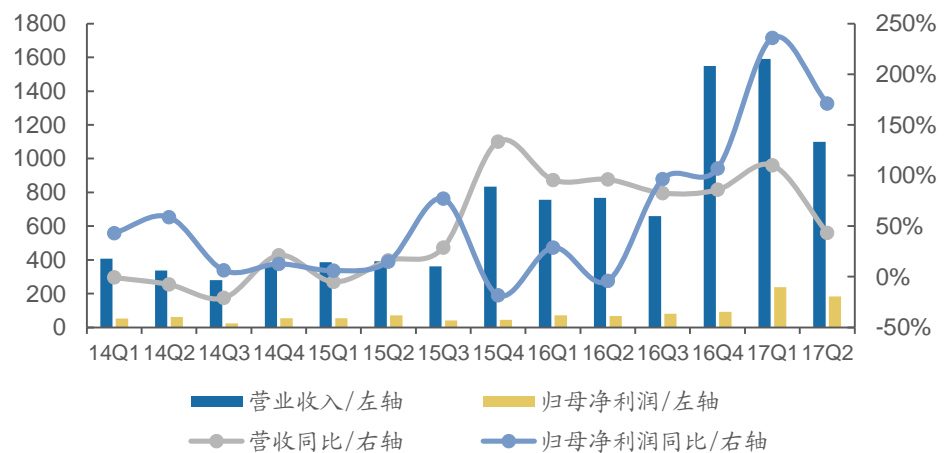
李爽 021-60750604

flzhuang@gf.com.cn

事件：公司 17 年上半年业绩同比增长 204.2%

公司17年上半年实现营业收入26.9亿元，同比增长76.5%；实现归母净利润4.2亿元，同比增长204.2%；实现扣非归母净利润3.5亿元，同比增长230.2%；实现全面摊薄后EPS 0.31元。公司预计2017年前三季度归母净利润变动区间为5.5亿元~6.6亿元，变动幅度为150%~200%

图1：公司营业收入（百万元）、净利润（百万元）及增速情况

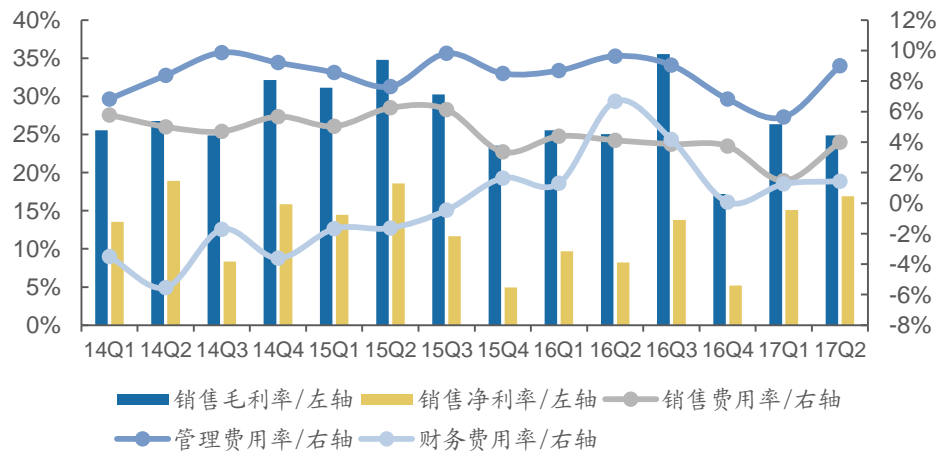


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司业绩大幅增加、盈利能力提升主要与奇瑞 CVT 并表有关

公司17年上半年毛利率为25.7%，同比增加0.4个百分点；净利率为15.8%，同比增加6.9个百分点。公司盈利能力提升主要与期间费用率同比下降6.6个百分点有关。受奇瑞CVT 并表影响，17年上半年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下滑1.8、2.2、2.7个百分点。

图2：公司毛利率、净利率及三费情况

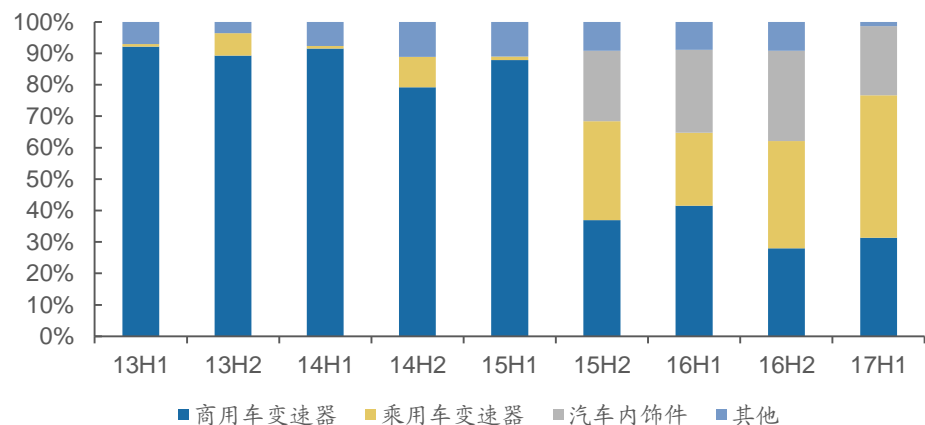


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

以乘用车变速器为核心，商用车变速器、汽车内饰业务协同发展

17年上半年乘用车变速器业务实现营收11.5亿元，同比增长223.4%，其中自动变速器实现营收5.8亿元；商用车变速器业务实现营收7.9亿元，同比增长25.3%；内饰件业务实现营收5.6亿元，同比增长38.1%。乘用车变速器是公司未来核心业务，CVT19产品除奇瑞外新增北汽银翔、力帆等自主品牌客户，CVT25作为适用于1.5T/2.0以下排量车型的重要产品开发顺利，目前已在奇瑞、吉利等多款车型上进行同步匹配。未来公司将推出包括MT、CVT、AT、混合动力总成在内多款新品，有利于进一步开拓市场。

图3：公司分业务收入占比情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议

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、混动化背景下自动变速箱市场空间广阔。公司CVT25开发顺利，未来6AT变速箱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、0.75元、1.01元，按最新收盘价计算对应PE分别为22.4倍、18.6倍、13.9倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速低于预期；汽车行业竞争超预期；客户拓展不及预期。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3117	4551	6579	7709	9278
货币资金	611	1132	920	1185	1654
应收及预付	1896	2365	4249	4929	5785
存货	564	903	1385	1570	1814
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	11507	13211	15215
流动负债	2733	3361	4155	4851	5499
短期借款	662	837	0	0	0
应付及预收	2024	2504	4120	4816	5464
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	5016	5712	6360
股本	510	1350	1350	1350	1350
资本公积	908	3101	3101	3101	3101
留存收益	897	1133	1977	2991	4355
归属母公司股东权	2315	5584	6428	7442	8806
少数股东权益	103	64	63	57	49
负债和股东权益	6082	9881	11507	13211	15215

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1973	3732	6304	7403	8842
营业成本	1411	2846	4596	5393	6271
营业税金及附加	20	31	53	62	74
销售费用	94	148	218	269	316
管理费用	169	305	441	547	642
财务费用	-1	89	8	-10	-14
资产减值损失	43	42	92	67	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	81	26	29	33
营业利润	235	352	921	1104	1526
营业外收入	23	35	100	120	120
营业外支出	3	12	3	3	3
利润总额	255	375	1018	1221	1643
所得税	43	67	175	213	287
净利润	212	308	843	1009	1356
少数股东损益	0	-5	-1	-6	-8
归属母公司净利润	212	312	844	1014	1364
EBITDA	399	645	1259	1461	1937
EPS (元)	0.41	0.23	0.63	0.75	1.01

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	354	222	411	1022	1153
净利润	212	308	843	1009	1356
折旧摊销	121	243	264	329	398
营运资金变动	-10	-364	-700	-237	-512
其它	31	36	4	-79	-90
投资活动现金流	-514	-1022	243	-756	-683
资本支出	-333	-650	217	-785	-716
投资变动	-656	-925	26	29	33
其他	475	552	0	0	0
筹资活动现金流	180	1408	-867	0	0
银行借款	679	1478	-837	0	0
债券融资	2	2	0	0	0
股权融资	2	1496	0	0	0
其他	-502	-1568	-30	0	0
现金净增加额	21	607	-212	265	469
期初现金余额	689	611	1132	920	1185
期末现金余额	710	1218	920	1185	1654

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	68.9	17.4	19.4
营业利润增长	4.1	49.6	161.7	19.9	38.1
归属母公司净利润增长	10.5	47.5	170.3	20.1	34.5
获利能力(%)					
毛利率	28.5	23.7	27.1	27.2	29.1
净利率	10.7	8.2	13.4	13.6	15.3
ROE	9.1	5.6	13.1	13.6	15.5
ROIC	9.5	6.3	15.1	15.1	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	42.8	43.6	43.2	41.8
净负债比率	0.4	0.1	-	-0.1	-0.1
流动比率	1.14	1.35	1.58	1.59	1.69
速动比率	0.92	1.07	1.23	1.25	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.47	0.59	0.60	0.62
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	0.23	0.63	0.75	1.01
每股经营现金流	0.69	0.16	0.30	0.76	0.85
每股净资产	4.54	4.14	4.76	5.51	6.52
估值比率					
P/E	55.5	69.2	23.7	19.7	14.7
P/B	5.1	3.9	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	31.6	34.2	15.7	13.4	9.9

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。
- 李爽：联系人，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。

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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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。