

**万里扬 (002434)**  
**增持/维持评级**

股价：RMB8.48

**分析师**

姚宏光  
SAC 执业证书编号:s1000510120005  
(0755)8249 2723  
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

**联系人**

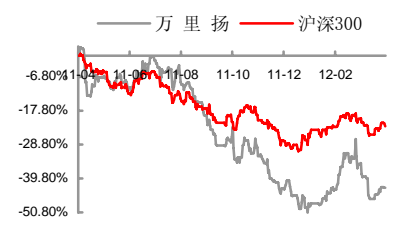
冯冲  
(010)68085588-729  
fengchong@mail.htlhsc.com.cn

**相关研究**

**基础数据**

总股本 (百万股)	340
流通 A 股 (百万股)	103
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	870

**最近 52 周股价走势图**



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

**业绩符合预期，维持公司增持评级**

- 2012 年 4 月 17 日，万里扬 (002434) 发布 2011 年年度业绩报告，2011 年度，公司实现营业收入 11.22 亿元，同比增长 35.69%，实现归属于母公司股东的净利润为 1.11 亿元，同比下降 25.91%，摊薄每股收益 0.33 元，同比下降 25.3%；
- 2011 年我国商用货车行业处于调整态势中，全年销售 354.5 万辆，同比下滑 8.2%，其中重卡销售 88 万，同比下滑 13.4%，中卡销售 29.2 万辆，同比增长 7.4%，轻卡销售 188 万辆，同比下滑 4.1%，微卡销售 49.2%，同比下滑 19.6%；
- 万里扬变速器主要配套国内商用货车企业，商用货车行业的下滑使公司业务也呈下滑趋势，2011 年公司销售收入增长 35.69%，主要是 2011 年下半年合并山东临工报表所致，可比口径的母公司销售收入 8.11 亿元，同比下滑 2.4%，公司产品销售状况基本与货车行业总体走势相一致；
- 从万里扬当前在各细分市场份额来看，中型变速器份额超过 4 成，考虑各主机厂也都或多或少存在内部配套的量，进一步扩大份额的可能性不大，预计未来 2 年维持当前份额；轻型变速器份额在 6-7% 之间，公司进一步扩大产能，预计未来 2 年市场份额将提升到 8.5% 左右；重卡是公司重点开拓的市场，当前市场不到 1%，综合考虑意向订单及产能投放情况，预计未来两年市场份额有望提升到 1.8%、3.6%；乘用车台州吉利的订单没有问题，主要看产能投放情况，本部 50 万台项目预计于 2013 年开始放量，预计未来两年市场份额为 1.2% 和 2.9%；
- 我们维持 2011 年 12 月 30 日发布的深度报告的观点，2012-2013 年万里扬销售收入为 21.01、28.08 亿元，归属母公司的净利润为 1.60、2.23 亿元，每股收益 0.47、0.66 元，维持公司增持评级；
- 风险提示：1. 重型变速器和乘用车变速器的市场开拓不达预期，2. 受宏观经济下行趋势影响，未来 2 年商用车总体市场可能继续调整。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1122.3	2101.0	2808.0	3719.0
(+/-%)	35.7	87.2	33.7	32.4
归属母公司净利润(百万元)	111.3	159.0	225.0	284.0
(+/-%)	-25.9	42.8	41.5	26.2
EPS(元)	0.33	0.47	0.66	0.84
P/E(倍)	25.9	18.1	12.8	10.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1959	2150	2577	3427	<b>营业收入</b>	1122	2101	2808	3719
现金	862	770	702	930	营业成本	868	1677	2214	2920
应收账款	273	325	449	594	营业税金及附加	3	4	7	12
其他应收款	10	25	34	45	营业费用	62	118	163	216
预付账款	97	126	166	219	管理费用	89	128	171	227
存货	481	587	775	1022	财务费用	-14	-4	-1	16
其他流动资产	236	317	452	617	资产减值损失	0	9	9	10
<b>非流动资产</b>	718	910	1125	1195	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	31	31	31	31	投资净收益	7	7	8	9
固定资产	563	771	991	1053	<b>营业利润</b>	121	177	253	327
无形资产	101	102	99	109	营业外收入	15	11	12	13
其他非流动资产	23	7	3	1	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	2677	3061	3702	4622	<b>利润总额</b>	134	185	263	338
<b>流动负债</b>	716	955	1413	2101	所得税	17	28	39	51
短期借款	155	0	203	539	净利润	116	158	223	287
应付账款	346	449	553	730	少数股东损益	5	-1	-2	3
其他流动负债	214	505	656	832	归属母公司净利	111	159	225	284
<b>非流动负债</b>	29	16	16	16	EBITDA	161	232	335	444
长期借款	12	12	12	12	EPS (元)	0.33	0.47	0.66	0.84
其他非流动负	17	3	3	4					
<b>负债合计</b>	745	970	1429	2117	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	71	70	68	71	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	340	340	340	340	<b>成长能力</b>				
资本公积	1078	1078	1078	1078	营业收入	35.7%	87.2%	33.7%	32.4%
留存收益	444	602	787	1016	营业利润	-27.6%	46.2%	43.3%	29.2%
归属母公司股	1862	2021	2205	2434	归属母公司净利	-25.9%	42.7%	41.6%	26.4%
<b>负债和股东权</b>	2677	3061	3702	4622	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	22.7%	20.2%	21.2%	21.5%
					净利率(%)	9.9%	7.6%	8.0%	7.6%
					ROE(%)	6.0%	7.9%	10.2%	11.7%
					ROIC(%)	7.7%	10.8%	11.7%	13.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	27.8%	31.7%	38.6%	45.8%
					净负债比率(%)	24.21	1.29%	15.08	26.07
					流动比率	2.74	2.25	1.82	1.63
					速动比率	2.07	1.64	1.28	1.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.73	0.83	0.89
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	3.80	4.21	4.42	4.55
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.33	0.47	0.66	0.84
					每股经营现金流	-0.09	0.77	0.13	0.37
					每股净资产(最	5.48	5.94	6.49	7.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.90	18.15	12.82	10.14
					P/B	1.55	1.43	1.31	1.18
					EV/EBITDA	14	10	7	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 10%-20%

中性股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间

减持股价弱于基准 10%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 8675582493932

传 真: 8675582492062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 862150106028

传 真: 862168498501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供与华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年华泰联合证券有限责任公司