

公司中报点评报告

17 August 2012 | 4 pages

**万里扬 (002434)**

**业绩符合预期, 未来多元化抵御行业系统风险**

——公司中报点评报告

研究员: 马春霞 执业证书编号: 1230511010009  
 86-21-64718888-1270  
 machunxia@stocke.com.cn

**本报告导读:**

- 山东临工并表致营收翻番;
- 拟收购万通小额贷款股权并增资, 增加公司投资收益。

**投资要点:**

■ **山东临工并表致营收翻番**

2012 年上半年, 公司实现营收 8.74 亿元, 同比增 105%, 公司实现营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 6132 万元、6212 万元和 5218 万元, 分别同比下降 11.86%、16.02%和 19.12%。实现 EPS 0.15 元, 符合预期。扣掉山东临工的影响, 公司实现营收 4.73 亿元, 同比增长 10.77%, 实现归属于上市公司股东的净利润 4971 万元, 同比下滑 23%。

■ **拟收购万通小额贷款股权并增资, 增加公司投资收益**

公司拟收购万通小额贷款 24% 股权并进行增资。公司所在区域有规模不断扩大的中小企业和“三农”企业, 公司此举在于满足日益增长的小额贷款市场需求, 增加公司投资收益。收购完成后, 预计正常经营年度增厚公司 EPS 0.03 元。

■ **拟设租赁公司, 创造新的利润增长点**

公司拟投 2 亿元新设租赁公司, 主要经营机械设备租赁、农用机械租赁和汽车租赁服务等业务, 此举利于提升公司的盈利能力, 创造新的利润增长点。

■ **估值与投资评级**

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.34/0.42/0.53 元, 对应动态市盈率分别为 22/17/14 倍, 综合考虑公司在商用车变速器行业的竞争优势和未来乘用车变速器的拓展潜力, 维持公司股票“买入”的投资评级。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1122.34	1555.11	2066.58	2664.24
同比(%)	35.69%	38.56%	32.89%	28.92%
归属母公司净利润	111.33	116.22	141.27	181.66
同比(%)	-25.91%	4.39%	21.55%	28.59%
毛利率(%)	22.68%	20.71%	20.83%	21.46%
ROE(%)	6.02%	6.15%	7.04%	8.45%
每股收益(元)	0.33	0.34	0.42	0.53

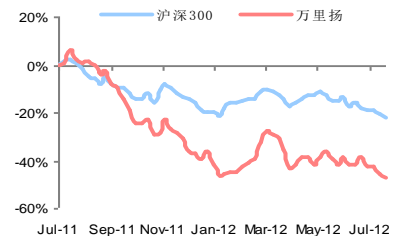
评级: **买入**

上次评级: 买入

当前价格: 7.32 元

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.05
4Q/2011	0.09
1Q/2012	0.09
2Q/2012	0.06

公司股价走势图



报告撰写人: 马春霞





### ■ 山东临工并表致营收翻番

2012 年上半年，公司实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 105%，公司实现营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 6132 万元、6212 万元和 5218 万元，分别同比下降 11.86%、16.02%和 19.12%。实现 EPS 0.15 元，符合预期。

营收大幅增长主要源于 2011 年 7 月起对山东临沂临工汽车桥箱有限公司合并报表。扣掉山东临工的影响，公司实现营收 4.73 亿元，同比增长 10.77%，实现归属于上市公司股东的净利润 4971 万元，同比下滑 23%。

### ■ 公司产品毛利率均有下滑

表 1：公司产品毛利率均有下滑

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
汽车零部件制造	806,465,915.81	641,087,933.44	20.51%	89.96%	98.28%	-3.33%
农业装备零部件制造	49,669,156.73	38,036,233.08	23.42%			
工程机械零部件制造	10,530,144.93	10,038,084.62	4.67%			
主营业务产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
轻卡变速器	254,735,533.58	206,335,782.20	19%	88.02%	97.29%	-3.81%
中卡变速器	420,922,637.15	340,069,503.49	19.21%	76.55%	80.41%	-1.73%
重卡变速器	11,445,000.56	8,757,706.67	23.48%	-54.05%	-52.49%	-2.51%
客车变速器	228,290.48	204,044.28	10.62%	155.35%	177.2%	-7.04%
农机变速器	92,184,774.93	70,594,344.98	23.42%			
工程机械驱动桥、变矩器	19,543,698.83	18,630,446.58	4.67%			
轿车变速器	22,932,491.42	20,357,432.47	11.23%			
配件	44,672,790.52	24,212,990.47	45.8%	74.07%	106.2%	-8.44%

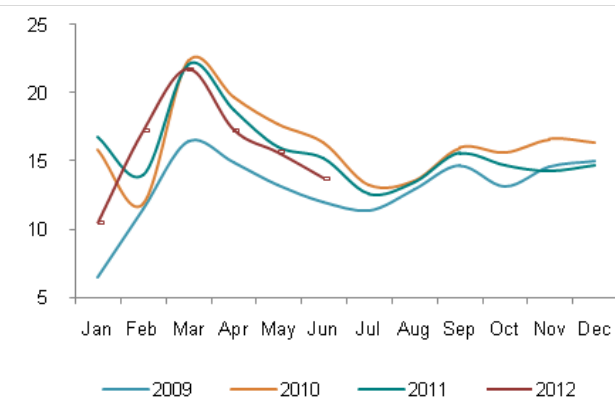
资料来源：公司公告、浙商证券研究所





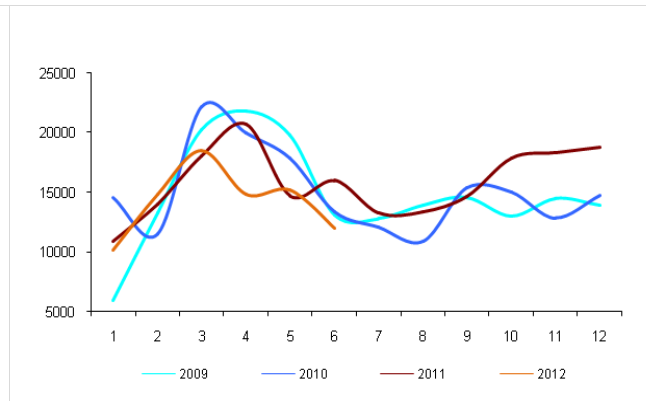
### ■ 配套市场低迷影响业绩

图 1: 国内轻卡销量 (万辆)



资料来源: 公司资料, 浙商证券研究所

图 2: 国内中卡销量 (辆)



资料来源: 公司资料, 浙商证券研究所

公司主要配套轻卡和中卡市场, 2011 年其配套业务占比分别为 43% 和 36%, 2012 年上半年, 国内轻卡和中卡销量分别下滑 6.6% 和 7.2%, 由于公司主要配套客户是福田, 其轻卡销量下滑幅度小于行业整体水平, 公司本部业务有超越行业平均水平的表现。

但从合并报表角度来, 由于从 2011 年 7 月开始, 公司对山东临工并表 (由原来的持股 37.55% 增加为 53.88%), 由于同比基数较低, 公司营业收入仍将出现大幅增长, 但由于销售和管理费用也大幅增加, 公司 2012 年上半年归属于母公司的净利润仍出现下滑。

### ■ 拟收购万通小额贷款股权并增资, 增加公司投资收益

公司拟以 5,337.6 万元收购万里扬集团持有的万通小额贷款 24% 的股权; 同时, 公司出资 2,987.6 万元认购万通小额贷款公司新增注册资本 2,987.6 万元。增资完成后, 万通小额贷款注册资本变更为 30,000 万元, 公司持有万通小额贷款的股权比例上升至 27.75%。

公司收购万通小额贷款 24% 股权并进行增资, 有助于公司扩大投资渠道, 优化产业结构, 提高资产质量。公司所在区域有规模不断扩大的中小企业和“三农”企业, 公司此举在于满足日益增加的小额贷款市场需求, 进一步增加公司的投资收益。





截止 2012 年 6 月 30 日。万通小额贷款公司净资产 2.33 亿元；2012 年 1-6 月，万通小额贷款实现营收 2805.96 万元，实现净利润 1645.88 万元。假如公司如期完成收购，预计正常经营年度增厚公司 EPS 在 0.03 元，增厚 7%左右。

#### ■ 拟设租赁公司，创造新的利润增长点

公司拟以自有资金 2 亿元新设金华万融租赁公司，公司持股 100%，主要经营机械设备租赁、农用机械租赁、电子设备租赁和汽车租赁服务等业务，租赁公司的成立，符合金华区域产业发展规划及公司长远发展规划，有利于优化公司产业结构，为公司提供新的发展机会和空间。同时，有利于进一步提升公司的盈利能力，为公司创造新的利润增长点。

#### ■ 估值与投资评级

暂不考虑公司收购万通小额贷款公司对业绩的影响，预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元和 0.53 元，当前股价对应公司 2012-2014 年动态市盈率分别为 22 倍和 17 倍和 14 倍，综合考虑公司在商用车变速器行业的竞争优势和未来乘用车变速器的拓展潜力，维持公司股票“买入”的投资评级。

#### ■ 公司股票投资风险

汽车销量低于预期。





## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1959.47	1974.27	2639.35	3022.90
现金	862.23	698.45	578.64	666.06
应收账款	272.77	245.60	467.02	467.80
其它应收款	10.33	78.53	46.72	119.80
预付账款	97.31	149.72	192.84	238.75
存货	480.62	591.59	966.61	1125.88
其他	236.22	210.38	387.52	404.60
<b>非流动资产</b>	717.81	837.17	948.68	1052.09
长期投资	31.00	31.75	32.53	33.37
固定资产	562.67	671.53	750.15	815.04
无形资产	100.83	128.68	160.78	197.38
其他	23.31	5.21	5.22	6.29
<b>资产总计</b>	2677.28	2811.44	3588.03	4074.98
<b>流动负债</b>	715.51	774.50	1431.94	1763.53
短期借款	154.80	0.00	501.07	567.54
应付账款	346.43	170.94	534.32	416.42
其他	214.28	603.56	396.55	779.57
<b>非流动负债</b>	29.20	14.01	9.13	11.01
长期借款	12.50	6.85	0.11	0.05
其他	16.70	7.17	9.02	10.96
<b>负债合计</b>	744.71	788.51	1441.08	1774.54
少数股东权益	70.82	78.95	88.77	101.40
归属母公司股东权益	1861.76	1943.98	2058.19	2199.04
<b>负债和股东权益</b>	2677.28	2811.44	3588.03	4074.98

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-242.61	231.82	-365.55	331.37
净利润	116.35	124.35	151.09	194.28
折旧摊销	0.00	87.89	109.23	131.59
财务费用	-13.65	-15.40	10.43	36.99
投资损失	-6.80	-7.05	-7.68	-7.28
营运资金变动	-336.65	41.36	-628.62	-24.21
其它	-1.85	0.66	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	-242.87	-200.86	-213.07	-227.72
资本支出	241.91	128.80	108.88	100.63
长期投资	5.74	-0.75	-0.78	-0.84
其他	4.78	-72.81	-104.97	-127.93
<b>筹资活动现金流</b>	173.45	-194.74	-42.26	-82.70
短期借款	154.80	-154.80	0.00	0.00
长期借款	12.50	-5.65	-6.74	-0.06
其他	6.15	-34.29	-35.52	-82.64
<b>现金净增加额</b>	-312.02	-163.78	-620.88	20.95

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1122.34	1555.11	2066.58	2664.24
营业成本	867.80	1233.05	1636.11	2092.49
营业税金及附加	3.35	4.67	6.20	7.99
营业费用	61.97	91.44	110.56	139.34
管理费用	88.52	114.46	145.28	180.90
财务费用	-13.65	-15.40	10.43	36.99
资产减值损失	0.36	4.44	6.63	5.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.80	7.05	7.68	7.28
<b>营业利润</b>	120.78	129.51	159.05	208.14
营业外收入	14.56	15.67	17.20	18.31
营业外支出	1.62	1.75	1.98	2.36
<b>利润总额</b>	133.73	143.43	174.27	224.09
所得税	17.38	19.08	23.18	29.80
<b>净利润</b>	116.35	124.35	151.09	194.28
少数股东损益	5.02	8.13	9.82	12.63
<b>归属母公司净利润</b>	111.33	116.22	141.27	181.66
<b>EBITDA</b>	114.59	209.70	277.81	368.95
<b>EPS (摊薄)</b>	0.33	0.34	0.42	0.53

## 主要财务比率

## 成长能力

营业收入增长率	35.69%	38.56%	32.89%	28.92%
营业利润增长率	-27.63%	7.22%	22.81%	30.87%
归属于母公司净利润增长率	-25.91%	4.39%	21.55%	28.59%

## 获利能力

毛利率	22.68%	20.71%	20.83%	21.46%
净利率	10.37%	8.00%	7.31%	7.29%
ROE	6.02%	6.15%	7.04%	8.45%
ROIC	4.84%	5.37%	5.68%	7.41%

## 偿债能力

资产负债率	27.82%	28.05%	40.16%	43.55%
净负债比率	9.33%	0.68%	23.67%	24.68%
流动比率	2.74	2.55	1.84	1.71
速动比率	2.07	1.79	1.17	1.08

## 营运能力

总资产周转率	0.47	0.57	0.65	0.70
应收账款周转率	5.96	6.00	5.80	5.70
应付账款周转率	3.80	4.77	4.64	4.40

## 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.33	0.34	0.42	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.71	0.68	-1.08	0.97
每股净资产(最新摊薄)	5.68	5.95	6.31	6.77





## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

