

自主品牌乘用车和缓释化肥驱动长期成长

2013年05月20日

推荐/首次

万里扬

调研快报

——万里扬（002434）调研快报

张洪磊 zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

执业证书编号：S1480512100001

事件：

我于近日调研了万里扬，与公司高管交流了近期经营情况。

1. 卡车市场保持稳定，稳步提升市场份额。

卡车市场销量趋于稳定，公司在中轻卡市场的市场份额已经达到了接近 30%，龙头地位已经确立并仍在继续加强，但在重卡市场公司的份额仍很小，是公司在商用车领域继续发力的重点。公司与装甲兵工程学院联合开发的用在卡车上 DCT 变速箱燃油经济性高，具有较强竞争力。

2. 自主品牌乘用车客户驱动持续较快增长。

公司新建的 50 万只（35 万只手动挡、15 万只自动挡）乘用车变速器产能的募投项目今年开始批量生产，预计全年产量可达到 10 万只左右，有望 2-3 年时间里达产，产品以 5 档、6 档的手动挡和 5 档的自动挡为主。目前公司的乘用车客户主要是吉利和众泰，未来有望成为他们的主要变速器供应商。另外公司的产品已经在长城做了两年的车试（主要用在皮卡、绚丽和 H5 车型），预计未来 1-2 两年里进入长城的配套体系是大概率事件。

3. 公司在工程机械市场仍有较大发展潜力。

公司在工程机械领域，已经向三一重工和中联重科试配了部分产品，产品仍在不断改进中。由于工程机械所用驱动桥、变矩器单价较高，预计一旦成熟，将为公司收入带来较大贡献。

4. 公司积极拓展新业务，缓释化肥成长空间较大。

公司为了提升经营稳定性，积极拓展金融服务和缓释化肥等业务。公司通过收购万通小贷公司涉足小额贷款领域、设立金华万融公司进入融资租赁领域，提升公司的产业结构。另外，公司还通过与清华大学合作的方式重点发展缓释有机化肥业务，缓控有机肥主要用于水果、蔬菜等经济作物。由于化肥市场有数以千亿计的市场规模，且缓释化肥在国内尚属起步阶段，未来成长空间较大，不过仍需较长培育时间。

结论：

由于公司将受益于自主品牌吉利、长城等的持续成长，汽车变速器业务仍将保持 15%左右的年增速。预计公司 2013-2015 年 EPS 的预测分别为 0.34、0.37 和 0.46 元，对应 PE 分别为 23、22 和 17 倍，首次给予公司“推荐”评级。

表：盈利预测及相关指标

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,122.34	1,552.51	1,644.66	1,887.36	2,233.79
营业收入增长率	35.7%	38.33%	5.94%	14.76%	18.36%
营业成本	867.80	1,237.66	1,303.39	1,505.46	1,770.80
营业费用	61.97	92.13	93.75	103.80	120.62
管理费用	88.52	131.70	123.35	135.89	160.83
财务费用	-13.65	-1.17	9.87	16.99	19.53
投资收益	6.80	0.67	12.00	12.90	14.13
营业利润	120.78	88.06	112.79	122.62	157.76
EBITDA	160.94	163.12	201.40	237.06	295.98
归属母公司净利润	111.33	92.10	114.34	123.50	154.78
净利润增长率	-25.9%	-17.3%	24.15%	8.01%	25.33%
EPS (元)	0.33	0.27	0.34	0.36	0.46
资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	862.23	845.28	822.33	943.68	1,116.90
应收账款	272.77	264.56	270.36	284.40	306.00
预付款项	97.31	60.06	105.67	123.74	144.10
存货	480.62	359.43	321.38	350.59	388.12
非流动资产	717.81	1,144.29	1,233.61	1,265.87	1,248.96
资产总计	2,677.28	2,926.24	3,041.11	3,271.52	3,519.12
应付账款	346.43	307.89	267.82	288.72	315.35
预收款项	6.86	12.48	13.30	14.25	16.48
流动负债合计	715.51	918.29	990.30	1,164.69	1,339.25
非流动负债	29.20	15.88	16.05	25.08	35.80
少数股东权益	70.82	72.20	73.73	75.56	77.75
母公司股东权益	1,861.76	1,919.86	1,977.03	2,038.78	2,116.17
ROIC	7.30%	6.09%	8.08%	8.19%	9.90%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	149.60	116.35	115.87	125.33	156.97
折旧摊销	53.81	76.23	78.74	97.45	118.68
经营活动产生现金流	-30.96	234.02	239.88	94.64	185.67
投资活动产生现金流	-149.94	-656.59	-180.45	-116.33	-87.34
融资活动产生现金流	-73.01	251.22	-82.38	143.04	74.88
现金净增(减)	-253.90	-171.35	-22.95	121.35	173.22

资料来源：东兴证券

分析师简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，具有四年汽车行业从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体强烈推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。