

# 万里扬 (002434)

证券研究报告

2016年12月12日

## 牵手吉孚动力 打造自主自动变速器龙头

### 事件概述:

公司发布公告: 1) 公司出资 1100 万元与吉孚动力成立合资公司, 持有合资公司 55% 股权; 2) 公司拟以自有资金 5 亿元设立全资子公司浙江吉孚, 用于合资公司 AT 与新能源汽车传动系统产业化。

### 事件评论:

**牵手吉孚动力, 打造自主自动变速器龙头。**吉孚动力主要从事汽车传动系统和自动变速器, 特别在自动变速器方面具备世界前列的独立开发技术。本次公司出资 1100 万元与吉孚动力合作成立合资公司, 并持有合资公司 55% 股权, 专注汽车 MT、AT、CVT、DCT 和新能源汽车动力总成研发。公司拟单独成立注册资金 5 亿元的独资子公司, 引进合资公司技术, 实现 AT 与新能源汽车传动系统的产业化。届时, 公司将在保持 CVT 技术领先前提下, 补足 AT/DCT 与混动总成的产品缺口, 打造自动变速器自主龙头, 未来有望实现深度替代。

**专注变速器, 快速打开乘用车变速器新市场。**公司是国内商用车变速器龙头, 产品覆盖微、轻、中、重卡, 并为国内主流商用车配套; 通过收购吉利 5MT/6MT 与奇瑞变速箱, 由商用车变速器向乘用车领域延伸, 并成为国内 CVT 自动变速器优质稀缺标的。公司一直专注变速器领域, 有能力消化奇瑞 CVT 技术, 也有实力与吉孚动力实现双赢, 未来有望顺利拓展乘用车变速器市场。

**绑定吉利奇瑞, 具备国际一流配套商潜质。**公司通过收购吉利与奇瑞的变速器业务, 通过事先达成的优先配套协议 (吉利主要是配套 MT, 奇瑞配套 MT 与 CVT); 奇瑞汽车销量经历 2011-2013 年的下滑后, 2015 年开始触底反弹, 吉利正处于快速上升期。公司通过绑定吉利奇瑞, 未来有望成长为全球一流自动变速器配套商。

### 投资建议:

公司是商用车变速器龙头, 2015 年开始通过并购吉利、奇瑞变速器业务布局乘用车变速器; 通过收购奇瑞变速器, 获得 CVT 总成配套能力, 在变速器自动挡化和自主品牌产品升级换代的趋势下, CVT 新业务有望再造一个万里扬, 打造国际一流的变速器总成供应商。假设收购奇瑞变速器完成后, 公司股本达到 13.5 亿股, 预估 16-18 年 EPS 分别为 0.31、0.63、0.88 元, 对应 PE 分别为 49 倍, 25 倍和 18 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示:

CVT 配套奇瑞车型销量不及预期, 开拓新整车厂客户不及预期; 遭遇加特可与爱信等海外巨头的价格战。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,382.03	1,972.65	2,747.90	6,987.90	9,804.02
增长率(%)	(3.04)	42.74	39.30	154.30	40.30
EBITDA(百万元)	259.71	344.59	514.61	1,275.12	1,675.77
净利润(百万元)	191.54	211.65	318.68	847.20	1,186.78
增长率(%)	31.59	10.50	50.57	165.85	40.08
EPS(元/股)	0.19	0.21	0.31	0.63	0.88
市盈率(P/E)	82.01	74.22	49.29	24.53	17.51
市净率(P/B)	7.23	6.78	5.18	5.32	4.45
市销率(P/S)	11.37	7.96	5.72	2.97	2.12
EV/EBITDA	18.41	33.52	31.04	17.47	12.52

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	15.4 元
目标价格	22 元
上次目标价	元

### 基本数据

总股本(百万股)	1,020.00
流通股本(百万股)	1,005.86
总市值(百万元)	15,708.00
流通 A 股市(百万元)	15,490.21
每股净资产(元)	2.41
资产负债率(%)	61.62
一年内最高/最低(元)	23.05/7.88

### 作者

<b>崔琰</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
<b>鲁家瑞</b>	联系人
lujiarui@tfzq.com	
<b>张程航</b>	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	
<b>周沐</b>	联系人
zhoumu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	689.42	610.91	219.83	559.03	784.32
应收账款	1,000.77	1,629.64	887.44	6,240.55	3,760.02
预付账款	15.31	39.27	47.43	135.32	138.01
存货	338.23	564.06	753.71	2,559.18	2,086.64
其他	748.99	273.06	917.46	1,811.32	1,546.90
<b>流动资产合计</b>	<b>2,792.72</b>	<b>3,116.94</b>	<b>2,825.87</b>	<b>11,305.40</b>	<b>8,315.88</b>
长期股权投资	132.28	179.13	179.13	179.13	179.13
固定资产	582.46	1,006.39	1,039.53	1,074.89	1,098.58
在建工程	58.66	103.86	98.32	106.99	94.19
无形资产	115.16	365.70	339.88	314.05	288.23
其他	380.51	1,310.17	860.93	872.23	993.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,269.07</b>	<b>2,965.25</b>	<b>2,517.78</b>	<b>2,547.29</b>	<b>2,654.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,061.79</b>	<b>6,082.19</b>	<b>5,343.65</b>	<b>13,852.70</b>	<b>10,969.94</b>
短期借款	72.00	662.00	723.88	1,865.62	1,185.60
应付账款	568.43	1,332.01	441.64	4,600.13	2,837.11
其他	246.31	738.89	362.26	2,202.68	1,360.99
<b>流动负债合计</b>	<b>886.74</b>	<b>2,732.90</b>	<b>1,527.79</b>	<b>8,668.43</b>	<b>5,383.71</b>
长期借款	0.00	45.00	69.80	344.40	0.00
应付债券	745.35	747.10	497.48	663.31	635.97
其他	170.83	138.76	104.05	137.88	126.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>916.18</b>	<b>930.87</b>	<b>671.33</b>	<b>1,145.60</b>	<b>762.87</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,802.92</b>	<b>3,663.77</b>	<b>2,199.12</b>	<b>9,814.03</b>	<b>6,146.57</b>
少数股东权益	87.15	103.05	113.81	134.08	157.03
股本	340.00	510.00	1,020.00	1,349.42	1,349.42
资本公积	1,077.89	907.89	907.89	907.89	907.89
留存收益	1,831.72	1,805.37	2,010.72	2,555.17	3,316.92
其他	(1,077.89)	(907.89)	(907.89)	(907.89)	(907.89)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,258.87</b>	<b>2,418.42</b>	<b>3,144.53</b>	<b>4,038.67</b>	<b>4,823.36</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,061.79</b>	<b>6,082.19</b>	<b>5,343.65</b>	<b>13,852.70</b>	<b>10,969.94</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	198.81	211.83	318.68	847.20	1,186.78
折旧摊销	84.43	120.53	58.23	61.79	64.93
财务费用	(49.69)	(5.21)	92.42	238.68	241.71
投资损失	(12.57)	1.54	(9.82)	(9.82)	(9.82)
营运资金变动	127.77	(826.19)	(735.15)	(2,088.45)	384.69
其它	(140.06)	851.77	10.76	20.27	22.94
<b>经营活动现金流</b>	<b>208.69</b>	<b>354.27</b>	<b>(264.88)</b>	<b>(930.32)</b>	<b>1,891.24</b>
资本支出	(104.69)	1,035.72	94.71	46.17	60.98
长期投资	(13.53)	46.85	0.00	0.00	0.00
其他	(53.63)	(1,596.12)	(344.90)	(149.69)	(12.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(171.85)</b>	<b>(513.55)</b>	<b>(250.18)</b>	<b>(103.52)</b>	<b>48.71</b>
债权融资	817.35	1,480.10	1,299.83	2,884.89	1,836.98
股权融资	50.45	0.84	417.58	90.74	(241.71)
其他	(840.41)	(1,300.62)	(1,593.43)	(1,602.58)	(3,309.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>27.39</b>	<b>180.33</b>	<b>123.98</b>	<b>1,373.04</b>	<b>(1,714.65)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>64.23</b>	<b>21.05</b>	<b>(391.08)</b>	<b>339.20</b>	<b>225.29</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1,382.03</b>	<b>1,972.65</b>	<b>2,747.90</b>	<b>6,987.90</b>	<b>9,804.02</b>
营业成本	1,003.15	1,410.78	1,893.30	4,765.75	6,676.54
营业税金及附加	17.40	20.08	28.56	77.25	103.36
营业费用	73.85	93.98	126.40	321.44	519.61
管理费用	116.58	169.28	228.08	594.67	872.56
财务费用	(50.70)	(0.84)	92.42	238.68	241.71
资产减值损失	8.31	42.53	25.00	25.28	30.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.57	(1.54)	9.82	9.82	9.82
其他	(25.15)	3.09	(19.63)	(19.63)	(19.63)
<b>营业利润</b>	<b>226.01</b>	<b>235.29</b>	<b>363.96</b>	<b>974.64</b>	<b>1,369.12</b>
营业外收入	10.23	22.54	14.25	15.67	17.49
营业外支出	1.77	2.59	2.57	2.31	2.49
<b>利润总额</b>	<b>234.47</b>	<b>255.24</b>	<b>375.64</b>	<b>988.01</b>	<b>1,384.12</b>
所得税	35.66	43.41	46.20	120.54	174.40
<b>净利润</b>	<b>198.81</b>	<b>211.83</b>	<b>329.44</b>	<b>867.47</b>	<b>1,209.72</b>
少数股东损益	7.27	0.18	10.76	20.27	22.94
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>191.54</b>	<b>211.65</b>	<b>318.68</b>	<b>847.20</b>	<b>1,186.78</b>
每股收益(元)	0.19	0.21	0.31	0.63	0.88

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.04%	42.74%	39.30%	154.30%	40.30%
营业利润	33.29%	4.10%	54.68%	167.79%	40.47%
归属于母公司净利润	31.59%	10.50%	50.57%	165.85%	40.08%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.41%	28.48%	31.10%	31.80%	31.90%
净利率	13.86%	10.73%	11.60%	12.12%	12.11%
ROE	8.82%	9.14%	10.51%	21.70%	25.43%
ROIC	13.34%	12.85%	18.95%	32.30%	26.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.39%	60.24%	41.15%	70.85%	56.03%
净负债率	8.02%	12.25%	50.02%	16.82%	132.07%
流动比率	3.15	1.14	1.85	1.30	1.54
速动比率	2.77	0.93	1.36	1.01	1.16
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.05	1.50	2.18	1.96	1.96
存货周转率	3.67	4.37	4.17	4.22	4.22
总资产周转率	0.37	0.39	0.48	0.73	0.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.19	0.21	0.31	0.63	0.88
每股经营现金流	0.20	0.35	-0.26	-0.91	1.85
每股净资产	2.13	2.27	2.97	2.89	3.46
<b>估值比率</b>					
市盈率	82.01	74.22	49.29	24.53	17.51
市净率	7.23	6.78	5.18	5.32	4.45
EV/EBITDA	18.41	33.52	31.04	17.47	12.52
EV/EBIT	27.28	49.27	35.00	18.35	13.03

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com