



2017年04月13日

买入(首次评级)

当前价: 16.26 元
目标价: 21.35 元

汽车及零部件行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

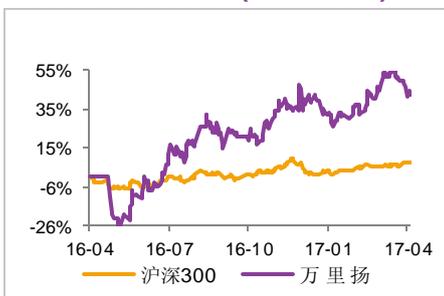
研究助理: 宋韶灵

电话: 010-64408637
邮箱: songshaoling@lxsec.com

联系人: 徐昊

电话: 186-0016-3976
邮箱: xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	37.32	61.45	72.27	83.40
(+/-)	89%	65%	18%	15%
净利润	3.12	8.21	10.72	12.66
(+/-)	48%	163%	31%	18%
EPS(元)	0.30	0.61	0.79	0.94
P/E	53	27	20	17

资料来源: 联讯证券研究院

万里扬(002434.SZ)

【联讯汽车年报点评】万里扬: 2016年公司业绩大幅提升, CVT 市场空间巨大

投资要点

◇ 事件: 万里扬公布 2016 年年度报告

4月11日, 公司公布了2016年年度报告。2016年公司实现营业收入37.3亿元, 同比增长89.2%; 实现归属于上市公司股东净利润3.12亿元, 同比增长47.5%, EPS为0.30元。同时, 公司公布2016年权益分配方案, 拟每10股派发1元现金。

点评:

◇ 2016 公司业绩大幅增长, CVT 业务发展迅速

2016年公司实现营业收入大幅增长, 同比增长89.2%。公司业绩增速主要来源于宁波乘用车变速器业务2016年全年并表, 以及奇瑞变速器业务在2016年11月开始并表, 使得乘用车手动变速器业务营收同比增加117%。此外, 公司商用车变速器产品进行了优化升级, 营收同比增加约16%。同时, 自动变速器业务营收实现2.7亿元, 扩展了公司产品线, 并将成为公司核心业务和业绩重要增长点。目前公司CVT25开发顺利, 未来将成为公司重要产品, 公司计划以乘用车变速箱业务为核心, 商用车变速箱和汽车内饰业务协同发展。

◇ 费用增加以及产品结构变化使毛利率下滑

公司从2015年7月开始合并宁波乘用车变速器业务费用, 2015年10月合并金兴内饰业务费用, 在2016年公司合并了宁波乘用车变速器业务和金兴内饰业务的全年费用, 此外从2016年11月开始新增合并芜湖万里扬业务, 从而相应增加了销售费用和管理费用。同时, 公司经营活动和投资活动的资金需求增加, 以及对外筹集资金增加较多使财务费用同比增加107%, 致使公司毛利率下滑。

2016年毛利率较低的汽车内饰件业务营业收入达到10.36亿元, 同比增加288%, 占营业收入上升至27.7%, 使公司毛利率同比下滑。目前公司乘用车变速器毛利率(约18.5%)远低于商用车变速器毛利率(约30%), 主要原因是乘用车变速器自制率目前大概只有10%, 远低于商用车变速器的90%。提升乘用车手动和自动变速器的自制率, 进一步加强供应链成本管理成为公司2017年的重要目标。因此我们预计公司乘用车变速器毛利率将在2017年显著提升。

◇ 实施“53211”战略发展规划, 打造世界一流汽车零部件供应商

公司公布“53211”战略发展规划, 即在五年内销售乘用车变速器300万台, 其中自动变速器200万台, 实现商用车变速器销量以及汽车内饰销售额在现有基础上翻一倍。未来五年, 公司将推出包括MT, CVT, AT及PHEV在内的多款新产品, 同时覆盖手动和自动挡市场, 扩大扭矩和发动机排量范围, 满足不同客户需求。公司将继续整合内部资源, 优化公司产业布局, 在乘用车变速器



方面，公司以自主品牌汽车为主要服务目标，以打造世界一流乘用车变速器供应商为目标。

◇ 盈利预测和估值

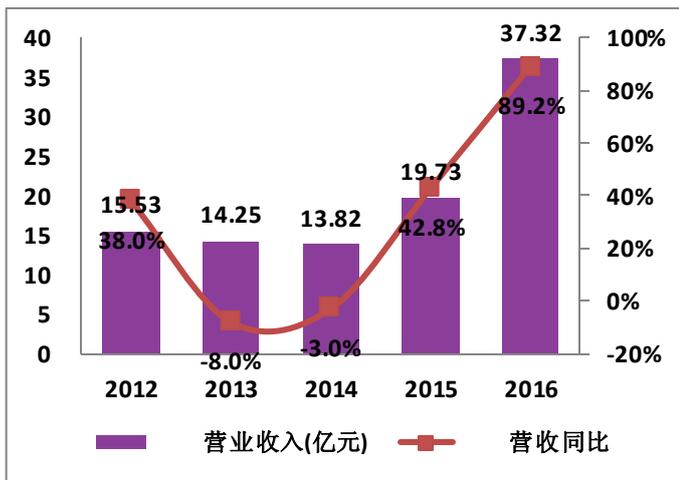
2016 年芜湖万里扬仅并表两个月实现净利润 0.55 亿元，公司在整合初期各类费用较多，今年业绩有望超出承诺，我们看好公司长期发展。我们预测 2017，2018，2019 年营业收入分别为 61.45 亿元、72.27 亿元、83.40 亿元，净利润为 8.21 亿元、10.72 亿元、12.66 亿元，EPS 分别为 0.61 元、0.79 元、0.94 元，当前公司股价为 16.26 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 27 倍、20 倍、17 倍。本着审慎原则，我们给予万里扬 35 倍 PE，目标价为 21.35 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

2017 年乘用车销量整体下滑，新产品研发进度不及预期。



图表1: 公司近五年营收及同比增速



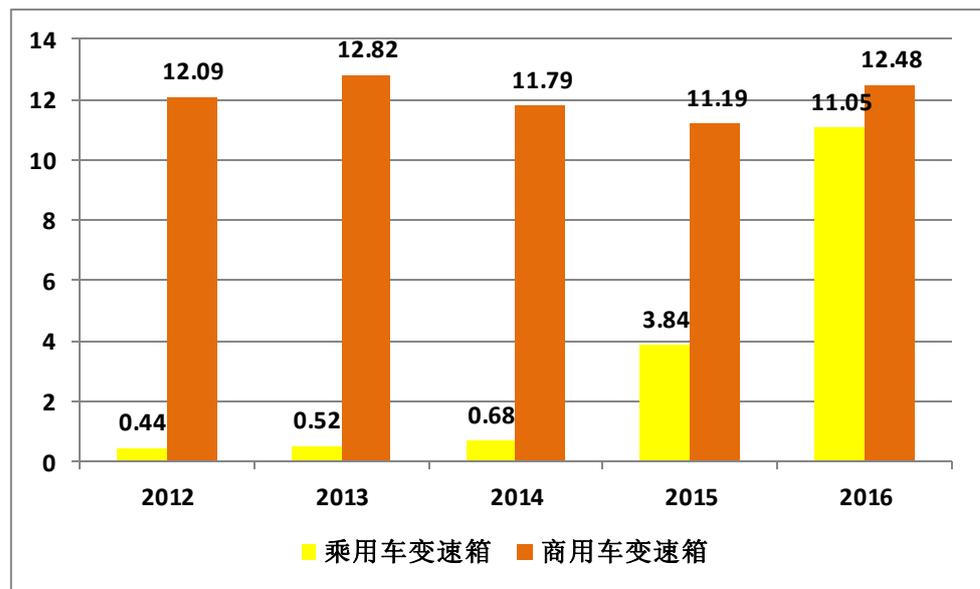
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表2: 公司近五年净利润及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

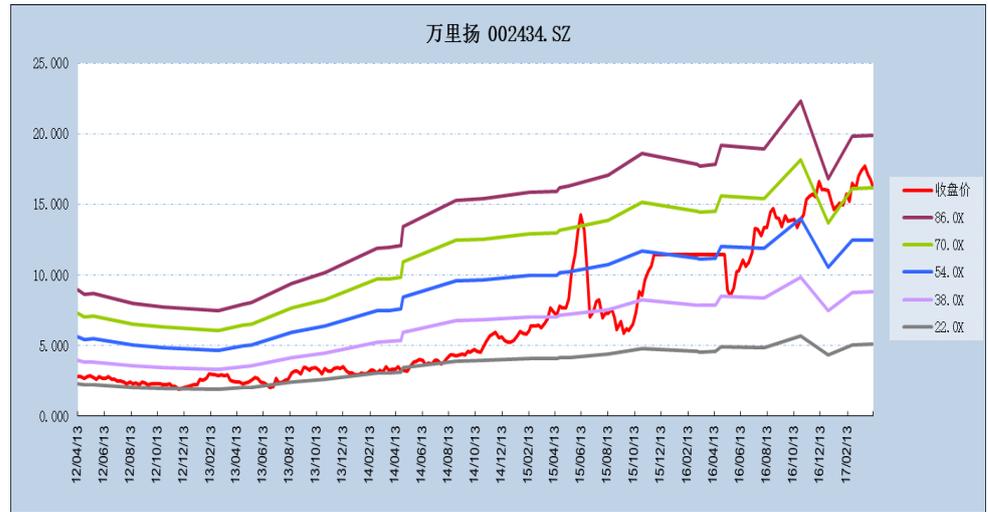
图表3: 万里扬乘用车变速器和商用车变速器销售额(亿元)



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

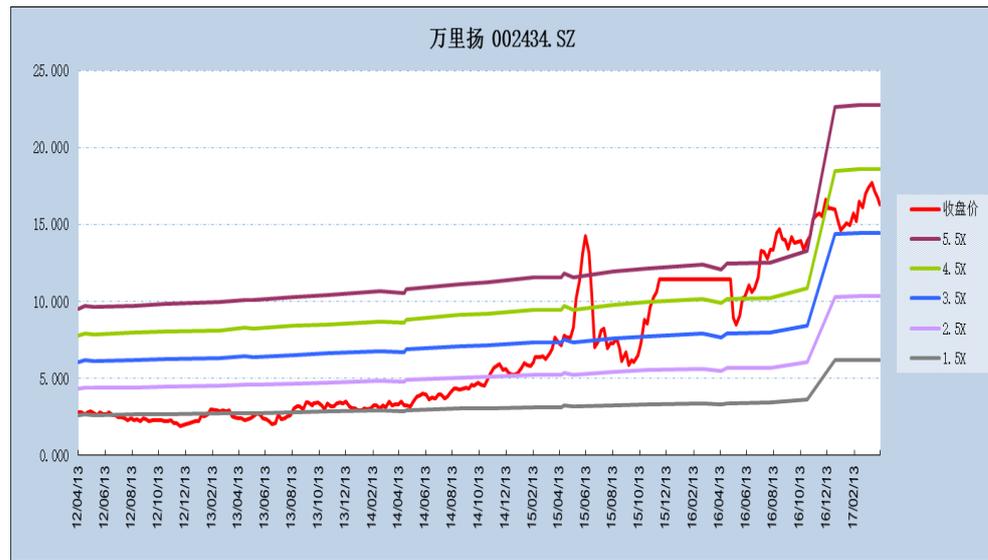


图表 4: 公司 PE-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表 5: PB-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,551	5,917	7,396	8,875	经营活动现金流	222	310	372	484
现金	1,132	1,574	1,657	1,822	净利润	308	816	1,067	1,261
应收账款	1,550	1,627	1,758	1,898	折旧摊销	243	262	288	317
其它应收款	482	578	694	833	财务费用	89	94	99	104
预付账款	37	33	36	40	投资损失	-81	-122	-137	-145
存货	903	1,102	1,212	1,333	营运资金变动	806	21	1,009	962
其他	448	1,002	2,039	2,949	其它	-1,143	-761	-1,954	-2,014
非流动资产	5,330	5,863	6,507	6,833	投资活动现金流	-1,022	102	-322	-354
长期投资	416	541	649	779	资本支出	678	814	976	1,074
固定资产	1,638	1,802	1,982	2,180	长期投资	416	40	40	40
无形资产	646	805	886	974	其他	-2,116	-751	-1,338	-1,468
其他	2,630	3,216	3,600	3,639	筹资活动现金流	1,408	30	32	35
资产总计	9,881	11,779	13,903	15,708	短期借款	837	921	1,013	1,114
流动负债	3,361	4,706	5,176	5,694	长期借款	0	0	0	0
短期借款	837	921	1,013	1,114	其他	571	-891	-980	-1,079
应付账款	1,729	2,247	2,472	2,719	现金净增加额	607	443	83	165
其他	796	1,538	1,691	1,861					
非流动负债	872	872	872	872	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	872	872	872	872	营业收入	89%	65%	18%	15%
负债合计	4,233	5,578	6,048	6,566	营业利润	50%	165%	31%	18%
少数股东权益	64	69	82	92	归属母公司净利润	48%	163%	31%	18%
归属母公司股东权益	5,584	6,133	7,773	9,050	获利能力				
负债和股东权益	9,881	11,779	13,903	15,708	毛利率	24%	25%	26%	26%
					净利率	8%	13%	15%	15%
					ROE	8%	14%	15%	15%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC				
营业收入	3,732	6,145	7,227	8,340	偿债能力				
营业成本	2,846	4,611	5,377	6,207	资产负债率	43%	47%	44%	42%
营业税金及附加	31	49	58	67	净负债比率				
营业费用	148	170	179	197	流动比率	135%	126%	143%	156%
管理费用	305	366	384	423	速动比率	109%	102%	119%	132%
财务费用	89	94	99	104	营运能力				
资产减值损失	42	44	46	49	总资产周转率	0.47	0.57	0.56	0.56
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.11	3.87	4.27	4.56
投资净收益	81	122	137	145	应付账款周转率	2.11	2.32	2.28	2.39
营业利润	352	933	1,221	1,440	每股指标(元)				
营业外收入	35	39	46	56	每股收益	0.30	0.61	0.79	0.94
营业外支出	12	12	12	12	每股经营现金	0.16	0.23	0.28	0.36
利润总额	375	960	1,256	1,483	每股净资产	4.18	4.59	5.82	6.77
所得税	67	144	188	222	估值比率				
净利润	308	816	1,067	1,261	P/E	53.33	26.74	20.47	17.34
少数股东损益	-5	-5	-5	-5	P/B	3.82	3.54	2.79	2.40
归属母公司净利润	312	821	1,072	1,266	EV/EBITDA	1543.83	21.71	17.45	15.19
EBITDA	609	1,195	1,510	1,757					
EPS (元)	0.30	0.61	0.79	0.94					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com