

2017年08月28日

# 万里扬 (002434.SZ)

## 动态分析

### 并表增厚业绩，自动变速器进口替代有望加速

#### 投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 76.46%，归母净利润同比增长 204.20%，业绩符合预期。** 公司 17 年上半年实现营收 26.89 亿元，同比增长 76.46%；归母净利润 4.22 亿元，同比增长 204.20%；毛利率 25.74%，净利率 15.84%，同比分别上升 0.43 和 6.89 个百分点。其中 2Q 实现营收 10.99 亿元，同比增长 43.29%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 171.12%。上半年业绩高增长，主要原因有：（1）芜湖万里扬（原芜湖奇瑞）并表，较去年同期新增了乘用车自动变速器业务与部分手动变速器业务，带来业绩大幅提升；（2）受益于商用车景气度提升，公司商用车变速器销量增长较快；（3）内饰业务整合与市场开拓力度加强，销量增长显著。
- ◆ **商用车变速器受益于下游商用车景气周期持续超预期。** 17 年上半年国内商用车继续呈复苏态势，销量 210.12 万辆，同比增长 17.47%。受益于下游商用车销量提升，公司商用车变速器需求量快速提升，并带动业绩增长，上半年轻卡变速器实现营收 5.63 亿元（同比增 29.92%），中卡实现营收 2.28 亿元（同比增 16.05%）。在“一带一路”建设，国内基建投资复苏、车辆更换周期等多重有利因素影响下，本轮商用车复苏周期持续超预期，公司作为国内商用车变速器龙头，将充分受益于本轮商用车景气复苏周期上行，商用车变速器业务全年有望维持较高增速。
- ◆ **自动变速器配套有望加速，进口替代前景广阔。** 目前国内自动挡乘用车中，大部分自动变速器仍来自于进口或合资厂商。公司 2016 年通过收购奇瑞汽车下属的芜湖奇瑞变速箱有限公司（现为芜湖万里扬）切入自动变速器领域。芜湖万里扬产品包括 CVT、AT 及 PHEV 用自动变速器等产品，是目前国内少数实现 CVT 国产化的生产厂家之一，其 CVT 在国内汽车变速器市场已具备了较强的竞争力。17 年上半年公司在自动变速器领域实现营收 5.76 亿元，随着国产自动变速器渗透率的提高以及进口替代加速，公司自动变速器有望进入更多整车厂的配套体系中，CVT、AT 等自动变速器业务有望持续为公司带来业绩增长空间。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.58 元、0.77 元和 0.96 元。净资产收益率分别为 12.9%、15.5% 和 17.4%。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 17.00 元，相当于 2018 年 22 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**下游商用车景气度不可持续；自动变速器业务拓展不及预期。

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

**买入-A(首次)**

6 个月目标价

17.00 元

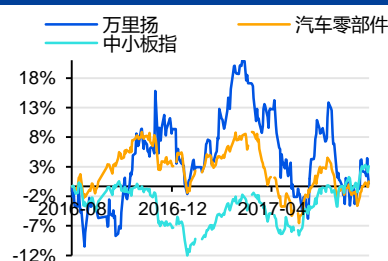
股价(2017-08-25)

14.56 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	19,656.00
流通市值 (百万元)	14,837.52
总股本 (百万股)	1,350.00
流通股本 (百万股)	1,019.06
12 个月价格区间	12.87/18.65 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.46	-10.6	-0.36
绝对收益	2.1	1.11	3.31

#### 分析师

林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

#### 报告联系人

刘文婷  
 liuwenting@huajinsec.cn  
 021-20377055

#### 相关报告

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,972.6	3,732.3	6,078.3	8,024.7	9,825.4
同比增长(%)	42.7%	89.2%	62.9%	32.0%	22.4%
营业利润(百万元)	235.3	352.0	893.3	1,174.5	1,476.5
同比增长(%)	4.1%	49.6%	153.8%	31.5%	25.7%
净利润(百万元)	211.6	312.3	784.8	1,038.1	1,298.3
同比增长(%)	10.5%	47.5%	151.3%	32.3%	25.1%
每股收益(元)	0.16	0.23	0.58	0.77	0.96
PE	94.5	64.0	25.5	19.3	15.4
PB	8.6	3.6	3.3	3.0	2.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、中报业绩符合预期，芜湖万里扬并表增厚业绩.....	4
（一）各业务稳步发展，自动变速器营收占比快速提升.....	4
（二）三费率大幅下降带动公司净利率显著提升.....	6
二、商用车变速器龙头进军乘用车自动变速器，有望迎来广阔增长空间.....	7
（一）商用车变速器受益于下游商用车景气周期持续超预期.....	7
（二）自动变速器配套有望加速，进口替代前景广阔.....	7
三、投资建议.....	8
四、风险提示.....	8

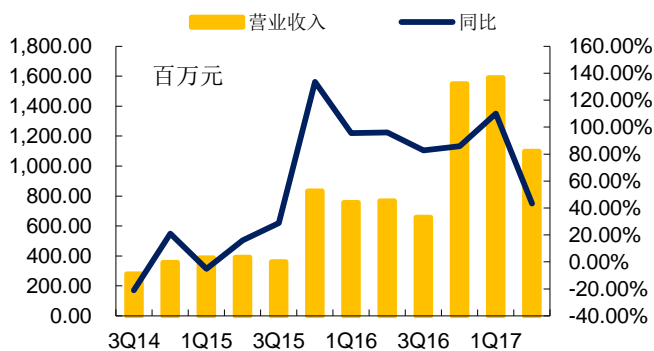
## 图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率.....	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率.....	4
图 3：公司各业务历年营业收入及综合毛利率.....	5
图 4：1H17 各项业务营收占比.....	5
图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化.....	5
图 6：过往 12 个季度三费率.....	6
图 7：16 年下半年以来国内商用车销量及增速.....	7

## 一、中报业绩符合预期，芜湖万里扬并表增厚业绩

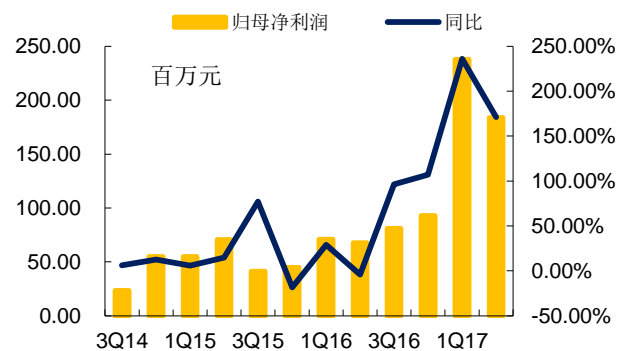
公司 17 年上半年实现营收 26.89 亿元，同比增长 76.46%；归母净利润 4.22 亿元，同比增长 204.20%；毛利率 25.74%，净利率 15.84%，同比分别上升 0.43 和 6.89 个百分点。其中 2Q 实现营收 10.99 亿元，同比增长 43.29%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 171.12%。上半年业绩高增长，主要原因有：（1）芜湖万里扬（原芜湖奇瑞）并表，较去年同期新增了乘用车自动变速器业务与部分手动变速器业务，带来业绩大幅提升；（2）受益于商用车景气度提升，公司商用车变速器销量增长较快；（3）内饰业务整合与市场开拓力度加强，销量增长显著。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率



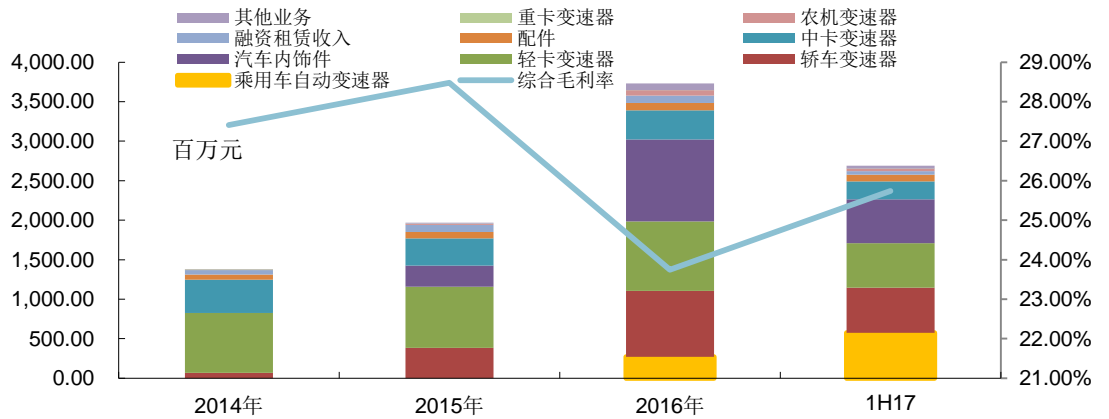
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （一）各业务稳步发展，自动变速器营收占比快速提升

主要产品中，17 年上半年芜湖万里扬并表，新增乘用车自动变速器营业收入 5.76 亿元；手动变速器营业收入 5.69 亿元，芜湖万里扬新增手动变速器产品，同比增长 60.82%；轻卡变速器营业收入 5.63 亿元，同比增长 29.92%；中卡变速器营收 2.28 亿元，同比增长 16.05%；汽车内饰件营收 5.55 亿元，同比增长 38.12%；配件营收 0.83 亿元，同比增长 202.64%。

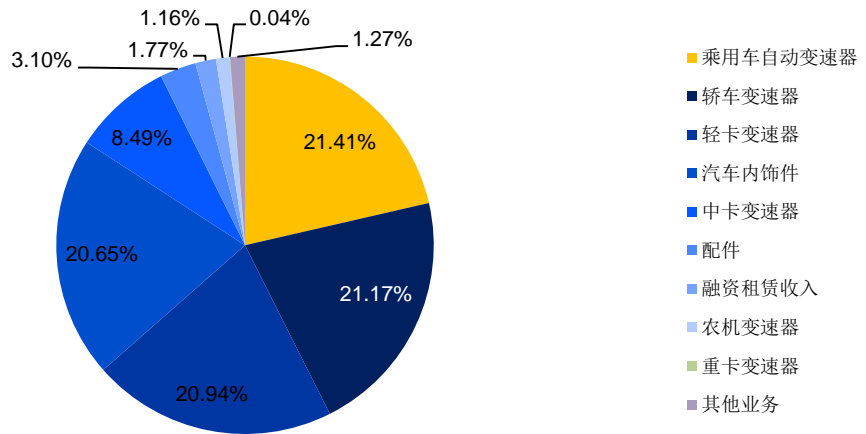
17 年上半年各业务营收占比中，乘用车自动变速器占比达到 21.41%；手动变速器占比 21.17%；轻卡变速器占比 20.94%；内饰件占比 20.65%，以上四项业务在营收占比合计达到 84.17%，贡献了公司的主要业绩。

图 3：公司各业务历年营业收入及综合毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

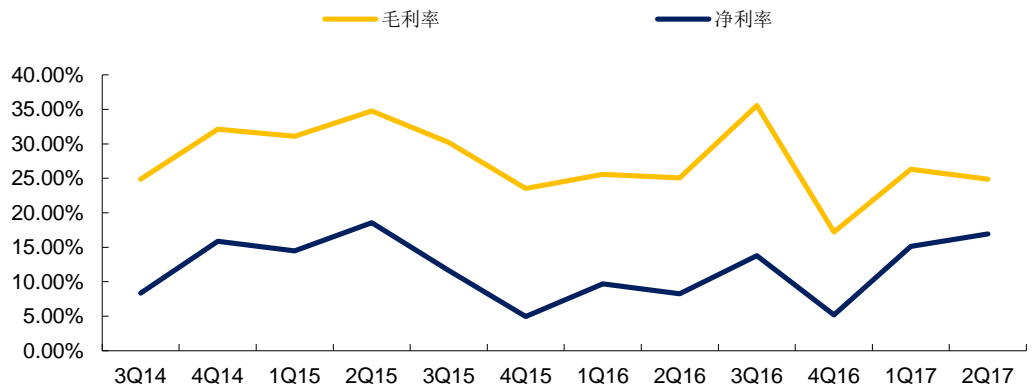
图 4：1H17 各项业务营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司上半年毛利率 25.74%，净利率 15.84%，同比分别上升 0.43 和 6.89 个百分点。毛利率与去年同期基本持平，净利率受三费率大幅下降及营业外收入增加等因素影响而大幅提升。

图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化

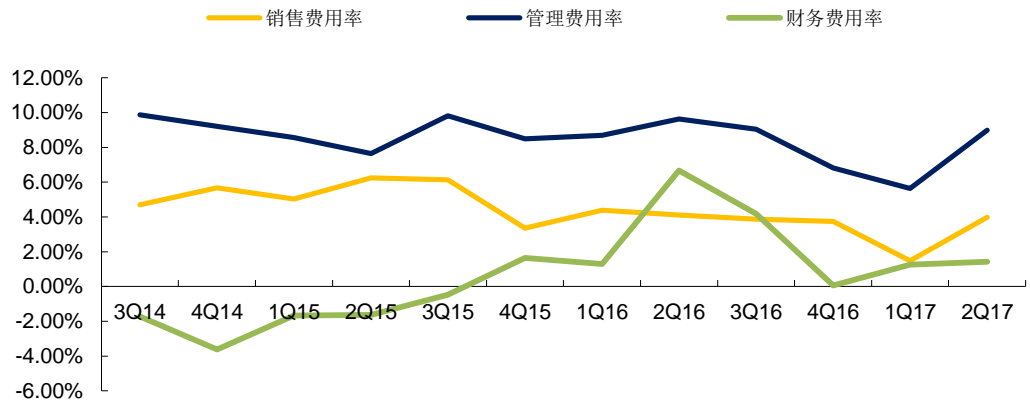


资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 三费率大幅下降带动公司净利率显著提升

17年上半年公司三费率合计 10.84%，比上年同期下降 6.58%。三费率大幅下降的主要原因在于财务费用的下降，16 年由于收购芜湖奇瑞导致财务费用大增，17 年收购收购完成，财务费用较去年同期下降 2.68 个百分点。同时销售费用和管理费用也较去年同期下降 1.75 及 2.16 个百分点。

图 6：过往 12 个季度三费率



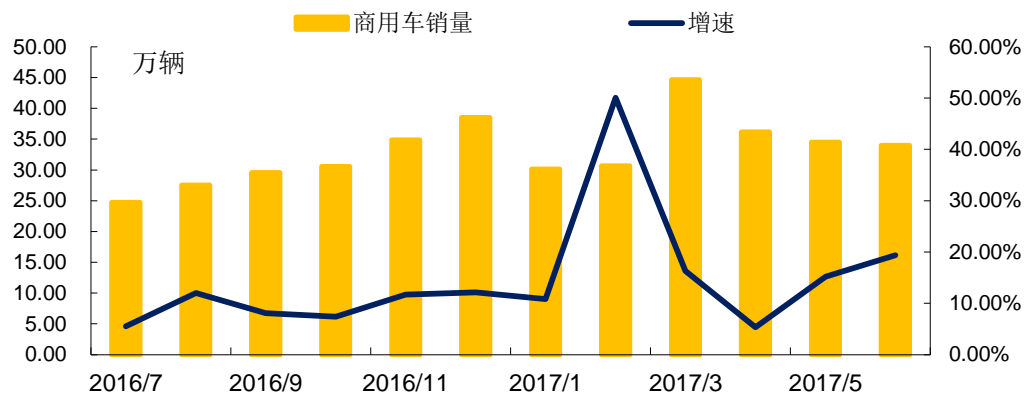
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、商用车变速器龙头进军乘用车自动变速器，有望迎来广阔增长空间

### （一）商用车变速器受益于下游商用车景气周期持续超预期

17年上半年国内商用车继续呈复苏态势，销量210.12万辆，同比增长17.47%。受益于下游商用车销量提升，公司商用车变速器需求量快速提升，并带动业绩增长，上半年轻卡变速器实现营收5.63亿元（同比增29.92%），中卡实现营收2.28亿元（同比增16.05%）。在“一带一路”建设，国内基建投资复苏、车辆更换周期等多重有利因素影响下，本轮商用车复苏周期持续超预期，公司作为国内商用车变速器龙头，将充分受益于本轮商用车景气复苏周期上行，商用车变速器业务全年有望维持较高增速。

图7：16年下半年以来国内商用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

### （二）自动变速器配套有望加速，进口替代前景广阔

目前国内自动挡乘用车中，大部分自动变速器仍来自于进口或合资厂商。公司2016年通过收购奇瑞汽车下属的芜湖奇瑞变速箱有限公司（现为芜湖万里扬）切入自动变速器领域。芜湖万里扬产品包括CVT、AT、PHEV等自动变速器产品，是目前国内少数实现CVT国产化的生产厂家之一，其CVT在国内汽车变速器市场已具备了较强的竞争力。17年上半年公司在自动变速器领域实现营收5.76亿元，随着国产自动变速器渗透率的提高以及进口替代加速，公司自动变速器有望进入更多整车厂的配套体系中，CVT、AT等自动变速器业务有望持续为公司带来业绩增长空间。

### 三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.58 元、0.77 元和 0.96 元。净资产收益率分别为 12.9%、15.5% 和 17.4%。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 17.00 元，相当于 2018 年 22 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

下游商用车景气度不可持续；自动变速器业务拓展不及预期。



**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,972.6	3,732.3	6,078.3	8,024.7	9,825.4	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,410.8	2,845.9	4,412.1	5,807.8	7,066.0	营业收入增长率	42.7%	89.2%	62.9%	32.0%	22.4%
营业税费	20.1	31.3	54.7	72.2	78.6	营业利润增长率	4.1%	49.6%	153.8%	31.5%	25.7%
销售费用	94.0	148.2	212.7	264.8	334.1	净利润增长率	10.5%	47.5%	151.3%	32.3%	25.1%
管理费用	169.3	304.9	425.5	585.8	736.9	EBITDA 增长率	32.7%	82.8%	90.9%	28.7%	22.6%
财务费用	-0.8	89.5	109.1	141.2	156.3	EBIT 增长率	33.7%	88.3%	127.0%	31.3%	24.1%
资产减值损失	42.5	41.9	30.9	38.4	37.1	NOPLAT 增长率	30.9%	86.1%	135.3%	32.0%	24.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.5%	133.5%	29.2%	9.3%	12.5%
投资和汇兑收益	-1.5	81.4	60.0	60.0	60.0	净资产增长率	7.1%	133.5%	8.7%	10.2%	11.4%
<b>营业利润</b>	235.3	352.0	893.3	1,174.5	1,476.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	19.9	23.1	37.0	37.0	37.0	毛利率	28.5%	23.7%	27.4%	27.6%	28.1%
<b>利润总额</b>	255.2	375.1	930.3	1,211.5	1,513.5	营业利润率	11.9%	9.4%	14.7%	14.6%	15.0%
减:所得税	43.4	67.4	139.5	175.7	219.5	净利润率	10.7%	8.4%	12.9%	12.9%	13.2%
<b>净利润</b>	211.6	312.3	784.8	1,038.1	1,298.3	EBITDA/营业收入	17.5%	16.9%	19.8%	19.3%	19.3%
						EBIT/营业收入	11.9%	11.8%	16.5%	16.4%	16.6%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	60.2%	42.8%	44.5%	46.6%	44.8%
货币资金	610.9	1,132.0	607.8	642.0	786.0	负债权益比	151.5%	75.0%	80.1%	87.3%	81.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.14	1.35	1.41	1.45	1.61
应收帐款	1,629.6	2,031.9	2,189.1	3,383.6	3,712.6	速动比率	0.93	1.09	0.99	1.11	1.18
应收票据	227.6	296.5	885.4	1,343.7	1,385.6	利息保障倍数	-277.85	4.93	9.19	9.32	10.45
预付帐款	39.3	36.7	85.9	75.5	120.8	<b>营运能力</b>					
存货	564.1	902.9	1,670.9	1,694.5	2,258.3	固定资产周转天数	145	128	98	74	59
其他流动资产	45.5	151.5	234.4	143.8	176.6	流动营业资本周转天数	114	65	86	107	119
可供出售金融资产	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	流动资产周转天数	539	370	303	291	288
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	240	177	125	125	130
长期股权投资	179.1	415.9	465.9	515.9	565.9	存货周转天数	82	71	76	75	72
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	926	770	620	532	482
固定资产	1,006.4	1,637.8	1,666.7	1,644.9	1,579.4	投资资本周转天数	331	340	335	299	271
在建工程	103.9	131.2	504.9	428.0	366.4	<b>费用率</b>					
无形资产	365.7	646.1	593.5	540.9	534.3	销售费用率	4.8%	4.0%	3.5%	3.3%	3.4%
其他非流动资产	1,280.2	2,468.5	2,121.1	2,230.9	2,146.8	管理费用率	8.6%	8.2%	7.0%	7.3%	7.5%
<b>资产总额</b>	6,082.2	9,881.0	11,055.7	12,673.5	13,662.7	财务费用率	0.0%	2.4%	1.8%	1.8%	1.6%
短期债务	662.0	837.0	1,126.2	1,168.3	1,400.0	三费/营业收入	13.3%	14.5%	12.3%	12.4%	12.5%
应付帐款	1,332.0	1,890.9	2,031.0	2,808.8	2,598.5	<b>投资回报率</b>					
应付票据	610.3	505.1	720.5	892.8	1,070.0	ROE	9.1%	5.6%	12.9%	15.5%	17.4%
其他流动负债	128.6	128.2	148.7	154.1	174.0	ROA	3.5%	3.1%	7.2%	8.2%	9.5%
长期借款	45.0	-	-	-	-	ROIC	12.9%	17.1%	17.3%	17.7%	20.0%
其他非流动负债	885.9	872.2	891.4	883.2	882.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,663.8	4,233.3	4,917.9	5,907.1	6,124.8	DPS(元)	0.06	0.10	0.22	0.30	0.39
少数股东权益	103.1	63.5	69.4	67.1	62.9	分红比率	36.1%	43.2%	38.3%	39.2%	40.3%
股本	510.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0	股息收益率	0.4%	0.7%	1.5%	2.0%	2.6%
留存收益	1,805.4	4,234.1	4,718.4	5,349.3	6,125.1						
<b>股东权益</b>	2,418.4	5,647.7	6,137.8	6,766.4	7,537.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.16	0.23	0.58	0.77	0.96
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	1.72	4.14	4.50	4.96	5.54
净利润	211.8	307.6	784.8	1,038.1	1,298.3	PE(X)	94.5	64.0	25.5	19.3	15.4
加:折旧和摊销	120.5	242.8	200.0	231.4	263.8	PB(X)	8.6	3.6	3.3	3.0	2.7
资产减值准备	42.5	41.9	-	-	-	P/FCF	72.4	-8.3	-55.5	40.6	30.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	10.1	5.4	3.3	2.5	2.0
财务费用	-5.2	75.6	109.1	141.2	156.3	EV/EBITDA	21.3	30.7	16.9	13.1	10.7
投资损失	1.5	-81.4	-60.0	-60.0	-60.0	CAGR(%)	69.7%	61.4%	58.4%	69.7%	61.4%
少数股东损益	0.2	-4.6	5.9	-2.3	-4.3	PEG	1.4	1.0	0.4	0.3	0.3
营运资金的变动	-826.2	-418.9	-793.8	-902.4	-969.8	ROIC/WACC	1.2	1.6	1.6	1.7	1.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	354.3	221.6	246.0	445.9	684.3						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-513.6	-1,022.1	-656.7	91.1	-88.5						
<b>融资活动产生现金流量</b>	180.3	1,407.5	-113.5	-502.9	-451.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn