



2017年08月31日

买入(维持评级)

当前价: 14.00 元
目标价: 21.35 元

汽车及零部件行业研究组

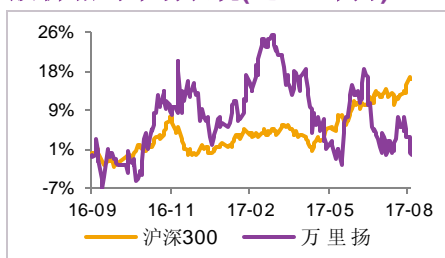
分析师: 王凤华

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

研究助理: 徐昊

电话: 010-64408637
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	63.69	79.12	95.75
(+/-)	89%	70%	24%	21%
归母净利润	3.12	8.63	11.50	14.64
(+/-)	48%	176%	33%	27%
EPS(元)	0.30	0.64	0.85	1.08
P/E	53	22	16	13

资料来源: 联讯证券研究院

万里扬(002434.SZ)

【联讯汽车中报点评】万里扬：CVT助力业绩高速增长，变速器龙头地位稳固

投资要点

◇ 事件：万里扬公布 2017 年半年度报告

公司公布了 2017 年半年度报告，上半年实现营业收入 26.89 亿元，同比增长 76.46%，归属于上市公司股东的净利润为 4.21 亿元，同比增长 204.20%，基本每股收益为 0.31 元。

点评：

◇ 乘用车变速器高速增长，芜湖万里扬业务并表

2017 年 1~6 月，国内乘用车产销量分别为 1148.27 万辆和 1125.30 万辆，同比增长 3.16% 和 1.61%，增速较近年来有所减缓。在总体增速放缓的大环境下，公司作为变速器行业龙头仍表现出色，乘用车手动变速器业务上半年实现营收 5.69 亿元，同比大增 60.82%。同时，由于芜湖万里扬业务合并至公司财报，新增乘用车自动变速器业务营收 5.76 亿元，乘用车变速器业务整体占总营收的比例达到了 42.58%，是本期公司业绩增长的主要动力。

◇ 卡车行业景气度高，推动商用车变速器业务持续增长

报告期内，由于国家“一带一路”建设、大力治理货车超限超载以及车辆更换周期等因素影响，卡车市场保持了较高热度，其中轻卡销售 85.26 万辆，同比增长 9.66%，重卡销售 11.73 万辆，同比增长 8.68%。整车端较高增速对行业上游的变速器业务形成了较大的推动作用，公司 1~6 月轻卡变速器实现营收 5.63 亿元，同比增长 29.92%，中卡变速器实现营收 2.28 亿元，同比增长 16.05%。公司目前拥有年产 100 万台商用车变速器的产能，自制率较高，超过 90%，因此毛利率保持在较高水平，轻卡变速器毛利率为 29.60%，中卡变速器为 30.28%。未来商用车行情有望保持，公司产品配套客户范围继续扩大，进一步提升市场份额。

◇ 自动变速器业务发展迅速，“53211”战略稳步推进

公司通过收购芜湖奇瑞变速器业务，实现了乘用车自动变速器业务的从无到有，并使其迅速成为公司核心业务之一。目前公司拥有完全自主的 CVT 研发、生产制造能力，质量保障体系完善，产品技术获得了 53 项发明专利，其 CVT 产品 2017 年被评为“中国十佳变速器”。在市场方面，公司 CVT 变速器不仅向原有的奇瑞等客户供应，今年还成功拓展北汽银翔、重庆力帆等新客户，而新一代产品 CVT25 已在吉利、奇瑞等多家自主品牌汽车上同步搭载，未来将顺利实现量产。去年年底，公司还同德国吉孚动力技术有限公司成立合资公司，致力于研究开发 AT 变速器，进一步丰富自动变速器产品矩阵，目前新产品已经进入样机装配阶段。

公司大力推进“53211”战略，计划在 5 年内生产 300 万台乘用车变速器，其中自动变速器 200 万台，目前公司拥有乘用车变速器产能 150 万台/年，本期



内在建工程增加 4.5 亿，同比增长约 298%，系实施 CVT、MT、G 系列高端商用车变速器总成产能提升项目，未来产能将继续提升，为公司规划提供有力保障。

◇ 盈利预测和估值

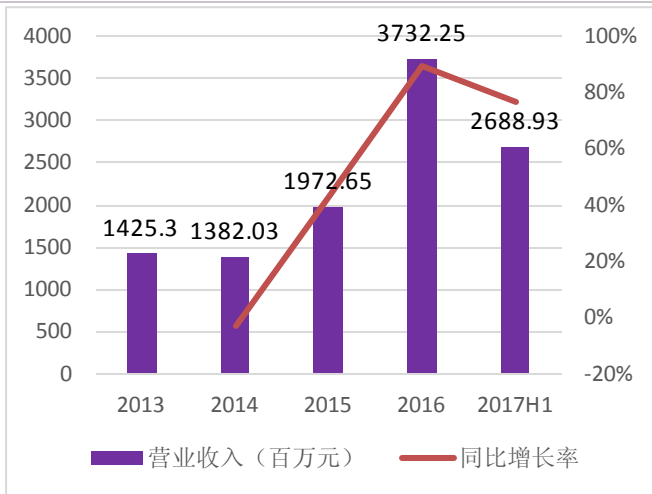
上半年万里扬由于芜湖自动变速器业务并表，营收和归母净利润大幅增长，未来自动变速器业务将不断完善产品技术，步入快速增长阶段。综合考虑，我们调整预测的 2017，2018，2019 年营业收入分别为 63.69 亿元、79.12 亿元、95.75 亿元，归母净利润为 8.63 亿元、11.50 亿元、14.64 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.85 元、1.08 元，当前公司股价为 14.00 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 22 倍、16 倍、13 倍。综合考虑，我们给予目标价 21.35 元，维持“买入”评级。

◇ 风险提示

2017 年汽车市场整体增速放缓，新产品研发进度不如预期。

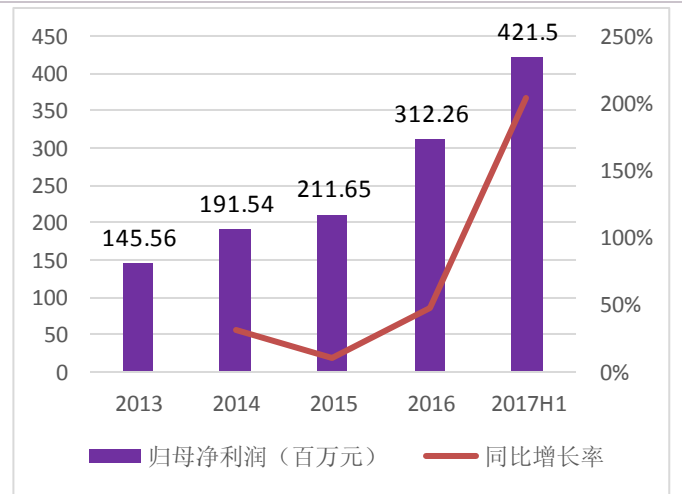


图表1: 公司营收及同比增速 (单位: 百万元)



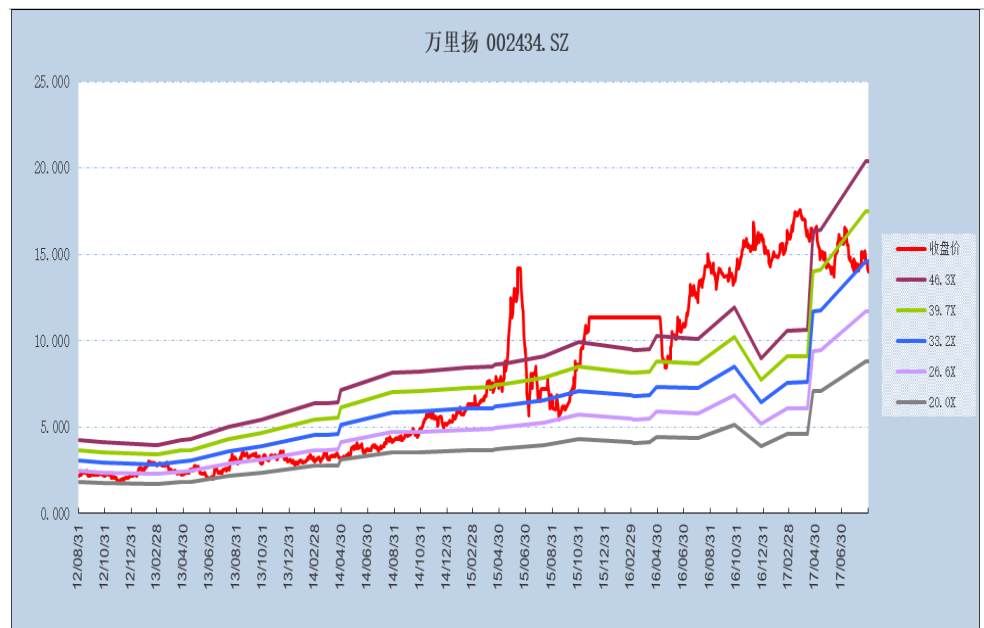
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表2: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

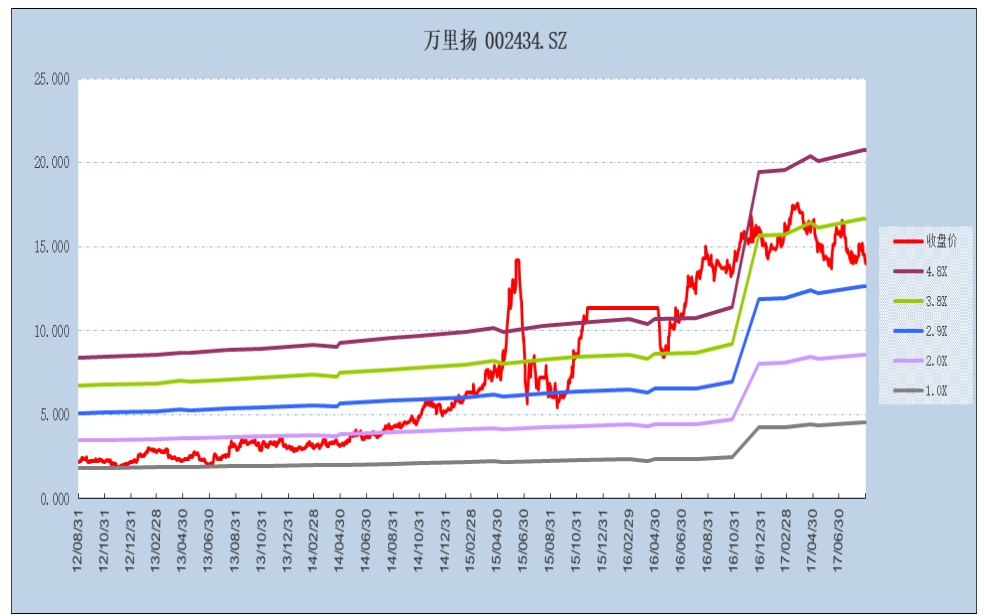
图表 4: 公司 PE-Band



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（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,551	7,737	9,285	11,142	经营活动现金流	222	355	496	645
现金	1,132	949	1,185	1,155	净利润	308	873	1,165	1,469
应收账款	1,550	2,645	2,857	3,142	折旧摊销	243	272	299	329
其它应收款	482	530	583	642	财务费用	89	58	70	77
预付账款	37	63	78	94	投资损失	-81	-69	-78	-82
存货	903	1,102	1,212	1,333	营运资金变动	806	1,673	573	1,272
其他	448	2,449	3,370	4,775	其它	-1,143	-2,453	-1,533	-2,419
非流动资产	5,330	6,396	7,163	7,736	投资活动现金流	-1,022	307	-429	-472
长期投资	416	710	882	1,067	资本支出	678	983	1,081	1,189
固定资产	1,638	2,293	2,522	2,774	长期投资	416	710	882	1,067
无形资产	646	711	782	860	其他	-2,116	-1,386	-2,392	-2,729
其他	2,630	2,682	2,977	3,035	筹资活动现金流	1,408	-845	169	-203
资产总计	9,881	14,133	16,448	18,878	短期借款	837	921	1,105	1,215
流动负债	3,361	4,874	5,848	6,433	长期借款	0	0	0	0
短期借款	837	921	1,105	1,215	其他	571	-1,765	-936	-1,418
应付账款	1,729	2,334	2,684	2,952	现金净增加额	607	-183	236	-29
其他	796	1,619	2,060	2,266					
非流动负债	872	1,047	1,172	1,266	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	1,047	1,172	1,266	营业收入	89%	71%	24%	21%
负债合计	4,233	5,920	7,021	7,699	营业利润	50%	178%	37%	26%
少数股东权益	64	79	91	102	归属母公司净利润	48%	176%	33%	27%
归属母公司股东权益	5,584	8,133	9,336	11,076	获利能力				
负债和股东权益	9,881	14,133	16,448	18,878	毛利率	24%	25%	25%	25%
					净利率	8%	14%	15%	15%
					ROE	8%	13%	13%	14%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC				
营业收入	3,732	6,369	7,912	9,575	偿债能力				
营业成本	2,846	4,791	5,921	7,159	资产负债率	43%	42%	43%	41%
营业税金及附加	31	51	63	77	净负债比率				
营业费用	148	178	196	215	流动比率	135%	159%	159%	173%
管理费用	305	412	432	475	速动比率	109%	136%	138%	152%
财务费用	89	58	70	77	营运能力				
资产减值损失	42	-28	-29	-31	总资产周转率	0.47	0.53	0.52	0.54
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.11	3.04	2.88	3.19
投资净收益	81	69	78	82	应付账款周转率	2.11	2.36	2.36	2.54
营业利润	352	977	1,336	1,684	每股指标(元)				
营业外收入	35	62	46	56	每股收益	0.30	0.64	0.85	1.08
营业外支出	12	12	12	12	每股经营现金	0.16	0.26	0.37	0.48
利润总额	375	1,027	1,370	1,728	每股净资产	4.18	6.08	6.98	8.28
所得税	67	154	206	259	估值比率				
净利润	308	873	1,165	1,469	P/E	53.33	21.90	16.44	12.91
少数股东损益	-5	10	15	5	P/B	3.82	2.30	2.00	1.69
归属母公司净利润	312	863	1,150	1,464	EV/EBITDA	40.54	19.11	15.13	12.64
EBITDA	609	1,249	1,635	2,014					
EPS（元）	0.30	0.64	0.85	1.08					

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
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