

2010-12-29

汽车零部件与设备

万里扬 002434.SZ

维持

买入

当前价格	32.17 元
目标价格	39.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

于 特(执业证书编号: S0930210060004)

联系人:

奉 玮

021-22169320

fengw@ebsec.com

溢价转让盘活存量，新添设备集中生产

◇ 事件: 公司公告

◆公司公告: 拟出让两家子公司股权和从德国采购 3 台磨齿机

公司 29 日晚发布公告: 1) 将持有的北京美依顿变速器有限公司 6000 万元人民币股权(占注册资本的 88.24%)转让给自然人许士虎, 转让价格为 8,912.24 万元人民币; 2) 将持有的长沙恒大万里扬变速器有限公司 500 万元人民币股权(占注册资本的 100%)转让给湖南浏阳制造产业基地管理委员会, 转让价格为 9,244,663.00 元人民币; 3) 从德国卡帕公司购买数控蜗杆砂轮磨齿机 3 台, 设备总价格为 200.4 万欧元(以 2010 年 12 月 17 日的汇率折算成人民币为 1,768.31 万元)。

◆溢价转让盘活存量资产, 预计增厚公司 2010 年每股收益 0.14~0.17 元

从北京美依顿的审计报告中可以看出, 公司在取得北京美依顿的土地使用证后, 除进行厂房建设外并未购入生产设备, 因而股权转让时无资产减值损失和存货损失。2 家子公司股权转让共溢价 3,336.7 万元, 相关收益将计入公司 2010 年利润表, 除去相关税费, 我们预计此次转让不仅将增厚公司 2010 年每股收益 0.14~0.17 元, 同时也为公司盘活了近 1 亿元的存量资产。

◆变速器行业适宜集中生产, 新购磨齿机助力开拓重卡变速器市场

我们认为, 公司在转让 2 家子公司股权的同时斥资 1,768 万元从德国购买磨齿机 3 台, 说明公司此次撤销 2 家子公司与销售无关, 而是因为公司在扩张的过程中逐步意识到变速器行业不同于内饰件等其它汽车零部件行业, 适宜于集中生产而非异地、分散、就近客户生产。由于变速器外部结构紧凑、附加值高, 因而物流成本占比相对较低; 而变速器内部结构复杂、零部件较多, 因而国内外大型变速器企业均采用大规模集中生产的方式, 并且公司金华本部工厂也有足够场地进一步扩充产能。此外, 我们认为公司斥巨资购置高端磨齿机, 说明公司不仅计划大幅提高公司产品的质量和性能, 也有信心大力拓展重卡变速器市场。

◆维持“买入”评级, 目标价格 39.00 元

考虑到公司前期收购山东临工桥箱会产生可观的费用, 而近期国内通货膨胀又将推高包括劳动力成本在内的各项成本, 因而维持之前对公司 2010~2012 年的盈利预测和 6 个月 39.00 元的目标价。

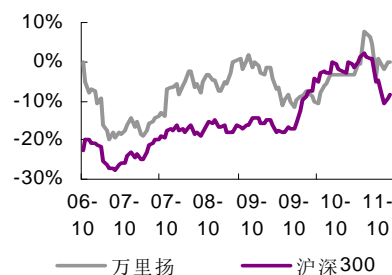
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	564	727	1,271	2,231	3,022
营业收入增长率	11.60%	28.83%	74.78%	75.53%	35.46%
净利润(百万元)	90	138	174	261	415
净利润增长率	52.37%	53.00%	26.45%	49.81%	59.16%
EPS(元)	0.53	0.81	1.02	1.53	2.44
ROE(归属母公司) (摊薄)	29.45%	32.76%	9.64%	12.96%	17.69%
P/E	63	41	33	22	14
P/B	19	14	3	3	2
EV/EBITDA	50	21	21	15	9

市场数据

总股本(百万股)	170
总市值(百万元)	5,685
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	34.78/24.70
近 3 月日均成交量(百万股)	1.91
主要股东	万里扬集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.94	8.61	0.00
绝对收益	-2.22	14.89	0.00

相关报告:

明年看重卡变速器

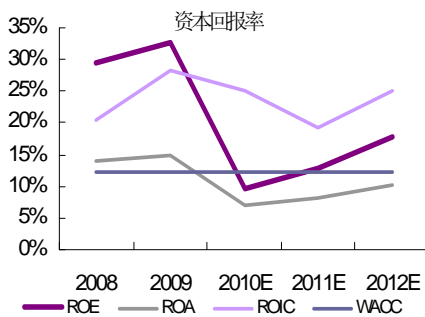
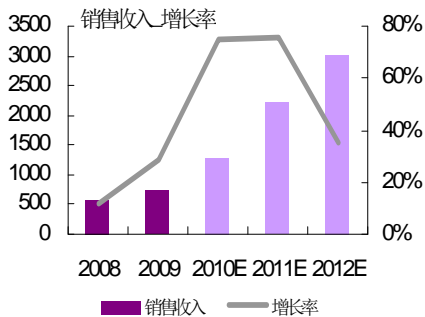
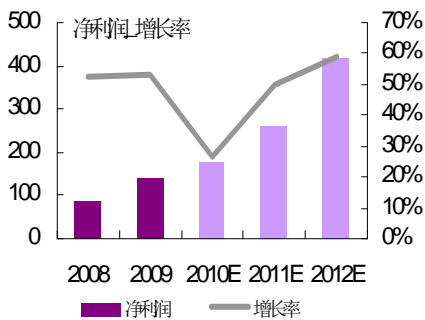
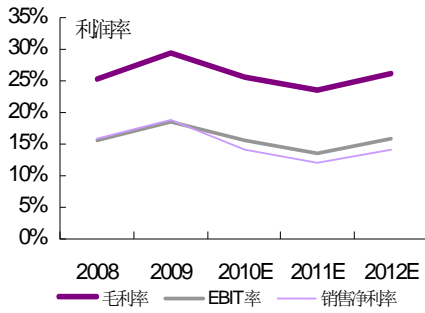
..... 2010-11-21
资产收购产生协同效应, 进军乘用车变速器前景光明

..... 2010-11-04

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	564	727	1,271	2,231	3,022
营业成本	422	513	947	1,705	2,227
折旧和摊销	0	75	19	35	52
营业税费	1	1	1	2	3
销售费用	27	39	57	105	151
管理费用	26	38	64	112	151
财务费用	7	4	-3	-8	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	6	9	10	11
营业利润	85	136	211	318	501
利润总额	89	141	212	319	502
少数股东损益	-1	-1	6	11	12
归属母公司净利润	89.90	137.54	173.92	260.55	414.68

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	645	907	2,585	3,381	4,125
流动资产	299	460	1,922	2,070	2,553
货币资金	59	124	1,351	1,053	1,212
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	53	68	119	210	284
应收票据	14	27	38	67	91
其他应收款	1	5	15	25	31
存货	132	173	284	512	668
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23	29	29	29	29
固定资产	210	287	468	997	1,236
无形资产	91	104	99	94	89
总负债	329	479	766	1,345	1,744
无息负债	216	409	721	1,300	1,699
有息负债	113	70	45	45	45
股东权益	315	429	1,819	2,036	2,382
股本	128	128	170	170	170
公积金	88	101	1,296	1,337	1,401
未分配利润	90	191	338	504	773
少数股东权益	10	9	15	26	38

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	52	202	265	419	538
净利润	90	138	174	261	415
折旧摊销	0	75	19	35	52
净营运资金增加	96	-70	3	13	43
其他	-134	59	69	112	28
投资活动产生现金流	-89	-128	-226	-672	-303
净资本支出	-94	-107	235	682	314
长期投资变化	23	29	0	0	0
其他资产变化	-17	-49	-461	-1,354	-616
融资活动现金流	40	-69	1,188	-46	-76
股本变化	2	0	43	0	0
债务净变化	53	-43	-25	0	0
无息负债变化	-17	192	313	578	399
净现金流	3	5	1,228	-299	159

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.60%	28.83%	74.78%	75.53%	35.46%
净利润增长率	52.37%	53.00%	26.45%	49.81%	59.16%
EBITDA 增长率	47.55%	136.06%	3.92%	54.04%	60.10%
EBIT 增长率	47.55%	51.31%	47.90%	51.45%	61.14%
估值指标					
PE	63	41	33	22	14
PB	19	14	3	3	2
EV/EBITDA	50	21	21	15	9
EV/EBIT	50	32	23	17	10
EV/NOPLAT	50	33	27	20	12
EV/Sales	8	6	4	2	2
EV/IC	10	9	7	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	25.18%	29.40%	25.51%	23.56%	26.30%
EBITDA 率	15.71%	28.78%	17.11%	15.02%	17.75%
EBIT 率	15.71%	18.45%	15.61%	13.47%	16.02%
税前净利润率	15.85%	19.45%	16.66%	14.32%	16.61%
税后净利润率 (归属母公司)	15.93%	18.92%	13.69%	11.68%	13.72%
ROA	13.86%	15.01%	6.96%	8.03%	10.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.45%	32.76%	9.64%	12.96%	17.69%
经营性 ROIC	20.56%	28.40%	25.02%	19.14%	25.11%
偿债能力					
流动比率	0.91	1.05	2.67	1.59	1.50
速动比率	50.66%	65.65%	227.53%	120.07%	111.06%
归属母公司权益/有息债务	2.70	6.00	40.18	44.78	52.20
有形资产/有息债务	4.87	11.42	55.31	73.14	89.82
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.53	0.81	1.02	1.53	2.44
每股红利	0.00	0.00	0.32	0.48	0.75
每股经营现金流	0.31	1.19	1.56	2.47	3.17
每股自由现金流(FCFF)	0.56	1.88	-0.27	-2.34	0.66
每股净资产	1.80	2.47	10.61	11.83	13.79
每股销售收入	3.32	4.28	7.48	13.12	17.77

资料来源：光大证券、上市公司

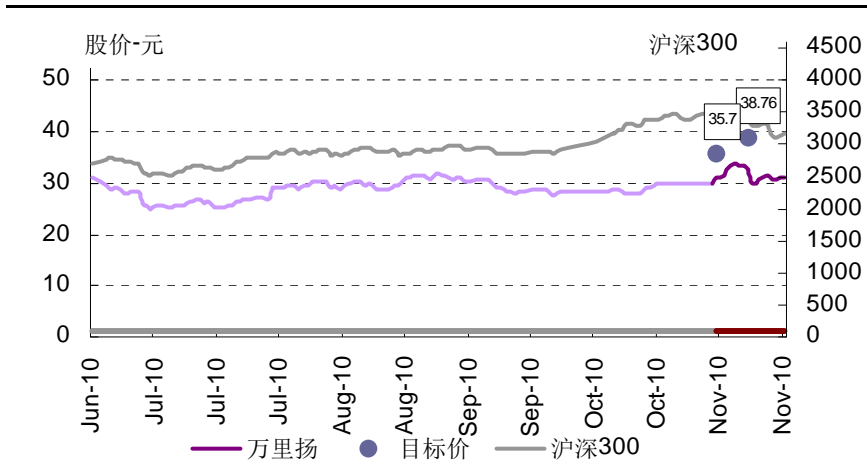
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

万里扬（002434）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2010-11-04	30.10	35.70	买入
2010-11-11	30.10	38.76	买入
2010-11-21	31.11	39.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。