

# 向重卡、乘用车变速器行业进军

## 万里扬深度分析报告

### 报告关键点:

- 中卡变速器生产的龙头企业
- 轻、中卡变速器业务市场份额较为稳定
- 重卡和乘用车变速器业务将成为公司业绩增长新的引擎

### 报告摘要:

- 公司是我国最大的中卡变速器生产企业。**目前主要产品包括轻型、中型、重型卡车和乘用车变速器。其中中卡变速器市场占有率在50%左右,是我国最大中卡变速器生产企业。公司依托成本优势、技术优势迅速切入重卡变速器和乘用车变速器市场,未来有望取得较大突破。
- 轻、中卡变速器市场份额较为稳定,未来将伴随行业增长而增长。**公司收购山东临沂临工后,轻卡变速器市场占有率将由2011年的12.9%上升到21%左右,未来增速较为稳定。公司在中卡变速器市场的优势地位依然稳固,市场占有率有望维持51%左右。我们认为未来公司轻、中卡变速器业务伴随行业增长而增长。
- 重卡和乘用车变速器业务将成为公司业绩增长新引擎。**目前公司主要为福田瑞沃供应重卡变速器,占瑞沃变速器用量的30%左右。由于成本原因,促使福田急需加大对万里扬公司重卡变速器的采购,预计2012年公司供应瑞沃变速器的比例有望提升到60%。未来公司也将加大对福田欧曼、柳汽和一汽解放等重卡客户的突破。2011年重卡变速器业务毛利率为24%左右,高于轻中卡变速器业务。我们预计未来随着重卡变速器比重的提升,公司整体毛利率将呈现逐步上升的趋势。乘用车变速器业务中,公司现在为吉利金刚和吉利熊猫供应变速器,未来有望向吉利1.6L以上排量的车型逐步配套。
- 盈利预测与估值:**预计公司2012-2014摊薄后EPS分别为0.36元、0.41元和0.50元。公司作为中卡变速器的龙头企业,未来有望受益于重卡变速器和乘用车变速器业务的逐步突破,公司营业收入及净利润将保持平稳增长。因此我们给予公司目标价为8.99元,对应于2012年25倍的PE,评级为“中性-A”。
- 风险提示:**汽车行业销量大幅下滑的风险;单一客户集中度过高风险;原材料价格巨幅波动的风险;乘用车变速器业务突破乏力的风险。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2010  | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 827.1 | 1,122.3 | 1,661.7 | 1,806.5 | 1,982.1 |
| Growth(%) | 13.8% | 35.7%   | 48.1%   | 8.7%    | 9.7%    |
| 净利润       | 150.3 | 111.3   | 122.3   | 139.0   | 168.7   |
| Growth(%) | 9.2%  | -25.9%  | 9.9%    | 13.7%   | 21.3%   |
| 毛利率(%)    | 26.5% | 22.7%   | 22.9%   | 23.3%   | 23.9%   |
| 净利润率(%)   | 18.2% | 9.9%    | 7.4%    | 7.7%    | 8.5%    |
| 每股收益(元)   | 0.44  | 0.33    | 0.36    | 0.41    | 0.50    |
| 每股净资产(元)  | 5.25  | 5.48    | 5.73    | 6.01    | 6.36    |
| 市盈率       | 18.9  | 25.5    | 23.2    | 20.4    | 16.8    |
| 市净率       | 1.6   | 1.5     | 1.5     | 1.4     | 1.3     |
| 净资产收益率(%) | 8.4%  | 6.0%    | 6.3%    | 6.8%    | 7.8%    |
| ROIC(%)   | 38.1% | 15.2%   | 9.3%    | 26.2%   | 34.4%   |
| EV/EBITDA | 22.2  | 13.8    | 8.1     | 6.3     | 4.7     |
| 股息收益率     | 0.0%  | 1.2%    | 1.3%    | 1.5%    | 1.8%    |

评级:

中性-A

上次评级:

目标价格:

8.99元

期限: 12个月 上次预测:

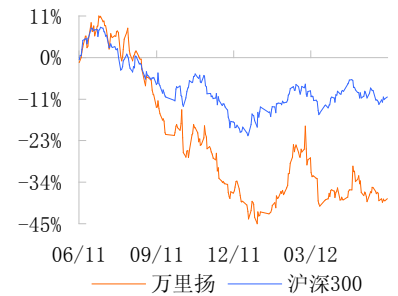
现价(2012年06月18日): 8.36元

报告日期:

2012-06-19

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 2,842.40    |
| 流通市值(百万元) | 857.55      |
| 总股本(百万股)  | 340.00      |
| 流通股本(百万股) | 102.58      |
| 12个月最低/最高 | 7.43/30.64元 |
| 十大流通股东(%) | 24.24%      |
| 股东户数      | 17,169      |

### 12个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月     | 十二个月    |
|------|--------|---------|---------|
| 相对收益 | (2.86) | (13.29) | (27.56) |
| 绝对收益 | (2.58) | (15.15) | (38.31) |

张龙  
021-68766113  
执业证书编号

首席行业分析师  
zhanglong@essence.com.cn  
S1450511020030

### 报告联系人

林帆 021-68765916  
linfan@essence.com.cn  
刘洋 021-68765917  
liuyang@essence.com.cn

### 前期研究成果

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 1. 公司基本情况 .....            | 4  |
| 1.1. 公司产品和行业 .....         | 4  |
| 1.2. 公司股权结构 .....          | 4  |
| 2. 变速器行业发展前景及竞争格局 .....    | 5  |
| 2.1. 变速器发展现状 .....         | 5  |
| 2.2. 变速器市场空间广阔 .....       | 6  |
| 3. 公司主要业务及行业竞争格局 .....     | 8  |
| 3.1. 轻卡变速器业务 .....         | 8  |
| 3.1.1. 轻卡变速器销量及市场占有率.....  | 8  |
| 3.1.2. 轻卡变速器市场竞争格局.....    | 9  |
| 3.2. 中卡变速器业务 .....         | 9  |
| 3.2.1. 中卡变速器销量及市场占有率.....  | 9  |
| 3.2.2. 中卡变速器市场竞争格局.....    | 10 |
| 3.3. 重卡变速器业务 .....         | 10 |
| 3.3.1. 重卡变速器销量及市场占有率.....  | 10 |
| 3.3.2. 重卡变速器市场竞争格局.....    | 11 |
| 3.4. 乘用车变速器业务 .....        | 12 |
| 3.4.1. 乘用车变速器销量及市场占有率..... | 12 |
| 4. 公司经营情况 .....            | 14 |
| 4.1. 公司主营业务及收入 .....       | 14 |
| 4.2. 福田汽车是公司最为稳定的客户 .....  | 15 |
| 4.3. 盈利能力分析 .....          | 15 |
| 5. 盈利预测与投资建议 .....         | 17 |
| 5.1. 盈利预测 .....            | 17 |
| 5.2. 估值及投资建议 .....         | 19 |
| 6. 主要风险点 .....             | 20 |
| 6.1. 汽车销量大幅下滑风险 .....      | 20 |
| 6.2. 单一客户集中度过高的风险 .....    | 20 |
| 6.3. 原材料大幅波动的风险 .....      | 20 |
| 6.4. 乘用车变速器业务突破乏力风险 .....  | 20 |

## 图目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图 1: 公司 2011 年主营业务收入占比   | 4  |
| 图 2: 公司 2011 年主营业务毛利占比   | 4  |
| 图 3: 公司股权结构              | 4  |
| 图 4: 手动变速器 (MT)          | 5  |
| 图 5: 自动变速器 (AT)          | 5  |
| 图 6: 双离合变速器 (DCT)        | 5  |
| 图 7: 机械无极变速器 (CVT)       | 5  |
| 图 8: 汽车销量预测              | 7  |
| 图 9: 我国汽车千人保有量和国外对比      | 7  |
| 图 10: 汽车变速器行业竞争力分析       | 7  |
| 图 11: 轻卡行业销量及增速          | 8  |
| 图 12: 公司轻卡变速器销量及增速       | 8  |
| 图 13: 公司轻卡变速器市场占有率       | 8  |
| 图 14: 中卡行业销量及增速          | 9  |
| 图 15: 公司中卡变速器销量及增速       | 9  |
| 图 16: 公司中卡变速器市场占有率       | 10 |
| 图 17: 重卡行业销量及增速          | 11 |
| 图 18: 公司重卡变速器销量及增速       | 11 |
| 图 19: 公司重卡变速器市场占有率       | 11 |
| 图 20: 乘用车手动变速器和自动变速比例    | 13 |
| 图 21: 公司近 4 年收入及增速       | 14 |
| 图 22: 公司主营产品收入占比         | 14 |
| 图 23: 公司主营产品毛利占比         | 14 |
| 图 24: 公司近 4 年净利润及增速      | 15 |
| 图 25: 公司近 4 年归属母公司净利润及增速 | 15 |
| 图 26: 公司各项业务毛利率          | 16 |
| 图 27: 国内钢材综合价格指数         | 16 |
| 图 28: 公司近年来期间费用率情况       | 17 |
| 图 29: 公司近年来综合毛利率和净利率情况   | 17 |
| 图 30: 公司未来轻卡变速器销量        | 17 |
| 图 31: 公司未来中卡变速器销量        | 17 |
| 图 32: 公司未来重卡变速器销量及市场占有率  | 18 |

## 表目录

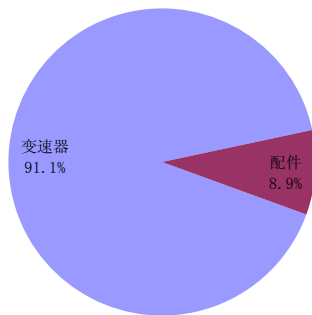
|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 1: 变速器类别及性能特点           | 6  |
| 表 2: 轻卡变速器行业竞争格局及其配套客户    | 9  |
| 表 3: 中卡变速器行业竞争格局及其配套客户    | 10 |
| 表 4: 重卡变速器行业竞争格局及其配套客户    | 12 |
| 表 5: 乘用车手动变速器行业竞争格局及其配套客户 | 13 |
| 表 6: 公司历年五大客户情况           | 15 |
| 表 7: 公司盈利拆分预测: (万元)       | 18 |
| 表 8: 公司主要财务指标预测 (百万)      | 19 |
| 表 9: 可比公司估值情况             | 19 |

## 1. 公司基本情况

### 1.1. 公司产品和行业

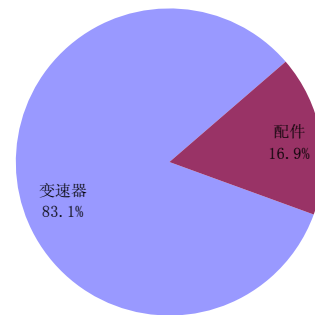
公司是生产中卡变速器的龙头企业。公司目前主要有五大业务板块：轻卡变速器、中卡变速器、重卡变速器、农机工程机械变速器以及乘用车变速器。2011 年公司收入构成为：变速器 91.1%，配件 8.9%。在变速器业务收入中，轻卡占比 47.9%，中卡占比为 40%，重卡占比为 3.5%，农机及工程机械占比为 8.3%，乘用车占比为 0.3%。2011 年公司主要产品市场占有率：轻卡变速器约为 12.8%，中卡变速器约为 51%，重卡变速器约为 0.6%。变速器和配件毛利占比分别为 83.1%和 16.9%。

图 1：公司 2011 年主营业务收入占比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：公司 2011 年主营业务毛利占比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

### 1.2. 公司股权结构

公司控股股东为黄河清、吴月华夫妇，其通过万里扬集团和众成投资控制万里扬股份 38.26%的股权，是公司的实际控制人。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2. 变速器行业发展前景及竞争格局

### 2.1. 变速器发展现状

汽车变速器是指能改变输出轴和输入轴传动比和转矩的传动装置，用来发挥发动机的最佳性能。它的主要功能有：1. 改变传动比，扩大驱动轮转矩和转速的变化范围来满足不同行驶条件对牵引力的需要，使发动机尽量工作在有利的工况下，满足可能的行驶速度要求。2. 实现倒车行驶。在发动机旋转方向不变情况下，使汽车能倒退行驶。3. 中断动力传递。在发动机启动、怠速运转、汽车换挡或需要停车进行动力输出时，中断向驱动轮的动力传递。4. 实现空挡。当离合器脱离时，变速器可以不输出动力。

变速器目前分为手动和自动两大类。其中自动变速器又分为液力自动变速器（AT）、双离合变速器（DCT）、机械无极变速器（CVT）和电控机械自动变速器（AMT）。

图 4：手动变速器（MT）



数据来源：百度网站, 安信证券研究中心

图 5：自动变速器（AT）



数据来源：百度网站, 安信证券研究中心

图 6：双离合变速器（DCT）



数据来源：百度网站, 安信证券研究中心

图 7：机械无极变速器（CVT）



数据来源：百度网站, 安信证券研究中心

从国际上来看,目前自动变速器是主流产品,但是各大跨国车企对不同技术路线有所偏重。美国以AT为主(通用是AT的鼻祖),日本以CVT见长(以日产为代表),欧洲则更多的偏重于DCT(大众的DSG、宝马的DKG等)。从国内来看,我国手动变速器技术较为成熟,但在自动变速器上尚未取得较大突破。

表 1: 变速器类别及性能特点

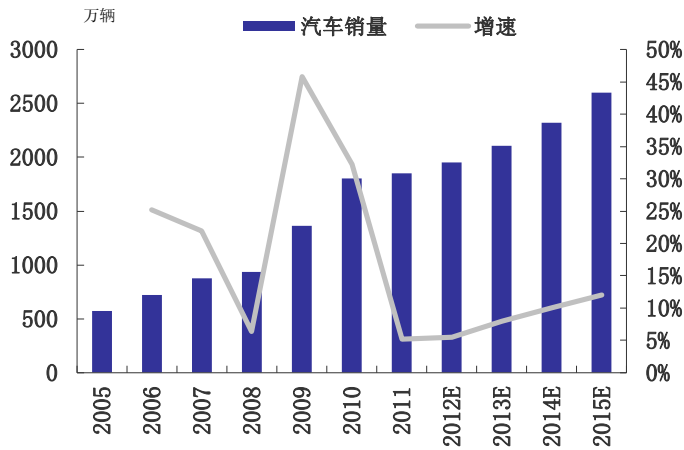
| 变速器 | 类别             | 性能特点  | 技术优势方  |
|-----|----------------|---|--|
| 手动  | 手动变速器(MT)      | 由驾驶员直接操作变速杆进行换挡,优点是动力损耗小、节油。缺点是频繁操作,舒适性低。   | 技术较为落后,主要在商用车和低端轿车应用                                       |
| 自动  | 液力自动变速器(AT)    | 由液力变扭器、行星齿轮和液压操纵系统构成,通过液力传递和齿轮组合的方式来实现变速变矩。其中液力变扭器是最重要的部件,它由泵轮、涡轮和导轮等构件组成,兼有传递扭矩和离合的作用。优点:省去了频繁的手动换挡和脚踩离合器,舒适性大幅提升。缺点:油耗高、低档较低的AT换挡顿挫感较强。   | 美国为主要代表。通用是AT的发明者。美国将近90%以上的轿车均采用AT。档位也从4速向6速和8速过渡。        |
|     | 双离合变速器(DCT)    | DCT内含两台自动控制的离合器,由电子控制及液压推动,能同时控制两台离合器的运作。当变速器运作时,一组齿轮被啮合,而接近换挡时,下一组挡段的齿轮已被预选,但离合器仍处于分离状态;当换挡时,一台离合器将使用中的齿轮分离,同时另一台离合器啮合已被预选,在整个换挡期间能确保最少有一组齿轮在输出动力,从而不会出现动力中断的状况。优点:兼顾自动挡和手动挡的优点。缺点:构造复杂,成本高。 | DCT在欧洲应用较多,如大众的DSG、宝马的DKG、沃尔沃和福特的POWERSHIFT以及奥迪的S-Tronic等。 |
|     | 机械无极自动变速器(CVT) | 采用传动带和可变槽宽的棘轮进行动力传递。由于没有采用齿轮传动,所以传动比可以随便变化。优点:换挡平顺。缺点:由于钢制的传动钢制皮带能够承受的力量有限。不适于大排量、大扭矩的发动机,另外成本较高。   | CVT以日本日产为主。  |
|     | 电控机械自动变速器(AMT) | 在手动变速箱和离合器上配备一套电子控制的液压操作系统,以达到自动换挡的目的。优点:技术难度低、成本低。缺点:顿挫感强。   | AMT由于其顿挫感较强,市场占有率较低  |

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

## 2.2. 变速器市场空间广阔

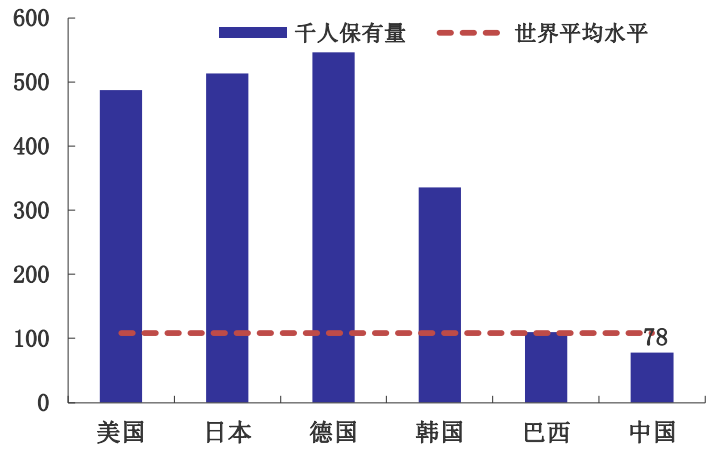
从终端需求来看,变速器分为新车销售需求(OEM)和售后需求(AM),OEM市场主要受益于新车销量的增长,AM主要受益于保有量的增长。截至2011年底我国汽车千人保有量仅为78辆左右,与世界平均水平仍有较大差距。因此,我国汽车变速器行业发展仍有较大空间,我们认为未来5年汽车变速器销量仍将保持5%-10%的增速。

图 8: 汽车销量预测



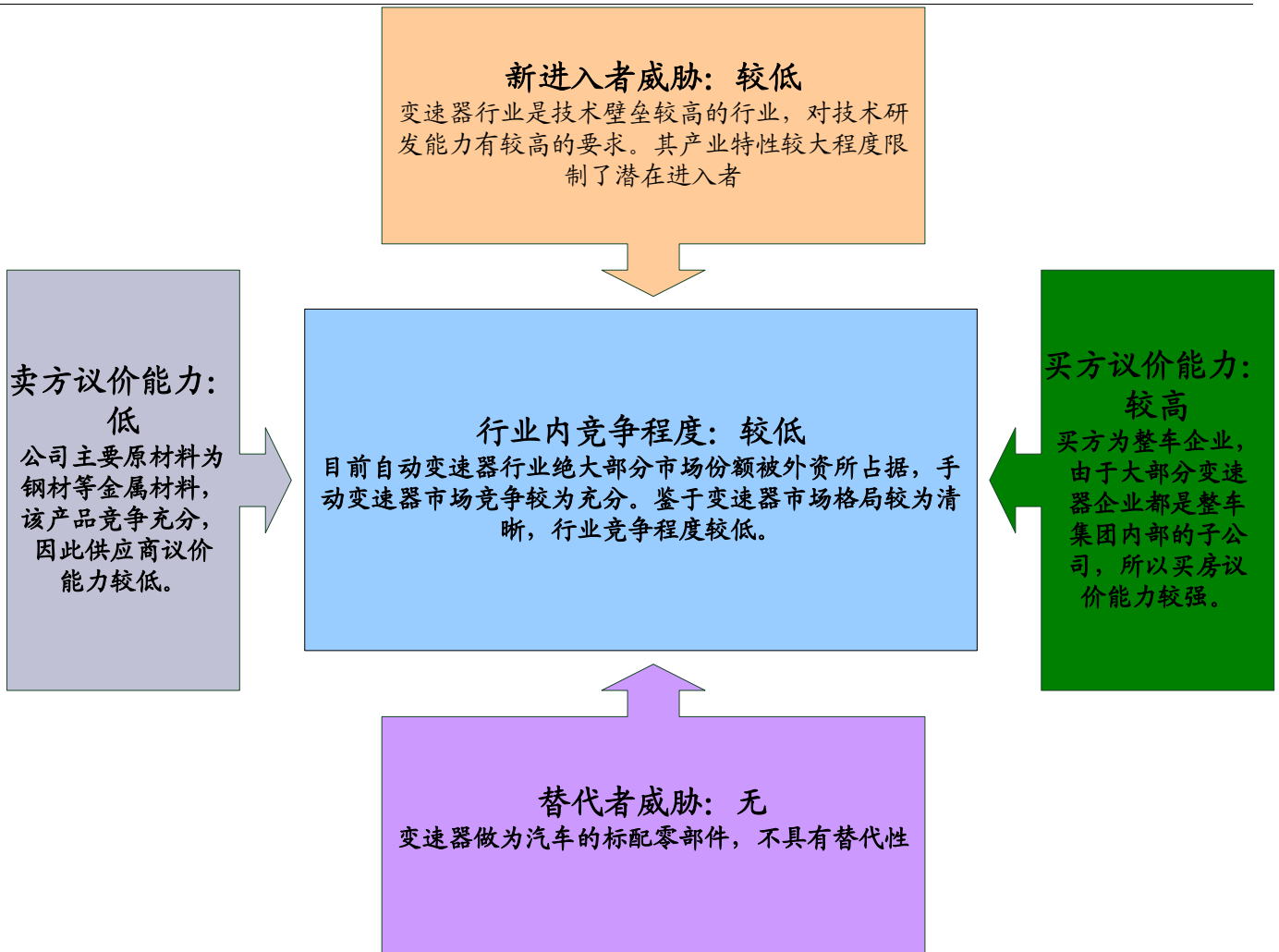
数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

图 9: 我国汽车千人保有量和国外对比



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

图 10: 汽车变速器行业竞争力分析



资料来源: 安信证券研究中心

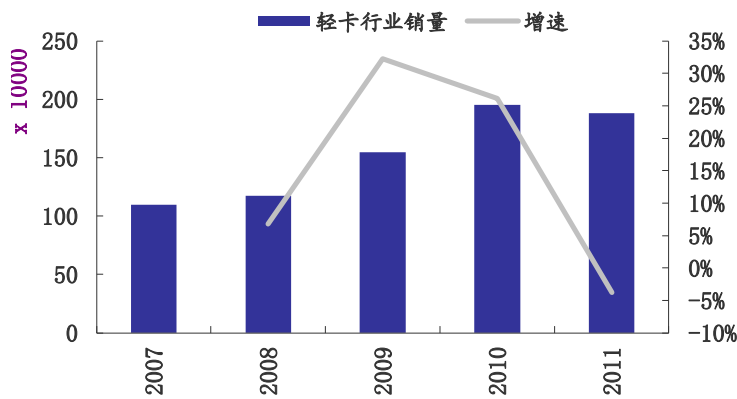
### 3. 公司主要业务及行业竞争格局

#### 3.1. 轻卡变速器业务

##### 3.1.1. 轻卡变速器销量及市场占有率

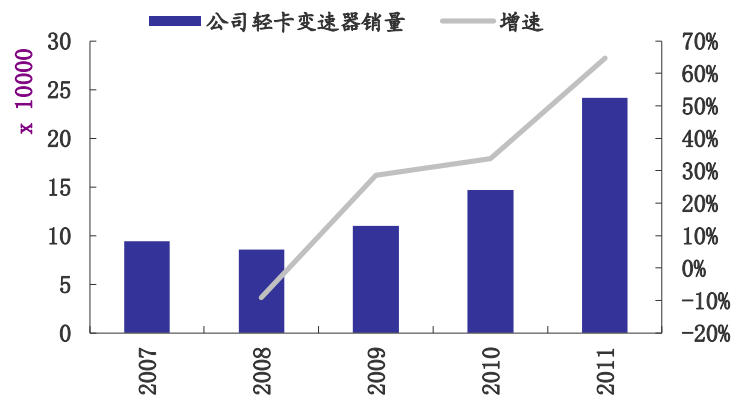
轻卡作为生产资料，其主要需求地区是城乡结合部及广大的农村地区。近年来，随着小、微企业主和农民收入的提升，轻卡销量增速较快。从2007年到2011年，轻卡行业销量4年复合增长率约为14%。2007年到2011年，公司轻卡变速器4年销量复合增长率约为26%，高于行业销量的增长。2011年公司轻卡变速器销量约为24万台，比2010年大幅增加约64%。公司轻卡变速器业务逆市增长，主要是因为2011年收购山东临沂临工贡献的轻卡变速器销量所致。

图 11: 轻卡行业销量及增速



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

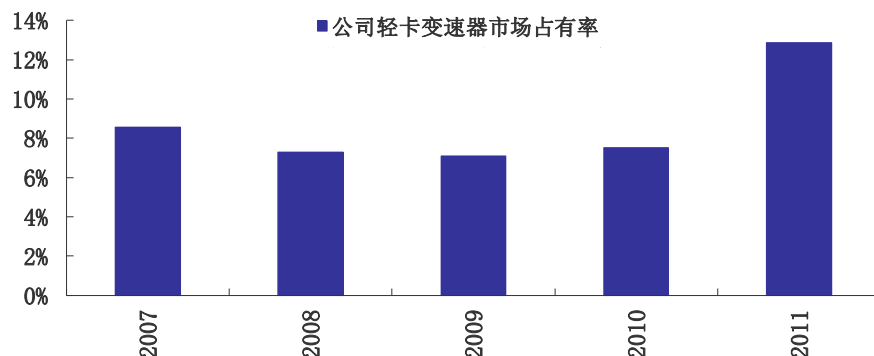
图 12: 公司轻卡变速器销量及增速



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司轻卡变速器市场份额较为稳定，维持在7%-8%左右。2011年7月份由于并入山东临沂临工，导致公司轻卡变速器市场占有率提升至12.9%左右（如果计入山东临沂临工2011年全年轻卡变速器销量，我们预计公司市场占有率在20%以上）。我们认为由于轻卡变速器市场份额相对较为稳定，公司未来有望保持21%左右的市场份额，增长幅度将基本与轻卡行业增幅一致。

图 13: 公司轻卡变速器市场占有率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心



### 3.1.2. 轻卡变速器市场竞争格局

轻卡变速器市场竞争较为充分，目前市场占有率最大的一汽长春齿轮厂，其产能约为 40 万台，市场占有率约为 25%-30%，主要为一汽内部配套。格特拉克传动系统有限公司主要为江铃、东风等轻卡配套，产能在 30 万台左右。万里扬控股子公司山东临沂临工主要为一汽、东风、福田等轻卡配套。

表 2: 轻卡变速器行业竞争格局及其配套客户

| 轻卡变速器生产企业        | 主要客户           | 配套方式   | 产能: 万台 |
|------------------|----------------|--------|--------|
| 一汽长春齿轮           | 一汽内部配套、东风汽车和跃进 | 内部配套为主 | 40     |
| 格特拉克传动系统有限公司(江西) | 江铃、东风          | 外部配套   | 30     |
| 唐山爱信齿轮           | 北汽、福田、东风、长城等。  | 外部配套   | 30     |
| 安徽星瑞             | 江淮、福田、唐骏欧铃     | 内部配套为主 | 20     |
| 浙江中马集团           | 长城、金杯          | 外部配套   | 24     |
| 万里扬              | 福田、东风(中轻卡)     | 外部配套   | 18     |
| 山东临沂临工           | 一汽、东风、福田、北汽    | 外部配套   | 35     |

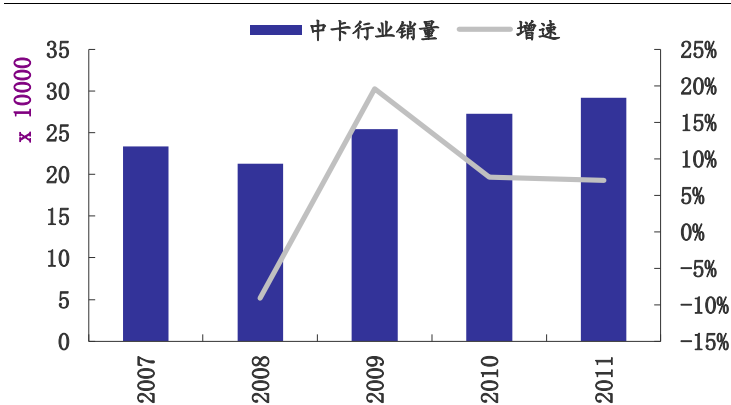
资料来源: 公司公告, 各企业官方网站, 安信证券研究中心

## 3.2. 中卡变速器业务

### 3.2.1. 中卡变速器销量及市场占有率

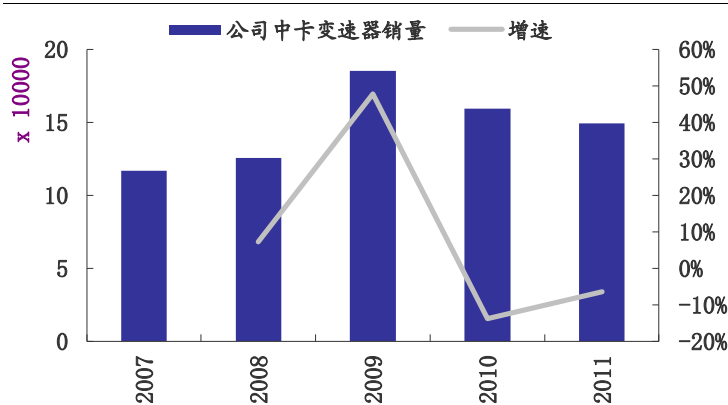
中卡和轻卡属性相似，主要也是作为生产资料，但其主要需求来自于城乡及城市间的物流用途。近年来，物流行业的快速发展，带动中卡销量较快增长。从 2007 年到 2011 年，中卡行业销量 4 年复合增长率约为 5.7%。同期公司轻卡变速器的 4 年销量复合增长率约为 6.3%，略微高于中卡行业的增速。

图 14: 中卡行业销量及增速



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

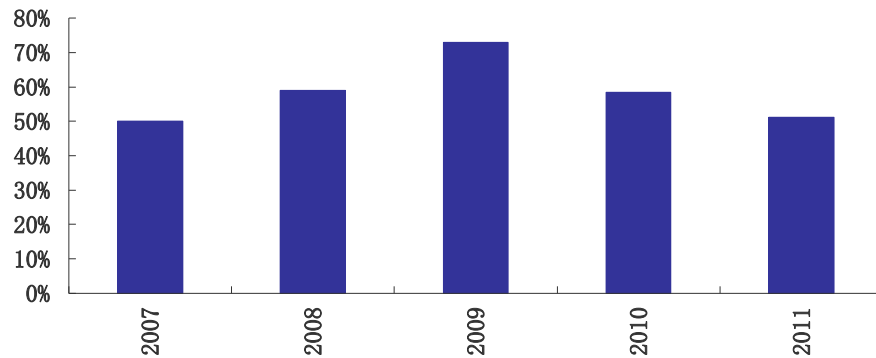
图 15: 公司中卡变速器销量及增速



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司中卡变速器因为性价比较高，一直深受客户喜爱，市场份额基本上维持在 50%以上。我们认为公司在中卡变速器市场的垄断地位短期内不会改变，也将是公司利润贡献的主要来源。

图 16: 公司中卡变速器市场占有率



资料来源: 公司公告, CAAM, 安信证券研究中心

### 3.2.2. 中卡变速器市场竞争格局

中卡变速器市场由于市场容量较小，竞争对手较少，竞争格局清晰，市场占有率第一的万里扬占有 51% 左右的市场份额。公司中卡(包含轻卡)变速器产能大约有 18 万台，主要为福田汽车和东风汽车等车企配套。万里扬控股子公司山东临沂临工主要配套一汽、东风、福田等轻卡。格特拉克传动系统有限公司主要为江铃、东风等轻卡配套，产能在 30 万台左右。

表 3: 中卡变速器行业竞争格局及其配套客户

| 中卡变速器生产企业 | 主要客户     | 配套方式 | 产能: 万台 |
|-----------|----------|------|--------|
| 万里扬       | 福田、东风    | 外部配套 | 18     |
| 东风汽车变速箱   | 东风、      | 外部配套 | 15     |
| 重庆嘉卡变速箱   | 西南地区中卡客户 | 外部配套 | 7      |
| 一汽哈尔滨变速箱  | 一汽中卡和中客  | 内部配套 | 7      |
| 金华汤齿齿轮    | 东风客车     | 外部配套 | 4      |

资料来源: 公司公告, 各企业官方网站, 安信证券研究中心

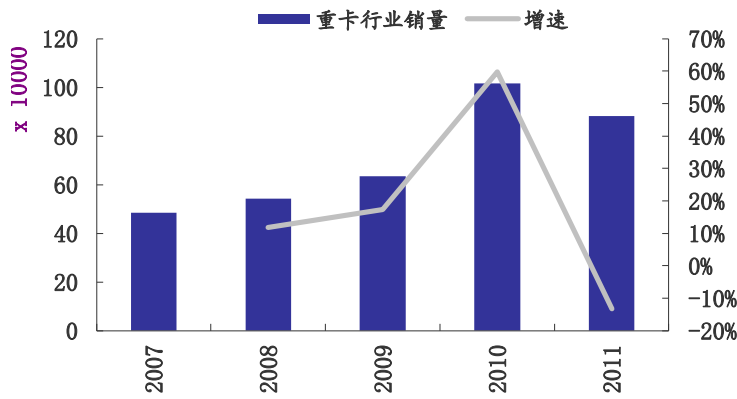
## 3.3. 重卡变速器业务

### 3.3.1. 重卡变速器销量及市场占有率

公司重卡变速器处于刚刚起步阶段，销量绝对值较小，但是增速较高。公司重卡变速器销量从 2007 年的 512 台到 2011 年的 5500 台，4 年复合增长率高达 81%。目前公司重卡变速器主要为福田瑞沃车型供货，在瑞沃中占比约为 30%。我们预计公司 2012 年对福田瑞沃的配套比例有望提升到 60% 左右，达到 10000 台（2012 年 1 季度已销售

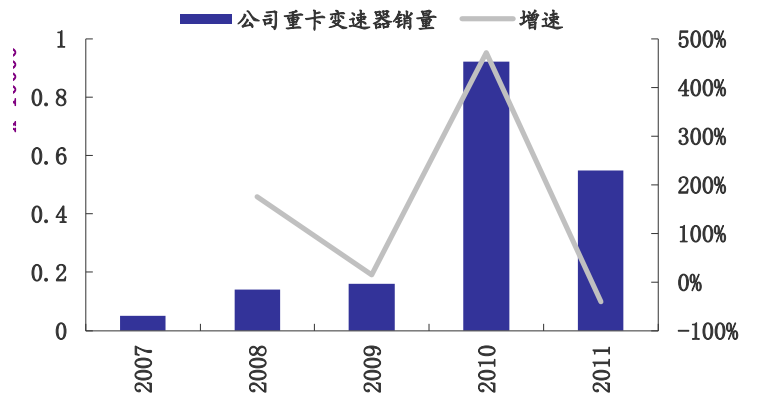
2500 台)。公司未来的发展目标是对瑞沃变速器的配套比重达到 80%以上, 以及对福田欧曼、柳汽和一汽解放等企业的配套取得突破。目前公司重卡变速器的产能为 2 万台/年, 2013 年将达扩张至 8 万台/年, 显示出公司未来的战略重点之一在于重卡变速器的大力发展。

图 17: 重卡行业销量及增速



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

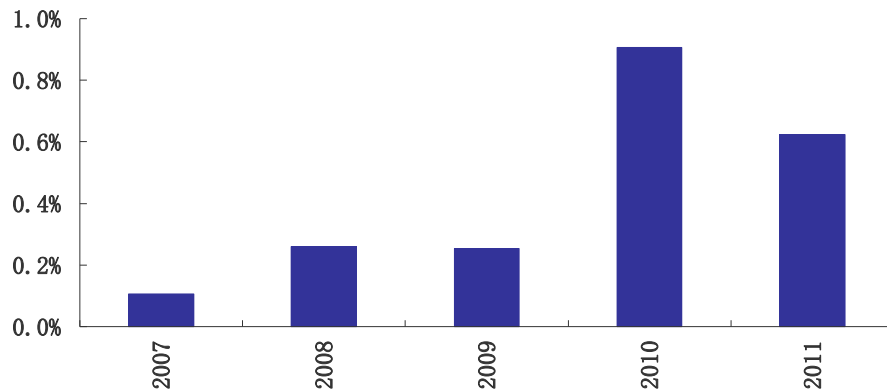
图 18: 公司重卡变速器销量及增速



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司重卡变速器 2011 年市场占有率相对 2010 年有所下降, 主要是受公司主要客户产量有所下降所致。随着重卡行业的复苏, 我们预计公司未来重卡变速箱的市场份额会有所回升。

图 19: 公司重卡变速器市场占有率



资料来源: 公司公告, CAAM, 安信证券研究中心

### 3.3.2. 重卡变速器市场竞争格局

重卡变速器由于技术难度大, 进入门槛高, 呈现法士特一家独大的局面。目前法士特产能大约 80 万台左右, 主要为陕汽、福田、东风、一汽等重卡车企配套, 在 8 吨以上重卡变速器市场占有率有约 80%左右的市场份额。其他重卡变速器厂商市场份额较小, 且多以内部配套为主。各重卡企业均不愿看到重卡变速器被法士特一家垄断的局面, 均有意扶持内部的重卡变速器企业或寻找实力较强的外部供应商形成战略联盟以打破该局面, 给万里扬的重卡变速器业务突破带来契机。

与法士特比较, 公司的主要差距在于: 1. 维修网络少。法士特拥有技术服务站 1750

多家，而公司较少。2. 品牌优势不明显。法士特依托伊顿技术在中国市场称霸十余年，口碑好；而万里扬是刚成立不到 10 年的民营企业，品牌较弱。3. 技术无优势。法士特在 MT 领域技术成熟，超载运行能力强，还与卡特彼勒合作向 AT 领域发展；万里扬产品在超载能力上与法士特有一定差距，且目前尚无自动变速器产品问世。

公司对比法士特优势：价格较低，性价比高。公司同档次产品价格比法士特低 20%-30%，约 2000 元左右，具有较高的性价比。我们认为虽然公司产品价格较低，但是在成本控制上具备较强的优势，公司盈利尚能维持在较高水平。另外公司依托多年在轻中卡变速器领域的技术积累，其重型变速器技术水平进步也较快。

表 4: 重卡变速器行业竞争格局及其配套客户

| 重卡变速器生产企业 | 主要客户         | 配套方式 | 产能: 万台 |
|-----------|--------------|------|--------|
| 法士特       | 陕汽、福田、东风、一汽  | 外部配套 | 80     |
| 中国重汽变速箱部  | 中国重汽         | 内部配套 | 15     |
| 湛江齿轮      | 重庆红岩、大中客     | 外部配套 | 6      |
| 大同齿轮      | 中国重汽、东风、湖北三环 | 内部配套 | 12     |
| 一汽哈尔滨变速箱  | 一汽           | 内部配套 | 3      |
| 万里扬       | 福田           | 外部配套 | 2      |

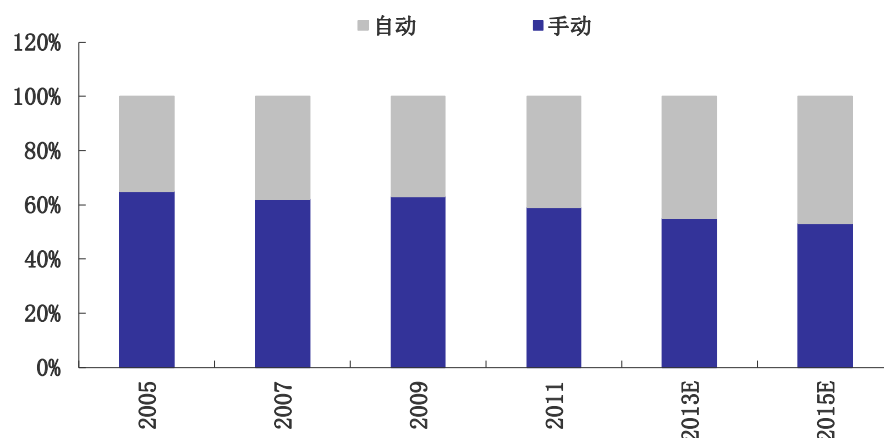
资料来源：公司公告，各企业官方网站，安信证券研究中心

### 3.4. 乘用车变速器业务

#### 3.4.1. 乘用车变速器销量及市场占有率

我国乘用车变速器仍以手动挡为主，但整体市场份额呈现下降趋势。HIS Global Insight 数据显示，2005 年到 2011 年我国手动变速器市场份额从 65% 下降到 59%，自动变速器从 35% 上升到 41%。HIS Global Insight 预测，到 2015 年我国自动变速器的市场份额有望达到 47%，而手动变速器有 53% 的市场份额，仍然占据一半以上的市场份额。

图 20: 乘用车手动变速器和自动变速比例



资料来源: HIS Global Insight, 安信证券研究中心

我国乘用车手动变速器企业分为两类:一类是内部配套企业。主要是一汽、上汽、东风等整车集团。另外一类是外部配套企业。主要有沈阳上汽金杯、唐山爱信齿轮、江西格特拉克传动、浙江中马等企业。乘用车自动变速器主要被合资企业所垄断,如上海采埃孚、北京现代摩比斯、苏州采埃孚、大连大众自动变速器等,内资企业中只有吉利拥有 6AT 技术和比亚迪拥有 DCT 技术。

表 5: 乘用车手动变速器行业竞争格局及其配套客户

| 乘用车手动变速器生产企业 | 主要客户           | 配套方式   |
|--------------|----------------|--------|
| 大众汽车变速器      | 一汽大众、上汽大众      | 内部配套   |
| 上海汽车变速器      | 上海汽车、华晨金杯、长城汽车 | 内部配套为主 |
| 重庆长安金陵       | 长安汽车           | 内部配套   |
| 哈尔滨东安        | 哈飞、昌河、华晨金杯     | 内部配套为主 |
| 一汽哈尔滨变速箱     | 一汽             | 内部配套   |
| 北京摩比斯        | 现代、起亚          | 内部配套   |
| 万里扬          | 吉利             | 外部配套   |

资料来源:公司公告,各企业官方网站,安信证券研究中心

公司刚刚进入乘用车变速器领域,销量绝对值较小,目前在手动变速器领域技术较为成熟。乘用车市场中,合资品牌拥有自己的变速器配套企业,我们认为万里扬公司客户拓展的突破点在于自主品牌。公司主要配套客户为吉利汽车,旗下金刚、熊猫两款车型配备万里扬变速器,产品售价在 1000-2000 元之间,未来公司将逐步向吉利汽车 1.6L 及其以上车型配套。公司也有可能为长城 SUV 车型进行适配,2013 年左右可能会有所突破从而进入长城汽车供应商体系。公司乘用车变速器产能规划为 60 万台(其中 35 万为 MT,15 万为 AMT):预计 2012 年 7 月完成第一期安装,大概有 3 个月的调

试时间, 10月底将释放10-15万产能; 2014年底第二期完工, 50万产能全部释放; 公司控股子公司台州吉利有2万产能, 未来2年将拓展到10万产能。

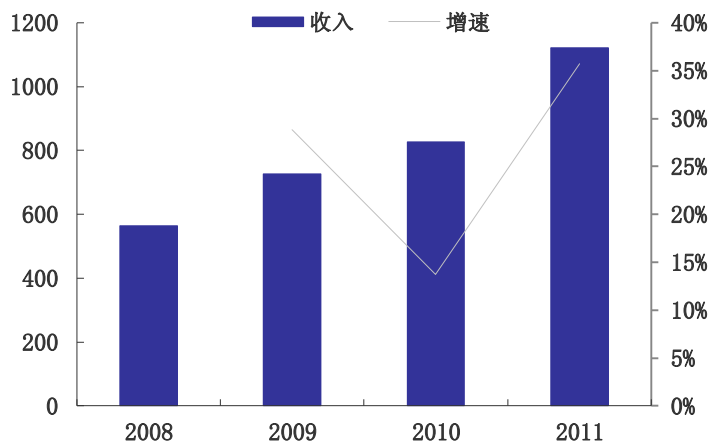
## 4. 公司经营情况

### 4.1. 公司主营业务及收入

公司主营业务为变速器业务和配件等业务。受益于商用车行业的快速增长及公司产品竞争能力的提升, 公司营业收入呈现快速增长。2008年公司营业收入为5.64亿元, 2011年增至11.22亿元, 3年复合增长率达到25.75%。

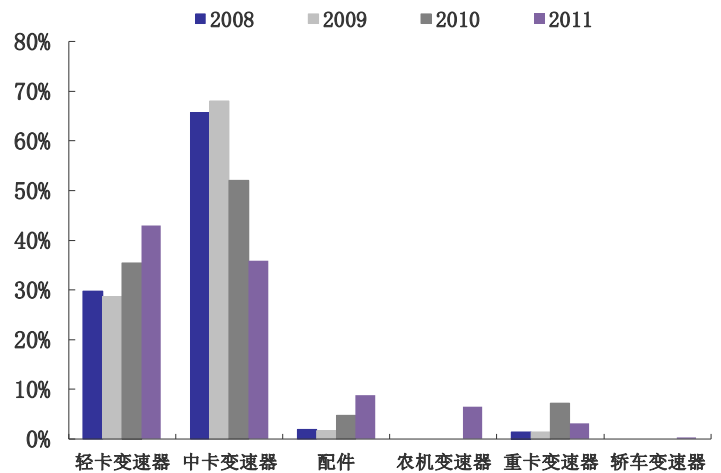
从收入构成来看, 2011年轻卡变速器、中卡变速器、配件销售、农机变速器、重卡变速器及轿车变速器收入占比分别为43.04%、35.88%和8.75%、6.52%、3.18%和0.3%。2008-2011年, 轻中卡变速器业务是公司的主要利润来源。

图 21: 公司近 4 年收入及增速



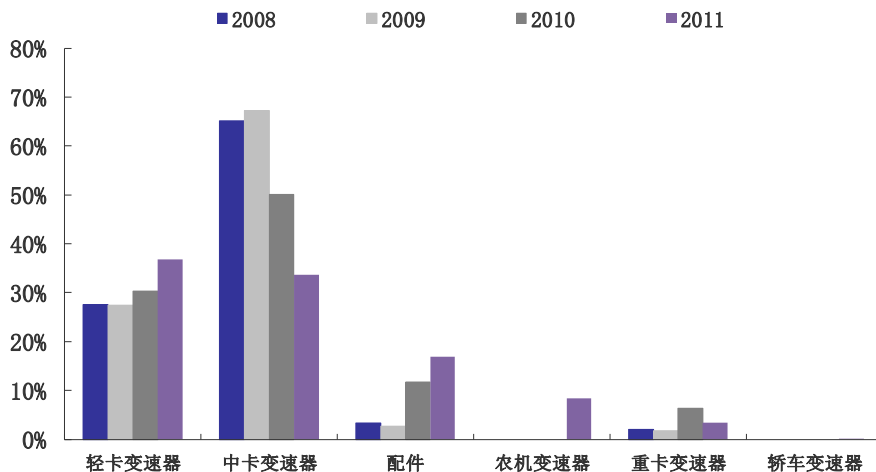
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 公司主营产品收入占比



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 23: 公司主营产品毛利占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4.2. 福田汽车是公司最为稳定的客户

福田汽车是公司最大的客户，但收入占比呈现逐年下降的趋势。2008 年公司对福田汽车的业务收入占比为 58.79%，到 2011 年该项业务收入占比下降到 47.75%，表明公司对福田汽车的依存度有所下降。我们认为随着乘用车变速器市场的逐步拓展，福田汽车的收入占比将呈现下降趋势。

表6: 公司历年五大客户情况

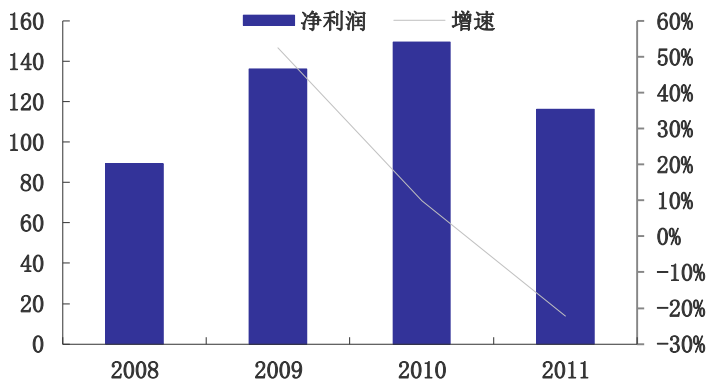
| 排名 | 2008 | 比例     | 2009 | 比例     | 2010  | 比例     | 2011 | 比例     |
|----|------|--------|------|--------|-------|--------|------|--------|
| 1  | 福田汽车 | 58.79% | 福田汽车 | 55.44% | 北汽福田  | 54.82% | 北汽福田 | 43.24% |
| 2  | 资阳南俊 | 5.90%  | 东风汽车 | 7.47%  | 四川万里扬 | 4.64%  | 福田雷沃 | 4.51%  |
| 3  | 成都王牌 | 5.58%  | 资阳南俊 | 5.97%  | 浙江飞碟  | 4.63%  | 浙江飞碟 | 4.28%  |
| 4  | 东风汽车 | 5.37%  | 成都王牌 | 5.17%  | 东风襄樊  | 3.47%  | 资阳南俊 | 4.26%  |
| 5  | 山东五征 | 4.27%  | 山东五征 | 4.42%  | 安徽江淮  | 2.96%  | 山东凯马 | 3.61%  |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.3. 盈利能力分析

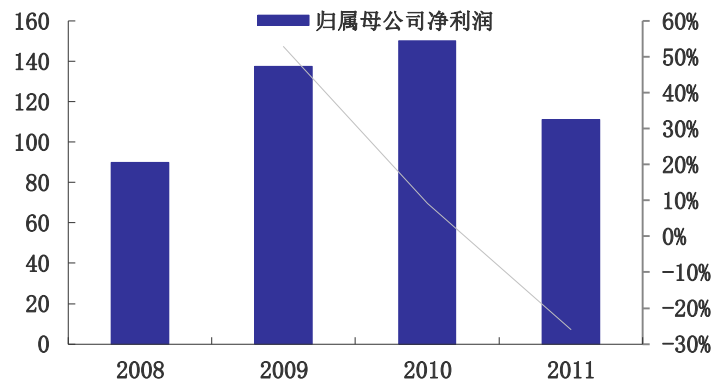
从公司的历史经营情况来看，近年来公司的收入和净利润实现了较快增长。2008-2011 年，公司分别实现净利润 0.89 亿、1.36 亿元、1.50 亿元和 1.16 亿元，2009 年-2011 年净利润增速分别为 52.5%、9.8%和-22.2%。2008-2011 年归属母公司净利润分别为 0.90 亿元、1.38 亿元、1.50 亿元和 1.11 亿元，2009-2011 年归属母公司净利润增速分别为 53%、9.3%和-25.9%。

图 24: 公司近 4 年净利润及增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

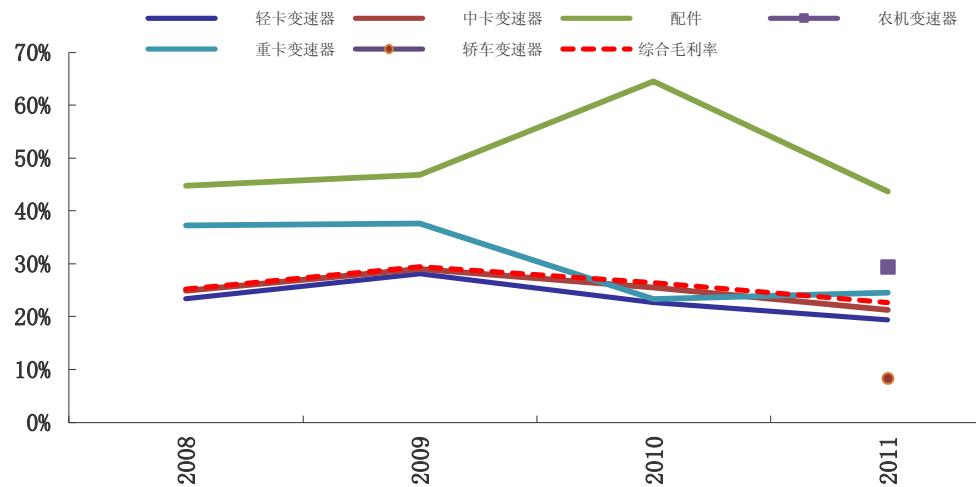
图 25: 公司近 4 年归属母公司净利润及增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2008-2011 年公司综合毛利率分别为 25.2%、29.4%、26.5%和 22.7%。2010 年公司毛利率有所下滑，主要是原材料价格上涨所致。2011 年大部分业务毛利率水平继续下降，主要是由于受原材料价格上涨、人工成本上升及卡车行业增速放缓三重不利因素挤压所致。我们认为 2012 年随着下游需求逐步复苏，以及未来将出台的汽车下乡及以旧换新政策，轻、中卡行业有望复苏。另外，变速器中最主要的原材料—钢材价格一路走低，有利于企业成本的下降。因此，在下游需求回暖及原材料价格走低的双重利好下，我们预计 2012 年公司毛利率有望上升。

图 26: 公司各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 27: 国内钢材综合价格指数



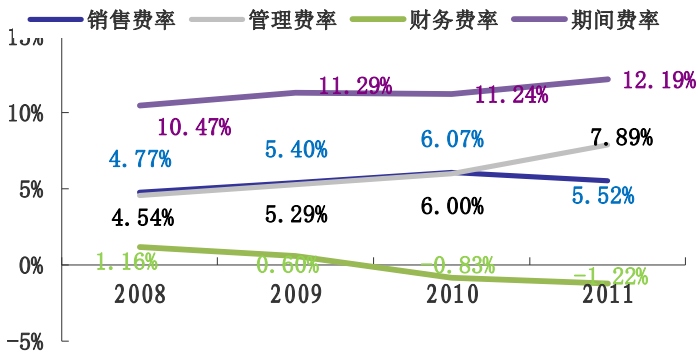
资料来源: 中钢协, 安信证券研究中心

2008-2011 年公司期间费用率分别为 10.47%、11.29%、11.24%和 12.19%，整体呈现逐步上升的趋势。2011 年期间费用率比 2010 年提升 0.95 个百分点，主要是公司管理费用同比提升 1.82 个百分点所致。公司技术开发费用支出较多、合并山东临沂临工后管理费用大幅提升导致 2011 年管理费用上升较多。2011 年财务费率下降 0.39 个百分点，主要是由于公司利息收入增加所致。

2008-2011 年公司净利润率分别为 15.93%、18.92%、18.17%和 9.92%。2011 年公司净利润率大幅下降，主要是由于公司并购山东临沂临工导致费用大幅提升以及公司产品毛利率下滑所致。

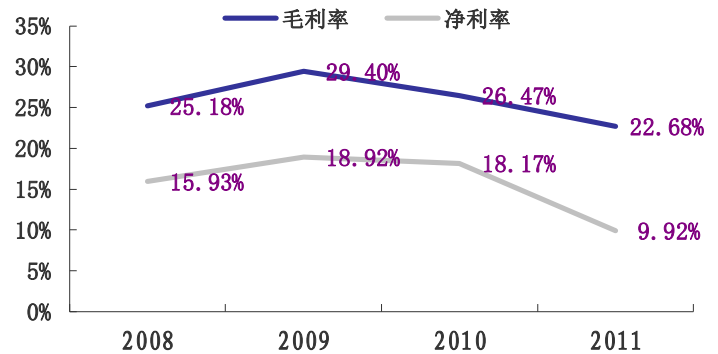


图 28: 公司近年来期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 29: 公司近年来综合毛利率和净利率情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与投资建议

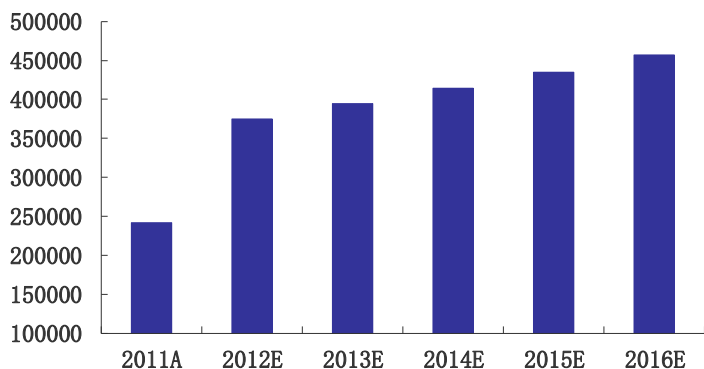
### 5.1. 盈利预测

2008-2011 年公司营业收入年复合增长率高达 25.8%，远高于汽车零部件行业的增速水平。我们认为未来公司收入增长主要受益于以下几点：1. 轻中卡变速器业务的平稳发展。2. 重卡变速器业务的客户快速拓展。3. 乘用车变速器业务向上突破。

我们基于对市场的理解以及对公司自身经营实力的了解，对公司各产品进行营业收入预测：

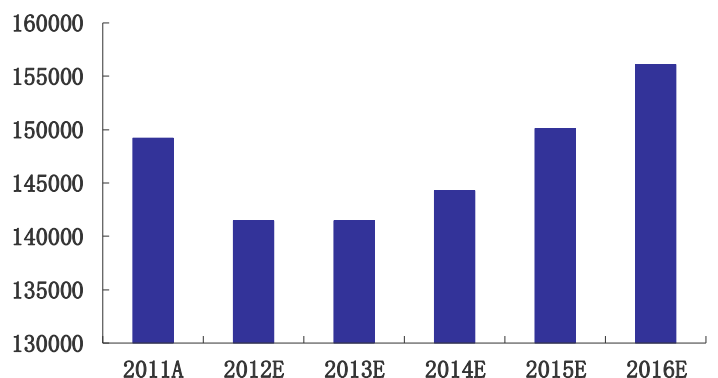
- **轻中卡变速器业务。**我们预计公司轻、中卡变速器业务将保持平稳增长。公司收购山东临沂临工后，我们预计轻卡变速器市场占有率将由 2011 年的 12.9% 上升到 21% 左右，未来增速较为稳定。公司在中卡变速器市场的优势地位依然稳固，我们预测市场占有率有望维持 51% 左右。

图 30: 公司未来轻卡变速器销量



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 31: 公司未来中卡变速器销量

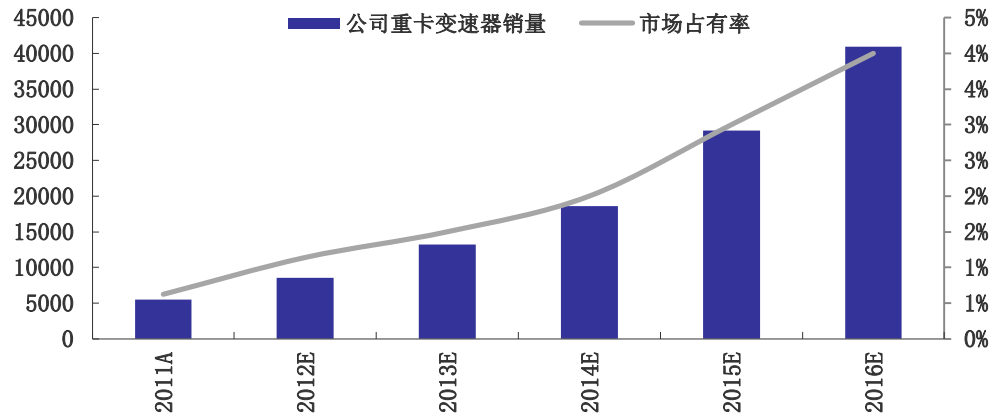


数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

- **重卡变速器业务的客户快速拓展。**经过多年的技术积累以及较高的性价比优势，公司在重卡变速器领域已经具备一定的优势。目前公司主要为福田瑞沃供应重卡变速器，其产品占瑞沃总量的 30% 左右。由于成本原因，瑞沃产品加大对万里扬公司变速器采购的意愿较为强烈，我们预计 2012 年公司对瑞沃供应的重卡变速器比例有望提升到 60%。同时公司也加大了对福田欧曼、柳汽和一汽解放等客户

的突破,进入他们配套体系的产品比重加大。由于重卡变速器毛利率在 24%左右,高于轻中卡变速器的毛利率,随着重卡变速器业务比重的提升,我们预计公司的毛利率整体有望呈现上升的趋势。

图 32: 公司未来重卡变速器销量及市场占有率



资料来源: 公司公告, CAAM, 安信证券研究中心

- **乘用车变速器业务向上突破。**公司目前只为吉利旗下熊猫和金刚两款车型供应变速器,未来有望对吉利 1.6L 以上车型逐步配套。公司为长城 SUV 车型进行适配的工作也有望于 2013 年取得突破。

表 7: 公司盈利拆分预测: (万元)

|               | 2011A  | 2012E   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>轻卡变速器</b>  |        |         |        |        |        |
| 收入            | 48,316 | 74,909  | 78,894 | 82,838 | 86,980 |
| 增速            | 64.7%  | 55.0%   | 5.3%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 占比            | 43.0%  | 45.1%   | 43.7%  | 41.8%  | 39.6%  |
| 毛利率           | 19.4%  | 19.0%   | 19.1%  | 19.5%  | 19.5%  |
| <b>中卡变速器</b>  |        |         |        |        |        |
| 收入            | 40,278 | 38,196  | 38,196 | 38,960 | 40,518 |
| 增速            | -6.4%  | -5.2%   | 0.0%   | 2.0%   | 4.0%   |
| 占比            | 35.9%  | 23.0%   | 21.1%  | 19.7%  | 18.5%  |
| 毛利率           | 21.3%  | 21.0%   | 21.2%  | 21.5%  | 21.6%  |
| <b>重卡变速器</b>  |        |         |        |        |        |
| 收入            | 3,571  | 5,549   | 8,615  | 12,061 | 18,996 |
| 增速            | -40.3% | 55.4%   | 55.3%  | 40.0%  | 57.5%  |
| 占比            | 3.2%   | 3.3%    | 4.8%   | 6.1%   | 8.7%   |
| 毛利率           | 24.5%  | 23.5%   | 24.7%  | 25.0%  | 25.3%  |
| <b>乘用车变速器</b> |        |         |        |        |        |
| 收入            | 340    | 4,780   | 5,019  | 5,370  | 5,746  |
| 增速            |        | 1305.2% | 5.0%   | 7.0%   | 7.0%   |
| 占比            | 0.3%   | 2.9%    | 2.8%   | 2.7%   | 2.6%   |
| 毛利率           | 8.3%   | 10.0%   | 11.0%  | 13.0%  | 15.0%  |
| <b>配件业务</b>   |        |         |        |        |        |
| 收入            | 9,827  | 19,654  | 25,550 | 33,215 | 39,858 |
| 增速            | 147.5% | 100.0%  | 30.0%  | 30.0%  | 20.0%  |

|           |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 占比        | 8.8%    | 11.8%   | 14.1%   | 16.8%   | 18.2%   |
| 毛利率       | 43.7%   | 40.0%   | 38.0%   | 37.0%   | 36.5%   |
| <b>综合</b> |         |         |         |         |         |
| 总收入       | 112,234 | 166,173 | 180,651 | 198,215 | 219,372 |
| 增速        | 35.7%   | 48.1%   | 8.7%    | 9.7%    | 10.7%   |
| 毛利率       | 22.7%   | 22.9%   | 23.3%   | 23.9%   | 24.2%   |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

综合以上对四种业务的假设，我们预计公司 2012-2015 年营业收入分别为 16.62 亿元、18.07 亿元、19.82 亿元和 21.94 亿元，增速分别为 48.06%、8.71%、9.72% 和 10.67%。2012-2015 年归属母公司净利润为 1.22 亿元、1.39 亿元、1.69 亿元和 1.97 亿元，增速分别为 9.87%、13.66%、21.33% 和 16.83%。全面摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.41 元、0.50 元和 0.58 元。

表 8：公司主要财务指标预测（百万）

|          | 2011A   | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入     | 112,234 | 166,173 | 180,651 | 198,215 | 219,372 |
| 增速       | 35.69%  | 48.06%  | 8.71%   | 9.72%   | 10.67%  |
| 归属母公司净利润 | 11,133  | 12,232  | 13,904  | 16,869  | 19,708  |
| 增速       | -25.91% | 9.87%   | 13.66%  | 21.33%  | 16.83%  |
| 毛利率      | 22.68%  | 22.89%  | 23.27%  | 23.91%  | 24.25%  |
| 销售费用率    | 5.52%   | 5.70%   | 5.76%   | 5.66%   | 5.71%   |
| 管理费用率    | 7.89%   | 8.78%   | 8.50%   | 8.40%   | 8.30%   |
| 财务费用率    | -1.22%  | -0.82%  | -0.53%  | -0.54%  | -0.59%  |
| 净利率      | 9.92%   | 7.36%   | 7.70%   | 8.51%   | 8.98%   |
| ROE      | 6.02%   | 6.32%   | 6.84%   | 7.84%   | 8.59%   |
| EPS      | 0.33    | 0.36    | 0.41    | 0.50    | 0.58    |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5.2. 估值及投资建议

万里扬是国内最大的民营商用车变速箱生产企业，因此我们选取了以下 5 家业务较为相近的汽车零部件类公司进行估值比较：天润曲轴、八菱科技、兴民钢圈和顺荣股份。这些可比公司 2012 年 PE 的均值为 25 倍。

表 9：可比公司估值情况

| 股票代码      | 证券简称 | 收盘价<br>(06.18) | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |                | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 002283.SZ | 天润曲轴 | 9.08           | 0.36  | 0.33  | 0.48  | 0.52  | 25    | 28    | 19    | 17    |
| 002592.SZ | 八菱科技 | 18.47          | 1.04  | 0.8   | 0.87  | 0.91  | 18    | 23    | 21    | 20    |
| 002355.SZ | 兴民钢圈 | 12.1           | 0.46  | 0.53  | 0.67  | 0.79  | 26    | 23    | 18    | 15    |
| 002555.SZ | 顺荣股份 | 10.68          | 0.3   | 0.42  | 0.59  | 0.75  | 36    | 25    | 18    | 14    |
| 均值        |      |                |       |       |       |       | 26    | 25    | 19    | 17    |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

公司作为国内商用车变速器的龙头企业，未来受益于轻、中卡行业平稳快速发展，重卡变速器和乘用车变速器的突破，公司营业收入及净利润有望保持平稳增长。因此我们给予公司的目标价为 8.99 元，对应于 2012 年 25 倍 PE，给予公司“中性-A”的投资评级。

## 6. 主要风险点

### 6.1. 汽车销量大幅下滑风险

公司主要产品是汽车变速器，下游汽车整车的生产、销售规模直接影响公司主要产品的市场状况。汽车行业与宏观经济波动的相关性明显，倘若宏观经济环境恶化，汽车销量大幅下滑，将造成公司产品订单减少、销售困难、存货积压等状况，因此公司存在受汽车销量大幅下滑影响的风险。

### 6.2. 单一客户集中度过高的风险

公司的第一大客户为福田汽车，目前福田汽车收入占比在 50%左右，客户集中度过高使得公司对福田汽车过于依赖，一旦福田汽车销量大幅下滑，公司业绩将会受到较大影响。

### 6.3. 原材料大幅波动的风险

公司主要原材料是钢材、生铁、焦炭等，原材料成本占产品成本的 90%左右。原材料的大幅波动增加了公司控制成本的难度，将会直接影响公司的盈利能力。

### 6.4. 乘用车变速器业务突破乏力的风险

乘用车变速器业务目前主要被合资所垄断，与合资企业相比，公司在技术先进性和质量稳定性上都不具备优势。目前公司只为吉利旗下金刚和熊猫两款车型提供配套，如果公司产品技术水平不能得到持续改进，未来可能会面临向上突破乏力的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

|                   |                |                |                |                |                | 单位             | 百万元         | 模型更新时间       | 2012.06.19   |              |              |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   |                |                |                |                |                | 财务指标           | 2010        | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>利润表</b>        |                |                |                |                |                | <b>2010</b>    | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |              |
| 营业收入              | 827.1          | 1,122.3        | 1,661.7        | 1,806.5        | 1,982.1        | <b>成长性</b>     |             |              |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 608.2          | 867.8          | 1,281.3        | 1,386.1        | 1,508.2        | 营业收入增长率        | 13.8%       | 35.7%        | 48.1%        | 8.7%         | 9.7%         |
| 营业税费              | 0.9            | 3.4            | 5.0            | 5.4            | 5.9            | 营业利润增长率        | 23.1%       | -27.6%       | 24.6%        | 13.8%        | 21.3%        |
| 销售费用              | 50.2           | 62.0           | 94.7           | 104.1          | 112.2          | 净利润增长率         | 9.2%        | -25.9%       | 9.9%         | 13.7%        | 21.3%        |
| 管理费用              | 49.6           | 88.5           | 145.9          | 153.6          | 166.5          | EBITDA 增长率     | 19.2%       | -18.7%       | 8.6%         | 16.6%        | 18.5%        |
| 财务费用              | -6.9           | -13.7          | -13.6          | -9.6           | -10.7          | EBIT 增长率       | 14.4%       | -33.1%       | 27.8%        | 18.1%        | 21.9%        |
| 资产减值损失            | 5.3            | 0.4            | 4.9            | 5.6            | 4.2            | NOPLAT 增长率     | 1.5%        | -28.1%       | 13.3%        | 18.1%        | 21.9%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 80.4%       | 85.0%        | -58.0%       | -7.1%        | -7.4%        |
| 投资和汇兑收益           | 47.2           | 6.8            | 7.0            | 10.0           | 12.0           | 净资产增长率         | 316.2%      | 8.3%         | 4.7%         | 5.1%         | 5.9%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>166.9</b>   | <b>120.8</b>   | <b>150.5</b>   | <b>171.3</b>   | <b>207.8</b>   | <b>利润率</b>     |             |              |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 6.1            | 12.9           | -              | -              | -              | 毛利率            | 26.5%       | 22.7%        | 22.9%        | 23.3%        | 23.9%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>173.0</b>   | <b>133.7</b>   | <b>150.5</b>   | <b>171.3</b>   | <b>207.8</b>   | 营业利润率          | 20.2%       | 10.8%        | 9.1%         | 9.5%         | 10.5%        |
| 减: 所得税            | 23.4           | 17.4           | 22.6           | 25.7           | 31.2           | 净利润率           | 18.2%       | 9.9%         | 7.4%         | 7.7%         | 8.5%         |
| <b>净利润</b>        | <b>150.3</b>   | <b>111.3</b>   | <b>122.3</b>   | <b>139.0</b>   | <b>168.7</b>   | EBITDA/营业收入    | 23.9%       | 14.3%        | 10.5%        | 11.3%        | 12.2%        |
| <b>资产负债表</b>      |                |                |                |                |                | <b>2010</b>    | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |              |
| 货币资金              | 1,108.5        | 862.2          | 1,731.4        | 1,922.5        | 2,134.4        | <b>运营效率</b>    |             |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 141         | 148          | 125          | 122          | 115          |
| 应收账款              | 152.6          | 283.1          | 219.3          | 243.9          | 191.7          | 流动营业资本周转天数     | 31          | 122          | 38           | -47          | -52          |
| 应收票据              | 81.1           | 230.9          | 182.1          | 173.2          | 190.1          | 流动资产周转天数       | 460         | 579          | 505          | 560          | 552          |
| 预付账款              | 84.0           | 97.3           | 138.4          | 176.0          | 213.4          | 应收帐款周转天数       | 38          | 60           | 49           | 38           | 33           |
| 存货                | 221.4          | 480.6          | 421.3          | 379.7          | 413.2          | 存货周转天数         | 86          | 113          | 98           | 80           | 72           |
| 其他流动资产            | 4.2            | 5.3            | 13.6           | 16.6           | 18.9           | 总资产周转天数        | 658         | 769          | 665          | 714          | 695          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 229         | 309          | 192          | 101          | 85           |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 36.7           | 31.0           | 30.0           | 30.0           | 30.0           | ROE            | 8.4%        | 6.0%         | 6.3%         | 6.8%         | 7.8%         |
| 投资性房地产            | -              | -              | -              | -              | -              | ROA            | 7.1%        | 4.3%         | 3.7%         | 3.9%         | 4.5%         |
| 固定资产              | 360.9          | 562.7          | 594.3          | 631.9          | 635.9          | ROIC           | 38.1%       | 15.2%        | 9.3%         | 26.2%        | 34.4%        |
| 在建工程              | 2.1            | 14.2           | 26.5           | 33.9           | 32.3           | <b>费用率</b>     |             |              |              |              |              |
| 无形资产              | 65.7           | 100.8          | 94.2           | 88.0           | 82.2           | 销售费用率          | 6.1%        | 5.5%         | 5.7%         | 5.8%         | 5.7%         |
| 其他非流动资产           | 0.8            | 9.1            | 7.6            | 8.0            | 8.2            | 管理费用率          | 6.0%        | 7.9%         | 8.8%         | 8.5%         | 8.4%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>2,118.0</b> | <b>2,677.3</b> | <b>3,458.7</b> | <b>3,703.7</b> | <b>3,950.3</b> | 财务费用率          | -0.8%       | -1.2%        | -0.8%        | -0.5%        | -0.5%        |
| 短期债务              | -              | 154.8          | 180.0          | 210.0          | 250.0          | 三费/营业收入        | 11.2%       | 12.2%        | 13.7%        | 13.7%        | 13.5%        |
| 应付账款              | 121.5          | 352.6          | 617.8          | 672.2          | 690.0          | <b>偿债能力</b>    |             |              |              |              |              |
| 应付票据              | 190.5          | 179.3          | 526.6          | 569.6          | 619.8          | 资产负债率          | 15.8%       | 27.8%        | 41.5%        | 42.6%        | 42.9%        |
| 其他流动负债            | 15.4           | 15.5           | 41.5           | 43.4           | 47.0           | 负债权益比          | 18.7%       | 38.5%        | 70.9%        | 74.1%        | 75.3%        |
| 长期借款              | -              | 12.5           | 32.5           | 52.5           | 62.5           | 流动比率           | 5.00        | 2.74         | 1.97         | 1.95         | 1.98         |
| 其他非流动负债           | 3.2            | 16.7           | 29.6           | 33.7           | 39.4           | 速动比率           | 4.33        | 2.07         | 1.66         | 1.70         | 1.72         |
| <b>负债总额</b>       | <b>333.6</b>   | <b>744.7</b>   | <b>1,434.9</b> | <b>1,576.0</b> | <b>1,696.6</b> | 利息保障倍数         | 23.29       | 7.85         | 10.07        | 16.83        | 18.37        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>-</b>       | <b>70.8</b>    | <b>76.4</b>    | <b>83.0</b>    | <b>90.9</b>    | <b>分红指标</b>    |             |              |              |              |              |
| 股本                | 170.0          | 340.0          | 340.0          | 340.0          | 340.0          | DPS(元)         | -           | 0.10         | 0.11         | 0.12         | 0.15         |
| 留存收益              | 1,614.4        | 1,521.8        | 1,607.4        | 1,704.7        | 1,822.8        | 分红比率           | 0.0%        | 30.5%        | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>1,784.4</b> | <b>1,932.6</b> | <b>2,023.8</b> | <b>2,127.7</b> | <b>2,253.7</b> | 股息收益率          | 0.0%        | 1.2%         | 1.3%         | 1.5%         | 1.8%         |
| <b>现金流量表</b>      |                |                |                |                |                | <b>2010</b>    | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |              |
| 净利润               | 149.6          | 116.3          | 122.3          | 139.0          | 168.7          | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b>  | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 加: 折旧和摊销          | 38.0           | 53.8           | 37.8           | 42.0           | 44.3           | EPS(元)         | 0.44        | 0.33         | 0.36         | 0.41         | 0.50         |
| 资产减值准备            | 5.3            | 0.4            | 4.9            | 5.6            | 4.2            | BVPS(元)        | 5.25        | 5.48         | 5.73         | 6.01         | 6.36         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -              | -              | -              | PE(X)          | 18.9        | 25.5         | 23.2         | 20.4         | 16.8         |
| 财务费用              | -7.9           | -14.5          | -13.6          | -9.6           | -10.7          | PB(X)          | 1.6         | 1.5          | 1.5          | 1.4          | 1.3          |
| 投资收益              | -47.2          | -6.8           | -7.0           | -10.0          | -12.0          | P/FCF          | -12.9       | -10.0        | 3.2          | 12.6         | 11.2         |
| 少数股东损益            | -0.7           | 5.0            | 5.6            | 6.6            | 7.9            | P/S            | 3.4         | 2.5          | 1.7          | 1.6          | 1.4          |
| 营运资金的变动           | -192.3         | -170.5         | 756.6          | 70.7           | 28.5           | EV/EBITDA      | 22.2        | 13.8         | 8.1          | 6.3          | 4.7          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>-30.1</b>   | <b>-31.0</b>   | <b>906.7</b>   | <b>244.4</b>   | <b>230.9</b>   | CAGR(%)        | -0.9%       | 14.9%        | 17.3%        | 19.0%        | 16.8%        |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-91.1</b>   | <b>-149.9</b>  | <b>-73.1</b>   | <b>-71.1</b>   | <b>-29.1</b>   | PEG            | -20.9       | 1.7          | 1.3          | 1.1          | 1.0          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>1,136.6</b> | <b>-73.0</b>   | <b>29.1</b>    | <b>17.9</b>    | <b>10.1</b>    | ROIC/WACC      | 4.0         | 1.6          | 1.0          | 2.7          | 3.6          |
|                   |                |                |                |                |                | REP            | 1.6         | 1.1          | 2.8          | 1.0          | 0.7          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

## 分析师声明

张龙声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

## 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;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛            | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  |
| 黄方禅           | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 凌洁            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 胡珍            | 深圳联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034