

**新股研究报告**

汽车

汽车零部件

**万里扬**

合理价值区间: 29.5~35.7 元

2010年5月26日

**新股分析**

## 重卡变速器带动公司新一轮成长

分析师: 李君

SAC 执业证书编号: S0980210030036

电话: 021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

联系人: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**●国内中、轻卡变速器行业的领先者**

公司传统产品以中卡、轻卡变速器为主,其中,在中卡变速器领域占据绝对优势:2009年,公司中卡、轻卡变速器市场占有率分别为72%、7%(若考虑部分中卡变速器被下游厂商装配于轻卡,则公司中卡、轻卡变速器的实际市场份额分别为35%、13%),在中卡变速器领域,公司是国内市场份额最大的厂商。

**●未来3年,重卡变速器将爆发性增长**

重卡变速器行业的竞争结构、盈利能力优于中、轻卡变速器。目前陕西法士特一家独大,市场份额在80%以上,由于份额集中,陕西法士特具备强大的议价能力,预计其毛利率水平超过30%。

万里扬是重卡变速器行业的新进入者,未来3年份额有望快速提高。公司重卡变速器的优势在于更低的成本,预计每台价格较行业平均便宜2000元左右(法士特的单台净利约1700元)。公司已完成重卡变速器的研发、与下游若干整车厂的匹配试验,目前,已获得福田、东风、江淮等整车厂的销售意向订单达8万台,随着公司重卡变速器产能的投资和建成,我们预计,未来3年,公司重卡变速器的收入份额将快速上升。至2012年,重卡和客车变速器的收入占比有望超过1/3,而毛利贡献则有望占所有产品毛利的40%,其在重卡变速器的市场份额则有望达到10-15%。

**●轻卡变速器有望获得更大市场份额**

2009年以来公司轻卡变速器市场份额在上升。公司轻卡变速器以配套高端轻卡为主,如欧马可、江铃、庆铃等车型,下游整车产品份额的上升带动了公司产品份额的上升。

募投项目将解决轻卡变速器产能瓶颈,订单有保证。在行业需求旺盛的背景下,公司实际上放弃了部分订单。募投项目中,轻卡变速器产能规划为18万台,公司主要配套北汽福田、山东五征、资阳南骏、一汽红塔、山东时风等厂商,目前已签订了总计21.9万台的销售意向合同,我们预计,随着产能瓶颈的解决,未来订单基本有保证。

**●能有效抵御原材料价格波动风险**

公司产品属于原材料密集型。成本中的90%属于原材料,以钢材、生铁、废钢、有色金属为主,钢价波动会影响公司的短期毛利率。

较高的议价能力、零部件自制率的提高,助于抵御原材料价格波动。2007-2009年,毛利率由20.6%上升至29.2%,部分来自于产品结构改善——中卡变速器占比提升,而齿轴零部件自制率的上升、较高的议价能力也是其毛利率提升的重要保证。我们预计,公司未来老产品的毛利率能够维持在25-30%的水平。

### ●公司进入新一轮成长期

过去3年，公司基本跟随行业增长。由于产能的限制，实际上公司流失了较多订单，并且，尽管重卡、客车变速器的研发、匹配试验均已完成，但产能的限制，也导致公司无法满足大额订单。

未来3年，产能释放，公司进入新一轮成长。产品中，预计中卡变速器年销量将保持稳定(2010-2012年，22.5、23、24万台)，轻卡变速器增速会略超下游行业(2010-2012年，15.1、18、23万台)，而重卡和客车变速器将跳跃式上升(2010-2012年，2.5、6、8.5万台)。综上，预计公司2010-2012年收入同比增速分别为53%、47%、35%，分别达11.1、16.4、22.1亿元。

### ●风险提示

下游客户集中的风险；原材料价格波动风险；实际控制人不当控制的风险。

### ●合理价值在29.5~35.7元/股之间

预计公司2010-2012年分别实现净利2.0亿元、3.04亿元、4.02亿元，按发行后股本计算(假定发行4250万股，总股本达到1.7亿股)，对应EPS分别为1.18元、1.79元、2.36元。根据绝对估值法和相对估值法的计算，我们预计公司的合理价值区间在29.5元至35.7元之间。

### 盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	564	727	1,112	1,635	2,208
(+/-%)	11.5%	28.9%	53.0%	47.0%	35.0%
净利润(百万元)	90	138	200	304	402
(+/-%)	57.9%	53.5%	45.5%	51.9%	32.1%
总股本(百万股)	127.5	127.5	170	170	170
每股收益(元)	0.71	1.08	1.18	1.79	2.36
EBIT Margin	17.0%	20.1%	18.2%	18.3%	18.4%
净资产收益率(ROE)	27.2%	31.4%	9.7%	13.2%	15.3%

## 内容目录

估值与投资建议 .....	5
绝对估值法：31.9~35.7 元/股 .....	5
相对估值法：29.5~33.0 元/股 .....	5
商用车变速器行业 .....	6
商用车变速器：商用车的核心零部件之一 .....	6
对下游商用车行业的判断 .....	8
公司概况 .....	13
中、轻卡变速器占据领先地位 .....	13
公司的实际控制人为黄河清、吴月华夫妇 .....	13
公司分析：中、轻卡变速器龙头 .....	14
公司在中卡变速器领域占据绝对优势 .....	14
产品结构不断优化，综合毛利率不断提升 .....	15
具备较强议价能力，足以抵御原材料价格波动风险 .....	16
进入重卡变速器领域，未来发展空间巨大 .....	16
轻卡变速器有望获得更大市场份额 .....	17
募集资金项目分析 .....	17
风险提示 .....	18
盈利预测 .....	19

## 图表目录

图 1: 国内商用车销量 (2004-2009) .....	6
图 2: 公司商用车变速器主要产品 .....	6
图 3: 国内重卡年销量及同比增速 (2001-2009) .....	7
图 4: 国内中卡年销量及同比增速 (2001-2009) .....	7
图 5: 国内轻卡年销量及同比增速 (2001-2009) .....	7
图 6: 国内大中客年销量及同比增速 (2001-2009) .....	7
图 7: 中卡年销量及同比增速(2001-2009) .....	8
图 8: 中卡月销量及同比增速 (2005.1-2009-10) .....	8
图 9: 载货商用车销售结构变化 (2001-2009) .....	8
图 10: 轻卡年销量及同比增速(2001-2009) .....	9
图 11: 轻卡月销量及同比增速 (2005.1-2009-10) .....	9
图 12: 轻卡行业 2009 年市场份额 .....	9
图 13: 重工业化进程及重卡销售结构变化(1994-2007) .....	10
图 14: 重卡替代中卡 (1994-2008) .....	10
图 15: 重卡年销量及同比增速(2001-2009) .....	10
图 16: 重卡月销量及同比增速 (2005.1-2010.2) .....	10
图 17: 重卡销量结构变化 (2005.1-2010.2) .....	11
图 18: 大中客月销量及同比增速 (2005.1-2010.2) .....	12
图 19: 大客月销量及同比增速 (2005.1-2010.2) .....	12
图 20: 中客月销量及同比增速 (2005.1-2010.2) .....	12
图 21: 大客月出口及同比增速 (2007.1-2009.12) .....	12
图 22: 2009 年公司销售收入结构 .....	13
图 23: 2009 年公司销售收入 AM、OEM 占比.....	13
图 24: 万里扬发行前股权结构.....	13
图 25: 公司变速器产销量 (2007-2009) .....	14
图 26: 万里扬产品市场占有率 (2007-2009) .....	14
图 27: 公司产能变动 (2007-2009) .....	14
图 28: 公司产品结构 (2007-2009) .....	15
图 29: 公司分产品毛利率 (2007-2009) .....	15
图 30: 公司 OEM 占比维持在 90%以上 (2007-2009) .....	15
图 31: 公司毛利结构 (2007-2009) .....	15
图 32: 公司 2009 年原材料成本结构.....	16
图 33: 公司分产品平均售价情况 (2007-2009) .....	16
图 34: 公司产能变动 (2007-2014E) .....	18
表 1: 绝对估值的基本假设条件 .....	5
表 2: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) .....	5
表 3: 卡车零部件行业重点公司盈利预测及估值表.....	5

## 估值与投资建议

### 绝对估值法：31.9~35.7 元/股

我们采用三阶段模型,对公司价值进行 DCF 折现。在折现率为 11.0%~12.2%、永续增长率为 0%~0.5%假设范围内,得到万里扬绝对估值的合理区间在 31.9~35.7 元之间,价值中枢为 33.7 元。

**表 1: 绝对估值的基本假设条件**

永续增长率	0.3%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	3.6%	Ke	13.26%
行业平均 Beta	1.06	风险溢价	9.00%
Kd	6.00%	WACC	11.63%

资料来源: 国信证券经济研究所

**表 2: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)**

	11.0%	11.3%	11.63%	11.9%	12.2%
0.5%	35.7	34.8	34.0	33.2	32.4
0.4%	35.6	34.7	33.9	33.1	32.3
0.3%	35.5	34.6	33.7	33.0	32.2
0.2%	35.3	34.5	33.6	32.9	32.1
0.1%	35.2	34.3	33.5	32.8	32.0
0.0%	35.1	34.2	33.4	32.7	31.9

资料来源: 国信证券经济研究所

### 相对估值法：29.5~33.0 元/股

按发行后股本计算(假定发行 4250 万股),预计万里扬 2010-2012 年 EPS 分别为 1.18、1.79、2.36 元。目前卡车相关零部件行业重点公司 2010 年平均动态 PE 为 24.1 倍,参考当前卡车相关零部件行业估值水平,考虑到公司是中小板上市公司、未来 3 年较高的成长性,我们认为公司能够享受估值溢价,可以给予公司 2010 年 25-28 倍 PE,则对应合理价值区间为 29.5-33.0 元。

**表 3: 卡车零部件行业重点公司盈利预测及估值表**

公司 名称	收盘价 2010-5-5	EPS			PE			PB			投资评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
潍柴动力	62.78	4.09	5.21	5.22	15.3	12.0	12.0	4.4	3.5	2.9	谨慎推荐
银轮股份	21.25	0.54	0.88	0.92	39.4	24.1	23.1	4.1	3.7	3.3	谨慎推荐
云内动力	12.27	0.45	0.40	0.45	27.3	30.7	27.3	1.8	1.7	1.7	谨慎推荐
威孚高科	15.77	0.79	0.90	1.05	20.0	17.5	15.0	3.1	2.8	2.5	谨慎推荐
天润曲轴	22.1	0.47	0.73	0.90	46.9	30.3	24.6	3.5	3.3	3.0	n.a.
兴民钢圈	17.52	0.37	0.58	0.68	47.1	30.2	25.8	10.2	8.2	6.7	n.a.
<b>行业平均</b>					<b>32.7</b>	<b>24.1</b>	<b>21.3</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.3</b>	

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

注: 天润曲轴、兴民钢圈 2009 年 EPS 按最新股本摊薄计算

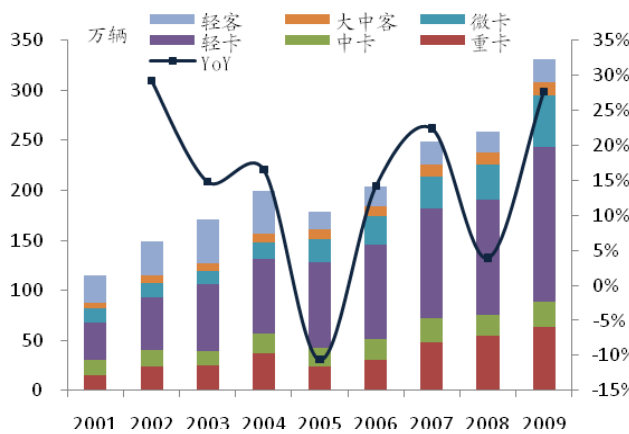
综合绝对估值和相对估值法,则公司的合理价值区间为 29.5-35.7 元。

## 商用车变速器行业

### 商用车变速器：商用车的核心零部件之一

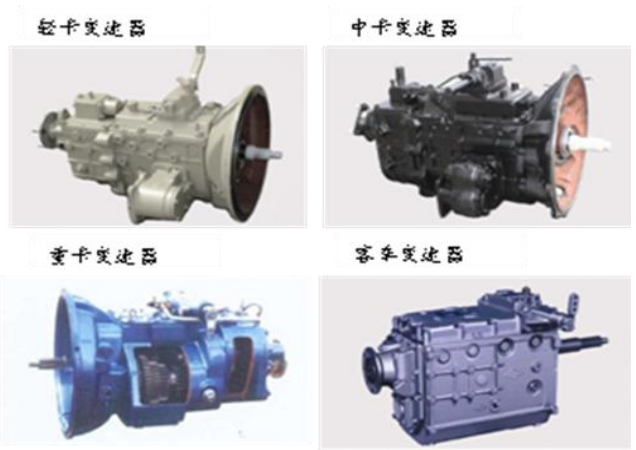
**变速器：商用车核心零部件之一。**万里扬属于商用车变速器行业，产品包括轻卡、中卡、重卡、客车变速器，配套相应各类商用车。商用车变速器属于汽车关键零部件，在众多汽车零部件中，有一定技术难度。变速器与下游商用车行业发展紧密相关，受益于近年商用车行业的高速增长。

图 1：国内商用车销量（2004-2009）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 2：公司商用车变速器主要产品



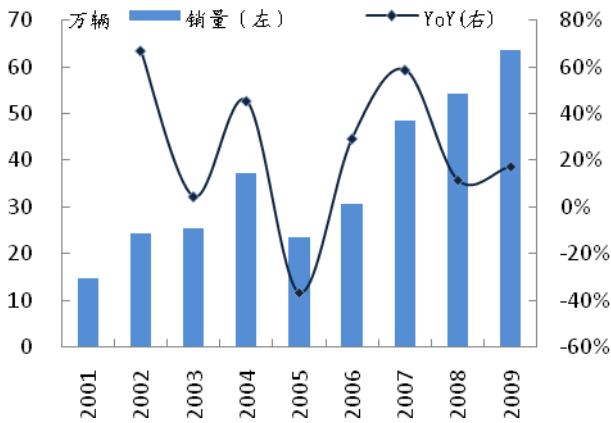
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

**商用车变速器技术成熟，市场集中度较高：**变速器可分为手动变速器、自动变速器两种。目前国内商用车，特别是卡车，绝大多数配备手动变速器。国内厂商生产手动变速器历史较长、技术成熟，并且有一定程度的自主创新，基本满足国内整车厂的配套需要，占领大部分市场份额，如法士特、大齿在重卡变速器，万里扬、东风汽车变速箱在中卡变速器，西格特拉克、六安江淮、一汽长齿在轻卡变速器，綦江齿轮在客车变速器领域都具有较明显的竞争优势。行业集中度相对较高。

**手动变速器在未来较长时间内仍将是商用车变速器主流：**目前国内商用车，除极少数高端公交车、重卡外，几乎所有车型均配备手动变速器，我们认为这一趋势短期内不会改变，主要基于：**【1】**手动变速器购置、维护成本明显低于自动变速器，作为生产资料的商用车对成本较为敏感；**【2】**手动变速器在燃油经济性上有一定优势，自动变速器驾驶舒适性好，但除了城市公交车等需要频繁换挡的环境，优势并不明显。

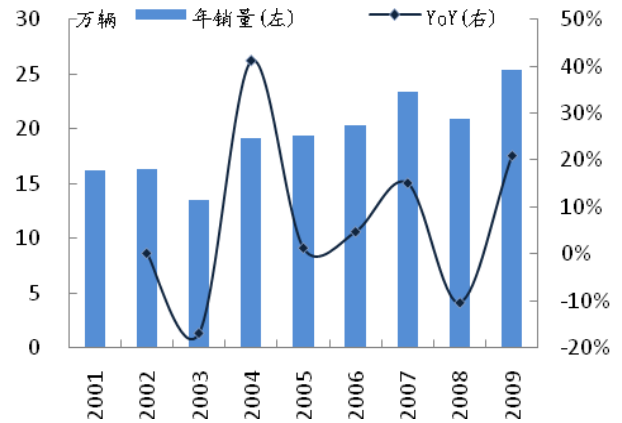
**商用车变速器行业受益于商用车行业增长：**商用车变速器基本一车一台，因此变速器行业产销量基本等于商用车产销量。近年商用车整体产销量保持了高速增长，由2005年的178万辆增长至2009年的331万辆，复合增长率达到16.8%，商用车变速器行业受益于下游整车产销量增长，产销量也明显增长。

图 3: 国内重卡年销量及同比增速 (2001-2009)



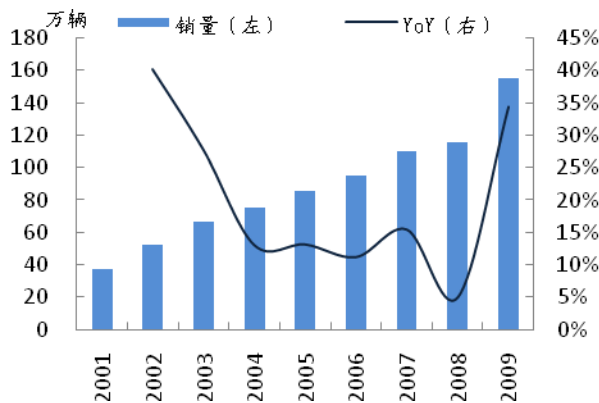
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 4: 国内中卡年销量及同比增速 (2001-2009)



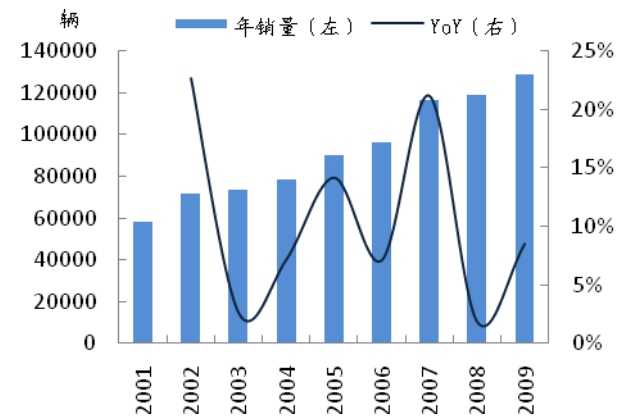
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 5: 国内轻卡年销量及同比增速 (2001-2009)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 6: 国内大中客年销量及同比增速 (2001-2009)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

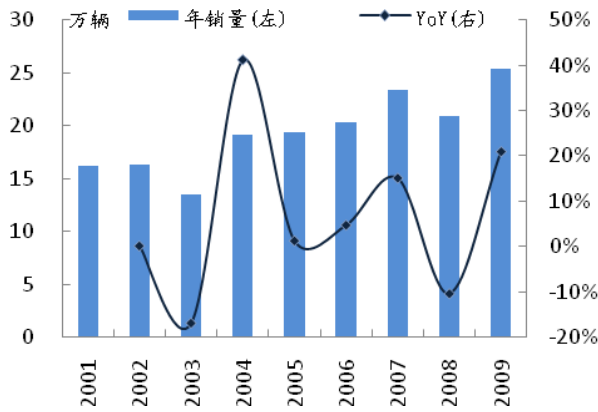
### 对下游商用车行业的判断

要判断商用车变速器行业的需求，首先要判断下游商用车行业的需求。公司变速器普遍应用于中卡、轻卡，募集资金项目扩大重卡、大中客配套，因而，我们需要分析上述四个子行业的整车需求。

#### 1. 中卡销量中长期趋于稳定

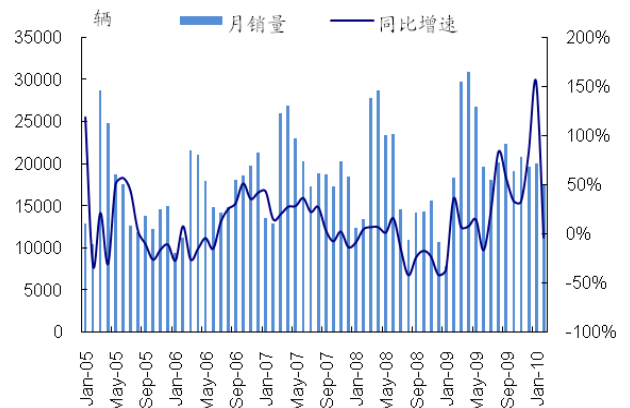
**市场份额逐步压缩，产销增长趋于稳定：**中卡在上世纪 90 年代在载货商用车中占比较大，近年随着高速公路网建设、计重收费实施、城市物流需求增长，中卡长途运输经济性不及重卡、短途轻载城市物流运输不及轻卡，市场份额逐步被重卡、轻卡挤占，销量占载货商用车销量的比重由 2001 年的 20% 下降至 2009 年的 9% 左右。预计中卡被替代的趋势仍将持续，随着商用车行业整体产销量的增长，中卡产销量会取得低于商用车行业增速的增长。

图 7: 中卡年销量及同比增速(2001-2009)



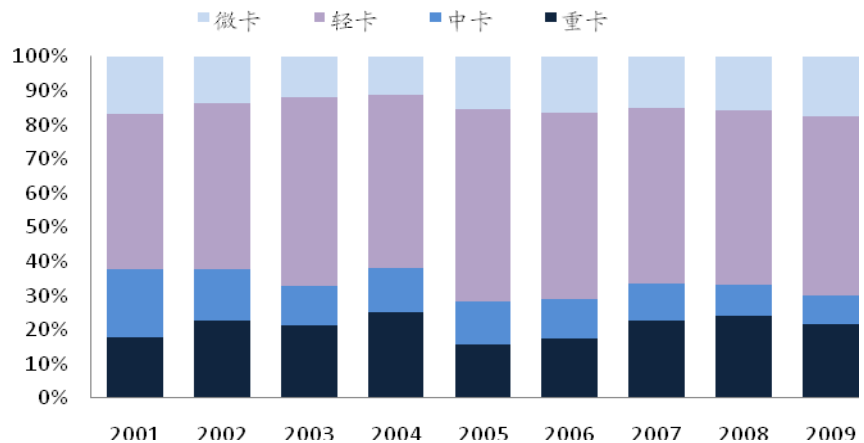
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 8: 中卡月销量及同比增速 (2005.1-2009.10)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 9: 载货商用车销售结构变化 (2001-2009)



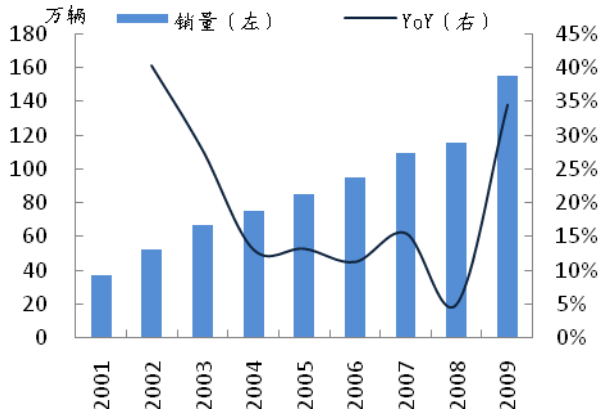
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所。



## 2、轻卡受益刺激消费政策

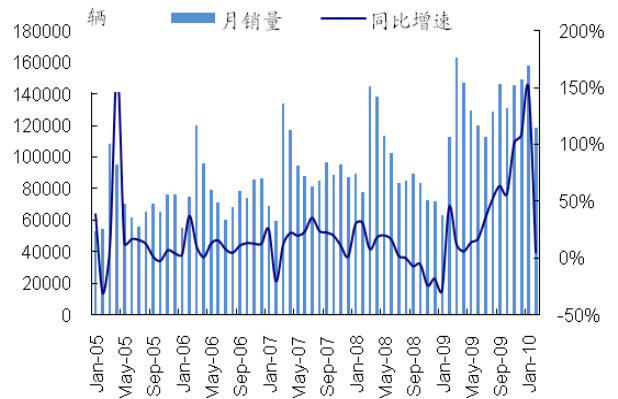
轻卡受益于刺激汽车消费相关政策：2009年，国家出台了一系列刺激汽车消费相关政策，轻卡行业同时受益于“汽车下乡”、“汽车以旧换新”政策，2009年轻卡销量达到154.9万辆，同比增长34.4%。2010年，上述消费刺激政策仍将得到延续，预计轻卡行业2010年产销量表现仍较超越商用车行业整体。

图 10: 轻卡年销量及同比增速(2001-2009)



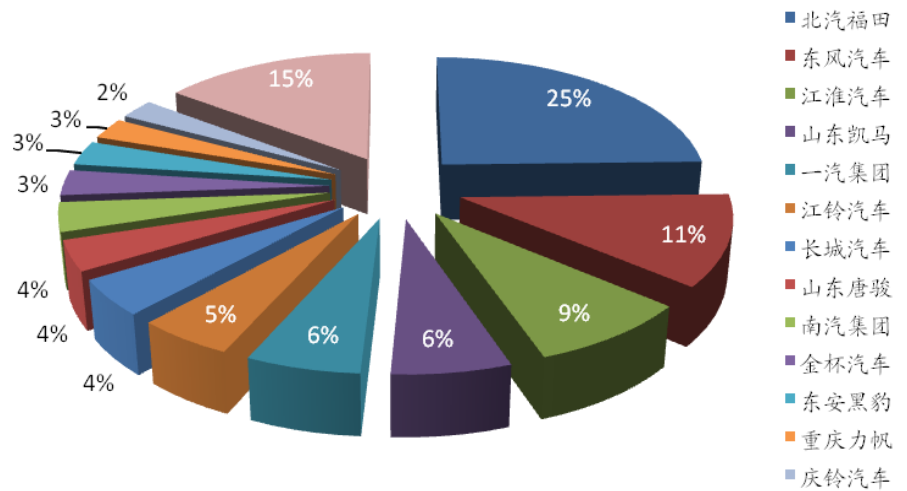
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 11: 轻卡月销量及同比增速 (2005.1-2009.10)



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 12: 轻卡行业 2009 年市场份额



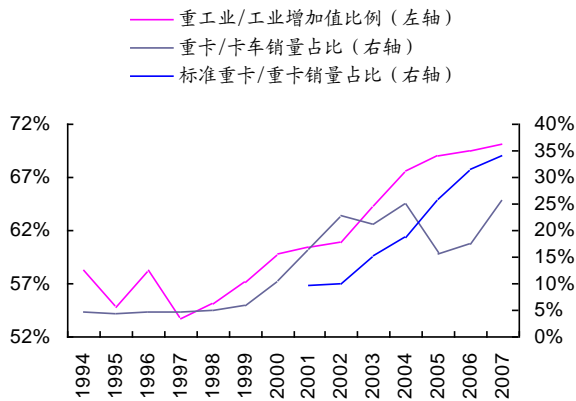
资料来源：国信证券经济研究所

**公司配套北汽福田，受益行业增长：**北汽福田连续多年位居轻卡行业市场占有率第一。北汽福田是万里扬第一大客户，销售收入占万里扬总销售收入50%以上。万里扬配套北汽福田，将受益于轻卡行业增长。

### 3、重卡长期增长空间较大

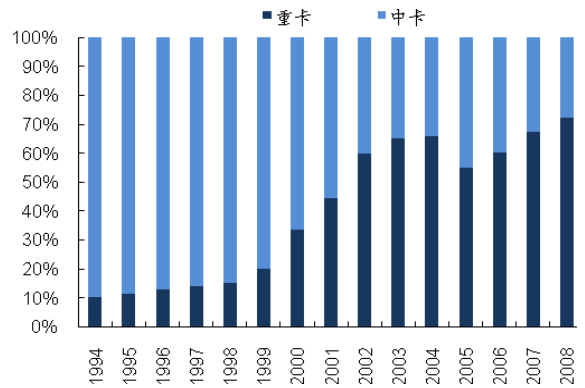
**重卡长期受益于重工业化：**我国产业结构向“重工业化”转变是1999年以后重卡销量中轴大幅提升的主要原因。1999年之后，重卡销量增速中轴大幅抬升，重卡对中卡、标准重卡对准重卡开始显著替代，另外，“计重收费”、排放标准提升、高速公路建设加速等因素也使得重卡替代中卡、标准重卡替代准重卡。重卡行业将长期受益于这一过程，销量将稳定增长。

图 13: 重工业化进程及重卡销售结构变化(1994-2007)



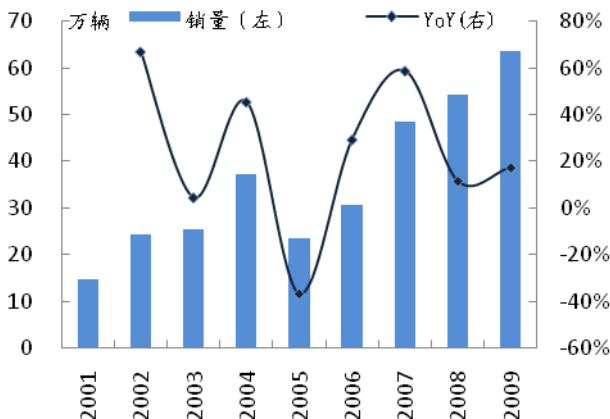
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 14: 重卡替代中卡 (1994-2008)



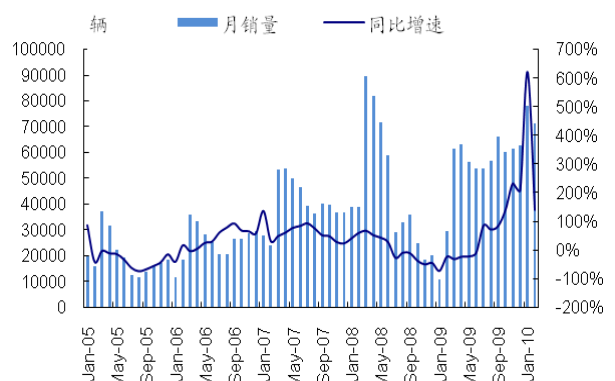
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 15: 重卡年销量及同比增速(2001-2009)



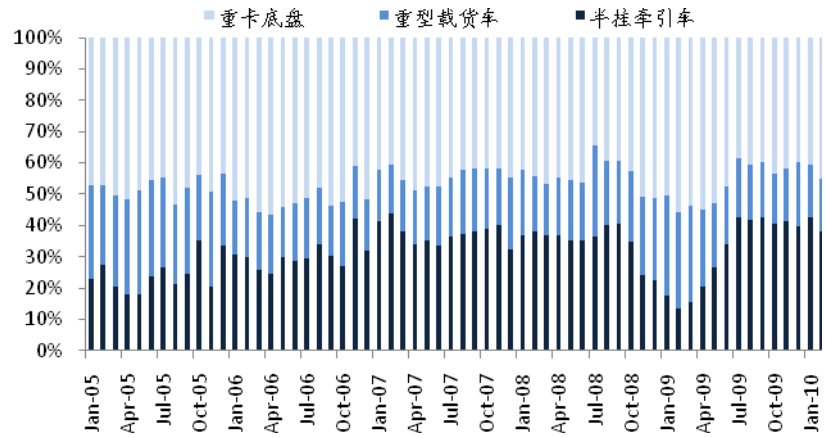
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 16: 重卡月销量及同比增速 (2005.1-2010.2)



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 17: 重卡销量结构变化 (2005.1-2010.2)



资料来源: 国信证券经济研究所

**预计 2010 年重卡销量将同比增长超过 10%，达到 70 万辆的水平。**目前，投资需求、物流运输需求仍维持高位，这带动了重卡在 2010 年 1 季度的旺销局面。由于季节性的因素（3、4 月份是每年重卡销售的顶峰，2010 年 3 月，重卡销量超过 11 万辆），预计 5 月之后，重卡销量环比会出现下滑，但我们预计仍能维持在每月 6 万辆以上的水平。全年看，部分由于上年基数原因，重卡销量将超过 70 万辆，同比增长 10% 以上。

#### 4、大中客内需恢复中，出口仍有上升空间

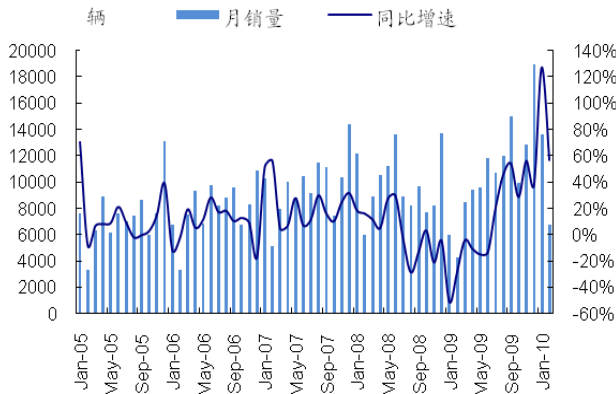
**国内需求已恢复至正常水平：**2009 年，大中客国内销量呈逐季改善趋势，尽管年初销量同比大幅下降 50%，但随后逐步上升，全年销量 12.9 万辆，同比增长 8.5%，至年底，绝对量也恢复至历史上较高的水平，预计短期内国内销量仍将处于稳步上升通道。

**出口仍有改善空间：**预计大中客出口随外围经济回暖将逐步改善。历史上大中客行业出口销量占比约为 20%-30%，但 2H08 起，大中客主要出口目的地国家经济受创，需求锐减。自 2Q09 起，大中客出口需求逐步回暖，目前大客月出口量已达到 1000 辆以上的水平，但距 1H08 平均 1500 辆左右的水平仍有一定差距，改善空间较大。随着国际金融危机影响逐步减弱，全球经济复苏，主要能源价格上涨，预计作为我国大中客主要出口目的地的能源出口国家大中客需求将逐步恢复，2010 年大中客出口量将持续改善。

**预计未来 3-5 年，大中客保有量的 5-10% 会受到铁路客运的替代。**受冲击的车型主要是大客中的公路车，环渤海、长三角、珠三角区域大客销量约占全国销量的一半，再考虑到公路客车分城际运输和旅游客车，预计受影响的大客销量占大客总销量的 5-10%。而城市公交车基本不会受到冲击。

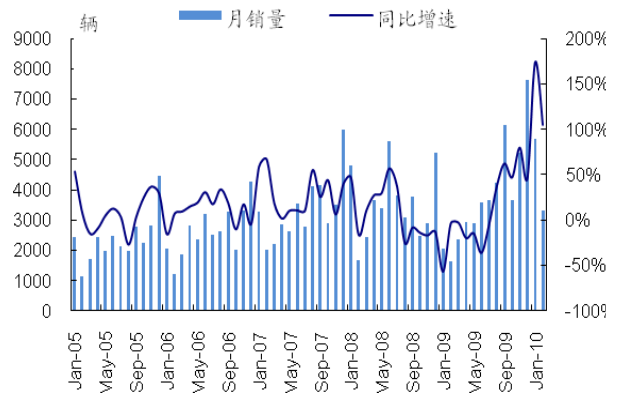
预计 2010 年中大客销量将同比增长 7-10%。2010 年上半年，由于较低的基数效应，名义增速将会较高。尽管中期看，我们认为铁路投资会对公路客运需求有影响，但这是一个循序渐进的过程，短期看，影响会较为有限。

图 18: 大中客月销量及同比增速 (2005.1-2010.2)



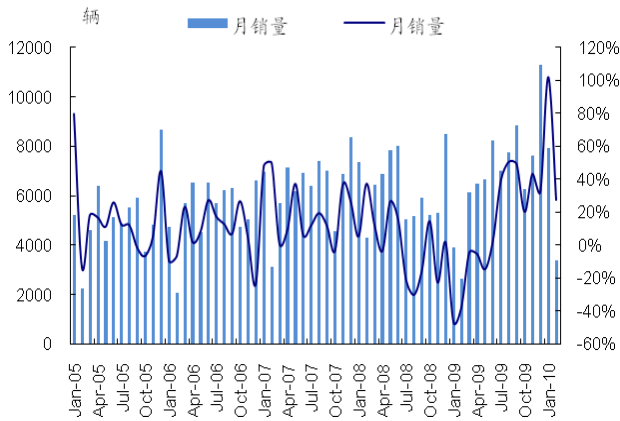
资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 大客月销量及同比增速 (2005.1-2010.2)



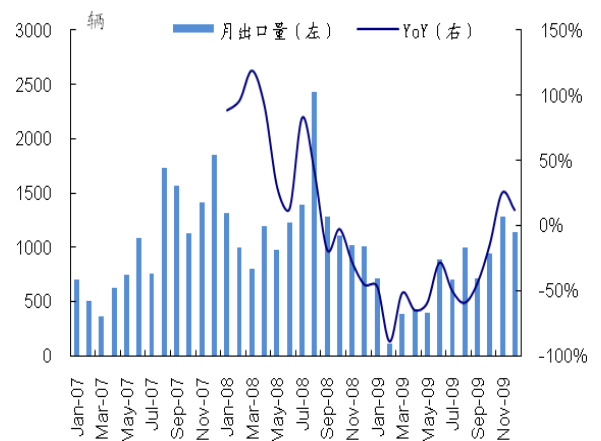
资料来源: 国信证券经济研究所

图 20: 中客月销量及同比增速 (2005.1-2010.2)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 21: 大客月出口及同比增速 (2007.1-2009.12)



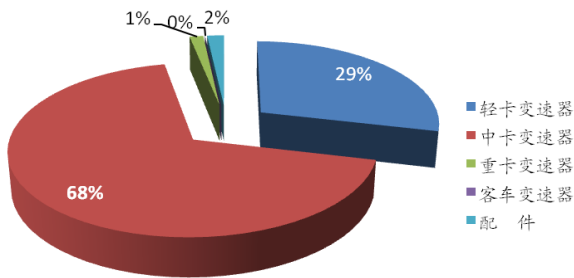
资料来源: 国信证券经济研究所

## 公司概况

### 中、轻卡变速器占据领先地位

万里扬目前产品基本覆盖全部商用车变速器，包括轻卡变速器、中卡变速器、重卡变速器、客车变速器，但配套中卡、轻卡的变速器占据主导，占公司销售收入的 97%，重卡、客车目前尚未大规模配套；公司产品主要配套 OEM 市场，小部分用于配套相关 AM 市场。

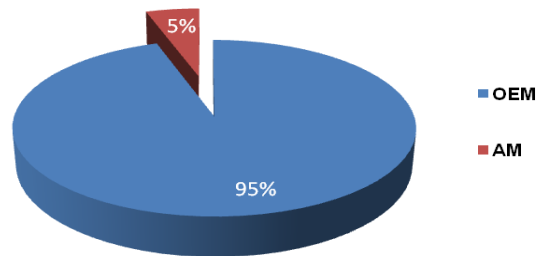
图 22: 2009 年公司销售收入结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

注：公司的中卡变速器中实际上有部分被下游使用在轻卡上。

图 23: 2009 年公司销售收入 AM、OEM 占比

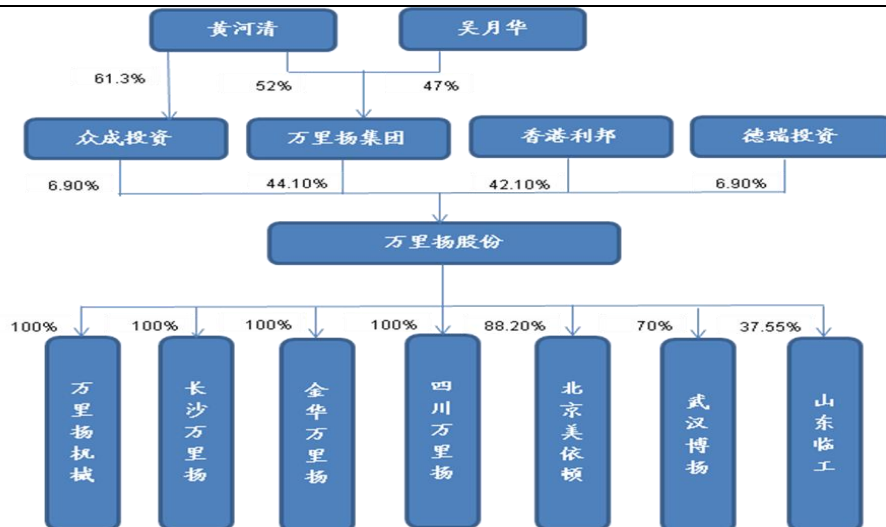


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

### 公司的实际控制人为黄河清、吴月华夫妇

公司是一家家族控股型的民营企业，发行前总股本为 12750 万股，本次拟发行 4250 万股，占发行后总股本的 25%。公司的实际控制人为黄河清、吴月华夫妇，两人通过万里扬集团、众成投资合计持有公司发行前 51% 的股权，发行后持股比例为 35.92%。需要一提的是，公司的董事会成员大多是公司的创始人，并同时担任公司的管理层。

图 24: 万里扬发行前股权结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

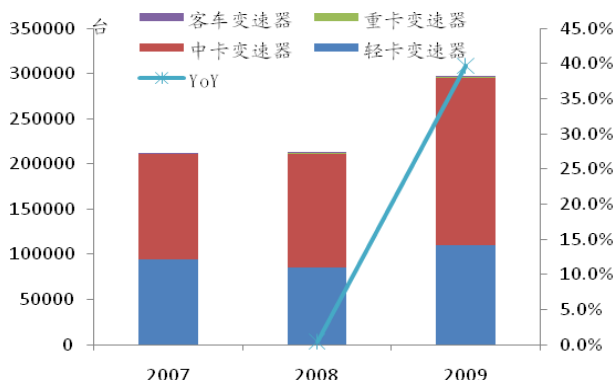
## 公司分析：中、轻卡变速器龙头

### 公司在中卡变速器领域占据绝对优势

公司变速器产销量居全国同行业第三，中卡变速器产销行业第一：公司 2007、2008、2009 年的变速器销量分别为 21.1、21.2、29.7 万套，产销量总体位于行业第三，其中中卡变速器市场占有率超过 60%，位居第一。主要客户包括北汽福田、东风汽车、江淮汽车、成都王牌、资阳南骏、山东五征等国内主要中重卡、农用车厂商。

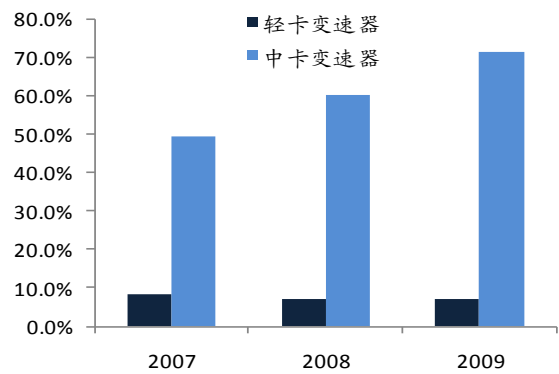
**2009 年销量大幅跃升，中卡市场份额上升：**2009 年，公司销售变速器 29.7 万套，同比增长 39.7%，中卡变速器市场占有率较 2008 年上升 11.3 个百分点至 71.8%，轻卡变速器市场占有率稳定在 7%左右，预计公司整体市场份额在 2009 年有所上升，这应该得益于汽车行业增长以及公司产能的及时跟进。（公司生产的中卡变速器中的约 50%被下游部分整车厂商装配于轻卡。因此，若将该部分中卡变速器调整为轻卡变速器计算市场占有率，则 2009 年公司实际的中卡变速器市场占有率约为 35%，公司实际的轻卡变速器市场占有率约为 13%）

图 25: 公司变速器产销量 (2007-2009)



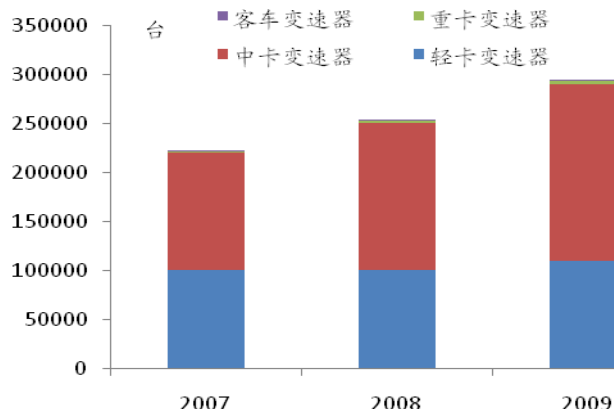
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 26: 万里扬产品市场占有率 (2007-2009)



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 27: 公司产能变动 (2007-2009)

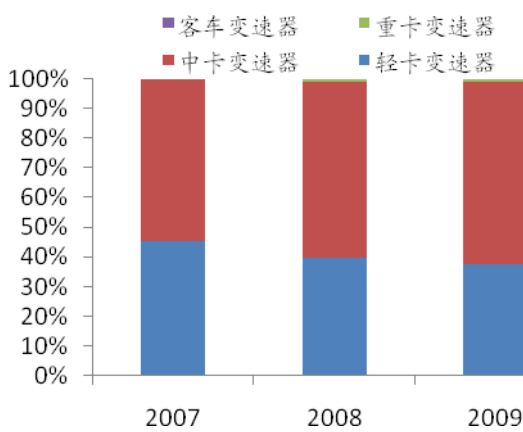


资料来源：国信证券经济研究所

### 产品结构不断优化，综合毛利率不断提升

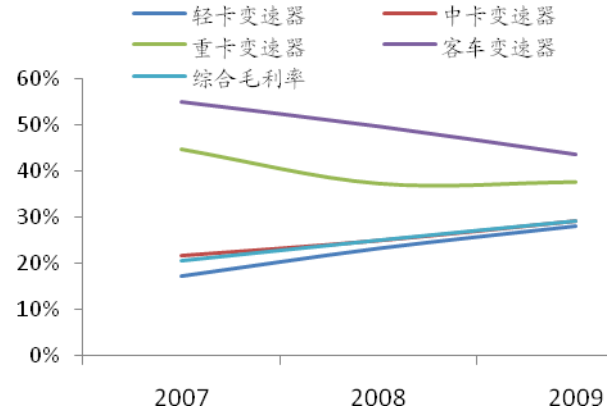
**中卡变速器占比提高，产品结构优化：**公司产品中，中卡、轻卡变速器是收入和毛利的主要来源，其中，中卡变速器的毛利率水平要略高于轻卡变速器，重卡和客车变速器毛利率则显著高于中、轻卡变速器，但目前收入中占比不大。近年公司产品结构不断优化，毛利率较高的中卡变速器占比由 2007 年的 55.2% 提高至 2009 年的 62.4%，另外通过提高产品齿轴的自制率、2009 年主要原材料价格有所回落，共同作用下，导致公司综合毛利率水平在持续上升，由 2007 年的 20.6% 上升至 2009 年的 29.2%，利润增速显著快于收入增速。看未来 3 年，预计重卡、客车变速器在收入占比会大幅上升，从而进一步改善公司的产品结构和综合毛利率水平。

图 28: 公司产品结构 (2007-2009)



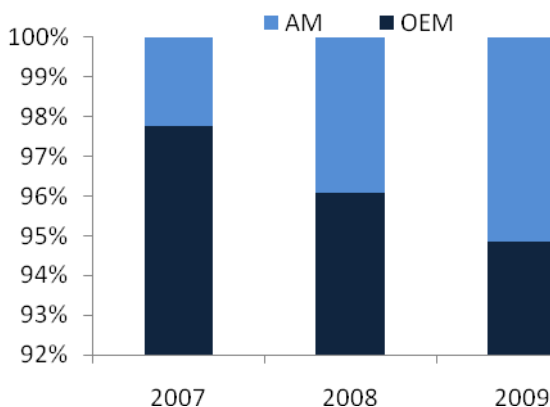
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 29: 公司分产品毛利率 (2007-2009)



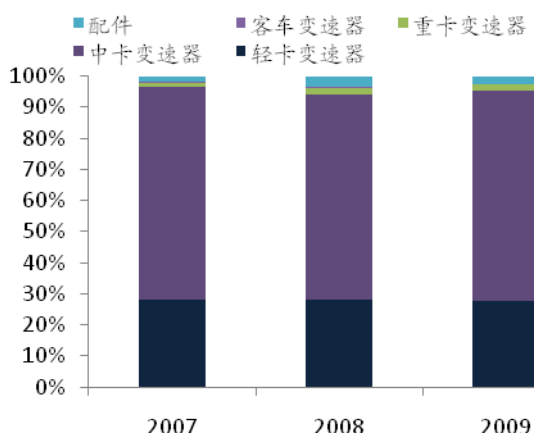
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 30: 公司 OEM 占比维持在 90% 以上 (2007-2009)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 31: 公司毛利结构 (2007-2009)

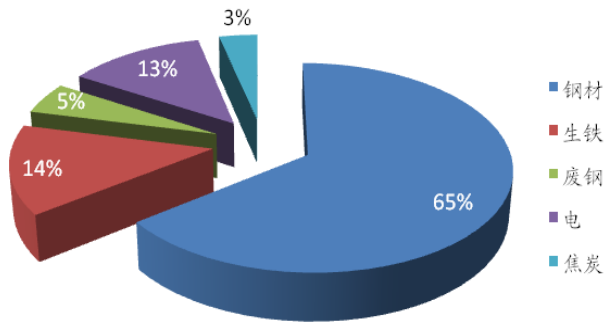


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

### 具备较强议价能力，足以抵御原材料价格波动风险

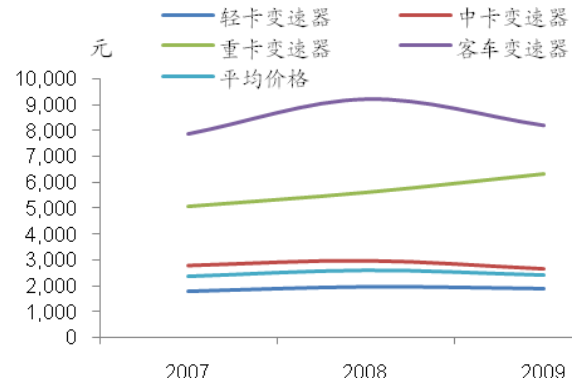
**原材料占成本比例较高：**钢材、生铁等原材料及轴承、油封等配套零部件占公司总成本的比例在 90%左右，因而公司利润率对原材料价格的波动较为敏感。

图 32: 公司 2009 年原材料成本结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 33: 公司分产品平均售价情况 (2007-2009)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

**公司具备一定议价能力，能有效抵御原材料价格波动的风险：**变速器是商用车核心零部件，行业竞争结构远较一般零部件要缓和，尤其是行业中的领先企业，由于市场份额大，在下游厂商的配套占比高，具备较强的议价能力。公司在中、轻卡变速器领域领先优势较为明显，其巨大的配套量，使得其面对下游整车厂时，能够及时调整价格应对原材料价格波动风险，从而使得，毛利率水平始终保持在 20% 以上（竞争较为激烈的汽车零部件毛利率仅为 15% 左右）。

### 进入重卡变速器领域，未来发展空间巨大

**重卡变速器的竞争状况、盈利能力优于中、轻卡变速器。**目前，重卡变速器领域中，陕西法士特一家独大，向国内大多数重卡整车厂家供货，市场份额近年始终在 80% 以上。这一竞争结构使得法士特具备极强的盈利能力，我们预计其毛利率、净利率水平分别在 30%、15% 以上，2009 年法士特实现净利润 8.8 亿元，是万里扬 2009 年盈利的 6 倍以上。这一背景下，重汽等整车厂开始有意识的培养自己体系内的供货商，但陕西法士特短期内的绝对优势难以打破。

**万里扬在重卡变速器领域取得突破，2012 年市场份额有望达 10-15%。**公司已完成重卡变速器的研发、与下游若干整车厂的匹配试验，目前，已获得福田、东风、江淮等整车厂的销售意向订单达 8 万辆，随着公司重卡变速器产能的投资和建成，我们预计，未来 3 年，公司重卡变速器的收入份额将快速上升，相应的，由于



产品结构的改善（预计公司重卡变速器毛利率在 30% 以上），公司的综合毛利率水平也会有所上升。其中，预计 2010 年公司重卡及客车变速器合计销售达 2.5 万台，贡献收入约 2 亿元，占全部收入的比例超过 15%。未来 3 年，重卡和客车变速器的收入占比将会持续提升，份额有望超过 1/3，而毛利贡献则有望占所有产品毛利的 40%。由于公司重卡变速器已经获得多家整车厂的认可，我们认为，至 2012 年，其市场份额达到 10-15% 并不意外。

**公司重卡变速器的竞争优势在于更低的成本。**预计每台价格较行业平均便宜 2000 元左右（法士特的单台净利在 1700 元），我们认为，长期看，随着公司产能和配套量的上升，将会对重卡变速器的现有价格体系形成冲击，这一价格差异主要来自于万里扬作为民营企业，更有效的成本控制能力。

### 轻卡变速器有望获得更大市场份额

**2009 年以来公司轻卡变速器市场份额在上升。**公司轻卡变速器以配套高端轻卡为主，如欧马可、江铃、庆铃等车型，下游整车产品份额的上升带动了公司产品份额的上升。

**募投项目将解决轻卡变速器产能瓶颈，订单有保证。**在行业需求旺盛的背景下，公司实际上放弃了部分订单。募投项目中，轻卡变速器产能规划为 18 万台，公司主要配套北汽福田、山东五征、资阳南骏、一汽红塔、山东时风等厂商，目前已签订了总计 21.9 万台的销售意向合同，我们预计，随着产能瓶颈的解决，未来订单基本有保证。

## 募集资金项目分析

**主要募投项目：28 万台汽车变速器项目。**公司本次募集资金中的 5.8 亿（占募集资金比重 94%）将用于年产 28 万台汽车变速器项目。项目产品主要为重卡、轻卡、客车变速器，未来供应国内市场为主，重卡变速器主要用于配套北汽福田、湖北三环、安徽将会、东风汽车等，目前与上述公司已签订了 8.1 万辆销售意向合同。轻卡变速器主要配套北汽福田、山东五征、资阳南骏、一汽红塔、山东时风等厂商，目前已签订了总计 21.9 万台的销售意向合同。客车变速器主要配套北汽福田、东风特汽、大金龙、安徽江淮等，目前已签订了总计 2.35 万台销售意向合同。

**募投项目将逐步达产达产：**28 万台变速器项目建设期两年，预计全部达产需要四年，届时将新增变速器产能 28 万台，其中重卡、轻卡、客车变速器产能分别为 8、18、2 万台。

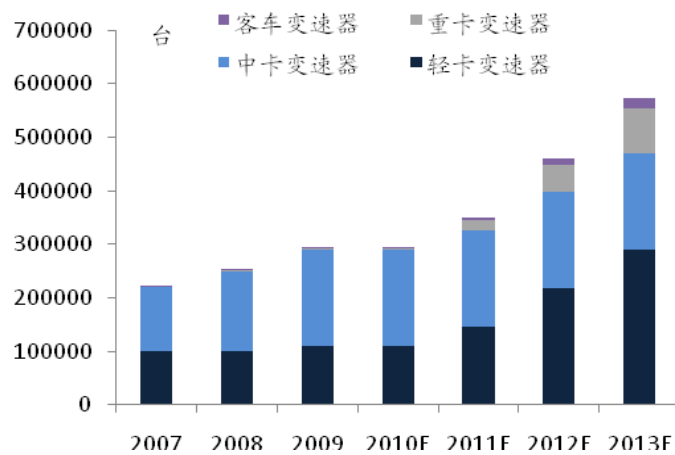
**募投项目的投产将带动公司进入新一轮增长：**

➤ **过去 3 年，公司基本跟随行业增长。**由于产能的限制，实际上公司流失

了较多订单，并且，尽管重卡、客车变速器的研发、匹配试验均已完成，但产能的限制，也导致公司无法满足大额订单。

- **未来 3 年，产能释放，公司进入新一轮成长。** 产品中，预计中卡变速器年销量将保持稳定（2010-2012 年，22.5、23、24 万台），轻卡变速器增速会略超下游行业（2010-2012 年，15.1、18、23 万台），而重卡和客车变速器将跳跃式上升（2010-2012 年，2.5、6、8.5 万台）。综上，预计公司 2010-2012 年收入同比增速分别为 53%、47%、35%，分别达 11.1、16.4、22.1 亿元。

图 34: 公司产能变动 (2007-2014E)



资料来源：国信证券经济研究所

## 风险提示

**客户集中的风险:** 公司客户集中度较高，第一大客户北汽福田及其下属企业占主营业务收入比重在 50%以上，此外北汽福田销售意向占公司募投项目新增变速器产能的 58%，公司经营与北汽福田相关度较高，面临客户集中的风险。公司通过积极拓展新客户、拓宽产品线，北汽福田占销售收入的比重已由 2007 年的 62%下降到 2009 年的 55%。

**原材料价格波动风险:** 公司属于原材料密集行业，近年，钢材价格波动较大，公司面临原材料价格波动的风险。但鉴于公司产销规模在行业内位于前列，通过及时调整采购政策、与客户协商调整价格，可以缓解一部分成本压力。

**实际控制人不当控制的风险:** 公司实际控制人黄河清先生和吴月华女士系夫妻关系，现分别担任公司董事长、董事，合计持有公司发行前 51%的股权，发行后合计将拥有 35.92%的股权，实际控制人可凭借其控股地位对公司相关决策产生重大影响。但我们认为公司的管理风格较为稳健，风险可控。

## 盈利预测

### 关键假设:

1、轻卡变速器随着新建产能的释放，市场份额有望提升（原受限于产能，部分订单流失）。预计轻卡变速器 2010-2012 年销量增速超过下游行业增长，达 20% 以上，2010-2012 年轻卡变速器销量预计分别为 15.1、18、23 万台；

2、中卡变速器销量维持稳定。2010-2012 年轻卡变速器销量预计分别为 22.5、23、24 万台；

3、重卡、客车变速器销量跳跃式增长。2010-2012 年重卡、客车变速器销量预计分别为 2.5、6、8.5 万台；

4、综上，预计公司 2010-2012 年收入同比增速分别为 53%、47%、35%，分别达 11.1、16.4、22.1 亿元。2012 年之后收入保持 10-15% 左右增幅，与下游行业接近；

5、毛利率保持稳定，维持在 29% 左右。我们考虑了原材料价格上涨带来的压力，而鉴于毛利率更高的重卡、客车变速器占比将显著上升，我们的这一假设并不激进。

在上述假设下，预计公司 2010-2012 年分别实现净利 2.00 亿元、3.04 亿元、4.02 亿元，按发行后股本计算（假定发行 4250 万股，总股本达到 1.7 亿股），对应 EPS 分别为 1.18 元、1.79 元、2.36 元。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	124	1800	2047	2377
应收款项	100	152	224	302
存货净额	173	249	369	501
其他流动资产	63	78	114	155
<b>流动资产合计</b>	<b>460</b>	<b>2279</b>	<b>2755</b>	<b>3335</b>
固定资产	311	293	322	348
无形资产及其他	104	101	98	94
投资性房地产	4	4	4	4
长期股权投资	29	29	29	29
<b>资产总计</b>	<b>907</b>	<b>2705</b>	<b>3207</b>	<b>3811</b>
短期借款及交易性金融负债	30	50	50	50
应付款项	378	539	800	1086
其他流动负债	29	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>437</b>	<b>589</b>	<b>850</b>	<b>1136</b>
长期借款及应付债券	40	40	40	40
其他长期负债	2	2	2	2
<b>长期负债合计</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
<b>负债合计</b>	<b>479</b>	<b>631</b>	<b>892</b>	<b>1178</b>
少数股东权益	9	7	4	1
股东权益	420	2067	2311	2632
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>907</b>	<b>2705</b>	<b>3207</b>	<b>3811</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.08	1.18	1.79	2.36
每股红利	0.04	0.24	0.36	0.47
每股净资产	3.29	12.16	13.59	15.48
ROIC	31%	37%	36%	36%
ROE	33%	10%	13%	15%
毛利率	29%	29%	29%	29%
EBIT Margin	19%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	19%	21%	21%	20%
收入增长	29%	53%	47%	35%
净利润增长率	53%	46%	52%	32%
资产负债率	54%	24%	28%	31%
息率	/	/	/	/
P/E	/	/	/	/
P/B	/	/	/	/
EV/EBITDA	/	/	/	/

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>727</b>	<b>1112</b>	<b>1635</b>	<b>2208</b>
营业成本	513	785	1155	1559
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	39	60	88	119
管理费用	38	63	91	121
财务费用	4	(20)	(44)	(51)
投资收益	6	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	136	233	354	467
营业外净收支	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>141</b>	<b>233</b>	<b>354</b>	<b>467</b>
所得税费用	5	35	53	70
少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>138</b>	<b>200</b>	<b>304</b>	<b>402</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>200</b>	<b>304</b>	<b>402</b>
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	34	37	40
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	4	(20)	(44)	(51)
营运资本变动	96	(11)	33	35
其它	(1)	(2)	(3)	(3)
<b>经营活动现金流</b>	<b>233</b>	<b>222</b>	<b>371</b>	<b>474</b>
资本开支	(82)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(87)</b>	<b>(13)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
权益性融资	0	1488	0	0
负债净变化	40	0	0	0
支付股利、利息	(5)	(40)	(61)	(80)
其它融资现金流	(152)	20	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(81)</b>	<b>1467</b>	<b>(61)</b>	<b>(80)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>64</b>	<b>1676</b>	<b>247</b>	<b>331</b>
货币资金的期初余额	59	124	1800	2047
货币资金的期末余额	124	1800	2047	2377
企业自由现金流	145	182	261	358
权益自由现金流	33	220	298	401

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高 宇	0755-82133528
陈 健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	秦国文	0755-82133528
周 琦	0755-82131822	康 亢	010-66026337	林晓明	021-60933154
赵学昂	0755-82131822			赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
<b>万成水</b>	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b>	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b>	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b>	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦骥</b>	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b>	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b>	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123		