

万里扬 (002434.SZ) 汽车零部件行业

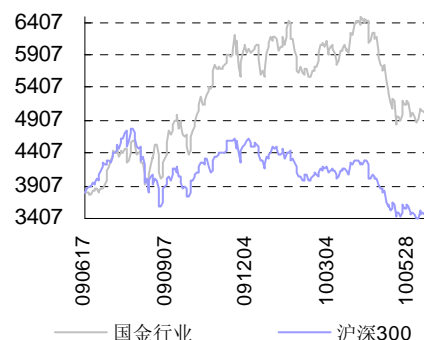
新股研究

上市定价(人民币): 27.59-30.78 元
 目标价格(人民币): 27.59-30.78 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	30.00
发行 A 股数量(百万股)	42.50
总股本(百万股)	170.00
国金汽车零部件指数	5070.63
沪深 300 指数	2742.73
中小板指数	5819.29



募集资金项目打开公司成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.705	1.079	1.061	1.430	1.748
每股净资产(元)	2.39	3.29	10.63	11.92	13.66
每股经营性现金流(元)	0.41	1.58	1.27	1.78	2.26
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	15.87	51.56	51.56	51.56	51.56
净利润增长率(%)	52.37%	53.00%	31.17%	34.77%	22.18%
净资产收益率(%)	29.45%	32.76%	9.98%	12.00%	12.79%
总股本(百万股)	127.50	127.50	170.00	170.00	170.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **公司概况:** 万里扬公司是国内主要的商用车变速器独立供应商之一, 产品以中卡和轻卡变速器为主(合计占公司收入与毛利的 95%以上), 同时也包括少量的重卡和客车变速器产品;
- **竞争优势:** 变速器和发动机同为汽车两大核心动力总成之一, 处于商用车价值链的高端, 公司在产业链中的优势地位保证了其盈利能力处于零部件上市公司中的较高水平; 此外, 较高的零部件自给水平(壳体、齿轴、同步器等核心部件自给率达 90%)也是公司高盈利水平的重要原因之一;
- **募集资金项目:** 公司此次 IPO 的募集资金将主要投入年产 28 万台汽车变速器(包括 8 万台重卡变速器、18 万台轻卡变速器、2 万台客车变速器)建设项目, 我们认为该项目将为公司未来成长打开空间:
 - 目前公司最主要产品为中卡变速器(占公司收入和毛利约 75%), 但由于近年来高速公路网的完善和整治超载的加强, 中卡有逐渐被重卡取代的趋势, 中卡变速器产品增长潜力有限; 此外, 目前公司产能已接近饱和, 急需在产品线和产能上打开新的增长点;
 - 在募投项目新增产能中, 我们最为看好的是高档铝制轻卡变速器产品: 1、从总量上来看, 未来轻卡仍将受益于国内城市化进程以及农村地区需求的增长; 2、从结构上来看, 商用车排放的升级使高档铝制轻卡变速器在未来更具优势, 而公司新增轻卡变速器产能将主要配套福田康明斯发动机, 具备良好的市场前景;
 - 重卡和客车变速器新增产能将有助于丰富公司产品线, 扩展公司发展空间, 但由于此前公司重卡和客车变速器产品仍处于小批量试制阶段, 未来市场前景仍有待于检验;
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 10-12 年分别实现销售收入 1,004、1,281 和 1,612 百万元; 实现归属母公司净利润 180、243 和 297 百万元, 对应 10-12 年 EPS 分别为 1.061、1.430 和 1.748 元; 我们给予公司 26-29 倍的 10 年动态 PE, 对应目标价为 27.59-30.78 元;
- **风险提示:** 下游客户过于集中(约 60%收入来自福田汽车)是公司长期面临的主要风险; 其他风险包括原材料价格波动和产业链不完整等;

张锦

联系人
 (8621)61038231
 zhangjin@gjzq.com.cn

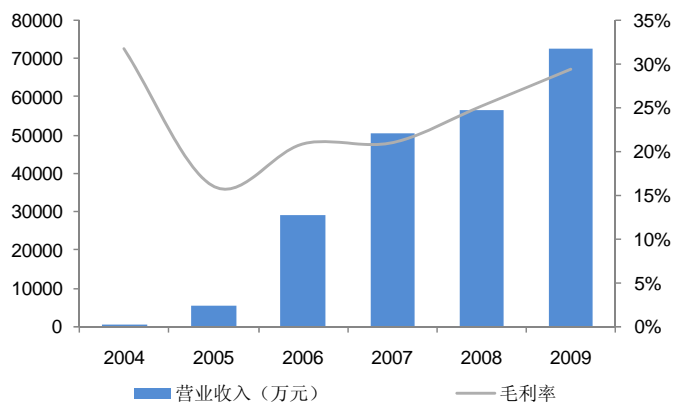
董亚光

分析师 SAC 执业编号: S1130206110212
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

万里扬变速器：定位商用车价值链高端，盈利能力突出

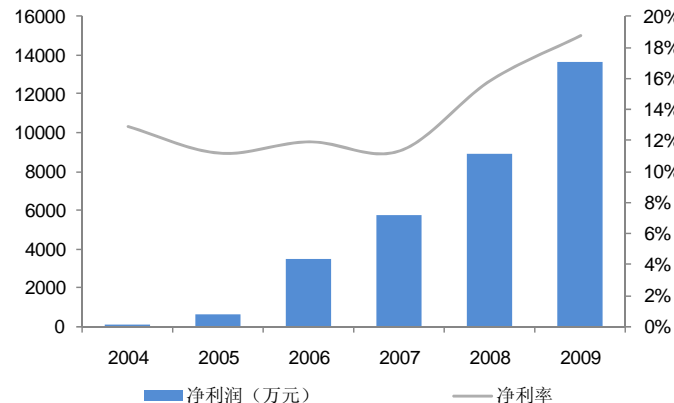
- 浙江万里扬变速器股份有限公司位于浙江省金华市，主营业务为商用车变速器的生产和销售，当前产品以中型卡车和轻型卡车变速器为主，也包括部分重卡与客车变速器产品；

图表1：公司历年销售收入及毛利率

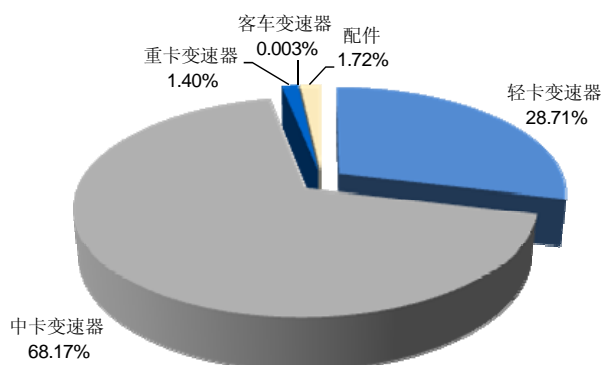


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司历年净利润及净利率

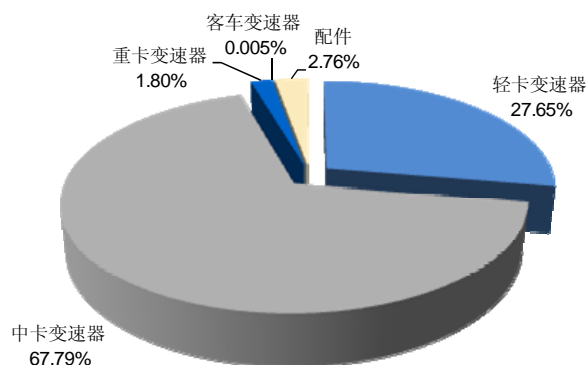


图表3：公司2009年销售收入构成



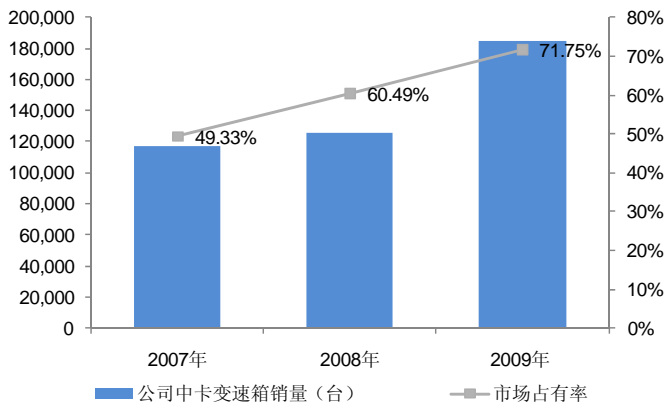
来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司2009年毛利润构成

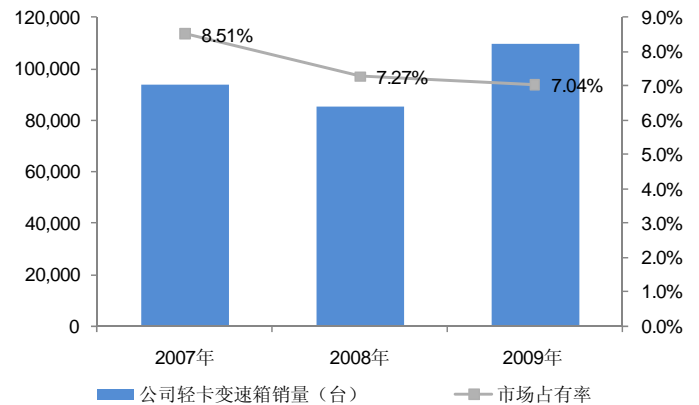


- 根据招股书披露，公司产销规模目前处于国内商用车变速器行业第三位；其中主要产品中卡变速器市场占有率超过 70%，处于国内绝对领先地位，轻卡变速器占有率也达 7%以上；
 - 考虑到目前国内除万里扬公司外，主要商用车变速器企业多为大型汽车集团旗下供应商（如潍柴集团旗下法士特变速器、江铃集团旗下格特拉克传动系统，此外一汽、东风、江淮等集团内部也有变速器制造企业），事实上万里扬是目前国内最大的商用车变速器独立供应商；
 - 独立供应商的地位虽然使公司面临较大的竞争压力，但也为公司扩展外部市场带来一定便利；

图表5：公司中卡变速器销量及市场占有率



图表6：公司轻卡变速器销量及市场占有率



来源：公司公告，国金证券研究所

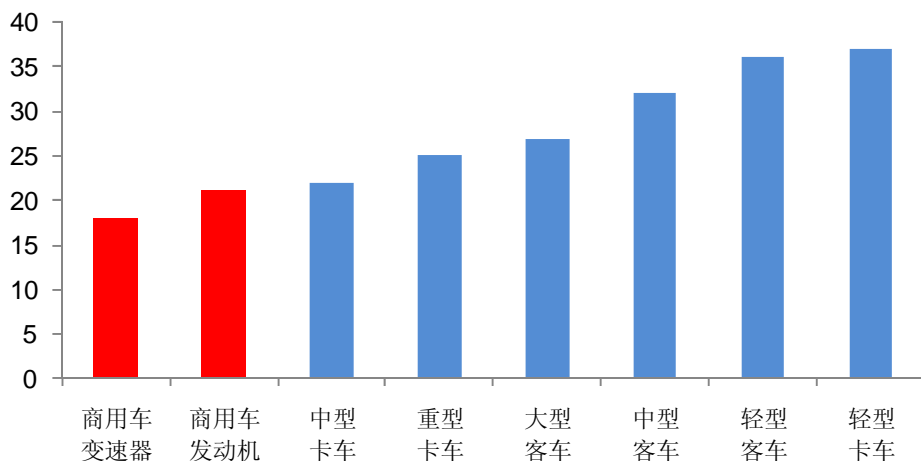
图表7：国内主要商用车变速器生厂商一览

变速箱生厂商	主要产品	主要配套厂商	变速器产能	08年产量
陕西法士特汽车传动集团	重型汽车变速器	东风、一汽、重汽、陕汽、福田等主要重卡厂商	80万台	442,283
山东临沂临工汽车桥箱	轻卡、工程机械变速器	国内各主要轻型车厂商，以及部分工程机械厂商	约40万台	300,000
浙江万里扬变速器	大中轻型商用车变速器	福田、东风、成都王牌、四川南骏、山东五征等	30万台	228,987
六安江淮汽车齿轮	大中轻型商用车变速器	江淮汽车集团内部配套为主	20万台	138,764
格特拉克（江西）传动系统	乘用/轻型商用车变速器	配套江铃为主，其他包括福田、奇瑞、金杯等	30万台	114,047
东风汽车变速箱	大中轻型商用车变速器	东风汽车、出口等	16.5万台	107,916
杭州前进齿轮箱集团	重型车、工程机械变速器	柳特、三环、东风、依维柯、奇瑞	--	91,100
中国一汽集团哈尔滨变速箱	大中轻型商用车变速器	一汽、福田、柳特等	12万台	71,300
株洲齿轮有限责任公司	轿车/大中型车变速器	各种汽车	30万台	69,300
綦江齿轮传动有限公司	大中型商用车变速器	重汽、红岩、宇通、金龙等	10万台	67,085
山西大同齿轮集团有限公司	重型汽车变速器	配套中国重汽为主，其他包括东风、上柴等	12万台	45,594
金华汤齿齿轮箱有限公司	客车、轻型车变速器	东风、亚星、成都王牌、郑州日产等	--	33,237
杭州依维柯汽车变速器	轿车、轻型车变速器	依维柯、菲亚特、奇瑞、力帆、长城等	25万台	31,298
广西华泰机器有限公司	商用车、工程机械变速器	东风、一汽等	3万台	25,000
临沂罗塔特汽车齿轮	轻型商用车变速器	福田、五征等	--	22,300
浙江长泰机械有限公司	大中型载货车变速器	三环载货汽车	3万台	20,000

来源：中汽协，各公司网站，国金证券研究所

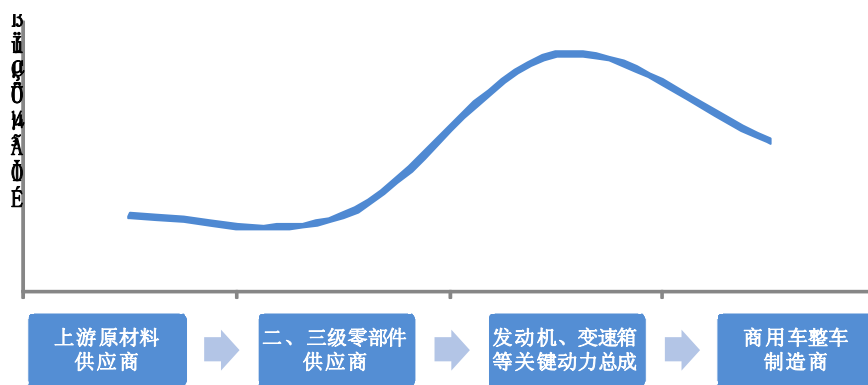
- 在商用车产业链中，由于供求关系、技术壁垒等因素，发动机、变速器等关键动力总成供应商的盈利水平要显著高于下游整车制造商和上游二、三级零部件供应商，这也是潍柴动力（包括旗下法士特变速器和汉德车桥）、中国重汽（包括旗下发动机厂和桥箱厂）能够取得高盈利的关键；
- 万里扬变速器作为国内主要的商用车变速器供应商之一，处于商用车价值链的高端位置，盈利能力在国内零部件供应商中处于较高水平；
- 此外，公司较高的零部件自给率也是其获得较高盈利水平的重要因素：变速器的主要零部件包括壳体、齿轴（齿轮与轴）及同步器，上述三类零部件的成本占变速器总成本的60%以上；万里扬公司的三大零部件自制率则非常高，壳体、齿轴和同步器的自制率均超过90%，保证了公司在同行中较高的毛利率水平；

图表8：商用车动力总成厂商数量少于商用车整车厂商数量



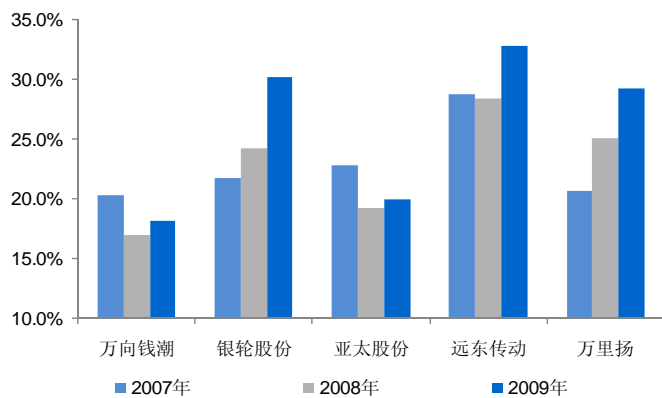
来源：中汽协，国金证券研究所

图表9：发动机、变速器等关键零部件处于商用车价值链高端



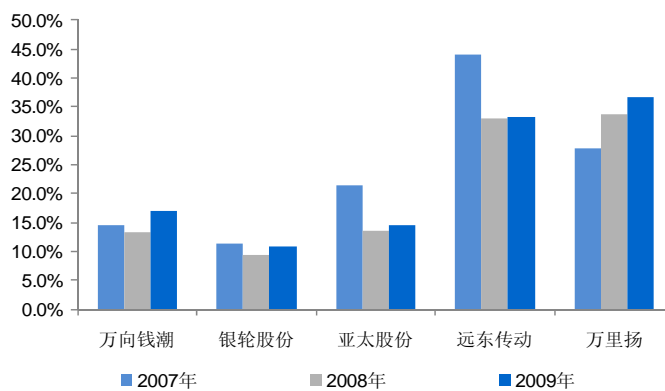
来源：国金证券研究所

图表10：部分汽车零部件上市公司毛利率比较



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表11：部分汽车零部件上市公司净资产收益率比较



募投项目为公司成长打开空间，新产品有待市场检验

主要募集资金项目：新增 28 万台汽车变速器产能

- 公司此次 IPO 募集资金将投入年产 28 万台汽车变速器以及技术研发中心建设等 2 个项目，共计划投资约 6.2 亿元；其中年产 28 万台汽车变速器项目将在 4 年时间内为公司新增 8 万台重卡变速器、18 万台轻卡变速器、2 万台客车变速器的产能；

图表12：公司 IPO 募集资金用途

项目名称	项目总投资	建设期	项目新增产能
年产28万台汽车变速器投资项目	58,033万元	2年	重卡变速箱8万台 轻卡变速箱18万台 客车变速箱2万台
技术研发中心建设项目	4,011万元	2年	--
合计	62,044万元	2年	各类变速箱28万台

来源：公司公告，国金证券研究所

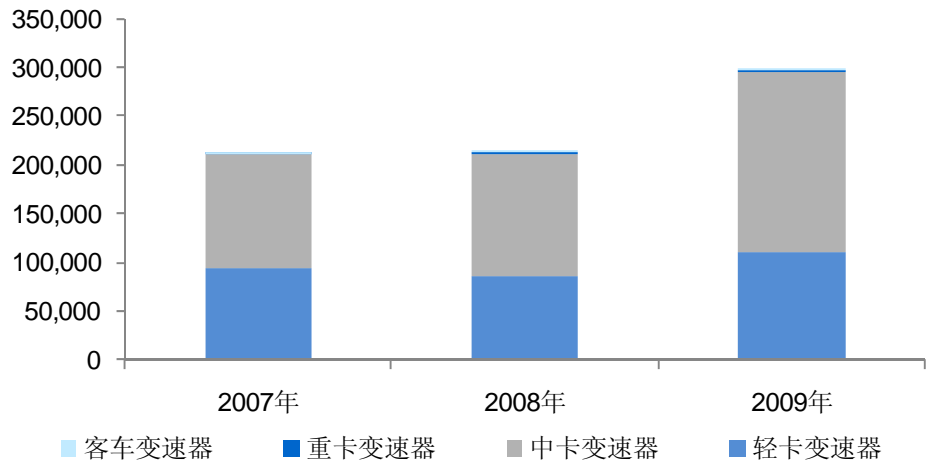
图表13：新增 28 万台变速器产能项目达产计划

项目产品	建设期		生产达产期	
	第1年	第2年	第3年	第4年及以后
重卡变速器	—	16,000	48,000	80,000
轻卡变速器	—	36,000	108,000	180,000
客车变速器	—	4,000	12,000	20,000
合计	—	56,000	168,000	280,000

公司传统产品已面临市场与产能瓶颈

- 目前公司产品结构包括轻卡、中卡、重卡、及客车变速器，但轻卡和中卡变速器仍然是公司收入与利润的主要来源，合计占到公司营业收入与毛利的 95%以上；

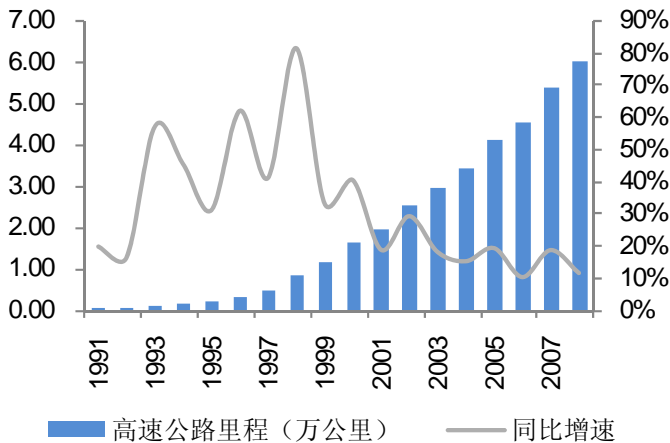
图表14：公司各类变速器销量变化



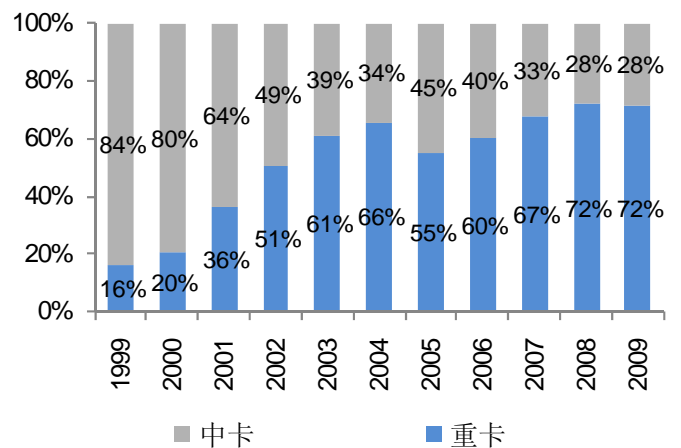
来源：公司公告，国金证券研究所

- 中卡与重卡同为中长途货物运输的主力，但近年来，由于高速公路网的不断完善，尤其是计重收费实施后，运输效率更高的重卡逐渐显现优势，中卡的市场份额不断受到挤压；我们认为公司中卡变速器的销量未来将难以取得显著增长（从公司募投项目中也能看出公司对中卡变速器前景并不看好），公司急需寻找新的增长点；

图表15：国内高速公路通车里程不断增长



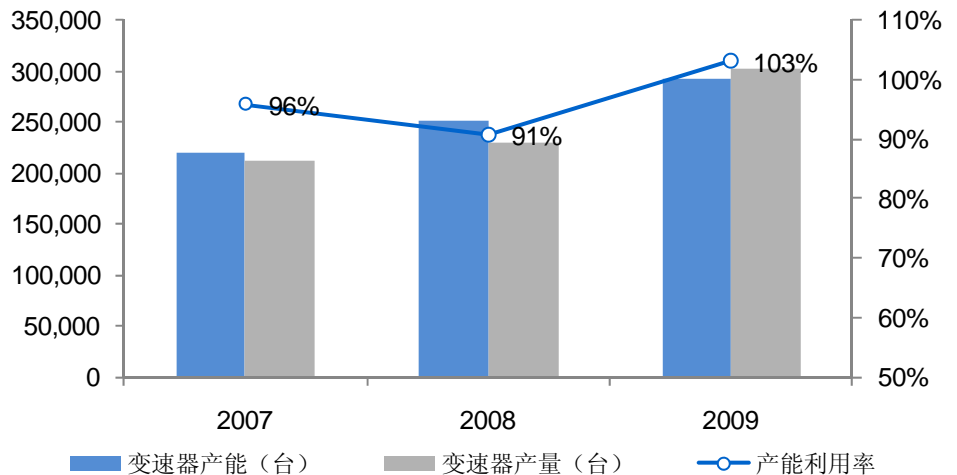
图表16：中卡在国内中重卡市场中份额不断降低



来源：Wind，中汽协，国金证券研究所

- 此外，产能问题也成为制约公司业绩增长的重要因素之一：07年以来，由于公司产品下游市场增长较为迅速，产能利用率保持高位，09年已超过100%，扩大产能也成为公司的必然选择；

图表17：公司07年以来产能利用率保持高位

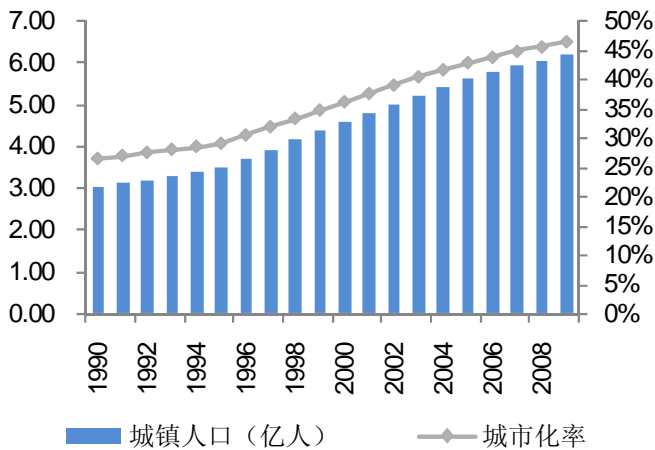


来源：公司公告，国金证券研究所

高档轻卡变速器：受益轻卡产品升级，需求空间广阔

- 公司此次募集资金项目中新增的28万台变速器产能中，包括重卡、轻卡、客车变速器三类产品，其中轻卡变速器则是我们最为看好的：
 - 1、从长期来看，轻卡作为城镇内短途物流的主力车型，将持续受益于我国未来的城市化进程（尤其是中西部地区）；而农村地区生产生活方式的改变以及农民收入的提高使农村地区需求也成为轻卡销量增长的重要动力之一，我们预计未来5年国内轻卡销量增速将有望维持在10%-15%，拉动公司轻卡变速器产品的需求；
 - 2、从短期来看，汽车下乡、以旧换新等刺激增长已确定延续至2010年底，且在未来仍有进一步延续的可能；我们认为未来1-2年中，轻卡销量仍有望带来惊喜；

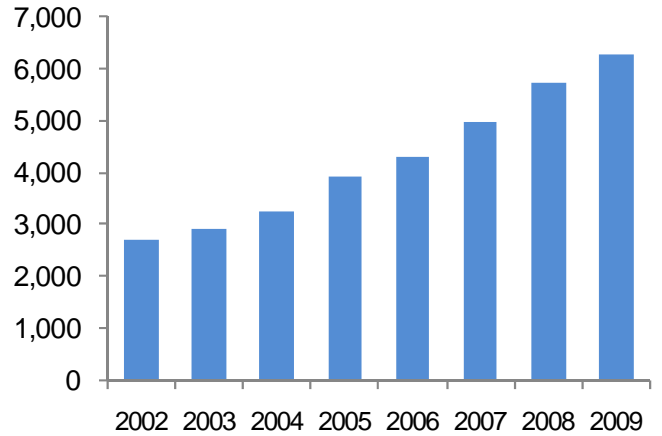
图表18：国内城市化水平不断提高



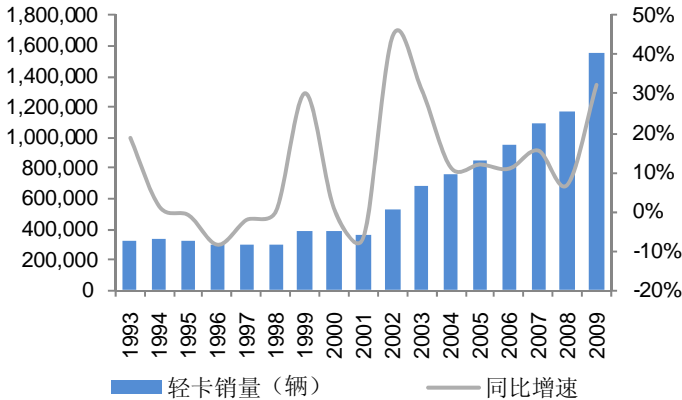
来源：Wind，国金证券研究所

图表19：农民人均收入水平稳步增长

单位：元



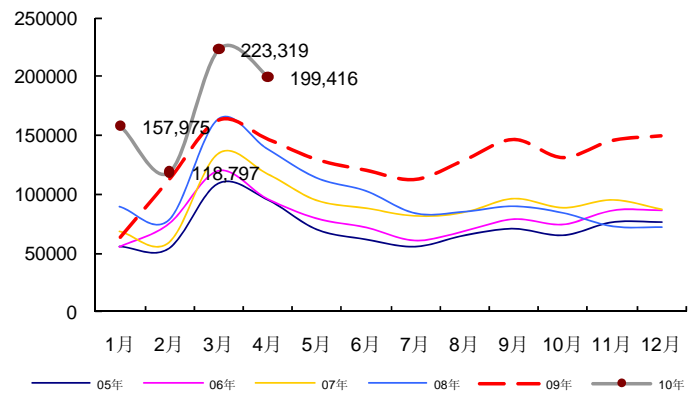
图表20：轻卡历年销量及增速



来源：中汽协，国金证券研究所

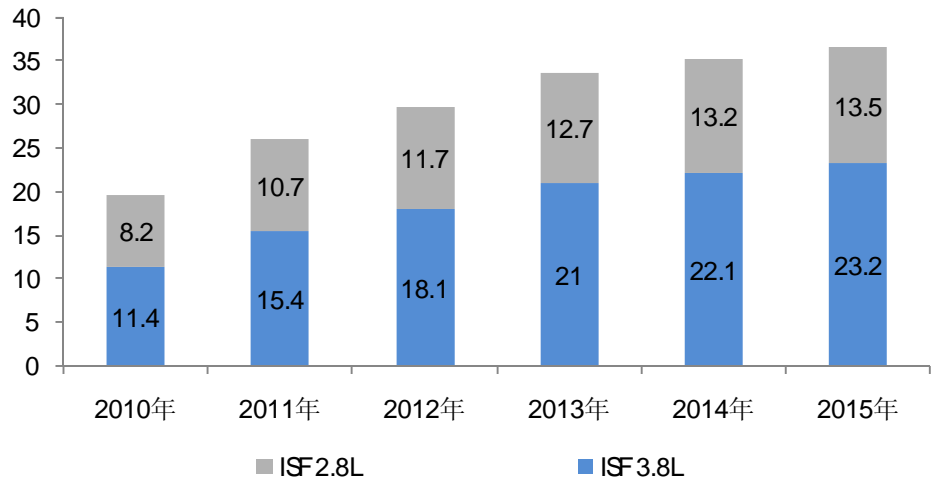
图表21：轻卡月度销量变化

单位：辆



- 3、更为重要的是，公司此次募投项目中的轻卡变速器产品有望受益于国内轻卡市场产品结构的升级：尽管对于商用车国4标准的实施时间仍有分歧（我们预计将在11年下半年或12年上半年开始实施），但排放标准不断严格是必然的趋势；在国4时代，重量轻、精度高的铝制轻卡变速器相对于传统的钢制轻卡变速器将更具优势，而此次公司募投项目中的轻卡变速器将全部为新型的铝制高档轻卡变速器；
- 募投项目中新增的18万台轻卡变速器产能，预计将主要供给福田康明斯发动机及其配套车型，我们在过去关于福田汽车的报告中已多次提示对与福田康明斯发动机前景的看好；我们认为轻卡变速器将成为未来3年中公司收入增长的重要动力，轻卡变速器销量年均复合增速有望超过20%；

图表22：福田康明斯发动机产量预测



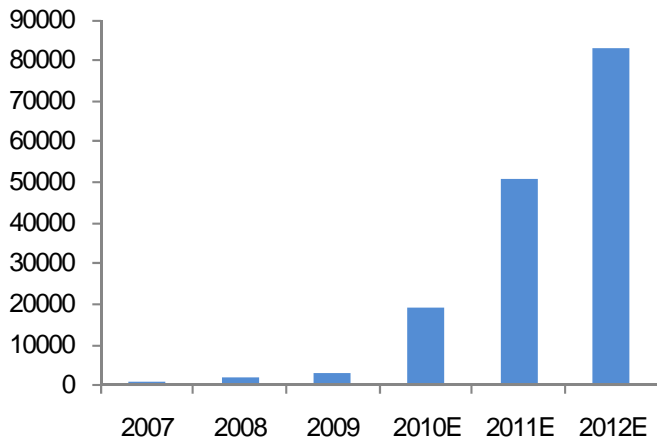
来源：国金证券研究所

重卡、客车变速器：新业务领域，仍有待市场验证

- 在此次募集资金项目中，公司计划大幅扩张重卡及客车变速器的产能，以此扩展公司的产品线与发展空间，但我们认为未来公司重卡及客车变速器产品前景仍有待于市场验证；

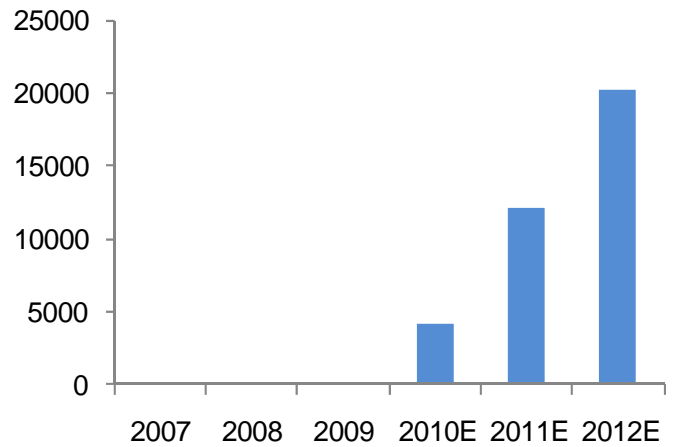
图表23：公司重卡变速器产能预测

单位：台



图表24：公司客车变速器产能预测

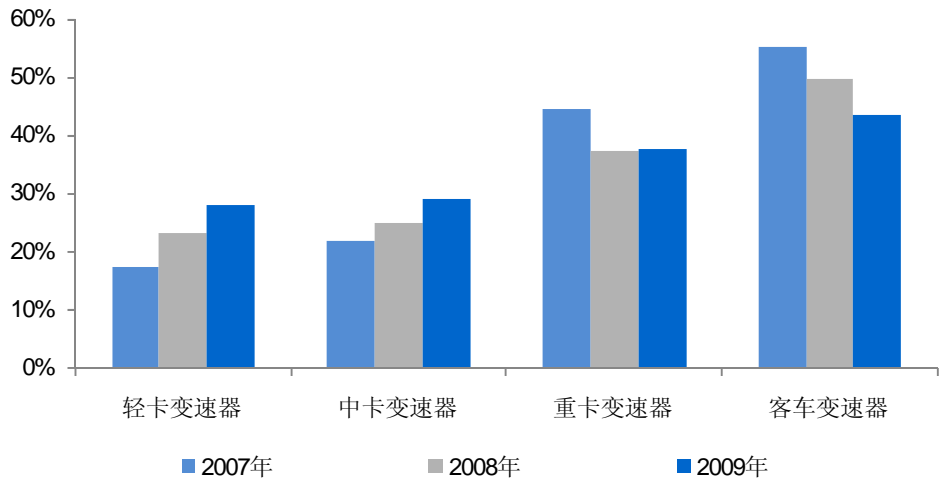
单位：台



来源：公司公告，国金证券研究所

- 相对于轻卡和中卡变速器，重卡和大中型客车变速器对于输出扭矩和复杂工况适应性的要求更高，因而进入门槛和盈利水平也高于轻卡和中卡变速器；

图表25：公司重卡和客车变速器产品毛利率显著高于轻卡和中卡变速器



来源：公司公告，国金证券研究所

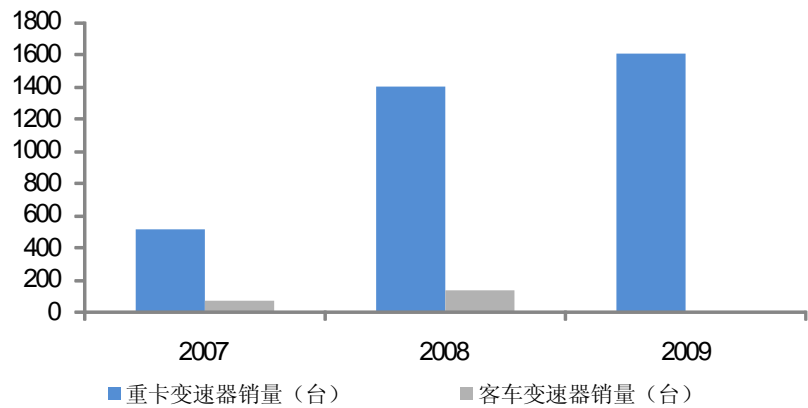
- 但是，重卡和客车变速器对公司来说却未必是一片“蓝海”：目前国内已有若干家具备较强技术水平和市场地位的重卡和客车变速器供应商，特别是陕西法士特集团，作为目前国内重型商用车变速器的绝对领先者，通过与潍柴动力重型柴油机配套的形式，已与国内多家大中型商用车企业建立了较为稳固的供货关系，重卡变速器市场占有率超过80%；
- 万里扬公司先前已具备重卡与客车变速器的生产能力，但仍处于小批量试制的阶段；公司目前已收到一定数量的重卡与客车变速器的采购意向，但是从长期来看产品能否获得市场肯定仍有待于观察；我们对于公司重卡与客车变速器产品的市场前期持谨慎乐观态度；

图表26：公司募投项目新增产能及所获得采购意向

产品名称	新增产能	意向公司	意向采购量	意向公司09年产销量
重卡变速器	8万台	北汽福田、湖北三环、东风汽车、江淮汽车、镇江精工汽车	8.1万台	23万辆
轻卡变速器	18万台	北汽福田、山东五征、资阳南骏、一汽红塔、力帆汽车、山东时风、成都王牌、东风汽车	21.9万台	73.6万辆
客车变速器	2万台	北汽福田、厦门金旅、东风汽车、江淮汽车	2.35万台	10.2万辆

来源：公司公告，中汽协，国金证券研究所

图表27：公司重卡与客车变速器产品之前仍处于小批量试制阶段



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测及股票估值

盈利预测

- 我们预测公司 2010-2012 年分别实现销售收入 1,004、1,281 和 1,612 百万元，同比增长 38.1%、27.5%和 25.9%；实现归属母公司净利润 180、243 和 297 百万元，对应 2010-2012 年 EPS 分别为 1.061、1.430 和 1.748 元；关键假设如下：
 - 轻卡变速器 2010-2012 年销量增速分别为 30%、20%和 22%，主要受益于公司新产品产能的扩张和来自福田康明斯需求的增长；
 - 重卡变速器和客车变速器产能逐步得到消化，2010-2012 年分别销售重卡变速器 1.8、3.6 和 5.8 万台，客车变速器 0.4、0.8、1.3 万台；
 - 2010 年原材料（主要为钢铁）均价较 2009 年涨幅在 15%以内；

图表28：公司销售收入分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
轻卡变速器						
平均售价 (元/件)	1,800.13	1,965.32	1,896.42	1,877.46	1,858.68	1,840.09
增长率 (YOY)	N/A	9.18%	-3.51%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量 (千件)	94.05	85.44	109.79	142.72	171.27	208.95
增长率 (YOY)	N/A	-9.15%	28.49%	30.00%	20.00%	22.00%
销售收入 (百万元)	169.30	167.92	208.20	267.96	318.33	384.49
增长率 (YOY)	N/A	-0.81%	23.99%	28.70%	18.80%	20.78%
毛利率	17.32%	23.33%	28.15%	27.50%	27.25%	27.00%
销售成本 (百万元)	139.98	128.74	149.59	194.27	231.59	280.67
增长率 (YOY)	N/A	-8.02%	16.19%	29.86%	19.21%	21.20%
毛利 (百万元)	29.32	39.18	58.61	73.69	86.75	103.81
增长率 (YOY)	N/A	33.60%	49.61%	25.73%	17.72%	19.67%
占总销售额比重	33.48%	29.75%	28.63%	26.69%	24.86%	23.84%
占主营业务利润比重	27.63%	27.57%	27.42%	24.40%	22.11%	20.96%
中卡变速器						
平均售价 (元/件)	2,789.22	2,963.65	2,671.10	2,644.39	2,617.95	2,591.77
增长率 (YOY)	N/A	6.25%	-9.87%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量 (千件)	116.77	125.28	185.10	216.57	249.05	286.41
增长率 (YOY)	N/A	7.28%	47.75%	17.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	325.71	371.28	494.43	572.69	652.01	742.32
增长率 (YOY)	N/A	13.99%	33.17%	15.83%	13.85%	13.85%
毛利率	21.74%	24.94%	29.07%	28.50%	28.25%	27.50%
销售成本 (百万元)	254.90	278.68	350.70	409.48	467.82	538.18
增长率 (YOY)	N/A	9.33%	25.84%	16.76%	14.25%	15.04%
毛利 (百万元)	70.81	92.60	143.73	163.22	184.19	204.14
增长率 (YOY)	N/A	30.77%	55.22%	13.56%	12.85%	10.83%
占总销售额比重	64.40%	65.78%	68.00%	57.04%	50.92%	46.04%
占主营业务利润比重	66.72%	65.17%	67.24%	54.04%	46.95%	41.21%

重卡变速器						
平均售价 (元/件)	5,060.74	5,597.62	6,305.59	6,274.06	6,242.69	6,211.48
增长率 (YOY)	N/A	10.61%	12.65%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
销售数量 (千件)	0.51	1.41	1.61	18.00	36.00	57.60
增长率 (YOY)	N/A	174.80%	14.50%	N/A	100.00%	60.00%
销售收入 (百万元)	2.59	7.88	10.16	112.93	224.74	357.78
增长率 (YOY)	N/A	203.96%	28.98%	N/A	99.00%	59.20%
毛利率	44.62%	37.26%	37.59%	37.50%	37.25%	37.00%
销售成本 (百万元)	1.43	4.94	6.34	70.58	141.02	225.40
增长率 (YOY)	N/A	244.35%	28.30%	N/A	99.80%	59.83%
毛利 (百万元)	1.16	2.93	3.82	42.35	83.71	132.38
增长率 (YOY)	N/A	153.82%	30.12%	N/A	97.67%	58.13%
占总销售额比重	0.51%	1.40%	1.40%	11.25%	17.55%	22.19%
占主营业务利润比重	1.09%	2.07%	1.79%	14.02%	21.34%	26.73%
客车变速器						
平均售价 (元/件)	7,878.79	9,202.49	8,205.13	8,164.10	8,123.28	8,082.67
增长率 (YOY)	N/A	16.80%	-10.84%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
销售数量 (千件)	0.08	0.13	0.00	4.00	8.00	12.80
增长率 (YOY)	N/A	72.73%	-97.74%	N/A	100.00%	60.00%
销售收入 (百万元)	0.61	1.22	0.02	32.66	64.99	103.46
增长率 (YOY)	N/A	101.75%	-97.99%	N/A	99.00%	59.20%
毛利率	55.08%	49.69%	43.49%	43.00%	42.75%	42.00%
销售成本 (百万元)	0.27	0.62	0.01	18.61	37.20	60.01
增长率 (YOY)	N/A	125.95%	-97.74%	N/A	99.87%	61.29%
毛利 (百万元)	0.33	0.61	0.01	14.04	27.78	43.45
增长率 (YOY)	N/A	82.00%	-98.24%	N/A	97.84%	56.41%
占总销售额比重	0.12%	0.22%	0.00%	3.25%	5.08%	6.42%
占主营业务利润比重	0.31%	0.43%	0.01%	4.65%	7.08%	8.77%
零件						
销售收入 (百万元)	5.10	10.84	12.48	15.60	17.94	21.53
增长率 (YOY)	N/A	112.38%	15.12%	25.00%	15.00%	20.00%
毛利率	41.17%	44.73%	46.88%	45.00%	44.00%	43.00%
销售成本 (百万元)	3.00	5.99	6.63	8.58	10.05	12.27
增长率 (YOY)	N/A	99.53%	10.64%	29.42%	17.09%	22.14%
毛利 (百万元)	2.10	4.85	5.85	7.02	7.89	9.26
增长率 (YOY)	N/A	130.74%	20.65%	19.99%	12.44%	17.27%
占总销售额比重	1.01%	1.92%	1.72%	1.55%	1.40%	1.34%
占主营业务利润比重	1.98%	3.41%	2.74%	2.32%	2.01%	1.87%
其他业务 (非主营)						
销售收入 (百万元)	2.42	5.24	1.81	2.17	2.50	2.87
增长率 (YOY)	N/A	117.04%	-65.46%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	99.63%	36.72%	95.70%	80.00%	80.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	0.01	3.32	0.08	0.43	0.50	0.57
增长率 (YOY)	N/A	36637.86%	-97.65%	458.28%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	2.41	1.93	1.73	1.74	2.00	2.30
增长率 (YOY)	N/A	-20.01%	-9.98%	0.31%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	0.48%	0.93%	0.25%	0.22%	0.20%	0.18%
占主营业务利润比重	2.27%	1.35%	0.81%	0.58%	0.51%	0.46%
销售总收入 (百万元)	505.73	564.38	727.10	1004.01	1280.51	1612.44
销售总成本 (百万元)	399.60	422.29	513.35	701.96	888.18	1117.11
毛利 (百万元)	106.13	142.09	213.75	302.06	392.33	495.33
平均毛利率	20.99%	25.18%	29.40%	30.08%	30.64%	30.72%

来源：公司公告，国金证券研究所

股票估值

- 我们采用相对估值法进行估值：
- 目前 A 股主要汽车零部件上市公司 2010 年动态 PE 加权平均值约为 14 倍，但中小公司 10 年动态 PE 约为 20-25 倍；
- 考虑到万里扬公司新增产能后在未来 3-5 年时间内有较大的业绩增长空间，我们给予公司 26-29 倍的 10 年动态 PE，对应的二级市场合理价格为 27.59-30.78 元；

图表29：A股汽车行业上市公司相对估值水平

股票名称	收盘价 (元)	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	EPS 12%11	12EPS (元)	09PE	10PE	11PE	12PE	09PB	10PB
中国重汽	18.30	1.020	124.12%	2.286	18.24%	2.703	12.13%	3.031	17.94	8.01	6.77	6.04	2.69	2.18
福田汽车	18.59	1.132	61.13%	1.824	25.33%	2.286	23.10%	2.814	16.42	10.19	8.13	6.61	4.18	4.26
江铃汽车	18.84	1.223	48.16%	1.812	28.48%	2.328	17.83%	2.743	15.40	10.40	8.09	6.87	3.36	2.61
潍柴动力	56.70	4.242	53.47%	6.510	17.22%	7.631	7.46%	8.200	13.37	8.71	7.43	6.91	5.91	4.09
华域汽车	8.79	0.593	47.55%	0.875	12.69%	0.986	13.89%	1.123	14.82	10.05	8.91	7.83	1.29	1.16
中鼎股份	16.94	0.480	48.56%	0.740	20.27%	0.890	15.73%	1.030	35.29	22.89	19.03	16.45	8.60	6.25
宇通客车	15.90	1.084	19.10%	1.291	15.10%	1.486	14.60%	1.703	14.67	12.32	10.70	9.34	3.81	3.34
上海汽车	12.53	0.774	62.13%	1.255	11.65%	1.401	10.38%	1.546	16.19	9.99	8.95	8.10	1.93	1.55
一汽夏利	8.17	0.110	390.93%	0.541	10.91%	0.600	1.67%	0.610	74.14	15.10	13.62	13.39	3.78	3.02
长安汽车	9.94	0.460	101.52%	0.927	12.08%	1.039	11.55%	1.159	21.61	10.72	9.57	8.58	2.64	2.12
一汽轿车	16.28	1.001	45.45%	1.456	16.62%	1.698	15.72%	1.965	16.26	11.18	9.59	8.28	3.47	2.76
威孚高科	15.00	0.790	43.04%	1.130	18.58%	1.340	23.88%	1.660	18.99	13.27	11.19	9.04	2.97	2.44
东安动力	10.89	0.507	56.93%	0.795	15.35%	0.917	22.25%	1.121	21.50	13.70	11.88	9.71	2.35	2.04
凌云股份	12.94	0.608	28.62%	0.782	23.40%	0.965	24.15%	1.198	21.28	16.55	13.41	10.80	4.71	3.75
金龙汽车	7.50	0.276	10.87%	0.306	17.65%	0.360	11.11%	0.400	27.17	24.51	20.83	18.75	2.25	2.12
亚太股份	21.55	0.473	28.96%	0.610	18.85%	0.725	18.83%	0.862	45.56	35.33	29.72	25.01	2.36	2.10
云内动力	12.83	0.449	20.27%	0.540	37.41%	0.742	9.43%	0.812	28.57	23.76	17.29	15.80	1.89	1.76
江淮汽车	7.03	0.260	204.23%	0.791	15.17%	0.911	13.61%	1.035	27.04	8.89	7.72	6.79	2.10	1.74
成飞集成	10.81	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	18.18%	0.520	33.68	28.45	24.57	20.79	2.63	2.41
威海广泰	17.70	0.350	62.86%	0.570	31.58%	0.750	28.00%	0.960	50.57	31.05	23.60	18.44	6.06	5.07
曙光股份	16.83	0.720	-6.94%	0.670	13.43%	0.760	9.21%	0.830	23.38	25.12	22.14	20.28	2.66	2.40
万丰奥威	8.39	0.240	52.08%	0.365	12.88%	0.412	12.86%	0.465	34.96	22.99	20.36	18.04	2.85	2.74
福耀玻璃	8.75	0.560	48.21%	0.830	15.66%	0.960	26.04%	1.210	15.63	10.54	9.11	7.23	3.52	2.63
海马股份	5.28	(0.250)	-164.00%	0.160	25.00%	0.200	25.00%	0.250	(21.12)	33.00	26.40	21.12	1.94	1.76
宁波华翔	12.12	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	0.00%	0.780	16.83	19.87	15.54	15.54	4.21	3.52
一汽富维	17.86	1.680	21.43%	2.040	11.27%	2.270	11.01%	2.520	10.63	8.75	7.87	7.09	2.29	1.98
算术平均值									23.49	17.13	14.32	12.42	3.32	2.76
加权平均值									19.12	11.71	10.08	8.29	2.67	2.20
整车									18.68	10.66	9.23	8.16	2.50	2.01
零部件									19.83	13.80	11.72	8.51	2.98	2.57

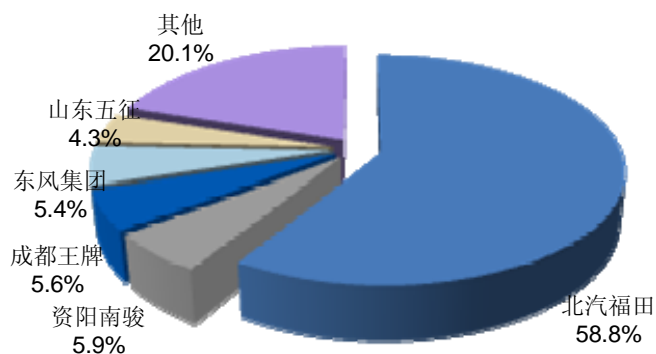
来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

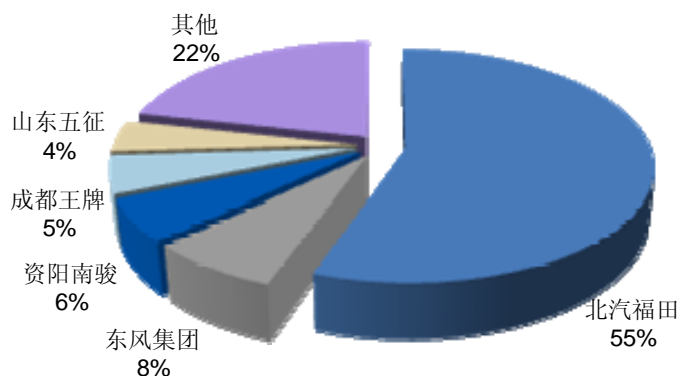
下游客户过于集中的风险

- 公司目前有近 60%的收入来自于福田汽车，因而从长期来看，公司会承受来自福田订单数量和价格变动的风险；但是，考虑到目前公司同福田较为稳固的合作关系和福田汽车近年来较好的发展势头，我们认为这一风险暂时性的影响是有限的；

图表30：2008 年公司收入来源分布



图表31：2009 年公司收入来源分布

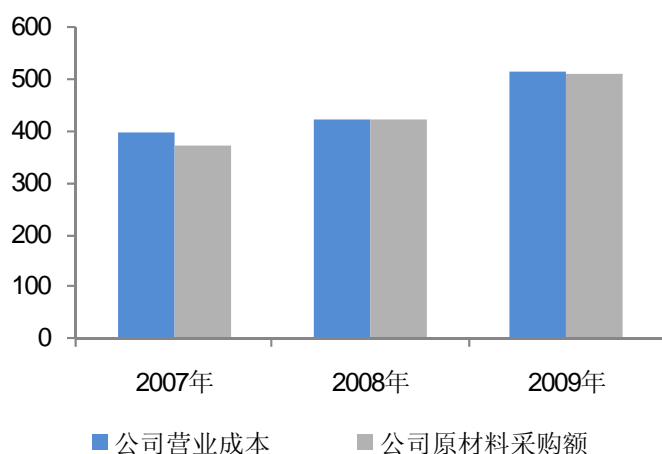


来源：公司公告，国金证券研究所

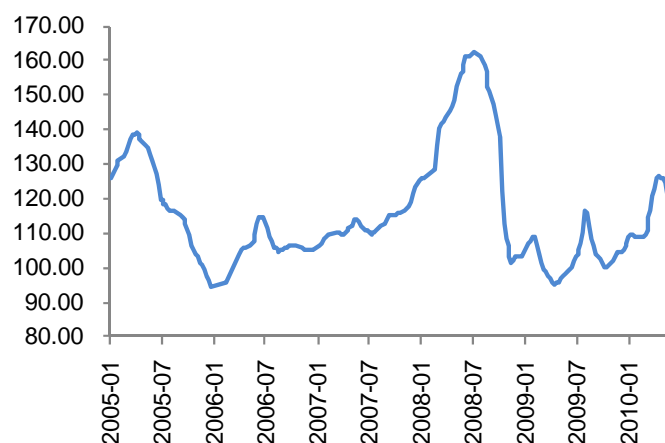
原材料价格波动风险

- 同其他制造业企业一样，公司的生产成本中原材料占比较大，因而面临一定的原材料成本风险，特别是公司较高的零部件自制率使其很大程度上要直接面对钢铁等原材料价格波动；但是根据国金证券钢铁行业研究员的观点，2010 年钢铁均价较 2009 年涨幅将在 15%以内，因而短期内对公司盈利水平的影响是有限的；

图表32：公司原材料采购占成本比重较高（百万元）



图表33：国内钢材价格指数变化



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

产业链不完整的风险

- 尽管公司占据商用车价值链高端地位，但不具备下游整车生产能力始终是公司长期发展的一个隐患，特别是在国内商用车企业逐渐由外延式扩张转

向内涵式增长的背景下，整车厂逐步提高发动机、变速器等核心部件的自给率或将成为趋势，公司的长期发展仍有一定的不确定性；

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	506	564	727	1,004	1,281	1,612
增长率		11.6%	28.8%	38.1%	27.5%	25.9%
主营业务成本	-400	-422	-513	-702	-888	-1,117
% 销售收入	79.0%	74.8%	70.6%	69.9%	69.4%	69.3%
毛利	106	142	214	302	392	495
% 销售收入	21.0%	25.2%	29.4%	30.1%	30.6%	30.7%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-25	-27	-39	-52	-66	-83
% 销售收入	5.0%	4.8%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	-20	-26	-38	-51	-65	-82
% 销售收入	4.0%	4.5%	5.3%	5.1%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	60	89	135	198	260	329
% 销售收入	11.9%	15.7%	18.6%	19.8%	20.3%	20.4%
财务费用	-2	-7	-4	3	14	13
% 销售收入	0.5%	1.2%	0.6%	-0.3%	-1.1%	-0.8%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	6	7	8	4
% 税前利润	0.0%	3.0%	4.1%	3.2%	2.7%	1.1%
营业利润	58	85	136	208	282	345
营业利润率	11.4%	15.0%	18.6%	20.7%	22.0%	21.4%
营业外收支	0	5	6	3	3	3
税前利润	58	89	141	211	285	348
利润率	11.4%	15.9%	19.4%	21.0%	22.2%	21.6%
所得税	0	0	-5	-32	-43	-52
所得税率	0.8%	0.2%	3.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	57	89	136	179	242	296
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	59	90	138	180	243	297
净利率	11.7%	15.9%	18.9%	18.0%	19.0%	18.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	57	89	136	179	242	296
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	22	28	30	53	73
非经营收益	0	1	-3	-5	-8	-4
营运资金变动	51	-60	40	13	15	19
经营活动现金净流	123	52	202	216	302	384
资本开支	-79	-92	-132	-288	-262	-12
投资	-94	1	0	-1	0	0
其他	9	2	4	7	8	4
投资活动现金净流	-165	-89	-128	-283	-255	-8
股权募资	0	3	0	1,207	-25	0
债权募资	50	53	-43	-32	0	1
其他	-1	-16	-26	-28	-3	-3
筹资活动现金净流	49	40	-69	1,148	-28	-2
现金净流量	7	3	5	1,082	20	374

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	55	59	124	1,206	1,226	1,600
应收款项	73	68	100	130	166	209
存货	80	132	173	210	265	334
其他流动资产	16	39	63	90	113	142
流动资产	224	299	460	1,635	1,770	2,285
% 总资产	40.4%	46.4%	50.7%	69.8%	65.8%	72.6%
长期投资	0	23	29	30	29	29
固定资产	205	228	311	559	765	699
% 总资产	36.9%	35.3%	34.3%	23.9%	28.4%	22.2%
无形资产	126	95	107	118	126	133
非流动资产	331	345	447	709	921	864
% 总资产	59.6%	53.6%	49.3%	30.2%	34.2%	27.4%
资产总计	555	645	907	2,344	2,691	3,148
短期借款	60	113	30	0	0	0
应付款项	231	222	384	487	616	774
其他流动负债	2	-6	23	2	3	4
流动负债	293	329	437	489	619	778
长期贷款	0	0	40	40	40	41
其他长期负债	0	0	2	0	0	0
负债	293	329	479	529	659	819
普通股股东权益	226	305	420	1,807	2,026	2,323
少数股东权益	36	10	9	8	7	6
负债股东权益合计	555	645	907	2,344	2,691	3,148

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.469	0.705	1.079	1.061	1.430	1.748
每股净资产	1.795	2.394	3.293	10.632	11.917	13.664
每股经营现金净流	0.978	0.407	1.582	1.272	1.779	2.258
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.14%	29.45%	32.76%	9.98%	12.00%	12.79%
总资产收益率	10.64%	13.95%	15.16%	7.70%	9.03%	9.44%
投入资本收益率	18.57%	20.71%	26.17%	9.09%	10.66%	11.79%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	11.60%	28.83%	38.08%	27.54%	25.92%
EBIT增长率	N/A	47.48%	52.42%	46.42%	31.11%	26.42%
净利润增长率	N/A	52.37%	53.00%	31.17%	34.77%	22.18%
总资产增长率	N/A	16.22%	40.74%	158.40%	14.81%	16.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.5	31.0	30.2	31.0	31.0	31.0
存货周转天数	36.5	91.7	108.6	109.0	109.0	109.0
应付账款周转天数	44.1	77.5	70.9	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	143.5	136.0	144.2	192.5	208.1	149.4
偿债能力						
净负债/股东权益	1.98%	16.98%	-12.58%	-64.21%	-58.35%	-66.95%
EBIT利息保障倍数	25.2	13.6	30.8	-64.4	-18.3	-26.2
资产负债率	52.82%	51.07%	52.75%	22.57%	24.48%	26.03%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室