

万里扬(002434)

发展关键在重卡变速器

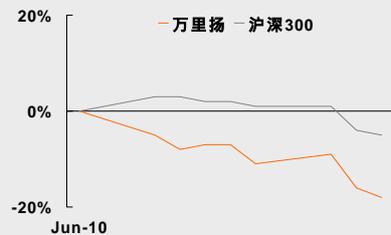
推荐(首次)

现价: 26.22 元

主要数据

行业	交通运输设备制造
公司网址	www.zjwly.com
大股东/持股	万里扬集团
实际控制人/持股	黄河清
总股本(百万股)	170
流通 A 股(百万股)	34
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	472940
流通 A 股市值(亿元)	94588
每股净资产(元)	9.65
资产负债率(%)	49.7

行情走势图



相关研究报告

研究员

余兵 S1060207120088
021-33830530
yubing@pingan.com.cn

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

投资要点

■ 中轻卡变速器龙头

公司是国内中轻卡变速器龙头,产品主要为福田汽车、东风汽车、江淮汽车、成都王牌等卡车企业配套,具备30万台产能。

■ 重卡变速器逐步上量

重卡变速器结构复杂,档位多,产品毛利率高,长期以来法士特行业龙头地位稳固,享受高毛利率的同时拥有重卡高景气期的强势定价权。福田汽车等企业迫切需要第二家重卡变速器企业以与法士特抗衡。万里扬重卡产品将在2011年上规模,届时公司产品结构将明显改善,利润率也将提升。

■ 独特优势

公司为民营企业,经营灵活;产品自制率高、擅长成本控制;与福田汽车的紧密关系不是风险,而是机遇:万里扬与福田汽车的长期战略合作关系将稳固存在。

■ 未来空间较大

目前看,在高端轻卡、重卡、乘用车变速器方面公司已经在逐步推进,亦与高校展开多项技术合作。公司的长远目标是用3-5年做到商用车变速器30%—40%市占率,乘用车做到10%市占率。参股公司山东临工有望大幅改善。

■ 盈利预测与投资建议:

我们预测万里扬2010年、2011年、2012年每股收益分别为每股收益分别为0.93元、1.41元、1.6元。鉴于公司重卡变速器基数低、成长快,对收入利润规模将在近年内有较大改善,我们认为公司可以享受25倍左右的高估值。首次给予“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	505.73	564.38	727.10	1023.61	1429.25
YoY(%)		11.60%	28.83%	40.78%	39.63%
净利润(百万元)	59.00	89.90	137.55	158.13	239.92
YoY(%)		52.38%	52.99%	14.96%	51.73%
毛利率(%)	20.99%	25.06%	29.32%	27.11%	29.39%
净利率(%)	11.67%	15.93%	18.92%	15.45%	16.79%
ROE(%)	52.29%	33.87%	37.94%	15.35%	13.44%
EPS(摊薄/元)	0.35	0.53	0.81	0.93	1.41
P/E(倍)	75.55	49.58	32.41	28.19	18.58
P/B(倍)	14.61	14.60	10.62	2.72	2.31

一、中轻卡变速器龙头

浙江万里扬变速器股份有限公司创建于1996年，主要为福田汽车、东风汽车、江淮汽车等汽车厂配套，目前产能30万台，产品主要配套中卡、轻卡，比例约为7:3。

图表 1 万里扬子公司简介

名称	股权比例	简介
万里扬机械	100%	为万里扬股份生产变速器壳体和其他配件。
长沙万里扬	100%	筹建期，尚未生产经营
北京万里扬	88.20%	筹建期，尚未生产经营
金华万里扬	100%	筹建期，尚未生产经营。
武汉博扬	70.00%	向万里扬股份采购变速器和配件对外销售
四川万里扬	100%	筹建期，尚未生产经营
山东临工	37.55%	微卡变速器和工程机械（挖掘机）

资料来源：公司公告

- **客户**：福田汽车、东风汽车、江淮汽车等中轻卡企业，其中福田汽车近三年配套量占公司收入比例为55%—60%。
- **行业地位**：商用车变速器行业第三，中卡变速器市占率72%，轻卡变速器市占率7%。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09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%。

图表 2 万里扬主要产品行业地位 单位：台

时间	轻卡变速器		中卡变速器	
	公司销量	市场占有率	公司销量	市场占有率
2007年	94049	8.51%	116774	49.33%
2008年	85442	7.27%	125277	60.49%
2009年	109788	7.04%	185102	71.75%

资料来源：公司公告

图表 3 万里扬主要竞争对手 单位：万台

下游	名称	产能	简介
轻卡	格特拉克（江西）传动系统	30	江铃与德国格特拉克
	一汽轿车长春齿轮有限公司	30	一汽集团内部配套
	六安江淮汽车齿轮制造有限公司	20	江淮集团内部配套
中卡	重庆市嘉卡变速箱有限公司	7	
	金华汤齿齿轮箱有限公司	4	东风客车多年配套
	东风汽车变速箱有限公司	16.5（轻重中）	东风配套
重卡	法士特	50	重卡变速器龙头
	慕江齿轮	6	大中客变速器
	大同齿轮	12	大中客变速器
	一汽哈变	12（中重轻）	一汽内部配套

资料来源：公司公告

- **产品单价**：09年公司轻卡、中卡、重卡、客车均价依次为1896元、2671元、6306元、8205元，法士特的重卡变速器12档为1.4—1.5万元/台，16档为1.7万元/台。

- **税收优惠对近三年净利润影响较大**：截止 09 年公司历年获得较多税收优惠，这些优惠政策已于 09 年底实施完毕，2010 年及以后公司将实行 15% 的所得税率，07—09 年公司扣除税收优惠及财政补贴后每股收益为 0.21 元、0.4 元、0.61 元（未扣除的 EPS 则为 0.35 元、0.53 元、0.81 元）

图表 4 万里扬近三年主要财务项目及指标 单位：万元

项目	2007年	2008年	2009年
营业收入	50573	56438	72710
投资收益	3	265	579
所得税	48	15	519
归属于母公司所有者的净利润	5900	8990	13754
扣除税收优惠财政补贴后之净利润	3514	6778	10317
毛利率	21.0%	25.2%	29.4%
三费率	9.4%	10.5%	11.3%
所得税率	0.8%	0.2%	3.7%
净利率	11.7%	15.9%	18.9%

资料来源：公司公告

- **2010 年毛利率同比将降低**：公司 07—09 年毛利率、净利率逐年提高明显，一方面公司享受了较多的税收优惠，另一方面采购国产设备其增值税也进行了部分抵免而降低了折旧费用。目前公司折旧摊销占成本比为 5%，三费率为 10%—11%。

由于 2010 年重卡变速器爬坡，投入也较大，公司综合毛利率将有 2-3 个点的降低，费用率将提升，2011 年重卡变速器上量，毛利率、费用率将明显改善。

- **产能**：总装产能 50 万台。铸造产能：09 年 4 万吨，2010 年 6 万吨。

- **淡季来临，为金九银十及明年初做准备**：6 月公司销售变速器 2.4 万台，环比下降 6000 台，预计 9 月开始随下游旺季来临变速器产销也将环比上升，公司将做足准备迎接下半年及明年初的季节性高景气。

二、重卡变速器逐步上量

- **爬坡上量**：2010 年重卡每月可以做到 200 台/天，下半年重卡可做到 3000 台/月，我们预计 2010 年公司将销售重卡变速器约 2.5 万台，2011 年产销 5.5—6 万台。重卡变速器制造瓶颈主要是其结构复杂，档位多（12-16 档是重卡变速器最高水平）。目前公司重卡变速器主要是 8、9、10 三个档位，产品主要是前单后双（法士特以前双后双为主）。

- **产品已获得福田、东风、江淮等整车厂的销售意向订单达 8 万台**。目前公司给福田供货的重卡变速器主要用于福田山东诸城的中重卡（8 吨—14 吨），此外也为一汽、东风供货，后期公司重卡上量后（超过 5 万台）将给福田欧曼配套。目前欧曼一工厂产能接近 10 万台，主要采购法士特变速器。

在万里扬与商用车整车厂商达成的募集资金投资项目产品销售意向合同中，与北汽福田达成 6 万台重卡变速器、10 万台轻卡变速器和 0.15 万台客车变速器的销售意向，合计 16.15 万台，占项目产品总销售意向的 50% 左右，占公司募集资金投向新增变速器产能的 58%。

- **基数低、增长快**：由于公司重卡变速器基数低，因此后期有望保持高增速。09 年重卡约 64 万辆，假设 2010 年增长 15%，那么增量约 9 万台，即使取得增量的 1/3 市占率，万里扬的产品结构也将有较大改善。2011 年重卡变速器上量将明显提升公司收入规模及利润率（目前公司重卡变速器毛利率约为 35%—40%）。

三、独特优势

■ **产品自制率高**：我们预计万里扬重卡变速器单价再降 1-2 千元也能保持与法士特相当的毛利率（法士特 12 档变速器售价是 1.4—1.5 万元，16 档售价是 1.7 万元），主要是万里扬自制率高，主要部件几乎全部自制，以“同步器”为例，该部件占变速器成本约为 20%—30%，其结构复杂，工艺要求高，万里扬同步器均为自制，但法士特变速器的同步器是外购的。

■ **与福田汽车的长期战略合作关系稳固**：万里扬产品五至六成销售给福田汽车，可以说，没有福田汽车就没有万里扬的今天。市场肯定会质疑一向擅长压成本的福田汽车为何容忍万里扬较高的毛利率存。

一方面，万里扬集团持有福田雷沃重机股权，并与福田雷沃重工共同持有山东临工桥箱公司的股权，在资本层面与福田汽车的关系紧密，也稳固了变速器产供方面的坚实长远的战略合作伙伴关系。

另一方面近年来法士特占据重卡变速器龙头地位，享受高毛利率及重卡景气高点时期的强势定价能力，福田汽车作为下游整车厂，迫切希望有另一家重卡变速器供货商以与法士特抗衡。万里扬的增长速度已经让法士特感到威胁，据传法士特欢迎变速器同行前往其厂区参观，但惟独万里扬工作人员前往参观需要李大开亲自批准。

2010 年，万里扬开始给福田汽车等整车厂配 8 吨—14 吨卡车变速器，法士特见状，欲与客户签订排他性协议，称若客户采购万里扬重卡变速器则法士特将停止对该整车厂的供货。慑于重卡变速器龙头法士特的地位，同时万里扬为确保顺利上市，在 IPO 之前未展开重卡变速器的大规模销售工作，上市后公司已经开始展开有规模的重卡销售推广工作，产品产销亦逐步爬坡。

■ **民营企业更擅长控制成本**：公司为民营企业，擅长降成本，以其持股 37.55% 的山东临工为例，山东临工目前有 6—7 亿收入，但利润率偏低。公司认为山东临工的问题在于产品自制率低、由此导致采购成本过高，公司派出人员主抓采购及财务并取得良好效果。

四、未来空间较大

■ **长远战略**：在招股说明书中公司提出以下几点战略：1) 继续巩固中卡市场占有率，加强对专用车市场的渗透。2) 加快发展高端轻卡产品，提高在轻卡市场上的占有率。3) 力争未来 2-3 年在国内重卡、客车市场上占有率分别超过 10% 和 5%。4) 中远期目标以自主开发的自动变速器产品进入乘用车市场，特别是轿车市场，实现变速器市场全方位覆盖。5) 开发再制造市场，拓展利润来源。6) 适时开发国际市场，实现直接、批量出口。7) 视情况兼并 1-2 家同行业企业，扩大生产能力，提高市场占有率，丰富产品线。

目前看，在高端轻卡、重卡、乘用车变速器方面公司已经在逐步推进，亦与高校展开多项技术合作。公司的长远目标是用 3-5 年做到商用车变速器 30%—40% 市占率，乘用车做到 10% 市占率。

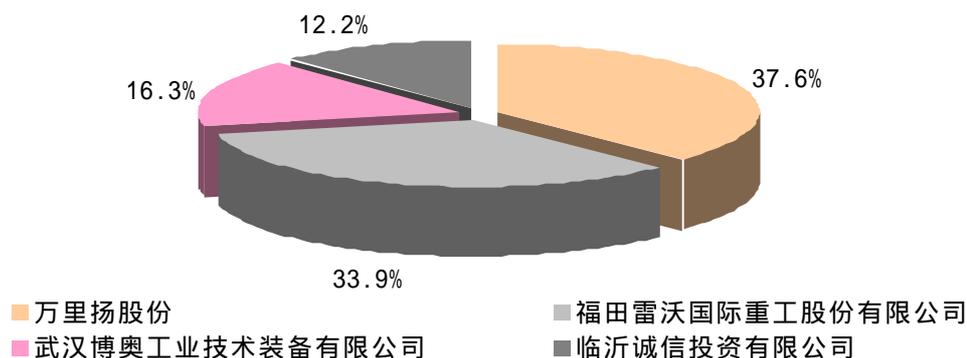
■ **参股公司山东临工有望大幅改善**：山东临沂临工汽车桥箱有限公司主导产品为轻型汽车变速器（年产销 35 万台）、农用机械驱动桥箱（国内市场占有率为 80%）、工程机械液力变矩器/变速箱/前后桥总成及其零部件。主要客户为福田汽车、一汽红塔、福田雷沃重工等。临工桥箱规划 2010-2012 建成年产销各类桥箱 60 万台、销售收入 20 亿元的国内大型桥箱生产基地。

万里扬目前持有 37.55% 的山东临工，为其第一大股东，万里扬董事长黄河清为山东临工董事长，万里扬亦派出 2 位高管主管财务、采购。09 年山东临工实现收入 6-7 亿元，净利润 1598 万元，为万里扬贡献约 600 万投资收益。

2009年，福田雷沃重工、浙江万里扬、临工桥箱三方达成战略合作协议，由浙江万里扬、福田雷沃重工、临工桥箱三方共同出资，使临工桥箱公司注册资本达到4900万元，主要业务涵盖汽车变速器、农业装备变速器、驱动桥等传动系统总成、工程机械变速器、变矩器、驱动桥等传动系统零部件，规划到2010年业务规模达到25亿元。此举将进一步发挥福田雷沃重工在农业装备、工程机械行业的经营优势以及浙江万里扬、临工桥箱公司在变速器行业的经营优势，使三方在技术、市场、生产等资源得以充分利用，取得最大的经济效益。

万里扬擅长降成本，派驻财务、采购主管后山东临工利润率提升明显，且具有进一步改善的空间。

图表 5 山东临工桥箱公司股权结构图



资料来源：公司公告

五、盈利预测与投资建议

■ **盈利预测**：公司目前为国内轻中卡变速器龙头，2010年将是其重卡变速器的“爬坡年”，由于其重卡变速器基数小，成长速度较快，重卡变速器产品的较高毛利率将随其逐步上量而使得公司综合毛利率进一步提高。我们预测其2010年、2011年、2012年每股收益分别为0.93元、1.41元、1.6元。

■ **投资建议**：公司与福田汽车关系紧密，我们认为这不是公司的风险，而是公司的最大机遇所在，在整车有需求寻求法士特之外的重卡变速器供应商的大背景下，公司重卡产品迎来难得发展机遇。由于公司重卡变速器的低基数，近年重卡变速器产品的高成长将使得万里扬保持收入规模及利润率的较高增长。我们认为公司可以享受25倍左右的较高估值，首次给予“推荐”评级。

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	299.19	460.07	1310.71	1530.24
现金	59.44	123.91	853.04	874.82
应收账款	66.68	94.73	136.86	204.74
其他应收款	1.43	4.82	4.09	7.15
预付账款	39.24	63.41	93.15	131.05
存货	132.40	173.19	223.56	312.49
其他流动资产	-13.78	-27.13	-16.73	-39.83
非流动资产	345.43	447.19	555.07	734.36
长期股权投资	23.05	28.84	17.30	23.07
固定资产	210.29	287.21	380.92	505.91
无形资产	90.95	103.81	116.31	133.31
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	644.62	907.26	1865.77	2264.60
流动负债	329.20	436.96	176.52	280.75
短期借款	113.00	30.00	0.00	0.00
应付账款	82.67	116.80	171.40	252.01
其他流动负债	0.12	1.89	0.00	0.10
非流动负债	0.00	41.60	40.53	45.71
长期借款	0.00	40.00	40.00	45.00
其他非流动负债	0.00	1.60	0.53	0.71
负债合计	329.20	478.56	217.05	326.46
少数股东 权益	10.15	8.83	8.23	7.73
股本	170.00	170.00	170.00	170.00
资本公积	76.33	1096.33	1146.33	1150.00
留存收益	90.22	191.20	333.52	549.45
归属母公司股东权益	305.27	419.86	1640.49	1930.41
负债和股东权益	644.62	907.25	1865.77	2264.60

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	51.87	201.69	-159.92	192.54
净利润	89.90	137.55	158.13	239.92
折旧摊销	22.20	26.50	35.58	46.41
财务费用	6.52	4.39	-1.00	0.50
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动			-355.17	-96.49
其他经营现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-88.57	-127.52	-143.45	-225.77
长期投资	23.05	28.84	11.55	-5.77
其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	39.93	-69.42	1032.50	55.00
短期借款	113.00	30.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	40.00	40.00	45.00
普通股增加	34.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	1020.00	50.00
其他筹资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3.23	4.74	729.13	21.78

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	564.38	727.10	1023.61	1429.25
营业成本	422.29	513.35	745.21	1008.04
营业税金及附加	0.66	0.60	0.87	1.21
营业费用	26.92	39.26	56.30	77.18
管理费用	25.64	38.43	56.30	80.04
财务费用	6.52	4.39	-1.00	0.50
资产减值损失	0.21	1.30	0.10	0.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.65	5.79	13.50	15.00
营业利润	84.79	135.56	179.33	277.17
营业外收入	5.88	6.83	6.50	5.00
营业外支出	1.19	0.97	0.50	0.50
利润总额	89.48	141.42	185.33	281.67
所得税	0.15	5.19	27.80	42.25
净利润	89.33	136.22	157.53	239.42
少数股东损益	-0.57	-1.32	-0.60	-0.50
归属母公司净利润	89.90	137.55	158.13	239.92
EBITDA	117.76	171.93	219.90	328.58
EPS (元)	0.53	0.81	0.93	1.41

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入 (%)	11.60%	28.83%	40.78%	39.63%
营业利润 (%)	46.88%	59.88%	32.29%	54.56%
归属母公司股东权益 (%)	35.27%	37.54%	290.72%	17.67%
获利能力				
毛利率 (%)	25.06%	29.32%	27.11%	29.39%
净利率 (%)	15.93%	18.92%	15.45%	16.79%
ROE (%)	33.87%	37.94%	15.35%	13.44%
ROIC (%)	14.87%	15.48%	8.40%	10.59%
偿债能力				
资产负债率 (%)	51.07%	52.75%	11.63%	14.42%
流动比率	0.91	1.05	7.43	5.45
速动比率	0.51	0.66	6.16	4.34
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.94	0.74	0.69
应收账款周转率	8.44	9.01	8.84	8.37
应付账款周转率	4.71	5.15	5.17	4.76
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.81	0.93	1.41
每股经营现金流	0.31	1.19	-0.94	1.13
每股净资产	1.80	2.47	9.65	11.36
估值比率				
P/E	49.58	32.41	28.19	18.58
P/B	14.60	10.62	2.72	2.31
EV/EBITDA	38.20	25.50	16.53	10.99

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257