

# 公司研究

汽车及零配件

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号院一号楼六层信达证券研发中心

邢海芝

010-63081259

xinghaizhi@cindasc.com

市场指标/数据

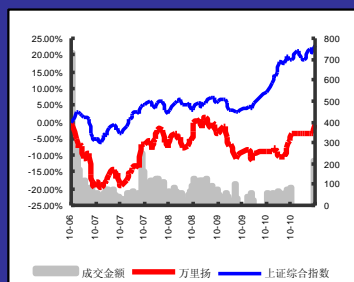
	2010	2011E	2012E
PE	34	33	31
PB	3.0	2.7	2.5
PE/G	0.0	3.1	1.2
EV/EBITDA	--	--	--

52 周最高价/最低价/当前价 (元)  
33.11/24.70/31.02

发行股数/实际流通 A 股 (万股)/流通 B 股  
17000/4250

主要股东(持股比例)  
万里扬集团 (33.075%)

近一年股价走势



相关研究报告

请务必阅读最后一页重要的  
免责声明

## 万里扬：业务扩张有助于平滑业绩波动和提升 盈利能力

2010 年 11 月 05 日

公告内容：

公司因筹划重大资产重组事宜，股票于2010年10月25日起停牌。11月4日，公司发出涉及资产重组以及重大投资的公告，同日股票复牌，其中公告的主要内容有：

1. 公司与浙江万盛汽配签署股权转让协议，拟议现金1672万元收购万盛汽配持有的山东临工16.33%股权；
2. 公司拟使用部分超募资金和自有资金投资新建“年产50万台乘用车变速器项目”，项目规划总投资6.22亿元。

主要观点：

- 不论是股权收购亦是直接投资都是公司在既有技术和市场资源下的合理的业务延伸，有助于迅速做大公司规模，提升未来业绩增长的潜力和弹性。
- 股权收购所获得资产回报能力较强，有助于减缓因募集资金带来的短期盈利能力的摊薄。
- 乘用车变速器项目由于存在一定的技术升级要求，并要面对新的客户群体，因此存在一定的不确定性。
- 预计公司10年并表收入约为16.5亿元，实现归属于母公司净利润约为1.55亿元，12年公司将进入项目收益实现阶段。

图表目录：

- 表 1：万里扬近年主营业务销售收入及变化情况（万元）
- 表 2：山东临工近年主营业务销售收入及变化情况（万元）
- 表 3：万里扬近年资产即业绩变化情况
- 表 4：山东临工近年资产即业绩变化情况

## 1. 募集资金项目截止中期已投入 1.2 亿元左右，进度达到 20%以上，预计 12 年可实现盈亏平衡，13 年全部达产。

公司今年6月IPO募集资金121021.45万元，其中58033万元用于年产28万台汽车变速器的扩产项目。该项目截止中报披露，已投入1.2亿元，占总投资额达到20%以上。该项目将按照逐步建设逐步达产的方式进行，预计第三年即2012年后可实现盈亏平衡，即可为公司业绩贡献利润，第四年即2013年前后全部达产，达产后公司各类变速器产能将达到58万台，届时也将新增销售收入约16.38亿元，新增净利润1.64亿元，项目利润率约为10.01%，资产收益率可以达到28.92%。

## 2. 收购山东临工股权并并表有助于公司业务的延伸和扩大市场覆盖范围，也有助于公司规模化优势的进一步显现。

本次收购的山东临工主要以生产销售轻、微卡变速箱为主，年产销轻、微卡变速箱超过 50 万台，产能位居国内同行业第一名，市场份额约为 35%。目前，公司持有山东临工 37.55%的股权（系 2008 年 4 月由原山东临工大股東山东临沂工程机械公司转让获得），在收购浙江建德万盛汽配 16.33%股权（系 2010 年 4 月由原山东临工股東武汉博奥转让获得）后，公司对其持股比例将达到 53.88%，由参股转为控股，第一大股东地位及对山东临工控制力得到进一步体现和加强，因此将其纳入合并报表。

成为控股股东后，公司将会把其在变速箱领域的技术、管理优势和山东临工的生产规模优势相结合，有助于公司迅速扩大产能和提高市场占有率，并提升综合盈利能力。

从两个公司的资产以及营收和利润情况看，两个公司的营收规模相当，但山东临工的业务利润率相对万里扬公司较低，只有 3.44%，后者为 19.92%，但就净资产收益率来看，山东临工年化 ROE 达到 32%左右，而由于万里扬刚实施完 12 亿元的募集资金，目前年化 ROE 只有 11.76%，因此并表后，将显著扩大公司的营收规模，同时提升了公司总体的净资产回报水平。

表 1：万里扬近年主营业务销售收入及变化情况（万元）

产品类型	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年	
	销售收入	比例 (%)	销售收入	比例 (%)	销售收入	比例 (%)
中卡变速器	26021.23	56.82	20820.47	29.21	16792.06	30.63
轻卡变速器	14362.3	31.36	49442.67	69.36	37127.66	67.71
重卡变速器	3940.01	8.60	1015.83	1.43	787.59	1.44
配件	1471.15	3.21	2.46	0.00	122.39	0.22
合计	45794.69	100.00	71281.43	100.00	54829.7	100.00

来源：公司公告。

表 2：山东临工近年主营业务销售收入及变化情况（万元）

产品类型	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年	
	销售收入	比例 (%)	销售收入	比例 (%)	销售收入	比例 (%)
汽车变速箱	30783.55	75.16	42326.61	66.23	26334.71	60.72
农装驱动桥箱	7386.06	18.03	16650.52	26.05	11097.51	25.59
其它	2789.3	6.81	4929.76	7.71	5937.71	13.69
合计	40958.91	100.00	63906.89	100.00	43369.93	100.00

来源：公司公告。

表 3：万里扬近年资产即业绩变化情况

	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年
总资产	216367.25	90725.56	64462.36
总负债	43296.63	47856.30	32920.28
所有者权益	173070.62	42869.26	31542.08
营业收入	46077.52	72710.08	56438.29
营业利润	10155.49	13555.21	8478.12
利润总额	10211.91	14141.25	8947.45
净利润	9179.90	13622.18	8932.66
负债率 (%)	20.01	52.75	51.07
利润率 (%)	19.92	18.73	15.83
净资产收益率 (%)	5.30	31.78	28.32

来源：公司公告。

表 4：山东临工近年资产即业绩变化情况

	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年
总资产	59835.7	47525.44	30528.23
总负债	50522.43	39717.96	24505.81
所有者权益	9313.27	7807.48	6022.42
营业收入	43716.23	68781.84	48383.62
营业利润	2058.54	2369.77	482.84
利润总额	2043.8	2323.3	528.06
净利润	1505.79	1785.06	412.71
负债率 (%)	84.44	83.57	80.27
利润率 (%)	3.44	2.60	0.85
净资产收益率 (%)	16.17	22.86	6.85

来源：公司公告。

由于公司和山东临工既有客户主要都是福田汽车、东风汽车等，因此合并后将使得公司与配套厂商的利益更趋一致，与客户的议价能力也会有所提高，因此总体对公司是有利的。

### 3. 乘用车变速器项目的实施一方面具有重要的战略意义，标志着公司向乘用车市场的过度，另一方面其对提升公司业务的盈利能力以及平滑原有业务的周期性波动都有帮助。

另外，公司此次拟投资新建“年产50万台乘用车变速器项目”，项目规划总投资为62200万元，新增规划用地220亩，新建厂房及配套设施85000平米，形成年产50万台乘用车变速器的生产能力，主要面向微型轿车、轻、微客、MPV、SUV、皮卡等整车用户。

由于近年来乘用车和皮卡车市场的迅速增长，该类车型的市场容量不断扩大，09年中国乘用车变速器需求量为1038万件，10年预计可达到1300万件，皮卡10年需求也预计达到40万件以上。公司研发的变速器（包括手动、自动）具有结构紧凑、换挡灵活、承载扭矩大、噪音小等特点，产品系列配套范围广，可匹配1.0-2.8L排量，85-300扭矩的各类型发动机。

除此之外，我们认为，公司进入乘用车变速器市场具有重要的战略意义，毕竟乘用车市场相对商用车而言市场更为广阔，技术含量和盈利能力更高，这为公司中长期发展奠定基础，同时也能够平缓商用车市场周期性的特征给公司带来的业绩波动风险。

项目预计三年达产，达产后预计产生年销售收入19.5亿元，净利润约为2.11亿元，利润率达到10.85%，项目的净资产收益率也有望达到33%左右，这将显著高于公司目前商用车变速器业务（包括山东临工部分业务）的盈利能力，因此对提升公司整体的盈利能力和估值水平都有积极意义。

由于是新建项目，对公司来说也是新的业务，因此我们认为该项目的风险也一定程度存在，主要体现在该项目相对公司既有技术资源存在一定的技术升级要求，同时也要面对新的客户市场，因此存在一定不确定性。

### 4. 预计公司10年并表收入约为16.5亿元，实现归属于母公司净利润约为1.55亿元，12年公司将进入项目收益实现阶段。

收购完成后并考虑新建项目投资因素，我们预计公司10年-12年合并报表营业收入将分别达到16.5亿元、19.0亿元和30.5亿元，预计实现归属于母公司净利润分别为1.55亿元、1.62亿元和2.85亿元，折合每股收益分别为0.91元、0.95元和1.68元，对应当前股价的PE分别为34倍、33倍和11倍。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102