

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

重卡变速箱业务有望获得突破

——万里扬 (002434) 调研简报

研究报告-公司调研

增持 (维持)

发布日期: 2010年12月3日

报告关键要素:

公司是国内商用车变速箱主要配套企业之一,在中卡变速箱市场居领先地位。未来将向重卡变速箱和乘用车变速箱领域发展,并提高轻卡领域的市场份额。产能提升后,重卡变速箱业务有望获得突破。

事件:

- 近期我们调研了万里扬,就公司经营发展情况与公司高管进行了交流。

点评:

- **重卡变速箱市场有望获得突破。**重卡变速箱领域是公司近期着力开拓的细分市场。目前重卡变速箱市场呈现法士特一家独大的格局,其他企业如重汽大齿、綦江齿轮、东风变速箱等都只占据很小的市场份额。国内绝大多数重卡企业均需要采购法士特变速箱。这种格局使得重卡变速箱在销售旺季时成为抢手货。如果货量不足将极大影响重卡产销量。因此主机厂有必要合理安排采购渠道,分散风险。这为万里扬开拓重卡变速箱市场提供了契机。

公司为进入重卡变速箱市场已经做了大量的技术准备。在中卡和轻卡变速箱基础上,公司通过与SMT等进行技术合作,开发出重卡变速箱。并取得了前单后双中间轴变速箱专利,解决了重型变速器必踩两脚离合器换挡的难题,提高了驾驶的舒适性。

目前部分产品已经处于小批量生产阶段。2010年公司开始为福田汽车诸城工厂配套(主要为重卡工程车),使得重卡变速箱产销量大幅上升,预计全年销量达到1万台。

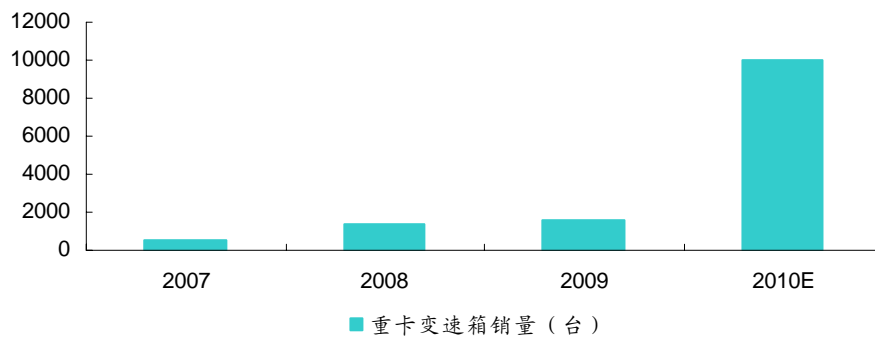
未来公司进入福田欧曼工厂配套体系的关键因素是产能。由于欧曼工厂产能为10万辆,而且还在进行扩产,因此需要配套企业具备一定的产能。按10万辆产能配套50%计算,5万台是进入欧曼工厂配套体系的突破点。预计公司将于明年年中达到这一产能水平。

表1: 重卡变速箱产品系列

产品系列	档位数 (个)	额定扭矩 (NM)	所处阶段
WLY670	6	700	小批量生产
WLY9150	9	1500	小批量生产
WLY9S150	9	1500	小批量生产
WLY12S160T	12	1600	小批量生产
WLY12S180T	12	1600	试生产
WLY8S90	8	900	小批量生产
WLY8S150	8	1500	小批量生产
MB9W150	9	1500	试生产
MB9W120	9	1200	试生产
MB9W100	9	1000	试生产
MB9W85	9	850	试生产

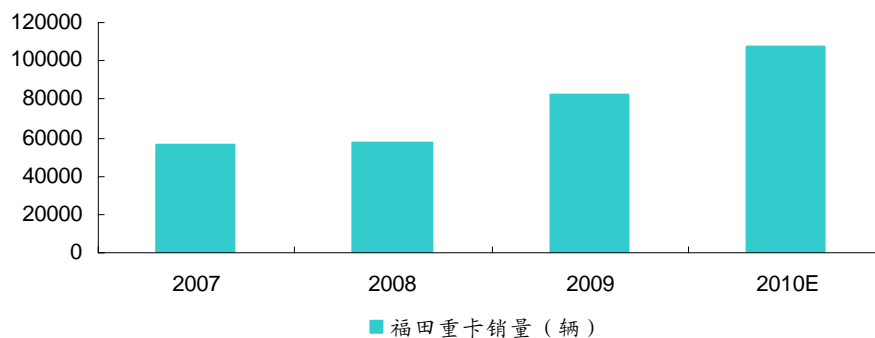
资料来源: 中原证券, 公司资料

图1: 重卡变速箱销量



资料来源: 中原证券, 公司资料

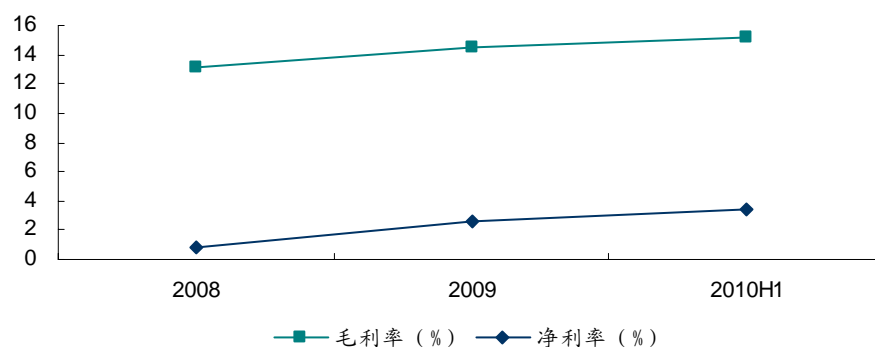
图2: 福田重卡销量



资料来源: 中原证券, CAAM

- **收购山东临工股权有助于提升业绩。**公司此前公告称拟以1672万元收购山东临工桥箱公司16.33%股权, 收购后股权比例提升至53.88%, 达到控股目标。山东临工产品以轻卡、微卡变速箱和农装驱动桥箱为主, 年产能达到50万台, 市场占有率超过35%。收购山东临工可以加强公司在轻卡、微卡变速箱领域的市场地位, 并有助于提升公司业绩。一方面公司控股后可以实现统一采购, 降低采购成本, 部分关键零部件还可以直接从上市公司本部采购, 既控制采购成本, 又增加本部收入。另一方面, 公司通过输出管理和技术, 提高山东临工营运效率, 进而提高盈利能力。目前山东临工整体毛利率仅15%, 未来有较大上升空间。

图3: 山东临工整体业务毛利率与净利率



资料来源: 中原证券, CAAM



- **乘用车变速箱业务是长期增长点。**公司前期公告称，拟投资6.22亿元用于“年产50万台乘用车变速箱项目”，其中手动变速箱35万台，自动变速箱15万台。公司研制的乘用车变速箱可匹配1.0-2.8L排量、85-300NM扭矩的各类发动机，预期主要配套SUV和皮卡等细分车型。自动变速箱一直是国内变速箱企业的短板。本项目公司研发AMT变速箱与手动变速箱同步进行，预计可以较快进入量产阶段。目前国内乘用车主机厂中，有较多企业没有内部变速箱配套厂，需要外购，如比亚迪、长城汽车、海马汽车、河北中兴等，将是未来市场开拓的重点。根据安排，本项目建设期为3年，预计2013年建成投产，将成为继重卡变速箱之后的又一增长点。
- **独立民营企业身份促成快速成长历程。**公司是国内前十大变速箱企业中唯一的民营企业，近几年发展迅猛。独立配套厂的身份使得其在供货安排上得到主机厂信任。民营企业相对较强的成本和费用控制力使得产品成本和价格具有竞争优势。积极进取的战略是公司保持快速增长的重要因素，从最初的齿轴零部件到低速汽车变速箱，再到轻卡、中卡变速箱，再到重卡变速箱、乘用车变速箱，业务规模不断上新台阶。
- **维持“增持”评级。**预计公司2010-2011年每股收益分别为1.01元和1.43元，对应动态市盈率分别为31.97倍和22.57倍。我们看好公司重卡变速箱业务的发展潜力，维持“增持”评级。
- **风险提示：**（1）产能扩张达不到预期；（2）市场开拓达不到预期；（3）原材料价格大幅上升。



盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	5.64	7.27	9.06	20.41
增长率 (%)	11.60	28.83	24.66	125.17
净利润 (亿元)	0.90	1.38	1.72	2.44
增长率 (%)	52.37	53.00	24.98	41.68
每股收益 (元)	0.53	0.81	1.01	1.43
市盈率 (倍)	61.14	39.96	31.97	22.57

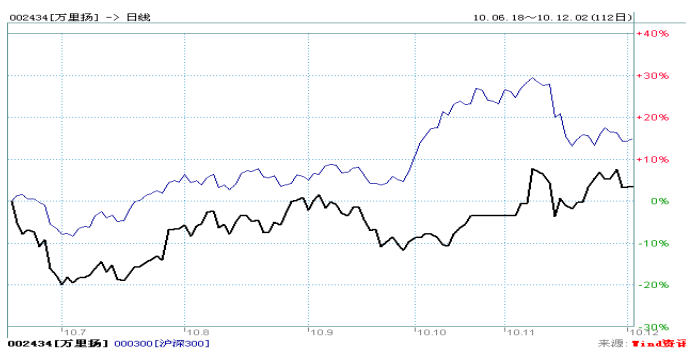
市场数据 (2010年12月2日)

收盘价 (元)	32.33
一年内最高/最低 (元)	34.41/8.80
沪深300 指数	3155.06
市净率 (倍)	3.14
流通市值 (亿元)	13.72

基础数据 (2010年9月30日)

每股净资产 (元)	10.27
每股经营现金流 (元)	0.21
毛利率 (%)	29.37
净资产收益率 (%)	13.48
资产负债率 (%)	36.57
总股本/流通股 (万股)	17000/4250
B股/日股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。