

湘财证券研究所

汽车研究小组

浦俊懿

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: pjy2938@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8193

E-Mail: lj2861@xcsc.com

发行上市资料

股本结构:

发行股本 (万股): 4250

发行后总股本 (万股): 17000

股票价格:

合理价值区间 (元) 28.3-33.9

建议询价 (元): 28-32

投资要点

- ❑ **商用车变速器行业龙头** 公司专业从事商用车变速器的生产与销售, 主要为北汽福田、东风汽车、成都王牌、资阳南骏等国内大中型商用汽车厂家提供配套, 目前已形成年产约 30 万台商用车变速器的生产规模, 2007、2008 年公司商用车变速器产销量均居全国同行业第三位。目前, 公司在商用车变速器市场细分的中卡变速器市场上拥超过 60% 市场份额, 在轻卡上的市场份额为 7%。
- ❑ **商用车变速器行业具备较大发展前景** 公司所处的商用车变速器行业是商用车整车制造行业的配套行业, 根据一辆商用车配备一台商用车变速器的比例关系, 商用车行业的发展状况大致可以反映商用车变速器行业的发展状况。随着国家对商用车优惠政策的深入实施, 商用车变速器行业将跟随商用车市场的繁荣迎来又一发展机遇。
- ❑ **技术优势较为明显, 行业地位快速提升** 公司 2002 年生产出第一款商用车变速器产品, 此后经过短短数年的发展, 已在行业内形成了规模优势、技术优势、成本等优势。尤其是凭借不断推出符合用户需求的高性价比新产品, 公司行业地位快速提升, 盈利能力不断增强。
- ❑ **重卡变速器产将爆发性增长, 轻卡变速器有望扩大市场份额** 公司已完成重卡变速器的研发与试制, 并已经过下游厂商, 如福田、江淮、东风等整车的意向订单 8 万台, 我们预计在产能投资和建设逐步完成后, 公司重卡变速器的销售将有爆发式的增长, 为公司贡献 25% 左右的收入和 30% 左右的毛利。此外, 公司还将建设 18 万台轻卡变速器产能, 我们认为, 募投项目完成后, 公司轻卡变速器产能瓶颈将解决, 在行业中的份额将继续提升。
- ❑ **盈利预测及投资建议** 我们预计公司 10 年、11 年在新增产能的拉动下, 主营收入分别增长 43.2%、46.4%, 公司净利润将分别达到 1.91 亿元、2.59 亿元, 按发行后总股本计算, 摊薄 EPS 分别为 1.13 元、1.54 元。参考当前 A 股汽车零部件行业估值水平, 给予公司 2010 年 25-30 倍的 PE 区间, 对应的公司合理价值为 28.25-33.9 元, 建议询价区间 28-32 元。
- ❑ **风险提示:** 下游需求变动风险; 产品价格波动风险;

主要财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	564	727	1041	1524
收入同比(%)	11.6%	29%	43%	46%
归属母公司净利润	89.9	138	192	262
净利润同比(%)	52%	53%	40%	36%
毛利率(%)	25.2%	29.4%	29.5%	28.9%
每股收益(元)	0.53	0.81	1.13	1.54

目录

一、公司概况	4
二、商用车变速器行业具备较大发展空间	4
2.1 商用车变速器简介	4
2.2 商用车变速器行业概况	5
2.3 商用车变速器行业的发展趋势	6
2.4 行业竞争情况	6
三、公司分析：竞争优势明显，未来将快速增长	7
3.1 公司竞争优势	7
3.2 产能较为紧张，扩充后未来营收将快速增长	8
3.3 毛利率持续上升，市场议价能力较强	10
四、募投项目情况	10
4.1 年产 28 万台汽车变速器项目	11
4.2 技术研发中心建设项目	11
五、盈利预测与估值	12
六、风险提示	12
6.1 下游行业周期波动的风险	12
6.2 客户集中的风险	12
6.3 产品价格波动的风险	13

图目录

图 1 近年来商用车销量	5
图 2 公司主要产品产能利用率情况	5
图 3 中卡和轻卡变速器占据公司营收的 90% 以上	5
图 4 公司 09 年成本结构	9
图 5 分产品毛利率变化	9

表目录

表格 1 发行新股前后公司股权变化	4
表格 2 变速器主要分类及其主要应用领域	5
表格 3 商用车变速器主机市场规模预计	5
表格 4 传动轴行业主要企业产量情况	6
表格 5 公司主要产品销量及市场占有率	8
表格 6 分产品产能及产销情况	8
表格 7 公司募投项目投资情况	11
表格 8 公司现有产品产能及未来募投产能	11
表格 10 可比公司盈利预测表	12
表格 11 公司主要财务指标预计（单位：万元）	12
表格 12 万里扬财务预测表	14

一、公司概况

2007年10月30日，公司由浙江万里扬变速器有限公司整体变更设立而来，注册资本为12,750万元。公司专业从事商用车变速器的生产与销售，主要为北汽福田、东风汽车、成都王牌、资阳南骏等国内大中型商用汽车厂家提供配套，目前已形成年产约30万台商用车变速器的生产规模。

公司自2003年成立以来，经过近几年的快速发展，已在商用车变速器市场上确立了突出的市场地位。根据中国机械通用零部件工业协会齿轮专业协会统计，2007、2008年公司商用车变速器产销量均居全国同行业第三位。目前，公司在商用车变速器市场细分的中卡变速器市场上拥有最高市场份额，市场占有率超过60%。

公司发行前总股本为12750万股，本次拟发行4250万股流通股。本次发行前，黄河清和吴月华夫妇间接控制公司本次发行前51%的股份，为公司的实际控制人。本次发行后，黄河清和吴月华夫妇仍控制本公司36.3%的股权，仍为公司的实际控制人。

表格 1 发行新股前后公司股权变化

股东	发行前		发行后	
	数量(万股)	比例(%)	数量(万股)	比例(%)
万里扬集团	5,622.75	44.1	5,622.75	33.075
众成投资	879.75	6.9	879.75	5.175
德瑞投资	879.75	6.9	879.75	5.175
香港利邦	5,367.75	42.1	5,367.75	31.575
公众股东	-	-	4,250.00	25

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司拥有6家控股子公司——万里扬机械、长沙万里扬、金华万里扬、四川万里扬、北京万里扬、武汉博扬。这些控股子公司主要从事汽车变速箱、分动箱、取力箱总成及其零部件、设备工装备件的开发、设计、制造、销售。除此之外，公司还参股了山东临工，主要从事微卡变速器和工程机械（挖掘机）的生产和销售。

二、商用车变速器行业具备较大发展空间

公司所处行业为汽车零部件制造行业汽车变速器子行业。汽车零部件行业是汽车制造专业化分工的重要组成部分，汽车零部件生产企业主要通过为汽车制造商提供配套产品和为汽车维修市场供货而实现其产品的销售。

2.1 商用车变速器简介

汽车变速器是指能改变输出轴和输入轴传动比和转矩的传动装置，又称变速箱。

它具有以下几个功能：① 改变传动比，满足不同行驶条件对牵引力的需要，使发动机尽量工作在有利的工况下，满足可能的行驶速度要求；② 实现倒车行驶；③ 中断动力传递，在发动机启动、怠速运转、汽车换挡或需要停车进行动力输出时，中断向驱动轮的动力传递；④ 实现空挡，当离合器接合时，变速器可以不输出动力。商用车变速器是汽车变速器的一种，指应用于商用车上的汽车变速器，其特点及功能与汽车变速器的描述是一致的。

表格 2 变速器主要分类及其主要应用领域

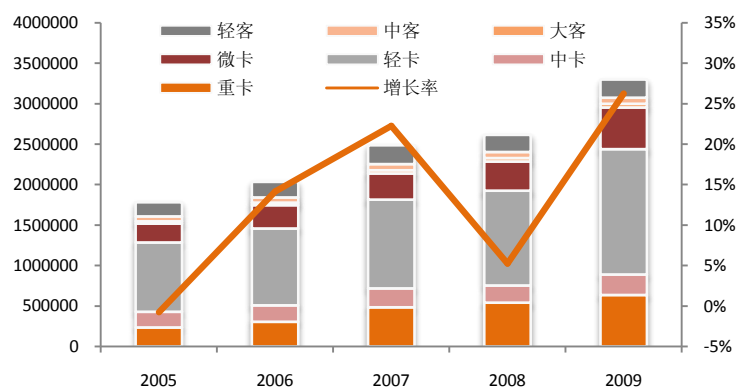
	手动变速器	自动变速器
特点	耗油量较低，制造成本低，经济性比较好	操作舒适性较好，但制造成本较高
应用领域	60%乘用车与大部分商用车	40%乘用车，尤其是中高级乘用车

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

2.2 商用车变速器行业概况

公司所处的商用车变速器行业是商用车整车制造行业的配套行业，根据一辆商用车配备一台商用车变速器的比例关系，商用车行业的发展状况大致可以反映商用车变速器行业的发展状况。根据汽车工业协会的统计，2009年商用车累计实现销售331.4万辆，同比增长了26.25%，销量创历史新高。商用车市场的发展将直接拉动商用车变速器市场需求的增长，随着国家对商用车优惠政策的深入实施，商用车变速器行业将跟随商用车市场的繁荣迎来又一发展机遇。

图 1 近年来商用车销量



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

从经营模式来看，商用车变速器市场可以分为直接向商用车制造商供应的配套市场（OEM市场），以及维修市场（AM市场），作为商用车整车制造行业的上游行业，商用车变速器的市场需求随着整车市场的变化而变化。

表格 3 商用车变速器主机市场规模预计

车 型	09 年主机产量（台）	2010 年产量预测（台）	2011 年产量预测（台）
重卡	635,739	801,031	873,124

中卡	479,766	575,719	662,077
轻小卡	2,063,307	2,166,472	2,448,114
客车	354,008	410,649	459,927
合计	6,387,432	7,151,037	8,088,011

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

2.3 商用车变速器行业的发展趋势

2.3.1 手动变速器仍将是商用车变速器的主流

手动变速器在商用车领域上的应用，达到近乎100%的比例，并且这一趋势在未来相当长时间内仍将保持。我们认为，这是由于商用车主要用于生产经营，因此对成本较为敏感。手动变速器的生产及维修较自动变速器简单，可以降低商用车的购置和使用成本；此外，相比目前使用最广泛的液力自动变速器(AT)，手动变速器更为省油，更显出环保、节能的价值；同时，对于常年在高速公路上跑运输的客车和卡车来说，没有频繁换挡的问题，自动变速器优势并不突出。

2.3.2 节约型、轻量化设计成为流行

降低变速器的成本或者间接降低商用车的营运成本，是竞争和发展的必然趋势。降低成本最有效的方法就是降低变速器的重量和体积，走节约型、轻量化设计路线。按目前钢材和铝材的价格测算，用铝材制造壳体，制造成本提高5%左右，但却可以减轻变速器三分之一的重量，因减重而节约的油费将大大超过因使用铝材而增加的制造成本。目前，各商用车变速器制造厂商均已注意到铝制壳体的优势，正在积极应用于生产，如万里扬股份拟用募集资金投入的年产28万台汽车变速器项目中的年产18万台轻卡变速器就应用了铝合金壳体的轻量化设计。

2.4 行业竞争情况

公司是目前国内产销规模排名前列的商用车变速器专业制造商，产销规模、盈利能力等综合竞争实力居于行业领先地位。目前，国内商用车变速器行业中除了公司外，具有较大生产规模的企业还有法士特、格特拉克（江西）传动系统有限公司、一汽轿车长春齿轮有限公司、东风汽车变速箱有限公司、大同齿轮、綦江齿轮等。此外，我国还分散着一些规模较小的商用车变速器生产企业。公司在国内商用车变速器市场细分领域的竞争对手如下：

表格 4 传动轴行业主要企业产量情况

公司主要竞争对手		主要产品产能
轻卡变速器	格特拉克传动	30万台年产能
	一汽长春齿轮	30万台轻型汽车变速器年产能
	江淮汽车齿轮	20万台汽车变速器年产能
中卡变速器	重庆嘉卡	7万台汽车变速器年产能
	金华汤齿	4万台汽车变速器年产能
	东风变速箱	16.5万台汽车变速器年产能

重卡及大中客	法士特	50万台重型汽车变速器年产能
	綦江齿轮	6万台重型汽车变速器年产能
	大同齿轮	12万台重型汽车变速器年产能
	一汽哈变	12万台（包括轻、中型变速器）年产能

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

三、公司分析：竞争优势明显，未来将快速增长

3.1 公司竞争优势

规模优势

公司自成立以来，变速器产能、产量迅速扩大。2009年变速器产能达到29.32万台，产量达到30.25万台；在产量快速扩张的同时，销量也同步扩大。随着产能的扩大和研发能力的提升，公司的产品线也越来越丰富，目前共有40余种变速器系列及近千个拓展品种，可应用于轻卡、中卡、重卡及大中型客车，低、中、高等各个档次和不同价位的变速器产品，能够满足不同客户、不同消费层次的多样化需求。公司的产品覆盖面在国内商用车变速器生产厂家中首屈一指。

技术优势

公司强调营销、生产和研发的一体化运作。公司长年有营销和工程技术人员活跃在全国各地，能够快速、准确地捕捉客户需求信息并直接反馈至公司营销管理中心，进而传达至生产、研发各部门，实现了公司与客户的良性互动，有效保障了公司与市场的同步升级、发展。

目前，公司在商用车变速器的主副箱组合设计方面拥有丰富的经验。变速器加装副箱，可以更好地调节车辆行驶速度、拓宽车辆行驶范围、改善发动机在不同路况下的适应能力、节约油料。对于我国这样幅员辽阔、道路情况复杂、山地面积占国土面积三分之二的国家而言，副箱可以起到很好的效果。

成本优势

在国内的商用车变速器制造商中，普遍存在外购三大零部件的现象，一些大中型商用车变速器厂家也仅能解决部分零部件的自制，主要依靠外购。而本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%。2008年开始，除重卡和客车变速器外，轻卡和中卡变速器所需同步器全部自行生产；壳体及一部分的上盖顶盖等铸件，由控股子公司万里扬机械生产；齿轴原由关联方清华实业提供，随着2007年和2008年公司将清华实业的相关资产全部收购后，现已全部由公司自行生产。同时，由于地域与管理优势，公司外购零配件成本也比较低。

营销服务优势

在营销服务模式上，公司着力建设营销服务网络。公司已经建立了全面覆盖全国（除港澳台外）的销售和服务网络，是目前国内商用车变速器生产企业中营

销服务网络最发达、最完善的企业之一。

公司在整车厂家所在地附近设立了15个中转仓库,能够做到整车厂客户下订单后2小时内保质保量供货,强有力地保障了对客户和最终用户的及时供应。同时,为提升对商用车最终用户的售后服务,公司在使用本公司产品较多的十余个省份与四十余家配件经销企业签订了《三包协议》,签订协议的企业成为万里扬产品的特约修配点,公司常年有巡回服务人员在特约修配点巡回服务,包括技术指导、配件供应以及意见反馈等。

3.2 产能较为紧张,扩充后未来营收将快速增长

公司生产的变速器产品主要为中卡、轻卡等商用车进行配套。07-09年,轻卡和中卡变速器的产能利用率一直在90%以上;重卡和客车变速器仍处于小批量生产阶段,主要系在国家优惠政策的带动下,轻卡和中卡的市场需求有较大幅度的增长,为了稳定轻卡变速器和中卡变速器的客户和抢占市场份额,公司根据市场行情适时地调整了客车变速器的产销量所致;

表格 5 公司主要产品销量及市场占有率

	轻卡变速器			中卡变速器		
	公司销量	市场容量	市占率 (%)	公司销量	市场容量	市占率 (%)
2007	94,049	1,104,877	8.51	116,774	236,722	49.33
2008	85,442	1,175,465	7.27	125,277	207,109	60.49
2009	109,788	1,559,598	7.04	185,102	257,966	71.75

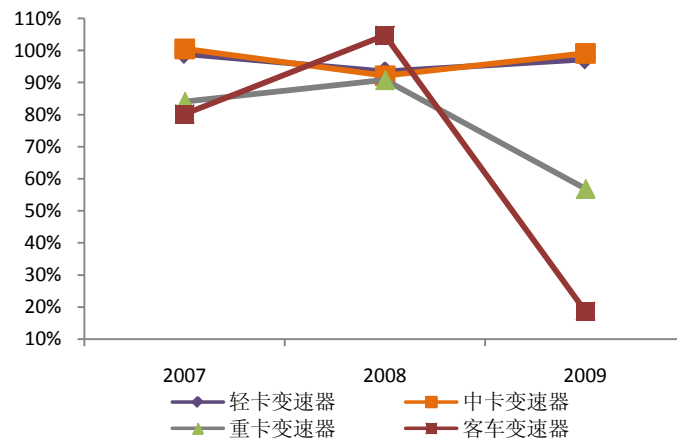
资料来源:招股说明书,湘财证券研究所

表格 6 分产品产能及产销情况

时间	产品名称	产能 (台)	产量 (台)	销量 (台)	产能利用率 (%)	产销率 (%)
2007	轻卡变速器	100,000	95,078	94,049	95.08	98.92
	中卡变速器	120,000	116,160	116,774	96.8	100.53
	重卡变速器	800	609	512	76.13	84.07
	客车变速器	150	96	77	64	80.21
2008	轻卡变速器	100,000	91,364	85,442	91.36	93.52
	中卡变速器	150,000	135,948	125,277	90.63	92.15
	重卡变速器	2,000	1,548	1,407	77.4	90.89
	客车变速器	200	127	133	63.5	104.72
2009	轻卡变速器	110,000	112,916	109,788	102.65	97
	中卡变速器	180,000	186,732	185,102	103.74	99.13
	重卡变速器	3,000	2,827	1,611	94.23	56.99
	客车变速器	200	16	3	8	18.75

资料来源:招股说明书,湘财证券研究所

图 2 公司主要产品产能利用率情况

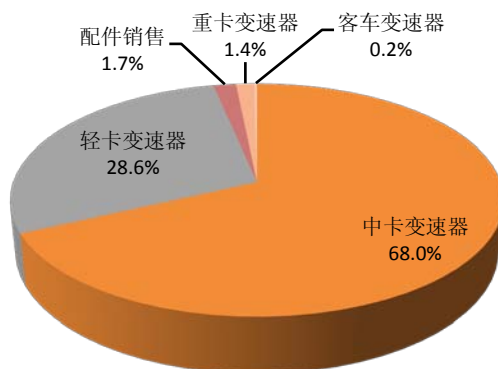


资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

2007年到2009年公司营业收入分别为5.06亿、5.64亿、7.27亿，其中中卡和轻卡变速器是公司销售收入的主要来源，两者销售收入合计占到公司主营业务收入的96%左右，其销售情况对公司的经营业绩有较大影响。但是未来随着重卡和客车变速器产能的建设，公司产能瓶颈将得以解决，重卡与客车变速器业务将占到更高的比重。

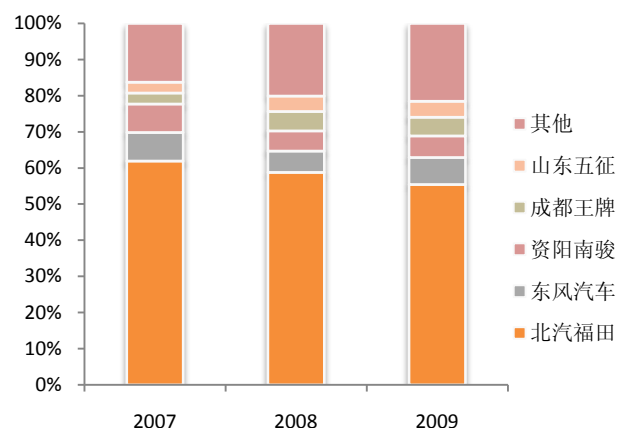
公司的客户集中度较高，但随着市场开拓力度和业务规模的逐渐扩大，客户集中度也在稳步下降，从2007年的83.75%下降到2009年的78.47%。报告期内，公司的主要客户一直保持稳定并在稳步扩大，除北汽福田、成都王牌、东风汽车、资阳南骏、一拖集团等以外，公司通过不断加大市场开拓，进一步开发了山东五征、山东唐骏、安徽江淮、云南力帆、中国一汽、江苏跃进、宝鸡华山等一大批知名的整车厂商，客户集中度下降。

图 3 中卡和轻卡变速器占据公司营收的 90%以上



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 4 公司主要客户销售比例



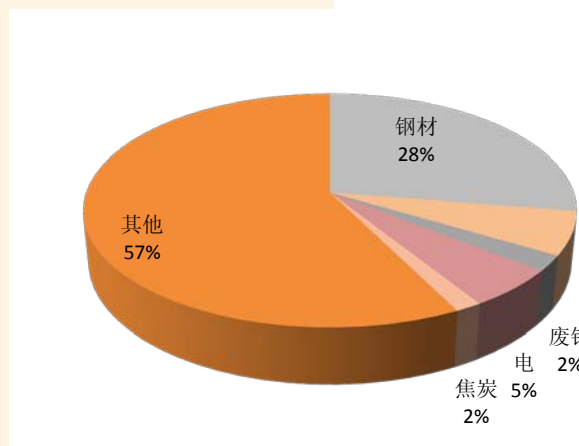
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

3.3 毛利率持续上升，市场议价能力较强

2007-2009年原材料价格经历了较为剧烈的波动，但公司的综合毛利率稳步提高，2008年和2009年分别较上年提高了4.46和4.16个百分点。我们认为，这主要是由于公司具有一定技术和规模优势，保持了较强的议价能力，使得产品价格能够随着产品成本与市场供求关系变化而适时调整。同时，通过提高齿轴自制率由08年前的0至接近100%，也使得公司产品单位成本下降了8%左右。

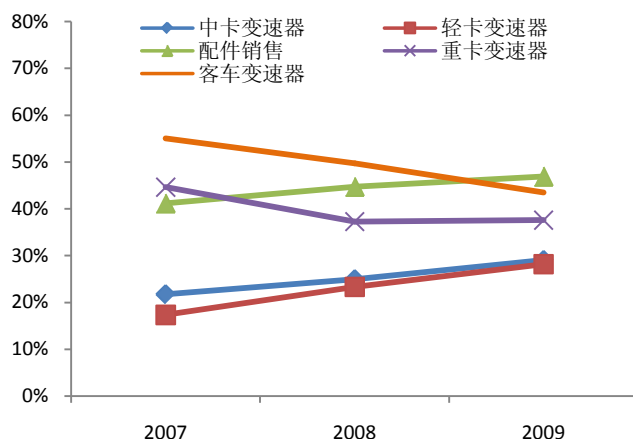
2008年，全年而言，单位平均售价仍较上年增长了9.61%。但变速器的单位成本仅增长3.71%，从而导致公司2008年汽车变速器毛利率较2007年提高了4.28个百分点。2009年，随着主要原材料价格的大幅下降，公司的单位成本较2008年降低了12.17%；同时，由于2009年轻卡变速器和中卡变速器的市场需求量大，加之公司本身的规模优势、技术优势和质量优势，使得公司具有较强的市场议价能力，单位平均售价仅较2008年下降了6.93%，从而使得2009年汽车变速器的毛利率较2008年提高了4.24个百分点。

图 5 公司 09 年成本结构



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 6 分产品毛利率变化



资料来源：Wind，湘财证券研究所

四、募投项目情况

本次公司发行募集资金将主要投向“年产28万台汽车变速器投资”与“技术研发中心建设”两个项目。“年产28万台汽车变速器投资项目”可细分为两类产品开发计划：一类是在现有的轻卡变速器大批量生产的基础上，提升产品档次和扩充产能，从而进一步巩固和发展公司在轻卡变速器市场中的地位；另一类是在现有重卡变速器和客车变速器小批量试生产的基础上，改造厂房和引进生产线，实现产业化的大批量生产。通过该项目的实施，公司生产规模将得到进一步扩大，产品结构将得到进一步的丰富。

本次发行募集资金拟投入的“技术研发中心建设项目”，将使本公司的技术水平和产品开发能力再上一个台阶，巩固和扩大现有技术优势。同时，该项目的实施对于提升我国变速器产品的整体技术水平，促进产业持续、健康、快速发展

等方面具有重要的意义。

通过以上两个项目的实施，公司将进一步提高生产能力、完善产品架构、巩固和保持技术领先优势，增强公司核心竞争力和盈利能力。

表格 7 公司募投项目投资情况

序号	项目名称	项目投资（万元）	建设期
1	年产28万台汽车变速器投资项目	58,033	4 年
2	技术研发中心建设项目	4,011	2 年
合计		62044	

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

4.1 年产 28 万台汽车变速器项目

本项目主要针对全国商用车行业主机厂配套需求，从公司近三年公司主要产品产能和需求情况来看，轻卡变速器的产能利用率和产销率整体上均维持在比较高的水平，重卡变速器和客车变速器生产规模虽不大，但在稳步增加；客车变速器2009年由于生产能力被优先用于生产轻卡和中卡变速器，其产能利用率和产销率双双下降。此种状况表明公司具有扩大产能的必要性和具备较好营销募集资金投资项目产品的营销基础。

公司募投项目在募投新增产能消化上有着较好的保障。重卡变速器方面，公司已与北汽福田、湖北三环、东风实业（十堰）、安徽江淮、精功镇江、东风汽车等国内重要客户签订了总量为8.1万台重卡变速器的销售意向合同；轻卡方面，公司已与北汽福田、山东五征、资阳南骏、云南力帆、山东时风、成都王牌、东风襄樊专用车、宝鸡华山、安徽江淮等国内重要客户签订了总量为21.9万台的销售意向合同；客车方面，公司已与北汽福田、东风特汽（十堰）、厦门金龙和安徽江淮等国内重要客户签订了总量为2.35万台的销售意向合同。

表格 8 公司现有产品产能及未来募投产能

现有产能		新增产能			
主要产品		第一年	第二年	第三年	第四年及以后
重卡变速器	3,000	—	16,000	48,000	80,000
轻卡变速器	110,000	—	36,000	108,000	180,000
客车变速器	200	—	4,000	12,000	20,000
合计	113,200	—	56,000	168,000	280,000

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

项目完全达产后，将年新增销售收入163,820万元，年新增利润总额21,854万元，年新增净利润16,390万元。本项目投资收益率为37.66%，内部收益率为28.92%（所得税后），投资回收期为5.10年，盈亏平衡点为56.06%。

4.2 技术研发中心建设项目

本项目的建设主要是为公司开发商用车变速器的新产品，特别是自动变速器的

研发，为公司的持续发展打下良好的基础。项目投资总额估算为 4,011 万元，包括：建筑工程投入 769.35 万元；设备及安装投入 2,534.20 万元；其他费用投入 648.45 万元；铺底流动资金投入 59 万元。

技术研发中心建成后将努力研发代表国内、国际先进水平的商用车变速器产品，顺应商用车变速器向模块化、轻量化、自动化的发展潮流，紧跟国际商用车变速器技术的发展方向，可以为公司的快速发展提供强大的技术支撑和可持续发展的后劲，解决制约当前公司高速发展的技术“瓶颈”，提高产品研究和开发的效率，培育和建立具有自主知识产权的技术和产品体系。

五、盈利预测与估值

我们预计公司 10 年、11 年在新增产能的拉动下，主营收入分别增长 43.2%、46.4%，公司净利润将分别达到 1.91 亿元、2.59 亿元，按发行后总股本计算，摊薄 EPS 分别为 1.13 元、1.54 元。参考当前 A 股汽车零部件行业估值水平，给予公司 2010 年 25-30 倍的 PE 区间，对应的公司合理价值为 28.25-33.9 元，建议询价区间 28-32 元。

表格 9 公司主要财务指标预计（单位：万元）

主要财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	564	727	1041	1524
收入同比(%)	11.6%	29%	43%	46%
归属母公司净利润	89.9	138	192	262
净利润同比(%)	52%	53%	40%	36%
毛利率(%)	25.2%	29.4%	29.5%	28.9%
每股收益(元)	0.53	0.81	1.13	1.54

资料来源：Wind，湘财证券研究所

六、风险提示

6.1 下游行业周期波动的风险

2008 年下半年以来，受美国金融危机和全球经济动荡的波及，中国经济增速放缓，国内商用车消费有所下降。作为商用车重要零部件之一的变速器，其生产企业也面临着因商用车需求疲软带来的产销量下降的困难。2009 年，在国家一系列优惠政策的带动下，整个商用车市场较 2008 年下半年有明显的复苏，2009 年 1-11 月，轻卡和中卡的市场销量同比分别增长 25.16%和 21.39%，但若国内宏观经济形势和商用车市场自 2010 年后持续发生强烈的波动，将会对本公司的生产经营产生一定的影响，投资者应充分关注由此导致的风险。

6.2 客户集中的风险

公司作为商用车变速器生产企业，产品主要为商用车整车厂家进行配套，目前客户主要为国内各大商用车厂商，呈现主要客户较为集中的特点，尤其是北汽

福田及其下属企业在报告期内主营业务收入中占比均在 50%以上。虽然客户集中度高与公司客户——商用车整车生产企业集中度较高的行业特点有关,但如果主要客户对本公司的需求同时出现大幅度减少,将会对本公司的生产经营产生较大影响。

6.3 产品价格波动的风险

变速器是商用车的重要零部件之一,2007年以来,受钢材等原材料和劳动力价格大幅波动的影响,变速器的销售价格也在不断调整。若未来受各种因素制约,在变速器生产成本持续升高时,产品价格无法提高或者无法完全抵消增加的成本,则将不可避免地影响公司的经营业绩,给公司生产经营带来一定的风险。

表格 10 万里扬财务预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万				单位: 百万			
会计年度	2009	2010E	2011E	会计年度	2009	2010E	2011E
流动资产	460	1643	1976	营业收入	727	1041	1524
现金	124	1185	1327	营业成本	513	734	1084
应收账款	68	82	123	营业税金及附加	1	1	2
其他应收款	5	9	9	营业费用	39	54	85
预付账款	63	117	152	管理费用	38	56	84
存货	173	213	316	财务费用	4	-11	-25
其他流动资产	27	36	49	资产减值损失	1	0	0
非流动资产	447	560	705	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	29	0	0	投资净收益	6	10	10
固定资产	287	391	522	营业利润	136	217	305
无形资产	104	104	104	营业外收入	7	0	0
其他非流动资产	27	65	79	营业外支出	1	0	0
资产总计	907	2203	2681	利润总额	141	217	305
流动负债	437	481	719	所得税	5	26	46
短期借款	30	0	0	净利润	136	191	259
应付账款	117	163	233	少数股东损益	-1	-2	-3
其他流动负债	290	318	486	归属母公司净利润	138	192	262
非流动负债	42	40	40	EBITDA	140	223	305
长期借款	40	40	40	EPS (元)	1.08	1.13	1.54
其他非流动负债	2	0	0				
负债合计	479	521	759	主要财务比率			
少数股东权益	9	7	4	会计年度	2009	2010E	2011E
股本	128	170	170	成长能力			
资本公积	76	34	34	营业收入	28.8%	43.2%	46.4%
留存收益	216	409	651	营业利润	59.9%	59.9%	40.6%
归属母公司股东权益	420	612	855	归属于母公司净利润	53.0%	40.0%	35.9%
负债和股东权益	907	1140	1618	获利能力			
				毛利率(%)	29.4%	29.5%	28.9%
现金流量表	单位: 百万			净利率(%)			
会计年度	2009	2010E	2011E	ROE(%)	32.8%	31.4%	30.6%
经营活动现金流	202	132	286	ROIC(%)	36.5%	32.1%	35.4%
净利润	136	191	259	偿债能力	18.9%	18.5%	17.2%
折旧摊销	0	17	24	资产负债率(%)	52.7%	45.7%	46.9%
财务费用	4	-11	-25	净负债比率(%)	14.63%	7.68%	5.27%
投资损失	-6	-10	-10	流动比率	1.05	3.42	2.75
营运资金变动	0	-55	35	速动比率	0.66	2.97	2.31
其他经营现金流	67	0	3	营运能力			
投资活动现金流	-128	-121	-160	总资产周转率	0.94	0.67	0.62
资本支出	132	160	170	应收账款周转率	11	13	14
长期投资	0	-29	0	应付账款周转率	5.15	5.25	5.48
其他投资现金流	4	10	10	每股指标(元)			
筹资活动现金流	-69	1050	15	每股收益(最新摊薄)	0.81	1.13	1.54
短期借款	-83	-30	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.78	1.69
长期借款	40	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.47	3.60	5.03
普通股增加	0	1105	0	估值比率			
资本公积增加	0	-43	0	P/E	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-26	18	15	P/B	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5	1062	142	EV/EBITDA	-1	-0	-0

资料来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。