

大力拓展重卡市场的中卡变速器龙头

万里扬 (002434)**建议申购**

中小板

询价区间: 26.4-30.8 元

新股定价报告

2010 年 5 月 31 日 星期一

吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

汽车行业

分析师: 牛纪刚

职业证书编号: S0630209060131

发行数据

发行前总股本(万股)	12750
拟发行股本(万股)	4250
新发股份占比	33.33%
申购日期	6-2

重要指标 (发行前)

每股净资产(元)	3.29
净资产收益率	36.77
每股收益(元)	1.08
每股经营现金流(元)	1.58

投资要点

- **商用车变速器领先企业。**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, 公司商用车变速器产销规模位居全国第三。
- **以中低端产品为主, 中卡变速器市场份额第一。**公司目前产品均为手动变速器, 且主要面向中低端市场, 自动变速器产品仍处于研发之中。公司目前产品主要为轻卡和中卡配套, 2009 年公司轻卡变速器销量为 109788 台, 中卡变速器为 257966 台, 而具有更高技术含量和附加值的重卡变速器销量仅有 1611 台。2009 年, 公司在轻卡变速器领域的市场份额为 7.04%, 公司在中卡变速器市场的份额则高达 71.75%, 处于绝对领先地位。但从实际情况来看, 据公司调研, 公司现有中卡变速器中的约 50% 被部分下游整车厂商装配于轻卡。公司在中卡变速器市场的实际占有率约为 35%, 轻卡变速器市场实际占有率则约为 13%。
- **所处行业周期性较明显, 中卡市场成长空间有限。**公司产品目前主要配套轻卡、中卡, 未来将向重卡和客车市场大力拓展, 但这些领域都属于商用车市场, 具有典型的投资品属性, 行业景气受宏观经济的影响较大, 周期性较为明显。从当前情况来看, 由于国家出台了极为严厉的房地产调控政策, 未来一段时间内我国固定资产投资增速面临一定的下滑压力, 公司业绩增长也有可能受到一定影响。此外, 公司最具有竞争优势的领域为中卡市场, 但这一细分市场的成长空间可能较为有限。在长途运输方面, 中卡比不上重卡的经济性; 在短途运输方面, 中卡又没有轻卡的灵活性。因此, 近几年来中卡在卡车市场中的份额呈逐渐下降趋势, 2006-2008 年分别为

13.82%、12.94%和 10.77%。

- **未来成长取决于能否成功拓展重卡市场。**由于中卡市场存在萎缩的可能，公司的持续成长能力将面临较大挑战，公司管理层已意识到这一点，拟定的发展战略是巩固在中卡和轻卡市场的领先地位，同时大力向重卡和客车市场拓展。由于客车市场容量较小，且基齿、哈齿等领先企业已占据绝大部分市场份额，公司实现大规模销售的难度较大。我们认为公司未来成长的关键在于能否成功拓展重卡市场。在重卡变速器领域，法士特几乎一枝独秀，且中国重汽等行业第一集团企业正努力实现变速器的自产，公司要实现快速进展同样难度较高。所幸的是，公司第一大合作伙伴福田汽车目前并不具备重卡变速器的生产能力，且福田重卡近几年来增速迅猛，双方已签订了 6 万台重卡变速器意向采购协议，凭借两者的良好合作关系，公司有望实现在重卡变速器领域的规模突破。
- **盈利能力较为突出。**变速箱属于汽车核心零部件，附加值较高，公司盈利能力也较为突出。公司 2007-2009 年综合毛利率分别为 20.61%、25.07%、29.23%，不仅绝对水平较高而且呈逐年上升趋势，这是由于公司近几年产销规模迅速扩大，议价能力稳步提升，同时公司通过内部整合等手段提高了零部件的自制率。公司目前 29%左右的毛利率水平远高于一般零部件企业，同其它发动机、变速器企业的盈利水平则基本相当。从今年情况来看，由于原材料涨价较快，公司将面临逐渐加剧的成本上升压力，且公司变速器核心零部件已实现基本自制，再提高自制率已难有空间，因此短期内公司盈利能力或将出现一定程度的下滑。

表 1 公司近三年毛利率情况

项 目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)
轻卡变速器	5,861.85	28.15	3,917.73	23.33	2,931.76	17.32
中卡变速器	14,371.83	29.07	9,261.24	24.94	7,080.29	21.74
重卡变速器	381.83	37.59	293.44	37.26	115.60	44.62
客车变速器	1.07	43.49	60.82	49.69	33.42	55.08
汽车变速器	20,616.58	28.92	13,533.22	24.68	10,161.07	20.40
配件	585.04	46.88	484.91	44.73	210.15	41.17
综 合	21,201.62	29.23	14,018.13	25.07	10,371.22	20.61

资料来源：公司招股书

- **募投项目主要为扩大产能。**公司 IPO 募集资金将主要投向 2 大项目，其一为 28 万台汽车变速器投资项目，其二为技术研发中心建设项目，前者为募投项目的重中之重。募投项目的建设期为 4 年，建设完成后公司变速器产能将由目前的 30 万台增加到 58 万台，增长 93%。此外，募投项目中的第一项还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。由此可见，募投项目的建设不仅将大幅提高公司的生产能力，同时还将优化公司的产品结构，有利于公司拓展新的产品市场，获得持续成长空间。

表 2 公司募投项目情况

序号	项目名称	投资内容	第一年	第二年	第三年	第四年	合计	核准/备案批文	环评文件
1	年产 28 万台汽车变速器投资项目	项目总投资	25,000	25,475	4,085	3,475	58,033	浙发改外资[2008]851 号	金环建[2008]71 号
		其中：							
		固定资产投资	25,000	23,167	—	—	48,167		
		铺底流动资产	—	2,308	4,085	3,473	9,866		
2	技术研发中心建设项目	项目总投资	2,000	1,952	59	—	4,011	金婺发改[2008]124 号	金婺环[2008]129 号
		其中：							
		固定资产投资	2,000	1,952	—	—	3,952		
		铺底流动资产	—	—	59	—	59		

资料来源：公司招股书

- **盈利预测与估值。**按首发完成后的股本，我们预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.88 元、1.05 元、1.32 元。参考近期中小板新股发行以及同类汽车零部件公司估值水平，我们认为公司可按 2010 年 30-35 倍 PE 估值，对应合理价格区间为 26.4-30.8 元。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 江苏大学经济学硕士毕业。1 年汽车制造企业工作经验, 2 年证券公司汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 长安汽车、江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、亚太股份。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122