

分析师： 邵稳重 (8621) 68751760 shaowz@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490200010031

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 kunyuan.tan@gmail.com

张乐 (8621) 68751760 hnzhangle@139.com

全商用车变速箱战略拭目以待

事件描述

- 万里扬拟采用向参与网下配售的询价对象配售与网上资金申购定价发行相结合的方式。本次发行前公司总股本 12,750 万股，本次拟公开发行 4,250 万股，其中首日上市 3,400 万股，发行后公司总股本 17,000 万股。
- 本次募集资金计划将 58,033 万元用于年产 28 万台的汽车变速器投资项目，其中重卡 8 万台、客车 2 万台、高端轻卡 18 万台，帮助公司拓宽业务，全面布局商用车变速器市场；投资的 4,011 万元用于汽车变速器技术研发中心建设项目，通过不断推出新产品，应对变速器市场的毛利率下降风险。

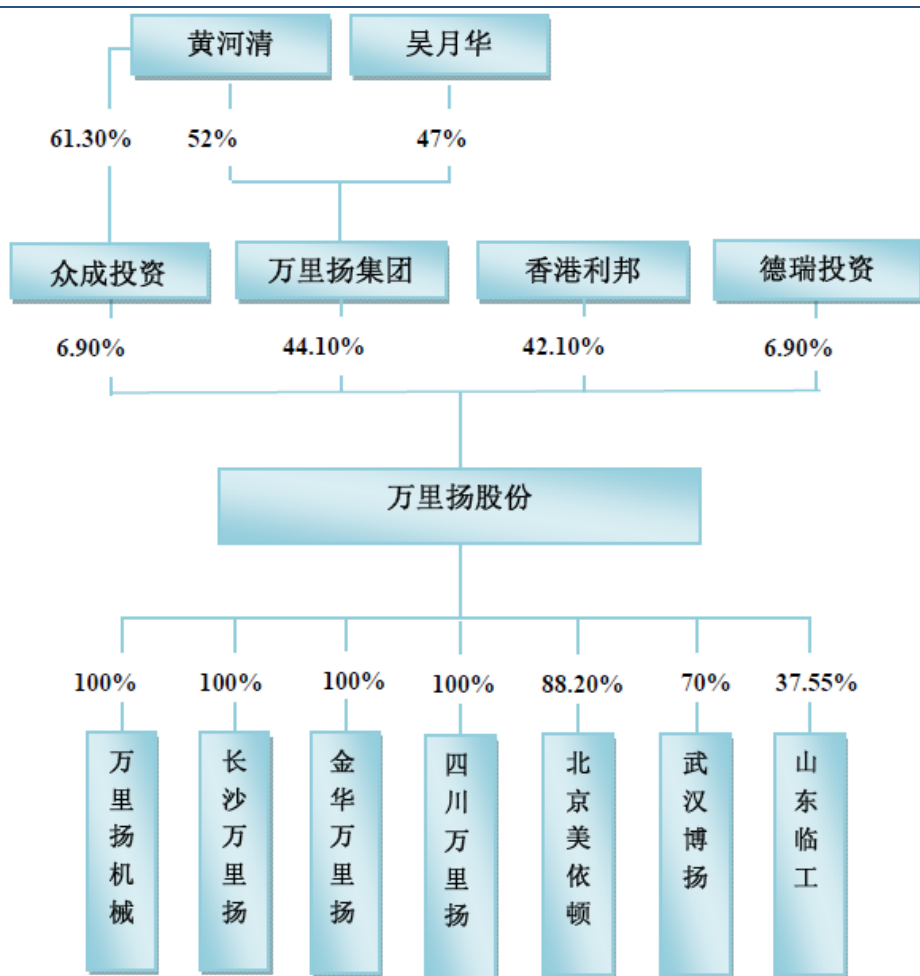
我们预计，2010-2012 年，按照发行后 1.7 亿股计算公司每股收益 1.13，1.55，1.98 元，可以按照 2010 年业绩 25-30 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 28.3-33.9 元。

事件评论

公司概况

本次发行前公司总股本为 12,750 万股，发行后公司总股本 17,000 万股，发行前实际控制人为黄河清先生和吴月华女士，夫妻二人共控制公司 51%的股权。公司旗下拥有六家参控股公司，分别为万里扬机械、长沙万里扬、金华万里扬、四川万里扬、北京美依顿、武汉博扬、山东临工，对应持股比例为 100%、100%、100%、100%、88.2%、70.%和 37.55%。万里扬机械主要为母公司生产变速器壳体，武汉博扬主要负责向母公司采购和外销，山东临工主要从事微卡变速器和挖掘机制造，长沙万里扬、金华万里扬、四川万里扬、北京美依顿目前处于筹建期，待投资项目投产后主要以生产汽车变速器和零部件为主。

图 1: 公司股权结构图 (发行前)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

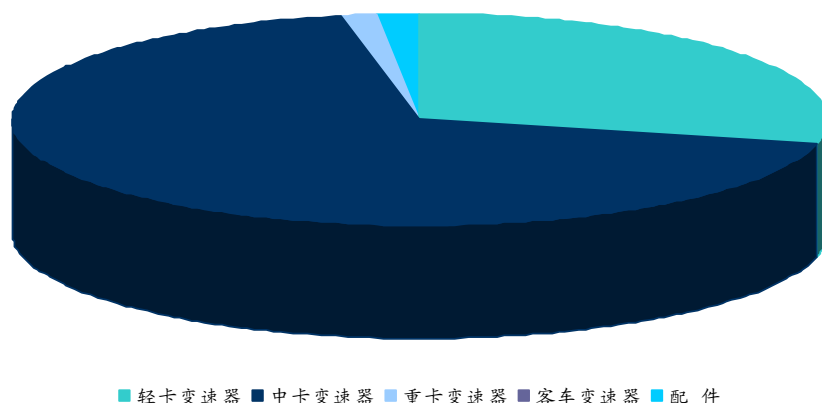
主营商用车变速箱, 轻中卡为重点配套市场

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, 根据中国机械通用零部件工业协会齿轮专业协会统计, 2008 年公司商用车变速器产量位居全国同行业第三位。2009 年公司销售各类变速器 29.65 万套, 同比增长 39.69%。

公司主要产品共分轻卡、中卡、重卡和客车四大类, 在设计上实行标志化、模块化, 在制造上实行集约化、精益化, 通过大平台制造降低成本。由于管理方法得当, 而且大量采用自制部件以降低成本, 公司毛利率不断提升, 2007 年、2008 年和 2009 年三年的主营毛利率分别为 20.61%, 25.07%, 29.23%。

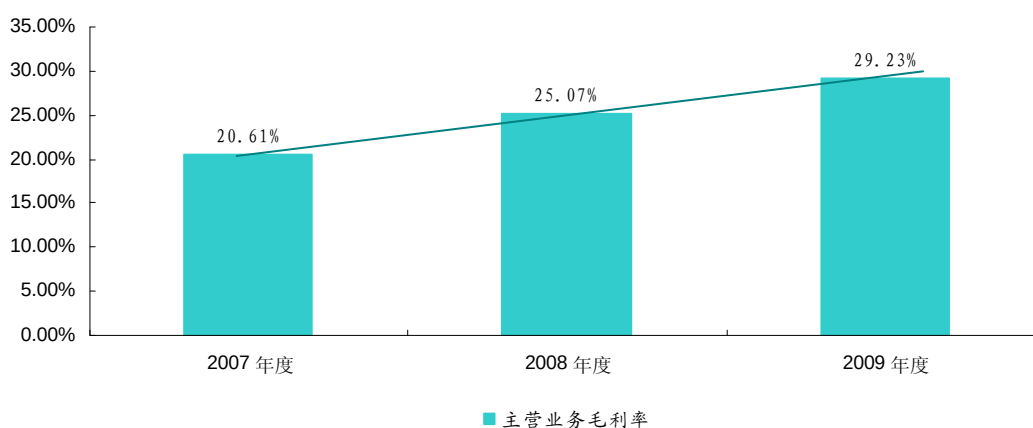
从收入结构看, 公司主营业务收入主要来自轻卡变速箱系列产品和中卡变速箱系列产品。公司在轻中卡变速箱市场上具有优势竞争地位, 2007 年、2008 年和 2009 年, 上述两系列的变速箱销售收入合计占同期主营业务收入的比重分别为 95.43%、94.01%和 96.54%。

图 2： 09 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3： 公司主营业务毛利率不断上升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

变速器市场发展特点

目前在中国市场上，手动变速器占据了主要市场份额。乘用车方面，手动变速器和自动变速器分别占六成和四成，商用车方面，特别是卡车，基本上全为手动变速器。

自动变速器目前以大量依赖国外进口为主。一方面，拥有相关技术的外国厂商对国内厂家进行了不同程度的技术封锁，即便在国内生产，也都选择由外资控股公司或外资独资企业生产；另一方面，国内相关研发进展缓慢，拥有自主知识产权的自动变速器至今仍未实现大批量生产。根据中国汽车工业协会统计，2006 年我国自动变速器乘用车产量为 161 万辆，其中 126 万辆使用的是进口自动变速器（其余为合资、独资企业生产），自动变速器进口额达 16.37 亿美元；2007 年我国自动变速器进口额则超过 25 亿美元。

手动变速器方面，由于中国国内厂家经过长时间的发展，设计原理和生产工艺、技术等较为成熟和稳定，技术难度相对于自动变速器要小。目前我国汽车变速器行业已经做到立足于“本土”生产，基本满足了国内整车厂商的配套需要，占领了大部分的国内市场份额，并已经有部分产品出口。像近年来涌现出的细分行业龙头中，万里扬在中卡领域占据了 70% 以上的市场份额，法士特在 8 吨以上重卡市场占据了 40% 以上的份额，且大都与国内主要整车制造企业有长期合作关系，所以，在手动变速器特别是在商用车的手动变速器领域，内资企业具有绝对竞争优势。

表 1: 目前主要变速器企业年产能（万台）

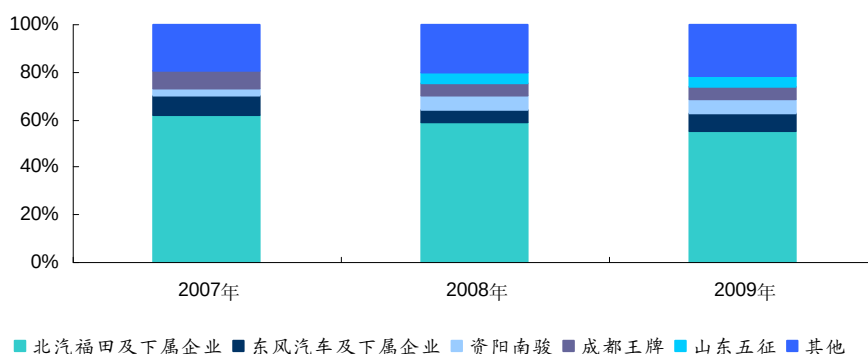
产品类型	企业名称	产能	主要配套对象
轻/中卡变速器	浙江万里扬变速器股份有限公司	30	福田汽车等
轻卡/乘用车变速器	格特拉克（江西）传动系统有限公司	30	江铃汽车等
轻卡变速器	一汽轿车长春齿轮有限公司	30	一汽内部
轻卡变速器	六安江淮汽车齿轮制造有限公司	20	江淮汽车
中卡变速器	重庆市嘉卡变速箱有限公司	7	西南市场
中卡变速器	金华汤齿齿轮箱有限公司	4	东风系客车底盘
中卡变速器	东风汽车变速箱有限公司	16.5	东风系列产品
重型汽车变速器	陕西法士特汽车传动集团有限公司	50	潍柴系商用车
重型汽车变速器	綦江齿轮传动有限公司	6	大中型客车
重型汽车变速器	中国重汽大同齿轮有限公司	12	大中型客车
重型汽车变速器	一汽哈尔滨变速箱厂	12（包括轻、中卡）	一汽内部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

轻中卡业务较为集中，与下游配套关系良好

✓ 现有格局以福田汽车为主要客户

公司的现有业务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，但历年集中度呈现逐步下降的趋势。在此次募投项目的销售意向合同中，公司与北汽福田达成 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%。我们认为，这么长时间后的意向订单可以解读为双方高层战略合作的决心，也能说明福田对公司产品的认可。

图 4: 公司向主要配套整机厂销售情况


资料来源：公司公告，长江证券研究部

✓ 与福田康明斯联合销售

目前，公司现有轻中卡变速箱的意向订单已达到 21.9 万台，公司的高档轻卡变速箱同时被福田康明斯轻卡发动机确认为全球标配变速箱，两者采用联合销售方式。

此前国内的高端轻卡受制于发动机资源不足，主要配套的发动机排量较小，载重为 1.5-2 吨。但随着生活水平的提高，市场对载质量更大的高端轻卡的需求将越来越多，福康 3.8L 配套的载质量在 4 吨左右的高端轻卡将开拓国内一个全新的市场，其成功与否取决于排放法规实施的严格程度和公司的市场推广策略。而作为公司最主要的配套变速箱会伴随福康发动机的快速上量将带来公司新一轮的销售高潮。

表 2: 福田轻微卡业务 09 年完成及 10 年目标销量 (万辆)

	合计	欧马可	奥铃	时代轻卡	时代金刚	萨普皮卡
2009	47.8	0.8	4.0	22.8	17	0.8
2010	53.2	1.5	6	24.2	19.5	2.0

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

✓ 与下游配套关系良好

公司前十大客户中, 包括第一大客户北汽福田在内的八家客户无直属商用车变速器制造公司, 所需商用车变速器均需外购, 这种情况对公司进一步开拓市场、加强与主要客户的战略协作关系创造了良好的条件; 东风汽车及安徽江淮在集团内部存在生产商用车变速器的公司, 但根据公司相关调研, 东风汽车变速箱有限公司和六安江淮汽车齿轮制造有限公司在集团内部的供应比例均在 50% 以下, 东风汽车和安徽江淮仍有较大比例的商用车变速器需要向市场采购, 且他们也未对外部采购变速器设置较高的进入壁垒, 因此上述情况对公司销售的影响不大。

表 3: 公司主要客户的变速器配套情况

序号	主要客户名单	有无下属变速器制造公司 (厂)
1	北汽福田	无
2	东风汽车	有 (东风汽车变速箱有限公司)
3	资阳南骏	无
4	成都王牌	无
5	山东五征	无
6	安徽江淮	有 (六安江淮汽车齿轮制造有限公司)
7	一拖临海	无
8	江苏跃进	无
9	云南力帆	无
10	山东时风	无

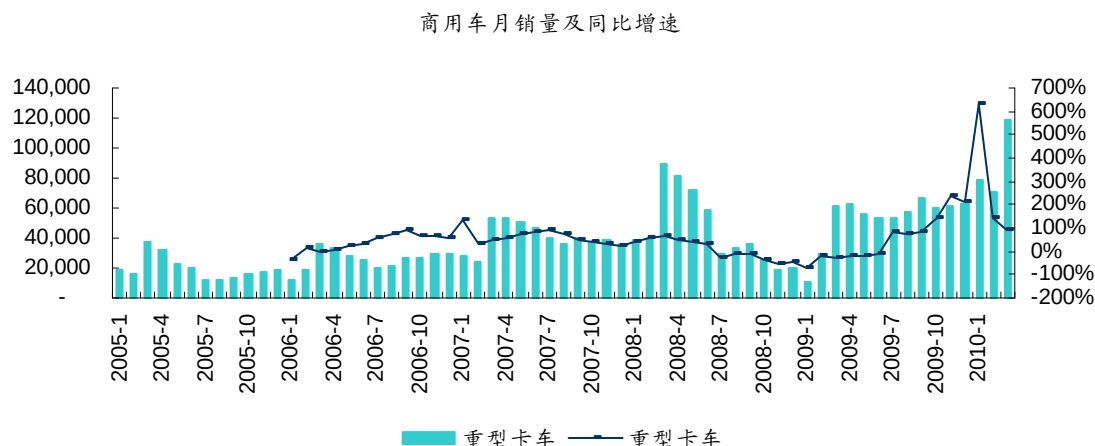
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

布局全局, 重卡业务前景广阔

✓ 重卡行业 2010 年有望实现 30% 左右增长

重卡行业 2010 年 1—4 月累计销售 38.3 万辆, 5 月预计全行销量约 10-10.5 万辆, 6 月预计销售 8 万辆, 我们预计上半年销量约 55 万-56 辆, 全年将超过 80 万辆的销量, 同比增长达到 30%。

公司的重卡变速器经过三年多的研发与测试, 目前已经全部研发完毕, 随时可以投产。公司自主研发的重卡变速器核心技术为前单后双汽车变速器, 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, 由前单中间轴主箱和后双中间轴副箱组成结构合理、性能可靠的汽车变速器, 已取得国家级专利。根据公司一年来的实地上路测试, 相比普通重卡变速器可省油 3% 到 5%。我们谨慎地按普通重卡一年行驶一万公里测算, 百公里油耗为 40 升 (实际值可能更高), 一年即可节约油费近 1000 元, 因此市场前景相当广泛。

图 5: 重卡行业高景气度运行, 单月销量创历史新高


资料来源：产销快讯、长江证券研究部

✓ 公司重卡变速器业务增长仍然需要公司努力

重卡变速箱行业目前法斯特一枝独秀，在服务网络、产品超载性能上更优。变速箱本身不在汽车公告目录管理范畴内，给公司在 OEM 厂商的突破带来了便利，其突破主要看产品的性能、市场的熟悉程度和网络的建设以及主机厂的战略意向。尽管公司已经获得 OEM 厂商的意向订单，然而意向订单要变成现实订单仍需很艰辛的工作，可能会面临竞争对手的封锁和产品推广初期性能的不稳定带来的市场推广困难。

表 4: 公司各细分产品产能产量计划（万台）

	2009	2010E	2011E	2012E
产能:				
轻卡变速器	11	14.6	21.8	29
中卡变速器	18	18	18	18
重卡变速器	0.3	1.9	5.1	8.3
客车变速器	0.02	0.42	1.22	2.02
合计	29.32	34.92	46.12	57.32
产量:				
轻卡变速器	11.29	16	20	28
中卡变速器	18.67	22.5	23	24
重卡/客车变速器	0.28	2.5	7	10
合计	30.24	41	50	62

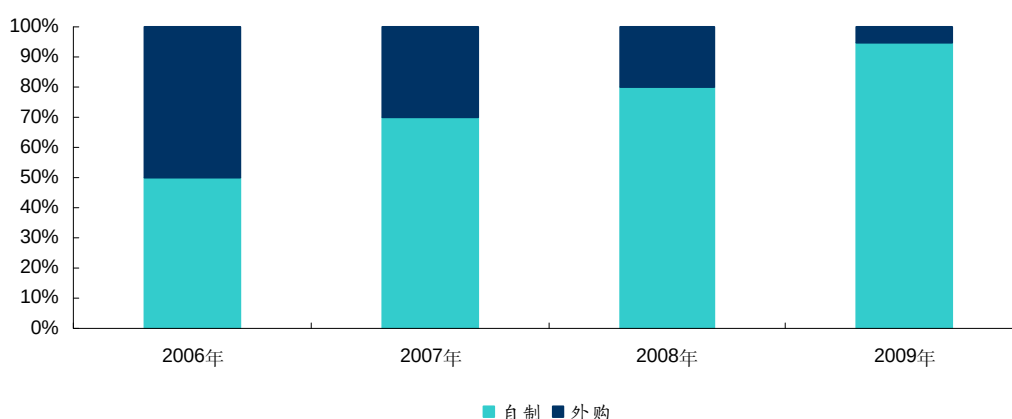
资料来源：公司公告，长江证券研究部

成本竞争优势突出

主要零部件的高自制率

变速器的主要零部件包括壳体、齿轴（齿轮与轴）及同步器，上述三类零部件的成本占变速器总成本的60%以上。目前，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。而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%。其中：同步器由公司下属的同步器实业部生产，2008年之前，由于产能受限，不能满足变速器生产的要求，有一部分同步器需要外购。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，由于地处零部件厂集中的江苏地带，外购件成本也较低。

图 6：公司零部件自制外购比例



资料来源：长江证券研究部

精益化管理，集约化生产

近年来，公司通过精益化管理模式，有效地成本控制措施，盈利-能力逐年提升，2007年至2009年汽车变速器的毛利率分别为20.61%，25.07%和29.23%，其他配件毛利率有逐年上升趋势。由于在设计上采用标准化、模块化，在制造上采用集约化、精益化，将不同规格的变速箱整合在大平台上制造，有效降低了制造平台和装配线的成本。2007年以来，公司在重卡变速箱和客车变速箱销售数额不高的基础上实现了40%以上的高毛利率。实行集约化生产以后，公司的设计验证周期由1年降低为3-4个月，交货期则缩短了一个月。

表 5：公司一体化生产模式前后对比

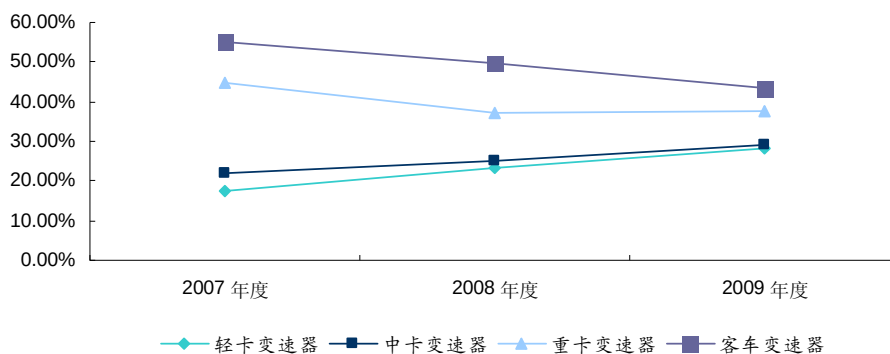
	普通生产模式	一体化生产模式
设计验证比较	全面验证，周期1年	只需验证集成部分，验证周期3-4个月
产品平台	32个	16个
自制件	920余件	250余件
外购件	5100余种	2000余种
平台类型	每个规格需要单独平台	大平台
零部件品种	9种以上	3种（齿轮、壳体、同步器）
装配线数量	20余条装配线	3条装配线
CPK	1.10	1.33
交货期		缩短一个月

资料来源：长江证券研究部

向下游转移成本能力较强

商用车由于其多用于生产经营，其成本向下游转嫁的能力相对较强，作为商用车主要零部件的变速器，也拥有一定的向下游转嫁成本的条件。且公司的市场集中度较高，与整机厂商的配套关系紧密，因此，当原材料价格出现较大波动时，公司会及时与客户重新协商确定新的销售指导价格，凭借本身的规模优势、技术优势以及专业化的生产，依然可以较好地将在成本上涨的压力予以控制、转移和消化。从公司毛利率变化水平看，我们认为，公司具备较强的向下游转移成本能力。

图 7：公司各型号产品毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

整体来看，公司作为民营企业，对成本的控制力度较强，通过提升自制品率、改进管理模式、向下游转移成本等有效措施，可以维持产品价格波动幅度低于原材料价格波动幅度，盈利能力较为稳定。

公司未来发展战略规划

我们认为，公司未来将主要面向几个方面进行战略布局：

1. 现有产能再扩充，生产线技术改造：公司可能对现有核心产品线进行进一步高效率，高精度的研发改造，进一步提升各类型变速箱的产能和质量，确保产品在国内市场的领先地位。
2. 进一步建设乘用车变速器基地：2009 年，万里扬股份新增一宗土地使用权，面积 57,046 平方米；北京美依顿、长沙万里扬两家筹建单位也各自拥有一宗土地使用权，面积分别为 82,949.97 和 80,523.00 平方米，土地问题已然解决，公司在未来将择机投产 30 万-50 万台的乘用车变速器投资项目。
3. 配套整机厂资源整合：目前公司自身产能紧张，下游整机厂需求旺盛，2009 年下游各个整机厂甚至采取了驻厂催货来加快货物周转。为了未来进一步有效扩大市场，降低依赖单一整机厂的风险，公司可能将考虑向下游其他整机厂扩大延伸，进行合理资源整合。
4. 自动变速器：作为变速器的另一大类，自动变速器主要应用于乘用车，市场容量巨大，当前乘用车市场的高速成长也使得自动变速器需求快速上升。公司的 AMT 自动变速器已经研发完成，目前配套车型主要为二汽军车、郑州日产和中兴皮卡、福田汽车的皮卡和军车。2008 年公司与中国人民解放军装甲兵工程学院和北京世纪大恒电子有限公司合作，共同开发 0.8-3.5L 排量乘用车用双离合器（DCT）汽车自动变速器，研发期限为 3 年。该技术目前国内还没有，国际上掌握的公司也极少，一旦研发完成，将对国内自动变速器市场造成巨大冲击。

募投资投向分析

近年来公司产能不断上升仍无法满足市场需求，产能瓶颈明显。本次募集资金投资项目主要目的是扩大产能，拓宽市场，包括年产28万台汽车变速器投资项目，按照规划，新增的28万台产能中，重卡变速器8万，轻卡变速器18万，客车变速器2万台，投资总额为5.8亿元。

表 6：公司募集资金项目进展与计划（万元）

项目名称	投资内容	投资总额	第一年	第二年	第三年	第四年
年产 28 万台汽车变速器项目	项目总投资	58,033	25,000	25,474	4,085	3,475
	其中：固定资产投	48,167	25,000	23,167	-	-
	铺底流动资产	9,866	-	2,308	4,085	3,473
技术研发中心建设项目	项目总投资	4,011	2,000	1,952	59	-
	其中：固定资产投	3,952	2,000	1,952	-	-
	铺底流动资产	59	-	-	59	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- ✓ 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：一类是在公司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。
- ✓ 技术研发中心建设项目将使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。

表 7：公司汽车变速器投资项目进展与计划（台）

项目产品	建设期		生产达产期	
	第一年	第二年	第三年	第四年及以后
重卡变速器	-	16,000	48,000	80,000
轻卡变速器	-	36,000	108,000	180,000
客车变速器	-	4,000	12,000	20,000
合计	-	56,000	168,000	280,000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司估值分析

我们预计，2010-2012 年，按照发行后 1.7 亿股计算公司每股收益 1.13, 1.55, 1.98 元。

表 8: 公司销售收入分析

万元		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
轻卡变速器	营业收入	16,930	16,792	20,820	30,097	38,373	54,797
	收入增长		-0.82%	23.99%	44.55%	27.50%	42.80%
	销量(台)	94,049	85,442	109,788	155,590	194,487	272,282
	增长 YOY		-9.15%	28.49%	41.72%	25.00%	40.00%
	售价	0.18	0.20	0.19	0.19	0.20	0.20
	增长 YOY		9.18%	-3.51%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	17.32%	23.33%	28.15%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	13,998	12,874	14,960	21,068	26,861	38,358
中卡变速器	营业收入	32,571	37,128	49,443	60,777	63,370	67,448
	收入增长		13.99%	33.17%	22.92%	4.27%	6.43%
	销量	116,774	125,277	185,102	223,074	228,031	237,946
	增长 YOY		7.28%	47.75%	20.51%	2.22%	4.35%
	售价	0.28	0.30	0.27	0.27	0.28	0.28
	增长 YOY		6.25%	-9.87%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	21.74%	24.94%	29.07%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	25,490	27,868	35,070	42,544	44,359	47,214
重卡变速器	营业收入	259	788	1,016	9,251	26,422	38,500
	收入增长		203.96%	28.98%	810.71%	185.60%	45.71%
	销量	512	1,407	1,611	14,384	40,275	57,536
	增长 YOY		174.80%	14.50%	792.86%	180.00%	42.86%
	售价	0.51	0.56	0.63	0.64	0.66	0.67
	增长 YOY		10.61%	12.65%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	44.62%	37.26%	37.59%	40.00%	40.00%	40.00%
	营业成本	143	494	634	5,551	15,853	23,100
客车变速器	营业收入	61	122	2	28	56	86
	收入增长		101.73%	-97.99%	1022.00%	104.00%	53.00%
	销量	77	133	3	33	66	99
	增长 YOY		72.73%	-97.74%	1000.00%	100.00%	50.00%
	售价	0.79	0.92	0.82	0.84	0.85	0.87
	增长 YOY		16.79%	-10.89%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	55.08%	49.69%	43.49%	40.00%	40.00%	40.00%
	营业成本	27	62	1	17	34	52
配件	营业收入	510	1,084	1,248	1,498	1,797	2,067
	收入增长		112.40%	15.11%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	22.92%	21.65%	24.56%	24.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	393	849	942	1,138	1,348	1,550
合计	营业收入	50,331	55,914	72,529	101,650	130,019	162,898
	收入增长		11.09%	29.72%	40.15%	27.91%	25.29%
	毛利率	20.61%	25.07%	29.23%	30.82%	31.97%	32.31%
	营业成本	40,052	42,148	51,606	70,317	88,455	110,273

资料来源：长江证券研究部

考虑到公司的成长性和当前中小板汽车零部件股估值情况，我们认为可以按照 2010 年业绩 25-30 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 28.3-33.9 元。

风险提示

公司变速箱在重卡市场的推广难以获得市场认可，下游行业需求增速放缓，募集资金投资项目进展不顺利风险等。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	727	1019	1303	1633	货币资金	124	102	130	163
营业成本	513	705	887	1105	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	214	314	417	528	应收账款	72	102	130	163
% 营业收入	29.4%	30.8%	32.0%	32.3%	存货	173	238	299	373
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	63	87	110	137
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	39	55	70	88	流动资产合计	460	566	717	896
% 营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	38	54	69	86	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	长期股权投资	29	29	29	29
财务费用	4	4	4	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产合计	311	645	931	1066
资产减值损失	1	2	2	2	无形资产	104	99	94	89
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	3	3	3	3
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	136	198	270	345	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	18.6%	19.5%	20.7%	21.1%	资产总计	907	1342	1774	2083
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	30	108	175	29
利润总额	141	198	270	345	应付款项	378	519	653	814
% 营业收入	19.4%	19.5%	20.7%	21.1%	预收账款	3	4	5	6
所得税费用	5	7	10	13	应付职工薪酬	1	1	2	2
净利润	136	191	260	333	应交税费	-3	-4	-5	-7
归属于母公司所有者的净利润	137.5	192.8	262.8	335.9	其他流动负债	28	38	48	60
少数股东损益	-1	-2	-3	-3	流动负债合计	437	667	878	905
EPS (元/股)	1.08	1.13	1.55	1.98	长期借款	40	40	40	40
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	202	301	418	550	其他非流动负债	2	2	2	2
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	479	709	920	947
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	420	626	850	1135
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-132	-410	-413	-316	股东权益	9	7	4	1
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	429	633	854	1136
投资活动现金流净额	-128	-410	-413	-316	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.079	1.134	1.546	1.976
股权融资	0	43	0	0	BVPS	3.29	4.91	5.00	6.68
银行贷款增加 (减少)	-43	78	67	-146	ROE	32.8%	30.8%	30.9%	29.6%
筹资成本	5	-33	-44	-55					
其他	-31	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-69	87	23	-201					
现金净流量	5	-22	28	33					

分析师介绍

邵稳重，长江证券行业分析师。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。