



徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

重点开拓重卡变速箱市场

——万里扬（002434）新股点评报告

研究报告-新股点评

发布日期: 2010年6月2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。未来将向重卡领域发展，并提高轻卡领域的市场份额。

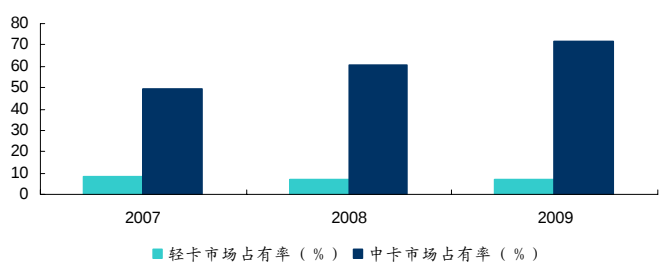
事件:

- **万里扬发行新股。**公司主要产品是商用车变速箱，配套福田汽车、江淮汽车、东风汽车等，在中卡变速箱市场居领先地位。实际控制人为自然人黄河清、吴月华夫妇，通过万里扬集团和众成投资合计持有公司51%股权（发行前）。公司拟在中小板发行新股4250万股，发行价为30元，按2009年摊薄每股收益计算发行市盈率为39倍，募集资金12.75亿元。发行后总股本为17000万股。

点评:

- **在中卡变速箱市场居领先地位。**商用车变速箱需求与商用车产量基本保持一致，2009年商用车对变速箱的需求约为340万台，其中轻微卡234万台，重卡64万台，中卡27万台。在中卡领域，公司居领先地位，占有约70%市场份额。轻卡变速箱市场相对比较分散，公司占有约8%市场份额。如果考虑部分产品被用于轻卡，则2009年中卡领域市场占有率约为35%，轻卡领域市场占有率约为13%。公司重卡变速箱产品目前尚未上规模，法士特占有绝对领先的市场份额。

图 1: 轻卡与中卡变速箱市场占有率



资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

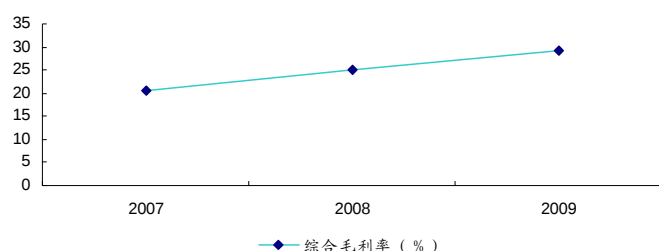
表 1: 商用车变速箱行业主要竞争对手

细分市场	主要竞争对手
轻卡	江西格特拉克、一汽长春齿轮、六安江淮齿轮
中卡	重庆嘉卡变速箱、金华汤齿齿轮、东风汽车变速箱
重卡	法士特、綦江齿轮、大同齿轮、一汽哈变

资料来源: 中原证券研究所, 招股说明书

- **盈利能力逐年上升。**公司产品成本结构中，原材料和外协件占有约90%份额。虽然最近几年原材料价格波动较大，使得产品成本波动较大，但由于公司具有较强的议价能力。2008公司产品平均价格上升9.61%，而成本仅上升3.71%，使得毛利率上升4.28个百分点。同样，2009年公司产品平均价格下降6.93%，而成本下降了12.17%，使得毛利率继续上升了4.24个百分点。毛利率的上升除与其较强的议价能力有关外，还和近几年减少外协件增加零部件自制有关。以齿轮和轴为例，2007年其向清华实业采购齿轮和轴总额占主营业务成本的比例为41.71%。2008年公司收购清华实业，这使得当年产品的平均成本下降8%。

图 2：综合毛利率



资料来源：中原证券研究所，招股说明书

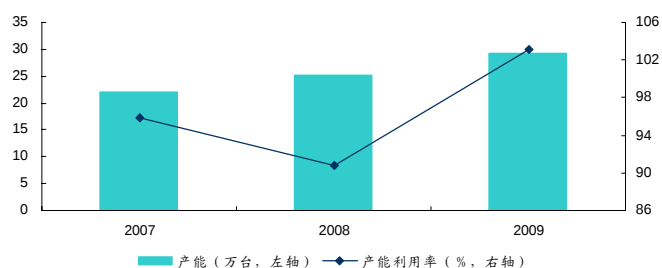
表 2：单位售价和单位成本比较

	2007	2008	2009
单位售价 (元)	2356.57	2583.15	2404.06
单位售价增长 (%)	-	9.61	-6.93
单位成本 (元)	1875.94	1945.57	1708.74
单位成本增长 (%)	-	3.71	-12.17
单位毛利 (元)	480.63	637.58	695.32

资料来源：中原证券研究所，招股说明书

- **扩大产能，重点开拓重卡变速箱市场。**本次募集资金主要投向年产28万台汽车变速器投资项目和技术研发中心建设项目，预计投入资金5.80亿元。在建设期第二年开始三年分别新增产能5.60万台、11.2万台和11.2万台。虽然公司近几年也一直扩大产能，但2009年公司产能利用率仍然超过100%，不少订单流失。未来随着产能的逐步释放，产能瓶颈问题有望得以解决。其中重卡变速箱是公司未来发展重点，项目预留产能为8万台。从价格来看，重卡变速箱约为6000元/台，远高于轻卡和中卡2000元左右的单价。从盈利能力来看，公司重卡变速箱业务毛利率在37%以上，远高于轻卡和中卡不到30%的毛利率。从市场容量来看，按重卡70万年产量计算，重卡变速箱市场容量达到约42亿元。重卡变速箱业务将是公司未来发展的关键。相对于主要竞争对手，公司产品具有一定的价格优势，这是未来开拓市场的主要砝码。目前公司已经获得8.1万台重卡意向订单。

图 3：产能与产能利用率



资料来源：中原证券研究所，招股说明书

表 3：项目产出计划

单位：万台

	建设期		生产达产期	
	第一年	第二年	第三年	第四年
重卡变速器	-	1.60	4.80	8.00
轻卡变速器	-	3.60	10.80	18.00
客车变速器	-	0.40	1.20	2.00
合计	-	5.60	16.80	28.00

资料来源：中原证券研究所，招股说明书

- **盈利预测。**我们预计公司2010年-2011年每股收益分别为1.04元和1.31元（按发行后总股本摊薄），发行价对应的2009年-2011年动态市盈率为28.84倍和22.90倍。鉴于公司在产能扩张后较快的业绩增速和重卡变速箱业务的良好预期，可以给予公司2010年28倍市盈率、2011年25倍市盈率，对应合理价值区间为29.12-32.75元。
- **风险提示。**（1）原材料价格大幅波动；（2）重卡变速箱市场开拓达不到预期；（3）募集资金投资项目进展不顺利。



盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	5.64	7.27	10.12	12.65
增长比率 (%)	11.60	28.83	39.14	25.03
净利润 (亿元)	0.90	1.38	1.77	2.22
增长比率 (%)	52.37	53.00	28.69	25.35
每股收益 (元)	0.53	0.81	1.04	1.31
市盈率 (倍)				

发行数据

发行价 (元)	30.00
发行数量 (万股)	4250
发行方式	网下配售
	网上资金申购
发行日期	6月2日
上市日期	

基础数据 (2009年12月31日)

每股净资产 (元)	3.29
每股经营现金流 (元)	1.58
毛利率 (%)	29.40
净资产收益率 (%)	37.94
资产负债率 (%)	52.75
总股本/流通股 (万股)	12750/
B股/H股 (万股)	/

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。