

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

重卡变速箱业务稳步推进

事件描述

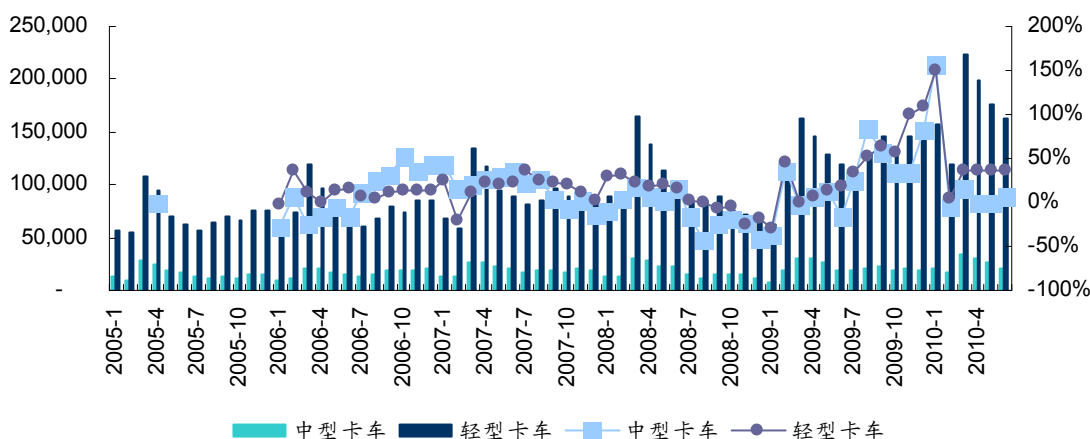
万里扬 7 月 28 日披露 2010 年半年报: 10 年实现营业收入 4.6 亿, 同比增长 17.3%; 净利润 0.92 亿, 同比增长 5.1%。按照加权平均后的每股收益 0.72 元 (若按照发行后股权计算每股收益为 0.54 元), 每股净资产 10.13 元。

事件评论

第一, 受制于中卡业务小幅下滑, 公司业绩略低于预期。

公司的利润来源目前主要是轻卡和中卡变速箱配套。2010 年轻卡行业继续保持着高景气度运行, 同比累计增速为 41.4%, 而中卡行业继续保持稳健增长, 累计同比增速为 12.9%。考虑到轻卡行业下半年的高基数, 我们预计轻卡行业全年增速仍可达到 20%。公司上半年轻卡变速箱配套增长速度为 52.3%, 增速快于行业, 市场份额进一步提升。中卡变速箱业务有所下滑, 低于我们此前的预计, 导致业绩低于我们此前的预期, 主要是因为去年增速较高, 基数较大, 我们在模型中调整中卡变速箱增速为今年与持平。

图 1: 轻卡行业高景气度运行



资料来源: 汽车产销快讯, 长江证券研究部

报告期内公司实现营业利润 10,155.49 万元，净利润（归属于母公司的净利润）9,185.16 万元，净利润仅增长 5.1% 主要是因为报告期内，公司所得税费用为 1,032 万元，较上年同期增加 1,015.25 万元，公司 2009 年 1-6 月因购买国产设备投资抵免企业所得税金额为 1,023.79 万元，而至本报告期已无抵免。

第二，重卡变速箱推进正有序推进，2010 年立足于打好基础。

市场目前对周期性属性的公司明年的业绩比较担忧，而公司的重卡变速箱项目具有外延式增长可能，可以部分对冲甚至全部对冲行业周期可能向下对公司 EPS 的不利影响。公司在招股说明书中提到，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，新增的 28 万台产能中，重卡变速器产能 8 万。

公司的变速箱类别是按照扭矩来划分的，最大输入扭矩 400 牛米及以下为轻卡变速箱，最大输入扭矩在 400-700 牛米为中卡变速箱，700 牛米及以上的为中卡变速箱。按照公司的分类标准，公司统计的重卡变速箱包括 7 档及以上的变速箱。

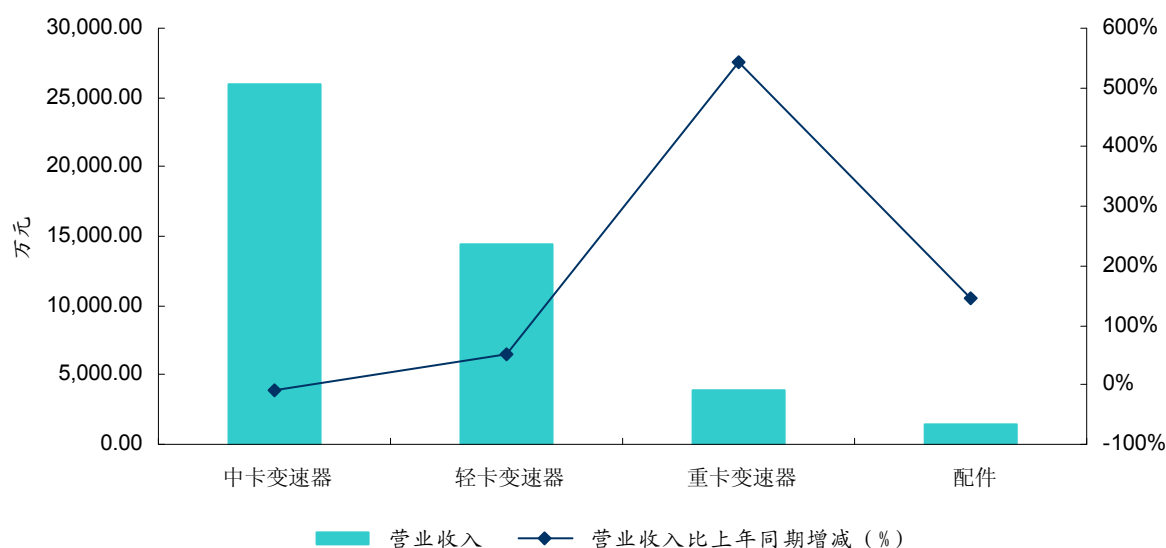
表 1：公司变速箱分类标准

	扭矩区间
轻卡变速箱	$\leq 400\text{N.m}$
中卡变速箱	$(400, 700)\text{N.m}$
重卡变速箱	$\geq 700\text{N.m}$

资料来源：长江证券研究部

公司在招股说明书披露 07-09 年的重卡变速箱平均售价为 5100-6300 元，根据我们对重卡行业变速箱的定价的了解，此平均价格大致是 7-8 档变速箱的售价区间。按照我们在关键假设中对于售价 0.64 万元均价的假设，公司今年上半年实现重卡变速箱配套约 6160 台，增速低于我们此前的预期，但考虑到上半年公司重卡变速箱主要是在福田的北方工程车有所突破，下半年有望进入包括福田南方工程车、一汽的外围厂家在内的准重卡细分市场配套体系。由于目前法士特在主流重卡市场一枝独秀，各整车厂为追求产业链的安全，也会为公司的产品推广创造有利的外部环境，公司将在 2010 年稳扎稳打，为日后在主流重卡的突破打下良好的市场和产品基础。我们对公司的重卡变速箱业务仍保持乐观态度。

图 2：公司重卡变速箱业务 2010 年上半年快速发展



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，估值与建议

公司是变速箱行业龙头企业，传统业务将受益于国内轻卡行业的快速发展，募投项目将受益于重卡行业的产业链的整合，有望在重卡变速箱市场获得一席之地。但考虑到中卡变速箱难以维持去年的高增速，按照发行后 1.7 亿股计算，我们小幅下调公司每股收益 10 年、11 年、12 年分别为 1.02，1.43，1.85 元。当前股价 26.85 元，对应 PE 分别为 26.23 倍、18.81 倍和 14.52 倍，我们首次给予“谨慎推荐”投资评级。投资风险主要在于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。

表 2: 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	50,432	52,583	55,967
	收入增长		13.99%	33.17%	2.00%	4.27%	6.43%
	销量	116,774	125,277	185,102	185,102	189,215	197,442
	增长 YOY		7.28%	47.75%	0.00%	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	35,302	36,808	39,177
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	91,305	119,232	151,417
	收入增长		11.09%	29.72%	25.89%	30.59%	26.99%
	毛利率	20.61%	25.07%	29.23%	30.92%	32.15%	32.48%
	营业成本	40,052	42,148	51,606	63,075	80,904	102,236

资料来源: 长江证券研究部

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	915	1195	1518	货币资金	124	92	120	152
营业成本	513	632	811	1025	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	214	283	384	493	应收账款	72	91	119	151
% 营业收入	29.4%	30.9%	32.1%	32.5%	存货	173	213	274	346
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	63	78	100	127
% 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	49	65	82	流动资产合计	460	508	657	832
% 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	48	63	80	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%	0.5%	0.4%	0.3%	固定资产合计	311	644	929	1063
资产减值损失	1	1	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	179	249	323	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	18.6%	19.5%	20.9%	21.3%	资产总计	907	1283	1711	2016
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	30	122	206	77
利润总额	141	179	249	323	应付款项	378	466	597	755
% 营业收入	19.4%	19.5%	20.9%	21.3%	预收账款	3	4	5	6
所得税费用	5	7	9	12	应付职工薪酬	1	1	2	2
净利润	136	172	240	311	应交税费	-3	-3	-5	-6
归属于母公司所有者的净利润	137.5	174.0	242.6	314.4	其他流动负债	28	34	44	56
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	流动负债合计	437	624	848	889
EPS (元/股)	1.08	1.02	1.43	1.85	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	272	398	528	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	665	890	931
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	420	610	817	1084
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-132	-409	-412	-315	股东权益	9	7	5	2
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	429	617	821	1086
投资活动现金流净额	-128	-409	-412	-315	基本指标	907	1283	1711	2016
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.079	1.024	1.427	1.850
股权融资	0	43	0	0	BVPS	3.29	4.79	4.80	6.38
银行贷款增加 (减少)	-43	92	83	-129	PE	24.89	26.23	18.81	14.52
筹资成本	5	-30	-41	-52	PEG	0.78	0.83	0.59	0.46
其他	-31	0	0	0	PB	8.15	5.61	5.59	4.21
筹资活动现金流净额	-69	104	42	-180	EV/EBITDA	27.16	17.52	12.15	8.83
现金净流量	5	-32	28	32	ROE	32.8%	28.5%	29.7%	29.0%

分析师介绍

邵稳重，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，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。