

2010-11-21

汽车零配件与设备

万里扬 002434-SZ

明年看重卡变速器 后年看乘用车变速器

◇ 调研地点: 浙江金华
◇ 拜访对象: 万里扬高管

◆公司是国内中、轻卡变速器的龙头企业

公司是国内中、轻卡变速器的龙头企业, 现已进入重卡变速器市场和客车变速器市场, 并正在建设乘用车变速器产能。公司的发展战略是在变速器市场拓展新的市场空间, 未来五年的发展目标是年销售 200 万台商用车变速器和 50 万台乘用车变速器, 年营业收入达到 50 亿元。

◆重卡变速器是公司明年的主要增长点, 股价催化剂是配套福田欧曼

公司现有 8 条装配线, 其中 2 条重卡变速器装配线的现有年产能 8 万台, 未来可扩展至 20 万台。预计今年重卡变速器销量为 1.2 万台, 主要客户包括一汽青岛、山西大运和北汽福田的诸城工厂、长沙工厂。重卡变速器将是公司明年营业收入和净利润的主要增长点, 潜在的股价催化剂是公司成功实现为福田欧曼重卡配套。

◆乘用车变速器打开了公司中长期的发展空间, 目标客户自主品牌

公司拟使用 2 亿元超募资金和 4.22 亿元自有资金投资“年产 50 万台乘用车变速器项目”, 其中手动变速器 35 万台, 自动变速器 15 万台, 预计该项目明年下半年投产, 目标客户为奇瑞、江淮、力帆、众泰等自主品牌。公司的手动变速器与 AMT 自动变速器同步设计, 一体化开发, 首先开发的产品匹配排量小于 1.6L 的发动机。

◆收购山东临工桥箱将增强公司整体的盈利能力

公司以现金 1,672 万元收购万盛汽配持有的山东临工桥箱 16.33% 股权, 成为山东临工桥箱的控股股东。我们认为, 此次收购不仅可以提高公司在轻卡变速器市场的市场份额, 增强议价能力, 还将通过成本管理和加大自制率提高山东临工桥箱的盈利能力, 实现双赢发展。

◆维持“买入”评级, 目标价 39.00 元

我们预计公司的重卡变速器明年下半年将实现为福田欧曼配套, 乘用车变速器项目将在 2011 年下半年投产, 公司在 2010-2013 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.53 元、2.44 元和 3.37 元, 未来四年净利润复合增速 42.9%。考虑公司的高成长和收购山东临工桥箱带来的协同效应, 我们结合绝对估值和相对估值, 给予公司 2011 年 25 倍 PE 估值, 目标价 39.00 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	564	727	1,271	2,231	3,022
营业收入增长率	11.60%	28.83%	74.78%	75.53%	35.46%
净利润(百万元)	90	138	174	261	415
净利润增长率	52.37%	53.00%	26.45%	49.81%	59.16%
EPS(元)	0.53	0.81	1.02	1.53	2.44
ROE(归属母公司) (摊薄)	29.45%	32.76%	9.64%	12.96%	17.69%
P/E	63	41	33	22	14
P/B	19	14	3	3	2
EV/EBITDA	50	21	21	15	9

维持

买入

当前价格	31.11 元
目标价格	39.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

于 特(执业证书编号: S0930210060004)

联系人:

奉 玮

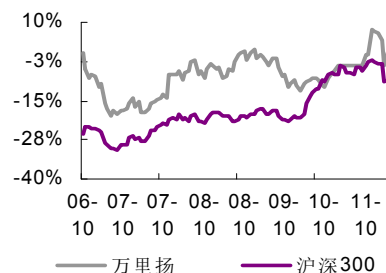
021-22169320

fengw@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	170
总市值(百万元)	5,685
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	34.41/24.70
近 3 月日均成交量(百万股)	2.19
主要股东	万里扬集团 有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.22	-4.70	0.00
绝对收益	9.50	1.52	0.00

相关报告:

资产收购产生协同效应, 进军乘用车变速器前
景光明 2010-11-04

投资要件

核心观点

- 1、看好公司收购山东临工桥箱 16.33% 股权，理由是：1) 此次收购后，公司从国内中卡变速器行业龙头成长为国内除重卡以外的卡车变速器行业龙头，2010 年市场份额 34%，议价能力增强；2) 未来公司通过输出成本管理和加大内部采购比例，有望在未来两年内将山东临工桥箱的净利润从 2000 万元大幅提升至 6000~7000 万元；3) 收购后公司可加大山东临工桥箱的内部采购比例，实现规模效应。
- 2、公司明年的看点是重卡变速器业务能否实现重点客户福田欧曼的突破。公司产品在设计和质量上已具备市场拓展的能力，未来的不确定性主要来自于公司产能提升的速度。
- 3、50 万台乘用车变速器项目明年上半年即可投产，虽然在明年难以为公司贡献利润，但为公司打开了中长期的发展空间。
- 4、看好公司的长期发展。我们预计，公司的募投项目和乘用车变速器项目将在 2013 年实现满产，其中 50 万台乘用车变速器业务贡献净利润 2 个亿，28 万台商用车变速器募投项目贡献净利润 1~2 亿元，山东临工桥箱贡献净利润 0.8~1 亿元，公司原有 30 万台卡车变速器贡献利润 1.5 亿元，公司实现归属于上市公司股东的净利润超过 5.3~6.5 亿元，折合每股收益 3.11~3.82 元。

我们区别于市场的观点

因为山东临工桥箱的毛利率低于公司，所以市场对于公司此次收购是否会拉低公司整体毛利率存在一定疑虑，但我们基于上文提及的原因看好此次收购。

核心假设

2011 年国内卡车市场平稳发展。

股价上涨的催化因素

公司重卡变速器产品成功实现为福田欧曼重卡配套。

风险因素

导致我们本篇报告的结论与实际不符的风险因素包括：

- 1、明年国内卡车市场，特别重卡市场，出现大幅下滑。
- 2、公司重卡变速器业务拓展

估值和目标价格

我们预计公司在 2010-2013 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.53 元、2.44 元和 3.37 元，未来四年净利润复合增速 42.9%。考虑公司的高成长和收购山东临工桥箱带来的协同效应，我们结合绝对估值和相对估值，给予公司 2011 年 25 倍 PE 估值，目标价 39.00 元。

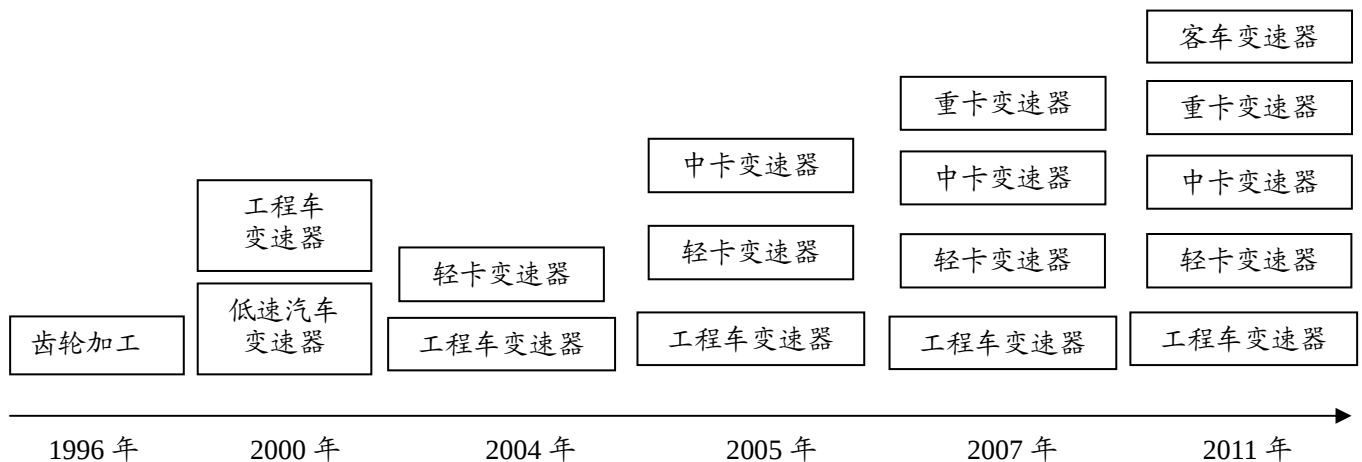
1	万里扬：专注变速器行业 产品不断升级	4
2	汽车变速器行业：进入门槛高 产业集中度高	6
2.1	行业门槛：途径有限、周期较长	6
2.2	行业结构：万里扬是国内商用车变速器行业前十名中唯一的民企	7
2.3	议价能力：技术含量高 回帐周期短	7
2.4	成本结构：主要受钢材价格波动影响	8
2.5	商用车手动变速器：单中间轴与双中间轴之争	9
2.6	节能环保与新能源汽车：仍将需要变速器	10
3	中、轻卡变速器业务：市场占有率第一的行业龙头	10
3.1	卡车市场：整体增长迅速 中卡份额受挤压	10
3.2	万里扬：中、轻卡变速器龙头 市场份额第一	11
4	重卡变速器业务：明年看点在配套福田欧曼	12
4.1	重卡市场：销量增速波动巨大 市场格局异常平稳	12
4.2	市场结构：法士特一家独大 内部配套尚难以满足	13
4.3	万里扬：明年看点配套福田欧曼	14
5	客车变速器市场：重建销售渠道与售后服务体系	16
5.1	客车市场：整体增长平缓 结构趋于稳定	16
5.2	客车变速器：换挡频繁 要求操作方便	16
5.3	万里扬：适应直销模式 升级售后服务	17
6	乘用车变速器：市场空间巨大 明年难以贡献利润	17
6.1	乘用车自动变速器市场：市场需求巨大 技术亟待突破	17
6.2	万里扬自动变速器：储备 DCT 技术 投产 AMT 产品	19
6.3	乘用车手动变速器市场：增长迅速 内部配套为主	19
6.4	万里扬手动变速器：目标客户为自主品牌	20
7	看好公司收购山东临工桥箱	21
7.1	公司并购战略分析	21
7.2	看好公司并购山东临工桥箱的逻辑	21
7.3	山东临工桥箱业绩预测	21
8	盈利预测	21
9	估值	22
10	投资评价和建议	24
11	风险分析	24

1 万里扬：专注变速器行业 产品不断升级

公司于 2007 年 10 月 30 日由万里扬集团有限公司、香港利邦实业有限公司、金华市众成投资有限公司和金华市德瑞投资有限公司发起成立，是我国轻卡和中卡变速器行业的龙头企业，现已进入重卡变速器市场、客车变速器市场，并正在建设乘用车变速器产能，预计明年上半年即可投产。

公司实际控制人黄河清、吴月华夫妻 1996 年从做齿轮开始创业，于 2000 年从“大厂嫌利薄不愿做，小厂没技术做不出来”的低速汽车（农用车）变速器和工程车变速器切入变速器市场，之后在 2004 年成功抓住北汽福田跨越式发展急需轻卡变速器的机会挺进轻卡变速器市场。接着公司又于 2006 年着手开展重卡变速器的研发工作，并于 2007 年推出自己的重卡变速器产品。

图表 1 公司实际控制人市场拓展发展历程



资料来源：光大证券研究所

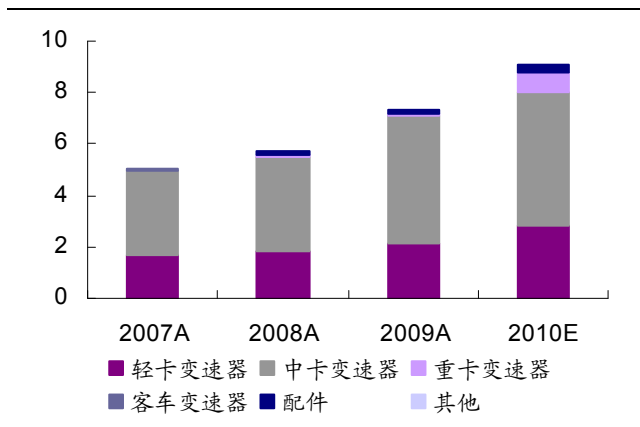
根据公司 2010 年 6 月 1 日发布的招股说明书，公司将在现有 30 万中、轻卡变速器产能的基础上，利用募集资金新建年产 28 万台汽车变速器的产能；根据公司 2010 年 11 月 4 日发布的重大投资公告，公司拟使用 2 亿元超募资金和 4.22 亿元自有资金投资“年产 50 万台乘用车变速器项目”，其中手动变速器 35 万台，自动变速器 15 万台。

图表 2 公司分产品营业收入（单位：亿元）

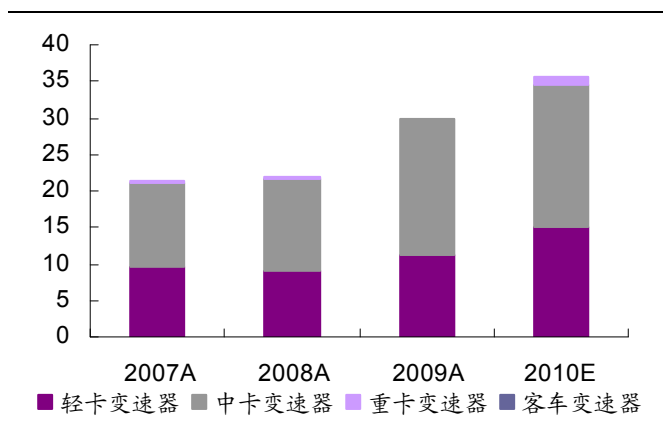
2010 年公司中、轻卡变速器营业收入占比在 90%以上

图表 3 公司分产品销量（单位：万台）

2010 年公司中、轻卡变速器销量占比在 95%以上



资料来源: 光大证券研究所

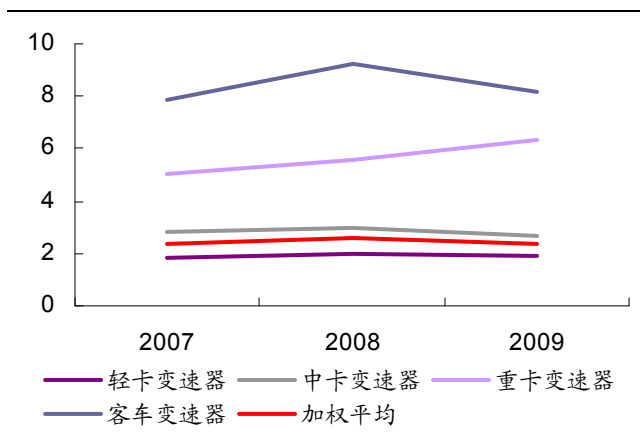


资料来源: 光大证券研究所

公司变速器销量从 2007 年的 22.1 万台增长至 2009 年的 29.3 万台, 年均复合增速为 15.2%; 营业收入从 2007 年的 5.06 亿元增长至 2009 年的 7.27 亿元, 年均复合增长率为 19.9%; 净利润从 2007 年的 5,900 万元增长至 2009 年的 1.38 亿元, 年均复合增长率为 52.7%。

图表 4 公司分产品销售均价 (单位: 千元)

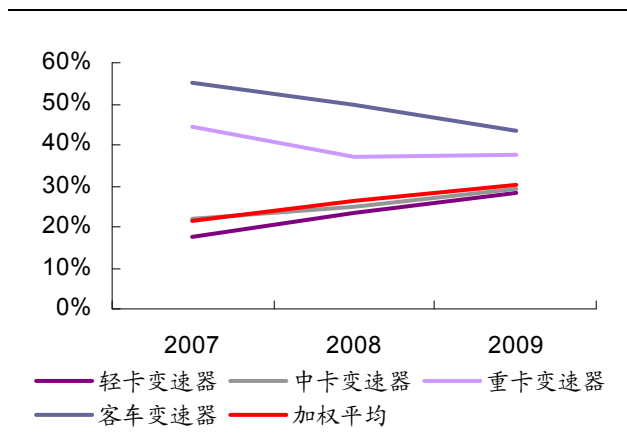
重卡和客车变速器单价远高于轻卡和中卡变速器



资料来源: 光大证券研究所

图表 5 公司分产品毛利率

轻卡和中卡变速器毛利率稳步提升



资料来源: 光大证券研究所

公司产品平均单价的提升来自于重卡变速器销售占比的增加和单价的提升; 而公司盈利能力的提升主要是由于公司轻卡和中卡变速器在平均价格基本保持稳定的情况下降低了生产成本, 从而提高了此两项产品的毛利率。

公司未来的产品规划为: 商用车变速器分为 5 个体系, 9 个平台, 乘用车变速器分为 2 个体系, 3 个平台。

商用车变速器的 5 个体系按照市场划分, 分别为重卡、工程车、客车、中卡和轻卡 5 个体系, 9 个平台按照变速器的中心距划分。乘用车变速器的 2 个体系按照发动机布置形式划分, 分为纵置和横置 2 个体系, 3 个平台按照所匹配发动机的排量划分, 分别为 <1.2L, 1.2~1.6L 和 1.6L~2.4L。

不同体系，相同平台变速器的齿轮外形尺寸相同，仅根据性能要求不同而选择不同的加工精度，从而大大减少了零部件数目，降低了生产成本和管理成本。

2 汽车变速器行业：进入门槛高 产业集中度高

由于汽油发动机和柴油发动机的转速范围有限，且各输出功率对应的最佳油耗区间非常小，因此以此两种内燃机作为动力源的汽车都需要搭载变速器，以保证发动机的转速能够覆盖不同车速，并且尽量保证各种工况下发动机的转速接近于最省油的工作点。

与减振器、刹车片等汽车易耗件不同，发动机和变速器都是全寿命设计，即正常使用下汽车在产品设计寿命内不需要更换变速器。因此，汽车变速器行业 99%以上的销量来自于为新车的配套，而售后市场主要是变速器配件的销售，各变速器企业该业务的产值与其变速器的保有量成正比。

2.1 行业门槛：途径有限、周期较长

除无极变速器（CVT）以外，各类汽车变速器的工作原理都是通过几组不同传动比的齿轮啮合实现变速。齿轮本身的制造技术并不构成新进入者的门槛，因为现在齿轮的制造精度基本上都能依靠制造设备保证。但由于以下几方面的原因，汽车变速器行业的门槛依然非常高。

- 1) 法律法规对汽车行业的产品质量有着异常严格的要求，迫使整车厂家在选择新进入者作为供应商时异常谨慎；
- 2) 变速器的正向设计过程需要积累大量的实验数据和经验值，新进入者需要足够长的时间积累经验和数据才能设计出可以工业化的产品；
- 3) 齿轮的曲面形状复杂、公差配合难以测量，变速器的逆向设计极其困难。

因此在国内汽车变速器行业，除了计划经济时代国家通过引进技术和多年技术积累形成的企业以外，近年来行业新进入者一般只能通过以下四种路径进入汽车变速器行业。

- 1) 从购买设备加工齿轮做起，逐步积累相关设计经验，然后再从低速汽车（农用车）和微车等技术含量低的细分行业进入汽车变速器行业，典型的例子就是万里扬；
- 2) 拥有足够资金引进国外的生产线，在国外企业的技术支持下直接进入汽车变速器行业，典型的例子如内蒙古欧意德；
- 3) 其它变速器行业的企业跨行业进入汽车变速器行业，典型的例子如做船用变速器的杭州前进齿轮箱准备募集资金开展重卡变速器的产品开发；
- 4) 外资的变速器企业与国内企业合作，如德国的格特拉克（Getrag）与江铃汽车组建的合资企业格特拉克（江西）传动系统有限公司。

对于第一种新进入者，需要长时间的技术积累和可遇不可求的市场机遇才能实现产品升级；对于第二种新进入者，国外变速器企业的生产线是稀缺资源，而且此类企业难以建立起自己的产品开发能力；对于第三种新进入者，除汽车外对变速器需求量较大的行业仅有船舶、风能、机车和工程机械，国内这些行业近年来的发展也非常迅速，这些行业的变速器企业跨行业扩张存在较大的机会成本；对于第四类新进入者，国际市

场上的变速器行业早已完成整合，独立的变速器企业约有十家左右，且均已进入国内市场。

另一方面，国内汽车变速器行业的多个细分市场均已完成行业整合，一两家企业就占据 60%以上的市场份额，强大的规模优势和售后服务网络业为新进入者设置了非常高的门槛。

因此，未来几年国内汽车变速器行业的发展主要将呈现以下两个趋势：

- 1) 实力相对较弱的变速器企业被整车企业整合或被外资企业收购，如大同齿轮箱并入中国重汽集团；
- 2) 各细分市场的龙头企业向其它细分市场进行渗透，如万里扬进入重卡和客车变速器市场，法士特进入客车变速器市场等。

无论是在国内市场还是在国际市场，汽车变速器行业都极少有新进入者。

2.2 行业结构：万里扬是国内商用车变速器行业前十强中唯一的民企

虽然双环传动、浙江玉环正大机械等民营企业在齿轮制造行业排名居前，但由于上文提及的原因，在汽车变速器行业中民营企业的比重远低于车轮、内饰等其他汽车零部件行业。

表格 1 汽车变速器各细分市场龙头企业

国内汽车变速器行业主要以国有企业和合资企业为主

细分市场	主要企业
重卡变速器	法士特、山西大同齿轮
中卡变速器	万里扬、东风变速箱、金华汤齿、六安江淮
中大客变速器	綦江齿轮、哈齿、山西大同齿轮
轻卡/轻客变速器	六安江淮、格特拉克（江西）、唐山齿轮、杭州前进、东风变速箱、万里扬
乘用车变速器	重庆青山、大众变速器（上海）、一汽夏利变速器分公司、上汽齿、沈阳航天三菱发动机、重庆长安金陵、上海通用东岳动力

资料来源：《中国汽车工业年鉴》，光大证券研究所

在国内的商用车变速器行业，万里扬是前十强中唯一的民企。这使得公司的成本管理能力和商用车变速器行业中居于绝对的领先地位。

2.3 议价能力：技术含量高 回帐周期短

发动机和变速器是汽车构造中技术含量最高、客户关注度也最高的两件核心零部件。因此国内外大型汽车集团的发动机和手动变速器均为内部设计、内部制造，而自动变速器由于技术壁垒非常高，全球范围内仅有日本爱信精机（Aisin AW）、加特可（Jatco）、美国艾里逊（Allison）、伊顿（Eaton）、德国采埃孚（ZF）、格特拉克（Getrag）等十家左右独立汽车供应商能够制造。

无论商用车市场还是乘用车市场，变速器供应商对整车客户都要很强的

议价能力，主要原因是：

- 1) 变速器供应商数量有限，整车客户可供选择的余地很小；
- 2) 变速器往往是也是整车的卖点，终端客户了解并在意变速器由谁配套，这一点在重型商用车市场尤为明显；
- 3) 一个动力系统的匹配需要投入大量的时间和资本，在批量生产后整车企业更换变速器供应商的成本较高；
- 4) 变速器供应商与其配套的整车企业之间往往是一种长期合作、共同发展的关系，整车企业需要给变速器企业足够的利润空间以开发新产品。

回款周期短是变速器企业议价能力强的具体体现。一般而言，整车企业给零部件企业的账期都在 60 天至 90 天，但万里扬的应收账款的周期平均仅为 1 个月，远低于行业平均水平。

2.4 成本结构：主要受钢材价格波动影响

手动变速器的成本主要可分为箱体、齿轮、轴、同步器、换挡机构、轴承和油封等其它材料。

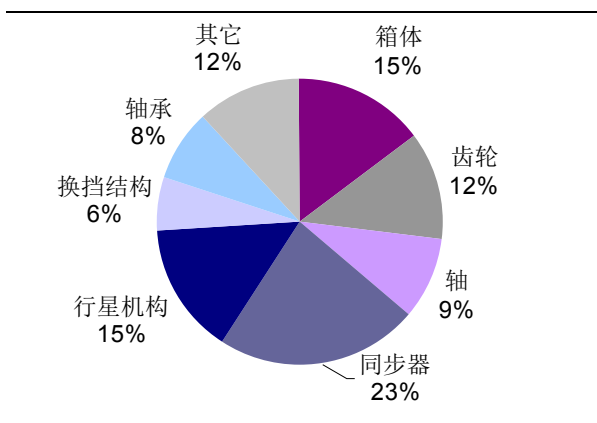
齿轮、轴和轴承的原材料为结构钢，同步器中同步环的材料多以铜基合金为主；重型变速器的箱体为铸铁件，换挡机构为铸铁件和冲压件的小总成，而轻型变速器和轿车变速器的箱体除了选用铸铁材料外也可采用铝合金材料，换挡结构中的铸铁件也可改为铝合金和镁铝合金等轻质材料。因此，对于变速器企业而言，钢材和生铁价格的变化对成本的影响最大，而黄铜和铝合金的价格变化也会对变速器的成本造成一定影响。

在各类总成中，箱体、齿轮、轴、行星机构国内变速器企业以自制为主，同步器和换挡机构少数企业自制，轴承和油封等均是外购。变速器企业对同步器和换挡机构供应商具有一定的议价能力，而对轴承和油封企业的议价能力则相对较弱。

万里扬自制率高于行业平均水平，成本结构主要受钢材价格波动的影响。

图表 6 重卡变速器成本结构

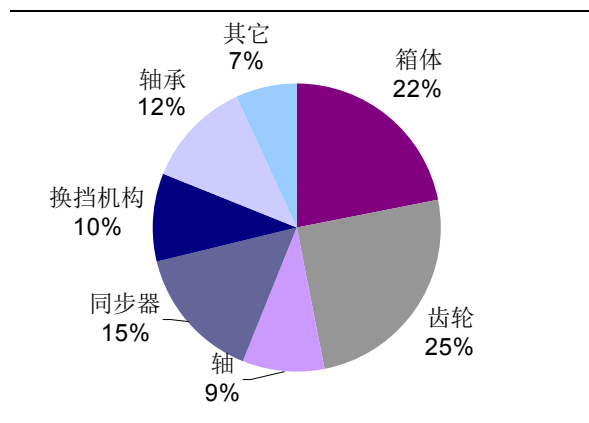
重卡变速器成本中同步器、行星机构占比较高



资料来源：光大证券研究所

图表 7 中、轻卡变速器成本结构

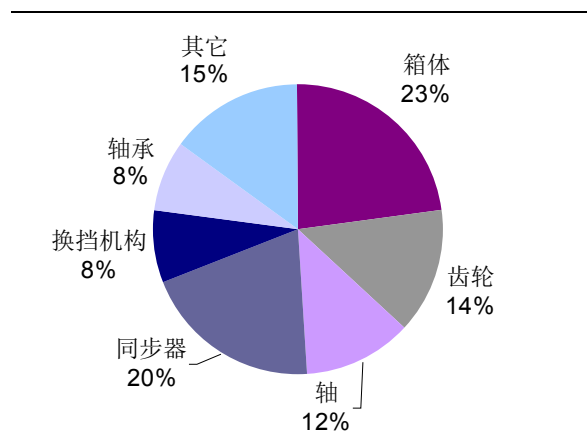
轻卡变速器的主要成本来自箱体、齿轮、同步器和轴承



资料来源：光大证券研究所

图表 8 大客变速器成本结构

收购山东临工桥箱后，万里扬在国内中轻卡变速器市场份额达到 45%



资料来源：光大证券研究所

表格 2 万里扬变速器成本变化（单位：元）

年份 变速器	2007	2008	2009
轻卡变速器	1,534	1,593	1,480
中卡变速器	2,291	2,372	2,070
重卡变速器	3,499	4,078	4,582
客车变速器	5,080	6,147	5,718

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司重卡和大客变速器的成本远高于中、轻卡变速器成本的原因是：

- 1) 重卡和大客变速器的重量远大于中、轻卡变速器，如万里扬重卡变速器 WLY9S150 的重量为 325 公斤，而中卡变速器 WLY653 的重量仅为 125 公斤。
- 2) 重卡变速器需要使用副箱结构以实现 9 挡或 12 挡，而副箱结构需要制造成本远高于普通齿轮的行星结构。
- 3) 重卡和大客变速器的同步器成本远高于中、轻卡变速器。
- 4) 重卡变速器的复杂程度远高于中、轻卡变速器。一般而言，重卡变速器由约 380~400 个零件组成，而轻卡变速器的零件数约为 170 个，中卡变速器的零件数约为 220 个。

2.5 商用车手动变速器：单中间轴与双中间轴之争

手动汽车变速器由于结构相对简单，国内市场基本上由国内变速器制造商所控制。

对国内商用车变速器市场格局影响最大的是变速器的结构。一般轻型商用车变速器均采用单中间轴结构，但由于重型变速器对变速器承载能力要求高，因而将单中间轴的设计改为双中间轴有利于提高中间轴的刚度

和承载能力，并可以降低加工精度，但缺点是驾驶员在换挡时需要踩两脚离合器。在国际市场上，美国伊顿公司是双中间轴结构的代表，德国采埃孚公司是单中间轴结构的代表。

表格 3 单中间轴与双中间轴变速器结构优劣比较

类型	优势	劣势	适用市场
单中间轴	换挡方便；传动效率稍高	制造成本更高	中、轻卡和客车市场
双中间轴	承载能力更强；结构大为简化，加工精度更低；制造成本更低；变速器总长更短	换挡不便；	重卡市场

资料来源：光大证券研究所

上世纪 80 年代，法士特的前身陕西齿轮总厂从美国伊顿引进双中间轴变速器技术，而秦齿则从德国采埃孚引进单中间轴变速器技术。20 年市场竞争下来，在成本和承载能力上占优的法士特占据了国内重卡市场 70% 左右的市场份额，在操作简便和换挡品质上占优的秦齿则在中大客市场占据了同样约 70% 的市场份额。同样采用单中间轴结构的中卡和轻卡变速器市场，则由万里扬、六安江淮、唐齿、东风变速箱等企业占据。

2.6 节能环保与新能源汽车：仍将需要变速器

对于新能源汽车而言，各类不同配置形式的油电混合动力汽车均需要变速器做加法器，以实现电池和汽/柴油两类能源介质在传动系的串联或并联组合。

对于纯电动汽车而言，某些动力总成配置形式也需要一个简单的 2 档机械变速器，以提高纯电动汽车的低速加速性能和最高车速。

3 中、轻卡变速器业务：市场占有率第一的行业龙头

万里扬已经是中卡变速器的龙头企业。尽管公司中卡变速器 2009 年的产能利用率已达到 103%，但公司短期内并没有投资增加中卡变速器产能的计划。同时我们也认为中卡市场在未来五年内将维持一个年均复合增速 3%~6% 的低速增长，因此公司未来的成长空间来自于募集资金投向的轻卡变速器、重卡变速器、客车变速器和乘用车变速器四个市场。

3.1 卡车市场：整体增长迅速 中卡份额受挤压

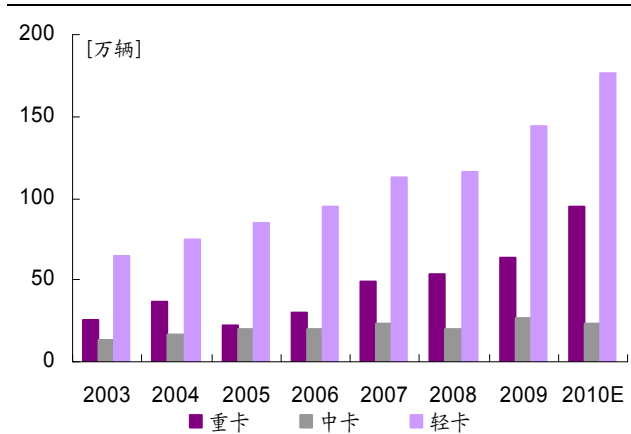
中国的城市化进程和制造业的崛起是拉动国内卡车需求的两大动力，但随着国内高速公路网的快速建设和治理超载、按重计费等相关制度的推出，国内卡车各细分市场的增速出现较大分化。

国内重卡年产量从 2003 年的 26.2 万辆增长至 2009 年的 64.0 万辆，6 年复合增速为 16.1%；中卡年产量从 2003 年的 13.6 万辆增长至 2009 年的 27.0 万辆，6 年复合增速是 12.1%；轻卡年产量从 2003 年的 65.3 万辆增长至 2009 年的 144.2 万辆，6 年复合增速是 14.1%。中卡占三类卡车的比重从 2003 年的 13.0% 下降到 11.5%，2010 年更有可能下降至 8.0%。2009 年中卡比重略有回升的原因是汶川大地震后四川灾后重建拉动了四川地区对中卡的需求。

由于微卡用户群主要是个体农户的家庭运输需求,与其它三类货车的纯运输用途有所区别,故不放入下图做对比。

图表 9 2003~2010 年国内卡车产量 (单位:万台)

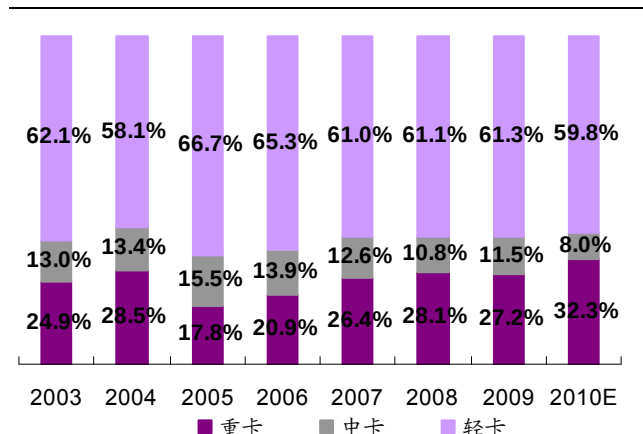
中卡产量增长缓慢、重卡产量快速增长



资料来源: 光大证券研究所

图表 10 2003~2010 年卡车市场结构变化

中卡市场份额不断被轻卡和重卡挤压



资料来源: 光大证券研究所

重卡承担城际长途物流运输,轻卡承担城内和城郊短途物流配送这样一个局面在未来仍将继续,卡车行业两极分化的趋势也符合发达国家卡车市场的发展历程。

我们预计,中卡市场份额下降的趋势将一直持续到上一代中卡、准重卡保有量替代完成。

面对中卡市场份额下降这一长期趋势,中卡变速器的龙头企业万里扬自然需要在轻卡、重卡和客车变速器及其它细分市场寻找新的成长空间。

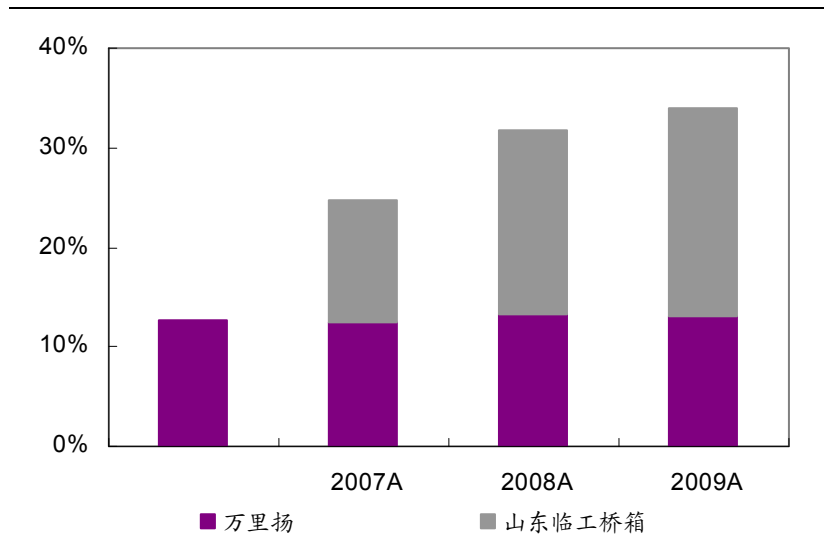
3.2 万里扬:中、轻卡变速器龙头 市场份额第一

公司原有卡车变速器产品集中在中、轻卡变速器市场,在这两个细分市场的份额由 2007 年的 15.5% 上升至 2009 年的 17.4%,我们预计公司在 2010 年的市场份额会小幅下降到 17.3%,原因是公司在年初上马重卡变速器项目时,为保证重卡变速器产能而牺牲了部分中、轻卡变速器的产能。

在 11 月 4 日公告收购山东临工桥箱后,公司卡车变速器产品扩展至微卡,公司本部和山东临工桥箱在 2010 年的中卡、轻卡和微卡变速器销量预计将达到 89.5 万辆,市场份额达到 34%,稳居行业第一。

图表 11 2007~2010 年万里扬在除重卡以外的卡车变速器市场份额

收购山东临工桥箱后,万里扬在国内除重卡以外的卡车变速器市场份额达到 34%



资料来源：上市公司公告，光大证券研究所

4 重卡变速器业务：明年看点在配套福田欧曼

万里扬已经是中卡变速器的龙头企业。尽管公司中卡变速器 2009 年的产能利用率已达到 103%，但公司短期内并没有投资增加中卡变速器产能的计划。同时我们也认为中卡市场在未来五年内将维持一个年均复合增速 3%~6% 的低速增长，因此公司未来的成长空间来自于募集资金投向的轻卡变速器、重卡变速器和客车变速器三个市场。

4.1 重卡市场：销量增速波动巨大 市场格局异常平稳

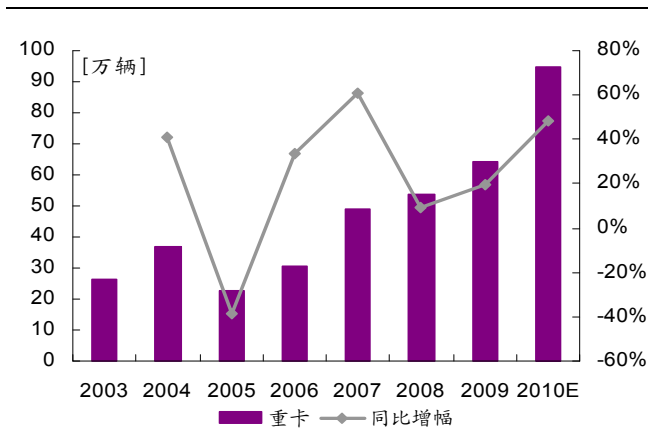
在各卡车细分市场中，重卡技术含量最高、进入门槛最高，因此中国重卡市场的集中度也是最高的。在 2000 年，中国重卡市场是一汽、东风两强争霸；到 2010 年，按前 9 个月销量统计的前十强占有市场份额 97.1%。考虑到中国重汽、陕汽、上汽依维柯红岩由原中国重汽集团一分为三，北奔是国家的重点引进军工项目，重卡行业十多年来真正的新进入者只有北汽福田、江淮格尔发、安徽华菱和湖北三环。其中，北汽福田、江淮和湖北三环都是从轻卡和中卡市场进入重卡市场，而华菱则是从工程车市场进入重卡市场。我们认为，未来几年有可能在重卡市场占据一席之地的新进入者只可能是其它重卡业务尚较弱的大型汽车集团，如长安的大运重卡和广汽的广汽日野。但在一两年内，市场格局不会发生大的变化，即一汽、东风、重汽各占约 20% 市场份额，陕汽、福田各占约 10% 市场份额。

图表 12 2003~2010 年国内重卡产量

重卡产量同比增幅波动巨大

图表 13 中国重卡市场前十强市场占有率

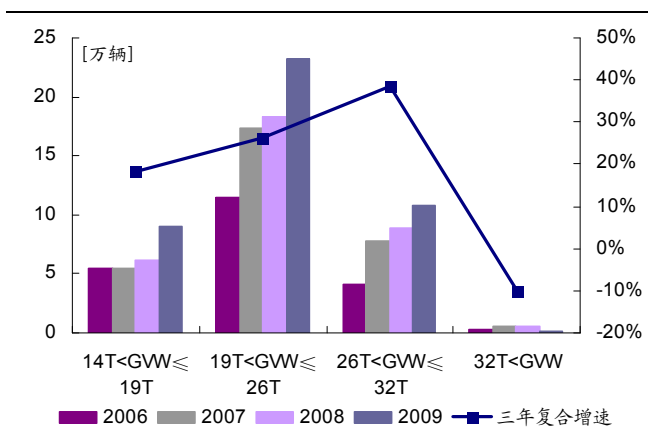
重卡市场格局非常稳定



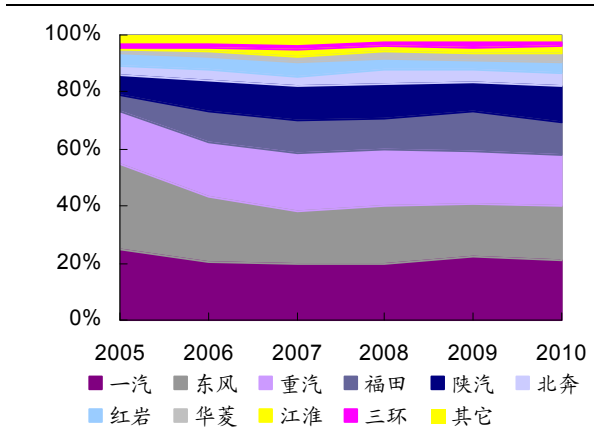
资料来源：中汽协，光大证券研究所

图表 14 2006~2009 年重卡分总质量 (GVW) 产量

过去 4 年增长最快的细分区间是总质量在 19 吨到 32 吨的车型



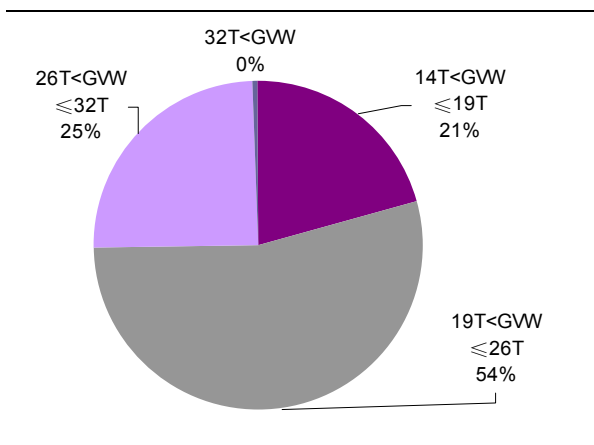
资料来源：中汽协，光大证券研究所



资料来源：中汽协，光大证券研究所

图表 15 2009 年重卡市场分总质量产品结构

总质量在 19~26 吨的重卡占据 54% 的市场份额



资料来源：中汽协，光大证券研究所

4.2 市场结构：法士特一家独大 内部配套尚难以满足

国内重卡厂家中，现在仅有一汽、重汽和北奔内部有相应的变速器厂可以生产重卡变速器（东风和江淮的内部变速器厂主要生产中卡和轻卡变速器），但这些集团内部重卡变速器供应商所占市场份额仅在 10% 左右，90% 的重卡变速器市场份额由独立的专业变速器供应商配套，而这其中法士特又一家独大。

表格 4 主流重卡企业内部变速器生产企业

主流重卡企业中仅有中国重汽、陕汽和北奔三家有能力实现重卡变速器完全自制

重卡企业	内部变速器供应商	重卡变速器供应能力
一汽	一汽哈变	较弱
东风	东风变速器	无

中国重汽	大同齿轮箱	有
陕汽	法士特	有
北奔	北奔变速器	有
江淮	江淮六安	无
北汽福田	无	无

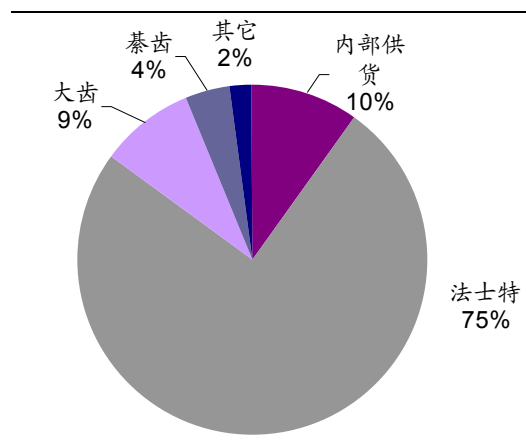
资料来源：光大证券研究所

从 2003 年以来国内重卡市场的竞争历史可以看出，对驾驶室、发动机、变速器和车桥四大总成的供应保障能力是整车企业非常重要的一项核心竞争力。因此，近年来国内各大重卡企业均努力通过并购、合资等方式建立起自己的四大总成供应源。

从表格 4 可以看出，国内主流重卡企业中，仅有北汽福田没有内部变速器供应商。我们认为，从北汽福田的发展轨迹和发展战略来看，北汽福田未来自制变速器的可能性非常小，未来的战略将是寻找一家独立的变速器企业，将其培养成自己的长期供应商。

图表 16 2009 年中国重卡变速器市场份额

法士特一家市场占有率为 75%



资料来源：光大证券研究所

4.3 万里扬：明年看点配套福田欧曼

从产品开发进度看，公司已进入小批量生产的产品主要集中于 2 个输入扭矩区间：1)700~900Nm，为总质量在 16 吨以下的准重卡配套；2)1500Nm，为总质量在 19~26 吨的工程自卸车配套。对于前一产品，公司可以从东风汽车、北汽福田、湖北三环、成都新大地和四川南骏等整车厂家寻找配套机会；对于后一产品，公司最大的机会还是来自于北汽福田和东风汽车。

从产品结构看，输入扭矩在 1000Nm 以上重型变速器都需要使用双中间轴结构。公司以前的产品都是单中间轴结构，因此公司有针对性地开发了“前单后双”结构，即在同一个重卡变速箱中，前箱使用单中间轴结构方便操作，副箱采用双中间轴结构提高载荷能力。

从产能看，公司现有 2 条重卡变速器有装配线。其中 1 条自动装配线产能为 5 万台/年，主要生产产量较大的主力产品；另外 1 条手动装配线产能

为 3 万台/年，主要生产产量较小的小 8 档箱等小批量产品。

从销量看，公司从 2009 年 12 月开始推广其重卡变速器，2010 年上半年销量为 6000 多台，预计 2010 年全年销售 1.2 万台。

从客户看，公司重卡变速器的现有主要客户是北汽福田、一汽青岛、四川南骏和大运重卡。其中对重点客户北汽福田而言，诸城工厂的年需求量在 1.5~1.7 万台，长沙工厂的年需求量在 0.7~0.8 万台，福田欧曼的年需求辆在 8~10 万台。公司产品已经开始为诸城工厂和长沙工厂配套，但尚未开始为福田欧曼配套。

公司重卡变速器业务明年最大的看点是能否实现为福田欧曼配套。我们认为，当前影响公司进入福田欧曼配套体系的主要原因是公司现有产能尚不能满足福田欧曼的需求。随着公司重卡变速器产能在 2011 年逐渐上量，我们认为公司极有可能在 2011 年开始实现为福田欧曼供货，理由是：

- 1) 北汽福田自身没有变速器生产能力，万里扬是其变速器战略供应商的最佳候选；
- 2) 两者之间已经建立资本纽带：公司控股子公司北京美依顿为公司与北京福田环保动力股份有限公司的合资企业，福田环保动力持有 11.76% 的股份；公司控股子公司山东临工为公司于福田雷沃国际重工有限公司的合资企业，福田雷沃国际重工持有 33.88% 的股份；
- 3) 万里扬已为北汽福田供应中、轻卡变速器多年，已熟悉北汽福田的开发流程和质量体系。

长期来看，未来几年北汽福田都将是公司重卡变速器产品最为重要的客户。除此之外，公司未来有可能通过合资或收购现有变速器业务等方式进入东风和江淮重卡的配套体系。

表格 5 万里扬重卡变速器产品

产品系列	所处阶段	档位数	最大扭矩 (Nm)	匹配发动机功率	目标市场
WLY670 系列	小批量生产	6	700	160~210 马力	总质量在 8~10 吨的准重卡，如欧曼 3 系
MB9W85 系列	试生产	9	850	210~240 马力	总质量在 10~14 吨的准重卡，如欧曼 3 系
WLY8S90 系列	小批量生产	8	900	220~250 马力	
MB9W100 系列	试生产	9	1000	230~270 马力	载重量 12~20 吨的物流重卡，如欧曼 5 系、欧曼 6 系
MB9W120 系列	试生产	9	1200	290~330 马力	载重量 19~26 吨的物流重卡和总质量在 25~40 吨的半挂牵引车，如欧曼 6 系
WLY9150 系列	小批量生产	9	1500	300~340 马力	“前单后双”结构，总质量在 19~26 吨的工程自卸车，如欧曼 6 系和欧曼 9 系
WLY9S150 系列	小批量生产	9	1500	300~340 马力	
WLY8S150 系列	小批量生产	8	1500	300~340 马力	
MB9W150 系列	试生产	9	1500	300~340 马力	
WLY12S160T 系列	小批量生产	12	1600	320~380 马力	总质量大于 40 吨的半挂牵引车和总质量在 26~32 吨的重卡
WLY12S180T 系列	试生产	12	1800	370~420 马力	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

5 客车变速器市场：重建销售渠道与售后服务体系

与重卡市场不同，国内客车市场集中度极低。虽然宇通客车、厦门金龙、厦门金旅和苏州金龙四家“一通三龙”几年来一直占据行业龙头地位，但仅在中汽协的 2010 年的产销统计中有产量记录的大客生产企业就有 24 家，中客生产企业有 25 家。如果加上那些没有客车底盘生产资格的客车组装厂，国内中大型客车的生产企业在 40 家以上。

5.1 客车市场：整体增长平缓 结构趋于稳定

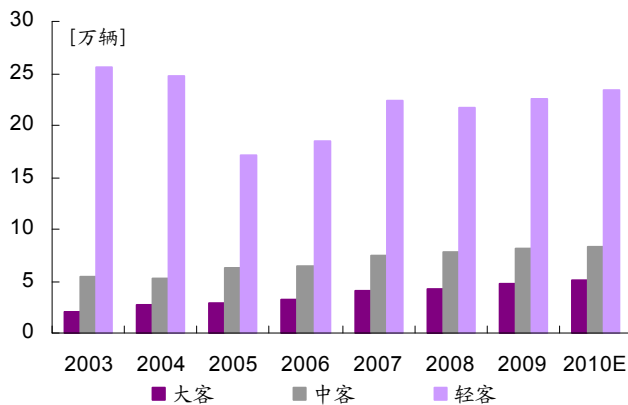
国内中大型客车主要分为城市公交车、长途客车和旅游客车三大类。在长度大于 10 米的大型客车市场，三种客车的占比大致是 4:5:1；在长度在 6~10 米的中型客车市场，三种客车的比例大致是 3:6:1。

近几年我国公交客车市场的规模在 4~5 万辆。我们预计，这一市场将会随着我国城市化的进程而呈现逐年小幅增长的趋势，此外诸如北京奥运会、上海世博会、广州亚运会等大型活动所产生的短期集中更换城市公交车的需求会造成公交客车市场的短期波动。

近几年我国长途客车和旅游客车市场的规模在 7~9 万辆。随着我国高速公路网的快速建设和旅游市场规模的快速增长，在 2003~2007 年之间市场规模保持了约 12% 左右的年均复合增速。

图表 17 中国客车产量（单位：万台）

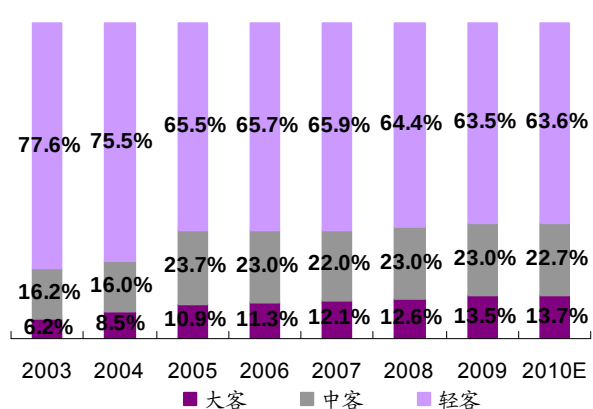
从 2003 年到 2010 年中国大中客产量复合增速为 10.8%



资料来源：光大证券研究所

图表 18 中国客车市场结构

大、中、轻客市场份额自 2005 年后基本保持稳定



资料来源：光大证券研究所

5.2 客车变速器：换挡频繁 要求操作方便

公交客车在市内低速行驶、频繁启停换挡，并且由于搭载大量站立乘客，因此要求变速器换挡平稳。在各细分市场中，公交客车变速器的工作条件最为复杂，变速器品质上的差距也很容易为客户感知。因此，公交客车变速器是客车变速器市场中技术要求最高的高端市场，其毛利率水平也在各客车细分市场中最高。

长途客车和旅游客车启停次数较公交客车大幅减少，且有机会在高速公

路上较长时间无需换挡地高速行驶，因此其对变速器换挡平顺性的要求低于公交客车，但对可靠性有较高的要求。

5.3 万里扬：适应直销模式 升级售后服务

国内客车厂家均没有自己内部的变速器厂，因此各家都从独立的专业变速器厂家购买。与卡车市场不同的是，国内北京、上海、杭州和广东等一些地方的公交公司已经开始选购进口的自动变速器，这部分进口自动变速器的市场份额约有 8~9%。在而手动变速器市场则是位于重庆綦江的綦齿一家独大，占据客车变速器市场 70%左右的份额。

重卡变速器的龙头法士特多年来一直试图进入客车市场，但效果一直甚不理想。在过去 2 年，法士特每年的客车变速器产量在 1,000 台左右，市场份额不到 1%。

表格 6 万里扬客车变速器产品

产品系列	所处阶段	档位数	最大扭矩	匹配发动机功率	目标市场
WLY690 系列	试生产	6	900Nm	~240 马力	高档大型客车
WLY580 系列	试生产	5	800Nm	~215 马力	中档大型客车
WLY545B 系列	试生产	5	450Nm	~120 马力	7~8 米中型客车
WLY585 系列	试生产	5	850Nm	~230 马力	中档大型客车
WLY685 系列	试生产	6	850Nm	~230 马力	中档大型客车

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

从产品看，万里扬进军客车变速器的目标市场还是中大型客车而非轻型客车。中大型客车变速器市场与卡车变速器市场的区别主要在于：

- 1) 客车变速器的销售不光要面对整车厂家，还需要面对公交公司、客运公司等终端客户，说服这些终端客户在选购客车时指定相应的变速器；
- 2) 由于公交公司和客运公司一般都有自己的内部维修车间，因此变速器企业需要做好这些内部维修车间的产品推广和维修培训工作。

与法士特和綦齿在全国建立众多的售后服务站不同，公司的售后维修主要依托整车企业的售后服务网络，辅以公司分布在国内各区域的技术指导人员。

因此，对于公司进军客车变速器市场而言，除了开发出合适的产品以外，公司最大的挑战是需要适宜直销模式，建立适合于中大客市场的售后服务模式。

6 乘用车变速器：市场空间巨大 明年难以贡献利润

公司在 11 月 4 日发布公告，拟使用 2 亿元超募资金和 4.22 亿元自有资金投资“年产 50 万台乘用车变速器项目”，其中手动变速器 35 万台，自动变速器 15 万台，正式进军乘用车变速器市场。我们预计，该项目将在今年年底前在金华开始厂房建设，预计明年上半年 6 月前完成厂房建设，明年 4 季度实现投产。

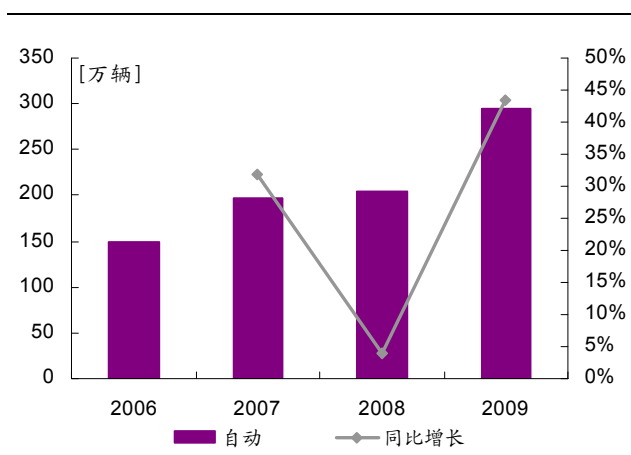
6.1 乘用车自动变速器市场：市场需求巨大 技术亟待突破

国内乘用车市场自动变速器的市场规模从 2006 年的 150 万台迅速增长至 2009 年的 294 万台，三年复合增速为 25.2%。由于 2009 年以来国家鼓励小排量汽车的发展，因此狭义乘用车市场自动变速器的市场份额没有显著增长，但在中高级轿车和 SUV 市场，自动变速器的份额迅速上升。

近年来国内乘用车自动变速器市场高速增长的原因是：1) 国内道路状况复杂、堵车情况日趋严重，自动变速器可以有效地降低驾驶难度、提高驾驶的舒适性和安全性；2) 国内消费能力的提升，越来越多的消费者愿意支付自动变速器与手动变速器之间 1 万元左右的差价。

图表 19 中国乘用车市场自动变速器年需求量

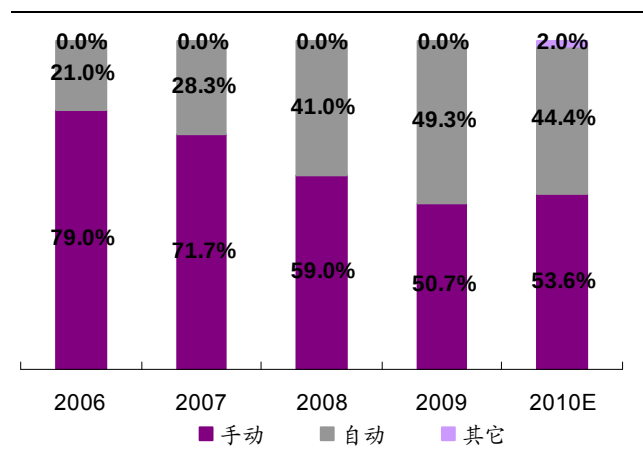
乘用车自动变速器产量在 2009 年的需求量为 294.0 万台



资料来源：中汽协，光大证券研究所

图表 20 中国 SUV 市场各类变速器市场份额

国内 SUV 市场自动变速器份额迅速增长



资料来源：中汽协，光大证券研究所

按产品结构，乘用车自动变速器可分为液力自动变速器 (AT)、无级变速器 (CVT)、双离合变速器 (DCT) 和机械式自动变速器 (AMT) 四类。

在国际市场上，AT 是当今的主流技术，应用最为广泛；CVT 主要在日本市场得到应用；DCT 是近年来才在欧美少数几家整车企业得到应用；AMT 则由于舒适性较差而在乘用车上应用较少。

与乘用车自动变速器稳步增长的需求量对应的却是国内企业在此领域内与国际同行的巨大差距。尽管近年来包括上汽、吉利和一汽在内的国内整车企业和包括重庆青山、东安三菱在内的变速器企业都在轿车自动变速器领域投入了巨额资金开展自主研发和技术引进，但国内轿车自动变速器市场的供给仍远远不能满足需求。

就研发难度而言，在 4 种技术方向中 AMT 的开发难度最低，CVT 次之，最难的是 AT 和 DCT。

表格 7 乘用车自动变速器分类

乘用车自动变速器主要分为 AT、CVT、DCT 和 AMT 四个技术方向

类别	国际厂家	国内厂家	适用车型	优势	劣势
AT	欧美日主流乘用车企业	东安三菱、吉利 DSI、华泰、盛瑞	中高级轿车和 SUV	舒适性好、产品可靠性高	制造成本较高、传动效率略低
CVT	加特可、邦奇	北汽、湖北江麓	小型车、中级车和小型	传动效率高	传递扭矩受钢带限

	(Punch)	容大、奇瑞	SUV		制，难以匹配大排量发动机
DCT	博格华纳、格特拉克、大众、菲亚特、沃尔沃	上汽、一汽、万里扬	干式 DCT 适用于小型车、湿式 DCT 适用于中高级轿车	可有效利用原有手动变速器制造资源	开发难度大，可靠性尚未完全验证
AMT	马瑞利	重庆青山	A0 和 A00 级低端小型车	制造成本最低	换挡时动力传输中断，舒适性相对较差

资料来源：光大证券研究所

6.2 万里扬自动变速器：储备 DCT 技术 投产 AMT 产品

对于乘用车自动变速器，公司的战略是长期储备 DCT 技术，短期投产 AMT 产品。

公司于 2008 年 6 月与解放军装甲兵工程学院和北京世纪大恒电子技术有限公司分别签订《技术开发（合作）合同》，合作开发 0.8~3.5L 排量乘用车用双离合器（DCT）汽车自动变速器。该变速器现在仍处于技术研发阶段，我们预计到 2011 年才会有样品，因此该产品的工业化至少还需要 2~4 年的时间。我们认为，公司选择 DCT 作为乘用车自动变速器的技术储备方向，主要考虑是将来 DCT 变速器投产后可有效利用现有齿轮加工能力。

与和高校合作储备 DCT 技术不同，公司 AMT 产品由公司自身的研发团队开发，现已进入装车试验阶段，明年就能小批量投产。与其他厂家的 AMT 变速器在手动变速器设计完成之后再行改造不同，公司的 AMT 变速器与手动变速器同步设计，一体化开发，因此 AMT 变速器与手动变速器的机械部分设计完全相同，未来可有效降低制造成本。

6.3 乘用车手动变速器市场：增长迅速 内部配套为主

在国内乘用车市场，在 B 级车以上的轿车基本上以自动挡为主流配置，在 A 级车市场自动挡与手动挡基本平分秋色，但在 A0 级以下的小型车市场和交叉乘用车市场，仍以手动挡为主。

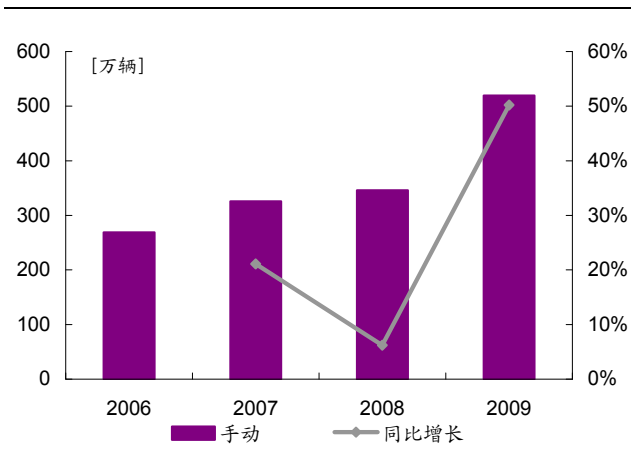
由于手动挡变速器技术门槛相对较低，国内的合资品牌和规模较大的自主品牌乘用车企业基本上都是自制手动变速器，而规模相对较小的自主品牌则会选择外购手动变速器。此外，由于国内手动变速器的供应厂家较多，竞争较为充分，因此某些有手动变速器自制能力的自主品牌，也会考虑外购手动变速器以降低成本。

图表 21 中国乘用车市场手动变速器年需求量

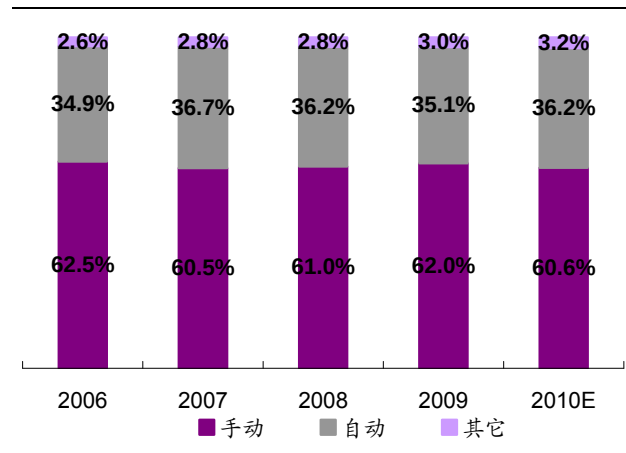
狭义乘用车手动变速器 2009 年的需求量为 519.34 万台

图表 22 中国狭义乘用车市场手动变速器市场份额

SUV 市场自动变速器份额迅速增长



资料来源：中汽协，光大证券研究所



资料来源：中汽协，光大证券研究所

6.4 万里扬手动变速器：目标客户为自主品牌

公司的乘用车手动变速器规划为 2 个体系，3 个平台。所谓 2 个体系，就是公司将变速器按照布置形式分为纵置和横置两个体系，以适应汽车发动机的纵置和横置两种布置形式；所谓 3 个平台，就是公司将变速器按照输入扭矩的大小，分别匹配<1.2L 的发动机、1.2L~1.6L 的发动机和 1.6L~2.4L 的发动机。其中，公司首先开发的是与 1.6L 以下排量发动机匹配的手动变速器。

公司乘用车手动变速器的目标市场是自主品牌。从表格 8 可以看出，国内自主品牌乘用车中，变速器自制率极低的是比亚迪、长城、海马、一汽轿车、重庆力帆和众泰汽车，而江淮汽车和奇瑞汽车虽然有很高的变速器自制率，但这两家公司配套体系的市场化率较高。

从公司现有的市场拓展看，主要的潜在客户包括奇瑞、力帆、众泰和江淮。

表格 8 国内主要自主品牌手动变速器采购来源

公司手动变速器的主要潜在客户包括奇瑞、力帆、众泰和江淮

自主品牌	主要外部供应商	自制率	万里扬的机会
奇瑞汽车	杭维柯、江铃、沈阳三菱	>60%	大
比亚迪	重庆青山、沈阳三菱	<5%	中
吉利汽车		>95%	小
长安汽车		>95%	小
江铃汽车	重庆青山	>90%	小
长城汽车	唐山爱信、上汽齿	0%	大
华晨汽车	沈阳三菱、上汽齿、江铃	>80%	小
海马汽车	杭维柯	0%	中
上汽乘用车		>90%	小
东风风神		>95%	小
一汽夏利		>95%	小
一汽轿车	唐山爱信	0%	小
重庆力帆	重庆青山	0%	大
江淮乘用车		>95%	大
众泰汽车	沈阳三菱	0%	大

资料来源：公开资料，光大证券研究所整理

7 看好公司收购山东临工桥箱

7.1 公司并购战略分析

作为国内商用车变速器行业前十强中唯一的民企，我们认为，公司理想的并购标的是经营绩效有提升空间的国企。在收购后，公司可以在短期内将其成本控制方法输出到被并购公司，快速实现盈利增长；在中长期还可以通过加大自制率、整合研发能力、共享客户资源等方式实现共赢发展。

7.2 看好公司并购山东临工桥箱的逻辑

公司在收购山东临工桥箱后，将实现采购、产品和市场的统一规划。山东临工桥箱未来的主要市场将是输入扭矩在 250Nm 以下的轻、微卡变速器和农业装备驱动桥箱、工程机械驱动桥箱。

我们看好万里扬并购山东临工桥箱的理由：

- 1) 本次收购后将提高公司在轻卡变速器市场（<250Nm）的占有率，减小市场竞争，提高议价能力。
通过收购山东临工桥箱，公司可以获得福田、东风和五征等客户每年十余万台的轻卡变速器业务。
- 2) 民企带动国企，输出成本管理，降低采购成本。
山东临工桥箱齿轮、轴、同步器和箱体四大件的年采购成本在 3 亿元左右，公司取得控股权后，如果将采购成本降低 2%~3%就意味着能增加营业利润 600~900 万元。
- 3) 加大内部采购，协同效应。
在 3 亿元的采购额中，未来会有 1/3，即 1 亿元的采购额将由外购改为从万里扬内部采购。按照 20% 的市场平均毛利率计算，1 亿元的内部采购额将为公司带来 2000 万元的毛利润。

7.3 山东临工桥箱业绩预测

对于山东临工桥箱今明两年的净利润，公司在 11 月 4 日公告的山东临工桥箱的审核报告预测分别为 1919 万和 2019 万。但我们预计，随着公司上述整合措施的实施，山东临工桥箱今年的净利润有望达到 2500 万元，而明年更有望进一步大幅增长到 6000~7000 万元。

8 盈利预测

我们预计，公司未来 2 年的增长主要来自于轻卡变速器、重卡变速器和乘用车变速器 3 个市场。

表格 9 万里扬主营业务收入及费用预测（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
轻卡变速器	214.14	284.46	352.73	379.28
毛利率	28.2%	27.4%	28.0%	28.0%

中卡变速器	494.43	520.86	520.86	520.86	
毛利率	29.1%	29.2%	29.1%	29.1%	
重卡变速器	10.16	75.67	315.28	756.67	
毛利率	37.6%	38.9%	38.0%	38.0%	
客车变速器	0.02	0.00	4.10	12.31	
毛利率	43.5%	43.5%	43.5%	43.5%	
山东临工桥箱		362.37	961.95	1058.15	
毛利率		13.9%	15.0%	16.0%	
乘用车变速器			40.00	248.00	
毛利率			15.0%	20.8%	
总收入	727.1	1270.8	2230.6	3021.7	
综合毛利率	29.4%	25.5%	23.6%	26.3%	
营业税率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	
销售费率	5.40%	4.50%	5.00%	5.00%	
管理费	5.29%	5.00%	5.00%	5.00%	
实际税率	3.67%	15.00%	15.00%	15.00%	
投资净收益	5.79	9.00	10.00	11.00	2,577.00
归属母公司的净利润	137.54	174	261	415	
EPS (全面摊薄)	1.08	1.02	1.53	2.44	

资料来源：光大证券研究所

我们对公司 2010-2012 年 EPS 的预测为 1.02 元，1.53 元和 2.44 元；在此期间，归属母公司的净利润的复合增速为 44.5%。

9 估值

绝对价值评估

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (β levered)	0.94

Rm-Rf	9.62%
Ke(levered)	12.45%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	2747.08
Vd	0
目标资本结构	15.00%
WACC	10.58%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	584.44	9.42%
第二阶段	2252.45	36.32%
第三阶段（终值）	3364.53	54.25%
企业价值 AEV	6201.42	100.00%
加：非经营性净资产价值	567.96	9.16%
减：少数股东权益（市值）	16.60	-0.27%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	6752.78	108.89%
股本（百万股）	170.00	
每股价值（元）	39.72	
PE（隐含）	38.83	
PE（动态）	32.69	

资料来源：光大证券研究所

按照现金流贴现估值，公司每股价值为 39.72 元。

相对估值评估

我们主要选取 A 股市场中小板的汽车零部件公司作为万里扬相对估值的可比公司。从表格 10 中我们可以看出，中小板汽车零部件上市公司的股价对应的 2010 和 2011 年平均 PE 分别为 31.4 倍和 24.4 倍。

考虑到公司的成长性和中小板的平均估值水平，我们认为万里扬的合理价值区间为 2011 年 25 倍的市盈率水平，即 38.25 元，对于 2010 年和 2012 年 1.02 元和 2.01 元的 EPS，对应 PE 分别为 37.5 倍和 15.7 倍。

表格 10 万里扬与可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
002284	亚太股份	21.05	0.63	0.79	1.01	33.4	26.6	20.8
002355	兴民钢圈	15.11	0.52	0.73	1.03	29.1	20.7	14.7
002448	中原内配	43.01	1.16	1.47	1.77	37.1	29.3	24.3
002454	松芝股份	27.55	1.06	1.32	1.62	26.0	20.9	17.0
平均						31.4	24.4	19.2
002434	万里扬	31.11	1.02	1.53	2.44	30.5	22.1	12.8

注：以上万里扬盈利为光大证券预测，其余公司盈利为一致预测。

资料来源：Wind，光大证券研究所

10 投资评价和建议

综合以上两种估值方法，我们得出的公司目标价位为 39.00 元，维持“买入”评级。

公司是汽车零部件行业中小板的次新股之一，专注于汽车变速器业务，在商用车变速器市场具有很强的竞争力。公司未来两年的增长点将是重卡变速器和乘用车变速器业务，如果成功取得突破，将使公司净利润在未来 4 年保持 42.9%左右的复合增速。

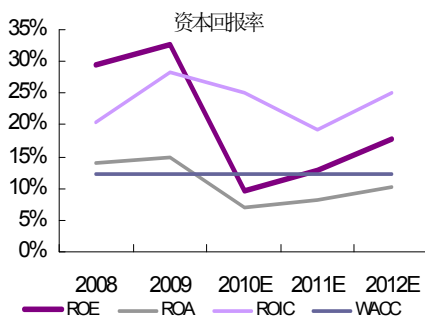
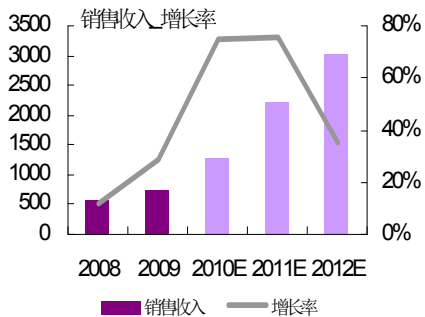
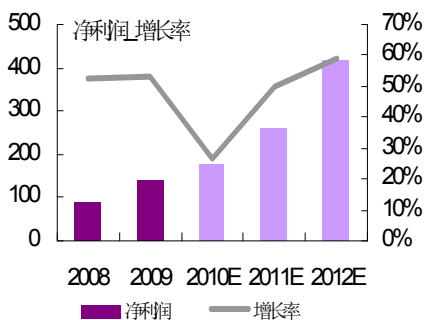
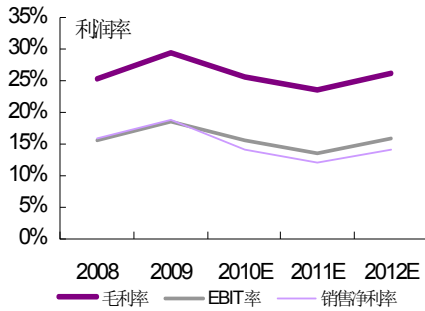
11 风险分析

公司明年最大的风险是重卡变速器市场业务未能按计划实现大幅增长，有 2 个原因可能造成这种局面：1) 公司重卡变速器生产线不能达到预定

产能；2）在拓展重点客户福田欧曼的过程中遇到超预期的阻力。

公司中长期最大的风险是 50 万台乘用车变速器项目未能按照计划发展，可能的原因有：1）AMT 自动变速器产品开发失败；2）AMT 自动变速器因为驾驶舒适性的问题难以得到终端客户的认可，产品不能上量；3）手动变速器的市场拓展进展不顺利。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	564	727	1,271	2,231	3,022
营业成本	422	513	947	1,705	2,227
折旧和摊销	0	75	19	35	52
营业税费	1	1	1	2	3
销售费用	27	39	57	105	151
管理费用	26	38	64	112	151
财务费用	7	4	-3	-8	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	6	9	10	11
营业利润	85	136	211	318	501
利润总额	89	141	212	319	502
少数股东损益	-1	-1	6	11	12
归属母公司净利润	89.90	137.54	173.92	260.55	414.68

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	645	907	2,585	3,381	4,125
流动资产	299	460	1,922	2,070	2,553
货币资金	59	124	1,351	1,053	1,212
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	53	68	119	210	284
应收票据	14	27	38	67	91
其他应收款	1	5	15	25	31
存货	132	173	284	512	668
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23	29	29	29	29
固定资产	210	287	468	997	1,236
无形资产	91	104	99	94	89
总负债	329	479	766	1,345	1,744
无息负债	216	409	721	1,300	1,699
有息负债	113	70	45	45	45
股东权益	315	429	1,819	2,036	2,382
股本	128	128	170	170	170
公积金	88	101	1,296	1,337	1,401
未分配利润	90	191	338	504	773
少数股东权益	10	9	15	26	38

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	52	202	265	419	538
净利润	90	138	174	261	415
折旧摊销	0	75	19	35	52
净营运资金增加	96	-70	3	13	43
其他	-134	59	69	112	28
投资活动产生现金流	-89	-128	-226	-672	-303
净资本支出	-94	-107	235	682	314
长期投资变化	23	29	0	0	0
其他资产变化	-17	-49	-461	-1,354	-616
融资活动现金流	40	-69	1,188	-46	-76
股本变化	2	0	43	0	0
债务净变化	53	-43	-25	0	0
无息负债变化	-17	192	313	578	399
净现金流	3	5	1,228	-299	159

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.60%	28.83%	74.78%	75.53%	35.46%
净利润增长率	52.37%	53.00%	26.45%	49.81%	59.16%
EBITDA 增长率	47.55%	136.06%	3.92%	54.04%	60.10%
EBIT 增长率	47.55%	51.31%	47.90%	51.45%	61.14%
估值指标					
PE	63	41	33	22	14
PB	19	14	3	3	2
EV/EBITDA	50	21	21	15	9
EV/EBIT	50	32	23	17	10
EV/NOPLAT	50	33	27	20	12
EV/Sales	8	6	4	2	2
EV/IC	10	9	7	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	25.18%	29.40%	25.51%	23.56%	26.30%
EBITDA 率	15.71%	28.78%	17.11%	15.02%	17.75%
EBIT 率	15.71%	18.45%	15.61%	13.47%	16.02%
税前净利润率	15.85%	19.45%	16.66%	14.32%	16.61%
税后净利润率 (归属母公司)	15.93%	18.92%	13.69%	11.68%	13.72%
ROA	13.86%	15.01%	6.96%	8.03%	10.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.45%	32.76%	9.64%	12.96%	17.69%
经营性 ROIC	20.56%	28.40%	25.02%	19.14%	25.11%
偿债能力					
流动比率	0.91	1.05	2.67	1.59	1.50
速动比率	50.66%	65.65%	227.53%	120.07%	111.06%
归属母公司权益/有息债务	2.70	6.00	40.18	44.78	52.20
有形资产/有息债务	4.87	11.42	55.31	73.14	89.82
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.53	0.81	1.02	1.53	2.44
每股红利	0.00	0.00	0.32	0.48	0.75
每股经营现金流	0.31	1.19	1.56	2.47	3.17
每股自由现金流(FCFF)	0.56	1.88	-0.27	-2.34	0.66
每股净资产	1.80	2.47	10.61	11.83	13.79
每股销售收入	3.32	4.28	7.48	13.12	17.77

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

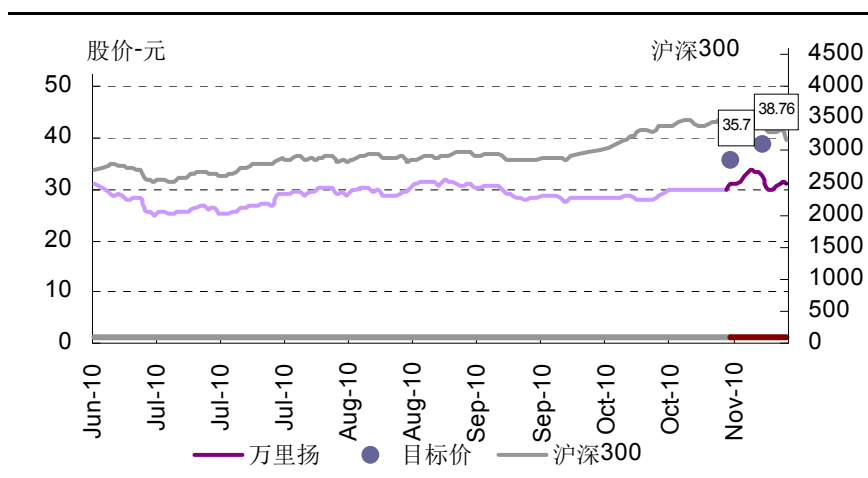
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

万里扬（002434）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2010-11-04	30.10	35.70	买入
2010-11-11	30.10	38.76	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。