

汽车

万里扬(002434)

推荐 (维持)

配套重卡是必然趋势、五万规模是关键

信息:

王德安

S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

近日我们调研了万里扬,就其最新经营情况与未来规划与公司高管进行了交流

投资要点:

■ 2010年业绩快报略低于我们之前盈利预测

业绩快报显示收入 8.3 亿 (同比增 14%), 净利润 1.53 亿 (同比增 11%), 每股收益 0.9 元, 略低于我们预期。主要是重卡变速器销量低于我们预期, 此外公司还受到拉闸限电影响了 10% 的销量(预计约 3 万台)。我们预计 2010 年公司销售变速器略高于 33 万台, 其中 1.1 万台重卡变速器。

■ 万里扬重卡变速器配套现状

目前配给福田诸城北方工程车, 该地有 2 万准重卡产能, 自万里扬配套后某大型变速器龙头企业退出了该厂的配套。由于公司重卡变速器处于发展初期, 且重卡变速器涉及 400 多个零部件, 未上规模时零部件供应尚未形成成熟体系导致不能完全满足诸城厂所需配套量。

重卡变速器客户不成问题, 产销规模上五万是关键:

公司最主要的客户福田汽车的关键部件社会化配套程度高, 其重卡配套一直以来受制于对应行业零部件供应商的强势地位, 迫切需要制衡者, 其与万里扬之间彼此需要且互相依赖, 福田汽车与万里扬之间的战略合作关系有利于双方的长远发展。

重卡变速器行业现状是一家独大, 一旦万里扬进入重卡配套则重卡变速器行业龙头可能中止给该厂供货, 因此在万里扬重卡变速器上量之前不敢贸然给欧曼供货 (福田欧曼 1 厂、欧曼 2 厂均具备 8—10 万台重卡产能)。

另一方面, 在产销规模未上 5 万台之前, 其零配件供货体系尚不成熟, 上下游需要磨合培育, 虽然万里扬变速器自制率高 (占变速箱 60% 以上价值量的壳体、齿轮、轴、同步器均自制) 但产能仍受到零部件供应链不成熟的影响。我们注意到, 法士特于 2002 年下半年扭亏为盈, 其当年变速器销量恰好为 5 万台, 也印证了 5 万台是一个规模门槛的判断。

我们判断, 在零部件供货完全不成问题的情况下, 目前万里扬重卡变速器月产能约为 3000 台。

预计 2011 年万里扬重卡变速器产销规模在 4—5 万台之间, 有望于 2012 年给福田欧曼配套。目前万里扬重卡变速器客户为福田汽车工程车及东风柳汽。

行业竞争者：目前重卡变速器行业由法士特占据垄断位置；綦江齿轮则长期以来是客车变速器龙头并无向其它领域拓展之举动；万里扬目前为中轻卡变速器龙头。国有大型重卡企业多有自己的齿轮厂，但由于体制原因多处于亏损状态，仅供集团内配套，且成本高于万里扬，对公司未来发展不构成威胁。以福田汽车为首的重卡厂迫切需要重卡变速器行业龙头的制衡者，这为万里扬未来的发展提供了肥沃的外部土壤。

■ 乘用车变速器项目

此前公司公告：拟使用部分超募资金和自有资金投资“年产 50 万台乘用车变速器项目”。其中 35 万台手动变速器、15 万台自动变速器，预计项目完全达产新增收入 19.5 亿（含税）利润总额 2.82 亿元。

2011 年 3 月 23 日公司公告以 2498 万元取得婺城新区以土地面积 14.8 万平米，该地块将用于发展年产 50 万台乘用车变速器项目。

公司研发生产的汽车变速器系列（手动变速器、自动变速器）具有结构紧凑、换档灵活、承载扭矩大、噪音小等特点，产品系列配套范围广：可匹配 1.0-2.8 升排量、85-300 牛·米扭矩的各类型发动机，可广泛的应用于轿车、MPV、SUV、微客和皮卡系列车型的配套。

我们认为未来三线以下市场乘用车需求空间大，自主乘用车企业的发展将为公司的乘用车变速器项目带来订单，初期意向客户有福田乘用车、众泰汽车等。

■ 控股山东临工、利润率将逐步提升

2010 年公司公告：收购万盛汽配持有的山东临工 16.33% 股权，交易完成后，万里扬持有山东临工 53.88% 的股权，成为其控股股东。

作为一家以轻、微卡变速器粗加工为主的大型制造企业，相比于万里扬，山东临工的技术及管理水平、产品毛利率均较低，但是由于当地劳动力资源充足、土地成本低，近几年该公司产能迅速扩张，目前年产轻、微卡变速器超过 50 万台，农业装备桥箱超过 6 万台，其生产规模优势十分明显。山东临工年产销轻、微卡变速箱 50 万台，位居国内同行业第一名，国内市场占有率 35% 以上

此外，山东临工的农装驱动桥箱产品占据了 80% 以上的市场份额，其中小型产品市场占有率超过 90%，技术为国内领先；主要竞争对手为南昌齿轮有限责任公司。

山东临工为一家变速器粗加工企业，毛利率较低；加上该公司管理能力薄弱，期间费用一直居高不下，高额的成本费用导致其净利润率一直较低。万里扬成为其参股股东之时已开始派出财务、采购等高管对山东临工进行整合，成为控股股东后更有利于将万里扬的技术、管理优势和山东临工的生产规模优势相结合有利于提升山东临工的盈利能力。本次收购后，上市公司一方面将通过供应原材料、控制采购成本等方式提高其产品毛利率；另一方面将发挥自身在成本管理方面的优势，降低期间费用，提升山东临工的盈利能力。此外，山东临工工程机械产品主要为福田雷沃重工等配套。

收购山东临工后万里扬将具备超过 100 万台的产能（山东临工 50 万台+万里扬现有 30 万台+IPO 募投扩建的 28 万台）；收购后万里扬将侧重加快发展高端产品。

根据公告，山东临工 2010H1 实现收入 4.4 亿，净利率 3.4%，净利润 1506 万，预计万里扬对其控股后其净利率将有明显提升。

图表 1 山东临工利润及其预测 单位：万元

项目	2008 年	2009 年	2010H1	2010E	2011E
营业收入	48384	68782	43716	87432	97050
净利润	413	1785	1506	4090	5401
贡献 EPS	0.02	0.11	0.09	0.24	0.32
毛利率	12.5%	13.7%	14.2%	15.0%	15.5%
销售费用率	5.0%	4.6%	4.7%	4.6%	4.6%
管理费用率	4.6%	4.3%	3.0%	2.8%	2.6%
财务费用率	1.2%	0.9%	1.4%	1.0%	0.6%
三项费用率	10.8%	9.8%	9.1%	8.4%	7.8%
净利率	0.9%	2.6%	3.4%	4.7%	5.6%

资料来源：平安证券综合研究所

■ 盈利预测与投资建议

由于山东临工并表，我们预计 2011 年万里扬收入将有大幅提升，略调整公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 1.40 元、1.84 元，维持“推荐”评级。

图表 2 万里扬盈利预测表 单位：万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	50573	56438	72710	88689	215933	260600
二、营业总成本	44803	48225	59734	73333	187830	223260
营业成本	39960	42229	51335	64301	164989	195716
营业税金及附加	66	66	60	75	184	222
销售费用	2512	2692	3926	4612	11336	13681
管理费用	2009	2564	3843	4434	11121	13421
财务费用	239	652	439	-100	50	100
资产减值损失	17	21	130	10	150	120
三、其他经营收益						
投资净收益	3	265	579	1350	1526	1723.815
四、营业利润	5773	8478	13555	16706	29629	39063
加：营业外收入	94	588	683	800	500	550
减：营业外支出	97	119	97	50	50	55
五、利润总额	5769	8947	14141	17456	30079	39558
减：所得税	48	15	519	2182	4512	5934
六、净利润	5721	8933	13622	15274	25567	33625
减：少数股东损益	-179	-57	-132	-100	1786	2381
母公司所有者的净利润	5900	8990	13754	15374	23781	31244
EPS(元)	0.35	0.53	0.81	0.90	1.40	1.84

资料来源：平安证券综合研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257