



内外兼修迈向世界级汽车底盘系统零部件企业

2012年01月09日

推荐/首次

万向钱潮

调研快报

——万向钱潮（000559）调研快报

张洪磊	执业证书编号: S1480512100001
	zhanghl@dxzq.net.cn 010-66555209

事件:

我于近日调研了万向钱潮，与公司管理人员进行了交流。

1. 公司传动、制动和悬挂三大系统产品齐头并进，均处于国内领先地位。

公司的主要产品是汽车底盘总成中的传动、制动和悬挂系统的零部件，目前三大业务各占主营收入的 1/3 左右。其中，传动系统和悬挂系统在国内市场份额排名第一，制动系统的市场份额仅次于上汽纳铁福（上汽与 GKN 的合资公司）排名第二，均处于行业领先地位。

2. 受益于美国汽车市场的持续回暖，公司出口持续快速增长。

公司出口的主要客户是美国通用、和福特，2012 年美国汽车市场同比增长 13%，公司出口收入有望增长 20% 左右，同时美国经济复苏迹象越来越明确，明年汽车销量有望持续快速增长，保障了公司出口收入的持续快速增长。

3. 公司国内市场结构趋于合理，重点发展等速驱动轴和轮毂单元。

公司起家于主要用于商用车的万向节，早期的客户主要集中在商用车，目前公司通过不断开发新产品，客户结构已经演变为以乘用车为主（占比超过 60%），同时由于公司产品品质优良，已经达到外资水平，公司在合资品牌整车厂中的供应比例快速提升，目前已经成为上汽通用、大众的底盘悬挂系统的独家配套商以及上汽通用五菱的减震器和制动系统的独家配套商。从产品结构来看，公司将重点发展新产品等速驱动轴和轮毂单元（包含 ABS、ESP、行车电脑等电子控制系统），等速驱动轴产品已经开始向现代、大众和通用批量供货，并且已经进入宝马和奔驰的配套体系。

4. 万向集团新能源汽车技术储备雄厚，收购 A123 将大幅提升锂电池技术实力。

1999 年，万向集团就开始做新能源汽车的相关研究，是国内最早开展新能源汽车相关技术研究的企业，2005 年之后开始新能源汽车的整车试用和改进，已经储备了大量相关技术和数据。此外，集团收购美国 A123 公司已获美国法院批准且无竞标对手，最终成功的可能性较大。目前 A123 是美国技术最先进的锂电池和能量存储系统公司，核心技术是将锂离子电池的磷酸锂铁正极材料制造成均匀的纳米级超小颗粒，比一般的锂离子正极材料粉体颗粒小约 100 倍，因颗粒和总表面积剧增而大幅提升电池的放电功率。

5. 公司做好内生发展的同时加快兼并收购步伐。

目前公司已经将发展目标定位于 GKN 这种国际化的专业汽车零部件集团，公司不断提升内部管理的同时，也开始加快兼并收购步伐。目前公司现金流稳定、资金充沛，正在积极寻找专业零部件企业并购标的。

结论：

未来2-3年公司乘用车高端客户的开发和美国市场需求的快速增长可保障公司盈利持续稳定增长，等速驱动轴和轮毂单元市场开拓或存在超预期的可能。长期来看，公司战略清晰、管理到位、发展有序，有望成为汽车底盘系统的世界级零部件企业。预计公司2012-2014年EPS分别为0.20、0.26和0.29元，对应PE分别为23、17和16倍，首次给予公司“推荐”评级。

表：盈利预测及相关指标

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,819.68	8,173.45	7,913.07	8,955.00	9,782.67
营业收入增长率	40.4%	4.52%	-3.19%	13.17%	9.24%
营业成本	6,438.25	6,763.82	6,579.48	7,400.97	8,062.13
营业费用	236.09	229.29	221.57	246.26	264.13
管理费用	530.64	595.87	593.48	658.19	714.13
财务费用	80.83	55.54	150.35	161.19	185.37
投资收益	17.83	35.17	29.31	38.10	41.91
营业利润	472.81	496.16	329.01	448.20	510.48
EBITDA	813.64	807.70	713.72	959.77	1085.47
归属母公司净利润	425.81	465.39	314.51	411.27	463.21
净利润增长率	60.03%	9.30%	-32.42%	30.77%	12.63%
EPS (元)	0.37	0.29	0.20	0.26	0.29
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,998.67	1,902.53	2,985.29	2,381.31	2,939.73
应收账款	1,077.26	1,296.65	1,300.78	1,349.38	1,340.09
预付款项	254.42	280.47	412.06	486.07	498.16
存货	1,304.36	1,532.37	1,442.08	2,129.05	2,098.36
非流动资产	2,668.21	2,884.66	2,902.39	2,890.78	2,824.95
资产总计	8,078.60	8,804.54	9,928.29	10,214.39	10,689.05
应付账款	1,345.49	1,466.15	1,388.00	1,520.75	1,656.60
预收款项	85.65	94.88	106.74	120.18	134.85
流动负债合计	4,019.48	4,679.71	4,171.30	4,249.41	4,495.51
非流动负债	19.51	2.46	1,485.77	1,503.62	1,519.36
少数股东权益	274.33	255.78	297.70	348.00	403.34
母公司股东权益	3,765.29	3,866.59	3,973.52	4,113.35	4,270.84
ROIC	16.72%	18.41%	14.94%	14.48%	17.98%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	472.39	509.41	356.43	461.57	518.54
折旧摊销	260.00	256.00	260.58	315.23	370.28
经营活动产生现金流	451.39	414.86	629.49	251.49	1,351.35
投资活动产生现金流	-335.46	-474.55	-316.46	-314.06	-317.60
融资活动产生现金流	1,117.10	54.49	769.73	-541.40	-475.34
现金净增(减)	1,233.03	-5.20	1,082.76	-603.97	558.41

资料来源：东兴证券

分析师简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，具有四年汽车行业从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。