



买入

55% ↑

目标价格:人民币 27.10

002590.CH

价格:人民币 17.52

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

万安科技

夯实主业，布局智能汽车、车联网及无线充电

万安科技是国内领先的汽车制动系统供应商，目前产品主要有气压制动系统、液压制动系统、悬架系统等，其主要客户有一汽解放、江淮汽车、比亚迪和奇瑞汽车等。公司拟增发夯实传统制动及底盘系统业务，扩大 ABS 及底盘系统业务产能，升级制动系统业务，进入 EBS 系统领域，并切入 ADAS 系统领域。此外，公司正在进行车联网、智能交通、无线充电等新领域布局。我们预计万安科技 2015-2017 年每股收益分别为 0.26 元、0.35 元和 0.54 元，考虑到公司主业增长可期，并布局车联网、智能汽车、无线充电等众多新兴领域，认为公司合理目标价 27.10 元，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **升级制动系统业务再发力。**2015 年 1-10 月公司配套的商用车行业累计销量同比下滑 11%，我们预计 2016 年有望迎来反弹。公司也在积极对现有制动业务进行升级，扩大高毛利率的 ABS 系统产能，进入更高阶的 EBS 电子制动系统，并进一步延伸到 ADAS 驾驶员辅助系统。公司制动业务将迎来新的快速发展期。
- **系统集成及轻量化，推动公司底盘快速发展。**整车企业系统集成需求，会将众多底盘系统总成的生产和集成转交零部件供应商，公司与江淮汽车在悬架系统总成合作非常成功，提高公司底盘系统总成集成能力，并拓展上汽通用五菱和知豆电动车等客户。同时，为了满足客户需求，公司也在大力发展底盘总成轻量化。
- **布局车联网、智能交通、无线充电，大力拓展新兴领域。**公司拟通过参股方式，牵手北京飞驰镁物和苏打网络，分别发展车联网和新能源汽车分时租赁系统，并已参与美国 Evatran A 轮融资，进入新能源汽车无线充电领域。

评级面临的主要风险

- 1) 商用车行业持续低迷；2) ADAS、车联网、无线充电业务发展不及预期。

估值

- 我们预计万安科技 2015-2017 年每股收益分别为 0.26 元、0.35 元和 0.54 元。采取分部估值，以 2017 年业绩为基础，给予公司传统制动系统与悬架系统业务 25 倍动态市盈率，由于布局的车联网、智能交通与无线充电业务有广阔的发展前景与极高的成长空间，给予新兴业务 70 亿元市值，考虑到增发摊薄后，认为公司合理目标价为 27.10 元，首次给予买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	187.2	48.3	46.1	150.3
相对深证成指	178.0	39.9	40.4	99.2

发行股数(百万)	413
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	6,314
3 个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2015E)	26
主要股东(%)	
万安集团有限公司	53

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以 2015 年 11 月 23 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,283	1,322	1,653	2,099	2,708
变动(%)	26	3	25	27	29
净利润(人民币 百万)	34	75	89	156	256
全面摊薄每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.264	0.345	0.539
变动(%)	201.9	23.5	(27.4)	30.8	56.4
市场预期每股收益(人民币)			0.130	0.180	0.235
全面摊薄市盈率(倍)	59.6	48.3	66.5	50.8	32.5
价格/每股现金流量(倍)	74.1	42.9	99.5	20.9	26.2
每股现金流量(人民币)	0.24	0.41	0.18	0.84	0.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.1	43.5	38.5	25.8	17.8
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.053	0.076	0.135
股息率(%)	0.3	0.5	0.3	0.4	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

万安科技—国内龙头汽车制动系统供应商	3
传统业务发展稳健，悬架系统热销助力高增长	5
非公开发行积蓄能量，促进产品结构优化升级	7
布局车联网探寻高成长空间	11
布局新能源汽车无线充电技术	15
盈利预测和投资建议	17
风险提示	18
研究报告中所提及的有关上市公司	20

万安科技——国内龙头汽车制动系统供应商

公司主营业务、主要股东和子公司情况

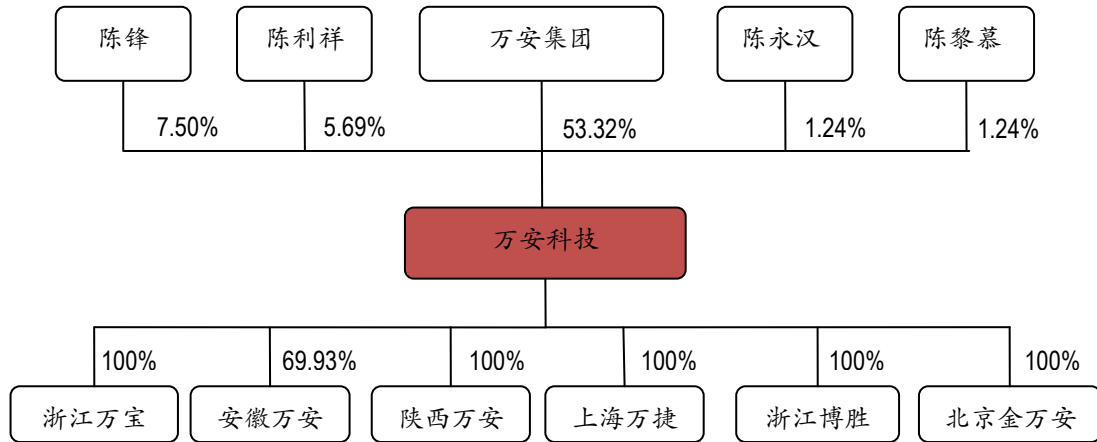
浙江万安科技股份有限公司是国内领先的汽车制动系统供应商，目前产品主要有气压制动系统、液压制动系统、离合器操纵系统、悬架系统、铸件、汽车电子产品等，其主要客户包括一汽解放、东风汽车、江淮汽车等国内主要商用车厂商，以及比亚迪、奇瑞汽车、吉利汽车等国内主要乘用车厂商。公司是行业技术的佼佼者，拥有 184 项国家专利，其中 23 项为发明专利，依托其国家级企业技术中心、国家认可实验室与博士后科研工作站的平台，与清华大学、南京理工大学等高等学府共同开展电子制动系统（EBS）、轿车车辆稳定性控制（ESP）电子驻车制动系统（EPB）等先进技术的开发。

图表 1. 主要业务布局



资料来源：公司公告，公司网站

万安集团是公司的控股股东，截至 2015 年 3 季度末，万安集团合计持有万安科技 53.32% 股份，而陈利祥、陈永汉、陈黎慕合计持有万安集团超过 50% 的股权，是万安集团的控股股东和实际控制人，所以万安科技的实际控制人是陈利祥等自然人，其中陈利祥为公司的董事长，陈锋为公司的副董事长、总经理。

图表 2. 公司股权结构


资料来源：公司公告

公司现拥有全资子公司 5 家，控股子公司 1 家，控股孙公司 2 家。公司是国家级技术中心，总部位于浙江省诸暨市，在北京、上海有两个研发中心，气压制动、盘式制动器、液压制动系统、底盘电子、制动气室五个研究所和一个国家认可实验室。

图表 3. 主要子公司

序号	被参控公司	主营业务
1	浙江诸暨万宝机械有限公司	液压制动产品的生产及销售
2	安徽万安汽车零部件有限公司	底盘悬架产品生产及销售，主要客户江淮汽车、东风柳汽等
3	陕西万安汽车零部件有限公司	为陕重汽配套，主要产品有气压 ABS、气盘及其他气制动产品
4	上海万捷汽车控制系统有限公司	EPS、EPB 电控部分的研究、生产及销售
5	浙江博胜汽车部件有限公司	乘用车制动系统总成、离合器操纵系统、电子控制系统
6	北京金万安汽车电子技术研发有限公司	ABS、EBS、ESC 等汽车电子产品的研发

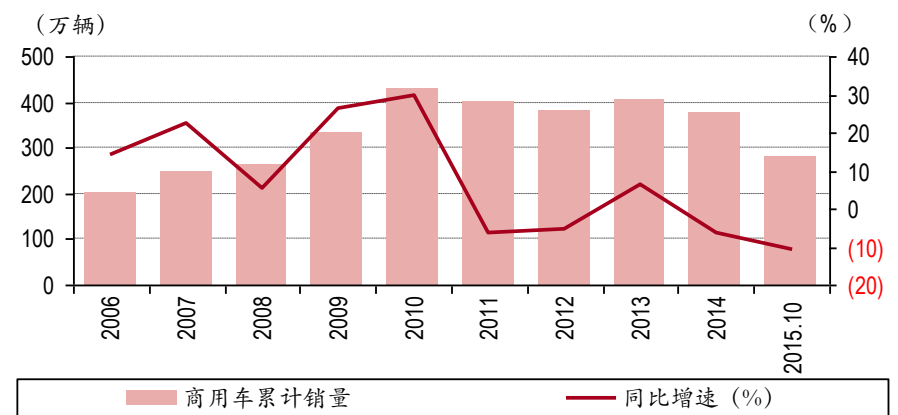
资料来源：公司公告

传统业务发展稳健，悬架系统热销助力高增长

近两年来经济增速放缓，商用车整体销量处于低迷状态，而商用车的配套系统——气压制动系统，作为万安科技最主要的营业收入与毛利收入来源，受到较大影响。2014年公司全年营业收入同比增长3.3%，其中气压制动系统营业收入同比增长1.8%，仍然保持了增长的态势；而2015年前六个月气压制动系统营业收入出现了5.5%的下滑，公司通过加强成本控制，且公司产品具有核心竞争力，业务需求稳定，使得其气压制动系统的毛利率在近两年都维持在30%以上。

根据中国汽车工业协会的数据，2015年1-10月商用车销量为279.3万辆，同比下降10.6%。商用车近几年来持续走低，目前处于行业景气周期底部，基数较低。而随着年底稳增长压力较大，前期稳增长政策效果逐渐显现，2016年新能源汽车补贴政策的变化，预计在4季度商用车就有望实现回暖。未来政策多方位“组合拳”袭来且不断加码，商用车有望触底反弹。商用车的增长将刺激公司气压制动系统营业收入增加，带动公司营业收入大幅增长，进一步提高公司的毛利率。

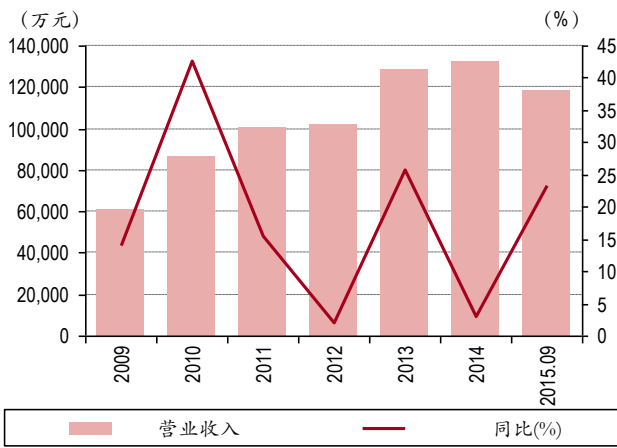
图表 4. 中国商用车累计销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，中银国际证券

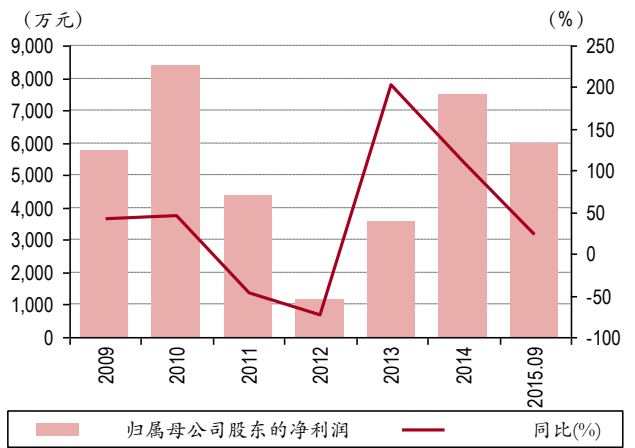
在汽车行业不景气，同业竞争异常激烈的环境下，公司总营业收入2015年前六个月却逆势实现同比增长26.1%的高速，主要得益于悬架系统业务快速增长。悬架系统主要的生产地为安徽万安汽车零部件有限公司及其柳州的子公司，主要客户为江淮汽车、上汽通用五菱和东风柳汽，受益于江淮汽车S3销量增长，带动悬架系统高速增长。未来江淮汽车S2悬架总成也将继续由公司供应。同时，公司也被选定为通用五菱电动车E100项目副车架总成的供应商。悬架副车架使用的钢焊接，公司未来将使用铝合金锻造及液压一体成型。悬架技术持续改进、业务合作伙伴增加、业务量的飞速提升，有望引爆公司悬架系统增长狂潮，成为公司盈利的新增长点。

图表 5. 营业收入及增长率



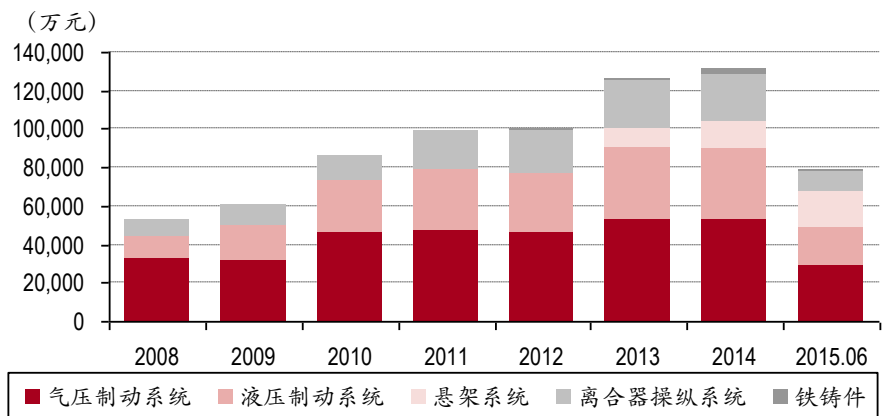
资料来源: 万得资讯, 中银国际证券

图表 6. 母公司净利润及增长率



资料来源: 万得资讯, 中银国际证券

图表 7. 营业收入分产品构成



资料来源: 万得资讯, 中银国际证券

非公开发行积蓄能量，促进产品结构优化升级

公司于2015年11月2日发布非公开发行股票预案，拟以不低于9.98元/股的发行价格，不超过8,470万股数量非公开发行，募集资金金额预计不超过8.5亿元，实施“汽车电控制动系统建设项目”、“汽车底盘模块化基地建设项目”、“车联网、无线充电技术及高级驾驶员辅助系统（ADAS）研发项目”和补充流动资金。

图表 8. 非公开发行募集资金投向与金额

项目名称	项目总投资金额 (万元)	募集资金使用金 额 (万元)
汽车电控制动系统建设项目	26,658	26,658
汽车底盘模块化基地建设项目	21,022	21,022
车联网、无线充电技术及高级驾驶员辅助系统 (ADAS) 研发项目	10,346	10,346
补充流动资金	24,000	24,000
合计	82,026	82,026

资料来源：公司公告

扩产电控产品促合作

汽车零部件的发展趋势是机电一体化，使用现代高科技改造和完善传统制动系统产品是大势所趋。发展汽车电子产品包括ABS、EBS、EPS、EPB、ESC等新能源电子产品将成为公司未来重点的发展战略。

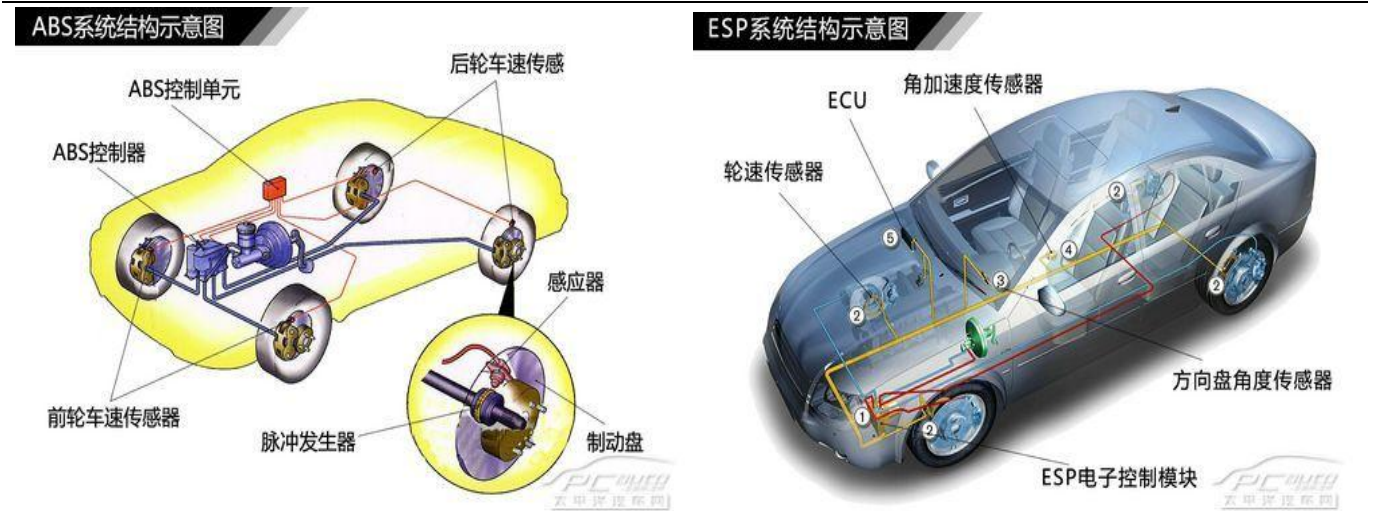
汽车电控制动系统建设项目达产后将形成年产20万套ABS防抱死制动系统、5万套EBS电子控制制动系统的生产能力。其中ABS项目技术已经比较成熟，产品的各项技术参数达到或超过目前市场上国外品牌的相关标准，完全可以替代进口并可直接出口。目前已经开始给多家客户供货，主要为大、中型客车以及载货车等商用车配套，主要客户有一汽轿车、江淮汽车、陕汽集团、东风汽车等。EBS技术门槛高、进入门槛高，价格也比较高，毛利非常可观。目前还未进入大批量供货，现在已与主机厂开始匹配EBS工作，给陕汽集团、中集集团小批量供应，预计两年后EBS还会有很好的发展。

目前我国的ABS、EBS市场以国外品牌为主导，此次建设目的主要是为扩大产能，打破国外品牌在国内相关市场的垄断地位，以满足迅速扩张的国内外需求，推动公司产品结构的优化与整个行业的技术升级。

图表 9. 汽车电子制动相关产品

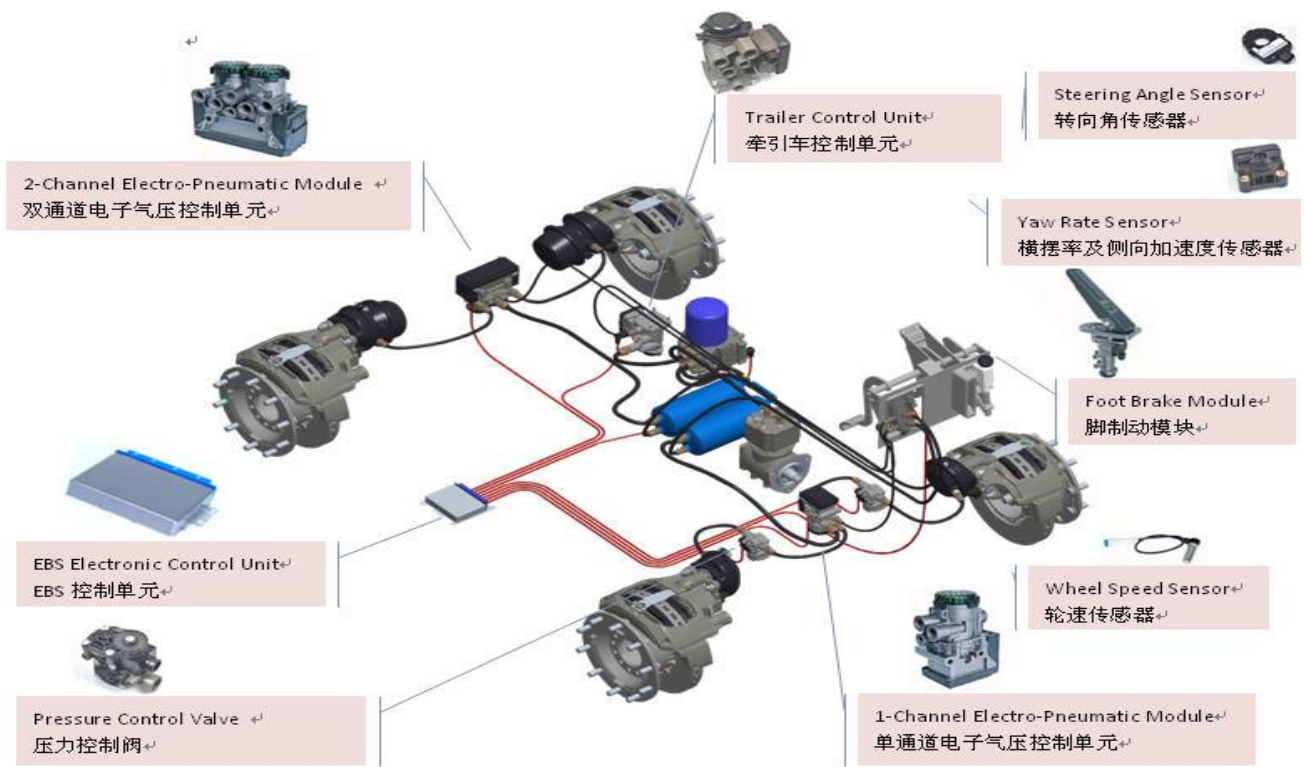
产品名称	主要功能
ABS	制动防抱死系统, 在汽车制动时, 自动控制制动器制动力的大小, 使车轮不被抱死, 处于边滚边滑 (滑移率在 20% 左右) 的状态, 以保证车轮与地面的附着力在最大值。
EBS	电子控制制动系统, 近年在与防滑系统 (ASR) 的基础上发展起来的, 主要用于改善载货汽车的制动性能。载货汽车的制动系统是气压制动。EBS 使得重型载货汽车对踩下制动的反应能像液压制动的轿车一样灵敏。安装了 EBS 制动系统的载货汽车比 ABS 停车距离缩短距离可达 15%。
ESP	车身电子稳定系统, 时时监控车辆的行驶状态, 包括车辆转向轮的转向角度、车辆横摆角速度及横向加速度。在紧急闪避障碍物, 或在弯道行驶时出现转向不足或过度转向时, ESP 控制系统能够避免车辆的侧翻, 同时帮助车辆克服偏离理想行驶轨迹的倾向, 保证车辆按照驾驶员的要求行驶。ESP 是通过对各传感器传来的车辆行驶状态信息进行分析, 进而向 EBS 发出控制指令, 来帮助车辆维持动态平衡。
EPS	电动助力转向系统, 该系统由电动助力机直接提供转向助力, 省去了液压动力转向系统所必需的动力转向油泵、软管、液压油、传送带和装于发动机上的皮带轮, 既节省能量, 又保护了环境, 调整简单、装配灵活。
EPB	电子驻车制动系统, 通过内置在其电脑中的纵向加速度传感器来测算坡度, 从而可以算出车辆在斜坡上由于重力而产生的下滑力, 电脑通过电机对后轮施加制动力来平衡下滑力, 使车辆能停在斜坡上。当车辆起步时, 电脑自动计算发动机牵引力的增加, 相应的减少制动力。当牵引力足够克服下滑力时, 电脑驱动电机解除制动, 顺畅起步。

资料来源: 百度资料, 中银国际证券

图表 10. ABS 与 ESP 系统结构示意图


资料来源: 太平洋汽车网

图表 11. EBS 系统结构示意图



资料来源：盖世汽车网

模块化总成顺应整车厂需求

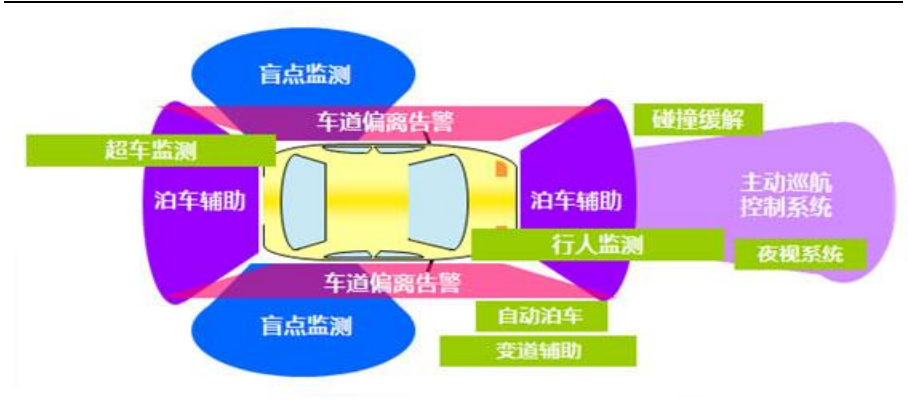
汽车零部件制造业对整车厂的配套逐步显现出系统化、模块化的趋势，能够缩短整车企业造车时间，简化其流程，但同时考验着零部件生产企业的技术与研发能力，是在竞争激烈的零部件市场表现优势弯道超车的机会。本次安徽万安底盘悬架产品的投资建设，将引进进口设备，采用铝镁合金等新材料，采用新工艺，向轻量化方向发展，提高可靠性和耐久性，降低排放。公司针对多家主机厂的新车型进行同步开发适用性产品，成功试制完成了乘用车底盘模块化系列新产品，各项指标达到国内先进水平，并取得了主机厂的认证。此次投资将进一步增加公司铝合金轻量化底盘模块化产品的生产能力，符合市场发展趋势。项目达产后将形成年产乘用车底盘模块化系列产品 50 万套的生产能力，项目达产后，预计年新增销售收入 80,000 万元，净利润 3,741 万元。该项目能够大力发展其传统零部件生产的系统模块化，形成核心优势，有助于显著提高其传统业务的业绩。

研发 ADAS 技术抢先机

ADAS (Advanced Driver Assistance Systems) 先进驾驶辅助系统，是指利用安装于车上各式各样的传感器（这些传感器可以探测光、热、压力或其它用于检测汽车状态的变量），在第一时间收集车内外的环境数据，进行静、动态物体的辨识、侦测与追踪等技术上的处理，并结合导航仪地图数据，进行系统的运算与分析，从而预先让驾驶者察觉到可能发生的危险，有效增加汽车驾驶的舒适性和安全性。包括车道偏离告警、主动巡航控制系统、行人检测、电子稳定程序、随动转向前照灯、泊车辅助、盲点辅助、防碰撞技术等。在复杂的车辆操控过程中为驾驶员提供辅助和补充，可部分控制车辆的移动，并在未来最终实现无人驾驶。

随着各国政府和民众安全性意识及相关法规标准的推进, 各种 ADAS 应用及传感平台的配备也已经从高端汽车向中端甚至入门级汽车车型中渗透。据 IHS 公司的汽车研究报告, 2012 年自适应巡航控制系统 (ACC)、车道偏离警告 (LDW) 和侧面物体探测 (SOD) 等三大 ADAS 技术的营业收入合计将达到 26.9 亿美元, 增长高达 63%。公司未来预计在此领域布局, 完备其产品结构。由于 ADAS 系统技术较为复杂, 售价较高, 研发成功后毛利也会较高。优先开发此技术能够为未来发展进行技术研发和储备, 在市场上占得先机。

图表 12. ADAS 系统应用示意图



资料来源: 百度图片

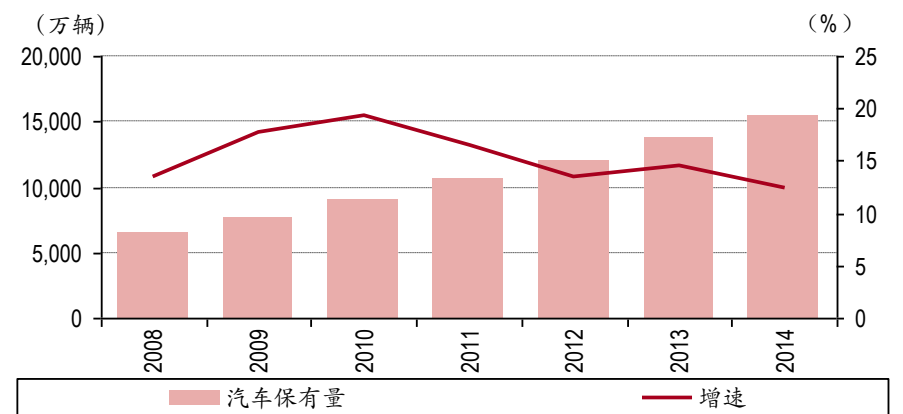
布局车联网探寻高成长空间

国家产业政策积极支持车联网发展

车联网是指通过无线通信、卫星定位、计算机网络及 GIS 等技术将车辆联接在一起的网络系统。网络通过对入网的所有车辆实时的基本信息和运动状况掌控，实现对车辆的管理和监控，可为车辆提供安全驾驶、娱乐、智能交通、紧急救助等全方位的服务，全面提升驾驶的安全性和舒适性。

近两年来我国汽车的产销量突破 2,000 万辆，位居世界第一，汽车保有量也已达到 1.5 亿辆。汽车行业规模巨大，汽车行业附加服务将越来越多元化，与汽车密切相关的车联网市场在近年得以迅速发展。据易观智库、智研咨询预计，2020 年车联网用户数将超过 4,000 万，渗透率超过 20%，市场规模突破 4,000 亿元。《国家“十二五”科学和技术发展规划》要求：加快突破移动互联网、宽带集群系统、新一代无线局域网和物联网等核心技术，推动产业应用，促进运营服务创新和知识产权创造，增强产业核心竞争力。而车联网项目作为物联网领域的核心应用，第一期资金投入达百亿级别，扶持资金将集中在汽车电子、信息通信及软件解决方案领域。

图表 13. 中国汽车保有量及增速



资料来源：万得资讯，中银国际证券

增资飞驰镁物，拓展车联网，完善智能驾驶产业布局

根据万安科技 9 月 21 日公告称对飞驰镁物进行投资。为其提供车联网潜在客户等多方面资源，资源估值为 820.5 万元，自有资金 2,000 万元人民币增加飞驰镁物的注册资本，获得飞驰镁物 22% 的股权，布局车联网领域。此次战略投资有利于公司进入车联网领域，更好的布局汽车智能驾驶领域，拓展汽车智能电子产品的开发和生产。

飞驰镁物专注前装车联网平台研发及服务运营，围绕智能汽车联网服务和共享服务来提供产品、服务等解决方案的公司，拥有 CLOUDMove、DREAMove、JOYMove 和 GEARMove 四大平台产品及 iMove 等核心产品。核心团队来自微软、埃森哲、德国电信、中国联通、观致汽车等，曾主导宝马 ConnectedDrive、观致逸云等车联网项目，还曾服务沃尔沃 SENSUS、捷豹路虎 InControl 等车联网项目。目前公司与中国联通签署合作备忘录，确立了双方未来在车联网领域的合作将选择中国联通作为电信业务主要提供商，中国联通和飞驰镁物将在包括固定通信业务、移动通信及行业信息化应用、汽车信息化解决方案等领域展开深入合作。飞驰镁物目前是一线跨国车企的车联网技术与服务供应商。

图表 14. 飞驰镁物平台布局



终极汽车互联网平台 (CLOUDMove): 自主研发的联网汽车基础架构，是基于 NGTP2.0 标准并参考 eTom 精心打造的，是业界目前架构上成熟的汽车联网服务产品，能够帮助汽车制造企业及其合作伙伴快速实现汽车联网化，并以此为基础为最终用户提供差异化的联网服务。

EQ 情商平台 (DREAMove): 基于大数据分析，结合前端的情景感知能力，实现各种人性化、化的体验式服务及应用。该平台通过与 CLOUDMove 的能力整合，搭载数据分析引擎，实现实时分析与推送，实现场景感知与数据交互，构建智能汽车的“大脑”，围绕“人”来感知情景实现个性化服务，将汽车变身为智能信息节点，丰富人们对汽车的价值观。

“汽车即服务”平台 (JOYMove): 是把汽车的商品交易属性扩展到使用服务属性，“不求所有，但求所用”，让出行体验变得便捷化、成本低廉化。通过平台建设及其运营服务，整合互联网和汽车企业资源，激活更多商业价值。

专业咨询实施服务 (GEARMove): 通过专业化咨询服务团队，依托成熟的汽车互联网产品平台，为汽车制造企业和合作伙伴提供定制化实施服务，包括车联网业务战略规划、车联网平台体系建设、客户端产品体验设计、应用系统开发与交付等。

资料来源：公司网站

智能交通发展空间广阔

智能交通系统(Intelligent Transportation System, 简称 ITS)是将先进的信息技术、数据通讯传输技术、电子传感技术、控制技术及计算机技术等有效地集成运用于整个地面交通管理系统而建立的一种在大范围内、全方位发挥作用的,实时、准确、高效的综合交通运输管理系统,是未来交通系统的发展方向,是车联网典型的应用领域。

我国也逐渐出现了电子站牌、动态导航仪、电子不停车收费系统等智能交通应用,人、车、路之间的相互作用关系正在以新的方式呈现。交通运输部2012年7月发布的《交通运输业智能交通发展战略(2012-2020年)》预测称,2020年,我国汽车保有量将超过2亿辆。解决拥堵问题迫在眉睫。我国手机用户超过10亿,移动互联网的迅速发展也为智能交通提供了新的手段和发展机遇。相比于国外智能化和动态化的交通系统,中国智能交通整体发展水平还比较落后。目前国内从事智能交通行业的企业约有2,000多家,主要集中在道路监控、高速公路收费、3S(GPS、GIS、RS)和系统集成环节。在3S领域,国内虽然有200多家企业,一些龙头企业在高速公路机电系统、高速公路智能卡、地理信息系统和快速公交智能系统领域占据了重要的地位。而在服务领域我国现在的发展还很薄弱,有着巨大的发展空间。

入股苏打网络, 打造智能交通

万安科技10月8日与苏打(北京)网络科技有限公司(简称苏打网络)签订投资意向协议,拟实际出资512.8万元,并为其提供新能源汽车分时租赁等业务潜在合作方等多方面资源,资源部分估值为1,179.5万元,以获得增资扩股后苏打网络22%的股权,布局智能交通。

苏打网络是一家专注于智能交通、汽车分时共享的科技创新企业,拥有成熟的车联网技术与汽车共享产品平台,致力于通过互联网科技手段打造下一代城市出行解决方案。苏打网络与包括意大利开源汽车 OSVehicle 在内的诸多新能源汽车企业合作,并基于自身的车联网技术架构,打造共享智能汽车,并提供下一代城市出行方案,缓解城市拥堵,减少碳排放,满足短线即时出行的需求。苏打网络核心团队由来自于微软、ThoughtWorks、腾讯等跨国科技企业和互联网企业的成员组成,曾经负责微软“未来城市”、民航机场、伦敦共享交通规划、云平台和汽车人机交互等系统解决方案的设计和实施。苏打网络已完成第一代智能共享电动汽车以及共享运营管理平台的开发。

投资苏打网络,参股智能电动汽车共享及运营的平台公司,将有利于公司汽车电子产品的开发,推动公司从由传统零部件领域向智能交通运营领域拓展。公司作为国内领先的零部件制造商,拥有深厚的行业背景与行业资源,投资合作有助于扩大苏打网络的客户资源与供应商资源,带动业务飞速发展,实现互利共赢。新能源汽车的推动与智能交通提升交通效率是未来汽车行业发展的趋势,本次投资有助于公司把握行业走势,推动公司实现产业升级。

图表 15. 苏打网络公司产品



苏打出行

Soda, 代表了 Smart、Open、Disruptive、Automobile 和 Application。苏打网络正在与诸多新能源汽车厂商合作, 打造为共享而生的智能汽车和汽车共享平台, 提供下一代城市出行方案: 缓解城市拥堵, 减少碳排放, 满足短线即时出行的需求, 并充分结合地铁等公共轨道交通网络, 满足“最后数公里”的出行痛点。Soda 会进化为一款为未来城市智能汽车品牌, 为大众出行提供一种全新的出行体验。

SODA-CAR

Soda 服务与传统汽车租赁模式最大的区别是按分钟计费, 用户只需通过 Soda 应用便可随时发现身边的共享车辆, 并通过成熟的车联网技术, 借助于 APP 完成选取车辆、控制车辆、使用车辆、支付费用的整个过程, 且无需在固定地点取车还车, 最大程度方便消费者。Soda 更好的满足了那些未被充分满足的“个性化自动驾驶”出行需求, 同时又创造来全新的产品服务体验。自助自由; 满足碎片化需求; 利用车联网与移动互联网技术。

Soda 出行 APP

通过数据与消费者行为研究, 进行产品迭代, 不断为用户提供使用的便捷与乐趣; 通过移动互联, 实现随租随行; 通过融合可穿戴设备, 为用户提供最佳体验, 塑造新一代的交通出行方式。一百次专车的优质体验, 也比不上自驾的飞驰瞬间。—— 共享苏打, 随心自驾



手机开关车门
移动出行更智能



支持 watch
多设备出行更方便



移动支付
任性出行更安全

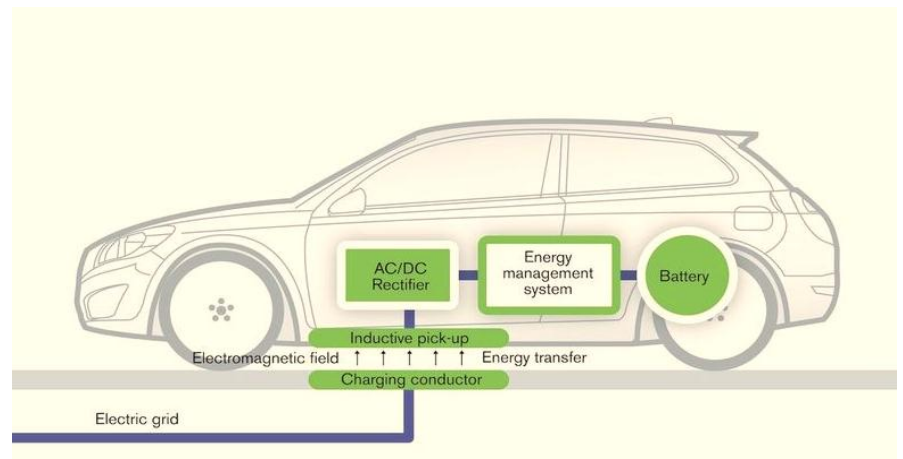
资料来源: 公司网站

布局新能源汽车无线充电技术

无线充电发展趋势与现状

近年来，蓄电池供电的纯电动汽车零排放，技术成熟可行，成为各国政府鼓励、各汽车生产商大力发展的环保车型。动力电池的电气充电方法包括接触式充电和无线充电。无线充电（Wireless Power Transmission, WPT）是以耦合的电磁场为媒介实现电能传递。与接触式充电相比，WPT 使用方便、安全，无火花及触电危险，没有相应的维护问题，无积尘和接触损耗，无机械磨损和相应的维护问题，可适应多种恶劣环境和天气，且便于实现无人自动充电和移动式充电，减轻车体重量，提高能量的有效利用率，并能够有效解决大容量电池成本过高的问题。电动汽车无线充电没有外露的连接器，彻底避免漏电、跑电等安全隐患。采用无线充电，可以将电源和变压器隐蔽在地下，让汽车在停车处或街边特殊的充电点充电。

图表 16.无线充电示意图



资料来源：网易汽车

近年来，国外的电动汽车无线充电技术发展较快，相比之下，我国对于电动汽车无线电能传输技术的研究较晚，国内研究无线充电技术的机构并不多，其中以中兴通讯、比亚迪、重庆大学等为代表。

10月5日，国务院办公厅印发《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，部署加快推进电动汽车充电基础设施建设工作。力争到2020年基本建成满足超过500万辆电动汽车的充电基础设施体系。我国新能源汽车产业的高速增长使得市场对充电桩的需求越来越大，解决充电难题已经刻不容缓。相比较于充电桩，无线充电的建设成本更低，一套无线充电设施建设下来成本大概2万元左右，并且不受场地限制等因素的影响，无线充电技术前景可期。

投资 Evatran 引进无线充电技术

根据万安科技公告，2015年6月25日公司向美国 Evatran 公司投资160万美元，认购128万股A1系列优先股，占标的公司全部股份的7.3%。本次投资将有利于拓展公司业务，引进国外先进无线充电技术，布局电动车无线充电领域，实现进入无线充电业务的发展目标。

Evatran 是一家专业从事大功率无线充电系统技术研究及充电产品设计、制造的公司，是电动车大功率无线充电系统的制造商和供应商，同时也是将电动车无线感应式充电技术推向市场的先驱者。合作伙伴包括赫兹汽车租赁公司、SAP、谷歌、杜克能源、克莱姆森大学、DTE 能源及洛杉矶水电部门等。

2014 年，Evatran 所研发的电动车无线充电系统成为获得美国第三方安全认证（电子测试实验室，简称“ETL”）的产品，该认证涵盖电气和通讯测试。测试产品是 EvatranPlugless 二代充电系统——功率 3.3 千瓦，运用感应技术为电动汽车的动力源电池组实现无线充电。Plugless 充电系统是公认的第一款使用无线能量传递转移技术的产品。除了省去了传统充电使用导线的麻烦，Plugless 无线充电系统还应用了泊车辅助技术，指引驾驶员把电动汽车停到合适的位置，以获得最佳的车辆与充电系统的相对方位角度，达到预期的充电效果，另外使用的异物检测技术有效地排除了铁质材料对充电过程的干扰。目前 Evatran 销售的 3.3KW PLUGLESS™ L2 的产品涵盖了日产 LEAF、雪佛兰 Volt 及凯迪拉克 ELR 电动车。

图表 17. Plugless 无线充电系统测试效能数据表

输出功率 3.3KW		
车辆与充电器间距(mm)	100	110
最高效能(%)	88.8	89.2
平均效能(%)	87.0	88.1
最低效能(%)	86.1	86.2

资料来源：第一电动网

图表 18. Evatran3.3kw PLUGLESS™ L2 的产品示意图



资料来源：公司官网

盈利预测和投资建议

制动系统业务

公司是制动系统供应商，产品覆盖气压制动系统与液压制动系统，其中气压制动系统是其营业收入与毛利的主要来源，主要为商用车供应。随着经济企稳，政策助力，商用车销量逐渐见底，未来有望恢复稳定增长的态势，带动公司的营业收入与毛利增加。公司增发建设的电控制动项目也将逐渐达产发力，ABS、EBS 产品将会与更多的汽车制造商展开合作。预计公司制动系统业务 2015-2017 年营业收入的增速为 6%、8%、11%。

悬架系统业务

公司悬架系统业务于 2013 年下半年进入飞速增长期，2015 年 1-6 月其营业收入增速高达 312.05%，未来预计将持续保持高增长。公司增发建设的底盘模块化基地建设项目将为其高增长保持充足的供应量，并进一步改进生产技术，将底盘模块轻量化、系统化，提高其毛利率，成为公司盈利的新增长点。预计公司悬架系统业务 2015-2017 年营业收入的增速为 275%、76%、56%。

车联网、智能交通与无线充电业务

我国汽车保有量巨大，随着“互联网+”与大数据国家战略的实施，车联网将凭借信息技术与大数据的应用迎来爆发式增长，预计将有数千亿的市场规模。而同时车辆的增多造成了严重的污染与拥堵问题。智能交通凭借其对流与信息流的重新整合，能够有效的解决上述问题，具有巨大的发展空间。飞驰镁物专注于前装车联网平台研发及服务运营，未来市值有望达到 70 亿。苏打网络致力于智能交通、汽车分时共享业务，未来市值有望达到 70 亿。

我国新能源汽车产业的高速增长使得市场对充电基础设施的需求越来越大，解决充电难题迫在眉睫。无线充电相较于充电桩，建设成本较低，不受场地限制，无线充电技术前景可期。EvaTran 公司专业从事大功率无线充电系统技术系统研究与制造商，预计其未来市值可达 250 亿。

盈利预测和投资建议

我们预计万安科技 2015-2017 年每股收益分别为 0.26 元、0.35 元和 0.54 元。采取分部估值，以 2017 年业绩为基础，给予公司传统制动系统业务与悬架系统业务 25 倍动态市盈率，由于布局的车联网、智能交通与无线充电业务有广阔的发展前景与极高的成长空间，给予新兴业务 70 亿元市值，考虑到增发摊薄后，认为公司合理目标价为 27.10 元，首次给予**买入**评级。

风险提示

- 1) 商用车行业持续低迷;
- 2) ADAS、车联网、无线充电业务发展不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,283	1,322	1,653	2,099	2,708
销售成本	(984)	(992)	(1,263)	(1,569)	(1,986)
经营费用	(184)	(160)	(196)	(252)	(318)
息税折旧前利润	115	170	194	279	403
折旧及摊销	(52)	(60)	(62)	(71)	(82)
经营利润(息税前利润)	63	110	131	208	321
净利息收入/(费用)	(25)	(22)	(22)	(22)	(20)
其他收益/(损失)	4	4	3	6	7
税前利润	42	92	112	191	308
所得税	(7)	(17)	(24)	(39)	(56)
少数股东权益	(1)	0	1	3	4
净利润	34	75	89	156	256
核心净利润	34	76	90	157	257
每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.264	0.345	0.539
核心每股收益(人民币)	0.283	0.367	0.218	0.317	0.517
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.053	0.076	0.135
收入增长(%)	26	3	25	27	29
息税前利润增长(%)	41	76	19	58	55
息税折旧前利润增长(%)	28	48	14	44	45
每股收益增长(%)	202	23	(27)	31	56
核心每股收益增长(%)	146	29	(40)	45	63

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	42	92	112	191	308
折旧与摊销	52	60	62	71	82
净利息费用	25	22	22	22	20
运营资本变动	(57)	(37)	(63)	270	60
税金	(8)	(17)	(2)	(17)	(36)
其他经营现金流	(25)	(35)	(59)	(121)	(102)
经营活动产生的现金流	29	84	73	417	332
购买固定资产净值	(4)	4	100	150	210
投资减少/增加	1	0	(75)	(15)	(34)
其他投资现金流	(100)	(50)	(200)	(300)	(420)
投资活动产生的现金流	(104)	(46)	(175)	(165)	(244)
净增权益	(7)	(17)	(22)	(38)	(67)
净增债务	55	(26)	27	(232)	59
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(55)	(44)	(13)	(40)	(241)
融资活动产生的现金流	(7)	(59)	45	(207)	(28)
现金变动	(82)	(20)	(58)	45	61
期初现金	324	266	223	165	210
公司自由现金流	(75)	39	(103)	252	89
权益自由现金流	5	35	(53)	42	168

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	285	235	176	224	283
应收帐款	576	592	877	778	1,403
库存	259	295	356	468	575
其他流动资产	8	5	15	12	15
流动资产总计	1,129	1,126	1,424	1,482	2,277
固定资产	516	529	561	636	759
无形资产	143	147	152	157	161
其他长期资产	37	33	86	133	173
长期资产总计	696	709	799	926	1,093
总资产	1,825	1,836	2,243	2,398	3,353
应付帐款	632	585	744	956	1,559
短期债务	392	378	379	167	229
其他流动负债	70	72	136	99	183
流动负债总计	1,094	1,035	1,259	1,222	1,971
长期借款	0	0	22	0	0
其他长期负债	32	34	46	38	39
股本	121	206	413	497	497
储备	549	532	474	608	809
股东权益	671	738	887	1,105	1,306
少数股东权益	28	28	29	33	37
总负债及权益	1,825	1,836	2,243	2,398	3,353
每股帐面价值(人民币)	5.53	3.58	2.15	2.22	2.63
每股有形资产(人民币)	4.35	2.86	1.78	1.91	2.30
每股净负债/(现金)(人民币)	1.03	0.75	0.57	(0.09)	(0.08)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.9	12.8	11.7	13.3	14.9
息税前利润率(%)	4.9	8.3	7.9	9.9	11.9
税前利润率(%)	3.3	6.9	6.8	9.1	11.4
净利率(%)	2.6	5.7	5.4	7.4	9.4
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	2.5	5.0	5.9	9.4	16.1
净权益负债率(%)	18.0	20.2	25.7	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	59.6	48.3	66.5	50.8	32.5
核心业务市盈率(倍)	61.8	47.8	80.3	55.3	33.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	80.9	62.5	105.0	72.4	44.4
市净率(倍)	3.2	4.9	8.1	7.9	6.7
价格/现金流(倍)	74.1	42.9	99.5	20.9	26.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.1	43.5	38.5	25.8	17.8
周转率					
存货周转天数	90.8	101.8	94.0	95.9	95.9
应收帐款周转天数	143.6	161.2	162.2	144.0	147.0
应付帐款周转天数	160.1	168.0	146.8	147.8	169.5
回报率					
股息支付率(%)	21.6	22.0	24.4	24.1	26.2
净资产收益率(%)	5.1	10.7	11.0	15.7	21.2
资产收益率(%)	3.0	4.9	5.1	7.1	9.1
已运用资本收益率(%)	0.8	1.7	2.2	3.3	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

一汽轿车(000800.CH/人民币 16.68, 买入)

东风汽车(600006.CH/人民币 9.41, 买入)

江淮汽车(600418.CH/人民币 15.59, 持有)

吉利汽车(0175.HK/港币 4.30, 买入)

比亚迪(002594.CH/人民币 64.90, 未有评级)

中集集团(000039.CH/人民币 20.55, 未有评级)

中兴通讯(000063.CH/人民币 18.44, 未有评级)

中国联通(600050.CH/人民币 6.68, 未有评级)

以2015年11月23日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371