



买入

62% ↑

目标价格:人民币 34.90

原目标价格:人民币 31.60

002590.CH

价格:人民币 21.49

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

万安科技

传统业务高增长, 智能汽车与新能源汽车双管齐下

万安科技是国内领先的汽车制动系统供应商, 覆盖商用车和乘用车两大领域。公司非公开发行股票的申请近日获得证监会审核通过, 计划募集约 8.5 亿元, 实施汽车电控制动系统、底盘模块化基地建设、车联网、无线充电技术及 ADAS 研发项目。充裕的资金将为公司后续发展布局提供充足的能量。我们近期对公司进行了现场调研, 就公司的企业经营状况以及未来外延战略方向进行了深入交流。公司明年业绩有望受益于 ABS 系统与悬架业务的爆发维持高增长, 公司将从车联网、智能交通、ADAS 系统布局智能汽车, 从无线充电、轮毂电机、电动车副车架等方向布局新能源汽车。考虑到公司业绩的高增长与布局的新兴领域发展前景广阔, 我们将万安科技目标价格上调至 34.90 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **ABS 系统与悬架业务爆发, 业绩高增长可期。**公司主营产品包括气压制动系统、液压制动系统、悬架系统等。公司近年来加速产品结构调整, 大力发展 ABS、EBS 等电子类产品与悬架业务。ABS 系统毛利率高, 随着国家政策推行助力, 商用车装配量飞速增加, 明年有望达产 18 万套。悬架系统受益于主要客户江淮汽车、上汽通用五菱等爆款车型的销售, 明年有望收入翻倍, 其毛利率有望随着开拓市场后良好的合作口碑与实现量产而得以提升。增发项目的通过将为产能扩大提供强有力的支撑。
- **加速布局智能汽车与新能源汽车, 业务有望多点开花。**公司通过参股飞驰镁物与苏打科技公司, 切入车联网及新能源汽车共享经济领域。入股美国 Evatran 公司获取无线充电核心技术, 有望进入国内领先新能源汽车厂商供应链实现量产, 并不断推进更高功率充电技术研发。公司正在积极布局 ADAS 系统与新能源汽车轮毂电机业务, 未来将通过入股或控股的合资公司等形式, 牵手国内外领先技术公司。公司也将发挥自己的传统优势, 加快自主研发电子制动产品与电动车副车架的步伐。

评级面临的主要风险

- 1) 汽车行业持续低迷, 传统业务加速下滑; 2) ADAS、车联网、智能交通、无线充电、轮毂电机等新业务发展不及预期。

估值

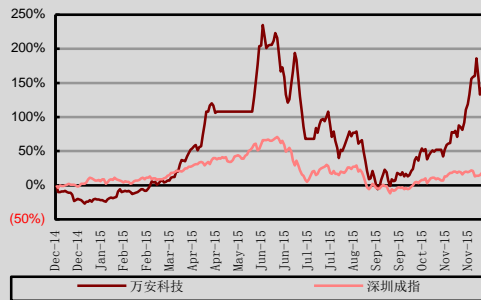
- 我们略微调整万安科技盈利预测, 预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.26 元、0.37 元和 0.59 元。采取分部估值, 给予传统业务 25 倍动态市盈率, 新兴业务 100 亿元市值, 公司合理目标价由 31.60 元上调为至 34.90 元, 维持买入评级。

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	2,116	2,750
变动(%)	26	3	25	28	30
净利润(人民币 百万)	34	75	89	169	283
全面摊薄每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.264	0.369	0.593
变动(%)	201.9	23.5	(27.4)	40.1	60.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.264	0.345	0.539
调整幅度(%)			0.0	7.0	10.0
全面摊薄市盈率(倍)	73.1	59.2	81.5	58.2	36.3
价格/每股现金流量(倍)	90.9	52.6	122.1	25.5	30.6
每股现金流量(人民币)	0.24	0.41	0.18	0.84	0.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	78.3	53.2	47.0	30.1	20.2
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.053	0.081	0.148
股息率(%)	0.3	0.4	0.2	0.4	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	252.3	27.4	127.2	214.0
相对深证成指	239.2	24.8	99.2	191.4

发行股数(百万)	413
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	7,745
3 个月日均交易额(人民币 百万)	221
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 12 月 21 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

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	2,116	2,750
销售成本	(984)	(992)	(1,263)	(1,573)	(1,990)
经营费用	(184)	(160)	(196)	(250)	(324)
息税折旧前利润	115	170	194	293	436
折旧及摊销	(52)	(60)	(62)	(71)	(82)
经营利润(息税前利润)	63	110	131	222	354
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	206	341
所得税	(7)	(17)	(24)	(41)	(62)
少数股东权益	(1)	0	1	4	4
净利润	34	75	89	169	283
核心净利润	34	76	90	170	284
每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.264	0.369	0.593
核心每股收益(人民币)	0.283	0.367	0.218	0.342	0.572
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.053	0.081	0.148
收入增长(%)	26	3	25	28	30
息税前利润增长(%)	41	76	19	69	59
息税折旧前利润增长(%)	28	48	14	51	49
每股收益增长(%)	202	23	(27)	40	61
核心每股收益增长(%)	146	29	(40)	57	67

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	206	341
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)	262	48
税金	(8)	(17)	(2)	(18)	(42)
其他经营现金流	(25)	(35)	(59)	(123)	(100)
经营活动产生的现金流	29	84	73	419	349
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)	(40)	(74)
净增债务	55	(26)	27	(230)	51
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	(208)	(42)
现金变动	(82)	(20)	(58)	46	63
期初现金	324	266	223	165	212
公司自由现金流	(75)	39	(103)	254	106
权益自由现金流	5	35	(53)	46	177

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	226	287
应收帐款	576	592	877	792	1,424
库存	259	295	356	470	575
其他流动资产	8	5	15	12	15
流动资产总计	1,129	1,126	1,424	1,499	2,302
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	2,415	3,378
应付帐款	632	585	744	960	1,559
短期债务	392	378	379	170	223
其他流动负债	70	72	136	99	184
流动负债总计	1,094	1,035	1,259	1,229	1,966
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	617	839
股东权益	671	738	887	1,115	1,336
少数股东权益	28	28	29	33	37
总负债及权益	1,825	1,836	2,243	2,415	3,378
每股帐面价值(人民币)	5.53	3.58	2.15	2.24	2.69
每股有形资产(人民币)	4.35	2.86	1.78	1.93	2.36
每股净负债/(现金)(人民币)	1.03	0.75	0.57	(0.08)	(0.10)

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	13.8	15.9
息税前利润率(%)	4.9	8.3	7.9	10.5	12.9
税前利润率(%)	3.3	6.9	6.8	9.7	12.4
净利率(%)	2.6	5.7	5.4	8.0	10.3
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	10.1	17.7
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)	73.1	59.2	81.5	58.2	36.3
核心业务市盈率(倍)	75.8	58.6	98.5	62.8	37.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	123.1	95.2	159.9	102.0	61.0
市净率(倍)	3.9	6.0	10.0	9.6	8.0
价格/现金流(倍)	90.9	52.6	122.1	25.5	30.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	78.3	53.2	47.0	30.1	20.2
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	147.1	167.2
回报率					
股息支付率(%)	21.6	22.0	24.4	23.9	26.0
净资产收益率(%)	5.1	10.7	11.0	16.9	23.1
资产收益率(%)	3.0	4.9	5.1	7.7	10.0
已运用资本收益率(%)	0.8	1.7	2.2	3.5	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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。除非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