



买入

136% ↑

目标价格:人民币 34.90

002590.CH

价格:人民币 14.81

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, ADAS 系统有望加快布局

公司日前公布 2015 年业绩快报, 全年实现营业总收入 17.0 亿元, 同比增长 28.9%; 归属于上市公司股东的净利润 0.9 亿元, 同比增长 24.1%, 每股收益 0.23 元, 略低于我们预期。公司收入大幅增长, 主要受益于其近年来大力拓展的底盘悬架业务。公司的气压制动业务也有望随着商用车销量反弹迎来回升。公司非公开发行募集 8.5 亿元完成, 将夯实传统制动及底盘系统业务, 扩产电控产品, 公司业务在 2016 年有望持续高速增长。募集资金的到位也将加快公司切入 ADAS 系统的进程, 利用其在制动系统上的优势成为智能汽车领域龙头企业。我们预计公司 2016-2017 年每股收益分别为 0.35 元和 0.57 元, 考虑到公司在 ADAS、车联网、智能交通、无线充电领域的布局及良好前景, 给予目标价 34.90 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩略低于预期, 未来有望持续高增长。** 经济增速放缓, 商用车整体销量低迷, 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。公司 2015 年整体业绩收入实现 28.9% 的高增长, 主要受益于大力发展的悬架系统业务, 公司开拓了江淮汽车、上汽通用五菱和东风柳汽等优质客户。由于悬架系统业务处于新市场开拓时, 毛利率较低, 导致净利润实现 24.1% 增长率, 增速有所放缓。预计 2016 年悬架业务随着客户爆款车型的上市有望助力公司该项业务持续高增长, 其毛利率有望也将得以提升。我们预计 2016 年商用车销量有望触底迎来小幅反弹, 公司的气压制动系统业务有望回升。公司的 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, 业绩将会得到较快释放。增发项目资金到位将为产能扩大提供强有力的支撑。
- **布局车联网、智能交通、无线充电, ADAS 系统有望加快推进。** 公司通过参股方式, 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共享经济, 并已参与美国 Evatran A、B 轮融资, 进入新能源汽车无线充电领域, 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。公司积极布局智能汽车, 公司非公开增发项目资金到位后有望加快其 ADAS 系统落地进程。公司是传统汽车零部件供应商, 拥有主动安全系统优势, 公司通过布局 ADAS 系统, 能够联通车联网, 整合智能汽车产业链。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。公司智能汽车与新能源汽车双管齐下, 业务未来有望多点开花。

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、无线充电等新业务发展不及预期。

估值

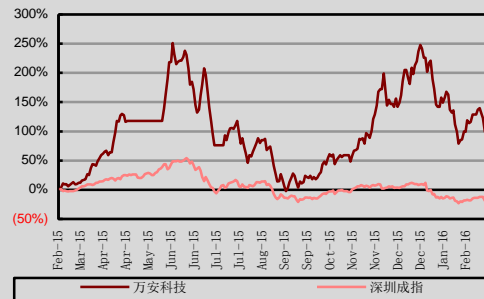
- 我们预计公司 2016-2017 年每股收益分别为 0.35 元和 0.57 元。采取分部估值, 给予传统业务 25 倍动态市盈率, 维持新兴业务 100 亿元市值估计, 维持目标价 34.90 元与买入评级。

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	1,705	2,182	2,837
变动(%)	26	3	29	28	30
净利润(人民币 百万)	36	75	93	172	281
全面摊薄每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.225	0.346	0.565
变动(%)	201.9	23.5	(37.9)	53.5	63.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.264	0.369	0.593
调整幅度(%)			(14.8)	(6.2)	(4.7)
全面摊薄市盈率(倍)	50.4	40.8	65.8	42.9	26.2
价格/每股现金流量(倍)	62.6	36.2	14.5	22.4	6.8
每股现金流量(人民币)	0.24	0.41	1.02	0.66	2.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	63.0	42.8	41.1	27.0	16.2
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.045	0.076	0.141
股息率(%)	0.4	0.5	0.3	0.5	1.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(35.8)	(8.7)	(28.6)	100.3
相对深证成指	(8.6)	(9.7)	(3.6)	118.8

发行股数(百万)	480
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	5,356
3个月日均交易额(人民币 百万)	257
净负债比率(%) (2016E)	39
主要股东(%)	
万安集团有限公司	46

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 2 月 26 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	1,705	2,182	2,837
销售成本	(982)	(992)	(1,303)	(1,629)	(2,075)
经营费用	(184)	(160)	(211)	(260)	(337)
息税折旧前利润	117	170	191	293	431
折旧及摊销	(52)	(60)	(62)	(71)	(82)
经营利润(息税前利润)	65	110	129	223	349
净利息收入/(费用)	(25)	(22)	(22)	(22)	(20)
其他收益/(损失)	4	4	7	6	7
税前利润	44	92	114	206	336
所得税	(7)	(17)	(22)	(38)	(59)
少数股东权益	(1)	0	1	4	4
净利润	36	75	93	172	281
核心净利润	34	76	95	170	280
每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.225	0.346	0.565
核心每股收益(人民币)	0.283	0.367	0.181	0.317	0.543
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.045	0.076	0.141
收入增长(%)	26	3	29	28	30
息税前利润增长(%)	41	76	(1)	91	62
息税折旧前利润增长(%)	28	48	1	62	51
每股收益增长(%)	202	23	(38)	53	63
核心每股收益增长(%)	146	29	(51)	75	71

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	44	92	114	206	336
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)	308	(450)	783
税金	(8)	(17)	(1)	(16)	(39)
其他经营现金流	(25)	(35)	(67)	(146)	(87)
经营活动产生的现金流	29	84	420	(328)	1,082
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)	(19)	(38)	(70)
净增债务	55	(26)	(194)	452	(633)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(55)	(44)	(73)	(40)	(241)
融资活动产生的现金流	(7)	(59)	(233)	476	(723)
现金变动	(82)	(20)	12	(17)	116
期初现金	324	266	223	235	218
公司自由现金流	(75)	39	245	(493)	839
权益自由现金流	5	35	73	(19)	226

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	245	232	347
应收帐款	576	592	640	1,082	1,203
库存	259	295	364	500	593
其他流动资产	8	5	16	12	16
流动资产总计	1,129	1,126	1,264	1,827	2,159
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	2,083	2,742	3,236
应付帐款	632	585	874	909	1,726
短期债务	392	378	180	630	0
其他流动负债	70	72	141	101	190
流动负债总计	1,094	1,035	1,194	1,640	1,917
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	34	46	38	39
股本	121	206	413	497	497
储备	549	532	401	535	746
股东权益	671	738	814	1,033	1,243
少数股东权益	28	28	29	33	37
总负债及权益	1,825	1,836	2,083	2,742	3,236
每股帐面价值(人民币)	5.53	3.58	1.97	2.08	2.50
每股有形资产(人民币)	4.35	2.86	1.60	1.76	2.18
每股净负债/(现金)(人民币)	1.03	0.75	(0.13)	0.83	(0.67)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	10.1	12.7	14.8
息税前利润率(%)	4.9	8.3	6.4	9.5	11.9
税前利润率(%)	3.3	6.9	5.5	8.8	11.4
净利率(%)	2.6	5.7	4.3	7.2	9.5
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.5	5.0	4.9	9.4	16.8
净权益负债率(%)	18.0	20.2	净现金	38.7	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	50.4	40.8	65.8	42.9	26.2
核心业务市盈率(倍)	52.2	40.4	81.8	46.7	27.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	123.1	95.2	192.8	110.0	64.3
市净率(倍)	2.7	4.1	7.5	7.1	5.9
价格/现金流(倍)	62.6	36.2	14.5	22.4	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	63.0	42.8	41.1	27.0	16.2
周转率					
存货周转天数	90.8	101.8	90.8	95.9	95.9
应收帐款周转天数	143.6	161.2	131.8	144.0	147.0
应付帐款周转天数	160.1	168.0	156.1	149.0	169.5
回报率					
股息支付率(%)	21.6	22.0	25.4	24.1	26.1
净资产收益率(%)	5.1	10.7	9.4	17.0	23.6
资产收益率(%)	3.0	4.9	4.3	6.9	9.2
已运用资本收益率(%)	0.8	1.7	2.1	3.2	4.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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:

中银国际研究有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371