

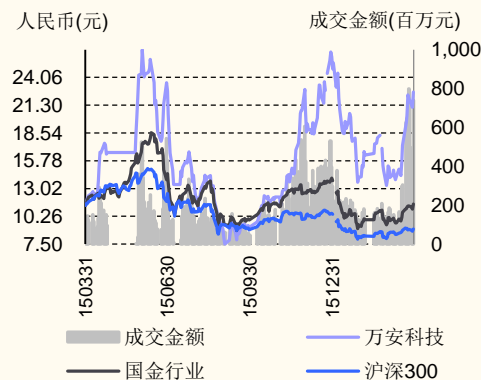
市场价格(人民币): 22.61 元

## 业绩基本符合预期 悬架系统表现佳

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	361.65
总市值(百万元)	10,844.82
年内股价最高最低(元)	26.80/7.50
沪深 300 指数	3216.28
深证成指	10445.69



## 相关报告

1. 《业绩略超预期 关注智能汽车布局-万安科技(002590) 20...》, 2016. 3. 24
2. 《万安科技: 主业稳定增长 积极布局智能汽车-智能汽车系列深度报...》, 2016. 3. 22

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.363	0.223	0.267	0.366
每股净资产(元)	5.53	3.58	3.89	6.28	6.80
每股经营性现金流(元)	0.24	0.41	0.56	0.34	0.67
市盈率(倍)	44.86	33.33	111.55	84.55	61.80
行业优化市盈率(倍)	13.42	21.74	38.41	34.16	34.16
净利润增长率(%)	201.86%	109.92%	23.06%	39.27%	36.81%
净资产收益率(%)	5.31%	10.14%	11.47%	7.47%	9.45%
总股本(百万股)	121.34	206.28	412.56	479.65	479.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件概述

- 公司发布 2015 年度报告: 实现营收 16.9 亿元, 同比增长 27.8%; 归属于上市公司股东的净利润 0.92 亿元, 同比增长 22.4%; 扣非后净利润 0.85 亿元, 同比增长 20.8%; EPS 0.22 元, 基本符合预期。2015 年公司利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.4 元。

## 分析与判断

- 业绩基本符合预期, 悬架系统表现佳。报告期内, 公司营收同比增长 27.8% 至 16.9 亿元, 净利润同比增长 22.4% 至 0.92 亿元; 2015Q4 单季度营收同比增长 40.0% 至 5.0 亿元, 环比增长 32.8%, 净利润同比增长 22.6% 至 0.32 亿元, 环比增长 301.1% (2015Q4 业绩表现较好主要由于小排量乘用车购置税减半政策带来行业增速好转)。公司业绩增速好于行业, 主要受悬架系统业务拉动 (期内, 悬架系统营收同比增长 156.1%), 主要由于其配套车型江淮 S3、S2 热销 (江淮 S3 于 2015 年销量 19.7 万辆, 江淮 S2 于 2015 年 10-12 月销量 2.7 万辆), 带动公司悬架系统增速高。
- 毛利率仍处于相对高位, 盈利能力较强。报告期内, 公司毛利率 22.6%, 同比下降 2.7 个百分点, 主要原因在于 2015 年汽车市场下游需求疲软, 汽车零部件供应商承担了一部分的降价压力。虽然毛利率有所回落, 仍处于相对高位 (高达 29.2%), 主要原因在于: 1) 气压制动系统技术门槛高, 期内毛利率高达 35.2%, 同比增长 1.1 个百分点; 2) 悬架系统不断放量, 规模效应形成, 毛利率稳中有升。
- 气压 ABS 和悬架系统将推动公司业绩继续保持高速增长。《机动车运行安全技术条例 (修订稿)》要求对于 3.5 吨以上的货车、半挂车等需要装配间隙自动调节装置, 并扩大了 ABS 安装对象范围, 公司是商用车气压 ABS 龙头企业, 将优先受益。另外, 公司悬架系统主要配套车型江淮 S3、S2 受益于小排量乘用车购置税减半政策, 预计持续热销将带动悬架系统较高增速。
- 看好公司在智能驾驶与新能源汽车领域的布局。公司通过入股飞驰镁物 (车联网 TSP 服务供应商), 抢占市场先机, 有望快速占领车联网前装市场; 结合自身在 ABS、EBS 和 ESC 等方面的技术积累, 积极卡位智能驾驶。公司通过入股苏打网络 (新能源汽车分时租赁), 打造下一代汽车出行方案; 通过入股美国 Evatran (无线充电), 将成立排他性合资公司, 抢占市场高点。

**投资建议:** 公司是国内领先的汽车制动系统龙头, 主业稳定增长, 积极布局智能汽车与新能源汽车等领域, 看好公司布局新兴业务的未来发展空间。不考虑外延, 预估 16-17 年 EPS 分别为 0.27、0.37 元, 继续给予“买入”评级。

**风险:** 商用车行业持续低迷; 公司新兴业务布局进展不及预期。

崔琰

分析师 SAC 执业编号: S1130516020002  
(8621) 60230251

cuiyan@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,021</b>	<b>1,283</b>	<b>1,322</b>	<b>1,690</b>	<b>2,233</b>	<b>2,993</b>
增长率		25.7%	3.0%	27.8%	32.1%	34.1%
主营业务成本	-773	-979	-987	-1,308	-1,701	-2,290
%销售收入	75.8%	76.3%	74.7%	77.4%	76.2%	76.5%
<b>毛利</b>	<b>247</b>	<b>304</b>	<b>335</b>	<b>382</b>	<b>531</b>	<b>703</b>
%销售收入	24.2%	23.7%	25.3%	22.6%	23.8%	23.5%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-5	-7	-9
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-76	-102	-88	-96	-145	-189
%销售收入	7.5%	7.9%	6.7%	5.7%	6.5%	6.3%
管理费用	-116	-117	-127	-152	-201	-269
%销售收入	11.3%	9.1%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>50</b>	<b>80</b>	<b>115</b>	<b>128</b>	<b>179</b>	<b>237</b>
%销售收入	4.9%	6.2%	8.7%	7.6%	8.0%	7.9%
财务费用	-27	-25	-22	-21	-24	-25
%销售收入	2.6%	2.0%	1.7%	1.3%	1.1%	0.8%
资产减值损失	-6	-17	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	1	1	1
%税前利润	0.0%	1.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>38</b>	<b>88</b>	<b>107</b>	<b>155</b>	<b>212</b>
营业利润率	1.7%	3.0%	6.7%	6.4%	6.9%	7.1%
营业外收支	5	4	3	6	3	3
<b>税前利润</b>	<b>23</b>	<b>42</b>	<b>92</b>	<b>113</b>	<b>158</b>	<b>215</b>
利润率	2.2%	3.3%	6.9%	6.7%	7.1%	7.2%
所得税	-11	-7	-17	-19	-27	-37
所得税率	48.4%	16.9%	18.3%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>35</b>	<b>75</b>	<b>94</b>	<b>131</b>	<b>178</b>
少数股东损益	0	-1	0	2	3	3
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>75</b>	<b>92</b>	<b>128</b>	<b>175</b>
净利率	1.2%	2.8%	5.7%	5.4%	5.7%	5.9%

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>324</b>	<b>266</b>	<b>223</b>	<b>320</b>	<b>380</b>	<b>480</b>
应收款项	433	576	592	778	1,047	1,429
存货	230	259	295	358	475	640
其他流动资产	7	27	17	10	14	18
<b>流动资产</b>	<b>995</b>	<b>1,129</b>	<b>1,126</b>	<b>1,467</b>	<b>1,916</b>	<b>2,567</b>
%总资产	61.6%	61.8%	61.4%	68.3%	56.4%	63.9%
长期投资	10	13	11	11	11	11
固定资产	449	516	529	492	1,286	1,246
%总资产	27.8%	28.3%	28.8%	22.9%	37.8%	31.0%
无形资产	148	143	147	155	162	169
非流动资产	621	696	709	682	1,484	1,450
%总资产	38.4%	38.2%	38.6%	31.7%	43.6%	36.1%
<b>资产总计</b>	<b>1,615</b>	<b>1,825</b>	<b>1,836</b>	<b>2,149</b>	<b>3,399</b>	<b>4,017</b>
短期借款	349	404	378	447	510	526
应付款项	512	654	607	773	1,012	1,440
其他流动负债	21	36	50	96	126	157
<b>流动负债</b>	<b>882</b>	<b>1,094</b>	<b>1,035</b>	<b>1,316</b>	<b>1,649</b>	<b>2,123</b>
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	71	32	34	0	0	0
<b>负债</b>	<b>953</b>	<b>1,126</b>	<b>1,070</b>	<b>1,316</b>	<b>1,649</b>	<b>2,124</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>641</b>	<b>671</b>	<b>738</b>	<b>803</b>	<b>1,718</b>	<b>1,858</b>
少数股东权益	21	28	28	30	33	36
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,615</b>	<b>1,825</b>	<b>1,836</b>	<b>2,149</b>	<b>3,399</b>	<b>4,017</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.097	0.294	0.363	0.223	0.267	0.366
每股净资产	5.285	5.528	3.577	3.894	6.284	6.796
每股经营现金净流	0.591	0.236	0.409	0.556	0.345	0.674
每股股利	0.050	0.060	0.080	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	1.84%	5.31%	10.14%	11.47%	7.47%	9.45%
总资产收益率	0.73%	1.95%	4.08%	4.29%	3.77%	4.37%
投入资本收益率	2.57%	6.01%	8.20%	8.31%	6.56%	8.11%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.89%	25.72%	3.05%	27.81%	32.11%	34.08%
EBIT 增长率	-41.24%	58.04%	43.98%	11.59%	39.41%	32.40%
净利润增长率	-73.01%	201.86%	109.92%	23.06%	39.27%	36.81%
总资产增长率	-0.59%	12.98%	0.60%	17.09%	58.16%	18.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.6	57.7	65.7	72.0	75.0	78.0
存货周转天数	110.7	91.2	102.3	100.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	146.3	139.9	153.1	135.0	135.0	140.0
固定资产周转天数	143.1	128.8	132.6	97.9	69.9	48.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	3.73%	19.71%	20.23%	15.19%	7.44%	2.48%
EBIT 利息保障倍数	1.9	3.2	5.2	6.0	7.4	9.4
资产负债率	59.00%	61.73%	58.28%	61.24%	48.50%	52.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-29	买入	14.81	18.60~21.70
2	2016-03-24	买入	22.32	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD