万安科技 (002590.SZ)　汽车零配件行业

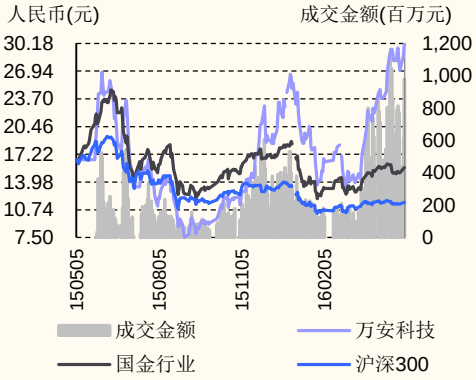
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：30.20 元

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)	14,485.34
年内股价最高最低(元)	30.20/7.50
沪深 300 指数	3209.46
深证成指	10422.80



相关报告

1.《业绩开门红 看好智能化电动化布局-万安科技（002590）2...》，2016.4.29

2.《业绩基本符合预期 悬架系统表现佳-万安科技（002590）2...》，2016.3.31

3.《业绩略超预期 关注智能汽车布局-万安科技（002590）20...》，2016.3.24

4.《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...》，2016.2.29

崔琰　分析师 SAC 执业编号：S1130516020002
(8621)60230251
cuiyan@gjzq.com.cn

牵手瑞典 Haldex 国内布局 EMB 卡位执行层

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.363	0.222	0.267	0.367	0.515
每股净资产(元)	3.58	1.97	2.15	3.80	4.19
每股经营性现金流(元)	0.41	0.44	0.04	0.23	0.45
市盈率(倍)	33.33	112.14	112.97	82.34	58.64
行业优化市盈率(倍)	21.74	38.41	34.42	34.42	34.42
净利润增长率(%)	109.92%	22.41%	39.97%	37.21%	40.42%
净资产收益率(%)	10.14%	11.27%	14.45%	9.65%	12.31%
总股本(百万股)	206.28	412.56	479.65	479.65	479.65

来源：公司年报、国金证券研究所

事件概述

- 公司发布公告：公司与 Haldex Brake Products AB（简称 Haldex 公司）签订了《关于成立瀚德万安（中国）电控制动系统有限公司的合资经营合同》；公司现金出资 5,000 万元，持有 50%股权，Haldex 以现金及专有技术评估出资 5,000 万元（其中现金 1,500 万元），持有 50%股权。

分析与判断

- **与 Haldex 成立合资公司，实现自身电控制动产业升级。**Haldex 是全球著名的制动系零部件公司，其四驱系统主要供给客户大众、奥迪、沃尔沃等车企，Haldex Brake Products AB 是商用车制动系统与悬架系统零部件公司，制动调节器在欧洲、美洲市场占有率第一，本次合作的产品 EMB 也是 Haldex 多年研发的产品（全球最早切入研发的公司之一，其他还有博世、西门子、TRW 等）。EMB，即电制动，取代液压/气压制动系统，使得车辆的响应时间、制动距离、舒适度、安全性能都有较大提升，相较于液压/气压制动系统，EMB 结构相对简单、功能集成可靠，是未来制动系统的未来方向，特别是顺应电动化、轻量化的趋势。看好 Haldex 的技术与万安的客户基础相互结合共同开拓国内市场。
- **EMB 将增强公司智能驾驶执行端优势。**公司出资 2,000 万元获得飞驰镁物 22%的股权，牵手优质 TSP 服务供应商，通过共享优质客户资源，抢占市场先机，快速占领车联网前装市场。公司 10 多年一直耕耘汽车底盘与控制系统，目前已经量产 ABS，小批量生产 EBS，并掌握 EPB、EMB、ESC 等电子制动技术，本次与 Haldex 合作，加强公司在电控制动领域优势，积极卡位智能驾驶；此外，诸暨成立 10 亿元的汽车零部件并购基金，有利于公司未来通过外延方式布局智能汽车，未来发展看好。
- **EMB 符合新能源汽车电子制动方面要求。**公司出资 320 万美元获得美国 Evatran 公司 11.72%的股份，锁定无线充电高新技术，未来公司有望将该技术进行本土产业化；公司出资 512.8 万元获得苏打网络 22%的股权，切入新能源汽车分时租赁，打造下一代汽车出行方案，与无线充电构成协同效应。公司本次投资 EMB 技术，符合新能源汽车电子制动方面要求，增强公司在新能源汽车等新兴领域的市场竞争力，未来优先享受市场红利。

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，维持“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。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**1,283**	**1,322**	**1,690**	**2,233**	**2,993**	**4,058**
增长率		3.0%	27.8%	32.1%	34.0%	35.6%
主营业务成本	-979	-987	-1,309	-1,701	-2,290	-3,096
%销售收入	76.3%	74.7%	77.4%	76.2%	76.5%	76.3%
毛利	304	335	382	531	702	962
%销售收入	23.7%	25.3%	22.6%	23.8%	23.5%	23.7%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-11	-9	-12
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%
营业费用	-102	-88	-100	-146	-185	-258
%销售收入	7.9%	6.7%	5.9%	6.6%	6.2%	6.4%
管理费用	-117	-127	-142	-201	-269	-365
%销售收入	9.1%	9.6%	8.4%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	80	115	133	173	239	326
%销售收入	6.2%	8.7%	7.9%	7.8%	8.0%	8.0%
财务费用	-25	-22	-15	-23	-27	-29
%销售收入	2.0%	1.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-17	-5	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	1	1	1
%税前利润	1.4%	0.5%	n.a	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	38	88	106	151	213	298
营业利润率	3.0%	6.7%	6.3%	6.8%	7.1%	7.3%
营业外收支	4	3	6	6	3	3
税前利润	42	92	112	157	216	301
利润率	3.3%	6.9%	6.7%	7.0%	7.2%	7.4%
所得税	-7	-17	-15	-27	-37	-51
所得税率	16.9%	18.3%	13.7%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	35	75	97	130	179	250
少数股东损益	-1	0	5	2	3	3
归属于母公司的净利润	**36**	**75**	**92**	**128**	**176**	**247**
净利率	2.8%	5.7%	5.4%	5.7%	5.9%	6.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	35	75	97	130	179	250
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	69	64	78	61	65	70
非经营收益	22	27	22	24	31	34
营运资金变动	-98	-82	-15	-199	-166	-139
经营活动现金净流	**29**	**84**	**181**	**16**	**109**	**215**
资本开支	-88	-69	-36	-29	-862	-32
投资	0	18	-56	0	0	0
其他	-16	5	6	1	1	1
投资活动现金净流	**-104**	**-46**	**-86**	**-28**	**-862**	**-31**
股权募资	7	0	0	0	822	0
债权募资	43	-14	27	39	79	16
其他	-58	-45	-40	-30	-88	-100
筹资活动现金净流	**-7**	**-59**	**-13**	**9**	**813**	**-84**
现金净流量	**-82**	**-20**	**82**	**-3**	**60**	**100**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	266	223	323	320	380	480
应收款项	576	592	683	1,028	1,403	1,937
存货	259	295	317	466	640	865
其他流动资产	27	17	11	14	18	25
流动资产	1,129	1,126	1,334	1,828	2,441	3,307
%总资产	61.8%	61.4%	64.0%	71.6%	61.6%	68.9%
长期投资	13	11	66	66	66	66
固定资产	516	529	520	482	1,275	1,233
%总资产	28.3%	28.8%	24.9%	18.9%	32.2%	25.7%
无形资产	143	147	144	151	158	165
非流动资产	696	709	751	724	1,525	1,490
%总资产	38.2%	38.6%	36.0%	28.4%	38.4%	31.1%
资产总计	**1,825**	**1,836**	**2,085**	**2,552**	**3,966**	**4,797**
短期借款	404	378	290	363	442	457
应付款项	654	607	741	1,006	1,363	1,947
其他流动负债	36	50	57	144	184	227
流动负债	1,094	1,035	1,089	1,513	1,989	2,631
长期贷款	0	35	117	117	117	118
其他长期负债	32	0	34	0	0	0
负债	**1,126**	**1,070**	**1,240**	**1,630**	**2,105**	**2,748**
普通股股东权益	671	738	813	887	1,823	2,007
少数股东权益	28	28	33	35	38	41
负债股东权益合计	**1,825**	**1,836**	**2,085**	**2,552**	**3,966**	**4,797**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.294	0.363	0.222	0.267	0.367	0.515
每股净资产	5.528	3.577	1.970	2.151	3.800	4.185
每股经营现金净流	0.236	0.409	0.438	0.039	0.227	0.448
每股股利	0.060	0.080	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.31%	10.14%	11.27%	14.45%	9.65%	12.31%
总资产收益率	1.95%	4.08%	4.39%	5.02%	4.44%	5.15%
投入资本收益率	6.01%	7.96%	9.16%	10.25%	8.21%	10.33%
增长率						
主营业务收入增长率	25.72%	3.05%	27.84%	32.08%	34.05%	35.60%
EBIT 增长率	58.04%	43.98%	15.77%	30.19%	38.19%	36.44%
净利润增长率	201.86%	109.92%	22.41%	39.97%	37.21%	40.42%
总资产增长率	12.98%	0.63%	13.55%	22.38%	55.39%	20.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.7	65.7	62.4	72.0	75.0	78.0
存货周转天数	91.2	102.3	85.3	100.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	139.9	153.1	125.6	135.0	135.0	140.0
固定资产周转天数	128.8	132.6	106.3	75.9	53.3	36.4
偿债能力						
净负债/股东权益	19.71%	24.80%	9.85%	17.30%	9.60%	4.63%
EBIT 利息保障倍数	3.2	5.2	9.1	7.6	8.8	11.3
资产负债率	61.73%	58.29%	59.45%	63.87%	53.08%	57.30%

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。

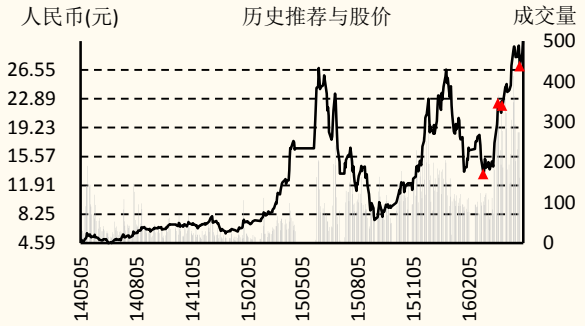
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2016-03-31	买入	22.61	N/A
4	2016-04-29	买入	27.95	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为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