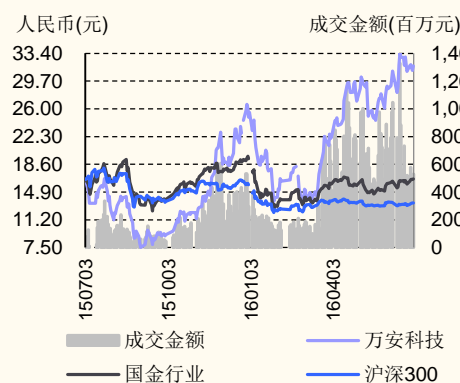


市场价格(人民币): 31.70元

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)	15,204.81
年内股价最高最低(元)	33.41/7.50
沪深 300 指数	3154.20
深证成指	10458.43



相关报告

1. 《成功签手 Protean 完美布局轮毂电机-万安科技 (0025...)》, 2016.6.6
2. 《增强底盘模块化优势 看好智能电动双布局-万安科技 (00259...)》, 2016.6.1
3. 《收购万安泵业 优化智能驾驶和电动化布局-万安科技 (00259...)》, 2016.5.9
4. 《牵手瑞典 Haldex 国内布局 EMB 卡位执行层-万安科技 (0...)》, 2016.5.5
5. 《业绩开门红 看好智能化电动化布局-万安科技 (002590) 2...》, 2016.4.29

崔琰

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

鲁家瑞

联系人
(8621)61038264
lujr@gjzq.com.cn

与 Protean 成立合资公司 加快布局轮毂电机

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	118.58	86.43	61.55
行业优化市盈率(倍)	21.74	38.41	35.24	35.24	35.24
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: 与 Protean Holdings Corp.的全资子公司 Protean Electric Limited (简称“Protean”)签订《浙江万安科技股份有限公司和 Protean Electric Limited 合资合同》, 双方拟在中国设立一家合资公司(浙江万安智驭科技有限公司), 公司现金出资 600 万美元, 占注册资本的 60%。

分析与判断

- 与 Protean 成立合资公司, 积极布局轮毂电机。Protean 可提供一体化轮毂电机系统解决方案, 其设计的 PD18 轮毂电机可为国内 B 级车、SUV、MPV 以及轻型商用车类的混合动力汽车和纯电动汽车提供驱动所需功率和转矩; 2016 年 5 月, 在天津建立总部, 并计划今年 3 季度生产 PD18 轮毂电机。公司与 Protean 成立合资公司, 主营轮毂电机, 注册资本 1,000 万美元(双方均以现金出资); 其中, 公司出资 600 万美元, 占注册资本的 60%, 拥有 3 个董事会席位(共 5 个席位), 并指定董事长。
- “轮毂电机+无线充电+分时租赁”布局新能源汽车领域。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; 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; 公司拟出资 2,000 万美元持有 Protean 10.36% 的股份, 本次出资 600 万美元与 Protean 成立合资公司, 加快轮毂电机项目落地。轮毂电机可将动力、传动和制动装置整合, 简化结构, 可高效实现制动能量回收, 是新能源汽车的理想选择。合资公司的成立有望快速实现轮毂电机国产化, 抢占市场份额, 在新能源汽车领域中形成“轮毂电机+无线充电+分时租赁”的战略布局, 增强新能源汽车领域的市场竞争力, 未来将优先享受市场红利。
- 优化电制动执行端, 打造智能驾驶龙头企业。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, 有望快速占领车联网前装市场。公司在诸暨成立 10 亿元的汽车零部件并购基金, 未来公司将通过外延方式布局智能汽车。公司 10 多年一直耕耘汽车底盘与电制动系统, 目前已经量产 ABS, 小批量生产 EBS, 并掌握 EPB、ESC 等电子制动技术, 与 Haldex 在 EMB 领域合作, 积极卡位智能驾驶, 有望打造智能驾驶龙头企业。

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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,283	1,322	1,690	2,233	2,993	4,058	货币资金	266	223	323	320	380	480
增长率	3.0%	27.8%	32.1%	34.0%	35.6%		应收款项	576	592	683	1,028	1,403	1,937
主营业务成本	-979	-987	-1,309	-1,701	-2,290	-3,096	存货	259	295	317	466	640	865
%销售收入	76.3%	74.7%	77.4%	76.2%	76.5%	76.3%	其他流动资产	27	17	11	14	18	25
毛利	304	335	382	531	702	962	流动资产	1,129	1,126	1,334	1,828	2,441	3,307
%销售收入	23.7%	25.3%	22.6%	23.8%	23.5%	23.7%	%总资产	61.8%	61.4%	64.0%	71.6%	61.6%	68.9%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-11	-9	-12	长期投资	13	11	66	66	66	66
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	固定资产	516	529	520	482	1,275	1,233
营业费用	-102	-88	-100	-146	-185	-258	%总资产	28.3%	28.8%	24.9%	18.9%	32.2%	25.7%
%销售收入	7.9%	6.7%	5.9%	6.6%	6.2%	6.4%	无形资产	143	147	144	151	158	165
管理费用	-117	-127	-142	-201	-269	-365	非流动资产	696	709	751	724	1,525	1,490
%销售收入	9.1%	9.6%	8.4%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	38.2%	38.6%	36.0%	28.4%	38.4%	31.1%
息税前利润 (EBIT)	80	115	133	173	239	326	资产总计	1,825	1,836	2,085	2,552	3,966	4,797
%销售收入	6.2%	8.7%	7.9%	7.8%	8.0%	8.0%	短期借款	404	378	290	363	442	457
财务费用	-25	-22	-15	-23	-27	-29	应付款项	654	607	741	1,006	1,363	1,947
%销售收入	2.0%	1.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.7%	其他流动负债	36	50	57	144	184	227
资产减值损失	-17	-5	-12	0	0	0	流动负债	1,094	1,035	1,089	1,513	1,989	2,631
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	35	117	117	117	118
投资收益	1	0	0	1	1	1	其他长期负债	32	0	34	0	0	0
%税前利润	1.4%	0.5%	n.a	0.4%	0.3%	0.2%	负债	1,126	1,070	1,240	1,630	2,105	2,748
营业利润	38	88	106	151	213	298	普通股股东权益	671	738	813	887	1,823	2,007
营业利润率	3.0%	6.7%	6.3%	6.8%	7.1%	7.3%	少数股东权益	28	28	33	35	38	41
营业外收支	4	3	6	6	3	3	负债股东权益合计	1,825	1,836	2,085	2,552	3,966	4,797
税前利润	42	92	112	157	216	301	比率分析						
利润率	3.3%	6.9%	6.7%	7.0%	7.2%	7.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-7	-17	-15	-27	-37	-51	每股指标						
所得税率	16.9%	18.3%	13.7%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.294	0.363	0.222	0.267	0.367	0.515
净利润	35	75	97	130	179	250	每股净资产	5.528	3.577	1.970	2.151	3.800	4.185
少数股东损益	-1	0	5	2	3	3	每股经营现金净流	0.236	0.409	0.438	0.039	0.227	0.448
归属于母公司的净利润	36	75	92	128	176	247	每股股利	0.060	0.080	0.040	0.130	0.130	0.130
净利率	2.8%	5.7%	5.4%	5.7%	5.9%	6.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.31%	10.14%	11.27%	14.45%	9.65%	12.31%
净利润	35	75	97	130	179	250	总资产收益率	1.95%	4.08%	4.39%	5.02%	4.44%	5.15%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	6.01%	7.96%	9.16%	10.25%	8.21%	10.33%
非现金支出	69	64	78	61	65	70	增长率						
非经营收益	22	27	22	24	31	34	主营业务收入增长率	25.72%	3.05%	27.84%	32.08%	34.05%	35.60%
营运资金变动	-98	-82	-15	-199	-166	-139	EBIT 增长率	58.04%	43.98%	15.77%	30.19%	38.19%	36.44%
经营活动现金净流	29	84	181	16	109	215	净利润增长率	201.86%	109.92%	22.41%	39.97%	37.21%	40.42%
资本开支	-88	-69	-36	-29	-862	-32	总资产增长率	12.98%	0.63%	13.55%	22.38%	55.39%	20.95%
投资	0	18	-56	0	0	0	资产管理能力						
其他	-16	5	6	1	1	1	应收账款周转天数	57.7	65.7	62.4	72.0	75.0	78.0
投资活动现金净流	-104	-46	-86	-28	-862	-31	存货周转天数	91.2	102.3	85.3	100.0	102.0	102.0
股权募资	7	0	0	0	822	0	应付账款周转天数	139.9	153.1	125.6	135.0	135.0	140.0
债权募资	43	-14	27	39	79	16	固定资产周转天数	128.8	132.6	106.3	75.9	53.3	36.4
其他	-58	-45	-40	-30	-88	-100	偿债能力						
筹资活动现金净流	-7	-59	-13	9	813	-84	净负债/股东权益	19.71%	24.80%	9.85%	17.30%	9.60%	4.63%
现金净流量	-82	-20	82	-3	60	100	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
5	2016-05-05	买入	30.20	N/A
6	2016-05-09	买入	28.90	N/A
7	2016-06-01	买入	27.80	N/A
8	2016-06-06	买入	28.67	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