



买入

55% ↑

目标价格:人民币 39.10

002590.CH

价格:人民币 25.27

目标价格基础:分部估值法

万安科技

业绩略超预期，智能化与电动化双轮驱动

公司公布2016年三季报:3季度实现营业总收入4.5亿元,同比增长18.1%;归属于上市公司股东的净利润0.2亿元,同比增长166.6%;每股收益0.04元。前三季度累计实现营业总收入14.6亿元,同比增长23.0%;归属于上市公司股东的净利润0.8亿元,同比增长35.7%;每股收益0.17元,略超我们预期。公司收入稳健增长主要受益于商用车销量反弹带动气压制动系统业务回升与新培育的底盘悬架业务增长;净利润大幅增长主要是由于高毛利率的气压制动系统业务占比提升与底盘悬架业务毛利率逐渐攀升。特斯拉完全自动驾驶系统于10月20日发布,而中国的智能网联汽车技术路线图有望于10月底发布,AEB国家标准也有望明年出台,公司在智能汽车领域布局完善,将会显著受益。我们维持对公司的盈利预测,预计2016-2018年每股收益分别为0.26元、0.36元和0.48元,考虑到公司主业有望持续高速增长,在ADAS、车联网、智能交通、无线充电、轮毂电机等新兴领域布局拥有良好前景,维持目标价39.10元与买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩略超预期,产品升级盈利能力强劲。**3季度公司综合毛利率为25.1%,同比提升0.5个百分点,预计主要是商用车销量触底反弹带动高毛利率的主营产品气压制动系统业务回升明显,而国家机动车安全条例对于轻卡装配ABS规定出台带动气压ABS在轻卡的装配量飞速增加,未来公司盈利能力有望进一步提升。3季度公司三项费用率上升1.4个百分点达到18.6%,主要由于本期产品销售增加致使售后服务费用增加及研发投入加大导致管理费用升高所致,借款减少与汇兑损益变动则使得财务费用大幅减少。公司积极发展汽车电子产品,目前EBS产品完成了整车匹配测试并已小批量供货,即将进入批产阶段。公司携手Haldex公司,利用其EMB技术拓展机电一体化领域,有助于进一步延伸到ADAS驾驶员辅助系统,最终实现无人驾驶。
- **智能化电动化引领行业方向,期待产业链整合全面开花。**公司参股北京飞驰镁物物和苏打网络,涉足车联网核心环节TSP平台打造和新能源汽车分时租赁。参股世界领先的无线充电公司美国Evatran并与其在中国成立合资公司,有望率先引进其成熟先进技术,进入国内新能源汽车厂商供应链实现量产。参股世界领先的轮毂电机公司Protean并与其在中国成立合资公司,积极布局轮毂电机,未来公司有望将轮毂电机技术整合成为集成电动智能驾驶底盘系统供应商。公司未来有望继续完善智能驾驶布局,联通车联网,打造城市出行新模式,并为智能电动车配套轮毂电机与无线充电装置,成为智能电动汽车领域龙头企业。

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

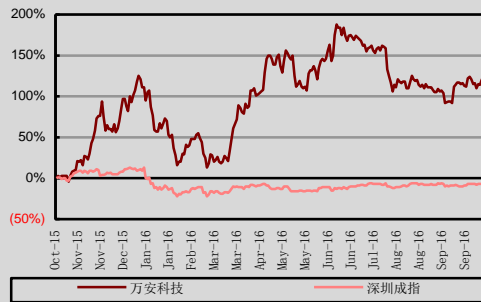
- 我们维持对公司的盈利预测,预计2016-2018年全面摊薄每股收益分别为0.26元、0.36元和0.48元。采取分部估值,以2018年业绩为基础,给予传统业务25倍动态市盈率,维持新兴业务130亿元市值估计,维持目标价39.10元与买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	1,322	1,690	2,155	2,802	3,516
变动(%)	3	28	28	30	25
净利润(人民币百万)	75	97	107	156	228
全面摊薄每股收益(人民币)	0.156	0.191	0.259	0.362	0.476
变动(%)	109.9	22.4	35.8	39.5	31.7
全面摊薄市盈率(倍)	162.0	132.3	97.4	69.8	53.1
价格/每股现金流量(倍)	143.8	67.0	67.9	43.3	28.2
每股现金流量(人民币)	0.18	0.38	0.37	0.58	0.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.4	65.5	55.8	43.3	32.3
每股股息(人民币)	0.034	0.040	0.057	0.090	0.119
股息率(%)	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5

资料来源:公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.6	3.1	(14.7)	133.6
相对深证成指	30.0	1.5	(14.3)	135.1

发行股数(百万)	480
流通股(%)	75
流通股市值(人民币百万)	9,139
3个月日均交易额(人民币百万)	212
净负债比率(%) (2016E)	4
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10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

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年 3 季度	2016 年 3 季度	同比变动(%)
营业收入	376.7	445.0	18.1
营业利润	7.5	25.6	243.3
净利润	7.0	23.2	230.1
归属于上市公司股东的净利润	8.0	21.3	166.6
扣非后归属于上市公司股东的净利润	5.9	19.5	229.8
营业成本	300.9	333.5	10.8
毛利润	75.8	111.6	47.1
销售费用	23.8	34.0	43.1
管理费用	38.2	49.3	29.0
财务费用	2.8	(0.4)	(115.5)
资产减值损失	0.9	0.1	(94.4)
销售费用率(%)	6.3	7.6	
管理费用率(%)	10.2	11.1	
财务费用率(%)	0.7	(0.1)	
毛利率(%)	20.1	25.1	
净利率(%)	1.9	5.2	

资料来源: 公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,322	1,690	2,155	2,802	3,516
销售成本	(992)	(1,315)	(1,651)	(2,146)	(2,678)
经营费用	(160)	(189)	(287)	(376)	(470)
息税折旧前利润	170	186	218	280	368
折旧及摊销	(60)	(65)	(69)	(74)	(82)
经营利润(息税前利润)	110	121	149	206	287
净利息收入/(费用)	(22)	(15)	(22)	(22)	(20)
其他收益/(损失)	4	6	6	7	7
税前利润	92	112	132	190	273
所得税	(17)	(15)	(27)	(36)	(55)
少数股东权益	0	5	3	2	10
净利润	75	97	107	156	228
核心净利润	76	98	108	158	229
每股收益(人民币)	0.156	0.191	0.259	0.362	0.476
核心每股收益(人民币)	0.158	0.216	0.226	0.328	0.477
每股股息(人民币)	0.034	0.040	0.057	0.090	0.119
收入增长(%)	3	28	28	30	25
息税前利润增长(%)	76	10	23	38	39
息税折旧前利润增长(%)	48	10	17	28	32
每股收益增长(%)	110	22	36	39	32
核心每股收益增长(%)	120	37	5	45	45

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	92	112	132	190	273
折旧与摊销	60	65	69	74	82
净利息费用	22	15	22	22	20
运营资本变动	(37)	18	217	30	(175)
税金	(17)	(10)	(5)	(14)	(35)
其他经营现金流	(35)	(20)	(257)	(23)	265
经营活动产生的现金流	84	181	179	280	429
购买固定资产净值	4	(4)	110	135	100
投资减少/增加	0	(35)	(65)	(34)	(30)
其他投资现金流	(50)	(47)	(200)	(270)	(200)
投资活动产生的现金流	(46)	(86)	(155)	(169)	(130)
净增权益	(17)	(19)	(27)	(43)	(57)
净增债务	(26)	27	(148)	19	(151)
支付股息	17	19	27	43	57
其他融资现金流	(33)	(41)	17	(65)	(77)
融资活动产生的现金流	(59)	(14)	(131)	(47)	(228)
现金变动	(20)	80	(108)	65	71
期初现金	266	223	323	216	280
公司自由现金流	39	95	23	112	300
权益自由现金流	35	136	(103)	152	169

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	235	330	229	292	364
应收帐款	592	683	826	1,385	1,389
库存	295	317	550	577	311
其他流动资产	5	5	24	6	83
流动资产总计	1,126	1,334	1,628	2,260	2,147
固定资产	529	520	556	612	626
无形资产	147	144	149	154	158
其他长期资产	33	67	114	153	198
长期资产总计	709	731	819	919	982
总资产	1,836	2,085	2,467	3,193	3,128
应付帐款	585	721	1,067	1,649	1,520
短期债务	378	290	251	272	120
其他流动负债	72	77	99	88	122
流动负债总计	1,035	1,089	1,418	2,009	1,762
长期借款	0	115	0	0	0
其他长期负债	34	36	38	39	41
股本	206	413	480	480	480
储备	532	400	497	627	799
股东权益	738	813	977	1,107	1,278
少数股东权益	28	33	35	38	47
总负债及权益	1,836	2,085	2,467	3,193	3,128
每股帐面价值(人民币)	1.54	1.69	2.04	2.31	2.66
每股有形资产(人民币)	2.86	1.62	1.73	1.99	2.34
每股净负债/(现金)(人民币)	0.75	0.20	0.07	(0.02)	(0.48)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.8	11.0	10.1	10.0	10.5
息税前利润率(%)	8.3	7.1	6.9	7.3	8.1
税前利润率(%)	6.9	6.7	6.1	6.8	7.8
净利率(%)	5.7	6.1	5.0	5.6	6.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	5.0	8.3	6.7	9.3	14.3
净权益负债率(%)	20.2	9.7	3.5	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0
估值					
市盈率(倍)	162.0	132.3	97.4	69.8	53.1
核心业务市盈率(倍)	160.3	117.2	111.9	76.9	53.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	248.0	181.4	173.1	119.0	82.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	16.4	15.0	12.4	10.9	9.5
价格/现金流(倍)	143.8	67.0	67.9	43.3	28.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.4	65.5	55.8	43.3	32.3
周转率					
存货周转天数	101.8	84.9	95.8	95.8	60.5
应收帐款周转天数	161.2	137.6	127.7	144.0	144.0
应付帐款周转天数	168.0	141.0	151.4	176.9	164.5
回报率					
股息支付率(%)	22.0	18.7	25.5	27.7	25.1
净资产收益率(%)	10.7	13.2	12.0	15.0	19.1
资产收益率(%)	4.9	5.3	5.2	5.9	7.2
已运用资本收益率(%)	1.7	1.9	2.5	3.2	4.0

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。

本报告期内含保密信息，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