

2009年7月8日

公司研究

汽车及零配件

投资评级：买入

分析师：邢海芝

电 话：010-88656252

E-mail：xinghaizhi@oa.cinda-sc.com

市场指标/数据

2008 2009E 2010E

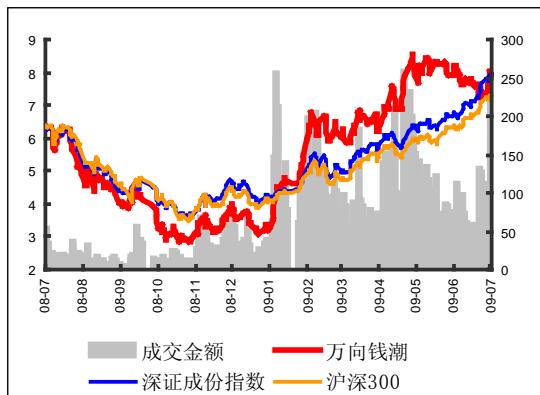
PE	37	28	22
PB	5.16	2.7	2.4
PE/G	--	0.72	0.5
EV/EBITDA	--	--	--

52周最高价/最低价/当前价(元)

8.78/2.76/7.82; 11.44/3.91/9.60(后复权)

发行股数/流通 A 股 (万股) 102558.74/51203.07

主要股东(持股比例) 万向集团(61.05%)

近期股价表现**近期研究报告**

万向钱潮 (000559) 两大项目决定公司赢利增长预期 增发能否实现更是关键

公司近年由于资本支出规模一直较大，负债压力因此较高，资产负债水平接近 70%，财务费用占税前利润比例接近 30%。

零部件行业发展的趋势和特点要求公司进一步提高产能，扩大产品结构及系统化供货能力，公司因此投资 36.51 亿元扩产等速驱动轴和轮毂项目，但这也进一步加大了公司的融资需求。

公司新收购大股东股权部分资产尽管价格不菲，但具有较强的盈利能力，未来赢利增长前景较好，这也有助于公司随后的增发融资安排。

增发募集资金项目正常预期应在 09 年正式投入建设，2011 年全部达产，则未来三年可为公司贡献利润分别 14556 万元、27514 万元和 50235 万元。

简单相加，公司未来三年预计实现净利润分别 4.46 亿元、6.64 亿元和 9.52 亿元，考虑增发 1.5 亿股本因素，每股收益分别约为 0.44 元、0.56 元和 0.81 元。公司近期的利润风险主要来源于增发融资能否顺利实现以及募投项目建设的进度情况。

我们认为，公司定向增发具备 10 月底前启动的条件，增发价格预期 12.5 元左右。

同时，我们认为，市场预期的公司未来有望受益于大股东优质资产甚至电动汽车资产注入的可能性不大，站在大股东角度，优良的资产单独实施 IPO 融资显然更为有利。

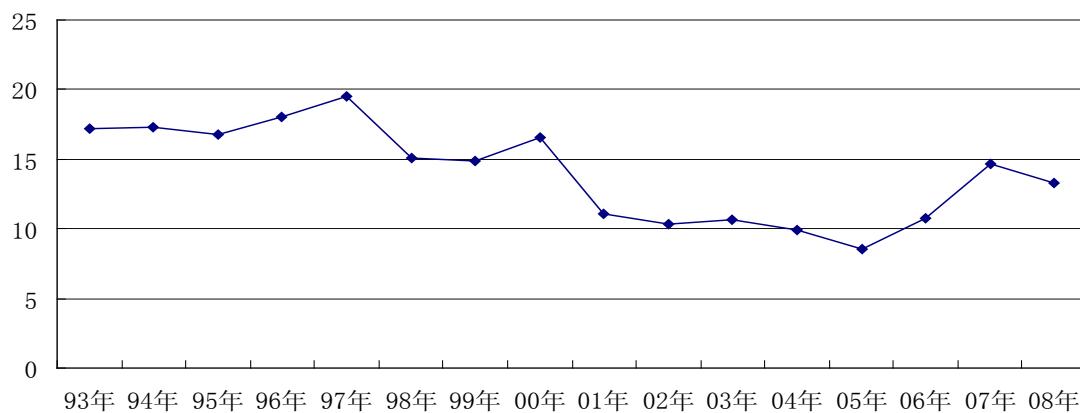
(单位: 百万元)	2008	2009E	2010E
营业收入	4848	6327	7645
(+/-%)	14.55	30.51	20.83
净利润	221	446	664
(+/-%)	-16.11	101.8	48.87
每股收益(元)	0.215	0.44	0.56
每股净资产(元)	1.50	2.90	3.20
每股经营现金流(元)	0.43	0.86	1.12
每股股利(元)	0.10	0.10	0.12
ROE (%)	14.99	15.17	17.5

公司近年由于资本支出规模一直较大，负债压力因此较高，资产负债水平接近 70%，财务费用占税前利润比例接近 30%。

受制于汽车零部件行业不断升级发展的特点以及竞争压力的作用，万向钱潮自上市以来就面临着不断提升产能和增加核心技术以及加工能力的多重压力，但是，相对较低的资本回报使得紧靠企业内部自我滚动式积累无法满足市场快速增长以及竞争能力提升的要求，因此，通过资本市场进行外部融资就显得尤为重要。公司自 93 年上市以来，一直到 2000 年都顺利实施了配股融资，外部融资与企业自我盈利能力的提升也相互协同促进，累计融资达到 82938 万元，这也支撑了公司 2000 年以前的业务扩张。

但自 2000 年以后，由于市场以及其它因素，公司一直未能再次从二级市场进行融资。公司净资产回报率也由之前的平均 15% 以上下降到 11% 左右，07 年、08 年随行业整体景气度的提升，再次提高到 14.66% 和 13.31%。

图 1：万向钱潮上市以来 ROE 水平变化



来源：公司年报、信达证券研发中心。

表 1：万向钱潮自上市以来融资及实施情况

1993 年	IPO	11400 万元
1996 年	配股	10502.76 万元
1997 年	配股	23445.87 万元
1998 年	配股	未通过
2000 年	配股	37589.73 万元
2002 年	发行可转债	未通过
2003 年	配股	停止实施
2008 年	增发	被延后
		82,938.36 万元

来源：公司公告、信达证券研发中心。

因此，我们看到，尽管公司近几年经营性现金流较为稳定，但由于投资性支出包括固定

资产构建以及资产收购等一直较大，因此银行借款规模也一直维持较高水平，08 年达到 22 亿元左右，其中 95%以上是短期借款，公司近三年财务费用也分别达到 6369 万元、8004 万元和 11193 万元，分别占到公司税前利润的 20.78%、16.7% 和 30%。

表 2：万向钱潮近年现金流量主要明细及资产结构变化情况

	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年 1Q
经营活动现金净流量	20271.21	22593.79	37974.03	51645.59	43908.71	6043.22
投资活动现金净流量	-72587.22	-40967.38	852.29	-45130.40	-100736.50	565.25
其中构建固定资产支出	49496.53	37432.46	23552.07	44187.01	45324.34	1232.26
筹资活动现金净流量	68776.93	29419.11	-40968.36	-24306.18	36950.49	-9988.88
其中银行借款活的	256303.00	359740.00	262901.48	207031.91	378040.45	135200.00
货币资金	69770.22	100254.20	93133.30	75336.33	72543.80	-3380.40
资产负债率，%	54.30	57.39	56.77	55.85	69.26	66.74
流动负债/负债合计，%	92.45	72.10	97.71	97.60	94.28	92.52

来源：公司年报、信达证券研发中心。

零部件行业发展的趋势和特点要求公司进一步提高产能，扩大产品结构及系统化供货能力，公司因此投资 36.51 亿元扩产等速驱动轴和轮毂项目，但这也进一步加大了公司的融资需求。

同时，在系统化、模块化供货趋势和背景下，公司也面临着继续提高产能产能和扩大产品结构范围的压力和需求，对于公司来说，迅速扩大以等速驱动轴和轮毂为代表的新产品的产能成为公司可持续发展的必然要求。

07 年，公司提出投资建设等速驱动轴和轮毂两个产能扩建项目，计划投资额分别为 194372 万元和 180776 万元，合计达到 375148 万元，同时计划增发不超过 1.5 亿股份融资额作为上述投资额的一部分，但由于二级市场的调整而被迫延后，这显然为公司的资金状况造成更大压力。目前，我们看到，公司正通过发行 9 亿元短期融资券（核定注册 7 亿元）的方式弥补资金上的不足，但这将加大公司的财务费用压力，公司资产状况以及偿付压力进一步加大。

由于资金未能及时到位的缘故，我们看到上述两个项目截止到 08 年底，工程投入占预算的比分别只有 18.29% 和 3.20%，对公司的业绩贡献也尚没有体现。

表 3：万向钱潮增发募集资金投资项目及进展

项目名称	项目计划投资额，万元	工程投入/预算（08 年底）
等速驱动轴总成固定资产投资项目	194372	18.29%
汽车轮毂单元固定资产投资项目	180776	3.20%
合 计	375148	

来源：公司年报、信达证券研发中心。

公司新收购大股东股权部分资产尽管价格不菲，但具有较强的盈利能力，未来赢利增长前景较好，这也有助于公司随后的增发融资安排。

我们的理解，为继续提升公司盈利能力以便于为增发融资提供业绩支撑，公司08年收购了万向集团持有的万向系统49%股权，钱潮轴承40%的股权和万象精工40%的股权。收购完成后，公司将100%持有上述三家公司的股权，公司优质资产规模得到扩大。

但从交易价格上看，我们认为，实际上并未增加甚至摊低了公司整体净资产的回报能力。按7.29亿元的交易价格以及评估机构给出的09年这部分收购资产8370万元的利润贡献，实际上市公司此次资产交易的利润回报只有11.48%，低于08年其13.81%的回报水平。但从绝对利润贡献上，即使按大股东万向集团的承诺，收购这部分股权资产也可为公司09年带来4713万元左右的净利润贡献，10年至12年则分别为6259万元、7743万元和8678万元。

表4：万向钱潮收购资产及交易价格情况（亿元）

	大股东持 股	净资产	收入	净利润	评估值成 本法	评估值收 益法	最终评估 值	大股东对 应权益	交易价格
万向系统	49%	2.75	8.52	0.7686	4.09	15.5	15.5	7.595	4.02
钱潮轴承	40%	2.11	4.93	0.0848	4.11	8.75	8.75	3.5	1.85
万象精工	40%	2.12	6.58	0.3056	2.87	6.69	6.69	2.676	1.42
		6.98	20.03	1.159	11.07	30.94	30.94	13.771	7.29

来源：公司公告、信达证券研发中心。

表5：万向钱潮收购资产部分未来利润贡献情况（万元）

	09年	10年	11年	12年
评估机构预测	8370	10610	12746	14285
大股东承诺	4713	6259	7743	8678

来源：公司公告、信达证券研发中心。

增发募集资金项目正常预期应在09年正式投入建设，2011年全部达产，则未来三年可为公司贡献利润分别14556万元、27514万元和50235万元。

如不存在融资上的不确定性，公司按既定计划投资建设上述项目，未来到2011年底，公司等速驱动轴产品将在目前200万只基础上扩大到1000万只，而轮毂产品也将有目前的260万套扩大到2000万套，新增年销售收入分别为20.16亿元和20.19亿元，新增税前利润3.55亿元和3.15亿元。

表6：万向钱潮增发募集资金投资项目意义评价

项目名称	项目意义
等速驱动轴总成固定	使公司轿车前驱动等速传动轴生产规模新增年销售收入201600万元

资产投资项目	模在现有 200 万只基础上扩大到 1000 万支/年	元、利润总额 35512 万元
汽车轮毂单元固定资产投资项目	在现有年产 260 万套汽车轮毂单元的基础上新增 1740 万套产能，形成年产 2000 万套汽车轮毂单元的制造能力	新增年销售收入 201900 万元、利润总额 31468 万元

来源：公司公告、信达证券研发中心。

当然，上述两个投资项目的产能释放预期也将是逐步达到的，我们按合理的逻辑做了如下情景的假设，则 09 年至 11 年，上述两个项目预计分别贡献公司净利润（按 25% 税率）为 14556 万元、27514 万元和 50235 万元。

表 7：万向钱潮未来重点发展产品产销规划情况

	08 年	09 年	10 年	11 年
等速驱动轴，万只	200	300	600	1000
贡献收入，万元		60480	120960	201600
贡献净利润，万元		7476	15714	26634
轮毂，万套	260	600	1000	2000
贡献收入，万元		60570	100950	201900
贡献净利润，万元		7080	11800	23601
合计贡献净利润，万元		14556	27514	50235

来源：公司公告、信达证券研发中心。

问题的关键是，公司上述项目如不存在其它风险，就项目本身的市场风险是否存在？这里，我们倾向认可公司在项目可行性计划书上面的判断，项目的市场前景依赖于等速驱动轴、轮毂产品未来所具有较大的市场空间，以及公司在此细分市场具有的稳定客户需求。

据预测，到 2010 年，等速驱动轴产品国内总需求量预计达到 1900 万支，全球市场需求量预计可达 13000 万支左右。公司目前已进入奇瑞、比亚迪、海南马自达、长安、哈飞、上汽通用五菱、上海大众、一汽轿车等国内主机厂配套，公司将巩固并扩大已有的配套市场基础上，通过技术改造实施转型升级，不断提高竞争优势占据市场制高点，集中力量向国内外主流市场开拓发展，到 2010 年国内配套市场计划将达到 500 万支左右，维修市场预计达到 120 万支的销量。国际市场方面，公司目前已批量出口美国、澳大利亚、新加坡、土耳其、以色列、南美、非洲等国家和地区。结合当前实施的韩国现代威亚、南美通用等项目，预计国际市场配套量将达到 540 万支左右。

另据预测，到 2011 年，全球轮毂单元市场年需求量将达到 1.9 亿套，国内每年市场需求量为 3800 万套。公司汽车轮毂单元的主要市场为轿车市场、同时兼顾微型车，加大开拓国际配套市场，目前已进入奇瑞、比亚迪、南京菲亚特、海南马自达、长安、哈飞、昌河、上汽通用五菱及一汽大众、上海大众、一汽轿车等国内主机厂配套，并通过美国德尔福 (Delphi) 实现与上海通用配套，国际配套有澳大利亚 ZF、马来西亚 Proton、大众配套体系。公司下一步将积极开拓韩系与日系车型市场。另外，公司正在与福特公司、克莱斯勒、宝马等国际知名公司保持接触交流，加快进入国际高端市场的步伐。一方面，公司将在现有基础上通过努力，进一步提高国内市场占有率，争取市场占有率达到 35%~50% 左右，到 2011 年公司轮毂单

元的年国内销售量将达到 1500 万套。另一方面国际汽车厂家的全球采购又给我国的汽车零度部件带来更大的空间和机遇，到 2011 年公司轮毂单元出口量将达到约 700 万套。因此 2011 年轮毂单元总销量将达到 2000 万套以上。

(以上来源于公司募投项目可行性分析报告)

简单相加，公司未来三年预计实现净利润分别 4.46 亿元、6.64 亿元和 9.52 亿元，考虑增发 1.5 亿股本因素，每股收益分别约为 0.44 元、0.56 元和 0.81 元。

我们假定原有公司业务（不含收购大股东股权部分资产和新项目投资）按原有 ROE 水平保持合理的内生性增长，分别为 09 年 18%、10 年 16%、11 年 15% 和 12 年 13%，则对应这部分业务的资产赢利贡献分别为 26055 万元、30224 万元、34758 万元和 39276 万元。收购部分资产和募投项目赢利预期如前文所述，则公司未来利润简单预测如下表

需要指出的是，这里面公司后收购部分资产的利润预期我们采用了大股东承诺值和评估机构预测值的平均，以此计算的 09 年利润贡献为 7015 万元，相对 08 年的 8252 万元还是下降的，因此这一预测应是谨慎的。

另外，增发募投项目由于增发融资资金的不能够及时到位而相应的财务费用将会增大，公司近日的 6 亿元短期融资券发行计划将会增加公司 09 年财务费用 3500 万元左右，考虑财务费用的资本化因素，也将影响 3000 万元左右，我们在上述募投项目利润预测中对 09 年进行了调整。

表 8：万向钱潮未来利润简单预测（万元）

	08 年	09 年 E	10 年 E	11 年 E	12 年 E
原有资产贡献	22081	26055	30224	34758	39276
收购的部分股权资产贡献	8252	7015	8672	10244	11481
增发募集资金项目贡献		11556	27514	50235	55285
合计	22081	44626	66410	95237	106042

公司近期的利润风险主要来源于增发融资能否顺利实现以及募投项目建设的进度情况。

公司定向增发具备 10 月底前启动的条件，增发价格预期 12.5 元左右。

我们按项目投资 50% 的自有资金比例计算，公司增发至少需要融资 187574 万元，按 1.5 亿股本测算，则增发价格至少要到 12.50 元，对公司 09 年至 11 年赢利预期的动态 PE 分别为 28 倍、22 倍和 15 倍。结合当前整体市场特别是汽车板块平均约 25 倍的市场估值，我们认为公司增发计划有条件启动。

公司业务背景介绍

公司是国内汽车零部件行业的龙头和代表企业之一，也是国内最大的独立汽车零部件专业生产基地之一，主要产品包括传动系统、轴承系统、底盘系统三大类，08年共实现营业收入484829万元。其中，传动系统占公司营业收入的43%左右，轴承系统、底盘系统分别占21%、24%左右。传动系统主要产品是万向节，也是公司传统产品，目前，其占据了国内约60%的OEM市场份额，并有50%的产品出口。公司轴承系统主要产品是等速驱动轴、轮毂，这两个产品是公司未来重点发展的产品，也是计划中的增发项目募集资金所有投资的产品。

表9：万向钱潮近五年业务增长及盈利能力变化情况（万元）

	04年	05年	06年	07年	08年
营业收入	233,126.64	282,925.65	337,417.46	423,251.07	484,829.02
(+/-, %)	17.5	21.36	19.26	25.44	14.55
传动系统	167,743.31	170,909.27	198,305.36	253,666.54	290,684.94
底盘系统	62,124.46	88,317.54	129,920.27	148,054.76	163,862.42
轴承系统	85,933.95	95,411.86	117,571.94	136,817.06	143,177.03
物资贸易	48,553.72	58,313.59	49,573.40	63,272.50	85,340.71
内部抵消	131228.8	130026.61	157,953.51	178559.79	198236.08
归母公司净利润	15,098.67	13,609.98	18,251.31	26,320.37	22,080.84
(+/-, %)	16.19	-9.86	34.10	44.21	-16.11
毛利率, %	25.93	22.29	23.86	25.55	20.44
销售利润率, %	8.18	6.53	6.79	9.10	6.75

来源：公司公告、信达证券研发中心。

公司所属万向集团目前已经是一个以汽车零部件为主，涉及其他相关制造工业、农业、房地产、矿业资源并参股金融等的综合型企业集团，旗下除万向钱潮外，还控股承德露露、万象德农、顺发恒业、兔宝宝，2008年，实现销售收入475亿元，利税30.68亿元。

集团近年一直大力发展电动汽车业务，09年4月，万向集团正式获得电动生产准生证，随后，集团宣布再投资14亿元向纯电动汽车。4月25日，投资13.65亿元的万象纯电动汽车锂电池生产基地在杭州萧山区正式奠基。

我们认为，公司未来有望受益于大股东优质资产甚至电动汽车资产注入的可能性不大，因为对于大股东来说，优良的资产单独实施IPO融资显然更为有利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为
比较标准，报告发布日后的 6 个月内的
公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对
同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准
2. 投资建议的评级标准
报告发布日后的 6 个月内的公司股价
(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪
深 300 指数的涨跌幅

		评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上	
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间	
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间	
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上	
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上	
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间	
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上	

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。