

万向钱潮 (000559)

增持/ 首次评级

股价: RMB10.38

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhzq.com

联系人

谢振东

82125072 xiezd@lhzq.com

咬定青松不放松

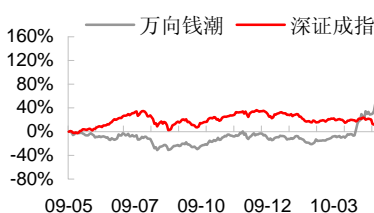
—万向钱潮深度报告

- 新能源汽车黄金时代渐行渐近，而在中国市场，从政策、技术、成本、市场等因素考虑，我们认为纯电动汽车发展速度很有可能会超出之前市场预期，紧随混合动力汽车同步快速发展是大概率事件。
- “咬定” 新能源发展战略：上市公司近年来制定了发展新能源的战略部署，进入了电机、电控领域，并计划未来产品结构调整以新能源业务为核心。长期来看，从完善公司治理结构、业务协同发展等角度考虑，集团电动汽车等相关资产整合将是确定事件。万向电动汽车公司在国内具有显著的先发优势以及较大的产能储备、较强的研发能力，借助万向集团在渠道、系统集成等方面的优势，我们认为一旦中国电动车的产业化推进进度提速，万向电动汽车作为行业领军者，有望率先受益。
- 中国汽车市场景气、欧美市场回暖为公司业绩提供较大支撑。考虑到技术、质量、品牌、规模上具备的竞争优势，公司传统产品将分享行业景气。此外公司一系列新型汽车零部件产品步入加速贡献期，将显著增厚公司盈利水平。长期来看，受行业竞争、两头利润挤压等因素影响，公司传统汽车零部件产品面临增速下滑和利润降低的趋势，但公司对新型汽车零部件产品具有较大的研发投入和产品储备，随着市场的开拓和产能释放，例如等速驱动轴、防抱死制动系统等一系列新型产品将成为公司具备广阔市场空间和高成长性的重点业务。
- 投资建议：考虑公司零部件业务目前盈利水平和发展趋势，若给予公司 10 年 0.8 倍 PEG，对应 8.64 元，不能支撑公司目前 10.38 元的股价。目前我们仍很难判定电动汽车公司的注入时间、方式和规模，就中国电动汽车的产业化推进速度也无法有一个确定的预期，因此我们很难给出相关业务的盈利预测和合理估值。但考虑到公司已经向“电机+电控”拓展业务；电动汽车公司具有电动汽车产业化和一体化程度高、先发优势大的显著特点以及较大的注入预期的因素，公司股价理应享有一定的溢价，我们因此倾向于给予积极的投资建议。

基础数据

总股本 (百万股)	1226
流通 A 股 (百万股)	627
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	6322

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5569.9	1961.8	6682.7	7966.2	9419.1
(+/-%)	14.9	93.4	20.0	19.2	18.2
归属母公司净利润(百万元)	266.1	115.3	445.7	529.8	607.9
(+/-%)	20.5	61.9	67.5	18.9	14.7
EPS(元)	0.22	0.09	0.36	0.43	0.50
P/E(倍)	46.5	107.3	28.1	23.6	20.58

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资要点	4
投资评级与估值	4
有别于大众认识	4
中国电动车之路可以更加激进一些	4
万向战略调整必要且及时	4
整合预期——一切尽在不言中	4
投资风险提示	4
公司治理结构风险	4
传统汽车零部件产品成长性风险	5
电动汽车发展分析	5
世界电动汽车市场现状与趋势预测	5
世界主要国家电动汽车扶持政策	5
世界电动汽车市场规模与结构	6
中国电动汽车行业分析	6
中国电动汽车相关扶持政策	6
中国电动汽车市场现状	7
中国电动汽车发展趋势分析	8
零部件厂商在电动汽车浪潮中的行业机会	8
总结	9
公司及所属集团电动汽车业务分析	9
公司电动汽车战略定位	9
集团电池、电机、电控业务介绍	10
“管窥”整合预期	10
电动汽车竞争优势	10
技术优势	10
渠道优势	11
电动汽车业务未来预测及总结	11
中国及海外市场零部件行业成长性分析	12
中国汽车行业具备良好的成长性	12
海外市场复苏趋势明朗	13
零部件行业发展现状与趋势预测	13
公司主要业务分析	13
公司主要产品结构与利润来源	13

公司行业地位	14
公司竞争优势	14
技术优势	14
品牌优势	15
规模优势	15
新型、高附加值产品将成公司未来新的增长点	15
募投项目：等速驱动轴	15
轮毂轴承单元	15
防抱死制动系统(ABS).....	16
风机轴承	16
公司治理结构风险	16
集团汽车零部件公司	17
万向通达	17
万向力得	17
“莫须有”之整合	17
公司盈利预测	18
基本假设	18

投资要点

投资评级与估值

公司在中国汽车零部件行业中拥有较高行业地位和较强的市场竞争力。我们预计公司汽车零部件业务将充分受益于我国汽车行业长期景气以及国外汽车消费回暖，10-12年分别实现净利润4.95、5.89和6.77亿元，同比增长66%、19%和15%，EPS分别为0.36元、0.42元和0.49元。考虑到未来三年复合增长率达到30%，我们认为给予0.8倍的PEG是合理的，对股价8.64元。相对于公司目前股价10.38元，市场已经给予了1.74元的溢价。

万向电动汽车公司在电动汽车发展中具有很大的先发优势，具有产业化和一体化程度高、产能储备大、技术领先等特点，一旦中国电动车市场产业化进程加速，万向电动汽车很有可能作为行业的领军者提前受益。

由于目前我们仍很难判定电动汽车公司的注入时间、方式和规模，就中国电动汽车市场的产业化推进速度也无法有一个确定的预期，因此我们很难给出相关业务的盈利预测和合理估值。但以下三个方面的理由仍然使我们倾向于给出公司积极的投资建议：第一，集团非常完整的新能源汽车产业链，以及显著的先发优势和技术领先优势；第二，公司本部已经向“电机+电控”拓展业务，意味着未来整合集团相关资产的预期进一步提高；第三，投资标的的稀缺性，如果对新能源产业未来前景的预期遵循“有迹可循”原则，到目前为止公司是在相关领域市场可选的最好的投资标的之一。

有别于大众认识

中国电动车之路可以更加激进一些

尽管目前国际上真正量产的新能源汽车只有混合动力汽车，但我们认为在中国市场很有可能颠覆常规，随着政府经济补贴政策的倾斜，我们完全有理由更乐观一些：纯电动汽车很可能会紧随混合动力汽车同步快速发展。我们预计具有纯电动汽车电池相关技术、产品储备的公司业绩增厚空间更大。

万向战略调整必要且及时

伴随着汽车零部件产业成长，利润受上下游挤压现象长期存在。“新能源”这一战略布局反映了公司敏锐的市场嗅觉，布局高附加值的新兴产业，为未来发展打开了一个高增长的绿色通道。

整合预期——一切尽在不言中

从公司新能源战略规划、研发投入细节以及整合零部件企业资源来完善公司治理结构、协同发展的角度考虑，我们认为公司对集团下电动汽车公司以及万向通达、万向力得等具有较大的整合预期。而我们认为市场对于电动汽车公司认识不足，存在低估。

投资风险提示

公司治理结构风险

作为国内主要的独立汽车零部件专业生产企业之一，万向集团除控制万向钱潮以外还拥有其它汽车零部件企业，例如万向美国、万向通达，市场虽然对万向有“培育之后注入”的预期，但就目前而言整合仍未有任何进展和明确规划。

公司目前从集团内部采购少量原材料和设备，产品出口则由万向进出口及万向美国操盘，存在治理结构风险。

传统汽车零部件产品成长性风险

公司目前主要利润来源仍然是传统汽车零部件产品，例如公司起家的万向节等成熟产品，其成长性有逐渐衰弱的迹象。受行业内激烈的竞争以及上游原材料价格上涨的压力，长期来看利润率水平不断下降。为了保证收入具有持续的高增长和稳定的盈利水平，公司必须不断开拓其它具有高附加值的新型产品，例如等速驱动轴和防抱死系统等产品，通过调整产品结构来稳定利润增长。但这一战略并不能保证会确定成功。

电动汽车发展分析

世界电动汽车市场现状与趋势预测

世界主要国家电动汽车扶持政策

电动汽车作为一种新兴产业，目前正处在技术导入期，其在价格、便捷性以及总体性能上仍不具备竞争力，因此国家政策对于其快速发展和市场的启动有着极其重要的作用。如同太阳能行业，尽管目前发电成本（仍然高于1元/千瓦时）仍然高于传统发电方式，但由于受国家相关产业政策的大力支持，光电行业发展迅猛。相信随着各国政府扶持政策的不断出台、基础设施的完善以及电池-电机-电控技术的不断进步，我们同样可以期待一个加速发展的新能源汽车行业。

表 1 各国新能源汽车扶持政策

国家	补助金额	其它
美国	税收减免：HEV 最多 3400 美元；PHEV/EV 最多 7500 美元；09 年 8 月授权 24 亿美元政府资助用于电动汽车研发，其中 15 亿美元投资于美国电池厂商、4 亿投资于相关基础设施建设、5 亿投资于相关组件厂商	计划 2015 年全美拥有 100 万辆可插入式电动汽车；各州又在联邦基础上出台各自的补贴政策，如 Calif、Okla 等
日本	补助电动汽车和普通汽车差价的一半；100% 汽车税减免	
法国	5.5 亿欧元资助研发和建设无碳汽车；投资 4 亿欧元参加电动汽车基础设施项目；向购买清洁能源汽车消费者补贴 5000 欧元	
英国	3000 万英镑建设新能源汽车充电设施；2011 年开始实施低碳汽车发展计划，对购买 PHEV 消费者提供 2000 到 5000 英镑补贴	
德国	2009 至 2012 计划投入 5 亿欧元用于新能源汽车研发	计划将电动汽车年产量从目前的不足两千辆发展到 2020 年的 100 万辆和 2030 年的 500 万辆
西班牙	针对地区指定税收减免：Castile EV 5700 欧元、HEV 4800 欧元；Andalucia 20% 购车投资；Asturias、Aragon EV 6000 欧元、PHEV 2000 欧元	计划到 2014 年全国有 100 万辆电动汽车拥有量

资料来源：华泰联合证券研究所整理

目前世界电动汽车市场基本以混合动力汽车为主，占据 90% 以上电动汽车市场份额

近一两年，纯电动以及可插式电动汽车将被密集推出

我国对电动汽车发展的政策支持力度不断加大、细则不断完善

世界电动汽车市场规模与结构

全世界范围内 09 年混合动力汽车销量 656,000，占全年汽车销量的 0.95% 左右。在全球新能源汽车中一枝独秀的当属丰田的混合动力车，旗下品牌普锐斯，自 1997 年推出以来，目前累计销售量已经超过 200 万辆，在美国 09 年就销售了 29 万辆，占全美汽车销量的 2.8%，而这还是在全美汽车销量下降 21.1% 的情况下取得的。

就目前市场结构分析，以镍氢电池为技术路径的混合动力汽车仍然占据主导地位，但由于锂离子电池具有能量密度大、充电速率快、成本低等优势，在电动汽车从混合动力向可插式、全电动汽车发展的过程中被工业界普遍认为是最理想的技术路径。近年来，随着电池技术的飞速进步、充电设施的完善以及国家政策支持，各大车企都加快了可插式混合动力和纯电动汽车的推出速率。

表 2 主要汽车厂商电动汽车(可插式电动/纯电动汽车)推出规划

汽车厂商	车型/动力系统种类	推出时间
Nissan	Leaf/EV	2010
Toyota	Prius/PHEV	2010
Mitsubishi	iMiEV/EV	2010
Chevrolet	Volt/EV	2010
Ford	Focus/EV	2011
BYD	E6/EV	2010
Tesla	Roadster/EV	2010
Coda	Coda/EV	2010

资料来源：华泰联合证券研究所

注：HEV=油电混合动力汽车、PHEV=可插式混合动力汽车、EV=纯电动汽车；高亮部分为仅生产纯电动汽车的公司

中国电动汽车行业分析

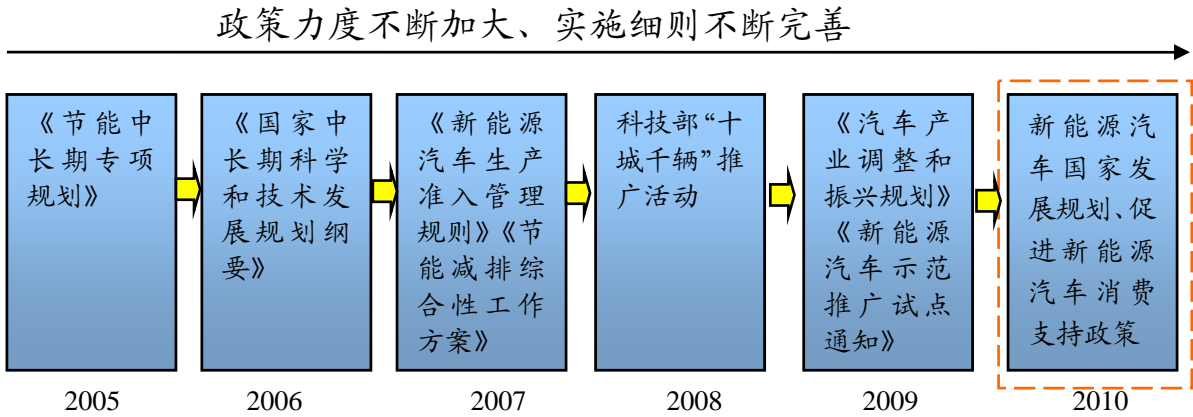
中国电动汽车相关扶持政策

中国有非常充分的理由推动电动汽车的发展：电动汽车可以使中国大幅降低对石油的依赖、降低温室气体排放。此外，电动汽车是中国汽车行业一次转型的契机：有别于传统的内燃机技术，中国在以“电池、电机、电控”技术为核心的电动汽车上起步并不算晚，同传统汽车强国相比劣势并不明显，因此通过国家层面的鼓励和支持有望成为先发者之一并在未来取得较高行业地位。

中国政府已经采取了一系列实质有效的措施来支持电动汽车的发展。从 2000 年以来依托国家“十五”、“863”计划电动车重大专项，对各类型的电动汽车展开多角度研发，到 2009 年《新能源汽车示范推广试点城市通知》颁布具体补贴细则，再到《汽车产业调整和振兴规划细则》强调汽车行业结构调整和推动电动汽车及关键零部件的产业化。

除此之外，涉及新能源汽车具体补贴方案的“新能源汽车发展规划”、个人补贴等相关政策渐行渐近。针对私人购车的补贴措施将是新能源汽车发展中的关键一步，补贴政策的实施将会真正把新能源汽车从“示范”阶段拉伸到“全民消费”阶段，意义重大。

图 1 中国新能源汽车相关扶持政策



资料来源：华泰联合证券研究所

中国电动汽车市场现状

受 2009 年颁布的《节能与新能源汽车示范推广财政补贴资金管理暂行办法》的直接刺激，我国新能源汽车市场在公共运输、公用事业用车上率先启动。

对于乘用车市场，由于针对普通汽车消费者的购车补贴仍是短板，国内新能源乘用车市场还未破冰，普锐斯一年约 600 辆的尴尬销量也反应了这一现实。但自 09 年 9 月，电动汽车与新能源、新材料等七个产业被表述为“战略性新兴产业”后，从政府各部门释放的各种信息来看，我们预计“战略新兴产业规划”将在年底前出台，内容也将涉及电动汽车从电池、电机、电控的研发和生产、电动车基础设施建设等措施，而涉及新能源汽车具体补贴方案的“新能源汽车发展规划”则更有望在年中颁布。

后续扶持政策进行渐进，中国电动车市场等待破冰

表 3 中国主要汽车厂商新能源汽车

汽车厂商	型号	上市时间
自主品牌	长安 奔奔 mini EV	2010/2011
	长安 Green-I EV	未定
	比亚迪 E6 EV	2010
	上汽 E1 EV	2012
	荣威 750 HEV	2011
	东风汽车 S30 BSG	2010
	吉利 EK-1 EV	2010
	奇瑞 S18 EV	2011
	众泰 乐睿 EV	2011
	北汽 C30 EV	2011
合资品牌	广汽丰田 Camry HEV	2010
	上海大众 E-UP EV	2013
	一汽大众 捷达 EV	2013
	一汽丰田 普锐斯 PHEV	2011

资料来源：华泰联合证券研究所

考虑到技术、成本以及国情等因素，中国纯电动汽车风暴可能更加迅猛

企业层面，许多国内主流汽车企业多年来通过自主研发或合作开发的方式，已经具备了丰富的电动汽车车型储备，为即将到来的电动汽车盛宴做好了充分的准备。

中国电动汽车发展趋势分析

市场一般的预期是中国动力汽车行业发展路径会遵循“混合动力—纯电动”，并且混合动力是一个比较漫长的过渡阶段。基于成本和电池技术的考虑，这种预期有一定合理性。但我们更愿意分享另一种思路：**在中国市场会不会存在缩短混合动力发展阶段，一举向纯电动进发呢？我们认为是有很大可能性的，即中国的产业化目标是纯电动汽车。**

一、技术：相比较汽车制造强国，中国汽车工业在传统的核心发动机、离合器技术上几乎不具备竞争优势，而混合动力、可插式混合动力汽车从技术本质上来说是两套系统(内燃机动力系统+电动系统)并行运作，因此要求我国汽车企业不但要拥有强大的内燃机动力系统之外还要解决两套技术之间的信息交互等一系列问题。而纯电动汽车由于具备较为独立的动力总成系统，可以帮助中国汽车企业摆脱对国外传统内燃机技术的依赖。另一方面，纯电动汽车市场在 2010 年才刚刚起步，各国在标准制定上也未形成统一，因此相比较混合动力汽车，中国有机会掌握先发优势并借助国内广阔的汽车市场，通过制定未来纯电动汽车标准，并将中国标准推到全球市场，帮助中国汽车产业走向世界。

二、国家补贴成本：处在技术导入和市场培育的现阶段，各级政府的直接经济补贴对动力汽车的发展是至关重要的。但是就目前市场来看，在新能源汽车生产中已经呈现了一哄而上、遍地开花之势，具备研发实力的企业在上电动汽车项目，一些不具备基本条件的企业想办法创造条件也在盲目地上项目，重复建设和产能过剩的隐患不利于电动汽车产业健康发展，因此有必要提高标准，将有限的国家财政补贴放在支持具备一定市场规模，拥有高、精、尖产品研发实力的优质企业上。此形势下即将颁布的“新能源汽车发展规划”以及针对个人购车补贴政策不但有打开个人消费市场的作用，更应具有调控、梳理中国产业结构的功能。

三、国情：目前限制纯电动汽车发展的一个重要原因是基础设施建设落后和标准化缺失。在欧美国家，由于供电端市场竞争比较充分，加之缺乏市场和统一的标准，充电站很难在全国范围内推广。从属性上来看，我国现阶段的电力供应市场却属于寡头垄断，这就资金实力、标准协调等方面具备优势，有利于充电网络的建设。此外相比较欧美国家，中国政府管理机制比较集中，若政府大力推动电动汽车产业化，其速度会比欧美更快。

我们对电动汽车较快的发展预期并不等同于混合动力会遭抛弃的判断，短期来看混合动力更具经济性，更能有效地推动经济的增长。通过市场自发推动和政府适当补贴，我们认为混合动力汽车在三年内仍具有很强的竞争优势，具有较大的发展空间。

零部件厂商在电动汽车浪潮中的行业机会

在目前的电动汽车产业链中，电池及材料厂商大多加强了和整车制造商的战略合作、同盟关系，例如：丰田和 Panasonic EV、戴姆勒和 Li-tech。因为这种组织形式对于仍处于成长初期的电池和材料制造商来说是最有利的：有利于保证稳定的订单和充足的研发资金；而对汽车制造商来说，通过紧密的合作能够很快积累相关知识和核心技术，并通过有效的反馈机制提高整车性能。

相比较传统的电池厂商,汽车零部件厂商在发展动力电池上具有强大的渠道优势和系统集成优势。

在我们看来,产业集中是一个必然的趋势:随着技术的成熟,电池逐渐成为一种普通商品被规范化,产品的利润下降导致规模效益越发重要。我们认为行业优势地位会逐渐向具备实力的汽车零部件厂商转移(此前 Samsung 和 Bosch、Johnson Control 和 Saft 分别建立合资公司)。顶尖的汽车零部件供应商由于具有同整车制造商长时间合作而积累的在数据、系统等方面的经验,具备强大的渠道、系统集成优势,有利于整合上游电池技术和下游整车制造商的资源,为整车制造商提供了规模经济带来的成本降低以及减少技术突变形成的风险。

表 4 世界主要汽车零部件厂商电动汽车动力系统

零部件厂商	主要产品	整车合作厂商
博世(Bosch)		宝马
电装(Denso)	动力总成系统(Power train system)及相关单元(Power Electronics building Block)	丰田
麦格纳(Magna)		福特
江森自控(Johnson Control)		福特、大众、奔驰
德尔福(Delphi)		通用

资料来源:华泰联合证券研究所

总结

全球汽车制造业正处在十字路口:全球经济在金融危机的恢复中仍然战战兢兢、人类对不可再生能源的过渡依赖以及对于日益恶化的环境污染、气候变暖越来越多的关注,新能源汽车的兴起几乎给世界汽车行业一个指示标,并开启了新的机遇。同时由于中国已经超越美国成为世界最大的汽车消费国,中国汽车制造企业面临着从汽车大国向汽车强国迈进的历史任务。虽然中国汽车制造企业错失了历史上两次伟大的汽车革命,但电动汽车或成“进身之阶”:现阶段在电动汽车核心技术“电池+电机+电控”上,中国企业的劣势并不明显,有望抓住时机跨越内燃机技术一举赶上。

近期中国政府对节能减排的论调和具体措施的渐行渐近,增强了我们对中国政府“大作为”预期的确定性:中国有望把这一昂贵的技术转变成应用广泛、被普通消费者接受的技术,并在这一重大转型中扮演先驱的角色。

公司及所属集团电动汽车业务分析

公司电动汽车战略定位

万向钱潮正积极地以新能源汽车为公司战略部署发展业务:凡是符合新能源汽车配套需求的,继续加大投入,向世界名牌目标培育发展;凡是未来新投资项目必须全部围绕新能源汽车零部件需要开展投资、凡是不符合未来新能源汽车配套需要的,要逐步予以淘汰。

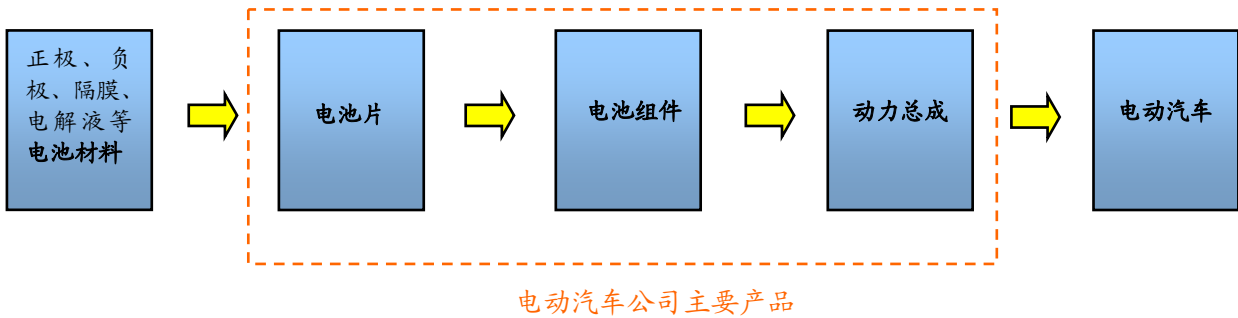
09年,万向集团制定了“电池-电机-电控-电动汽车”的发展目标:第一个三年电动汽车的重点是实现电池产业化,接着三年实现动力总成产业化,待电池和动力总成大规模产业化后,第3个三年实现电动汽车的产业化。

电动汽车已发展成公司以及集团层面的战略核心,包括人才、资金等各种资源正在向电动汽车相关业务聚集。

集团电池、电机、电控业务介绍

万向是目前国内惟一同时具备**电池、电机、电控**等电动汽车关键零部件和动力总成系统产业能力的企业，至今已有近 11 年电动汽车相关研究经验。

图 2 电动汽车公司产品所属产业链



资料来源：华泰联合证券研究所整理

电动汽车公司具有强大的产能储备和规模优势

集团自 09 年开始执行动力电池产业化目标。第一阶段是集团投资 12 亿建设电动汽车第一阶段厂房，其中 5 号厂房已于 09 年 11 月投产，预计 10 年底第一阶段二厂房（5 号和 6 号）产能共约 3 亿安时；第二阶段是建设新能源产业化基地一期工程，计划投资 30 亿元，到 2012 年设计产能 8 亿安时。09 年 7 月，厂房基建已经完成，设备到位，并与 09 年 11 月生产基地开始试生产。已投产工厂设备大部分进口，是目前国内规模最大、技术最先进的汽车用动力电池生产基地。

电动汽车公司以锂离子动力电池为核心技术，多年来也在不断培育和发展电机、电控以及动力总成系统的核心竞争力。电机、电控分别拥有来自新加坡及日本的专家团队进行研发，目前已经具备了一定自主核心技术和产业化能力。

“管窥”整合预期

万向钱潮已公告计划在 10-12 年共投资 2 亿元进行电机和电控的研发，开始涉足电动汽车关键系统零部件。由于此前万向电动汽车已经在电机、电控两个领域进行了一定程度的研发，从研发资源合理有效配置、未来产业化发展来看，上市公司整合电动汽车电机和电控相应资产是确定性事件。

进一步考虑到“电池、电机、电控”一体化深入研发、未来整套动力系统产业化进展以及上市公司自身新能源核心战略部署，长期来看上市公司向上整合万向电动汽车电池业务也是大概率事件。

公司目前的锂离子动力电池采用聚合物磷酸铁锂技术，是目前国际上被广泛使用的，具有安全、高性能、较大比能量等特性的电池技术

电动汽车竞争优势

技术优势

在十年的研发过程中，万向电动汽车先后承担了 5 项国家 863 项目和 4 项浙江省重大科技攻关项目，在电池、电机、电控、电动汽车以及示范运行领域的自主开发方面取得了丰硕的成果。

公司核心竞争力来自于**电池产品成本控制和一致性优势**：万向的聚合物锂离子动力电池已实现从电池单体技术向电池成组电源动力系统的跨越，随着规模化和自动化提升，电池成本每年有较大幅度下降。随着生产基地完全达产后形成的规模效应，电池

成本更有望降低 30%以上。此外根据目前上游电池材料享有很高的利润率水平，我们不排除公司待上游电池材料技术路径明朗化之后向上拓展业务，从而开辟另一条成本优化之路。一致性方面，万向电动车基本采用进口设备、拥有标准化的供应商体系、采取一系列手段净化生产环境，保证了万向锂离子电池较同行具有较高的一致性水平。

此外公司聚合物锂离子动力电池单体循环寿命已经达到 2000 次以上；成组电池里程寿命达到 10 万公里、电动轿车续驶里程达到 380km、最高车速达到 126km/h，均处于国内领先水平。

在系统层面，公司拥有来自新加坡、日本的研究人员，并已经在动力总成系统中的重量比功率、噪音、控制器效率等关键技术取得重大突破。32KW、40KW、45KW、60KW、100KW 等规格的电机驱动系统已经在纯电动专用车、纯电动中巴车、纯电动公交车以及混合动力公交车上得到小批量应用。以车载信息平台为核心的整车 CAN 总线数字化控制网络也实现了数控驱动和高智能化，到达了国内领先水平。基于嵌入式系统的集成 GPS/GPRS/多媒体/车载信息/网络通讯/蓝牙/TV 的车载信息平台也已经具备产业化技术条件，处于装车测试阶段。

由于具备电池、电机、电控的一体化研发、生产能力，公司具备较灵活性的经营模式：对于具有电机、电控生产能力的客户，公司可以根据客户具体指标而提供锂离子电池；对于整车配套层面有需求的客户，公司也可以提供整套动力系统。差异化的供货方式使公司面对更开阔的市场（从当下需求占比较大的客车、工程车到未来需求主体的乘用车市场）。

公司同时拥有大量的实验数据资料：在杭州 3 条公路上示范运行的 16 辆电动公交车已累计行驶超过 50 万公里；与国家电网合作在 15 个省市投入 63 台纯电动电力专用车，建立 26 座充电站，累计运行近 50 万公里。这些宝贵的数据资料对电池品质提升、系统有效构建意义重大。

渠道优势

从最初的研发、测试、认证到后续的动力总成安装，在大约两至三年的时间里，需要电池制造商和整车厂商很多的沟通交流，不但需要保证产品的质量、性能，也需要在包括电池管理系统涉及的双方协议衔接、数据互换、技术指标统一等方面进行协商。此外一旦合作关系确立，在较长的时间内都会有相应订单的保证。因此同整车厂商具有良好合作关系的电池提供商具备较大的渠道优势。

区别于传统的电池制造企业，电动汽车发展依托于整个集团在汽车零部件方面的资源。凭借在中国汽车零部件行业中的地位，万向同国内、国际整车厂商建立了良好的合作关系，有利于电动车业务拓展。目前公司已经收获了上海世博会园区内 150 辆混合动力公交车及 60 辆纯电动公交车的动力总成订单，并同广汽合作供应广州亚运会新能源汽车项目。此外，电动车公司已经开始向包括上汽、广汽、奇瑞、江铃等国内主要整车厂商供应锂电池及动力总成。

电动汽车业务未来预测及总结

集团自 1999 年以来对电动汽车的持续投入，收获了目前国内少有的能同时具备电池、电机、电控等电动汽车关键零部件和动力总成系统产业能力的企业，拥有较大的先发优势。同时由于电动汽车多年来主攻纯电动汽车电池组件的研发，具备较强的技术和

产品储备，倘若之前论述的“纯电动汽车作为中国产业化目标”的逻辑成立，公司有望在具体财政扶持政策颁布后率先获益。此外，我们考虑到公司具有同国内主要整车厂商多年的合作关系，一旦电动汽车市场启动，我们相信公司有望率先获得机会，抢占市场。

动力锂离子电池基地 09 年投产，考虑到目前电动汽车工厂订单充足，我们认为 10 年随着收入过亿，电动汽车公司极有可能扭亏为盈。

表 5 电动汽车公司三年产销及收入预测

	2010	2012	2015
年终产能 (亿安时)	3.00	5.00	10.00
有效产能 (亿安时)	1.00	4.00	10.00
销量 (亿安时)	0.21	1.20	9.00
销售价格* (元/安时)	14.67	9.20	6.80
销售收入 (亿元)	3.14	11.04	61.20

资料来源：华泰联合证券研究所预测

*注：公司除销售整套电动力系统以外，还单独销售动力电池，销售价格同时考虑两种产品占比变化

中国及海外市场零部件行业成长性分析

中国汽车行业具备良好的成长性

改革开放以来国民财富快速积累，特别是在中国加入世贸组织以后，随着投资和出口的提升，国内汽车市场迎来了近 10 年的高速发展期。2009 年底，中国汽车保有总量为 6288 万辆，其中私人轿车的保有量为仅为 2660 万辆。在未来十年内，由于受工业化、城镇化、消费结构升级、人口结构转变和经济发展战略转型的影响，中国汽车行业会有较长时间的景气。我们预计未来 5 年内中国汽车销售复合增长率将为 15% 以上。

图 3 全国居民可支配收入变化情况

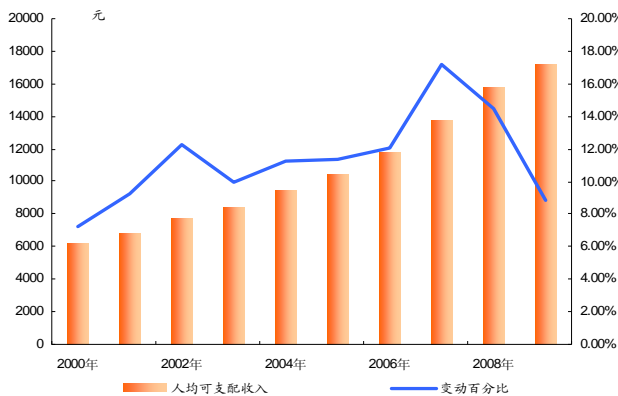
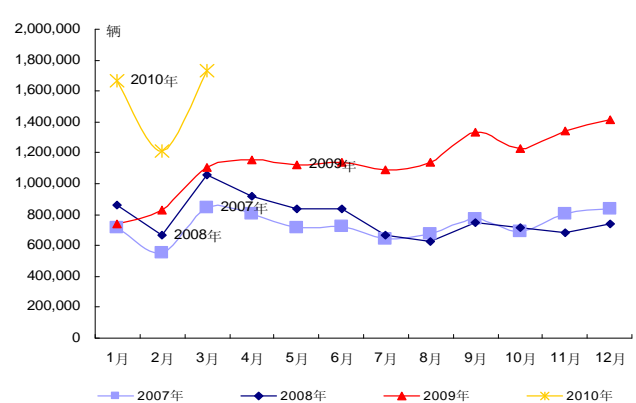


图 4 中国汽车销售情况

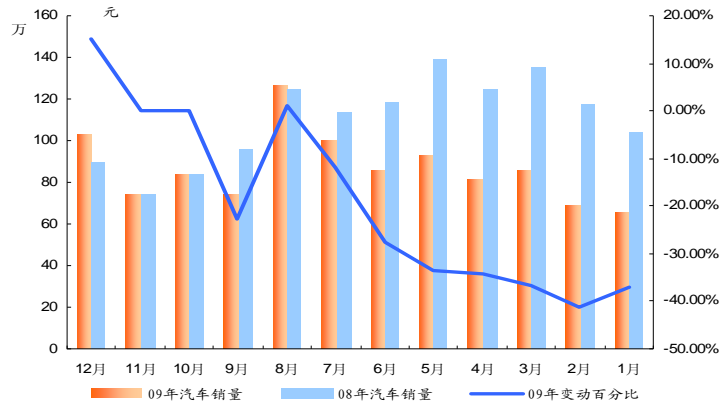


资料来源：中国汽车工业协会、华泰联合证券研究所

海外市场复苏趋势明朗

07年底以来的金融危机重创欧美等成熟汽车市场，此后汽车销量经历了18个月的负增长。09年美国国内汽车销量甚至下降到1982年以来最低水平，全年汽车销量仅1246万辆。但自09年以来受各国政府出台的经济刺激政策扶持，世界经济迅速止住了下降趋势、触底回升，汽车消费需求也逐步回暖。

图5 美国08年以来乘用车销售及增速情况



资料来源：bloomberg、华泰联合证券研究所

零部件行业发展现状与趋势预测

受益于中国国内汽车市场的强劲增长，09年汽车零部件企业的产品处于供不应求的局面，全年汽车零部件行业收入达到1.14万亿元，较08年增加23%。尽管钢材、铜、橡胶等产品的价格处在历史高点，但凭借快速增长的国内市场和低廉的人力资源价格，国内零部件企业的利润率普遍保持在8%—10%左右，是国外同行的两倍左右。10月以来，汽车市场持续高烧，1-2月销售收入2202.83亿元，同比增加73.24%。

截至目前，我国汽车零部件行业集中度仍较低。09年中国共有汽车零部件企业10468家，平均销售收入1.09亿元，年收入在百万以上的汽车零部件生产企业近5000家，但年销售收入超5亿元的企业仅有100家左右。

我国汽车行业现有的市场空间、强劲的增长趋势、持续回暖的国际汽车市场以及供应链的国际转移，将为我国汽车零部件行业的发展带来持续、良好的发展机会，我们预计2010年我国汽车零部件销售收入将达到1.43万亿，实现25%的增速。

公司主要业务分析

公司主要产品结构与利润来源

万向集团的汽车零部件业务从万向节开始发展，通过自主研发和兼并收购，目前已经具备了汽车传动、轴承、底盘件三大系列的产品，包括传动轴、轴承、制动器、减震器、底盘模块、尾气催化器、外饰件、消声器等领域。

表 6 公司主要产品、产能及其制造企业

	产品类型	2009 年产能	制造企业
传动系列	万向节	4600 万套/年	公司下属车间、许昌远东、万向舍勒和宁波工厂生产
	传动轴	200 万根/年	钱潮传动轴和合肥传动轴
	等速驱动轴	280 万根/年	等速驱动轴分厂
底盘件系列	制动器	450 余万套/年	万向系统、河南制动器、武汉制动器
	减震器	150 万支/年	万向系统减震器分公司
	底盘系统	415 万/年	桂林部件、哈飞底盘、昌河底盘、万向系统
轴承系列	轮毂轴承及轮毂轴承单元	12,000 万套/年	万向精工、钱潮轴承、淮南轴承和江苏钱潮轴承

资料来源：公司增发招股意向书、华泰联合证券研究所

公司行业地位

公司是目前国内主要的独立汽车零部件专业生产基地之一。上市以来主营业务得到了长足发展：1994 年实现主营收入 1.86 亿元，净利润 4,767 万元；09 年实现营业收入 55.70 亿元，净利润 3.01 亿元，增幅分别达到 29.95 倍和 6.31 倍。

08 年公司主要产品万向节在国内主流市场占有率约为 63.81%，在国内维修市场占有率约为 21.85%，均处在国内同行业之首，并成功进入国际主流汽车市场，目前国际市场占有率约为 10% 左右。

公司轮毂轴承和轮毂轴承单元在质量、产能和规模上均为国内市场排名第一，国内汽车主流市场配套占有率已经达到 30% 以上，主要配套主机厂客户包括上海大众和一汽大众、通用、神龙、比亚迪、海马等。

公司等速驱动轴产品具有 280 万根/年的产能，在规模上市国内仅次于上海纳铁福传动轴有限公司，国内目前产能规模超过 100 万支的生产企业包括公司在内仅有 3 家（上海纳铁福传动轴、德尔福沙基诺凌云驱动轴、万向钱潮）。

公司竞争优势

公司在汽车零部件行业上的竞争优势主要来自于其技术、品牌和规模。

技术优势

汽车零部件企业，两头受压，必须具备强大的技术底蕴和研发能力才能不断推出技术先进、高附加值的产品来满足汽车整机厂的配套要求，从而维护市场份额和利润水平。

公司具备较强的自主研发能力、核心制造技术及完备的实验检测能力，现有工艺装备及研发技术水平在国内同行中处于领先地位。在轮毂轴承单元等重点产品开发中，公司已经实现了同主机厂同步开发，同步上市。公司的技术中心已连续六次在全国企业技术中心综合评比中列前八位，起草发布国家和行业标准 18 项。国家级汽车零部件实验室获得国家质量技术监督局、中国实验室国家认可委员会联合颁发的“实验室 CNA CL 认可证书”。

品牌优势

2007 年公司钱潮牌万向节荣获“中国世界名牌”称号，09 年万向节产品获得国家科学技术部颁发的“国家自主创新产品证书”。截至 09 年 6 月 30 日，公司已拥有一个世界名牌、一个驰名商标、四个中国名牌。

公司在持续提高国内主流汽车整机厂商的配套占有率之外，成功进入国际汽车大厂的配套体系，体现了公司强大的品牌优势，并利用其影响力向下辐射，将不断开拓潜力巨大的自主品牌和合资品牌市场。

规模优势

公司是目前国内主要的独立汽车零部件专业生产基地之一，汽车零部件产品系列丰富，分为传动系、轴承系、底盘三大系列十多种主要产品，各大产品规模基本都位居同行业前列，具备模块级配套能力，有较强的规模优势和抗风险能力。

新型、高附加值产品将成公司未来新的增长点

公司汽车零部件传统产品受行业激烈竞争以及上游原材料价格上涨、下游整车厂商强大议价能力的共同压力，长期来看利润率水平不断下降。为了保证收入持续增长和稳定的盈利水平，产品结构调整、增加具有高附加值的新型产品是公司可持续发展的必然选择。

募投项目：等速驱动轴

等速驱动轴总成是将等速万向节、驱动轴等驱动元件合成一体的汽车部件，是公司近年来重点开发的战略性新产品。目前主要市场份额均被合资零部件企业主导，产品价格高(230-250 元/支)，利润空间较大。

等速驱动轴主要为乘用车产品配套，保守估计(未来三年中国汽车产量增长率为 10%、乘用车占汽车总量 50%、每辆乘用车配套 2 支等速驱动轴总成、维修市场上需求量占轿车保有量的 15%)，10、11、12 年我国等速驱动轴的需求分别为 1925 万支、2110 万支和 2320 万支。若按照 20%的市场占有率计算，未来三年公司在国内市场的等速驱动轴需求分别为 385 万支、422 万支和 464 万支。再考虑到 540 万支国际市场需求，公司产能需要达到 1000 万支才能满足需求。

公司等速驱动轴的配套层次不断提高，从低端国内配套，到高端国内市场，再到为国际主流品牌车型的批量配套，现在已经完全实现了独立发展、自主品牌的既定目标。等速驱动轴总成现在的客户群已经包括韩国现代、美国福特、一汽轿车、上汽股份等国际国内的多家主机厂，还有多个合作项目正在积极推进中。

公司目前等速驱动轴产能为 280 万支/年，1000 万支等速驱动轴的募投项目有望在 2012 年达产，届时将为公司新增收入 20 亿元。

轮毂轴承单元

2000 年，万向精工生产的第二代轮毂轴承单元产品开始进入国内主机厂的配套体系，2002 年，这个产品开始为国内轿车厂配套。目前，在进口产品占据绝大多数市场份额的前提下，公司轮毂轴承单元在国内汽车主流市场配套占有率已经达到 30%以上。

08 年 8 月，公司轮毂轴承单元进入南北大众配套体系，成为第一家为大众汽车全球配套的本土轴承企业。

公司目前轮毂轴承单元产能为 1000 万套/年，并积极筹备第二期 1000 万套项目，估计第二期项目 2012 年达产后，将为公司新增收入约 10 亿元。

防抱死制动系统(ABS)

ABS 是除汽车轮毂单元外万向精工的另一战略产品，反映了公司寻求高附加值高端产品的长远规划。ABS 项目 06 年 4 月从技术中心转交而来，09 年达到 10 万套/年的产能。

公司拥有 ABS 产品独立的自主知识产权，目前已经达到保障安全制动和全路面防滑控制并具有自我诊断能力等设计水平。09 年“汽车防抱死制动系统 (ABS)”荣获中国机械工业科学技术奖。此外 ESP(集成防抱死系统和驱动防滑系统)、TCS(循环控制系统)等高端汽车智能控制系统的研发也正在加紧进行中。目前，公司已经于重庆、海南、长春、四川等数家主机厂多个车型签订了开发协议进行匹配试验，同时为俄罗斯、越南等海外汽车生产线装车配套。公司于 10 年 5 月 7 日和上海大众签署协议，决定共同开发 ABS 产品。

我们预计大规模量产约在 2011 年，届时有望为公司新增收入 5 亿元。

风机轴承

公司另一高端产品为风机轴承。公司把握住国家倡导新能源经济的政策信息在大型风机轴承项目上取得突破性进展，于 09 年成功进入意大利 BREVINI 公司的风机轴承供应商系统，风机轴承项目可为轴承公司新增 OEM 年产值 10%左右。

我国风电市场高速发展，09 年新增风电场规模大约在 1300 万千瓦，并有望在未来三年维持 1300-1500 万千瓦的规模。若按照目前平均单机容量 1.3MW 计算，每年仅中国市场就有近 1 万台风机的规模。而 BREVINI 公司作为全球齿轮箱行业的领导者之一，具有非常严格的配套要求，合作关系的确立证明了公司产品良好的质量，因此确立了品牌优势，为未来开拓国内市场奠定基础。

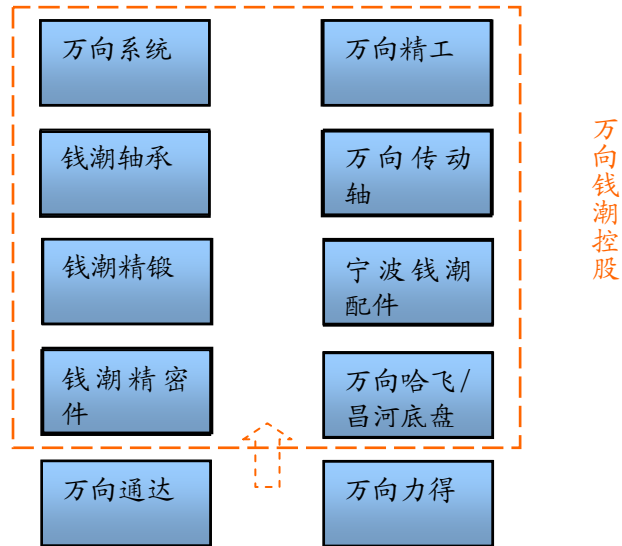
公司治理结构风险

万向集团作为公司的控股母公司，旗下拥有其他汽车零部件企业，例如万向森威、万向通达等，上市公司并没有完全整合集团的汽车零部件业务。尽管注入期望随着下属其他汽车零部件企业的业绩好转而高涨，但我们仍很难判定确切的注入时间点。

公司目前同集团下属其他子公司存在一定程度的关联交易。除向集团采购少量原材料和生产设备外，公司向万向进出口公司销售商品占总销售的 17.43%。

集团汽车零部件公司

图 6 万向集团下属汽车零部件公司



资料来源：万向集团公司网站、华泰联合证券研究所

万向通达

通达集团于 05 年 3 月被万向集团整体收购，是万向在华中地区重要的产业基地。公司目前已在武汉、襄樊、蚌埠、花都、开封及十堰等地建立了专业化生产基地，公司优势产品包括排气消声系统、尾气催化转化器和汽车燃油箱等。

公司在全国汽车金属燃油箱行业稳居行业前列：具备国际先进水平的铝合金油箱生产线，产品覆盖重、中、轻、轿、微等全系列。先后与国内 20 余家主机厂建立了稳定的配套关系。

目前国内进口 SCR 系统价格昂贵，国产化产品市场空间广阔。公司是汽车排气系统龙头企业，是国内首个获得**汽车消声器总成及尾气催化转化器**“中国名牌”企业，并于 09 年成为东风商用车公司“国四后处理系统”配件供应商。公司目前正在积极开展相应研发，20 万套 SCR 后处理系统净化消声器总成的项目也在建设过程中。

万向力得

公司成立于 1991 年，是东北地区最大的汽车工程塑料加工基地、汽车塑料保险杠、塑料内饰主要供货商。目前具有年产 75 万套保险杠、150 万件风道产品能力，是一汽大众、一汽轿车、一汽马自达、一汽飞越、天津一汽丰田保险杠和风道产品的主要供货商。

“莫须有”之整合

万向通达、万向力得和上市公司一样同属汽车零部件企业，基本排除单独上市可能。我们预计二者被上市公司整合具有较大可能性：注入上市公司以后，同上市公司就研发、市场、渠道商能实现协同效应，并能利用资本市场做大做强自身业务，实现双赢；

由于万向通达、力得属于集团控制的、上市公司以外的汽车零部件公司，因此长远来看，整合也是完善公司治理结构的需要。

公司盈利预测

基本假设

收入：我国乘用车市场 10-12 年增长 25%、20%、15%。传动系列和轴承系列产品由于新型产品项目不断投产使相应销售收入保持较快增长。

毛利率水平：钢材成本占公司生产成本 25%左右，钢材价格每增加 1%，公司主营业务成本将增加 0.25%。公司通过技改挖潜和高附加值产品投产抵消大部分原材料上涨压力，预计 10-12 年综合毛利基本保持稳定。

表 7 公司主营业务分产品系列收入预测(百万)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
传动系列	2,906.85	3,079.17	3,848.96	4,811.20	5,773.44
底盘系列	1,638.62	1,874.28	2,155.42	2,478.73	2,850.54
轴承系列	1,431.77	1,740.40	2,175.50	2,610.60	3,002.19
内部抵消	2,382.80	2,008.15	2,453.96	2,970.16	3,487.85
物资贸易	853.41	567.93	624.72	687.20	755.91
其它业务	400.44	316.27	332.08	348.69	366.12
合计	4,848.29	5,569.89	6,682.72	7,966.25	9,260.35

资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3026	5085	6060	6856	营业收入	5570	6683	7966	9419
现金	503	2137	2523	2615	营业成本	4561	5480	6532	7724
应收账款	939	994	1215	1475	营业税金及附加	26	30	36	43
其他应收款	12	13	16	19	营业费用	176	212	253	298
预付账款	61	94	107	121	管理费用	335	368	454	556
存货	1071	1370	1633	1931	财务费用	114	35	20	13
其他流动资产	440	476	566	695	资产减值损失	50	31	36	39
非流动资产	2783	2929	3093	3287	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	297	297	297	297	投资净收益	5	10	10	10
固定资产	2247	2377	2526	2694	营业利润	313	537	645	756
无形资产	123	128	126	128	营业外收入	46	61	65	58
其他非流动资产	117	126	143	167	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	5809	8014	9153	10143	利润总额	354	593	705	809
流动负债	3025	3672	4211	4514	所得税	53	89	106	121
短期借款	926	1259	1381	1189	净利润	301	504	599	687
应付账款	1107	1343	1600	1892	少数股东损益	35	58	69	79
其他流动负债	993	1070	1230	1433	归属母公司净利润	266	446	530	608
非流动负债	907	196	196	196	EBITDA	678	837	976	1133
长期借款	195	195	195	195	EPS (元)	0.26	0.36	0.43	0.50
其他非流动负债	712	1	1	1					
负债合计	3932	3868	4407	4710	主要财务比率				
少数股东权益	240	298	367	447	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1026	1226	1226	1226	成长能力				
资本公积	1	1566	1566	1566	营业收入	14.9%	20.0%	19.2%	18.2%
留存收益	611	1057	1587	2195	营业利润	7.7%	71.7%	20.2%	17.3%
归属母公司股东权益	1638	3848	4378	4986	归属于母公司净利润	20.5%	67.5%	18.9%	14.7%
负债和股东权益	5809	8014	9153	10143	获利能力				
					毛利率 (%)	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
					净利率 (%)	4.8%	6.7%	6.7%	6.5%
					ROE (%)	16.2%	11.6%	12.1%	12.2%
					ROIC (%)	11.9%	14.9%	15.7%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	67.7%	48.3%	48.2%	46.4%
					净负债比率 (%)	32.57%	40.37%	38.10%	31.87%
					流动比率	1.00	1.38	1.44	1.52
					速动比率	0.65	1.01	1.05	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	0.97	0.93	0.98
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	4.80	4.47	4.44	4.42
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.36	0.43	0.50
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	0.60	0.61	0.68
					每股净资产 (最新摊薄)	1.34	3.14	3.57	4.07
					估值比率				
					P/E	47.03	28.08	23.62	20.58
					P/B	7.64	3.25	2.86	2.51
					EV/EBITDA	18	14	12	11

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com