

万向钱潮：主业值得期待

增持(首次)

投资要点：

- 📖 等速驱动轴产能扩大，长期需求无忧。
- 📖 轮毂轴承产能瓶颈将获得突破，业绩待释放。
- 📖 集团其他零部件资产、电动汽车的注入在时间上存在不确定性。

报告摘要：

- **等速驱动轴是新的利润增长点。**公司募投资金将用于扩大等速驱动轴的产能，未来产能将从 280 万支扩大到 1000 万支。目前公司的订单充足，韩国威亚、通用等公司的订单将带来示范性效应，吸引更多的客户，未来公司的需求受行业波动的影响较小。
- **轮毂轴承业务将有大发展。**受制于公司有限的自有资金，轮毂轴承产能没有很大的变动。今年增发募集资金，有效缓解公司资金紧张的局面，未来将得以扩大轮毂轴承的产能，以突破产能的限制。
- **万向集团旗下其他零部件资产有湖北通达集团、吉林新立德、江苏森威精锻。**2009 年，万向集团其他零部件资产的净利润大约为 4 亿元，高于上市公司。其中，湖北通达集团是最大的一块资产，其下边还有武汉佛吉亚通达排气系统有限公司等优质资产。
- **万向电动汽车公司已实现盈利。**电动汽车公司旗下的动力电池组业务已经成熟，目前产能为 3 亿安时，同宇通客车、广汽集团、长安汽车、郑州日产等形成良好的合作关系。
- **首次给予“增持”评级。** 预计公司 2010-2012 年的每股收益为 0.41、0.53、0.63 元，对应市盈率为 24.75、19.21、16.29 倍。集团其他零部件资产、万向电动汽车等资产的注入在时间上存在一定的不确定性，首次给予“增持”评级。

分析师

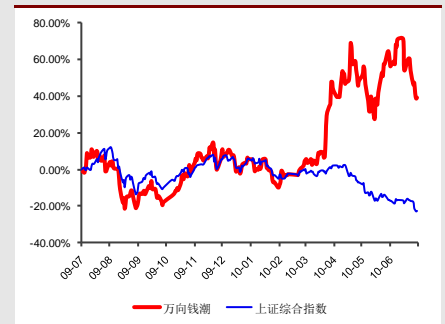
分析师姓名 宏源汽车组

联系人：陈盛军/于军华

电话：010-88085967

Email: chenshengjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(百万股)	1225.59
流通股本	711.46
控股股东	万向集团公司
控股股东持股比例	51.09%

相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	4,848	5,570	7,380	8,793	10,248
同比增长率	15%	15%	33%	19%	17%
净利润(百万)	221	266	504	649	766
同比增长率	-16%	21%	89%	29%	18%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.41	0.53	0.63
PE	47.35	39.31	24.75	19.21	16.29

目录

一、公司现有业务及利润构成	3
二、等速驱动轴：业绩的突破点	4
（一）国内主要的等速驱动轴企业及盈利状况	4
（二）万向钱潮的等速驱动轴业务	5
三、轮毂轴承：又一个增长点	5
四、万向集团旗下其他汽车零部件业务	6
五、万向集团电动车业务	6
六、盈利预测及投资建议	6

插图

图 1：公司的净利润构成.....	4
-------------------	---

表格

表 1：公司主要产品的产能.....	3
表 2：公司的利润构成（百万元）	3
表 3：上海纳铁福的财务指标（百万元）	4
表 4：德尔福沙基诺凌云的财务指标（百万元）	5
表 5：轮毂轴承的财务指标（百万元）	5
表 6：盈利预测（百万元）	7

一、公司现有业务及利润构成

公司是国内主要的独立汽车零部件专业生产基地之一，主要生产传动系统、轴承系统、底盘系统。主要产品已进入国内主流市场，部分产品已进入国际一流主机厂配套市场。

2008年，万向节在国内主流市场占有率约为63.81%，居国内同行业之首，并进入国际主流汽车市场，国际市场占有率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，国内主要配套客户包括上海大众、一汽大众、通用、神龙、比亚迪、海马等。公司等速驱动轴的产能和规模，在国内仅次于上海纳铁福传动轴有限公司。

表 1：公司主要产品的产能

产品系列	主要产品	产能	生产企业
传动系	万向节	4600 万套	公司下属车间、许昌远东、万向舍勒、宁波工厂
	传动轴	200 万根	钱潮传动轴、合肥传动轴
	等速驱动轴	280 万根	等速驱动轴分厂
底盘系	制动器	450 余万套	万向系统、河南制动器、武汉制动器
	减震器	150 万支	万向系统减震器分公司
	底盘系统	415 万	桂林部件、哈飞底盘、昌河底盘、万向系统
轴承系	轴承	12,000 万套	万向精工、钱潮轴承、淮南轴承、江苏钱潮轴承

资料来源：上市公司，宏源证券

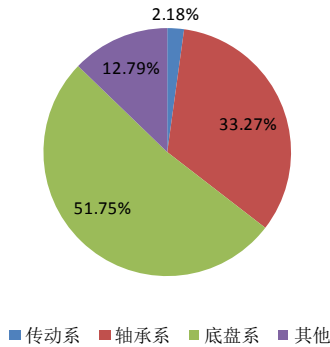
公司主要利润来源是万向系统、万向精工、钱潮轴承、万向传动轴、钱潮精锻等下属企业，它们的产品主要属于底盘系、轴承系。公司本部（剔除投资收益）由于承担了大部分财务费用，最近两年都小幅亏损，财务费用影响本部净利润 3300-3500 万。而随着等速驱动轴的放量，未来公司本部和下属传动系企业的盈利贡献将有所提高。

表 2：公司的利润构成（百万元）

损益来源	主要产品	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
公司本部	万向节、等速驱动轴	44.07	17.66	-12.29	-22.95
浙江万向系统有限公司	汽车系统总成	14.40	39.20	94.45	132.25
浙江万向精工有限公司	汽车轴承	13.41	18.35	32.09	52.25
钱潮轴承有限公司	轴承	15.98	26.69	57.15	29.91
杭州万向传动轴有限公司	传动轴		16.92	18.16	19.95
浙江钱潮精锻有限公司	锻件	6.81	9.49	14.51	14.13
河南万向系统制动器有限公司	制动器	7.06	10.38	3.89	14.05
武汉万向汽车制动器有限公司	制动器	4.81	10.18	8.53	11.12
萧山万向舍勒精密万向节有限公司	精密万向节		11.74	13.56	6.69
淮南钱潮轴承有限公司	轴承	10.91	13.13	11.31	5.55
其他损益		65.07	89.46	-20.56	3.14
合计		182.51	263.20	220.81	266.08

资料来源：上市公司，宏源证券

图 1: 公司的净利润构成



资料来源: 宏源证券

二、等速驱动轴：业绩的突破点

等速驱动轴由等速万向节、传达轴、短轴、防尘罩等组成，主要用于配套乘用车，每辆乘用车须配套 2 支等速驱动轴。目前，相关市场主要被合资零部件企业占据，产品价格高，利润空间较大。公司今年 4 月完成了增发，募集的资金用于扩大等速驱动轴的产能。募投项目建成投产后，产能将由 280 万支扩大到 1000 万支。

(一) 国内主要的等速驱动轴企业及盈利状况

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，分别为万向钱潮、上海纳铁福、德尔福沙基诺凌云。

上海纳铁福传动轴有限公司，等速驱动轴年产能为 320 万支，将扩充至 600 万支。目前主要客户包括上海大众、一汽大众、上海通用、长安福特等 30 多家国内主要汽车制造企业。

德尔福沙基诺凌云驱动轴有限公司，目前年生产能力 100 多万支，主要为天津一汽丰田、哈飞、一汽集团、奇瑞等配套。另外，沙基诺凌云驱动轴(芜湖)有限公司，2010 年达到年产 70 万支的规模。

从盈利能力上看，上海纳铁福、德尔福沙基诺凌云的盈利能力都很强。特别是德尔福沙基诺凌云，其 2007 上半年及以前年度的营业利润率高达 27-30%。

表 3: 上海纳铁福的财务指标 (百万元)

上海纳铁福	2006 年度	2007 年度	2008 年 1-11 月	2009 年度
营业收入	1,679	2,241	2,057	2,582
营业利润	289	450	370	
利润总额	289	452	371	
净利润	266	392	315	
营业利润率	17.21%	20.09%	18.01%	

资料来源: 宏源证券

表 4：德尔福沙基诺凌云的财务指标（百万元）

德尔福沙基诺凌云	2005 年度	2006 年度	07H1
营业收入	222	266	171
营业利润	60	75	52
净利润	39	51	35
营业利润率	27.22%	28.38%	30.63%

资料来源：宏源证券

（二）万向钱潮的等速驱动轴业务

公司等速驱动轴的产能为 280 万支/年。通过实行三班倒等措施，目前公司月产量为 30-35 万支，预计 2010 年产销可达 400 余万支。公司的等速驱动轴价格约为 240 元/支，今年销售收入将突破 10 亿。

公司已为奇瑞、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。2006 年底，公司与韩国现代威亚、南美通用签署有合作协议，计划 2011 年两个合作项目各形成 320 万支、100 万支的年配套量。这保障了公司等速驱动轴的需求，而且对其他客户有很大的示范效应，有利于吸引其它的客户。

三、轮毂轴承：又一个增长点

公司轮毂轴承主要为一汽大众、上海大众、上海通用、奇瑞、比亚迪、海马、长安、哈飞、昌河、上汽通用五菱等国内主机厂配套，并进入了大众的全球配套体系。2009 年，轮毂轴承的 OEM 业务占比为 76.28%，较 2008 年的 60.10% 大幅提升，提高了公司的盈利水平。

公司的轮毂轴承盈利能力较强，产能为 1000 万套/年，目前处于供不应求的状态。受制于公司有限的自有资金，轮毂轴承产能没有很大的变动。今年增发募集资金，有效缓解公司资金紧张的局面，未来将得以扩大轮毂轴承的产能，以突破产能的限制。公司计划把产能扩大到 2000 万套，随着产能的扩张，公司产销规模将逐渐上升。

表 5：轮毂轴承的财务指标（百万元）

轮毂轴承	2008 年度	2009 年度
收入	599	720
成本	496	563
毛利率	17.15%	21.79%
净利润	32	52
净利率	5.36%	7.26%

资料来源：上市公司，宏源证券

四、万向集团旗下其他汽车零部件业务

万向集团旗下其他零部件资产：湖北通达汽车零部件(集团)有限公司、吉林新立德部件有限公司、江苏森威精锻有限公司。万向集团其他零部件公司 2009 年的净利润合计约为 4 亿元，高于上市公司。

湖北通达汽车零部件(集团)有限公司，其主要资产是湖北通达股份有限公司。通达股份专业生产汽车消声器总成、尾气催化转化器、汽车燃油箱等产品，是全国最大的排气消声系统生产制造企业之一。通达股份的主要下属企业有：武汉佛吉亚通达排气系统有限公司（持股 50%）、蚌埠通达公司（控股）、海口通达（全资），均具备较强的盈利能力。

吉林新立德部件有限公司是在长春力得汽车工程塑料制品有限公司基础上，由万向集团 2008 年 12 月重组建成的有限公司。新立德公司是一汽-大众、一汽轿车、一汽马自达、一汽丰越、天津一汽丰田等保险杠和风道产品的主要供货商，目前具有年产 75 万套保险杠、150 万件风道产品的能力。

江苏森威精锻有限公司，主营业务为汽车、机械精密冷、温锻件生产与销售，现年产各类精密锻件 1.5 万吨，具有精密锻件自主研发能力。目前主要客户：一汽大众、神龙汽车、德尔福沙基诺凌云、上海纳铁福、万向钱潮、德尔福上海排气系统等。

五、万向集团电动车业务

万向电动汽车有限公司承担了万向集团的电动车业务，具体业务为动力电池组、电控系统、整车。

电动汽车公司的聚合物锂离子动力电池，单体循环寿命 2000 次，成组电池里程寿命达到 10 万公里；电动轿车续航里程达到 380km，最高车速达到 126km/h，均处于国内领先水平。

目前，电动汽车公司的电池组产能为 3 亿安时，未来将扩大至 10 亿安时。万向电动汽车与宇通客车、广汽、东风日产、长安汽车等形成了合作关系。

电动汽车公司已经实现盈利，现在每个月的利润为 200 万左右。

六、盈利预测及投资建议

预计公司 2010-2012 年的每股收益为 0.41、0.53、0.63 元，对应市盈率为 24.75、19.21、16.29 倍。集团其他零部件资产、万向电动汽车等资产的注入在时间上存在一定的不确定性，首次给予“增持”评级。

附：盈利预测

表 6：盈利预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	4,848	5,570	7,380	8,793	10,248
减:营业成本	4,026	4,561	5,976	7,043	8,196
营业税金及附加	21	26	34	40	47
销售费用	142	176	221	264	307
管理费用	249	335	406	484	564
财务费用	112	114	80	106	123
资产减值损失	26	50	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	19	5	5	5	5
营业利润	290	313	669	861	1,016
加:营业外净收支	82	41	-	-	-
利润总额	373	354	669	861	1,016
减:所得税	45	53	100	129	152
净利润	327	301	568	732	864
少数股东权益	106	35	64	83	98
归属于母公司所有者净利润	221	266	504	649	766
每股收益	0.22	0.26	0.41	0.53	0.63

资料来源：宏源证券

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。