

2010年08月13日

韩伟琪
Weiqi_Han@e-capital.com.cn
目标价(元) 14.00

公司基本信息

产业别	汽车
A 股价(10/08/12)	13.03
深证成份指数(10/08/12)	10680.02
股价 12 个月高/低	13.03/5.74
总发行股数(百万)	1225.59
A 股数(百万)	711.46
A 市值(亿元)	92.70
主要股东	万向集团公司 (51.53%)
每股净值(元)	3.00
股价/账面净值	4.34
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.24 35.31 78.01

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

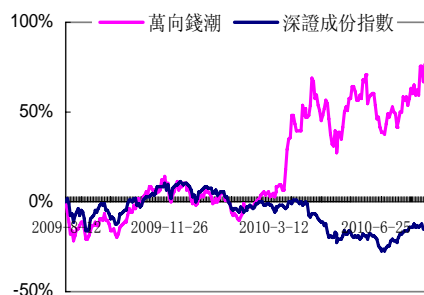
产品组合

汽车零部件	76.98%
钢材、生铁	17.32%
非主营业务	5.70%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	21.73%
基金	20.58%

股价相对大盘走势



万向钱潮 (000559.SZ) Hold 持有 (首次评级)

零部件细分龙头，兼具新能源汽车概念

结论与建议：

上半年承袭国内汽车产业创纪录的销售，公司实现净利润 2.17 亿元，YoY+92%，符合预期。下半年虽然行业景气恐环比下降，但整体仍处在高位。公司国内汽车零部件细分龙头地位稳固，配合等速驱动轴新建产能逐渐释放，公司 2010 年汽车零部件营收增速预计达到 30%。同时集团旗下万向电动车公司为国内领先的拥有铁系电池至整车总成完整产业链的新能源汽车企业，且集团有望适时将之注入上市公司。也造成了公司目前估值高于同业的局面。

预计公司 2010、2011 年 EPS 为 0.323 元和 0.413 元，YoY 分别增长 48.61% 和 28.00%。目前 P/E 为 40 倍和 32 倍，给予公司持有的投资建议。

- 万向钱潮上半年完成营业收入 41.39 亿元，YoY 增长 71.00%，上半年公司毛利率 YoY 下降 0.21 个百分点至 17.07%，实现净利润 2.17 亿元，YoY 增长 91.92%，全面摊薄后 EPS 为 0.177 元。
- 公司为国内最大的独立汽车零部件供货商之一，万向节产品市场占有率稳定在 65%-66%，制动器和轮毂轴承为国内第一，而传动轴、等速驱动轴以及底盘系统亦位列国内前三。
- 我们预计下半年汽车销量约 730 万辆，亦处在历史的高位，同时配合公司等速驱动轴总成的扩产项目陆续贡献产能，整体的零部件产能亦将随汽车销量而维持较好的成长。预计 2010 年公司汽车零部件业务营收 YoY 将增长 30% 左右。
- 万向电动车拥有磷酸铁锂、锂聚合物动力电池以及电机、电控、整车总成的新能源车产业链，资产注入上市公司预期强烈。预计 2012 年将建成 8 亿 Ah 的锂离子电池产能和 25 万辆整车的生产基地。
- 预计公司 2010、2011 年营收分别达到 77.22 亿元和 94.08 亿元，YoY 分别增长 38.64% 和 21.83%；实现净利润分别为 3.95 亿元和 5.56 亿元，YoY 分别增长 48.61% 和 28.00%；EPS 为 0.323 元和 0.413 元，目前 P/E 为 40 倍和 32 倍，鉴于公司控股股东向其注入新能源汽车资产预期较强，我们给予公司持有的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	263	221	266	395	506
同比增减	%	44.21%	-16.11%	20.51%	48.61%	28.00%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.257	0.215	0.259	0.323	0.413
同比增减	%	44.21%	-16.11%	20.51%	24.36%	28.00%
A 股市盈率(P/E)	X	50.77	60.52	50.22	40.39	31.55
股利(DPS)	RMB 元	0.120	0.100	0.100	0.120	0.150
股息率(Yield)	%	0.92%	0.77%	0.77%	0.92%	1.15%

营运分析

万向钱潮上半年完成营业收入 41.39 亿元，YoY 增长 71.00%，其中汽车零部件营收 YoY 增长 55.14%，毛利率 21.22%，YoY 提高 3.97 个百分点；钢材贸易营收 YoY 增长 233.05%，主要为进出口业务回升。同时由于钢材贸易毛利率较低，但营收增长较多，故上半年公司综合毛利率 YoY 下降 0.21 个百分点至 17.07%。

上半年公司实现净利润 2.17 亿元，YoY 增长 91.92%，全面摊薄后 EPS 为 0.177 元。

公司作为国内最大的独立汽车零部件供货商之一，主要产品涉及传动、底盘以及轴承三大部分，市场占有率国内领先，其中万向节产品市场占有率稳定在 65%-66%，制动器和轮毂轴承为国内第一，而传动轴、等速驱动轴以及底盘系统亦位列国内前三。

图表一：公司主要产品产能状况：

产品		年产能
传统系	万向节	4500 万套
	传动轴	200 万根
	等速驱动轴	280 万根（2013 年 Q1 至 1 千万根）
底盘系	制动器	450 万套
	减震器	150 万支
	底盘系统	415 万套
轴承系	轮毂轴承、轮毂轴承单元	12000 万套

资料来源：上市公司，群益证券

下半年，我们认为国内汽车市场虽环比上半年将出现一定程度回落，但整体景气依旧保持良好，下半年约 730 万辆的销量预计亦处在历史的高位，同时配合公司等速驱动轴总成的扩产项目陆续贡献产能，整体的零部件产能亦将随汽车销量而维持较好的成长。

故预计 2010 年公司汽车零部件业务营收 YoY 将增长 30%左右。

目前万向集团在国内主要的未上市资产还包括万向力得和万向通达，分别主营汽车内饰、保险杆以及尾气处理系统等产品。另外还有万向电动车公司。

市场对于公司将以上资产注入上市公司的预期较为强烈且确定，尤其是电动车公司资产。

万向电动车公司主营新能源汽车及其上游的研发制造，从电池单体、模块到电机、电控的动力总成，最后整车总成，拥有相对完善的产业链。

从 2000 年发展至今，投入大量资金和人力，专注于磷酸铁锂以及锂聚合物电池，以及交流感应电机和电控系统，在动力领域拥有万向累计申请（已公开）的专利 30 多项，其中发明专利 7 项，磷酸铁锂电池领域专利 3 项。从 07 年批量生产以来，万向磷酸铁锂电池已经累计装备 260 多辆公交车、轿车和工程车，累计里程超过 100 万公里。

合作的整车厂方面包括上海申沃、宇通、郑州日产、安凯、江铃、奇瑞、一汽海马等等。

图表二：万向电动车锂电池发展历程：



资料来源：公开资料，群益证券

万向电动车目前规划在 2012 年前投资建设第二期新能源产业化基地，在一期 1 亿 Ah 电池产能的基础上，扩张至 8 亿 Ah 的锂离子电池产能和 25 万辆整车的生产基地。

盈利预测

预计公司 2010、2011 年营收分别达到 77.22 亿元和 94.08 亿元，YoY 分别增长 38.64%和 21.83%；实现净利润分别为 3.95 亿元和 5.56 亿元，YoY 分别增长 48.61%和 28.00%；EPS 为 0.323 元和 0.413 元，目前 P/E 为 40 倍和 32 倍，鉴于公司控股股东向其注入新能源汽车资产预期较强，我们给予公司持有的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	4233	4848	5570	7722	9408
经营成本	3371	4026	4561	6391	7778
营业税金及附加	19	21	26	32	40
销售费用	127	142	176	232	273
管理费用	230	249	335	432	517
财务费用	80	112	114	93	103
资产减值损失	17	26	50	50	50
投资收益	45	19	5	6	6
营业利润	434	290	313	498	652
营业外收入	51	88	46	45	45
营业外支出	6	5	5	8	8
利润总额	479	373	354	535	689
所得税	94	45	53	91	121
少数股东损益	122	106	35	49	63
归属于母公司所有者的净利润	263	221	266	395	506

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	753	725	503	573	668
应收账款	885	985	1379	1021	929
存货	998	1158	1071	1092	1147
流动资产合计	2711	2953	3026	3329	3661
长期股权投资	369	298	297	306	321
固定资产	1922	2052	2247	2314	2476
在建工程	327	344	85	102	117
非流动资产合计	105	129	123	125	133
资产总计	5491	5808	5809	6670	7441
流动负债合计	2993	3792	3025	3267	3594
非流动负债合计	74	230	907	998	1077
负债合计	3066	4022	3932	4265	4671
少数股东权益	579	312	240	259	279
股东权益合计	2424	1785	1877	2146	2490
负债及股东权益合计	5491	5808	5809	6670	7441

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	516	439	727	872	977
投资活动产生的现金流量净额	-451	-1007	-134	-280	-309
筹资活动产生的现金流量净额	-243	370	-652	-522	-574
现金及现金等价物净增加额	-178	-199	-59	70	95

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。