

万向钱潮 (000559)

增持/ 维持评级

股价：RMB15.04

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

谢振东

+755-82125072 xiezd@lhqz.com

季度业绩小幅下滑 全年仍可期待

—2010 年三季度报点评

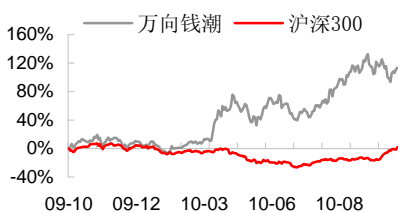
- 公司 2010 年 1-9 月份实现营业收入 58.99 亿元，同比增长 53.46%，归属母公司净利润 2.98 亿元，同比增长 62.67%，合计每股税后盈利 0.262 元。净利润大幅增长的主要原因在于：1、汽车行业继续于景气高位运行，1-9 月份销量同比增长 36.25%；2、模块化供货和产品的升级在较大程度上保证了产品毛利率相对稳定。
- 分季度来看，公司 3 季度营业收入 17.60 亿元，环比下降 19.19%，实现净利润 0.88 亿元，环比下降 26.76%，贡献每股收益 0.066 元，略低于预期。根据我们对于汽车销售结构以及趋势变化的跟踪，我们认为业绩低于预期的主要原因在于：1、整车厂商去库存持续至 8 月，对上游零部件厂商的供货规模和节奏产生一定压力。为了保证年初计划，我们预计采取了一定程度的降价并加大了销售力度，体现为三季度毛利率（16.04%）的环比降低和销售费用率（3.64%）的较大幅度提升；2、自主品牌表现欠佳：终端上牌数据显示自主品牌乘用车市占率从年初的 30%跌至 9 月 25%左右。而公司终端客户大多来自例如比亚迪、奇瑞等自主品牌厂商，因此汽车行业销售结构的变化在一定程度上减缓了公司营收增速。
- 随着汽车消费旺季的到来，公司四季度产销规模有望实现环比 20%以上增速；中长期看，随着驱动轴等新型产品的陆续达产，公司盈利水平将得到持续改善，在未来国家对于汽车产业特别是自主品牌乘用车和零部件厂商重点扶持的大背景下，我们对于公司全年以及未来成长较为乐观，维持 2010 年、2011 年公司 EPS 为 0.35 元、0.41 元的预测，分别对应 PE 为 42.97 倍和 36.68 倍。
- 作为新能源汽车概念的主要标的，公司新能源汽车动力总成的产业化进程仍将是未来股价最大的催化剂。较大的先期投入已经使集团具有明显的先发优势，集团目前拥有电池、电机、电控较为完整的产业链和产业化规模，是国内较优质的新能源汽车动力电池和总成供应商；以汽车零部件供应商的角色切入电动汽车产业，在国内市场独一无二，未来渠道优势将越发明显。考虑到公司已经投入资金进行电机、电控领域的研发，从完善上市公司治理结构的角度考虑，我们预计集团将在合适的时机注入相关资产。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1225.59
流通 A 股 (百万股)	713.81
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)	10735.75

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	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5569.9	4138.8	7653.2	8895.6
(+/-%)	14.9	71.0	37.4	16.2
归属母公司净利润(百万元)	266.1	216.8	424.59	501.91
(+/-%)	20.5	91.9	59.4	18.1
EPS(元)	0.22	0.18	0.35	0.41
P/E(倍)	69.3	85.0	42.9	36.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

维持“增持”评级，我们主要的逻辑是：公司传统汽车零部件业务发展态势良好：行业健康发展将带动公司营收的持续增长，产品结构升级和规模效应的进一步体现将维持毛利率水平的相对稳定。作为一家领先的汽车零部件厂商，突出的渠道优势将放大其在新能源汽车动力总成领域的技术优势和成本优势，公司将率先受益于中国电动车市场的爆发，作为目前 A 股市场少有的覆盖动力总成三大核心部件的投资标的，公司理应享有较高的估值。

风险提示：宏观经济恶化，汽车行业未来增速低于预期；通货膨胀因素若使钢铁等原材料价格出现明显上涨，将对公司盈利能力造成不利影响；相关资产注入的方式、规模和时间存在一定不确定。

表 1 财务报表预测

资产负债表	单位:百万元			利润表	单位:百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	3026	5368	6306	营业收入	5569.89	7653.22	8895.58
现金	503	1980	2343	营业成本	4560.76	6321.56	7347.75
应收账款	939	1138	1357	营业税金及附加	25.82	34.44	40.03
其他应收款	12	15	18	营业费用	176.41	242.40	281.75
预付账款	61	109	121	管理费用	334.94	460.22	534.92
存货	1071	1580	1837	财务费用	114.21	47.80	36.72
其他流动资产	440	545	632	资产减值损失	50.28	31.40	36.05
非流动资产	2783	2927	3087	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
长期投资	297	297	297	投资净收益	5.14	10.00	10.00
固定资产	2247	2377	2526	营业利润	312.61	525.40	628.36
无形资产	123	128	126	营业外收入	46.09	46.09	46.09
其他非流动资产	117	124	138	营业外支出	5.03	5.38	5.24
资产总计	5809	8295	9394	利润总额	353.67	566.11	669.21
流动负债	3025	3975	4506	所得税	52.82	84.92	100.38
短期借款	926	1259	1381	净利润	300.86	481.20	568.83
应付账款	1107	1549	1800	少数股东损益	34.77	56.61	66.92
其他流动负债	993	1167	1324	归属母公司净利润	266.08	424.59	501.91
非流动负债	907	196	196	EBITDA	677.92	838.50	975.99
长期借款	195	195	195	EPS (元)	0.22	0.35	0.41
其他非流动负债	712	1	1				
负债合计	3932	4171	4702	主要财务比率			
少数股东权益	240	296	363	会计年度	2009	2010E	2011E
股本	1026	1226	1226	成长能力			
资本公积	1	1566	1566	营业收入	14.9%	37.4%	16.2%
留存收益	611	1036	1538	营业利润	7.7%	68.1%	19.6%
归属母公司股东权益	1638	3827	4329	归属于母公司净利润	20.5%	59.6%	18.2%
负债和股东权益	5809	8295	9394	获利能力			
				毛利率 (%)	18.1%	17.4%	17.4%
现金流量表				净利率 (%)	4.8%	5.5%	5.6%

会计年度	2009	2010E	2011E	ROE(%)	16.2%	11.1%	11.6%
经营活动现金流	727	587	742	ROIC(%)	14.0%	16.9%	17.9%
净利润	301	481	569	偿债能力			
折旧摊销	251	265	311	资产负债率(%)	67.7%	50.3%	50.0%
财务费用	114	48	37	净负债比率(%)			
投资损失	-5	-10	-10	流动比率	1.00	1.35	1.40
营运资金变动	35	-215	-177	速动比率	0.65	0.95	0.99
其他经营现金流	31	18	13	营运能力			
投资活动现金流	727	-399	-461	总资产周转率	0.96	1.09	1.01
资本支出	174	400	470	应收账款周转率	6	7	7
长期投资	3	0	-0	应付账款周转率	4.80	4.76	4.39
其他投资现金流	904	1	9	每股指标(元)			
筹资活动现金流	-652	1289	81	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.35	0.41
短期借款	-1034	333	122	每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.48	0.61
长期借款	-32	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.34	3.12	3.53
普通股增加	0	200	0	估值比率			
资本公积增加	1	1565	0	P/E	36.89	23.12	19.56
其他筹资现金流	413	-809	-41	P/B	5.99	2.56	2.27
现金净增加额	-59	1477	362	EV/EBITDA	14	12	10

数据来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所预测

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 45 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