

培育新的增长点、迎接新的挑战

研究结论

- **业绩低于我们的预期：**报告期内公司实现营业收入 48.48 亿，同比增长 14.55%，营业利润 2.9 亿元，同比下降 33.1%。归属上市公司股东净利润 2.2 亿元，同比下降 16.11%，实现每股收益 0.215 元，同比下降 16.34%，低于我们的预期。
- **毛利率下滑：**2008 年，受钢材等原材料价格上涨影响，公司毛利率为 16.97%，同比下滑 3.38 个百分点。2008 年钢铁等原辅材料价格回落，公司生产成本将有所下降，但由于滞后效应，预计在今年得到显现。我们预计公司毛利率在未来两年将趋稳。
- **有望受益于成本压力下汽车零部件进口替代加速：**受此次金融危机影响，国内外各大汽车整车厂商更加注重成本控制，国内独立汽车零部件厂商在价格方面具有优势，且产品性能达到或接近国际先进水平，我们认为在成本压力下，整车厂将增加在国内独立汽车零部件厂的采购，国内公司进口替代加速。公司是国内汽车零部件行业的龙头企业之一，产品已经成功打入国内和国际 OEM 市场，市场份额在不断提升。公司经历了由商用车到乘用车、由维修市场到 OEM 市场、由国内 OEM 市场到国际 OEM 市场等的产品升级，增发扩产、资产注入、核心产品升级是公司高增长的主要驱动因素。
- **轮毂单元、等速驱动轴有望成为新的支柱产品：**万向节是公司传统优势产品，国内市场占有率已达到 60%，在不断巩固万向节优势基础上，公司计划将轮毂单元、等速驱动轴发展成为新的拳头产品。两大产品与国外同类产品相比性价比优势明显，未来进口替代空间广阔，国内市场占有率有望进一步提高。轮毂单元主要为轿车配套，通过引进、消化国外先进技术，技术水平已处于国内领先地位，下游客户包括德尔福、大众、通用等主流整车企业，目前产能 1000 万套/年，计划通过募资扩产，到 2010 年左右达到 2000 万套生产能力。等速驱动轴产品已分别与韩国亚威、通用建立了长期合作关系，国内已与比亚迪、上汽、上海大众等国内整机厂配套，公司计划到 2010 年达到 1000 万只/年的生产能力，届时将有效提高公司盈利能力。
- **催化剂和风险因素：**等速驱动轴、轿车轮毂单元产品国内市场占有率进一步提高以及增发扩能带来的产能不断提升、围绕独立汽车零部件企业不断进行的资产整合成为未来的主要增长点。下游汽车整车厂受国内外宏观经济影响波动会带来公司业绩的不确定性，此外钢材等原材料价格波动也会影响公司业绩。
- 我们预测公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.31 元、0.36 元。我们给予公司 25 倍 PE，对应 2009 年预测 EPS 股价为 7.75 元，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 23 日) 6.78 元

目标价格 (6 个月) 7.75 元

总股本/A 股 (万股) 102558.7/51203

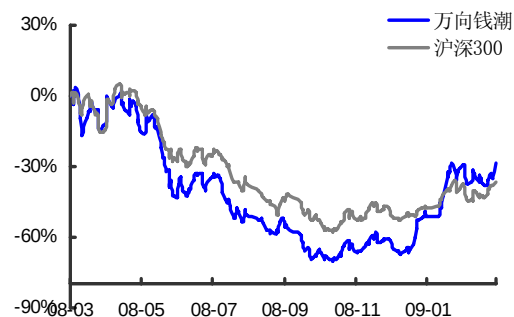
A 股市值 (百万元) 3471.56

国家/地区 中国

行业 汽车零部件制造业

报告日期 2009 年 3 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.35	85.75	(30.59)
相对表现 (%)	0.66	47.95	4.96

资料来源：WIND

财务分析	2007	2008	2009E	2010E
(百万元)				
主营业务收入	4232.51	4848.29	5482.89	6219.17
税前利润	478.88	385.83	399.93	459.97
归属母公司净利润	263.20	246.93	319.94	367.98
EBITDA	710.90	692.08	759.02	819.46
每股收益 (元)	0.26	0.22	0.31	0.36
净资产收益率	0.16	0.18	0.12	0.13
每股经营现金 (元)	0.50	0.43	0.75	0.84
市盈率(X)	23.34	14.37	19.20	16.69
EV/EBITDA	20.37	10.36	8.79	7.43

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

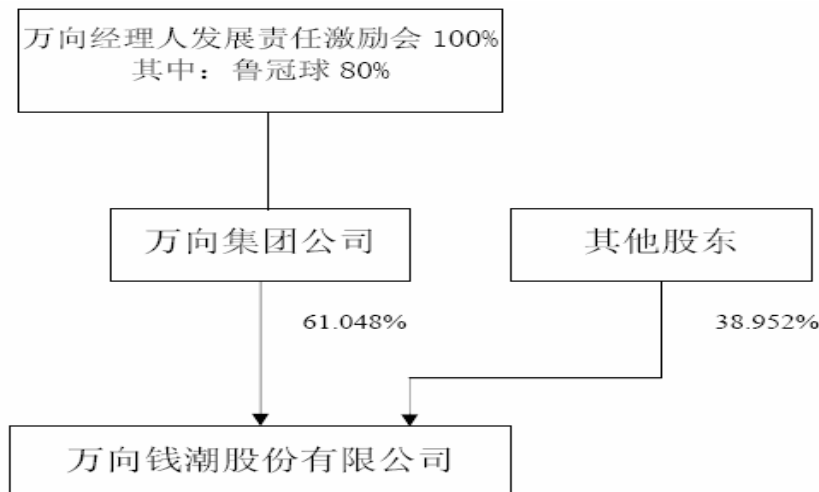
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

独立的汽车零部件生产企业

万向钱潮股份有限公司是经浙江省股份制试点工作协调小组批准，由万向集团有限公司、中国汽车工业投资开发公司、中国工程与农业机械进出口公司、华联汽车发展有限公司四家发起人于 1993 年共同发起，以募集方式设立的股份有限公司。

图：公司股权结构



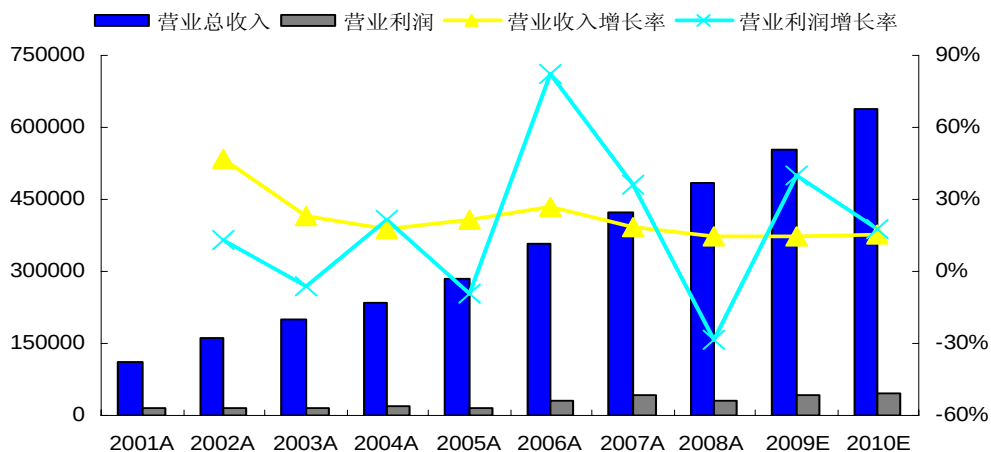
资料来源：东方证券研究所

公司主要经营汽车零部件及相关配套产品的研发、生产和销售业务，主要产品包括传动系统、底盘系统和轴承系统三大汽车零部件产品体系，是目前国内最大的独立汽车系统零部件专业生产基地之一。公司产品主要面向配套市场、维修市场和出口市场，并实施“三·三”制的大市场体系（即主机配套、社会维修、出口销售各占三分之一左右），这种不以单一市场定位为发展依托的市场基础及公司已形成的规模实力使公司的产品有稳固的市场保障和巨大的市场需求潜力，保障了公司主营业务的稳健发展。

主营业务收入平稳增长，营业利润波动较大

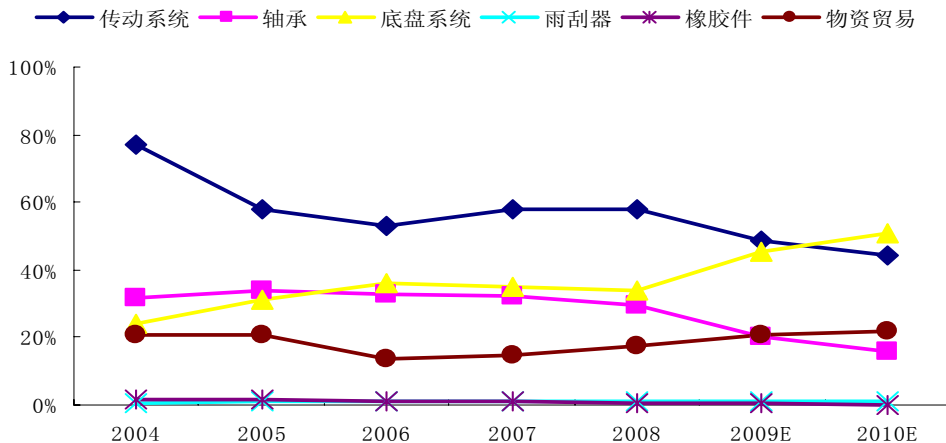
近年来，公司主营业务收入平稳增长，2008 年全年实现营业收入 48.48 亿，同比增长 14.55%，增幅回落 3.63 个百分点，主要是报告期内受全球金融危机影响，尤其是 2008 年下半年开始，下游整车制造商经受寒冬，增速开始明显减缓，国内外汽车产销形势严峻，公司作为独立的汽车零部件企业也受到一定冲击。预计 2009 年全球汽车产销量仍呈现下滑趋势，受此影响我们预测 2009 年公司营业收入增幅仍保持小幅下滑趋势。

近年公司营业利润波动较大，2008 年公司实现营业利润 2.9 亿元，同比下降 33.1%。相对于 2007 年 45.13% 的增长，下滑幅度很大，一方面是营业收入的下滑，另一方面是由于钢材等原材料价格上涨带来的成本上涨，此外，公司期间费用增幅较大也在一定程度上减少了营业利润。我们预计随着钢材等原材料价格回落，公司营业成本有所下降，营业利润将有所改善。

图：公司近年营业收入和营业利润情况


资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司主要产品包括传动系统、轴承、底盘系统等。传动系统包括汽车万向节、传动轴、等速万向节、保持架和阀类产品，是公司的主打产品，其收入占比最高，由于产品处于成熟期，市场占比较高，近年增长平稳，收入占比呈现逐步下降的趋势，我们预测未来这一产品占比会持续下降。轴承系统占比基本维持稳定，但受下游需求放缓影响，我们预测未来占比会逐步下降。底盘系统近年占比不断上升，由于底盘系统采取模块化策略，有效的增加了需求，我们预测此块业务未来占比会逐步上升。

图：公司各产品占比情况


资料来源：东方证券研究所

分产品情况

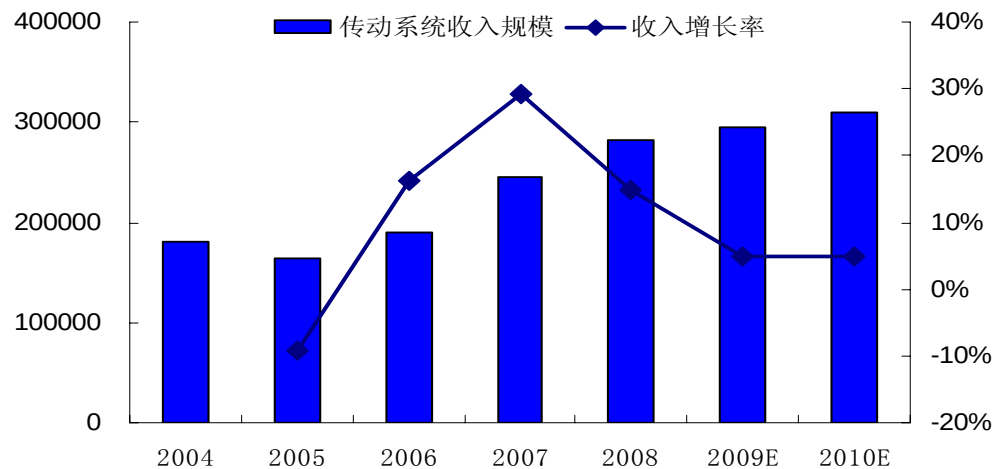
传动系统平稳增长

传动系统主要包括汽车万向节、传动轴、等速万向节、保持架和阀类产品。由下属 7 家子公司，以及许昌万向钱潮远东有限公司、萧山万向舍勒精密万向节有限公司、钱潮传动轴公司等生产。

传动系统是公司的优势板块，其中汽车万向节在国内市场占有率达到 65%，国际市场占有率超过 10%；传动轴国内市场占有率达到 18%，产销规模和出口规模均居国内同行业第一。截至 2007 年底，公司万向节产能 4600 万套/年、传动轴 180 万根/年、等速万向节 200 万套/年。

由于万向节、传动轴等主要产品目前已处于成熟期，包括美国 DANA、日本 GMB、许昌远东、沈阳金亚等国内外汽车零部件生产企业，以及一汽、东风等整车生产企业的子公司都有一定的技术或客户优势，市场竞争较为激烈，我们预计未来此板块保持平稳增长。

图：传动系统收入及其增长率情况



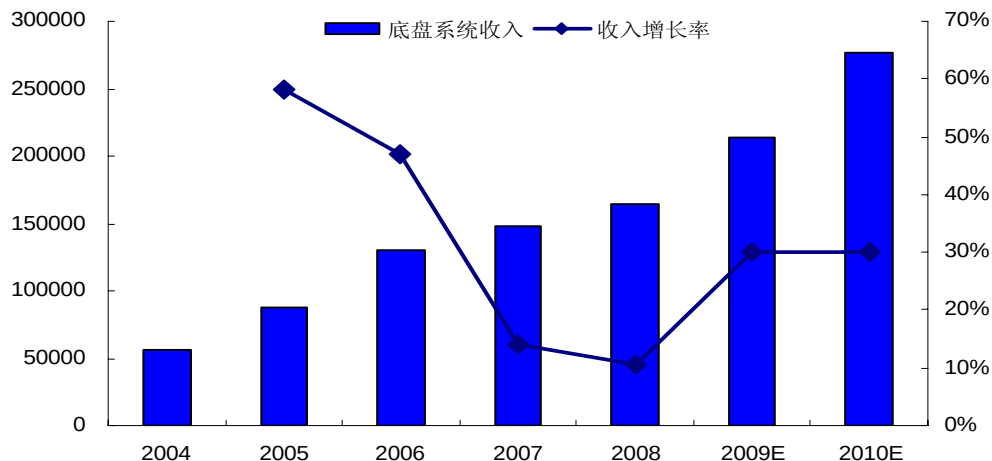
资料来源：东方证券研究所

底盘系统增速提高

公司底盘系统主要包括制动器、底盘系统、减震器等产品。底盘系统产品从 2004 年开始大规模扩张，从 2007 年起，随着下游汽车产业的不断发展，对零部件的需求从单个向系统集成模块化供应方向发展，为顺应这种趋势，公司下属的万向系统、万向钱潮（桂林）汽车底盘部件有限公司、万向哈飞汽车底盘系统有限公司等子公司陆续在整机厂附近组建了一批模块化工厂。通过在周围设立模块工厂，将零部件装配为模块，以满足整机厂的需求。这一产品同时也带动了制动器和减振器的需求。

公司在中国首创底盘系统模块化集中供货模式，作为底盘集成供货商，公司与整车生产企业建立了更加紧密的战略合作关系，同时增强了对上游零部件生产企业的议价能力。目前国外客户主要为通用，国内汽车生产商大部分都成为万向的客户，未来有望进入日系汽车生产企业。

模块化的生产策略大大提高了对底盘系统的需求，我们预计 2008 年公司此块业务增速将会提高。

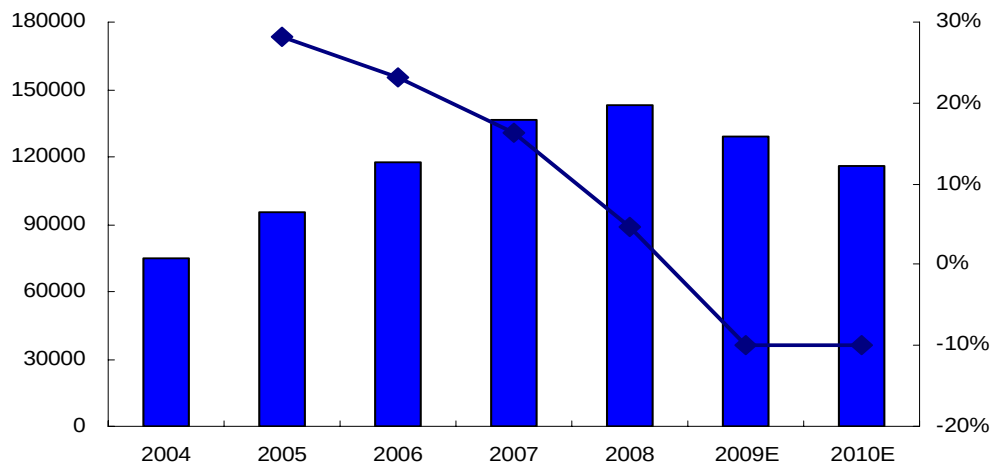
图：底盘系统收入及其增长率


资料来源：东方证券研究所

轴承系统增速趋缓

轴承系统主要包括轮毂轴承和轮毂轴承单元、圆锥轴承、球类轴承等产品。主要由万向精工、钱潮轴承生产。万向精工是万向集团所属专业开发生产汽车轮毂轴承及单元、汽车防抱死制动系 (ABS) 等汽车零部件产品的专业公司。主要产品包括汽车轮毂轴承单元 (第一代、第二代、第三代带 ABS 电子速度传感器)、汽车轮毂轴承、汽车防抱死制动系统 (ABS) 等产品。其中汽车轮毂轴承于 1996 年被列入国家级新产品，汽车轮毂单元项目于 2000 年被列入国家火炬计划项目，第三代汽车轮毂轴承单元 (带 ABS 电子速度传感器) 于 2001 年被列入国家级重点新产品。

公司轴承系统近年收入增速逐步放缓，2008 年同比仅增长 4.65%，增速下滑 11.72 个百分点。受下游需求放缓影响，我们预测未来公司此块业务将持续下滑。

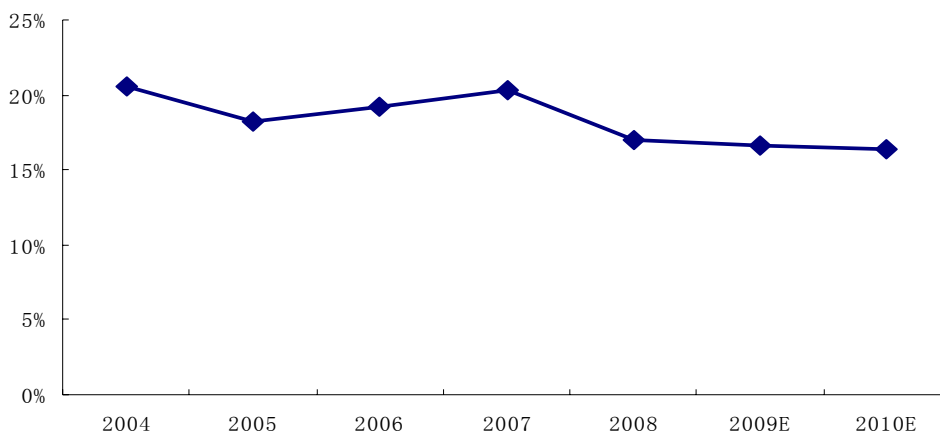
图：轴承系统收入及其增长率


资料来源：东方证券研究所

毛利率下滑

公司 2005—2007 三年毛利情况持续改善，2007 年毛利率达到 20.35%。2008 年，受钢材等原材料价格上涨影响，公司毛利大幅下滑 3.38 个百分点，只有 16.97%。随着钢铁等原辅材料价格回落，公司生产成本下降有所下降，但由于滞后效应，预计在 09 年得到显现。我们预计毛利率在未来两年将趋稳。

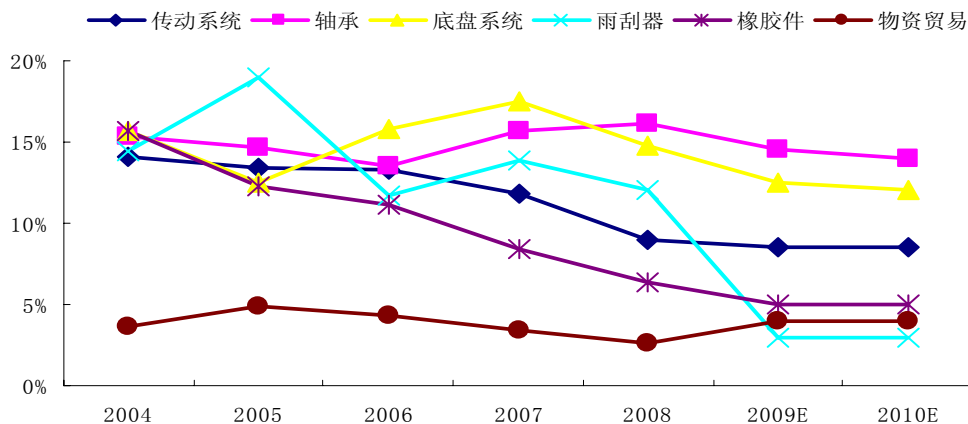
图：公司综合毛利情况



资料来源：东方证券研究所

分产品来看，底盘系统和轴承系统毛利率最高，传动系统和雨刮器其次。近年，除轴承系统外，其他各产品毛利率都有不同程度下滑。2008 年传动系统毛利率下滑 2.81 个百分点，底盘系统下滑 2.68 个百分点，雨刮器下滑 1.8 个百分点，橡胶件下滑 2 个百分点，物资贸易下滑 0.78 个百分点。轴承系统由于高毛利的第三代轮毂单元占比逐渐上升，克服了原材料价格上涨压力，毛利率小幅上升 0.5 个百分点。我们预测未来随着钢价下跌带来的成本下降逐步显现，各产品毛利将逐步趋于稳定。

图：分产品毛利情况

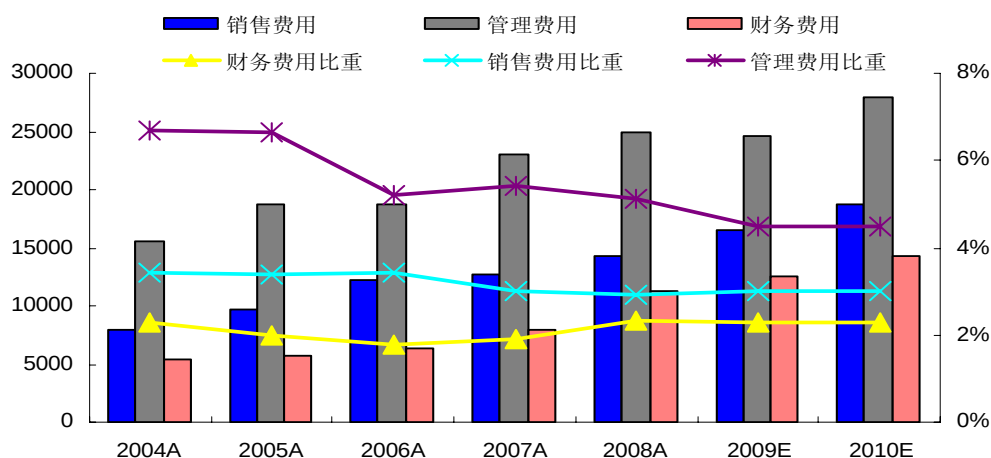


资料来源：东方证券研究所

期间费用

报告期内，公司管理费用小幅上升 8.36%，占比小幅下降 0.29 个百分点，我们预计随着公司管理效率的逐步提高，管理费用占比有望维持小幅下降趋势。销售费用同比增长 12.13%，占比基本维持稳定，我们预测未来也将保持这种趋势。财务费用本期数较上年同期数增加 39.85%，主要系本期银行贷款利率升高以及增加银行贷款融资额所致。

图：期间费用及其占比情况



资料来源：东方证券研究所

各子公司经营情况

从各子公司经营情况来看，目前盈利能力最强的是公司的全资子公司-钱潮轴承有限公司，2008 年实现净利润 5715.2 万元，占公司整体净利润的 17.47%，收入规模最大的是生产汽车系统总成的浙江万向系统有限公司，2008 年实现营业收入 9.49 亿元，占公司整个销售规模的 19.58%。

序号	公司名称	持股比例	经营范围	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
1	钱潮轴承有限公司	100	轴承	57776.60	5715.20
2	浙江万向精工有限公司	100	汽车轴承	71520.01	3209.39
3	浙江万向系统有限公司	100	汽车系统总成	94924.30	9445.23
4	浙江钱潮精锻有限公司	100	锻件	29076.33	1450.62
5	万向钱潮（桂林）汽车底盘有限公司	80	汽车零部件	14755.22	418.54
6	淮南钱潮轴承有限公司	100	轴承	10792.63	1130.86
7	江苏钱潮轴承有限公司	100	汽车轴承	14830.29	688.51
8	武汉万向汽车制动器有限公司	60	制动器	17618.20	1421.18
9	万向哈飞汽车底盘系统有限公司	65	系统零部件	9548.19	329.72
10	河南万向系统制动器有限公司	80	制动器	44584.15	486.72
11	浙江大鼎贸易有限公司	50	钢材贸易	85404.10	694.83
12	杭州万向传动轴有限公司	67	传动轴	37153.16	2711.09
13	杭州钱潮精密件有限公司	75	汽车零部件	12092.74	878.74
14	萧山万向舍勒精密万向节有限公司	75	精密万向节	24242.54	1808.28

15	合肥万向钱潮汽车零部件有限公司	100 传动轴	11472.30	629.56
16	许昌万向钱潮远东有限公司	57.79万向节总成	9614.53	597.03

未来有望受益于汽车零部件进口替代加速

受此次金融危机影响，国内外各大汽车整车厂商将更加注重成本控制，国内独立汽车零部件厂商与整车厂配套零部件厂商相比，其在价格方面具有优势，经过近几年的技术开发，产品性能达到或接近国际先进水平。我们认为在成本压力下，整车厂将增加在国内独立汽车零部件厂的采购，国内公司进口替代加速。

公司是国内汽车零部件行业的龙头企业之一，产品已经成功打入国内和国际 OEM 市场，市场份额在不断提升。公司经历了由商用车到乘用车、由维修市场到 OEM 市场、由国内 OEM 市场到国际 OEM 市场等的产品升级，作为汽车零部件的龙头企业，公司将充分受益于汽车零部件进口替代的加速。

此外，国家对国家制定零部件专项发展规划，对汽车零部件产品进行分类指导和支持，引导社会资金投向汽车零部件生产领域，促使有比较优势的零部件企业形成专业化、大批量生产和模块化供货能力。对能为多个独立的汽车整车生产企业配套和进入国际汽车零部件采购体系的零部件生产企业，国家在技术引进、技术改造、融资以及兼并重组等方面予以优先扶持。万向作为龙头企业有望首先受益。

围绕“独立的汽车零配件企业”进行资产整合

国际金融环境恶化的影响使国内外一批汽车零部件制造企业受到冲击，使部分产品领域和市场格局有了重新洗牌的要求，为公司提供了行业横向扩张的机会。我们认为未来公司主要是围绕着“独立的汽车零配件企业”进行集团内外的资产整合，以进一步做大做强。

附表：利润表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	4232.51	4848.29	5547.73	6391.69
营业成本	3371.06	4025.59	4611.96	5323.96
主营业务税金及附加	18.59	21.41	24.27	27.90
销售费用	126.73	142.10	166.43	191.75
管理费用	229.90	249.12	249.65	287.63
财务费用	80.04	111.93	90.00	83.12
营业利润	406.20	290.35	405.42	477.34
非经常性损益	72.68	74.48	-6.90	-11.02
税前利润	478.88	372.62	398.52	466.32
所得税	93.69	45.46	59.78	69.95
净利润	385.18	327.16	338.74	396.37
少数股东损益	121.98	106.35	19.93	23.32
归属母公司净利润	263.20	220.81	318.81	373.06
EPS（元/股）	0.26	0.22	0.31	0.36

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn