

万向钱潮 000559.SZ

经营业绩不断回升

公司近日公布 09 年中报。报告期内，公司实现销售收入 24.2 亿元，同比下滑 10.4%；归属于母公司的净利润 1.13 亿元，同比下滑 11.2%。每股净收益 0.11 元。

研究结论

- 公司营运状况持续好转。上半年国内乘用车行业的高度景气，在 2 季度开始对公司的零部件业务开始产生明显的拉动作用。尽管公司的营业收入同比依然下降 4.4%，但是环比增长 38.7%，我们预计这一趋势在下半年将得到延续。公司主营业务中各个业务单元的毛利水平同比都有所增长，尤其是底盘系统，销售毛利率由去年同期的 14.8%，提高到今年的 15.2%，我们认为，底盘系统的毛利水平不断提高，与模块化供货比重的不断提升有关。
- 期间费用水平的提升削弱公司的盈利水平。报告期内，公司的期间费用同比增长 14.7%，其中 2 季度同比增长 39.3%，上半年期间费用占比由去年同期的 8.8%，迅速上升到今年上半年的 11.3%。期间费用的大幅度上升，主要是由于管理费用的大幅度增加驱动。2 季度，公司管理费用同比增长 89.2%。
- 下半年公司的盈利水平将持续回升。整车市场的持续繁荣，将继续拉动公司的主营业务盈利水平持续回升。下半年，中高级轿车的产品销量将延续最近三个月需求旺盛的局面，同比继续高速增长。为中高级轿车配套的零部件系统的毛利水平将显著好于为经济型轿车配套的产品，因此，销量的持续增长，产品销售结构的变化，将推动公司的盈利水平持续提高。
- 看好公司未来的盈利能力和成长性。国内汽车行业的供货方式开始向模块化供货方式过渡。公司在汽车底盘系统和传动系统拥有相当的行业影响力，完全有能力向整车厂进行模块化供货，供货方式的转变，将显著提升公司的盈利水平；海外汽车市场的回暖，将对公司的业绩增长产生越来越积极的影响；等速驱动轴等新产品产销规模的不断扩大，将显著改善传统系统产品的盈利水平。
- 投资评级。预计公司 09 年、10 年分别实现每股收益 0.31 元、0.48 元，对应 09 年、10 年 PE 分别为 23.61 倍、15.45 倍；09 年、10 年 PB 分别为 3.47 倍、3.01 倍。继续维持对公司买入的投资评级。
- 股价催化剂：1) 下半年国内乘用车产品销量持续超预期；2) 海外乘用车市场复苏的速度超出市场预期。
- 风险因素：1) 钢材价格年内上涨幅度过大；2) 整车厂的降价压力加大。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

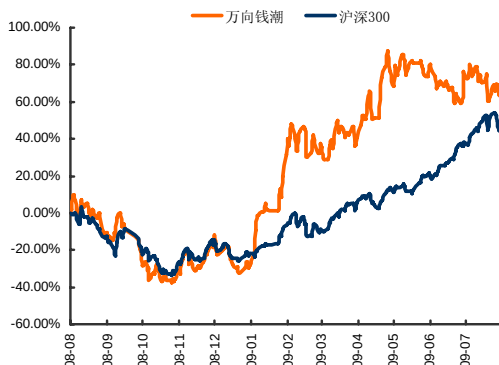
周凤武

机械行业资深分析师
8621-63325888 x 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009年8月10日)	7.34元
目标价格(6个月)	10.00元
总股本/A股(万股)	102559/102559
A股市值(百万元)	7528
国家/地区	中国
行业	汽车零部件
报告日期	2009年8月10日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	1.23	14.31	62.94
相对表现(%)	(10.68)	(24.80)	18.64

资料来源: WIND

财务预测

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	4232.51	4848.29	5547.73	6771.31
税前利润	93.69	45.46	59.78	91.35
净利润	263.20	220.81	318.81	487.18
EBITDA	710.90	635.54	755.17	968.51
每股收益(元)	0.26	0.22	0.31	0.48
净资产收益率	15.89%	18.33%	11.89%	16.11%
每股经营现金(元)	0.50	0.43	0.76	0.91
市盈率(X)	12.04	14.35	23.61	15.45
EV/EBITDA	20.37	7.44	10.43	7.36

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	4232.51	4848.29	5547.73	6771.31
营业成本	3371.06	4025.59	4611.96	5574.50
主营业务税金及附加	18.59	21.41	24.27	29.55
销售费用	126.73	142.10	166.43	189.60
管理费用	229.90	249.12	249.65	270.85
财务费用	80.04	111.93	90.00	82.40
营业利润	406.20	298.14	405.42	624.41
非经常性损益	72.68	74.48	(6.90)	(15.44)
税前利润	478.88	372.62	398.52	608.97
所得税	93.69	45.46	59.78	91.35
净利润	385.18	327.16	338.74	517.63
少数股东损益	121.98	106.35	19.93	30.45
归属母公司净利润	263.20	220.81	318.81	487.18
EPS（元/股）	0.26	0.22	0.31	0.48

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E
货币资金	753.36	725.44	1639.97	2384.23
应收账款票据	893.79	994.08	1281.91	1429.16
存货	997.53	1158.39	1272.68	1461.71
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2710.81	2952.78	4340.56	5391.73
长期投资	369.25	297.74	349.47	349.47
固定资产	1922.29	2051.72	1985.21	1764.74
在建工程	354.66	347.22	79.60	23.98
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2779.71	2854.95	2511.62	2227.92
资产总计	5490.52	5807.73	6852.18	7619.64
循环借款	937.00	2059.42	1647.36	1647.36
应付账款	1192.71	1490.70	1581.61	1866.00
预收账款	32.09	26.64	45.92	59.15
其他应付款	57.65	43.98	20.59	29.02
流动负债合计	2992.55	3792.27	3651.76	4053.46
非流动负债合计	73.72	230.21	352.46	352.46
负债合计	3066.27	4022.48	4004.21	4405.92
股本	1025.59	1025.59	1025.59	1025.59
资本公积	78.19	0.00	190.55	287.99
未分配利润	477.77	447.79	661.38	874.90
股东权益	2424.25	1785.25	2847.97	3213.73
负债和股东权益	5490.52	5807.73	6852.18	7619.64

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009E	2010E
税后利润	263.20	220.81	318.81	487.18
经常性现金支出	296.60	344.07	388.95	397.12
非经常性现金支出	(45.56)	(46.78)	25.11	30.11
营运资金变动	(119.77)	(185.36)	23.89	(14.64)
少数股东损益	121.98	106.35	19.93	30.45
经营活动现金净流	516.46	439.09	776.70	930.22
资本开支	426.04	336.12	15.76	(16.92)
其他投资	32.40	18.20	0.00	0.00
投资活动现金净流	(451.30)	(1007.37)	(6.25)	23.58
贷款增加	(482.50)	686.42	0.00	0.00
支付股利利息	(325.20)	(305.42)	(183.44)	(175.45)
其他融资	(492.36)	675.01	(31.74)	(34.09)
筹资活动现金净流	(243.17)	369.59	(215.17)	(209.53)
现金净流量	(178.02)	(198.69)	555.27	744.27
现金期初余额	931.33	753.36	1084.70	1639.97
现金期末余额	753.32	554.67	1639.97	2384.23

比率分析

	2007	2008	2009E	2010E
增长能力				
营收增长率(%)	18.17%	14.55%	14.36%	22.06%
EBITDA 增长率(%)	23.44%	-10.60%	9.65%	28.25%
EBIT 增长率(%)	34.05%	-15.66%	10.38%	42.67%
净利润增长率(%)	68.00%	-15.06%	4.96%	52.81%
盈利能力				
毛利率(%)	20.35%	16.97%	16.87%	17.67%
净利率(%)	9.10%	6.75%	6.11%	7.64%
EBITDA 利润率(%)	16.80%	13.11%	13.61%	14.30%
ROA(%)	7.02%	5.63%	4.94%	6.79%
ROE(%)	15.89%	18.33%	11.89%	16.11%
ROIC(%)	11.34%	17.79%	8.80%	12.06%
偿债能力				
资产负债率(%)	55.85%	69.26%	58.44%	57.82%
流动比率(倍)	0.91	0.78	1.19	1.33
速动比率(倍)	0.55	0.45	0.80	0.94
价值评估				
P/B(倍)	7.72	2.15	3.47	3.01
P/E(倍)	12.04	14.35	23.61	15.45
EV/收入(倍)	3.42	0.98	1.42	1.05
EV/EBITDA(倍)	20.37	7.44	10.43	7.36
EV/EBIT(倍)	29.78	11.53	15.90	10.09

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

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。

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。

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn