

未来的新能源汽车零部件第一股

事件:

公司与万向集团、万向电动车公司 12 月 29 日签订《关于电动汽车产业的战略合作框架协议》，并已由董事会审议通过。协议主要内容有：1) 万向集团和万向电动车承诺，公司是万向电动车零部件采购的优先或独家供应商，万向电动车将对公司新能源汽车零部件项目给以技术及市场等方面全力支持；2) 万向集团承诺在公司认为入股万向电动车条件成熟并提出入股动议时、或万向电动车完成产业化，盈利状况正常稳定时，同意可以将万向电动车部分股权转让给公司，或由公司以增资的形式入股万向电动车，或股权转让和增资相结合，持股比例届时由三方协商而定；3) 万向集团与公司同意参照经评估的万向电动车公司净资产评估值为基础协商确定股权转让或增资价格。以上协议仅为框架性协议，公司尚无计划在未来三个月内入股万向电动汽车。

点评:

- **入股万向电动车后公司将拥有完整的新能源汽车零部件产业链。**公司董事会第四次决议已决定对汽车电机进行开发立项，计划 2010-2012 年投入 1 亿元，用于电机产品的研发与生产；未来入股电动车后，公司将新增动力电池、整车及相关零部件业务，成为国内惟一同时具备电池、电机和电控等关键零部件和动力总成系统产业能力的企业，特别是在动力电池方面，万向电动车已与美国 Ener1 公司签署合资合作的框架协议，约定将建立全自动化的电芯及电池系统生产基地，计划首期投资 3 亿多美元，2011 年底形成 3 亿安时电芯及 4 万套电动车用蓄电池组系统的产能，投产后，合资公司将成为国际领先的动力电池制造企业。
- **公司有望成为新能源汽车零部件第一股。**在节能减排以及油价上涨的压力下，新能源汽车已成为汽车产业未来的发展方向。目前已有 20 个城市进行新能源汽车示范推广试点，并有 6 个城市进行私人购买新能源汽车补贴试点，根据已发布细则的城市看，补贴力度远超市场预期，我们认为在政府补贴及配套措施的积极推动下，新能源汽车的推广速度将远快于市场预期。万向集团已拥有 11 年的新能源汽车研发经验，背靠集团的技术优势，公司在入股万向电动车公司后，将显著受益于新能源汽车的推广进程，有望成为新能源汽车零部件第一股。
- **投资评级。**目前公司传统业务经营状况良好，凭借领先的技术和实力储备，公司未来的新能源发展道路前景非常广阔，理应享受一定的估值溢价。暂不考虑潜在的新能源业务盈利贡献，预计 2010 年、2011 年可实现每股收益 0.47 元、0.60 元。维持公司买入评级，目标价 20.00 元。
- **风险因素。**1)、原材料价格上涨过快，削弱公司产品的毛利水平；2)、公司全新客户开拓进展缓慢；3) 新能源汽车业务发展低于预期、入股电动车进度缓慢。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



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

执业证书编号：S0860209090198

王轶

汽车行业分析师

8621-63325888 x 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121343

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 12 月 29 日) 13.90 元

目标价格 20.00 元

总股本/A 股 (万股) 122559/122559

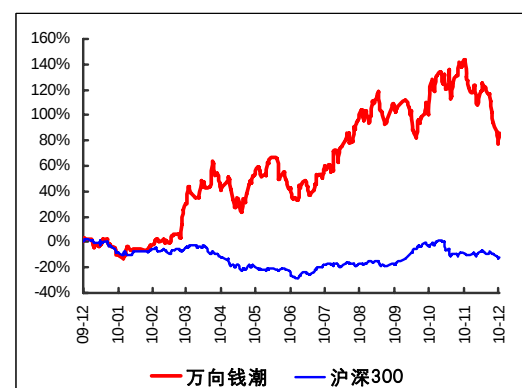
A 股市值 (亿元) 170.36

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告日期 2010 年 12 月 30 日

股价表现



评价周期 1 个月 3 个月 12 个月

绝对表现 (%) -23.8 -8.4 85.7

相对表现 (%) -19.7 -14.9 98.3

资料来源: WIND

财务预测

(百万元人民币)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,570	7,892	10,708	13,063
利润总额	52.82	117.08	136.75	181.62
归属母公司净利润	266	573	739	987
EBITDA	567	995	1,157	1,448
每股收益 (元)	0.26	0.47	0.60	0.81
净资产收益率	17.11%	20.44%	17.28%	19.69%
每股经营现金 (元)	0.71	0.10	1.08	0.53
市盈率 (X)	53.58	29.75	23.07	17.25
EV/EBITDA	16.57	17.10	14.15	11.30

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5,570	7,892	10,708	13,063	经营活动现金流	727	128	1,327	652
营业成本	4,561	6,482	8,865	10,785	税后利润	266	573	739	987
主营业务税金及附加	26	30	37	46	经常性非现金支出	403	330	331	349
销售费用	176	218	321	386	非经常性现金支出	(12)	(10)	(10)	(10)
管理费用	335	395	557	640	营运资金变动	36	(806)	231	(716)
财务费用	114	78	60	54	少数股东损益	35	41	36	42
资产减值损失	50	10	20	26	投资活动现金流	(134)	(291)	(488)	(456)
投资收益	5	5	5	5	资本开支	(134)	(295)	(494)	(463)
营业利润	313	684	852	1,131	投资与投资收益	0	4	7	7
非经常性损益	41	47	60	80	筹资活动现金流	(652)	959	(392)	(186)
税前利润	354	731	912	1,211	贷款增加	(309)	0	(200)	0
所得税	53	117	137	182	支付股利利息	(323)	(190)	(192)	(186)
净利润	301	614	775	1,029	其他融资	(21)	0	0	0
少数股东损益	35	41	36	42	现金净流量	(59)	796	447	10
归属母公司净利润	266	573	739	987	现金期初余额	287	228	1,024	1,472
EPS (元/股)	0.26	0.47	0.60	0.81	现金期末余额	228	1,024	1,472	1,482

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	3,026	5,339	6,494	7,983	增长能力				
货币资金	503	1,299	1,747	1,757	营收增长率(%)	14.88%	41.70%	35.67%	22.00%
应收账款及票据	1,391	1,651	2,257	2,762	EBITDA 增长率(%)	9.34%	75.38%	16.24%	25.14%
存货	1,071	2,264	2,319	3,256	EBIT 增长率(%)	7.78%	139.20%	19.83%	30.14%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	-8.04%	104.08%	26.21%	32.81%
非流动资产合计	2,783	2,844	3,093	3,294	盈利能力				
长期投资	297	295	295	295	毛利率(%)	18.12%	17.87%	17.20%	17.44%
固定资产	2,247	2,222	2,315	2,468	净利率(%)	5.40%	7.78%	7.24%	7.88%
在建工程	85	170	326	373	EBITDA 利润率(%)	10.19%	12.61%	10.80%	11.08%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	5.18%	8.78%	8.72%	9.87%
无形资产	123	124	125	126	ROE(%)	17.1%	20.4%	17.3%	19.7%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	7.04%	11.48%	12.92%	14.63%
资产总计	5,809	8,183	9,587	11,277	偿债能力				
流动负债合计	3,025	3,738	4,490	5,273	资产负债率(%)	67.7%	48.1%	48.9%	48.5%
循环借款	1,086	1,086	886	886	流动比率(倍)	1.00	1.43	1.45	1.51
应付账款及票据	1,599	2,269	3,103	3,775	速动比率(倍)	0.65	0.82	0.93	0.90
预收账款	27	39	54	65	营运能力				
其他应付款	37	65	89	108	总资产周转率	0.96	1.13	1.21	1.25
非流动负债合计	907	198	198	198	应收账款周转率	2.24	2.50	2.66	2.53
长期贷款	195	195	195	195	存货周转率	4.09	3.89	3.87	3.87
应付债券	709	0	0	0	应付账款周转率	2.95	3.35	3.30	3.14
负债合计	3,932	3,936	4,688	5,471	价值评估				
股本	1,026	1,226	1,226	1,226	P/B(倍)	8.70	4.30	3.72	3.13
资本公积	1	1,659	1,659	1,659	P/E(倍)	53.58	29.75	23.07	17.25
未分配利润	596	1,009	1,551	2,317	EV/收入(倍)	1.69	2.16	1.53	1.25
股东权益合计	1,877	4,247	4,899	5,806	EV/EBITDA(倍)	16.57	17.10	14.15	11.30
负债和股东权益	5,809	8,182	9,587	11,277	EV/EBIT(倍)	29.72	22.48	18.05	13.86

资料来源：公司财务报告，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级;分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn