



运输设备业/可选消费品

万向钱潮 (000559)

力主新能源，新产品迎来业绩贡献期

——万向钱潮 2010 年年报点评

陈锡伟
021-38676385
chenxiwei@gtjas.com
S0880511010026

本报告导读：

万向钱潮 2010 年实现净利润 4.3 亿，同增 60%，EPS0.37 元，预计 2011-12 年 EPS 分别为 0.49、0.60 元，看好公司新产品和新能源业务发展，目标价 17 元，谨慎增持。
投资要点：

- **业绩符合预期：**公司 2010 年实现营业总收入 78.20 亿，同增 40.39%，净利润 4.26 亿，同增 60%，EPS0.37 元。公司拟 10 转 3 派 3 元。
- **主营业务毛利水平提高：**公司的汽车零部件业务的毛利率为 21.17%，同比上升 1.18 个百分点。驱动因素为：1) 产销规模扩大带来的规模效应；2) 产品销售结构的上移带来产品附加值的提升。
- **等速驱动轴、轴承等业务带来业绩释放：**1) 2010 年 4 月公司公开增发募投新增 840 万套等速驱动轴产能，产品进入现代、美国福特、上汽、一汽供货体系，市场空间广阔，将带来业绩的贡献。2) 2010 年 7 月公司对万向精工和钱潮轴承分别增资 1.37 亿元和 0.3 亿元，用于轴承产能扩充和技术研发。公司计划把产能由目前的 1000 万套扩大到 2000 万套，公司产销规模将逐渐上升，带来公司业绩的增长。
- **ABS 等新产品战略布局：**公司加大对 ABS 等新产品的技术和市场开发力度，2010 年 4 月在上海投资 2 亿元建立 ABS 产品技术与支持的业务运营平台，09 年投资建设 10 万套/年的 ABS 并计划到 2015 年形成 100 万套/年 ABS 的生产能力，有望成长为公司新的战略增长点。
- **大力发展新能源业务：**公司进入了电机、电控领域，产品结构调整以新能源为核心。公司未来将获得万向电动车公司在技术、市场和产品采购的相关支持并将入股电动车公司。未来公司有望成为集电池、电机、电控于一体的新能源汽车厂商，看好公司技术储备的先发优势。
- **盈利预测：**预计 2011-13 年 EPS 分别为 0.49、0.60、0.71 元，基于公司新能源业务的发展及注入预期，目标价 17 元，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,570	7,820	9,726	12,016	14,510
(+/-)%	15%	40%	24%	24%	21%
经营利润 (EBIT)	472	587	716	859	1,018
(+/-)%	15%	24%	22%	20%	19%
净利润	266	426	601	736	867
(+/-)%	21%	60%	41%	22%	18%
每股净收益 (元)	0.26	0.35	0.49	0.60	0.71
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	8.5%	7.5%	7.4%	7.1%	7.0%
净资产收益率 (%)	16.2%	11.3%	14.6%	16.0%	16.6%
投入资本回报率 (%)	13.1%	19.6%	17.6%	21.2%	23.4%
EV/EBITDA	22.0	19.0	17.2	14.3	12.1
市盈率	54.3	40.5	28.7	23.5	19.9
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：

目标价格：17.00

上次预测：

当前价格：14.08

2011.03.16

交易数据

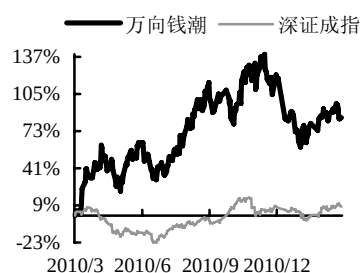
52 周内股价区间 (元)	7.47-18.41
总市值 (百万元)	17,256
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,226/1,223
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	14
日均成交值 (百万元)	212

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,765
每股净资产	3.07
市净率	4.6
净负债率	22%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.09	0.13
Q2	0.08	0.11
Q3	0.07	0.10
Q4	0.10	0.15
全年	0.35	0.49

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-14%	89%
相对指数	-3%	-15%	80%

相关报告

模型更新时间: 2011.03.16

股票研究

可选消费品
运输设备业

万向钱潮 (000559)

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 17.00

上次预测:

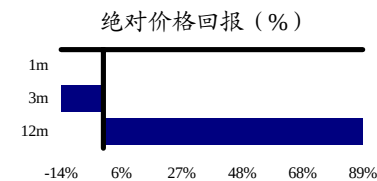
当前价格: 14.08

公司网址

www.wxqc.com.cn

公司简介

公司是万向集团所属的汽车零部件专业公司,主要经营汽车零部件及相关机电产品的制造、开发和销售,实业投资开发,金属材料、建筑材料的销售。公司产品品种已达 400 种之多,产品遍布 28 个国家和地区。建设有国家级技术中心、国家级实验室、企业博士后科研工作站;是国内最大的独立的汽车零部件企业之一。国家一级企业,曾荣获全国企业管理优秀奖,是全国最大的万向节生产基地,其产能能力和市场占有率居全国之首,出口量占其全部产量的 30%。公司先后被评为“全国机械工业”



52 周价格范围

7.47-18.41

市值 (百万)

17,256

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

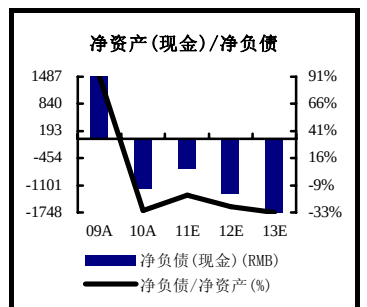
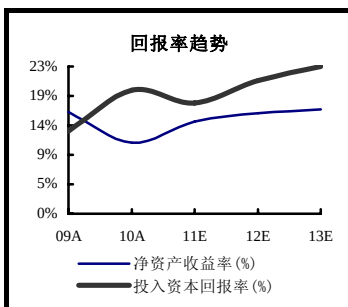
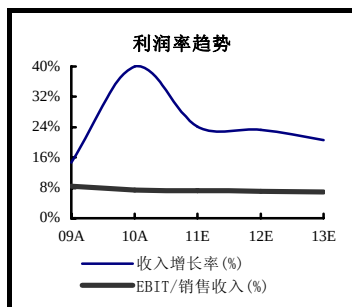
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5,570	7,820	9,726	12,016	14,510
营业成本	4,561	6,438	8,005	9,899	11,959
税金及附加	26	28	37	49	64
销售费用	176	236	302	377	460
管理费用	335	531	667	831	1,008
EBIT	472	587	716	859	1,018
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	18	18	18	18
财务费用	114	81	18	-4	-16
营业利润	313	473	716	881	1,053
所得税	53	80	118	144	170
少数股东损益	35	47	66	81	95
净利润	266	426	601	736	867
货币资金、交易性金融资产	503	1,999	967	1,305	1,771
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	297	297	297	297	297
固定资产合计	2,333	2,206	2,263	2,106	1,942
无形及其他资产	137	145	142	139	136
资产合计	5,809	8,079	8,094	9,156	10,668
流动负债	3,025	4,019	3,614	4,102	4,894
非流动负债	907	20	18	20	23
股东权益	1,638	3,765	4,122	4,612	5,234
投入资本(IC)	3,067	2,557	3,451	3,452	3,706
NOPLAT	401	502	609	730	866
折旧与摊销	251	260	247	257	263
流动资金增量	-87	-306	-375	-161	-421
资本支出	-134	-124	-231	-17	-17
经营现金流	432	332	249	809	691
投资现金流	727	451	-219	823	707
融资现金流	-134	-335	-213	1	1
现金流净增加额	-652	1,117	-599	-486	-242
收入增长率	14.9%	40.4%	24.4%	23.5%	20.8%
EBIT 增长率	15.1%	24.4%	22.0%	20.0%	18.5%
净利润增长率	20.5%	60.0%	41.2%	22.3%	17.8%
利润率	18.1%	17.7%	17.7%	17.6%	17.6%
毛利率	8.5%	7.5%	7.4%	7.1%	7.0%
EBIT 率	4.8%	5.4%	6.2%	6.1%	6.0%
净资产收益率(ROE)	16.2%	11.3%	14.6%	16.0%	16.6%
总资产收益率(ROA)	4.6%	5.3%	7.4%	8.0%	8.1%
投入资本回报率(ROIC)	13.1%	19.6%	17.6%	21.2%	23.4%
存货周转天数	89	67	68	69	70
应收账款周转天数	53	47	48	48	49
总资产周转天数	381	324	303	16	19
净利润现金含量	2.73	1.06	-0.36	1.12	0.82
资本支出/收入	2%	2%	2%	0%	0%
资产负债率	67.7%	50.0%	44.9%	45.0%	46.1%
净负债率	90.8%	-31.5%	-17.3%	-27.9%	-33.4%
PE	54.3	40.5	28.7	23.5	19.9
PB	8.8	4.6	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	22.0	19.0	17.2	14.3	12.1
P/S	2.6	2.2	1.8	1.4	1.2
股息率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%



- **业绩符合预期:** 公司 2010 年实现营业总收入 78.20 亿, 同增 40.39%, 净利润 4.26 亿, 同增 60%, EPS0.37 元。分配方案为: 公司拟向每 10 股转增 3 股并派息 3 元。
- **主营业务毛利水平提高:** 公司的汽车零部件业务的毛利率为 21.17%, 同比上升 1.18 个百分点。驱动因素为: 1) 产销规模扩大带来的规模效应; 2) 产品销售结构的上移带来产品附加值的提升。
- **等速驱动轴业务:** 2010 年 4 月公司公开增发募投新增 840 万套等速驱动轴产能, 产品市场空间广阔, 产能的扩充将对业绩产生贡献体系。公司的等速驱动轴产品已进入现代一起亚、美国福特、上汽、一汽供货。我们看好公司配套新车型、新整车厂的市场空间, 并且来自主流整车厂的订单利润率提高给公司业绩带来的贡献。
- **轴承业务:** 轴承盈利能力较强, 产能为 1000 万套/年, 目前供不应求。2010 年 7 月公司对主要轴承厂家万向精工和钱潮轴承分别增资 1.37 亿元和 0.3 亿元, 用于产能扩充和技术研发。公司计划把产能扩大到 2000 万套, 随着产能的扩张, 公司产销规模将逐渐上升。我们一方面看好由于国内轿车销量和保有量的持续增长、拓展出口市场空间带来的广阔市场空间; 另一方面看好公司产能扩大后的规模效应以及为主流整车厂配套订单较高的利润率给轴承业务带来的业绩贡献。
- **ABS 战略布局:** 公司加大对 ABS 等新产品的技术和市场开发力度, 2010 年 4 月公司在上海投资 2 亿元建立以公司系列产品的当地化市场及制动系统与 ABS 产品技术与支持功能为定位的业务运营平台, 公司 09 年投资建设 10 万套/年的 ABS 并计划到 2015 年形成 100 万套/年 ABS 的生产能力, 有望成长为公司新的战略增长点。
- **大力发展新能源业务:** 公司 2010 至 2012 年三年在电机、电控领域各投入 1 亿元左右, 进行产品研发、试验、生产线投资用于小批量试生产, 未来产品结构调整以新能源业务为核心。2010 年 12 月 29 日公司公告与万向集团、万向电动车签署了《关于电动汽车产业的战略合作框架协议》: 1) 公司所开发生产的汽车零部件产品为万向电动汽车公司汽车零部件采购的优先或独家供应商; 2) 万向电动汽车公司将利用自身长期开发积累的技术基础, 对公司开发新能源汽车零部件项目给以技术及市场业务等方面全力的支持; 3) 为了支持公司的稳健发展, 万向集团承诺在公司认为入股万向电动汽车公司的条件成熟, 并提出入股动议时, 或是万向电动汽车公司完成产业化, 盈利状况正常稳定时, 万向集团同意可以将其持有的万向电动汽车公司部分股权转让给公司。未来公司有望成为集电池、电机、电控于一体的新能源汽车厂商, 看好公司丰富的产能和技术储备带来的先发优势和收益。
- **盈利预测:** 公司打造从零件到部件到系统总成集成模块化供货体系, 预计 2011-13 年营业收入分别为 97.26、120.16、145.10 亿元, EPS 分别为 0.49、0.60、0.71 元, 基于公司新能源业务的发展及注入预期, 目标价 17 元, 对应 2011 年 34 倍 PE, 谨慎增持。

表1: 公司发展战略, 产品结构调整以新能源业务为核心

产品类型		投资发展
现有产品	符合未来新能源汽车配套需要的	继续按“做专、做精、做强、做大”的方针逐步加大投入, 不断向各自专业领域的全球市场主导地位, 向世界名牌目标培育发展
	不符合未来新能源汽车配套需要的	要逐步予以淘汰
未来新投资的项目		必须全部围绕新能源汽车零部件需要开展投资

资料来源: 公司公告

表2: 《关于电动汽车产业的战略合作框架协议》

支持方向	具体内容
优先或独家供应商	公司所开发生产的汽车零部件产品为万向电动汽车公司汽车零部件采购的优先或独家供应商。
技术及市场业务支持	万向电动汽车公司将利用自身长期开发积累的技术基础, 对公司开发新能源汽车零部件项目给以技术及市场业务等方面全力的支持。
入股万向电动汽车公司	为了支持公司的稳健发展, 万向集团承诺在公司认为入股万向电动汽车公司的条件成熟, 并提出入股动议时, 或是万向电动汽车公司完成产业化, 盈利状况正常稳定时, 万向集团同意可以将其持有的万向电动汽车公司部分股权转让给公司。

资料来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表3: 公司2010年投/增资情况 (单位: 百万元)

公司	投/增资额	注册资本	主营业务	2010 年营业收入	2010 年净利润
万向系统	150	350	汽车系统总成	1428.30	125.28
万向精工	137.4	300	汽车轴承	1092.79	73.92
钱潮轴承	30	180	轴承	655.15	45.65
大鼎贸易	20	50	钢材设备	2041.87	10.19
万向钱潮 (上海) 汽车系统有限公司	200	100	ABS及制动系统模块总成	项目尚在建设期	
江苏精工	500	100	汽车轮毂单元产品新增 1000万套/年生产能力的扩能项目	项目尚在建设期	

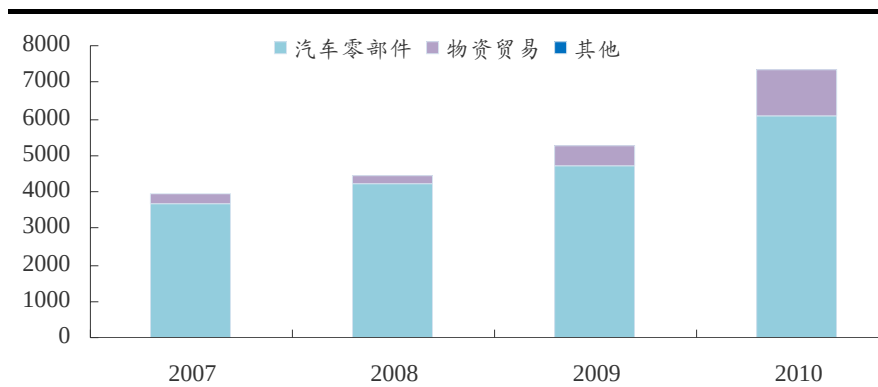
资料来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表4: 公司电机、电控投资情况

	计划投资额	投资目的
电机	在 2010 至 2012 年三年共投入 1 亿元左右	产品研发、试验、生产线投资用于小批量试生产
电机控制器	在 2010 至 2012 年三年共投入 1 亿元左右	产品研发、试验、生产线投资用于小批量试生产

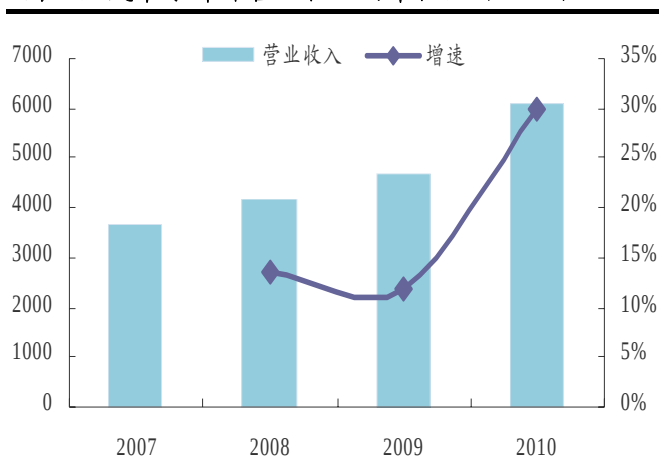
资料来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 1: 公司主营业务收入 (单位: 百万元)



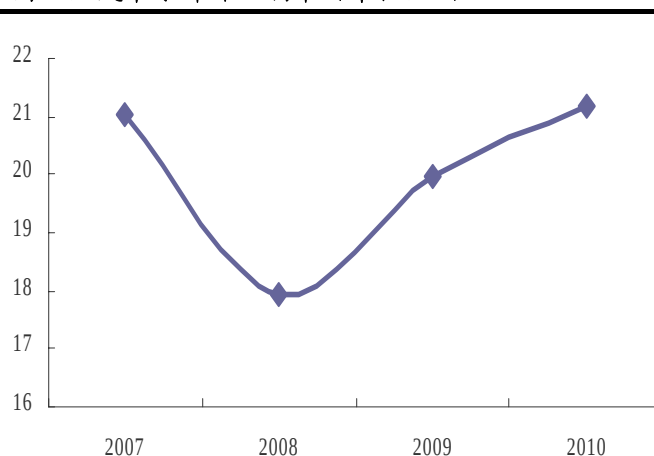
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 汽车零部件营业收入 (单位: 百万元)



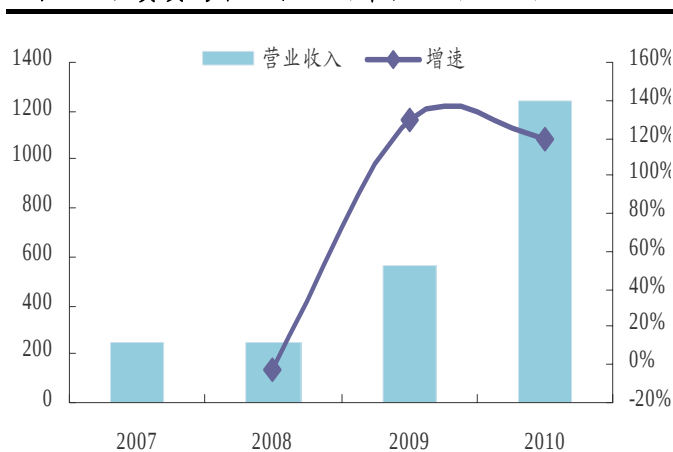
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 汽车零部件毛利率 (单位: %)



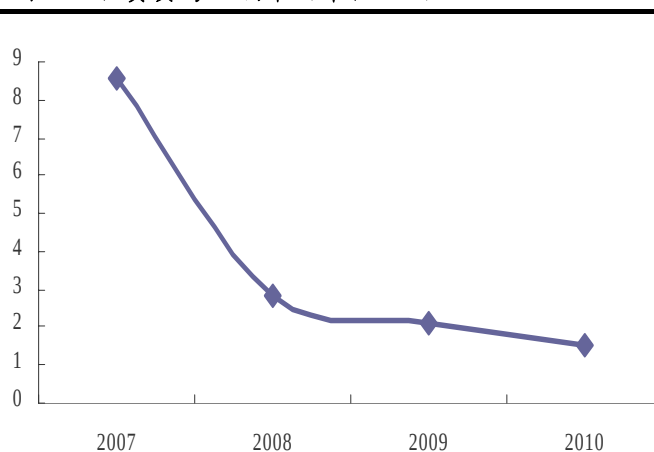
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 物资贸易营业收入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 物资贸易毛利率 (单位: %)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

作者简介:**陈锡伟:**

S0880511010026

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士，2005 年 8 月进入国泰君安研究所，任汽车、旅游酒店研究员，2005 年获 CPA 资格。

丁明（贡献作者）:

S0880110110015

021-38674753

dingming008734@gtjas.com

北京大学经济学硕士，国泰君安汽车行业研究助理

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		