

2011年05月26日



公司研究

新股研究

建议询价区间: 18.73~23.41 元

产品专且精，打造汽车制动行业龙头

——万安科技(002590)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.03 元, 1.23 元和 1.45 元, 2011 年汽车零部件行业合理市盈率在 20~25 倍之间, 考虑二级市场 10%左右的溢价率, 建议一级市场询价区间为 18.73~23.41 元。

主要依据:

制动系统是汽车的核心零部件, 技术门槛较高。公司主要产品包括各类气压制动系统、液压制动系统、离合器操纵系统等。产品主要配套于 OEM 市场, 其中, 气压制动系统主要配套于商用车, 液压制动系统主要配套于乘用车。2010 年公司气压制动系统和液压制动系统合计贡献销售收入的 85%和毛利的 84%。制动系统作为汽车核心零部件, 零部件众多, 技术、工艺比较复杂, 并且系统产品的研发和生产不仅涉及机械行业, 还涉及电子和软件行业, 技术壁垒较高。

下游汽车行业增长空间仍然巨大。公司产品主要配套于 OEM 市场, 并且主要配套于商用车。短期内汽车行业受到消费政策退出, 油价上涨, 信贷紧缩及通胀带来的消费者实际购买力下降影响, 增速有所放缓。但目前我国人均汽车保有量依然很低, 重工业化和城镇化建设也在持续推进, 汽车行业在中长期依然存在着较大的增长空间。

产品毛利率行业领先, 系统化和模块化供货提升盈利水平。2010 年公司毛利率为 31.2%, 气压制动系统和液压制动系统的毛利率分别为 32%和 24%, 在同行业竞争对手中处于领先水平。未来公司将顺应竞争趋势, 调整整车配套模式由单一零部件供应向系统化、模块化转变。系统化和模块化促进公司实现产业链上下延伸, 降低制造成本; 另外, 系统化和模块化供货使公司与整车生产厂商的合作越来越紧密, 在提升行业进入门槛的同时也提高了议价能力, 进一步提升公司盈利水平。

气压 ABS 和气压盘式制动器有望迎来较快增长。《机动车运行安全技术条件》GB7258 规定部分客车和货车必须安装符合规定的气压 ABS; 新版 GB7258 进一步扩大了装配气压 ABS 的车型范围, 同时还规定部分运输车和客车必须安装盘式制动器。目前, 新版 GB7258 的通过时间和执行力度还不确定, 但可以预期, 一定政策通过并开始发力, 气压 ABS 和气压盘式制动器将迎来快速增长。

风险提示: 钢材, 铝合金等上游原材料价格和电价大幅上涨、汽车行业景气度下滑超预期等。

基础数据

总股本(万股)	7000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	9.97
每股净资产(元)	3.80
建议询价区间(元)	18.73~23.41

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	868	997	1162	1367
同比增速(%)	42.61%	14.93%	16.53%	17.64%
净利润(百万)	84	97	115	135
同比增速(%)	45.63%	15.25%	19.18%	17.26%
EPS(元)	1.20	1.03	1.23	1.45

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 周红军, 丰亮

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 万安科技 (002590) 盈利预测表
利润表

单位: 百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	608	868	997	1162	1367
YOY%	13.87%	42.61%	14.93%	16.53%	17.64%
营业成本	409.43	596.83	688.03	801.77	943.17
营业税金及附加	3.10	3.83	4.39	5.11	6.01
营业费用	52.31	68.25	79.77	92.96	109.35
管理费用	60.72	83.23	94.73	110.39	129.86
财务费用	12.33	14.48	14.96	13.94	16.40
资产减值损失	2.75	4.72	4.59	5.35	6.29
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.77	96.29	110.68	132.47	155.83
YOY%	33.28%	42.08%	14.94%	19.68%	17.64%
营业外收入	2.30	5.31	5.50	5.50	5.50
营业外支出	2.06	2.63	2.63	2.63	2.63
利润总额	68.01	98.97	113.55	135.34	158.70
所得税	10.52	14.50	17.03	20.30	23.80
净利润	57.49	84	97	115	135
少数股东损益	-0.02	0.72	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	57.51	84	97	115	135
YOY%	42.68%	45.63%	15.25%	19.18%	17.26%
EBITDA	75.58	109.96	1364.36	1512.26	1665.62
EPS (元/股)	0.82	1.20	1.03	1.23	1.45

资料来源: 招股说明书, 国都证券

注: 2010 年以前股本按 7000 万计算, 2010 年以后股本按 9334 万计算

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			