

万安科技 002590-SZ

从五个方面寻求成长空间

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 公司是国内排名居前的汽车制动系统生产企业

公司产品同时覆盖商用车和乘用车两个市场，主要为一汽集团、东风汽车、北汽福田、江淮汽车的中重卡配套气压制动系统和离合器操纵系统部件，为厦门金龙、宇通客车的大中客配套气压制动系统和离合器操纵系统部件，为江淮汽车、重庆力帆、奇瑞汽车、上汽通用五菱的自主品牌乘用车配套液压制动系统部件和离合器操纵系统部件。

◆ 公司总体战略：从五个方面寻求成长空间

公司的总体战略为：1) 商用车市场：把握好国标 GB7258 修订版带来的气压 ABS 和气压盘式制动器的爆发式增长机遇；2) 出口市场：大力拓展北美和南美出口市场；3) 乘用车市场：结合募投项目中的液压盘式制动器新增年产 200 万只产能在自主品牌乘用车的市场扩张；4) 技术储备：积极储备下一代 ESP、EBS、EPB 技术；5) 新能源汽车：开发新能源汽车制动系统。

◆ 制动系统是汽车至关重要的安全件，国标倒逼技术升级

制动系统无疑是汽车最为重要的安全件，制动系统的任何缺陷都有可能直接导致交通事故。当前汽车制动系统的技术发展趋势是包括 ABS 在内的各种防滑系统和盘式制动器逐渐成为众多车型的标配，而长期趋势则是电气化。

◆ 公司在气压 ABS 和气压盘式制动器市场有望迎来爆发式增长机会

国标 GB7258《机动车运行安全技术条件》是我国机动车安全技术管理最基本的技术标准，其 2010 年修订版要求以下重型车强制性安装防抱制动装置和盘式制动器：1) 车长大于 9m 的公路客车、旅游客车、不允许乘客站立的公共汽车及所有专用校车；2) 半挂牵引车和总质量大于 12000kg 的货车；3) 危险货物运输车。公司的气压 ABS 和气压盘式制动器有望迎来爆发式的增长机会。

◆ 预计上市合理价格 20.58 元，建议申购价 18~20 元

公司募投项目为新增年产 200 万只气压制动系统部件产能、年产 20 万只气压盘式制动器产能、年产 200 万只液压盘式制动器产能和研发技术平台建设，计划投资金额为 5.08 亿元。我们预计公司未来 3 年净利润复合增速将为 17.2%，按照 2011 年每股盈利 0.98 元的 21 倍 PE 估值，预计上市合理价格为 20.58 元，建议申购价格为 18.00~20.00 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	608	868	981	1,213	1,518
净利润(百万元)	58	84	91	112	135
每股收益	0.62	0.90	0.98	1.20	1.45
每股自由现金流(FCFF)	0.49	-1.87	-2.35	-0.89	-0.15
经营性 ROIC	19.77%	16.26%	10.69%	10.40%	11.22%
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.47%	31.50%	11.50%	12.34%	13.18%

合理申购价格 18~20 元

预计上市合理价 20.58 元

询价开始日期 5 月 25 日

析师：

于 特(执业证书编号：S0930510120015)

联系人：

奉 玮

021-22169320

fengw@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	23
发行后总股本(百万股)	70
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-06-01
主承销商	国信证券股份有限公司
主要股东	万安集团有限公司
第一大股东持有比例(%)	70.00%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
新增年产 200 万只气制	
动系统部件技改项目	6,634
新增年产 20 万只气压盘	
式制动器技改项目	13,534
新增年产 200 万只液压	
盘式制动器技改项目	14,909
汽车制动系统研发技术	
平台建设项目	5,080
总金额	40,157

相关报告：

光大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。

目 录

1	万安科技：汽车制动系统供应商	4
1.1	股权结构：陈利祥等六人为公司实际控制人	4
1.2	主营产品：汽车制动系统部件及离合器操纵系统部件	4
2	汽车制动系统：国标倒逼技术升级	6
2.1	产品特点：至关重要的汽车安全件	6
2.2	技术发展趋势：防滑系统与盘式制动器逐渐成标配	7
2.3	国标 GB7258 修订版：驱动变革的力量	8
2.4	行业结构：基础制动系内资赶超 ABS 市场外资占优	8
3	公司分析：五个方面寻求成长空间	9
3.1	产品战略：以国标 GB7258 为契机实现产品升级	10
3.2	生产策略：垂直整合 提高铸件自制率	11
3.3	市场策略：拓展乘用车市场和出口市场	11
3.4	SWOT 分析：机遇与威胁都来自国标 GB7258 修订版	12
4	募集资金项目分析	13
5	盈利预测	14
5.1	假设前提	14
5.2	业绩预测	14
6	估值	15
6.1	绝对价值评估	15
6.2	相对价值评估	15
7	投资评价和建议	16
8	风险分析	16
8.1	气压盘式制动器作为强制安装遭遇较大阻力	16
8.2	气压 ABS 强制安装执行不力	16
8.3	国内汽车产量波动的风险	16

图目录

图表 1	公司商用车主要产品	5
图表 2	公司乘用车主要产品	5
图表 3	公司分产品营业收入占比	10
图表 4	公司分产品营业收入预测	10
图表 5	公司重点客户营业收入占比	11
图表 6	公司营业收入分客户占比	11

表目录

表格 1 发行前后公司 IPO 前后股权分布情况.....4

表格 2 汽车制动系统的 4 项基本功能及其对应的子系统.....6

表格 3 汽车制动系统 4 大组成部分.....7

表格 4 盘式制动器与鼓式制动器的优缺点比较.....7

表格 5 公司新产品开发进度.....10

表格 6 公司出口市场开拓情况.....11

表格 7 公司主要客户12

表格 8 公司 SWOT 分析.....12

表格 9 公司募投项目基本情况（单位：万元）13

表格 10 主营收入、增速、毛利率预测.....14

表格 11 同行业可比上市公司估值.....16

1 万安科技：汽车制动系统供应商

公司是国内排名居前的汽车制动系统生产企业，主要为一汽集团、东风汽车、北汽福田、江淮汽车的中重卡配套气压制动系统和离合器操纵系统部件，为厦门金龙、宇通客车的大中客配套气压制动系统和离合器操纵系统部件，为江淮汽车、重庆力帆、奇瑞汽车、上汽通用五菱的自主品牌乘用车配套液压制动系统部件和离合器操纵系统部件。

1.1 股权结构：陈利祥等六人为公司实际控制人

公司是一家自然人控股的民营企业，陈利祥是公司董事长；其子陈锋是公司的董事总经理。陈利祥、陈永汉、陈黎慕、俞迪辉、陈锋和陈黎明直接、通过万安集团间接合计持有公司发行前 93.60%、发行后 70.19% 的股权，是公司的控股股东和实际控制人。

表格 1 发行前后公司 IPO 前后股权分布情况

陈利祥等六人为公司的控股股东和实际控制人

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股本数量（股）	持股比例（%）	股本数量（股）	持股比例（%）
万安集团	49,000,000	70.00	49,000,000	52.50
陈锋	7,000,000	10.00	7,000,000	7.50
陈利祥	5,311,432	7.59	5,311,432	5.69
陈永汉	1,159,998	1.66	1,159,998	1.24
陈黎慕	1,159,998	1.66	1,159,998	1.24
俞迪辉	1,159,998	1.66	1,159,998	1.24
其他 11 名自然人	5,208,574	7.44	5,208,574	5.59
本次发行流通股		-	23,340,000	25.00
合计	70,000,000	100.00	93,340,000	100.00

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

1.2 主营产品：汽车制动系统部件及离合器操纵系统部件

公司主营产品是汽车制动系统器件及离合器操纵控制系统部件，产品覆盖商用车和乘用车两大市场。

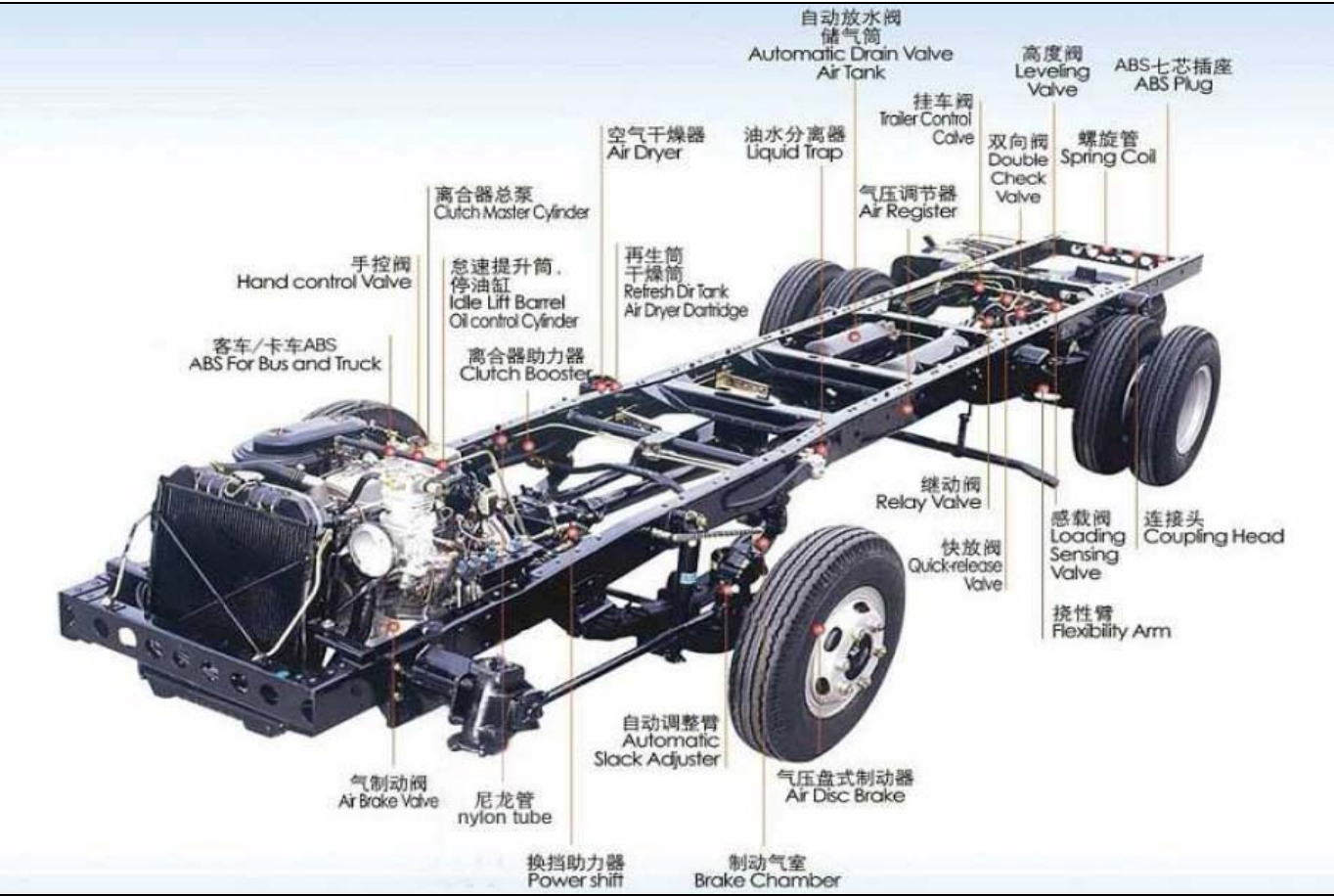
在商用车市场，公司的产品主要包括：

- 1) 气制动系统部件：如图表 1 中所示各类控制阀、制动气室等；
- 2) 气压盘式制动器；
- 3) 气压 ABS：卡车、客车和挂车用 ABS；
- 4) 其他气压制动系统产品：如图表 1 中所示的连接头、尼龙管、螺旋管等；
- 5) 离合器操纵系统部件：如图表 1 中所示的离合器助力器及离合器总

泵、离合器分泵等产品。

图表 1 公司商用车主要产品

公司商用车产品主要为气压制动系统部件及离合器操纵系统部件



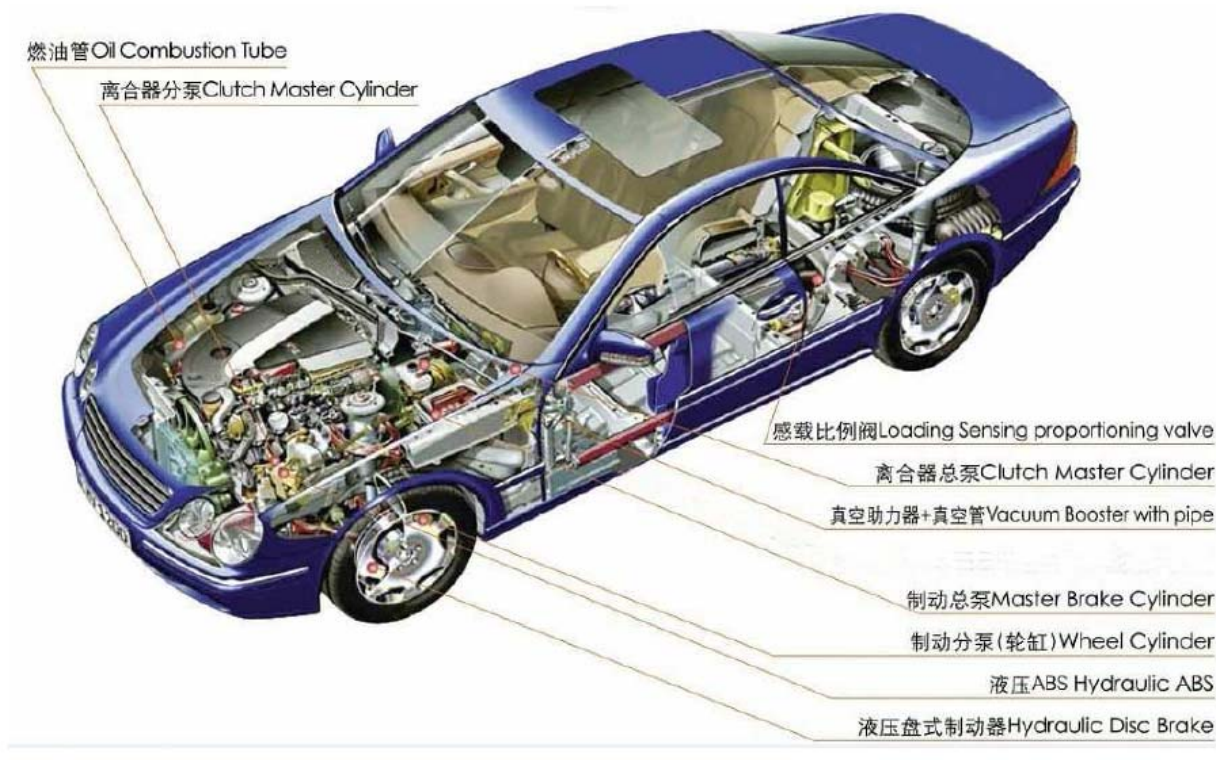
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

在乘用车市场，公司的产品主要包括：

- 1) 液压制动系统部件：如图表 2 中所示制动总泵、制动分泵等；
- 2) 液压盘式制动器；
- 3) 其他液压制动系统产品：如图表 2 中所示的燃油管等。

图表 2 公司乘用车主要产品

公司乘用车产品主要为液压制动系统部件及离合器操纵系统部件



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

2 汽车制动系统：国标倒逼技术升级

制动系统无疑是汽车最为重要的安全件，制动系统的任何缺陷都有可能直接导致交通事故。因而，汽车制动系统性能要求的提高，对提高我国的道路安全、减少交通事故具有重要意义。而汽车制动系统技术从 20 世纪 80 年代以来也随着电子技术的发展而发展迅速，防滑系统和盘式制动器逐渐成为众多车型的标准配置。

2.1 产品特点：至关重要的汽车安全件

如表格 2 所示，驾驶员一般对制动系统有三种需求：1) 强制减速甚至停车；2) 使已停驶的汽车在各种道路条件下（包括在坡道上）稳定驻车；3) 使下坡行驶的汽车速度保持稳定。对应这三种需求，汽车制动系统可分为行车制动系统、驻车制动系统和辅助制动系统三个子系统，而由于制动系统是最为重要的汽车安全件之一，因此所啣的汽车都要求装备一套应急制动系统，以保证行车制动系统失效时汽车仍能制动。

表格 2 汽车制动系统的 4 项基本功能及其对应的子系统

按照功能划分，汽车制动系统可细分为 4 个子系统

子系统	功能
行车制动系统	用以使行驶中的汽车降低速度甚至停车
驻车制动系统	用以使已停驶的汽车驻留原地不动
应急制动系统	在行车制动系统失效的情况下，保证汽车仍能实现减速或停车
辅助制动系统	在行车过程中，辅助行车制动系统降低车速或保持车速稳定，但不能将车辆紧急制停

资料来源：光大证券研究所

如表格 3 所示，汽车制动系统又可进一步细分为 4 大组成部分。

表格 3 汽车制动系统 4 大组成部分

按照组成部件划分，汽车制动系统可分为 4 大功能模块

功能模块	功能	主要零件
功能装置	供给、调节制动所需能量以及改善传能介质状态	液压制动泵，气压制动泵
控制装置	产生制动动作和控制制动效果	制动踏板、制动阀
传动装置	将制动能量传输到制动器	制动主缸和制动轮缸
制动器	产生制动摩擦力矩	盘式制动器、鼓式制动器

资料来源：光大证券研究所

2.2 技术发展趋势：防滑系统与盘式制动器逐渐成标配

我们认为，国内汽车制动系统短期的技术趋势是防滑控制系统和盘式制动器在越来越多的车型上成为标配，而长期的趋势则是电气化。

防滑控制系统

汽车防滑控制系统是防止汽车在制动过程中车轮被抱死滑移和汽车在驱动过程中（特别是起步、加速、转弯等）驱动轮发生滑转现象的控制系统。

汽车防滑的主要原因是车轮在抱死后轮胎的摩擦系数下降，这不仅造成制动距离增长，更重要的是使汽车在失去转向能力，因此在汽车的制动和驱动过程中都需要防滑控制，一般将制动时防止车轮抱死的控制系统成为 ABS 系统（Anti-lock Braking System），将驱动过程中防止驱动轮发生滑转的控制系统成为 ASR 系统（Acceleration Slip Regulation），将同时具备上述两种功能的控制系统成为 ESP 系统（Electronic Stability Program）。

国内绝大部分的狭义乘用车车型已经将液压 ABS 作为标配，此外国内 10 米以上的非公交大客车也已基本标配气压 ABS（公交车由于频繁启停，因此不适合装配 ABS 系统），但气压 ABS 在中重卡的普及相对滞后。

盘式制动器

如表格 4 所示，在多个指标上盘式制动器的性能都要优于鼓式制动器，因此盘式制动器在汽车的应用范围越来越广。

在国内乘用车市场，单价 10 万元以上的狭义乘用车基本上都已标配四轮盘式制动器，在 10 万元以下的乘用车，由于车重相对较轻、制动力要求更低，因此包括合资品牌在内的众多车型基本采用前盘后鼓的配置。但在国内商用车市场，由于盘式制动器的成本较高，仍以鼓式制动器为主。

表格 4 盘式制动器与鼓式制动器的优缺点比较

盘式制动器在性能上明显优于鼓式制动器

优点	缺点
1) 热稳定性好：无摩擦助势作用，制动力矩受摩擦系数的影响较小； 2) 无水衰退问题：浸水后效能降低较少，而且只须经一两次制动即可恢复正常 3) 尺寸更小：在输出相同制动力矩的情况下，盘式制动器尺寸和质量一般较小 4) 热膨胀量小：制动盘沿厚度方向的热膨胀量极小，不会像制动鼓的热膨胀那样使制动器间隙明显增加而导致制动踏板行程过大；	1) 效能较低：所需制动促动管路压力较高，一般要用伺服装置； 2) 结构复杂：兼用于驻车制动时，需要加装的驻车制

5) 自动间隙调整: 较容易实现间隙自动调整, 其他维修作业也较简便。	动传动装置较鼓式制动器复杂
-------------------------------------	---------------

资料来源: 光大证券研究所

电气化

正如驱动汽车需要消耗能源一样, 使汽车制动也需要将能源传递到制动器。按照制动能量的传递方式, 制动系统可分为机械式、液压式、气压式和电磁式。

长期来看, 汽车制动系统未来也将逐步走向电气化, 主要的技术方案有机电制动系统 EMB (Electro-mechanical Brake) 和电液制动 EHB (Electro-hydraulic Brake) 两种方案。与之对应, 驻车制动系统电气化的技术方案也有电子驻车制动系统 EPB (Electric Park Brake) 和电液驻车制动系统 EHB (Electric Hydraulic Brake) 两种。

2.3 国标 GB7258 修订版: 驱动变革的力量

国标 7258《机动车运行安全技术条件》是我国机动车安全技术管理最基本的技术标准, 实际上起着机动车安全技术管理技术法规的作用。GB7258-2004 版本自 2004 年 10 月 1 日开始在全国范围内正式实施。针对 6 年多来机动车安全技术管理中不断遇到新问题、新情况, 国家相关部门正在对 GB7258 整体进行修订, 与公司相关的主要修订内容有:

- 1) 对于大中型客车, 规定: 车长大于 9m 的客车的所有车轮均应装备盘式制动器及使用子午线轮胎, 主要在山区道路行驶的应装备缓速器或其他辅助制动装置;
- 2) 对于重中型货车, 规定: 半挂牵引车和总质量大于 12000kg 的货车的所有车轮均应装备盘式制动器, 且应装备符合规定的防抱制动装置、限速装置 (或具有限速功能) 和汽车行驶记录仪等安全装置, 总质量大于 12000kg 的货车主要在山区道路行驶的还应装备缓速器或其他辅助制动装置;
- 3) 对于危险货物运输车, 规定: 所有车轮均应装备盘式制动器及使用子午线轮胎, 且应装备防抱制动装置、限速装置 (或具有限速功能) 和汽车行驶记录仪等安全装置, 主要在山区道路行驶的还应装备缓速器或其他辅助装置。

我们认为, 需要注意的是

- 1) 国标 GB7258 的修订版尚未正式发布, 修订内容尚存在一定的不确定性, 我们预计 GB7258 新标准将在 2011 年年底正式颁布;
- 2) 对于大中型客车和重中型货车, 已经披露的修订内容中只是规定应装备盘式制动器, 而非所有车轮均应装备盘式制动器, 因此在推广初期, 出于成本的考虑, 我们认为更多的车型会主要采用类似于轿车前盘后鼓的配置, 仅在对制动性能要求更高的前轮使用盘式制动器。

2.4 行业结构: 基础制动系内资赶超 ABS 市场外资占优

目前国内汽车制动系统行业的基本格局是, 内资企业逐步在基础制动产品上取得竞争优势, 博世 (Bosch)、大陆 (Continental)、威伯科 (WABCO)

和克诺尔 (Knorr-Bremse) 等外资企业则在 ABS 系统占据绝对优势地位。

我们认为,内资之所以能够在基础制动系产品上占据优势,主要是基础制动系产品主要以铸件及其机加工为主,内资企业占据一定的成本优势;而 ABS 产品为微机电产品,外资企业一方面在生产成本上不占劣势(电子器件的采购成本与采购量密切相关,精密液压控制件为全自动加工),另一方面 ABS 产品的标定过程需要历史数据的积累和较高素质的工程技术人员。

气压盘式制动器市场

在气压盘式制动器市场,外资竞争对手主要有德资的克诺尔 (Knorr-Bremse) 和美资的美驰 (Meritor) 公司,其中克诺尔公司是全球最大的气压盘式制动器生产商,约占全球市场份额 70%。克诺尔公司成立于 1905 年,全球有 1.3 万名员工,在国内的大连、苏州和重庆等地设有工厂,重庆工厂是其 2011 年 2 月与重庆机电集团下属子公司重庆卡福汽车制动系统有限公司成立的 50:50 合资公司;美驰公司在国内有 11 家生产型企业,其商用车制动系统产品主要由阿文美驰商用车系统(上海)有限公司和美驰-华阳汽车制动器有限公司生产。

气压 ABS 市场

全球主要的气压 ABS 生产企业也就是威伯科、克诺尔和瀚德 (Haldex) 三家,其中威伯科市场份额最大,克诺尔与瀚德的市场份额均在 15%~20%,而国内的气压 ABS 高端市场基本被这三家外资企业所垄断,在低端市场最大的生产商是广州科密,公司和东风科技的产品主要占据市场中低端市场。

国内气压 ABS 市场的龙头企业是威伯科,由于其早已实现国内本地化生产,因此其生产成本与内资企业相差无几,仅管理成本略高一些,因此当威伯科将其气压 ABS 的价格由原先的 5000 元以上下调至 2500 元左右时,对国内的气压 ABS 生产商造成了巨大的竞争压力。

我们认为,由于内资企业在成本上较威伯科无明显竞争优势,而威伯科的产品较内资企业有 10% 以上的溢价能力,因此内资企业传统的价格优势在气压 ABS 市场难以体现,内资企业突围的最大可能性来自于国标 GB7258 的严格执行,原因是威伯科的产能扩张较为保守,如果国标 GB7258 严格执行带来爆发式的需求增长,威伯科的现有产能难以满足整车客户的需求,从而会给内资企业带来规模扩张的机会。

液压 ABS 市场

在国内液压 ABS 市场,外资生产厂家有 10 来家,基本上形成日、韩、美系供应商分别为日、韩、美系整车企业配套,德系供应商向德系和自主品牌整车企业配套的局面。

3 公司分析：五个方面寻求成长空间

我们认为,公司的总体战略可归纳为:以电子控制系统为纽带,以系统化设计、底盘模块化供货为突破口。公司由近及远的战略规划为以下 5 点:

- 1) 商用车市场: 把握好国标 GB7258 修订版带来的气压 ABS 和气压盘式制动器的爆发式增长机遇;
- 2) 出口市场: 大力拓展北美和南美出口市场;
- 3) 乘用车市场: 结合募投项目中的液压盘式制动器新增年产 200 万只产

能实现在自主品牌乘用车的市场扩张；

4) 技术储备：积极储备下一代 ESP、EBS、EPB 技术；

5) 新能源汽车：开发新能源汽车制动系统。

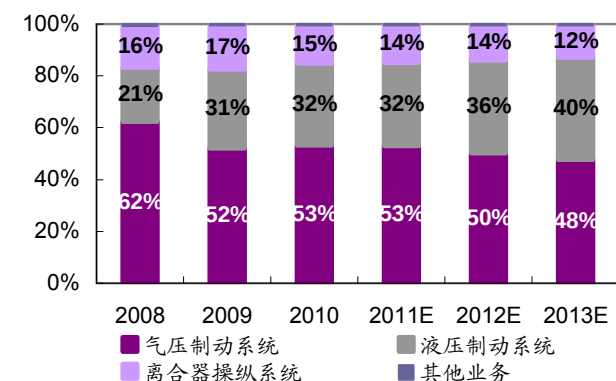
3.1 产品战略：以国标 GB7258 为契机实现产品升级

在汽车制动系统,公司现阶段产品战略的核心是以国标 GB7258 修订版的实施为契机,努力实现在气压 ABS 和气压盘式制动器两个市场的突破。在汽车底盘系统,公司的产品战略是实现“铸造件→零部件→制动组件→底盘模块化总成”的产业链垂直整合。

但我们对未来 2 年国内市场气压 ABS 和气压盘式制动器的推行力度持较为谨慎的态度,因此我们认为公司未来 3 年在乘用车市场的增速有望超过其商用车市场的增速,液压制动系统在公司营业收入中的占比还将继续提高,到 2013 年有望达到 40%。

图表 3 公司分产品营业收入占比

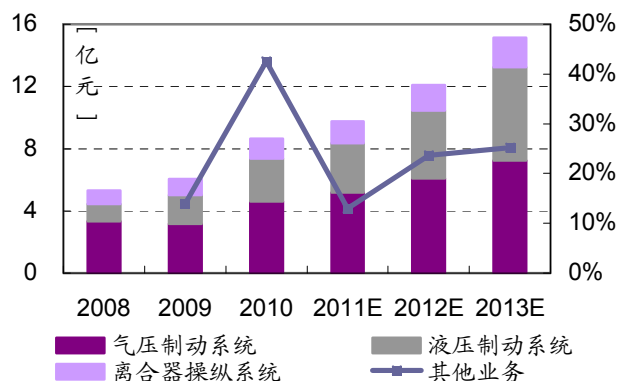
液压制动系统占公司营业收入的比重逐年增加



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图表 4 公司分产品营业收入预测

预计公司 2013 年营业收入将达到 15 亿元



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

此外,面对汽车制动系统产品电气化的发展趋势,公司有多款产品正处于开发阶段,为公司长远的发展奠定了产品基础。

表格 5 公司新产品开发进度

公司有多款新产品正处于开发阶段

产品类别	新产品	开发进度	意向客户
气压制动	气压 ABS	样机阶段	一汽青岛
	气压 ASR+EBD (电子制动力分配系统: Electronic Brake Distribution)	测试阶段	
液压制动	电动真空系统 EVS (Electric Vacuum System)	小批量供货	北汽、江淮
	电子稳定系统 ESP	小批量供货	

	液压 ABS	小批量供货	广汽吉奥、福田
	电动驻车系统 EPB (Electric Park Brake)	小批量供货	众泰
底盘模块	底盘模块	批量供货	江淮汽车

资料来源：上市公司，光大证券研究所整理

3.2 生产策略：垂直整合 提高铸件自制率

在生产战略上，公司最重要的战略是提高铸件自制率。

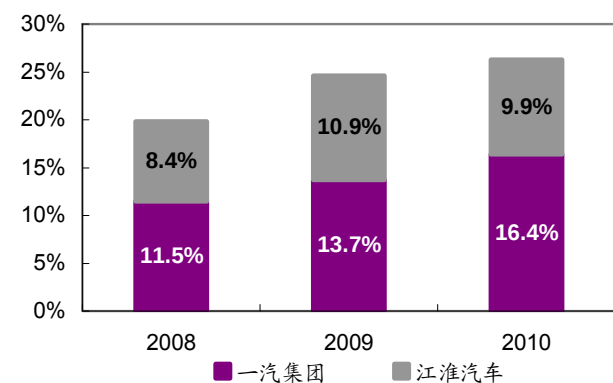
公司已在安徽宁国自建铸造厂，未来还将在宁国的铸造厂增加粗加工能力。预计 2011~213 年宁国铸造工厂的产能将分别达到 0.7 万吨、2.5 万吨和 5 万吨，这样公司未来有望实现铸件 100% 自配。

3.3 市场策略：拓展乘用车市场和出口市场

如图表 5 所示，公司现在最为重要的客户是一汽集团和江淮汽车，在 2010 年这两家客户为公司贡献了 26.3% 的营业收入。从图表 6 可以看出，公司 2010 年营业收入同比大幅增长的一个重要原因是公司对一汽集团和东风汽车的营业收入大幅增长，其中对一汽集团营业收入同比增长 70.3%，而东风则首次进入公司前 5 大客户名单。

图表 5 公司重点客户营业收入占比

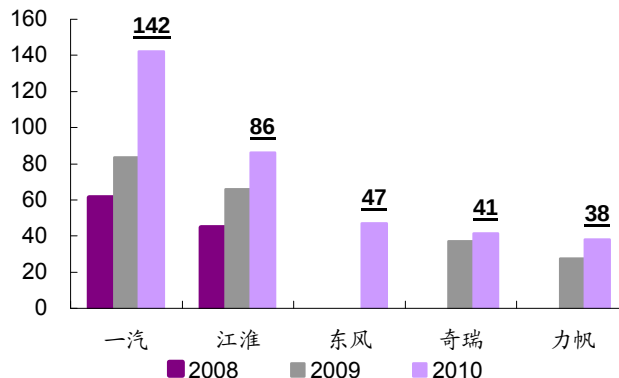
公司 2010 年 26.3% 的营业收入来自于一汽集团和江淮汽车



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图表 6 公司营业收入分客户占比

公司 2010 年对一汽和东风两家客户营业收入增长迅速



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

在新市场拓展方面，我们认为公司未来 3 年将着力开拓的新客户将是美洲的商用车生产企业和国内的自主品牌乘用车生产企业。

如表格 6 所示，公司近期加大对北美和南美市场的开拓力度，已开始向帕卡、纳威司达等美洲的货车生产企业配套气压制动系统部件。

表格 6 公司出口市场开拓情况

公司有多款新产品正处于开发阶段

海外市场	海外客户	出口产品
北美市场	帕卡 (Paccar)	干燥筒、弹簧制动气室, 调压阀
	纳威司达 (Navistar)	干燥筒、弹簧制动气室、自动间隙调整臂
	Phillips	挂车部件
南美市场	挂车生产企业	气压挂车 ABS、气压盘式制动器

资料来源: 上市公司, 光大证券研究所整理

如表格 7 所示, 公司在原有商用车客户的基础上, 近期开拓了广汽传祺、东风风神和一汽轿车等新客户。

表格 7 公司主要客户

公司在乘用车市场开拓了多家客户

细分市场	主要客户
货车	一汽、东风、福田、重汽、陕汽、中集
客车	厦门金龙、宇通客车
乘用车	奇瑞、上汽通用五菱、江淮、力帆、海马、比亚迪、广汽传祺、东风风神、一汽轿车

资料来源: 上市公司, 光大证券研究所整理

3.4 SWOT 分析: 机遇与威胁都来自国标 GB7258 修订版

我们认为, 公司最大的优势是公司产品覆盖商用车和乘用车两个市场, 未来既有望从国标 GB7258 修订版的实施中迎来爆发式的增长机会, 又能够在乘用车市场获得稳健的营业收入增长。

我们认为, 公司上市后最大的劣势是行业竞争过于激烈。在汽车制动系统, 公司未来一方面需要与外资巨头拼技术, 又需要与内资企业拼成本

我们认为, 除了上述 GB7258 修订版带来的市场机会外, 公司在出口市场和国内乘用车市场也存在较大的发展空间。

我们认为, 公司未来发展主要的威胁有 3 个: 1) 国标 GB7258 修订版执行不得力; 2) 价格战; 3) 重

表格 8 公司 SWOT 分析

公司最大的优势是公司产品覆盖商用车和乘用车两个市场

公司优势	公司劣势
1) 规模、品种优势: 公司产品覆盖制动系统的操纵装置、控制装置和执行装置; 2) 技术优势: 公司有国家认可的技术中心和实验室, 并建有博士后科研工作站 3) 系统化设计: 公司具备底盘模块总成的模块化供货能力; 4) 客户优势: 如表格 7 所示, 公司客户覆盖国内商用车和	1) 产能紧张: 公司上市前产能紧张, 上市前三年资产负债率均高于 70%。 2) 行业竞争激烈: 公司在气压 ABS 和气压盘式制动器市场需要与外资巨头拼技术, 在液压盘式制动器市场又需要与国内的内资企业拼成本; 3) 管理费用率和销售费用率相对较高: 公司上市前三年的期间费用率为 19%~21%, 同期亚太

乘用车的众多主流生产企业。	股份的期间费用率为 11%~14%。
公司机会	公司威胁
1) 商用车市场: A) 把握国标 GB7258 修订版带来的气压 ABS 和气压盘式制动器的爆发式增长机会; B) 开拓北美和南美气压制动系统部件市场 2) 乘用车市场: A) 拓展国内自主品牌乘用车液压制动系统市场; B) 开拓国内自主品牌底盘模块市场。	1) 国标 GB7258 修订版执行不得力; 2) 遭遇外资竞争对手和浙江内资竞争对手的价格战; 3) 液压制动系统导致综合毛利率下降。

资料来源: 光大证券研究所

4 募集资金项目分析

如表格 9 所示, 公司募集资金将投向 4 个项目: 1) 新增年产 200 万只气制动系统部件技改项目; 2) 新增年产 20 万只气压盘式制动器技改项目; 3) 新增年产 200 万只液压盘式制动器技改项目; 4) 汽车制动系统研发技术平台建设项目。项目总投资 4.02 亿元。

新增年产 200 万只气制动系统部件主要为中重卡、大中客市场配套, 意向客户为北汽福田长沙工厂、一汽解放、江淮汽车和宇通客车等整车企业; 新增年产 20 万只气压盘式制动器技改项目主要为 GB7258 修订版实施后强制安装盘式制动器的中重卡和大中客市场配套, 意向客户为一汽解放、东风德纳车桥和陕西汉德车桥; 新增年产 200 万只液压盘式制动器技改项目主要为乘用车市场配套, 意向客户为奇瑞、吉利、力帆和比亚迪等自主品牌。

我们认为, 第 1 和第 3 个募投项目的实施情况主要由未来 2~5 年的国内汽车产量(内销+出口)决定, 如果十二五期间国内汽车产量保持 10% 的复合增速, 则公司募投项目达产的难度不大; 而第 2 个项目与国标 GB7258 的修订内容和执行力度密切相关, 如果 GB7258 最终未将气压盘式制动器作为强制安装或执行不力, 公司 20 万只气压盘式制动器达产的周期将相对较长。

表格 9 公司募投项目基本情况 (单位: 万元)

编号	项目名称	总投资	达产后 新增销售收入	新增净利润	内部收益率 (所得税后)	投资回收期 (所得税后)
1	新增年产 200 万只气制动系统部件技改项目	6,634	13,800	1,394	19.64%	6.44 年
2	新增年产 20 万只气压盘式制动器技改项目	13,534	35,000	3,411	22.28%	6.05 年
3	新增年产 200 万只液压盘式制动器技改项目	14,909	58,000	4,191	22.97%	6.12 年
4	汽车制动系统研发技术平台建设项目	5,080	-	-	-	-

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

5 盈利预测

5.1 假设前提

预计十二五期间国内汽车产量仍将保持 10%以上的复合增速。公司募投项目顺利达产，未来 5 年营业收入的复合增长率为 21%。

5.2 业绩预测

表格 10 主营收入、增速、毛利率预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	
气压制动系统	316.63	460.85	518.91	608.92	
毛利率	36.7%	34.8%	33.6%	33.8%	
液压制动系统	186.26	276.27	315.07	435.30	
毛利率	25.2%	24.1%	23.5%	23.5%	
离合器操纵系统	102.22	126.31	142.18	163.79	
毛利率	34.5%	33.6%	32.6%	32.4%	
其他业务	3.30	4.19	4.40	4.84	
毛利率	16.6%	36.5%	25.0%	28.0%	
总收入	608.4	867.6	980.6	1212.9	
综合毛利率	32.7%	31.2%	30.2%	29.9%	
营业税率	0.51%	0.44%	0.45%	0.45%	
销售费率	8.60%	7.87%	9.00%	8.70%	
管理费	9.98%	9.59%	10.00%	9.80%	
实际税率	15.5%	14.6%	15.0%	15.0%	
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	2,57
归属母公司的净利润	57.5	83.7	91.3	111.8	
EPS (全面摊薄)	0.62	0.90	0.98	1.20	

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

6 估值

6.1 绝对价值评估

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.98%
β (levered)	1.47
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	17.03%
税率	15.00%
Kd	5.36%
Ve	397.13
Vd	238
目标资本结构	40.00%
WACC	12.36%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(219.49)	-10.72%
第二阶段	953.03	46.55%
第三阶段 (终值)	1313.63	64.17%
企业价值 AEV	2047.17	100.00%
加: 非经营性净资产价值	(6.33)	-0.31%
减: 少数股东权益 (市值)	42.65	-2.08%
减: 债务价值	238.00	-11.63%
总股本价值	1760.19	85.98%
股本 (百万股)	93.34	
每股价值 (元)	18.86	
PE (隐含)	19.28	
PE (动态)	0.00	

资料来源：光大证券研究所

6.2 相对价值评估

由于公司产品主要为汽车制动系统，因此我们选取主营业务为汽车制动系统的亚太股份、隆基机械和含有制动系统业务的万向钱潮，以及近期新上市的 2 家中小板汽车零部件公司作为公司相对估值的可比公司。

从表格 11 可以看出，我们认为当前中小板汽车零部件公司的估值中枢在

2011 年 21 倍 PE，即公司上市后的合理股价为 20.58 元。

表格 11 同行业可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
002284	亚太股份	11.91	0.41	0.60	0.75	28.8	19.9	16.0
002363	隆基机械	16.01	0.43	0.67	0.78	37.2	23.9	20.5
000559	万向钱潮	8.45	0.37	0.47	0.58	22.8	18.0	14.6
002536	西泵股份	25.69	0.94	1.24	1.53	27.3	20.7	16.8
002555	顺荣股份	30.43	0.98	1.33	1.79	31.1	22.9	17.0
						29.5	21.1	17.0
002590	万安科技		0.90	0.98	1.20			

注：以上可比公司盈利为一致预测，万安科技盈利为光大证券研究所预测数据

资料来源：Wind，光大证券研究所

7 投资评价和建议

综合以上绝对估值和相对估值的结果，我们认为汽车零部件中小板公司当前的估值中枢为 2011 年 21 倍 PE，预计公司上市首日合理价格为 20.58 元，建议询价范围为 18.00~20.00 元。

8 风险分析

8.1 气压盘式制动器作为强制安装遭遇较大阻力

我们认为，公司最大的风险是国标 7258 修订版放弃气压盘式制动器作为强制安装项。由于每只气压盘式制动器的价格在 1800~2000 元左右，仅前轮改装盘式制动器就需增加成本 3000 元以上。因此我们认为，气压盘式制动器在强制安装的实施过程中将遇到一定阻力。

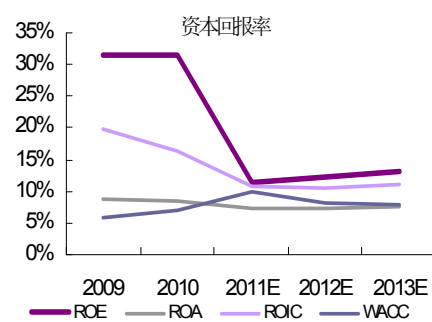
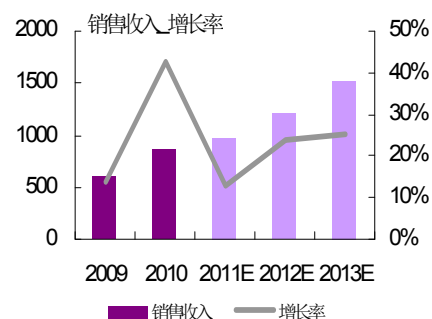
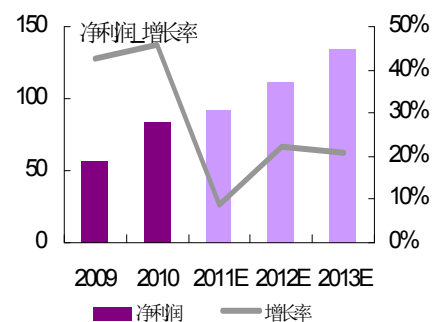
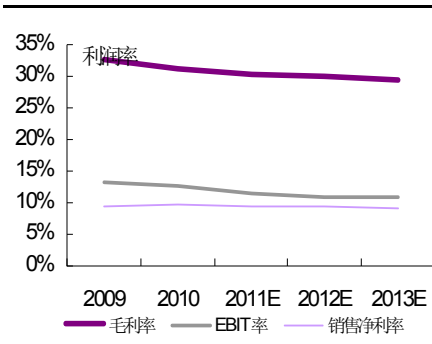
8.2 气压 ABS 强制安装执行不力

早在国标 GB7258-2004 版本中就已有相关车型需安装气压 ABS 的规定，但 6 年多来一直在执行环节中不甚得力。因此我们认为长期来看相关车型强制安装气压 ABS 并未悬念，不确定性主要来自于推行的进度。这其中除了新增 1700~2500 元的生产成本外，许多货车司机安全意识不够、对 ABS 使用不习惯也有一定关系。在实际经营中，现在仍有一部分货车司机在购车后将气压 ABS 拆卸下来“返销”给汽车经销商。

8.3 国内汽车产量波动的风险

公司仍以国内汽车市场为主。如果未来 5 年国内汽车市场产销量出现较大波动，将对公司的业绩产生较大影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	608	868	981	1,213	1,518
营业成本	409	597	685	850	1,072
折旧和摊销	17	21	11	20	27
营业税费	3	4	4	5	7
销售费用	52	68	88	106	131
管理费用	61	83	98	119	146
财务费用	12	14	6	3	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	68	96	106	130	157
利润总额	68	99	108	133	160
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	57.51	83.75	91.29	111.78	134.92

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	662	997	1,272	1,537	1,791
流动资产	409	604	690	826	1,026
货币资金	105	124	147	182	228
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	95	118	127	146	182
应收票据	69	127	137	170	213
其他应收款	2	2	5	6	7
存货	124	201	240	281	343
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	150	212	385	510	573
无形资产	85	113	107	102	97
总负债	477	710	456	608	743
无息负债	307	422	384	454	555
有息负债	170	288	72	155	188
股东权益	186	287	816	929	1,048
股本	70	70	93	93	93
公积金	25	31	454	465	478
未分配利润	87	164	247	347	452
少数股东权益	3	21	22	23	25

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	145	66	8	105	116
净利润	58	84	91	112	135
折旧摊销	17	21	11	20	27
净营运资金增加	-12	113	118	66	99
其他	83	-153	-212	-93	-144
投资活动产生现金流	-76	-174	-200	-150	-80
净资本支出	54	182	200	150	80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-130	-356	-400	-300	-160
融资活动现金流	-63	132	215	80	10
股本变化	0	0	23	0	0
债务净变化	17	118	-216	83	33
无息负债变化	73	115	-39	70	101
净现金流	7	24	23	35	46

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.87%	42.61%	13.02%	23.69%	25.18%
净利润增长率	42.68%	45.63%	9.01%	22.44%	20.70%
EBITDA 增长率	13.27%	36.22%	-7.03%	24.56%	24.18%
EBIT 增长率	14.27%	38.30%	0.85%	18.73%	22.98%
盈利能力 (%)					
毛利率	32.70%	31.21%	30.17%	29.89%	29.40%
EBITDA 率	15.92%	15.20%	12.51%	12.60%	12.49%
EBIT 率	13.17%	12.77%	11.39%	10.94%	10.74%
税前净利润率	11.18%	11.41%	11.06%	10.95%	10.56%
税后净利润率 (归属母公司)	9.45%	9.65%	9.31%	9.22%	8.89%
ROA	8.68%	8.47%	7.25%	7.34%	7.61%
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.47%	31.50%	11.50%	12.34%	13.18%
经营性 ROIC	19.77%	16.26%	10.69%	10.40%	11.22%
偿债能力					
流动比率	0.96	0.87	1.62	1.43	1.44
速动比率	66.87%	57.90%	105.63%	94.15%	95.74%
归属母公司权益/有息债务	1.07	0.92	11.03	5.86	5.45
有形资产/有息债务	3.38	3.06	16.18	9.29	9.03
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.62	0.90	0.98	1.20	1.45
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.18	0.22
每股经营现金流	1.55	0.70	0.09	1.12	1.24
每股自由现金流(FCFF)	0.49	-1.87	-2.35	-0.89	-0.15
每股净资产	1.96	2.85	8.51	9.70	10.97
每股销售收入	6.52	9.30	10.51	12.99	16.27

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。