

万安科技(002590)

国内汽车制动系统领先企业

研究员: 陈亮
执业证书编号: S0570510120055
电话: 025-83290960
E-mail: xushan841101@hotmail.com
地址: 南京市中山东路 90 号

发行基本资料

汽车零部件 II	
发行股数(万)	2334
发行后总股本(万)	9334
发行方式	采用向参与网下配售的询价对象配售与网上资金申购定价发行相结合的方式。
发行日期	2011-06-01
保荐机构	国信证券

发行前财务数据(2010)

每股收益(元)	1.20
每股净资产(元)	3.80
总资产(百万元)	997.24
资产负债率(%)	68.26
净资产收益率(%)	31.50
每股经营性现金流(元)	0.94

公司合理价格区间: 12.90-17.40

投资要点:

- **公司是国内汽车制动系统领先企业。**公司目前已经是产销规模排行业前列的大型一级汽车制动系统制造商, 主要为一汽集团、北汽集团、江淮等国内主要商用车厂商以及比亚迪、奇瑞、吉利等国内自主品牌乘用车厂商配套。公司拥有年产气制动系统部件 420 万只、液压制动系统部件 130 万只、气压盘式制动器总成 1.6 万只、液压盘式制动器总成 50 万只、离合器操纵系统部件 250 万只及气压 ABS 1.8 万台的生产能力, 已经形成了以生产制动系统为主、离合器操纵系统为辅产品体系, 公司各项产品市场占有率位居行业前列。
- **公司主营业务与商用车产销量关联度更大。**乘用车基本采用液压制动系统, 商用车主要采用气压制动系统。2010 年公司实现主营业务收入 8.63 亿元, 其中气压制动系统 4.61 亿元, 占 53%; 2010 年公司主营业务毛利 2.68 亿元, 其中气压制动系统 1.61 亿元, 占 60%。气压制动系统主要用于商用车, 公司主营业务销售收入与商用车产销量关联度更大。
- **公司与整车客户配套关系稳定。**汽车制动系统作为汽车核心零部件, 行业内竞争主要集中在整车配套市场。公司 2010 年向整车厂商销售 7.04 亿元, 占公司主营业务收入的 81%; 向经销商销售 1.6 亿元, 占 19%, 主要针对维修市场和出口市场。分区域来看, 公司 2010 年主营业务收入中内销占 87%, 出口占 13%。
- **零部件采购占主营业务成本的 2/3。**公司主要材料成本占产品成本比重在 75% 左右, 其中零部件采购占比较大, 2010 年公司零配件采购额占公司主营业务成本的 67%, 铸铁件、铝、钢板采购额分别占公司主营业务成本的 6%、3%、1%, 电力占公司主营业务成本的 2%。
- **公司募集资金投向。**1) 年产 200 万只气制动系统部件技改项目; 2) 年产 20 万只气压盘式制动器技改项目; 3) 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。募投项目在有效解决公司产能瓶颈的同时, 将优化现有产品结构。
- **公司合理价格区间为 12.90~17.40 元。**2011 年汽车行业将低速增长, 商用车和自主品牌轿车景气度将明显回落。目前汽车零部件上市公司 2010 年静态 PE 约 10~15 倍, 公司 2010 年净利润 0.84 亿元, 对应价值为 8.4~12.6 亿元, 加上本次发行募得现金 3.64 亿元, 公司总价值在 12.04~16.24 亿元, 对应发行后总股本每股合理价格区间为 12.90~17.40 元。

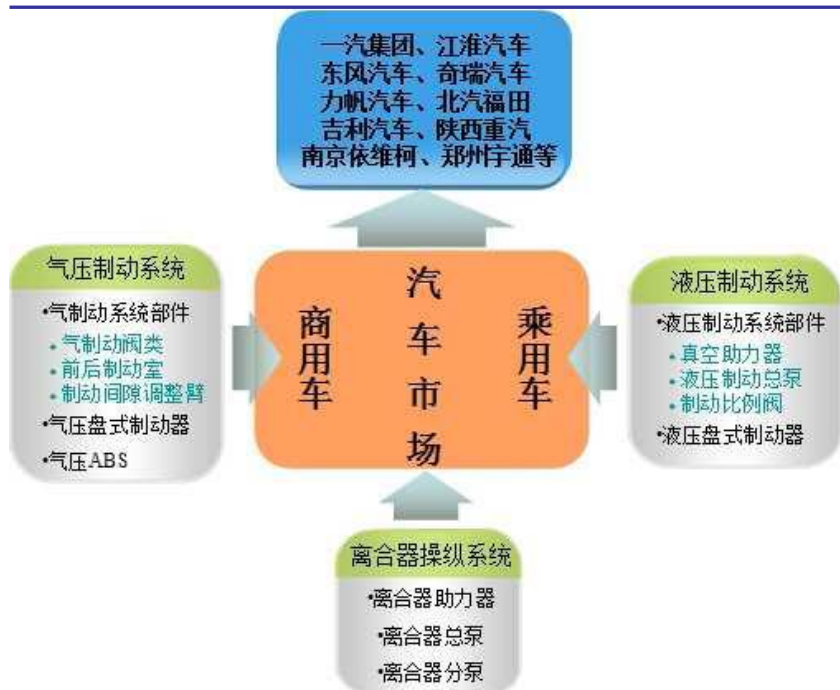
主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	8.68	9.75	11.26	12.95
收入增长率(%)	42.61	12.38	15.49	15.00
净利润(百万)	84.47	89.83	105.90	121.20
净利润增长率(%)	45.63	7.27	17.89	14.44
EPS(元)(摊薄后)	0.90	0.96	1.13	1.30

一、 公司主营业务是汽车制动系统的研发、生产和销售

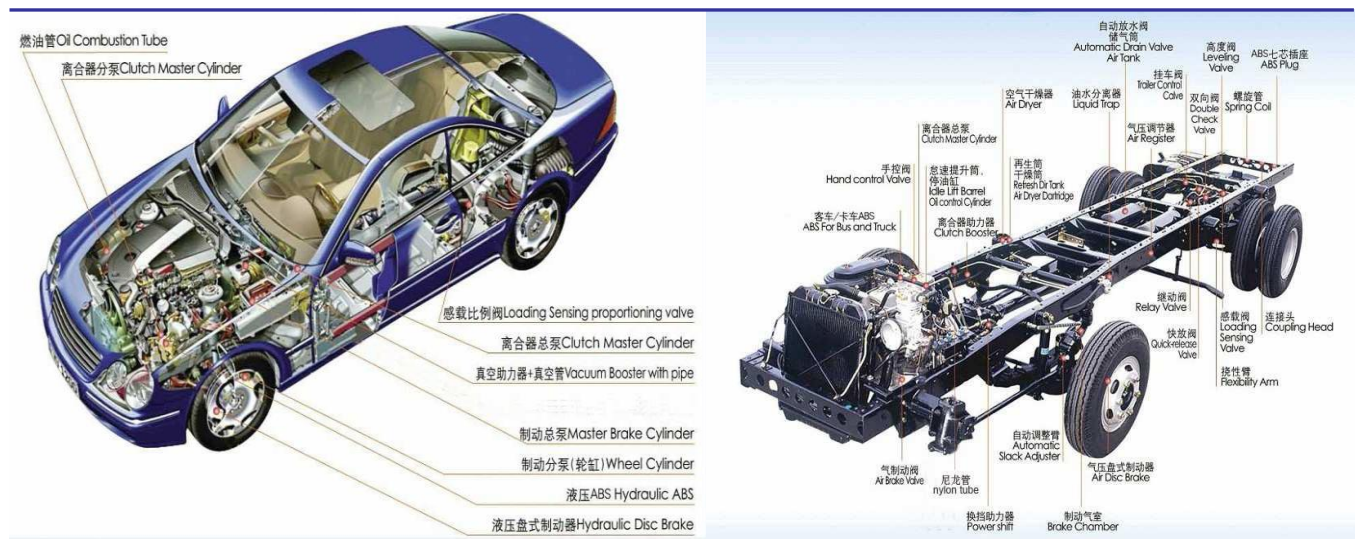
公司目前已经是产销规模排行业前列的大型一级汽车制动系统制造商，主要为一汽集团、北汽集团、江淮等国内主要商用车厂商以及比亚迪、奇瑞、吉利等国内自主品牌乘用车厂商配套。公司拥有年产气制动系统部件 420 万只、液压制动系统部件 130 万只、气压盘式制动器总成 1.6 万只、液压盘式制动器总成 50 万只、离合器操纵系统部件 250 万只及气压 ABS 1.8 万台的生产能力，已经形成了以生产制动系统为主、离合器操纵系统为辅产品体系，公司各项产品市场占有率位居行业前列。

图表 1 公司主要产品和客户



资料来源：公司招股说明书

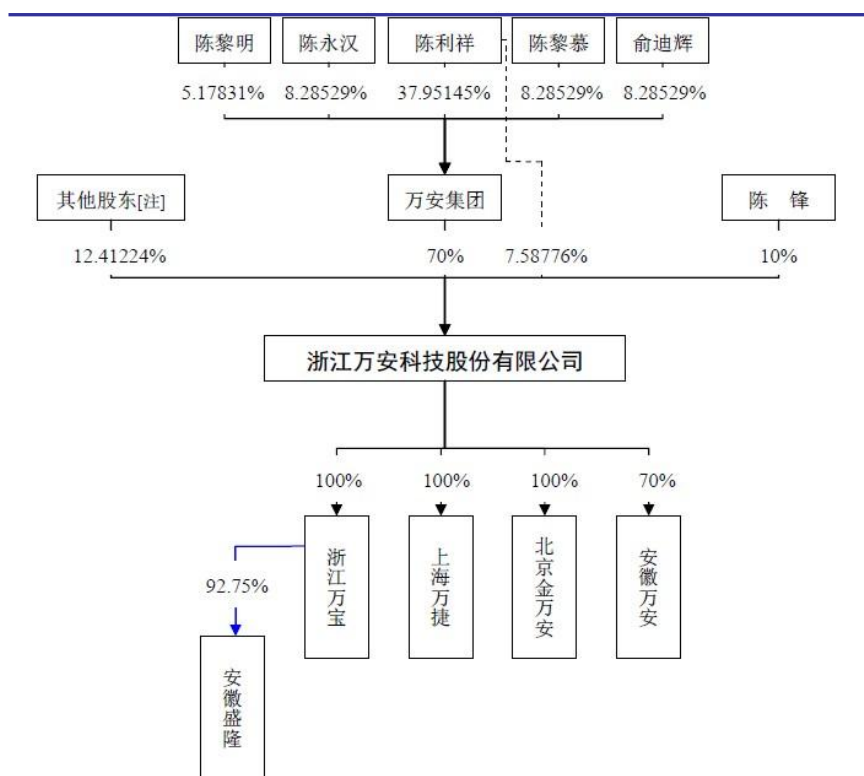
图表 2 公司乘用车（左图）和商用车（右图）主要产品示意图



资料来源：公司招股说明书

公司控股股东是万安集团，实际控制人是陈利祥等自然人。

图表 3 发行前公司股权结构和控股、参股子公司情况



资料来源：公司招股说明书

图表 4 公司控股、参股公司 2010 年经营情况

	持股比例	总资产（万元）	净资产（万元）	净利润（万元）
浙江诸暨万宝机械	100%	40536.14	6349.07	1073.5
上海万捷汽车控制系统	100%	7836.34	1793.18	821.18
安徽万安汽车零部件	70%	10563.6	5898.02	301.98
北京金万安汽车电子技术研究	100%	191.85	158.17	64.69
安徽盛隆铸业	92.75%	6897.31	5004.85	11.62

数据来源：公司招股说明书

二、 公司主要产品市场份额位居行业前列

汽车制动系统一般由供能装置、控制装置、传动装置和制动器四部分组成，其主要功能可以分为行车制动、辅助制动、驻车制动三类。按照供能装置的不同，汽车制动系统可以分为机械式、气压式和液压式三类；机械式制动力较小，主要用于驻车制动，气压和液压式则能够提供较大制动力，主要用于行车制动。乘用车基本采用液压制动系统，商用车主要采用气压制动系统。

公司的主要竞争对手浙江万向系统有限公司、瑞立集团有限公司、浙江亚太机电股份有限公司、武汉元丰汽车零部件有限公司、重庆红宇精密工业有限责任公司等。

图表 5 公司及主要竞争对手的客户、经营概况

	主要客户	经营概况
--	------	------

浙江万向系统有限公司	上海德尔福、神龙汽车、广汽长丰、长安汽车、哈飞汽车、江西昌河、长城汽车、曙光汽车、江淮汽车、一汽集团等	万向集团有限公司下属企业，拥有盘式制动器总成产能 200 万只、鼓式制动器总成产能 100 万只、真空助力器总成产能 50 万只、液压制动分泵产能 250 万只、刹车片产能 200 万只、气刹车制动器总成产能 50 万只、铸件产能 5 万吨。浙江万向在盘式制动器、真空助力器产品市场份额分别为 2.91%、7.98%，分别列行业第八位、第三位
瑞安汽车零部件有限公司	一汽集团、东风汽车、上汽集团、中国重汽、北汽福田、江淮汽车、北方奔驰、杭州日产柴等	瑞立集团下属公司，已在美国 NASDAQ 上市，专业制造世界上各种卡车、客车等商用车的气制动系统产品，拥有气制动系统部件年产能 280 万只
浙江亚太机电股份有限公司	神龙汽车、长安汽车、江铃汽车、郑州日产、一汽集团、奇瑞汽车等	拥有盘式制动器产能 250 万只、鼓式制动器总成产能 250 万只、制动总泵产能 50 万只、制动分泵产能 400 万只、真空助力器产能 35 万只、离合器总泵产能 85 万只、离合器分泵产能 100 万只。亚太机电在离合器总泵市场占有率为 32.13%，离合器分泵市场占有率为 34.07%，液压制动总泵市场占有率为 36.61%，真空助力器市场占有率为 7.26%，分别排名第一、第一、第一、第五
武汉元丰汽车零部件有限公司	黄海汽车、北方奔驰、陕西重汽、东风汽车、郑州宇通、江海汽车等	专业生产液压及气压盘式制动器，拥有液压盘式制动器产能 200 万只、气压盘式制动器产能 32 万只。武汉元丰盘式制动器市场占有率为 3.65%，排行行业第七位
重庆红宇精密工业有限责任公司	福特汽车、长安汽车、昌河铃木、长城汽车等	拥有鼓式制动器、盘式制动器产能各约 285 万只，真空助力器、液压制动总泵产能各约 28 万只，盘式制动器市场占有率 14.69%，排行行业第四位
浙江万安科技股份有限公司	一汽集团、北汽集团、江淮等国内主要商用车厂商以及比亚迪、奇瑞、吉利等国内自主品牌乘用车厂商	拥有年产气制动系统部件 420 万只、液压制动系统部件 130 万只、气压盘式制动器总成 1.6 万只、液压盘式制动器总成 50 万只、离合器操纵系统部件 250 万只及气压 ABS 1.8 万台的生产能力

资料来源：公司招股说明书、相关公司网站等

公司目前在汽车制动系统行业已经具有一定的规模、质量、品牌、技术优势，主要产品市场份额均居国内前列。

图表 6 公司主要产品市场占有率和排名

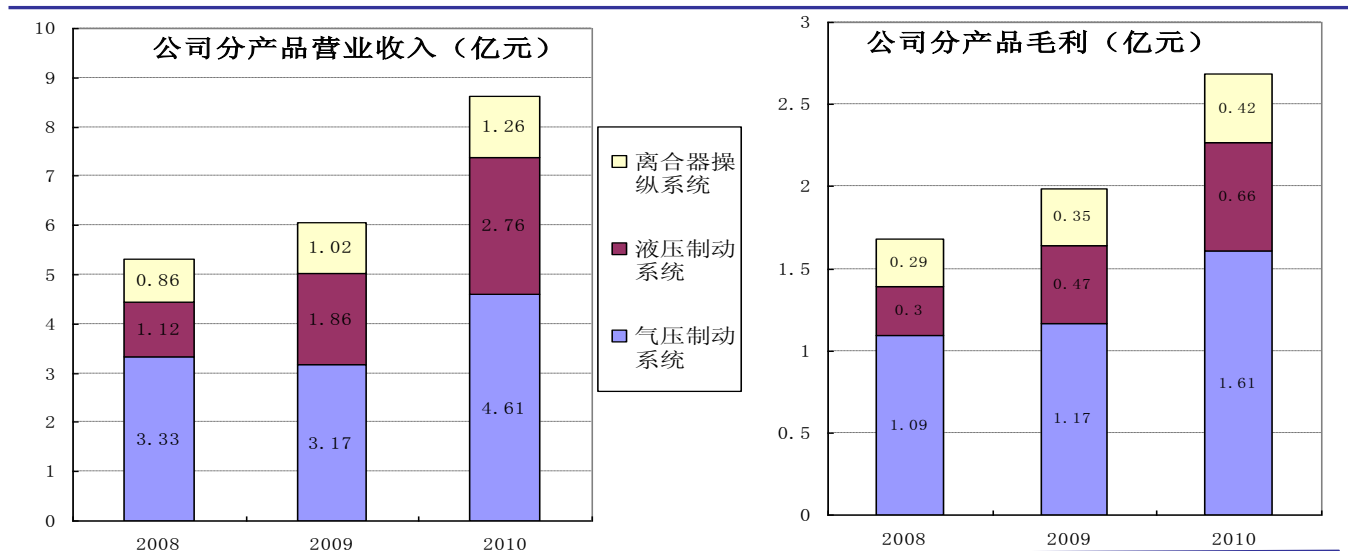
分类	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	占有率 (%)	排名	占有率 (%)	排名	占有率 (%)	排名
气制动阀系列	12.11	—	20.27	—	18.27	—
前后制动室	12.98	第三位	39.83	第二位	15.75	第四位*
(气压) 盘式制动器	2.23	第九位	3.66	第七位	—	—
(液压) 总成						
液压制动总泵	3.87	第八位*	6.77	第六位	6.34	第五位
真空助力器	7.46	第三位	7.27	第五位	1.94	第七位*
离合器助力器	51.29	第一位*	31.80	第二位*	53.66	第一位*
离合器总泵	30.16	第二位	37.94	第二位	28.37	第一位*
离合器分泵	33.12	第二位	14.42	第三位	22.07	第三位*
制动软管 (低压油管)	30.39	第一位	30.51	第二位	46.13	第一位
ABS 系统	4.23	第三位	2.22	第三位	4.33	第二位

资料来源：公司招股说明书、中国汽车工业年鉴

三、 公司主营业务与商用车产销量关联度更大

2010 年公司实现主营业务收入 8.63 亿元,其中气压制动系统 4.61 亿元,占 53%;2010 年公司主营业务毛利 2.68 亿元,其中气压制动系统 1.61 亿元,占 60%。气压制动系统主要用于商用车,公司主营业务销售收入与商用车产销量关联度更大。

● 图表 7 分产品营业收入和毛利



数据来源: 公司招股说明书

图表 8 公司主要产品销售数量 (单位: 只)

	2008 年	2009 年	2010 年
气制动系统部件	3,251,948	3,077,664	4,092,079
气压盘式制动器	10,180	10,390	15,388
气压 ABS	7,668	6,339	15,208
液压制动系统部件	477,297	893,179	1,234,902
液压盘式制动器	178,329	324,392	496,199
离合器操作系统部件	1,394,969	1,726,834	2,371,484

数据来源: 公司招股说明书

图表 9 公司主要产品销售均价 (单位: 元/只)

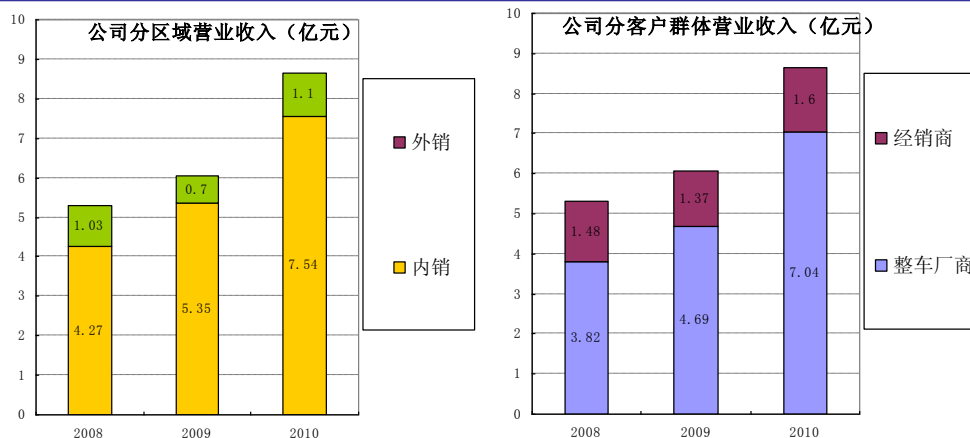
	2008 年	2009 年	2010 年
气制动系统部件	78.61	78.65	78.08
气压盘式制动器	1,946.74	1,835.35	1,870.30
气压 ABS	1,365.93	1,232.73	1,261.79
液压制动系统部件	78.82	69.23	73.75
液压盘式制动器	350.69	326.59	319.92
离合器总泵	33.59	32.35	32.52
离合器分泵	20.84	19.36	19.01
离合器助力器	167.72	163.79	173.05

数据来源: 公司招股说明书

四、 公司与整车客户配套关系稳定

汽车制动系统作为汽车核心零部件，行业内竞争主要集中在整车配套市场。公司 2010 年向整车厂商销售 7.04 亿元，占公司主营业务收入的 81%；向经销商销售 1.6 亿元，占 19%，主要针对维修市场和出口市场。分区域来看，公司 2010 年内销占主营业务收入比例为 87%，出口占 13%。

图表 10 公司分区域和分客户群体营业收入



数据来源：公司招股说明书

公司前 5 家客户为一汽集团、江淮汽车、东风汽车、奇瑞汽车、力帆汽车，除这 5 家外，公司主要客户还包括厦门金龙、北汽福田、合肥纳法车桥、上汽集团、郑州宇通。公司主要客户中，一汽、东风和奇瑞有自己下属的制动系统设备厂，但这些整车并未对外部制动系统设备产品设置较高的准入门槛，公司已与这些整车厂建立了较为稳固的合作关系。2010 年公司对前 5 大客户销售额为 3.55 亿元，占公司主营业务收入的 41%。

图表 11 公司向前 5 大客户销售情况

	下属制动系统设备厂	竞争对手的供货品种	竞争对手供货量 (万只)	公司供货品种	公司供货量 (万只)	2008 年		2009 年		2010 年	
						销售额 (万元)	占比	销售额 (万元)	占比	销售额 (万元)	占比
一汽集团	有，一汽富奥	气压盘式制动器、气制动系统部件、离合器操作系统部件	44	气制动系统部件、气压盘式制动器、离合器操作系统部件	71	6,134	11.57%	8,341	13.79%	14,207	16.46%
江淮汽车	无	液压制动系统部件、离合器操作系统部件、气制动系统部件、盘式制动器	12.8	气制动系统部件、液压制动系统部件、液压盘式制动器、离合器操作系统部件	157	4,461	8.42%	6,606	10.92%	8,614	9.98%
东风汽车	有，东风科技	气压盘式制动器、气制动系统	24.5	气压盘式制动器、离合器操作	16	3,715	7.01%	3,699	6.11%	4,714	5.46%

		部件、离合器操作系统部件		系统部件							
奇瑞汽车	有，芜湖伯特利	液压盘式制动器	10.5	液压制动系统部件、液压盘式制动器、离合器操作系统部件	30	2,661	5.02%	2,924	4.83%	4,136	4.79%
力帆汽车	无	液压制动系统部件及液压盘式制动器	2	液压盘式制动器	11	2,362	4.46%	2,754	4.55%	3,822	4.43%

数据来源：公司招股说明书

五、 零部件采购占主营业务成本的 2/3

公司主要材料成本占产品成本比重在 75% 左右，其中零部件采购占比较大，2010 年公司零配件采购额为 3.98 亿元，占公司主营业务成本的 67%。2010 年公司直接采购铸铁件、铝、钢板分别占公司主营业务成本的 6%、3%、1%，电力占公司主营业务成本的 2%。公司的前 5 家零配件和原材料供应商是瑞安市海普汽车部件有限公司、莱州三力汽车配件有限公司、永康市欧亿工贸有限公司、铁岭辽北汽车零部件有限责任公司、重庆长江轴承有限公司，公司 2010 年向前 5 家供应商采购额为 1.26 亿元，占公司主营业务成本的 21%。

图表 12 公司材料和能源采购成本情况

时间	项目	采购额(万元)	采购量	年均单价(元)
2010 年度	铝(吨)	1,492.66	1,039.58	14,358.30
	钢板(吨)	744.32	1,061.13	7,014.41
	铸铁件(只)	3,624.45	2,318,832	15.63
	零配件(只)	39,820.47	23,051,467	17.27
	电力消耗(千瓦)	1,036.33	10,344,842	1.00
2009 年度	铝(吨)	656.09	496.50	13,214.30
	钢板(吨)	323.86	616.60	5,252.35
	铸铁件(只)	2,458.16	1,715,275	14.33
	零配件(只)	25,354.52	15,545,383	16.31
	电力消耗(千瓦)	752.76	9,409,440	0.80
2008 年度	铝(吨)	644.48	392.54	16,418.20
	钢板(吨)	288.21	460.15	6,263.39
	铸铁件(只)	2,611.62	1,934,893	13.50
	零配件(只)	21,779.72	13,203,084	16.50
	电力消耗(千瓦)	670.21	8,936,127	0.75

数据来源：公司招股说明书

六、 商用车和自主品牌乘用车产销量景气度回落

我们判断公司配套商用车营业收入占比超过 60%。2011 年商用车形势不容乐观，前 4 个月共生产商用车 152.22 万辆，同比增长 0.54%；其中 4 月份生产商用车 37.88 万辆，同比下降 10.10%。未来几年铁路大规模建设，铁路货运能力将大幅增长，将对公路货运

形成挤压；2009年下半年和2010年商用车销量高速增长使得现有商用车保有量偏高；经济结构调整也将会使得货运周转量增速放缓；这些都会对未来一段时间商用车产销量带来负面影响。我们判断未来三年商用车产销量将以低增长为主，其中2011年可能出现负增长。

自主品牌轿车2009、2010年受益于汽车刺激政策较大，2011年政策退出后受冲击较大。2011年前4个月自主品牌江淮、奇瑞、吉利、比亚迪乘用车产量分别同比增长17%、6%、5%、-27%。我们预计2011年全年自主品牌轿车销量和2010年基本持平。

2010年颁布的国家强制性标准GB7258（征求意见稿）要求中重型货车、大中型客车和危险货物运输车所有车轮装备盘式制动器，但具体执行力度和实施时间仍具有不确定性，公司已经为此准备了年产20万只气压盘式制动器的产能。

由于GB7258实施具有不确定性，我们暂不考虑该标准实施对行业和公司的影响，我们预计2011年公司营业收入增幅为12%。

图表 13 公司收入按下游类型分拆

	主要客户	比例	2011年产销增长预测
货车	一汽、江淮、东风等	50%	-5%
客车	金龙、宇通等	10%	10%
自主品牌轿车	比亚迪、江淮、奇瑞、吉利等	15%	0%
出口	经销商	15%	20%
国内售后	经销商	5%	10%
其他		5%	5%

数据来源：华泰证券研究所

图表 14 2011年4月汽车分车型销量

	4月销量同比增长	1-4月销量累计同比增长
乘用车：	2.8%	7.6%
基本型乘用车(轿车)	4.2%	7.9%
多功能乘用车(MPV)	3.9%	14.7%
运动型多功能乘用车(SUV)	19.4%	38.9%
交叉型乘用车	-10.5%	-6.7%
商用车：	-7.8%	1.1%
大中型客车(含非完整车辆)	-14.8%	-3.4%
轻型客车(含非完整车辆)	6.1%	17.2%
重卡(含非完整车辆)	-8.3%	3.3%
中卡(含非完整车辆)	7.5%	2.2%
轻卡(含非完整车辆)	-6.0%	-0.7%
微卡(含非完整车辆)	-25.6%	-3.7%
总计：	-0.2%	5.9%

数据来源：CAAM

七、 公司合理价格区间为 12.90~17.40 元

本次募集资金主要投向以下四个项目，包括：1) 年产200万只气制动系统部件技改项目；2) 年产20万只气压盘式制动器技改项目；3) 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。募投项目在有效解决公司产能瓶颈的同时，优化现有产品结构。

目前汽车零部件上市公司 2010 年静态 PE 约 10~15 倍, 公司 2010 年净利润 0.84 亿元, 对应价值为 8.4~12.6 亿元, 加上本次发行募得现金 3.64 亿元, 公司总价值在 12.04~16.24 亿元, 对应发行后总股本每股合理价格区间为 12.90~17.40 元。

图表 15 万安科技利润表预测

单位: 百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	868	975	1126	1295
营业成本	597	683	788	906
营业税金及附加	4	5	5	6
营业费用	68	79	90	104
管理费用	83	95	109	126
财务费用	14	3	4	5
资产减值损失	5	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	96	106	125	143
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	99	106	125	143
所得税	14	16	19	22
净利润	84	90	106	121
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	84	90	106	121
EBITDA	111	121	142	161
EPS (元)	0.90	0.96	1.13	1.30

数据来源: 公司招股说明书、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 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；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。