

关注海外市场，期待产能扩张 ——万丰奥威深度调研报告

万丰奥威
002085

铝轮行业龙头，汽、摩轮共同发展

2011年6月，公司采用非公开发行股票方式，购买浙江万丰摩轮有限公司75%股权，形成了当前汽、摩轮共同发展的业务格局。

汽轮业务——市场空间广阔，未来增速可期

铝轮未来需求还会快速增加：1、受益乘用车销量的快速增长，铝轮需求亦水涨船高；2、节能降耗的趋势进一步加快铝轮替代钢轮过程。

涂装轮是主要产品，锻造轮是未来业绩增长点。涂装轮是公司主要收入来源，2011年上半年主营收入占比90.65%。年产45万件半固态锻造汽车铝轮项目的产品已送至客户处试验，今年有望实现量产。

规模优势突出，产能利用率较高，拟发行不超过6.5亿元债券获批。公司汽车铝合金车轮产能1100万件，在行业内位列前三，2010年产能利用率为93.64%。

国内市场：订单布局的优化可提高盈利能力。公司主要客户有上海大众、一汽大众、长安福特、东风本田、北京现代、神龙、奇瑞等。目前，公司的订单布局并不十分合理，通过优化可提升盈利能力。

国外市场：提升OEM占比，提高盈利能力。在国外市场中，OEM营收占比仅为41.89%，预计未来国外市场中OEM业务占比将会逐步提高。美国汽车市场出现回暖，2012年1-2月轿车销量同比增长22.54%。

摩轮业务——受益国外市场，实现稳步增长

公司拥有摩托车车轮产能1800万件，2010年公司共生产1667万件，估计占全球的摩托车铝合金车轮产量的25%左右。

公司的客户基本都是一线摩托车生产厂商。公司客户主要有大长江、本田、铃木、雅马哈、比亚乔等。

公司产品大部分销往发展中国家，约50%销往印度。公司与印度前三大摩托车生产厂商英雄本田、百佳杰、TVS都有合作关系，估计产品在印度的市场占有率约为40%左右，充分享受了印度市场的高增长。

投资卡耐新能源，享受新能源估值溢价

2011年5月，公司投资上海卡耐新能源有限公司，持股15%。卡耐新能源从事于动力锂电池业务，拥有雄厚的股东背景和先进的产品技术。预计将于2012年上半年投产。

盈利预测和投资评级

我们预测2011年-2013年公司EPS分别为0.58元、0.62元和0.68元，对应PE为15.9倍、14.7倍和13.5倍，给予“增持”的投资评级。

首次 增持

分析师：闻祥

投资咨询执业证书编号：

S0630511070001

021-50586660-8627

wenx@longone.com.cn

联系人：吴剑

021-50586660-8615

wujian@longone.com.cn

日期

发布日期：2012年03月08日

分析日期：2012年02月12日

调研日期：2012年02月08日

价格

当前市价：9.17元

半年目标：11.60元

股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.47	0.58	0.62	0.68
PE	38.3	15.9	14.7	13.5
PB	5.5	2.2	2.1	1.8

正文目录

一、铝轮行业龙头，汽、摩轮共同发展	4
1.1、铝汽、摩轮产销规模行业领先	4
1.2、非公开发行业方式收购万丰摩轮 75%股权	5
二、汽轮业务——市场空间广阔，未来增长可期	6
2.1、市场与技术共同推动铝轮行业快速成长	6
2.1.1、乘用车增量和铝轮替代提升铝轮需求	6
2.1.2、国内龙头公司已掌握先进的铝轮锻造技术	8
2.2、公司竞争力强，增长潜力大	8
2.2.1、涂装轮是主要产品，锻造轮是未来业绩增长点	8
2.2.2、规模优势突出，产能利用率较高	9
2.2.3、拟发行不超过 6.5 亿元债券获批	9
2.2.4、国内市场：订单布局的优化可提高盈利能力	10
2.2.5、国外市场：提升 OEM 占比，提高盈利能力	10
三、摩轮业务——受益国外市场，实现稳步增长	11
3.1、摩托车行业仍有较大的发展空间	11
3.2、公司拥有较好的客户资源与市场分布	13
四、投资卡耐新能源，享受新能源估值溢价	13
4.1、以电池为切入点，投资卡耐新能源	13
4.2、卡耐新能源拥有股东背景优势和产品技术优势	14
4.3、看好新能源电池业务，享受新能源估值溢价	15
五、盈利预测和投资评级	15
六、风险提示	15

图表目录

图 1 汽车铝合金车轮	4
图 2 摩托车铝合金车轮	4
图 3 公司近两年一期备考营业收入	4
图 4 万丰奥威营业收入及同比增速（收购前）	5
图 5 万丰摩轮营业收入及同比增速	5
图 6 2010 年公司主营业务收入构成（备考）	5
图 7 2010 年公司毛利构成（备考）	5
图 8 公司股权结构	6
图 9 乘用车销量和同比增速	7
图 10 2011 年上半年国内 OEM、AM 的主营业务占比	10
图 11 国外市场 OEM、AM 的主营业务占比	11
图 12 中国摩托车产量和同比增速	12
图 13 印度二轮摩托车的销量及同比增速	13
图 14 印尼摩托车产量及其同比增速	13
图 15 锂离子电池单体	14
图 16 锂离子电池包	14
表 1 铝轮、钢轮优缺点对比	7
表 2 铝轮主要生产工艺	8
表 3 公司主要产品 2011 年上半年经营情况	8
表 4 年产 45 万件半固态锻造汽车铝轮项目设立、变更历史	9
表 5 国内主要汽车铝合金车轮生产企业	9
表 6 2011 年上半年公司三大生产基地客户分布情况	10
表 7 卡耐新能源的股权结构	14
表 8 公司营业收入分产品预测	15

一、铝轮行业龙头，汽、摩轮共同发展

1.1、铝汽、摩轮产销规模行业领先

万丰奥威主要从事于铝合金车轮的研发、生产和销售，是国内最大的铝合金车轮生产企业之一。2001 年，万丰奥威集团作为主发起人，联合中国汽车技术研究中心和徐晓芳等 9 名自然人，发起设立本公司，注入了汽轮业务资产；2006 年 11 月公司在深圳中小板上市；2011 年公司又收购了集团旗下的浙江万丰摩轮有限公司 75% 股份，形成了目前的汽、摩轮共同发展的业务格局。

公司为铝轮行业龙头，主要产品为配套于汽车和摩托车的铝轮，即汽车铝合金车轮和摩托车铝合金车轮。2010 年，公司汽车铝合金车轮的产量位于国内前三，摩托车铝合金车轮的产量位于世界第一。

图 1 汽车铝合金车轮



图 2 摩托车铝合金车轮

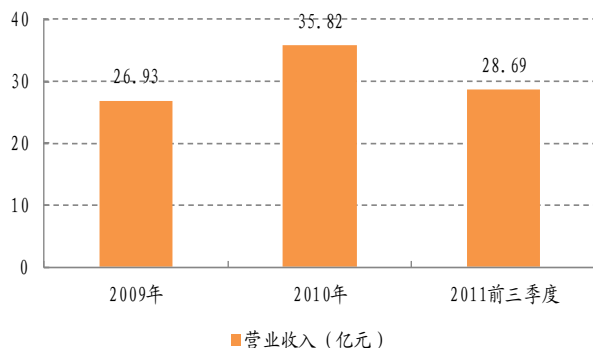


资料来源：互联网，东海证券研究所

2010 年，公司共实现营业收入 35.82 亿（备考），同比增长 33.00%；其中汽轮销售收入 18.48 亿，同比增长 40.54%；摩轮销售收入 16.60 亿，同比增长 26.47%。

2011 年，受国内汽车市场不景气影响，公司增速显著下滑，实现营业收入 39.33 亿（来自 2011 年业绩快报），比 2010 年营业收入（备考）增长 9.82%；归属母公司净利润 2.25 亿，比 2010 年归属母公司净利润（备考）下降 34.54%。

图 3 公司近两年一期备考营业收入



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4 万丰奥威营业收入及同比增速（收购前）

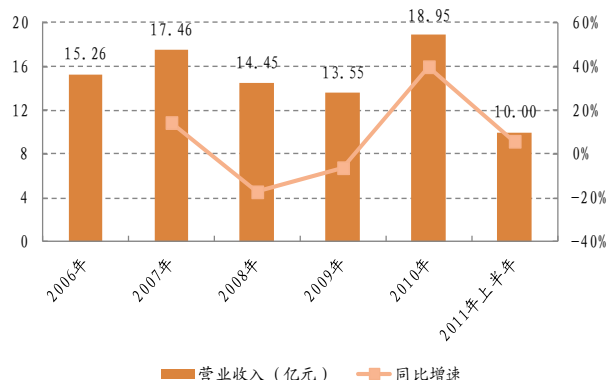
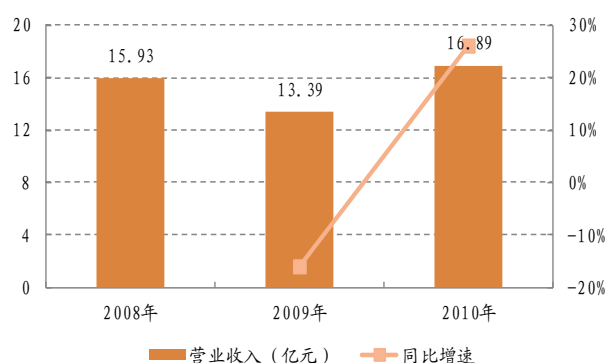


图5 万丰摩轮营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图6 2010年公司主营业务收入构成（备考）

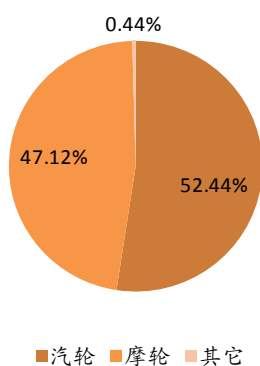
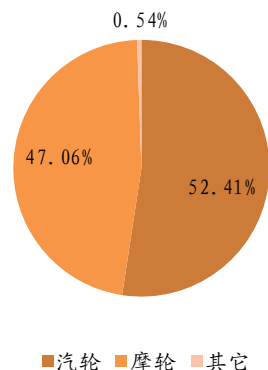


图7 2010年公司毛利构成（备考）

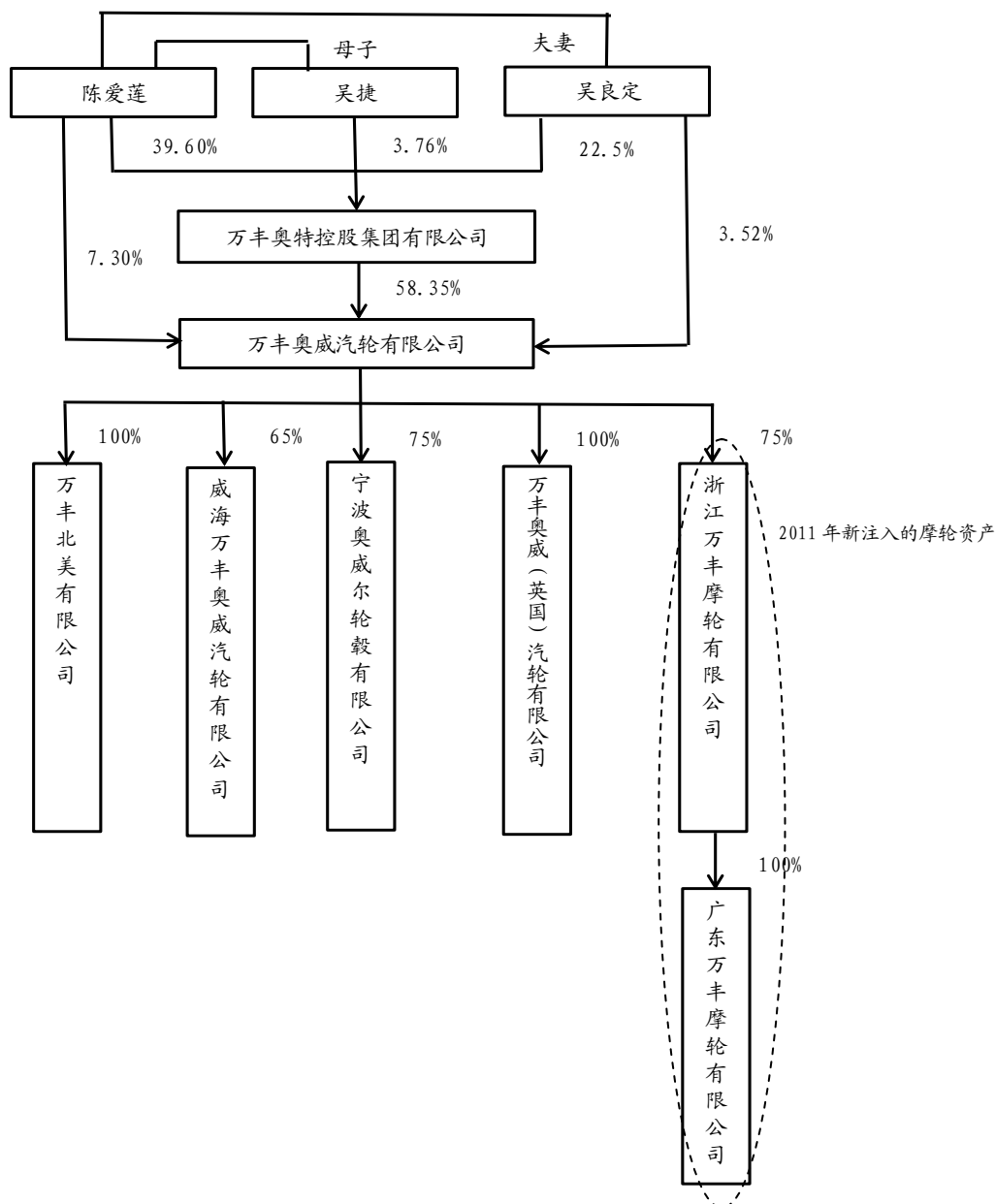


资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2、非公开发行方式收购万丰摩轮 75%股权

2011年，公司采用非公开发行股票方式，发行1.06亿股，发行价7.85元，向万丰集团、张锡康、蔡竹妃、倪伟勇购买其合计持有的浙江万丰摩轮有限公司75%股权，8月完成收购，三季度开始并表。交易完成后，陈爱莲、吴良定、吴捷直接或间接持有公司69.17%的股份，仍是公司的实际控制人。我们认为，收购摩轮资产利于公司加强协同效应，同时也可有效防止汽轮与摩轮业务间的利润转移。

图 8 公司股权结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

二、汽轮业务——市场空间广阔，未来增长可期

2.1、市场与技术共同推动铝轮行业快速成长

2.1.1、乘用车增量和铝轮替代提升铝轮需求

优势突出，铝轮已经成为大部分乘用车的标配。相比于钢制车轮，铝合金车轮在重量、美观、散热等方

面都有明显的优势，虽然历史较短，但发展较快。我国 1995 年铝合金车轮的装车率为 18%，到 2003 年，装车率已提高到 35%，尤其是中、高档轿车基本都选用了铝合金车轮。

表 1 铝轮、钢轮优缺点对比

类型	优点	缺点	主要应用领域
铝合金车轮	重量较轻，利于节能降耗； 尺寸精度高，整车行驶性能好； 美观性好，款式丰富，易清理； 散热性好。	价格较高； 承载性能、平衡指标弱于钢轮。	轿车、SUV、MPV 等
钢制车轮	承载性能好； 价格较低； 平衡指标优良。	重量较重，装备后油耗较大； 美观性不如铝合金车轮。	卡车、客车、微车

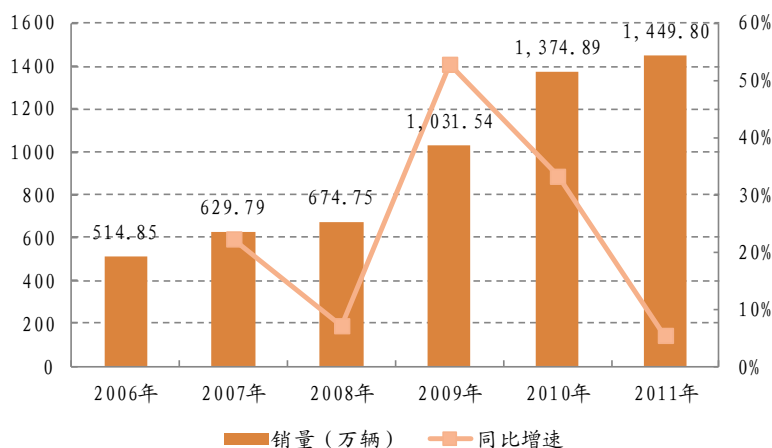
资料来源：金固股份招股说明书，兴民钢圈招股说明书，东海证券研究所

铝合金车轮需求的快速增加主要来自两个方面：

第一，受益乘用车销量的快速增长，铝轮需求亦水涨船高。

近几年，乘用车一直处于快速增长期，平均复合增速（2006-2011）达到了 23.01%。受汽车刺激政策退出和货币紧缩影响，2011 年我国共销售乘用车 1449.80 万辆，同比增速从 2010 年的 33.29%降到 5.45%。我们认为，由于我国经济快速增长的趋势不变，居民购车需求依然旺盛，长期看乘用车销量仍会保持 10%左右的平均增速。由于铝轮已是乘用车的主流配置，乘用车销量的增长自然会推动铝轮的需求。

图 9 乘用车销量和同比增速



资料来源：中汽协，东海证券研究所

第二，节能降耗的趋势进一步加快铝轮替代过程。

根据工业转型升级规划（2011-2015 年），到 2015 年节能型乘用车新车平均油耗降至 5.9 升/百公里。而在各项降低油耗的措施中，通过装配铝轮以达到降低油耗的方式技术成熟、效果明显。根据一汽奥迪做的试验，一辆轿车换装铝轮后，每行驶 10 万公里即可节约汽油 52.4L，约合 408.2 元。

经济型轿车和交叉型乘用车是未来的主要铝轮替代领域。在经济型轿车和交叉型乘用车中，钢制车轮应用广泛，诸如捷达伙伴、五菱之光 6300Q 等采用的均为钢制车轮。我们估计，钢制车轮在经济型轿车和交叉型乘用车中的装配比例分别达到 30% 和 70% 以上，铝轮替代空间较大。

2.1.2、国内龙头公司已掌握先进的铝轮锻造技术

汽车铝合金车轮的生产工艺主要有铸造和锻造两种。锻造工艺是未来来的发展方向，技术先进，但成本较高，多用于满足高端需求。采用锻造工艺生产的同规格车轮，力学性能要比铸造汽轮高 18% 以上，重量低 15% 以上。目前，国内铝轮龙头中公司和中信戴卡均已拥有自己的锻造轮生产线。

表 2 铝轮主要生产工艺

工艺名称		工艺介绍	优点	缺点	应用范围
铸造工艺	低压铸造	利用压缩空气将铝液压到铸造机模具中直到凝固	技术成熟，工艺相对简单	若产品结构复杂，铸件容易产生缺陷	目前行业主流工艺
	重力铸造	铝液在重力作用下注入铸型	成本最低，工艺最简单	金属晶粒大，强度较差，生产效率低	汽轮行业中已淘汰，多用于摩轮制造
	挤压铸造	向铸模中定量浇入铝液，施加较高的机械压力使其成型凝固	铸件表面光洁，机械性能接近锻造工艺	产品壁厚不能太薄	小部分厂商采用
锻造工艺		利用锻压机械对金属坯料施加压力，使其成型凝固	组织致密，机械强度高，适应性强，尺寸精度高	工艺难度大，设备投入高	中高端轿车，豪华客车

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

2.2、公司竞争力强，增长潜力大

2.2.1、涂装轮是主要产品，锻造轮是未来业绩增长点

毛坯轮是指未经表面处理的车轮半成品，主要有铸造和锻造两种制造工艺。公司的主要产品为铸造轮，根据表面处理不同又可分为涂装轮、电镀轮、抛光轮。

表 3 公司主要产品 2011 年上半年经营情况

产品名称		营业收入	主营占比	毛利率	均价
铸造轮	涂装轮	889,310,427.21	90.65%	17.43%	230.98
	电镀轮	60,272,917.26	6.14%	10.88%	712.99
	抛光轮	27,562,746.09	2.81%	23.33%	—
	毛坯轮	3,871,272.75	0.39%	23.09%	—
锻造轮		暂未实现批量化生产			

资料来源：公司公告，东海证券研究所

年产 45 万件半固态锻造汽车铝轮项目调整后项目投资总额为 2.24 亿元，根据 2011 年半年报，该项目已累计投入 1.89 亿，投资进度 84.22%。若项目完全达产，将新增 18 英寸以上的大型铝轮产能 25 万件，18 英寸以下的中型铝轮产能 20 万件。

表 4 年产 45 万件半固态锻造汽车铝轮项目设立、变更历史

日期	投资额	调整原因
2006 年 12 月	项目总投资 2.79 亿元	
2007 年 11 月	项目总投资由 2.79 亿元调整为 2.09 亿元	设备、厂房土建金额的调整； 共用现有资源，取消新涂装车间建设
2010 年 9 月	项目总投资由 2.09 亿元调整为 2.24 亿元	客户要求建立独立的涂装车间

资料来源：公司公告，东海证券研究所

锻造轮在力学性能、重量、尺寸方面均有明显的优势，符合汽车铝合金车轮大尺寸、轻量化的发展方向。公司拥有国内第二条锻造轮生产线，站在了行业的技术制高点，对增强产品盈利能力，提升公司美誉度都有重要意义。

锻造轮项目现在尚未进入量产阶段，产品正在试用过程中。项目的实际进度低于预期的主要原因有两个：首先，由于锻造轮属于高端产品，主要用于豪华客车与高档乘用车，客户对产品的市场投放相对谨慎；其次，项目应客户要求重新建立独立的涂装车间。目前公司正加紧整个项目的推进速度，产品已送至客户处试验，如果技术指标符合要求，今年项目有望实现批量化生产。如果今年该项目的产能利用率能达到 10%，估计能增加公司营业收入 0.5 亿，增加净利润 750 万。

2.2.2、规模优势突出，产能利用率较高

公司是铝合金车轮制造业中唯一一家在 A 股上市的企业，利用融资的便利性和成本优势，公司不断扩大产能，目前公司汽车铝合金车轮产能已达到 1100 万件，在行业内位列前三。另外，公司同时也是国内最大的摩托车铝合金车轮生产厂商，若再加上公司 1800 万件的摩轮产能，公司铝合金车轮在产销规模上将排名全国第一。

表 5 国内主要汽车铝合金车轮生产企业

公司名称	2010 年产量 (件)	占行业总产量比例	主要客户
中信戴卡	21,538,491	28.65%	50%以上的产品出口国际市场，为世界排名前十二家汽车厂配套
万丰奥特 (万丰奥威母公司)	10,300,000	13.70%	通用、福特、菲亚特、大众、丰田、PSA、现代等
六丰机械	-	-	丰田、福特、铃木、上海通用、上海大众、三菱、一汽大众等

资料来源：《2011 汽车工业年鉴》，公司网站，东海证券研究所

尽管公司产能较大，但仍略显紧张。2010 年产能利用率为 93.64%，铸造车间、机加工车间均实行三班倒制。为解决产能瓶颈，2011 年年底，公司新昌基地进行了产能梳理，进一步优化了各个工序的资源配置，最大程度发挥现有产能。

2.2.3、拟发行不超过 6.5 亿元债券获批

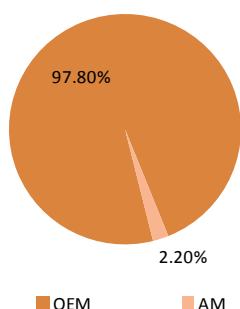
公司拟公开发行不超过 6.5 亿元的公司债券，债券期限 5 年，在第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。根据公告，其中暂定 0.71 亿元用于偿还短期银行贷款，剩余部分用于补充流动资金。2012 年 1 月公司发债申请已获得证监会的核准。

2011 年第三季度，公司资产负债率为 33.2%，属于行业正常水平。考虑到公司现有产能略显紧张，我们认为，公司未来有产能扩张项目。

2.2.4、国内市场：订单布局的优化可提高盈利能力

公司的国内市场基本全是 OEM 业务，占主营收入比例为 97.8%，主要客户有上海大众、一汽大众、长安福特、东风本田、北京现代、神龙、奇瑞等。通过多年合作，公司已与国内整车厂商建立了稳定的供货关系，客户粘度大，产品需求稳定增长。

图 10 2011 年上半年国内 OEM、AM 的主营业务占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司的订单布局并不十分合理，有进一步优化的空间。以客户北京现代为例，北京距离威海工厂的公路里程约 700 公里，距离新昌工厂的公路里程约 1200 公里，目前北京现代的铝轮基本由新昌工厂供应，如果改由威海工厂供应可减少 500 公里的公路里程，每吨铝轮可节约运费约 200 元左右。

表 6 2011 年上半年公司三大生产基地客户分布情况

生产地	营业收入（亿元）	营业利润（亿元）	产能（万件）	主要客户
浙江新昌总部	-	-	600	菲亚特、现代、通用、大众等
威海万丰公司	3.22	0.46	350	神龙、奇瑞等
宁波奥威尔公司	1.49	0.03	150	主要面向国外 AM 市场

资料来源：公司公告，东海证券研究所

订单布局的优化将是一个持续推进的过程。想要改变供货的工厂必须得到客户的认可，需要一定的时间。2010 年，公司的运输费用为 3006.46 万元，占公司营业总成本的比例为 1.75%。我们认为，订单优化将会是一个持续的推进过程，运输费用占公司营业总成本的比例将逐步降低。

2.2.5、国外市场：提升 OEM 占比，提高盈利能力

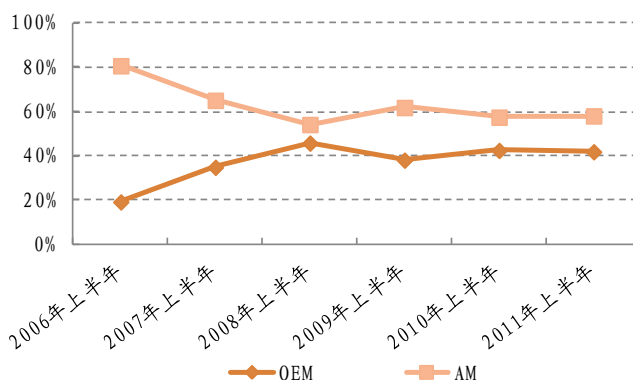
在国外市场中，AM 仍是主要的收入来源，2011 年上半年占国外主营收入的比例为 58.11%。由于使用对象不同，AM 的特点是多品种少批量，市场进入相对容易，但竞争激烈；相对的，OEM 的特点是需求量大，关系稳定，市场壁垒相对较高。综合考虑，OEM 更利于提高公司盈利能力。

因此，提升 OEM 占比是公司近几年海外工作的重点。目前，国外市场的主要 OEM 客户有菲亚特、通用、

福特、大众、PSA 等；主要 AM 客户有 Femtec Inc、Minor Tire and Vision Wheel Inc 等。为提高 OEM 比例，公司将奔驰（国外）、德国大众设为海外开发重点，如果一切顺利，相关项目将在 1 年半后开始贡献业绩。

我们认为，未来几年公司的 OEM 业务占比将会逐步提高。

图 11 国外市场 OEM、AM 的主营业务占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

国外市场方面，美国汽车市场明显回暖，2012 年 1-2 月，美国共销售轿车 105.77 万辆，同比增长 22.54%。2000 年-2007 年，美国汽车销量在 1700 万辆左右波动。受金融危机影响，汽车销量快速下滑，2011 年汽车销量为 1304.06 万辆左右，低于潜在需求。我们认为，伴随美国经济状况好转，美国汽车销量将会持续增长。

海外市场的开拓过程中，公司通过各种应对措施，有效降低了反倾销和汇率波动对的影响：

反倾销难阻公司出口步伐。2010 年 5 月，欧盟开始对原产于中国的铝合金车轮征收反倾销税，但反倾销对公司的出口业务影响并不大，主要原因有：

1) 成本控制优异，价格优势明显。Ronal 是德国的汽车铝轮的 OEM 龙头企业之一，一套 16 英寸车轮网上售价最低的也要 319 英镑，折合人民币为 790 元/个，而 2011 年上半年公司涂装轮的出口均价仅为 256.03 元/个，即使加上相关销售费用以及 22.3%的反倾销税，公司产品仍十分具备竞争力。

2) 对于销往中国的整车，其车轮不征收反倾销税。

逐步实现汇率联动，降低汇率波动风险。2011 年上半年，公司的汽轮业务中出口收入为 4.76 亿，占汽轮业务收入的 48.50%。汇率波动将导致公司出口盈利的不确定性，为降低风险，公司正努力推动出口产品的价格与汇率实现联动，现已有部分客户实现了价格与汇率联动。

综合国内、外销售情况以及公司产能，我们预计，2011 年-2013 年公司的汽轮业务营收增速仍将分别达到 8.4%、7%和 9%左右。

三、摩轮业务——受益国外市场，实现稳步增长

3.1、摩托车行业仍有较大的发展空间

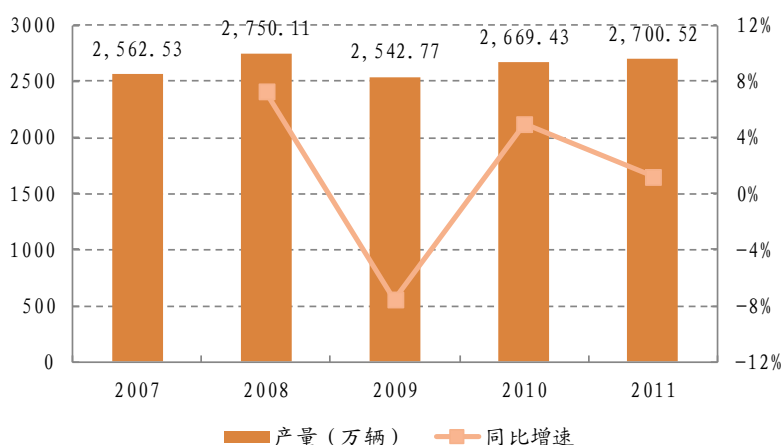
摩托车灵活便捷、价格便宜，但安全性不强，消费市场主要是经济欠发达地区。2009 年，全球共生产摩托车 4500 万辆，95%集中在发展中国家，其中中国、印度、印尼三国的产量便占到全球产量的 88%。

中国摩托车产量将维持稳定。我国是摩托车第一生产大国，2011 年我国共生产摩托车 2700.52 万辆，同比增长 1.21%。经过多年发展，我国摩托车产量已进入成熟阶段。消费市场也实现了逐步转移，由原来的城市消费转向了农村消费，由原来的经济发达的东部地区转向了经济基础相对薄弱的中西部地区。尽管汽车对摩托车的替代在持续，但广阔的农村市场仍提供了巨大的市场空间。

为赶上补贴末班车，预计 2012 年将会出现摩托车集中消费的情况。2009 年 3 月 31 日，财政部等部门共同发布了《关于印发汽车摩托车下乡实施方案的通知》，根据通知，对购买摩托车，按销售价格 13%给予补贴，购买摩托车单价 5000 元以上的，每辆补贴 650 元，截止日 2013 年 1 月 31 日。

我们预计，2012 年我国摩托车产量会略有提升，但长期看未来产量将会在 2700 万辆附近波动。

图 12 中国摩托车产量和同比增速



资料来源：中汽协，东海证券研究所

摩托车在印度等国仍属朝阳产业，增长潜力大。相比于中国摩托车行业踏入成熟期，印度、印尼等国的摩托车行业仍处于快速成长期，产量增速远超欧、美和中国。

印度：印度拥有 12 亿左右人口，人均 GDP1474.98 美元，相当于中国的 1/3 左右。在收入处于较低水平时，摩托车相比轿车更有吸引力。2011 年，印度共销售二轮摩托车 1172.61 万辆，同比增加 16.69%。由于部分摩托车不上牌照，二轮摩托车的实际销量要大于统计量，再加上部分三轮摩托车，我们预计，2012 年印度摩托车产量有望达到 1700 万辆左右。

印尼：由上万个岛屿构成，是世界最大的群岛国家，被称作“千岛之国”。复杂的地理条件、独特的消费观念决定了摩托车是当地居民主要的交通工具之一。2011 年，印尼共生产摩托车 800.63 万辆，同比增长 8.26%。我们预计，印尼摩托车产量增速会在 12%附近波动，2012 年产量有望达到 896 万辆左右。

图 13 印度二轮摩托车的销量及同比增速

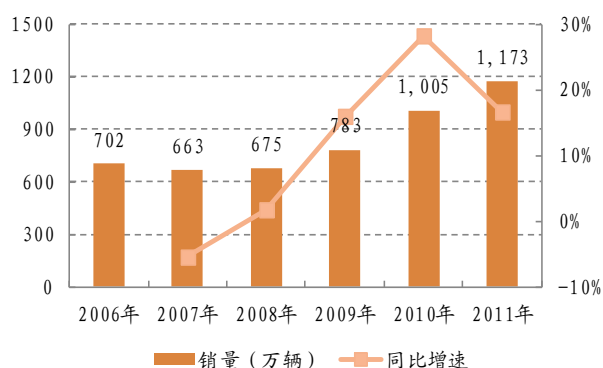
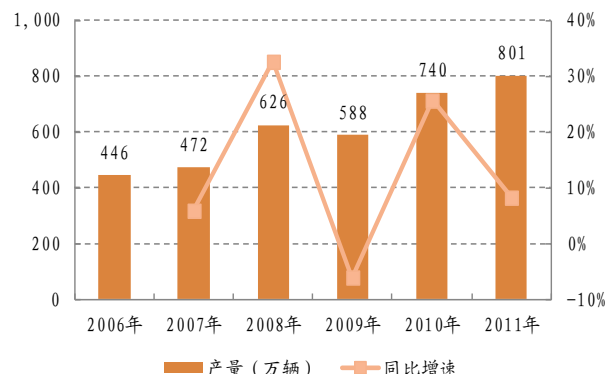


图 14 印尼摩托车产量及其同比增速



资料来源：CEIC，印尼摩托车工业协会，东海证券研究所

3.2、公司拥有较好的客户资源与市场分布

公司拥有摩托车车轮产能 1800 万件，2010 年共生产 1667 万件，估计占全球的摩托车铝合金车轮产量的 25% 左右，规模优势明显。可以说，在摩轮领域公司在全球占据主导地位，其它竞争对手的产销规模与其都存在一定差距。由于国外的竞争者诸如耐久、ROCKMAN、RICO 和 ENKEI 等产能一般都在 200 万件以下，当前公司的竞争压力主要还是来自于国内的竞争对手，诸如重庆捷力、浙江今飞，都拥有 1000 万件左右的产能。

公司的客户基本都是一线摩托车生产厂商。公司国内的主要客户是大长江和钱江摩托等，其中大长江是国内最大的摩托车生产企业，产销量连续七年排名第一，产品需求占公司年销量的 20% 左右，是公司国内的第一大客户。公司国际的主要客户是本田、铃木、雅马哈、比亚乔等，其中本田是世界最大的摩托车生产商，2009 年产量超过 1000 万辆，其子公司英雄本田、印度本田、印尼本田、五羊本田、新大洲本田与公司都有良好的合作关系，合计占公司年销量的 30% 左右。

公司产品大部分销往发展中国家。约 50% 销往印度。公司与印度前三大摩托车生产厂商英雄本田、百佳杰、TVS 都有合作关系，充分享受了印度摩托车市场的高增长。2009 年公司共生产摩托车铝轮 1422 万件，约 50% 销往印度，据此估计，公司产品在印度的市场占有率约为 40% 左右。

2010 年，公司共销售摩托车铝轮 1688.05 万件，同比增速为 22.14%，毛利率为 18.37%。我们预计，2011 年、2012 年公司摩轮销量将分别达到 1780 万件和 1890 万件左右。

四、投资卡耐新能源，享受新能源估值溢价

4.1、以电池为切入点，投资卡耐新能源

2011 年 5 月，公司出资 3600 万元人民币参与上海卡耐新能源有限公司（以下简称“卡耐新能源”）的增资扩股，持有卡耐新能源 15% 的股份。卡耐新能源从事于动力锂电池的研发、生产和销售，主要产品为三元材料动力锂电池，设计动力锂电池产能为 500 万片/年。投产后，卡耐新能源将成为国内唯一大批量生产三元材料锂电池的企业。

新能源汽车的最大技术难点在于动力电池。目前市场上的主要的锂电池类型有钴酸锂、磷酸铁锂、酸锂、三元材料四种，其中钴酸锂因安全性问题不适用于动力锂电池，而三元材料锂电池是在钴酸锂和锰酸锂基础上发展而来，结合了二者的优点，是未来动力电池的发展方向之一。

图 15 锂离子电池单体



Cell 3.7V 25Ah

图 16 锂离子电池包



Pack 37V 50Ah

资料来源：公司网站，东海证券研究所

4.2、卡耐新能源拥有股东背景优势和产品技术优势

雄厚的股东背景。中国汽车技术研究中心是卡耐新能源的第一大股东，持股 38.8%。中国汽车技术研究中心隶属于国务院国有资产监督管理委员会，是行业技术归口单位和国家政府主管部门的技术支撑机构。中国汽车技术研究中心组织制定重大关键性汽车标准，承担汽车产品强制性标准检验、试验，也是国家认监委认可的汽车行业唯一质量体系认证机构。中国汽车技术研究中心既有丰富的行业经验，也有广泛的合作资源，在卡耐新能源的发展过程中有积极的促进作用。

表 7 卡耐新能源的股权结构

股东方	股权比例
中国汽车技术研究中心	38.80%
英耐时株式会社	15.60%
ENAX USA, Inc.	15.00%
万丰奥威	15.00%
西安兰德新能源汽车技术开发有限公司	10.92%
阿尔特（中国）汽车技术有限公司	4.68%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

先进的产品技术。卡耐新能源的技术源自日本英耐时，产品采用叠片式软包装工艺各项技术指标均有良好表现：循环性能好，3000 次充放电后容量仍能保持在 85%以上；比能量高，重量比能量为 160Wh/kg，比磷酸铁锂电池高出 30%以上；产品一致性好，产品容量标准差小于 0.08Ah，配组率高。除了引进技术，耐新能源的研发中心也在筹建中，计划招聘电池研发，材料研发，PACK 研发，BMS 研发等各类专业人才，形成完善的研发体系。

4.3、看好新能源电池业务，享受新能源估值溢价

卡耐新能源预计将于 2012 年上半年投产，初期将形成 1 亿安时的产能。根据卡耐新能源提供的利润预测，2011-2015 年卡耐新能源将累计实现净利润 2.81 亿元，总投资收益率为 117%。按照公司 15% 的持股比例计算，2011-2015 年卡耐新能源预计可为公司累计带来约 0.42 亿元的净利。考虑到万丰奥威 2011 年归属母公司净利润预计约 2.24 亿，卡耐新能源对公司短期业绩影响不大。但受益政府对新能源汽车的积极推动，公司更易享受新能源估值溢价。

五、盈利预测和投资评级

关键假设：

- 万丰摩轮及其子公司通过高科技企业的审核，享受 15% 的优惠税率；
- 2012 年公司顺利发行 6.5 亿元债券。

表 8 公司营业收入分产品预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
汽轮（万元）	184,788.05	200,310.25	214,331.96	233,621.84
YOY	40.5%	8.4%	7.0%	9.0%
摩轮（万元）	166,028.12	184,955.33	194,203.09	203,913.25
YOY	26.5%	11.4%	5.0%	5.0%
合计（万元）	350,816.17	385,265.57	408,535.06	437,535.09
YOY	33.5%	9.82%	6.04%	7.10%

资料来源：东海证券研究所

短期看，美国市场逐步复苏，公司产能较紧，行业波动对公司影响较小；中期看，公司可以通过产能梳理和订单布局的优化来增强对客户的配套能力，进而节约销售费用，增强盈利能力；长期看，公司受限产能瓶颈，期待未来产能扩张。

我们预测，2011 年-2013 年公司归属母公司净利润分别为 2.24 亿、2.42 亿和 2.64 亿，同比增加 69.02%、7.87% 和 9.20%，EPS 分别为 0.58 元、0.62 元和 0.68 元，对应 PE 为 15.9 倍、14.7 倍和 13.5 倍，给予“增持”的投资评级。

六、风险提示

- 汽车行业产销增速整体下滑风险；
- 锻造轮业务无法实现批量生产风险。

三表预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	864.33	1692.47	2403.40	2539.19	营业收入	1895.36	3933.31	4170.88	4467.02
现金	220.86	482.58	1107.23	1193.09	营业成本	1547.44	3296.11	3461.83	3707.62
应收账款	390.94	689.37	721.08	781.41	营业税金及附加	8.26	14.55	15.43	16.53
其它应收款	8.76	7.18	8.20	8.23	营业费用	54.97	90.47	91.76	89.34
预付账款	21.97	64.60	98.06	74.36	管理费用	87.44	188.01	196.03	205.48
存货	143.32	288.53	293.29	304.72	财务费用	17.76	26.93	44.47	60.20
其他	78.46	160.20	175.54	177.38	资产减值损失	6.14	-3.82	2.90	-3.41
非流动资产	692.97	1059.67	1135.02	1349.62	公允价值变动收益	5.98	-0.91	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-1.39	13.00	6.00	6.00
固定资产	567.59	858.65	920.63	1040.09	营业利润	177.93	333.14	364.46	397.25
无形资产	55.53	120.80	135.49	164.12	营业外收入	11.84	11.00	6.00	6.00
其他	69.86	80.22	78.90	145.41	营业外支出	3.63	3.50	3.00	2.00
资产总计	1557.30	2752.14	3538.41	3888.81	利润总额	186.13	340.64	367.46	401.25
流动负债	499.52	747.33	699.08	773.47	所得税	19.52	51.10	55.12	60.19
短期借款	109.63	156.70	85.00	85.00	净利润	166.61	289.54	312.34	341.06
应付账款	115.26	241.51	235.98	275.42	少数股东损益	33.85	65.15	70.28	76.74
其他	274.62	349.12	378.10	413.05	归属母公司净利润	132.76	224.40	242.06	264.32
非流动负债	1.76	144.30	861.54	796.49	EBITDA	312.46	543.85	594.43	666.11
长期借款	0.00	138.60	857.94	793.29	EPS (摊薄)	0.47	0.58	0.62	0.68
其他	1.76	5.70	3.60	3.20	主要财务比率				
负债合计	284.35	891.64	1560.62	1569.96	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	128.60	356.49	426.76	503.50	成长能力				
归属母公司股东权益	927.42	1624.20	1671.21	1935.53	营业收入	39.90%	107.52%	6.04%	7.10%
负债和股东权益	1557.30	2872.32	3658.60	4008.99	营业利润	101.23%	87.23%	9.40%	9.00%
现金流量表					归属于母公司净利润	96.99%	69.02%	7.87%	9.20%
单位:百万元					获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	18.36%	16.20%	17.00%	17.00%
经营活动现金流	238.74	353.02	451.79	636.89	净利率	8.79%	7.36%	7.49%	7.64%
净利润	166.61	289.54	312.34	341.06	ROE	15.78%	14.62%	14.89%	13.98%
折旧摊销	120.25	188.87	195.01	217.17	ROIC	15.39%	15.41%	12.66%	13.24%
财务费用	17.76	26.93	44.47	60.20	偿债能力				
投资损失	1.39	-13.00	-6.00	-6.00	资产负债率	547.67%	32.40%	44.11%	40.37%
营运资金变动	-61.07	-140.00	-92.83	24.45	净负债比率	66.69%	37.01%	64.56%	60.06%
其它	-6.19	0.67	-1.20	0.00	流动比率	1.73	2.26	3.44	3.28
投资活动现金流	-60.77	-180.20	-264.36	-425.77	速动比率	1.44	1.88	3.02	2.89
资本支出	-58.59	3.35	77.45	215.00					

长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-119.36	-176.85	-186.91	-210.77	总资产周转率	1.22	1.49	1.33	1.20
筹资活动现金流	-164.15	-1.64	437.22	-125.25	应收账款周转率	5.56	5.90	5.91	5.95
短期借款	-100.45	5.39	-71.70	0.00	应付账款周转率	13.41	14.00	14.50	14.50
长期借款	-80.00	0.47	719.34	-64.65	每股指标 (元)				
其他	16.30	-7.50	-210.42	-60.60	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.58	0.62	0.68
现金净增加额	13.82	171.17	624.65	85.86	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.90	1.16	1.63
					每股净资产(最新摊薄)	3.26	4.16	4.28	4.96
					估值比率				
					P/E	38.25	15.89	14.73	13.49
					P/B	5.48	2.20	2.13	1.84
					EV/EBITDA	16.56	6.93	6.54	5.73

资料来源：东海证券研究所

作者简介

闻祥：会计学硕士、机械电子工程学士，证券业中介机构三年从业经验，证券研究所三年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897