

世界级汽车零部件龙头正在崛起

万丰奥威 (002085)

推荐 维持

核心观点:

1. 事件

万丰奥威发布公告,以 4.53 亿元的交易价格收购上海达克罗涂覆工业有限公司 100%股权,标的公司达克罗涂覆给予的业绩承诺净利润 2013-2015 年分别为 5478 万、8800 万、9680 万元,公司收购价对应 2012 年 PE 为 6.99 倍。

另外,公司公告为其集团公司万丰集团以 1.88 亿加元,折合 11 亿元人民币收购加拿大 MLTH Holding Inc. 100%股权项目提供不超过 1.35 亿美元的关联担保。

2. 我们的分析与判断

(一) 被收购公司达克罗涂覆为涂覆行业的龙头企业,尤其在环保无铬涂覆领域在国内的领先优势明显

公司成立于 1995 年,经过 18 年的发展,在行业内竞争优势明显,主要体现在:(1)国内第一家规模性开展无铬涂覆业务的公司,技术水平领先,其生产产品质量稳定性高,盐雾耐蚀能力高于国内同行平均水平近 10 倍;(2)较高的市场知名度和认可度以及议价能力。公司是涂覆行业副理事长单位,目前汽车业务收入占比达 70%左右,客户以大众、通用、现代、福特等合资厂商为主,还具备地铁、高铁、风力发电、航天航空等领域的加工和生产能力,是 GE(通用电气)、上海地铁唯一供应商;(3)规模优势明显,涂覆行业集中度较低,目前公司拥有无铬达克罗涂覆生产线 13 条,全国 300 余家企业拥有的 700 余条生产线中,无铬达克罗涂覆生产线仅 100 余条,公司占比达 10%以上,极具规模优势。(4)成本优势突出,主要体现在两个方面:一方面溶液采购成本低,已与四家主要溶液供应商具有长期合作关系,可以以更低价采购原料;另一方面已具备有铬、涂覆专用生产设备的制造能力,在有铬涂覆专用设备领域已成功推广,也将择机进入有铬涂覆设备推广领域。

(二) 上海达克罗公司业绩增长稳定,盈利能力强

上海达克罗涂覆公司 2012 年收入 2.1 亿元,扣除非经常损益后净利润 5187 万元,净利润率为 24.7%,截止今年三季报收入为 1.46 亿元,净利润为 3478 万元,净利润率为 23.8%,由于一季度厂房搬

分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

✉: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

戴卡娜

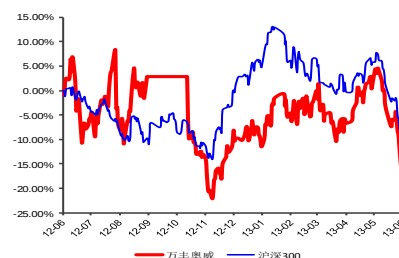
☎: (8621) 20252601

✉: daikana@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512080002

市场数据	时间 2013.11.12
A 股收盘价(元)	15.56
A 股一年内最高价(元)	16.65
A 股一年内最低价(元)	7.09
上证指数	2,087.43
市净率	3.51
总股本(万股)	39010
实际流通 A 股(万股)	13477
限售的流通 A 股(万股)	39010

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《转型推动二次腾飞》2016.6.26

迁，对正常生产经营略有影响，正常的月均净利为 800 万元，因此我们预计 2013 年全年净利润为 5700 万元，同比增长 10% 左右。公司盈利增长稳定，2014 年、2015 年公司承诺净利润为 8800 万元、9680 万元，同比增长分别为 50%、10%，此业绩承诺为基于现有产能和客户基础上的保守估计，我们预计公司实际业绩增速或将更快。

（三）随着环保政策及法律法规的升级，无铬达克罗技术替代电镀是未来趋势

达克罗涂覆是一种先进的防腐蚀涂装技术，与传统的电镀锌、电镀镉、热镀锌、热渗锌等金属表面处理技术比较来看，优越性明显，主要表现在：耐蚀性是电镀锌的 5-10 倍；无氢脆；渗透性更好；耐热性更强。更重要的是达克罗涂覆的整个加工生产过程为闭合处理，应用无铬溶液后完全能达到环保要求，整个处理过程中无废气、无废水、无污染重金属的排放。传统电镀行业会产生废水及重金属污染，国家目前已限制电镀牌照的发放，尽管目前无铬涂覆的成本较传统电镀稍高，但随着环保政策的趋严，我们认为无铬涂覆替代有铬涂覆及传统电镀是大势所趋，未来公司无铬业务需求有望迎来爆发式增长。

（四）收购后与万丰轮毂业务协同效应明显，能横向、纵向拓展产业链，形成新的业绩增长点

纵向拓展方面，当前达克罗公司受到原管理层经营理念、资金和销售半径等方面的限制，其收入来源和客户结构主要集中在华东一带，但其业务本身有轻资产特征，可复制性很强。收购后，达克罗公司可以利用万丰强大的资金优势和优秀的区域布局能力，结合其先进的技术和管理手段，与万丰轮毂业务一起在东北、华北和西部等汽车产业发达地区进行布局，扩大达克罗公司的生产、销售区域，进而提升盈利能力，保证业绩增长。横向拓展方面，达克罗也可借助万丰的营销能力和资金实力往风电、铁路、桥梁、隧道、造船、航天、国防军事工业等多个领域拓展。也可往达克罗溶液和设备等服务领域继续深入发展。

（五）控股股东万丰集团收购加拿大 MLTH Holding Inc. 100% 股权，一跃成为世界级镁合金零部件龙头企业

公司公告万丰集团拟通过其子公司天硕投资设立的境外特殊目的公司以 1.88 亿加元折合 11 亿元获得 MLTH Holding Inc. 100% 股权。

加拿大 Meridian 公司（以下简称“M”公司）成立于 1981 年，是世界镁合金压铸行业的领导者，从生产技术、产品品质、市场份额等多方面都是世界上镁合金压铸的顶级企业。目前在美国、英国、墨西哥、上海都有生产基地。M 公司年销量已占全球镁合金压铸汽车零部件总量的 40%，在北美细分市场的份额已达 65%，配套厂商均为世界顶级汽车品牌——特斯拉、保时捷、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、宝马、奔驰、克莱斯勒、等合资品牌的高端车。

其在中国合资公司上海镁镁合金压铸有限公司成立于 2005 年，是加拿大 M 公司与上汽集团下属的上海乾通汽车附件有限公司共同组建的合资企业，专业从事汽车、摩托车用镁合金压铸件的生产及销售。上海镁镁主要产品有桑塔纳、高尔变速箱壳体、壳盖，君威刹车踏板支架，仪表板骨架，转向柱支架，座椅框架等。工厂位于上海安亭。

镁合金在汽车工业中的应用将随着汽车轻量化的逐渐增长而以更快的速度上升,轻量化是一个对汽车 OEM 厂商来说满足世界化的燃油经济问题需求的战略计划,各跨国整车厂都在进行镁合金结构件的探索及技术储备。成功收购后万丰的产业链将得到进一步延伸,市场竞争能力提升,一跃成为世界级镁合金零部件龙头企业。

2012 年 M 公司实现收入 4.3 亿加元,约合 26 亿元,实现净利润 302 万加元,约合人民币 1875 万元,由于当前 M 公司财务成本较高,因此盈利能力并不强。但万丰收购后,债务结构将得以明显改善,盈利能力得以提升。我们预计 Meridian 公司 2014 年收入约为 30 亿元,净利润率为 4-5%,净利润预计为 1.2 亿元左右。为了解决潜在的同业竞争,上市公司拥有优先收购其 M 公司全部股权的权利。

3. 投资建议

分业务来看,公司现有轮毂业务依靠其东北、重庆、本部的扩产,业绩保持稳定增长,2013-2015 年 EPS 分别为 0.76、0.96、1.15 元,达克罗公司贡献 EPS 分别为 0.01、0.24、0.30 元。假设 2014 年上市公司收购 Meridian 公司,预计 2014-2015 年业绩贡献为 0.30、0.36 元,则合并 2013-2015 年 EPS 为 0.77、1.50、1.81 元。

我们认为分业务板块给予估值较为合理,2014 年考虑万丰主业轮毂业务 20%以上的增长,合理估值为 15x。达克罗业务及 Meridian 公司分属细分行业龙头,且业绩增长确定,且具备环保新材料及新能源轻量化等概念,我们认为合理估值为 20-25x。继续给予“推荐”评级。

风险提示:收购后的业务整合和管理风险;收购公司业绩低于预期风险。

附：镁合金行业研究

一、汽车轻量化带动镁压铸件的发展

汽车轻量化是推广镁制汽车零部件应用的主要动力。如果车身重量降低 10%，油耗可降低 6%~8%，燃油效率可提高 5.5%，噪音可降低 2 个分贝，同时也相应大大降低汽车油耗和尾气排放量。

在轻量化的材料选择上，目前和未来可能都将是多种材料并存的局面：超高强度钢、镁铝合金、增强树脂材料。每一种材料都有其优缺点。在不降低部件力学性能的前提下，努力降低重量是轻量化的方向。目前镁合金的平均用量为 4.5 - 5.5 公斤/车，与铝(125 公斤/车)和塑料(115 公斤/车)的用量比，是一个非常小的量，可上升的空间相对很大。现在实际使用的镁合金部件只是汽车公司的技术储备中的一小部份。

汽车重量主要集中在前端，底盘和车顶；镁合金主要应用集中在前端，主要在以下方面：

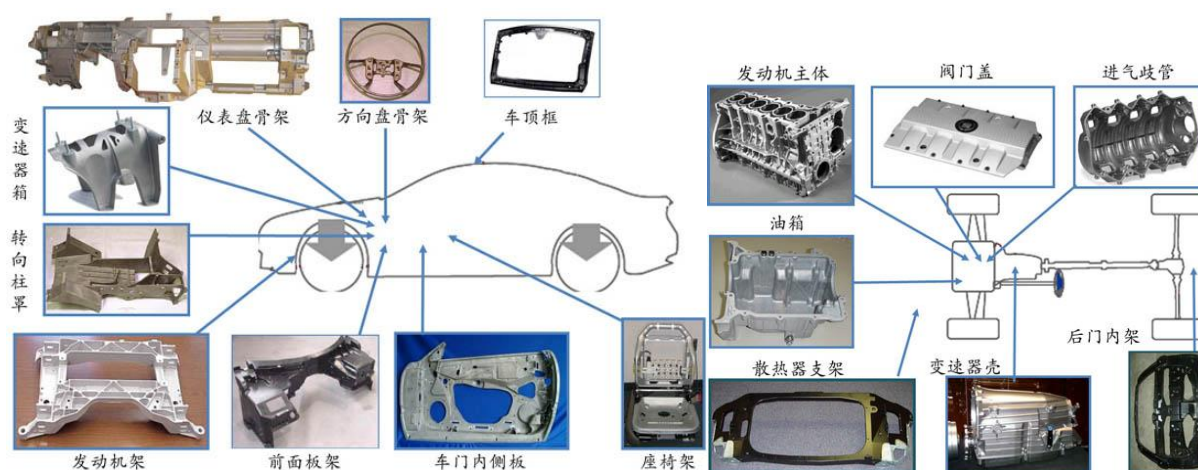
底盘部分：轮毂；发动机托架；燃油箱阻隔件；刹车支架；转向柱；方向盘骨架。

内饰部分：座椅骨架；立柱；仪表盘骨架；膝垫片；副仪表盘骨架；工具箱盖等。

动力总成：发动机缸体；变速箱箱体；进气歧管；分动箱箱体；离合器壳体；油底盘；发动机安装支架；发动机支架；凸轮盖；发动机盖；油泵壳体；动力转向泵壳体。

车身部分：门内板；散热器支架；后车门内板；挡风玻璃支撑；天窗框；雨刮器电机支撑；后视镜壳体；前大灯壳体。

以下为典型的前端镁合金部件：



出于材料成本的考量，目前规模使用镁合金的部件还是高档轿车。欧洲车厂在镁合金应用方面走在美国的前面。宝马和奥迪公司是全球公认的轻量化领军者。下一代宝马 7 系中镁铝铸件将从目前的 3% 增加到 34%。其它主流整车厂如奔驰、沃尔沃、捷豹、路虎、菲亚特、福特、克莱斯勒、丰田、本田、三菱、现代也不甘落后。丰田汽

车公司首先制造出镁合金汽车轮毂、转向轴系统、凸轮罩等零部件；三菱公司与澳大利亚工业科技部合作，开发出超轻量镁合金发动机。韩国现代起亚的 AZERA、AMANTI、和 Genesis 平台车型都各自使用了约 8kg 的镁合金部件。

随着材料加工技术与材料性能的不断优化，镁合金在汽车上的应用范围也将逐渐扩大。比如镁制底盘系统结构件，北美汽车业界估计未来 5 年内，镁合金在底盘结构方面的应用将增加 10 倍以上。而第 42 届大众公司股东年会上，大众展出了世界上最经济的小车 1L 车，车身空间框架均采用镁合金，比铝车身轻 13 kg。燃油泵壳、变速器壳、座椅框架等也是用镁合金制成，代表了未来汽车用镁合金的发展方向。

现在汽车轻量化、新能源汽车、车载信息化是汽车工业发展的主流趋势。2013 年 5 月奥巴马政府拨款 2 亿美元，作为三个先进制造创新中心的启动资金，即轻量化、新能源、和数字制造，并将在 2014 财年里一次性拨款 10 亿美元建设 15 个先进制造中心。美国国家能源署也积极推动产学研共同开发镁合金在汽车中的应用。以通用汽车牵头的镁合金研究已进行了多年。

在国家层面上,美中加三国镁合金汽车应用开发政府项目也在进行之中。今年 5 月第 70 届国际镁协年会在中国西安召开。

二、镁合金在国防工业的应用

重量是影响兵器装备实现战场快速反应能力的主要因素之一，因此，现代高技术战争对兵器装备的重量指标提出了极为苛刻的要求。发达国家无一不投入巨资，研究轻质结构材料以及与之配套的先进制造技术以期减轻兵器装备重量，提高兵器装备的机动性，增加携弹量和野战辅助系统用量，提高兵器及士兵战场生存和作战能力。镁合金具有众多的优点，成为了兵器轻量化的理想材料。

轻武器可广泛使用镁合金部件，其中的机匣，弹匣，枪托体，下机匣，提把，前护手，弹托板，瞄具等都可以用镁合金制造。

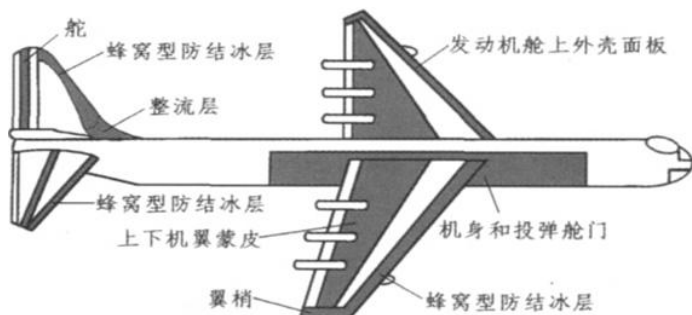


美国研制中的新式单兵作战系统(OICW)，功能齐全，很多零件采用了镁合金,重量仅 8.172 公斤，但军方仍希望进一步减重 1.8 公斤以上。法国 FA-MAS 突击步枪反坦克枪榴弹应用了镁合金,全弹质量仅 800 克。

下表为镁合金在不同武器上的应用：

武器	应用范围
装甲坦克车辆	座椅骨架，机长镜，炮长镜，变速箱箱体，发动机滤座，进出水管，空气分配器座，机油泵壳体，轮毂、方向盘、机油泵壳体、水泵壳体、机油热交换器、机油滤清器壳体、气门室罩、呼吸器等。
鱼雷	控制端
导弹	舵体本体，仪表舱体，舵架，飞行翼片
航空/航天器	尾缘，副翼，整流罩、起落架、大舱门，发动机舱，方向舵，升降舵，发动机轴承座，飞机框架、座椅、轮毂、齿轮箱、水平旋翼附件、飞机着落轮和齿轮箱盖等
军用电子	镁合金军用电脑壳体；雷达天线
军用卫星	支架、轴套、横梁等

镁合金作为重要的材料一直用在飞机的主要结构件上。根据已解密的材料显示，下图所示的庞然大物 B52 轰炸机的阴影机身部分都使用了镁合金，其中镁合金板材 635 公斤，挤压件 90 公斤，铸件超过 200 公斤。



新型镁合金大量使用

除了进一步发掘传统压铸镁合金的应用潜力之外，对耐高温、抗蠕变、高强度、高韧性新型镁合金的研究开发也是未来汽车用镁合金的重要发展方向。比如，以色列研制成功 MR1153M 新型耐热镁合金，高温性能显著优于 AZ91D，已成功应用于汽车动力部件，如齿轮箱和曲轴箱等 [15]。日本成功加工出阻燃性镁合金的汽车顶箱，重量减轻 25%。今后准备通过进一步发展该技术，利用具有良好特性的镁合金挤压材料和延压材料等，从事三维形状更为复杂的产品开发。

四、现有镁合金部件进一步改进

比如，虽然手动变速箱采用镁合金制造已有很长的时间，但自动变速箱却因工作温度较高而迟迟未得以应用。近年来已经有相当多的高温镁合金供应商，镁合金在自动变速箱的应用在未来几年可能会大幅增加。满足性能要求的镁合金自动变速箱有可能使变速箱减重超过 4 kg。

Meridian 公司现有配套产品及客户（资料来源：公司主页）

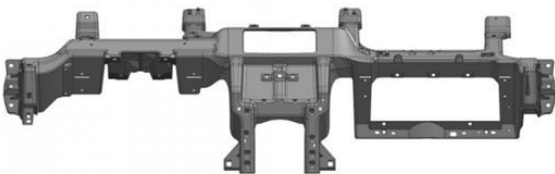
仪表盘配件

镁的优秀铸造性能、延展性和精准度使仪表盘的配件可以达到整体铸造而成，成功取代多件组装。导致产品硬度上升、重量变轻、减少相关的焊接、紧固件、接头的数量，并且减少相应的组装费用。

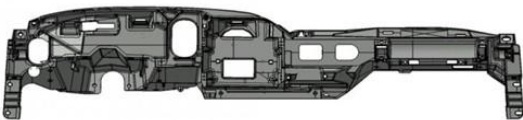
BMW X3



GM ACADIA/ENCLAVE



GM G-Van



GM Impala



动力系统配件

镁合金的变速箱盖提供了极高的重量强度比,良好的耐腐蚀性,并附有较好的铸造性能以适应复杂的设计。同时,螺栓固位和密封面可保持平坦。

DODGE 变速箱盖



FORD F150 变速箱盖



FORD 6.7L 后方适配器



FORD 6.7L 滤油器接头



前车身配件

镁合金铸造的前车身支撑件在性能方面强于其他合金件。原因在于镁合金的铸造性能允许更大、更复杂的设计，重量轻但仍可保持结构稳定和刚性。所需更少的焊接和紧固件，并且保持高精度。

TESLA S



FORD F150



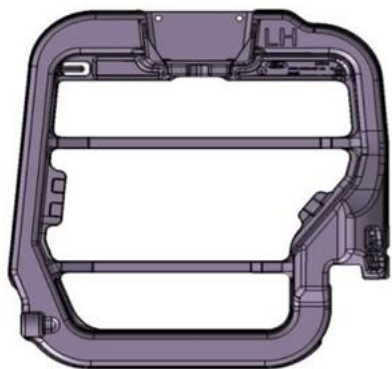
JAGUAR T5



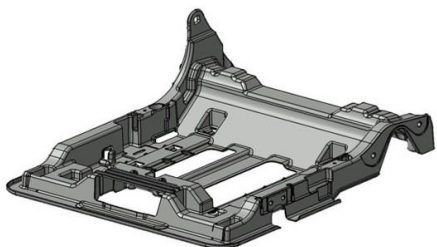
座架

镁合金具有较强的铸造性能、延展性、能量吸收性能、结构刚度、强度，并且重量轻，是铸造座垫和座椅架的最佳选择。

Ford Explorer 第三排座椅



Ford Explorer/Flex 座垫



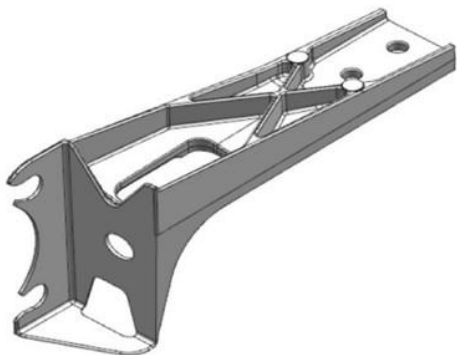
Ford F150 座垫



支架

镁合金压铸的支架能够达到最高标准。具有较强减震性能，保持持久的一致性，并能很好的将低惯性转化为高级能量吸收。并且，除了显著的减重减轻以外，镁合金支架耐用、耐腐蚀、高耐冲击。

GM Corvette 踏板支架



开闭件

镁合金压铸的车门等开闭件可以在重量显著降低的情况下，仍然维持高抗冲击性、耐腐蚀性、高精度、表面光滑、结构完整性和尺寸稳定性。

Ford MKT 提升式门



其他结构件

Chrysler 方向盘



Ford Mustang



Jeep Wrangler 备胎架



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，戴卡娜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn