

万丰奥威 (002085.SZ) 汽车零部件行业

评级：增持 首次评级

公司研究简报

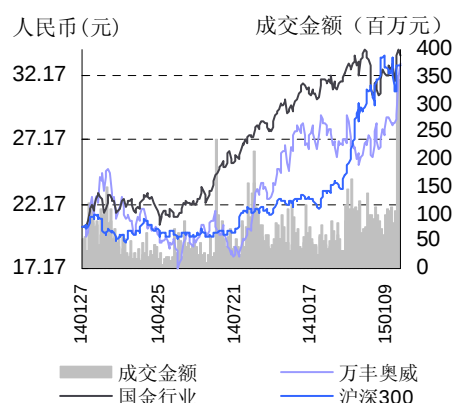
市价 (人民币)：32.97 元

主要业务均有较强竞争力，估值提升空间较大

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	368.13
总市值(百万元)	12,861.56
年内股价最高最低(元)	32.97/17.17
沪深 300 指数	3571.73
中小板综指	8399.32



公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.637	0.762	1.108	1.503	1.816
每股净资产(元)	3.94	4.27	4.88	5.89	7.20
每股经营性现金流(元)	1.58	1.40	0.78	2.02	2.38
市盈率(倍)	-	43.18	29.70	21.93	18.16
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	21.74	23.73	23.73
净利润增长率(%)	10.89%	19.72%	45.42%	35.66%	20.77%
净资产收益率(%)	16.14%	17.83%	22.69%	25.54%	25.21%
总股本(百万股)	390.10	390.10	390.10	390.10	390.10

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球铝轮毂龙头企业，新进入的达克罗涂复领域也具备突出竞争力。**万丰奥威是全球最大的铝轮毂生产企业，汽车铝轮毂规模为国内第二，摩托车铝轮毂则居于全球第一，市场竞争力无需多言。公司于 2013 年收购了上海达克罗从而进入涂复加工行业，上海达克罗为行业龙头企业，尤其在无铬达克罗领域处于国内垄断地位，一样具备突出的竞争力。
- **汽轮和摩轮业务行业领先，依托产能扩张可实现较快增长。**公司目前汽轮业务竞争力突出、下游需求旺盛，15-16 年吉林工厂与重庆工厂产能进一步释放后，公司产能可在目前 1300 万件的基础上分别增加 300 万件和 200 万件，实现较快增长有可靠保障。公司摩轮业务规模全球第一，产能共计 1800 万只，公司全资子公司印度万丰今年有望新增 300 万只产能，依托产能扩张也可实现平稳增长。
- **公司在无铬达克罗领域居于垄断地位，未来有望快速增长。**达克罗是一种性能优越的耐腐蚀涂层，其中无铬达克罗更具环保性。预计仅在汽车行业，五年内达克罗的市场空间有望达近 50 亿元。公司 13 年收购的上海达克罗为行业龙头，尤其在无铬达克罗领域居于国内垄断地位，14 年公司又收购了宁波达克罗，公司在国内无铬达克罗行业已处于绝对垄断地位，未来有望充分受益汽车行业环保要求提升而获得快速扩张。
- **有望注入公司的迈瑞丁为全球镁合金行业龙头，可充分受益汽车轻量化发展。**迈瑞丁为镁合金行业全球龙头，可充分受益汽车行业日渐加快的轻量化发展趋势。目前迈瑞丁已由万丰集团收购，未来有望注入上市公司。一旦注入不仅有望明显增厚公司业绩，同时也有助于明显提升公司估值。

盈利预测与投资建议

- 公司传统轮毂业务依托产能扩展可实现较快增长；涂复加工领域可依托在国内处于垄断地位的无铬达克罗技术获得快速增长；有望注入的迈瑞丁公司则是全球镁合金龙头，若其注入有望对公司业绩和整体估值均产生较大提振。总体判断公司综合竞争力突出，估值具备较大提升空间。我们预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.11、1.50 元，当前股价对应 2015 年约 22 倍 PE，首次覆盖并给予其“增持”评级，目标价 38-45 元。

风险

- 汽车行业景气度大幅下降、原材料价格大幅上涨、汇率波动风险、迈瑞丁未成功注入上市公司。

吴文利 分析师 SAC 执业编号：S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：全球铝轮毂行业龙头	3
汽轮业务规模国内第二，依托产能扩张可实现较快增长	4
摩轮业务规模全球第一，印度产能扩张后平稳增长更具保障	6
公司在国内无铬达克罗领域处于垄断地位，未来有望快速增长	8
有望注入的迈瑞丁是全球镁铝合金龙头，可充分受益行业轻量化发展	9
参股卡耐新能源进入新能源汽车领域，有助公司估值提升	11
盈利预测与估值	12
风险提示	13
附录：三张报表预测摘要	14

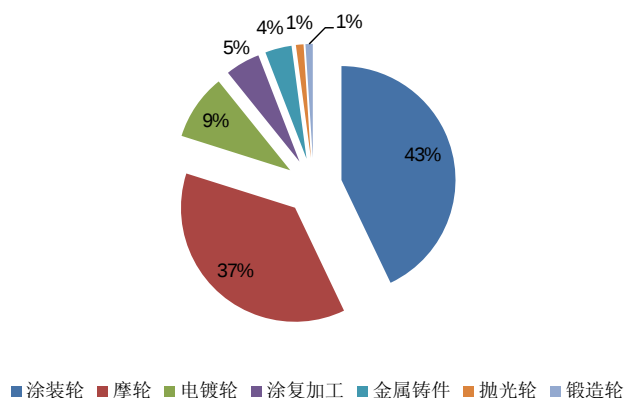
图表目录

图表 1：2014 年上半年公司营业收入分业务构成	3
图表 2：2014 年上半年公司营业收入分地区构成	3
图表 3：汽轮业务产能及收入预测	3
图表 4：近年公司营业收入及增速（百万元）	4
图表 5：近年公司净利润及增速（百万元）	4
图表 6：国内铝车轮行业主要企业介绍	4
图表 7：近年公司汽轮业务营业收入及增速（百万元）	5
图表 8：2014 年上半年公司汽轮业务收入构成	5
图表 9：汽轮业务产能及收入预测	6
图表 10：近年中国市场摩托车销量及增速（万辆）	6
图表 11：近年印度市场摩托车销量及增速（万辆）	6
图表 12：近年印尼市场摩托车销量及增速（万辆）	7
图表 13：近年印度本田摩托车销量及增速（万辆）	7
图表 14：近年公司摩轮业务营业收入及增速（百万元）	7
图表 15：达克罗涂覆工艺流程	8
图表 16：达克罗烘烤成膜过程中的化学反应	8
图表 17：达克罗涂覆工艺效果图	8
图表 18：达克罗涂覆工艺应用领域	8
图表 19：上海达克罗收入及盈利能力情况	9
图表 20：宁波达克罗收入及盈利能力情况	9
图表 21：汽车行业中常用金属的密度对比（g/cm ³ ）	10
图表 22：镁合金的优缺点介绍	10
图表 23：近年迈瑞丁营业收入及净利润（百万元）	11
图表 24：动力锂电池正极材料性能对比	12
图表 25：可比公司估值情况（2015 年 1 月 22 日）	13

公司概况：全球铝轮毂行业龙头

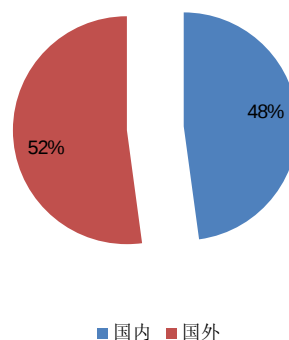
- **万丰奥威是全球汽车铝轮毂行业龙头。**浙江万丰奥威汽轮股份有限公司成立于 2001 年，是万丰奥特控股集团旗下企业，是目前全球最大的铝轮毂企业，其中铝汽车轮业务规模国内第二，铝摩托车轮全球第一。万丰奥威客户涵盖国内外汽车集团和国际售后服务商，产品具有较强的国际竞争力。公司国内客户有东风神龙、郑州日产、北京现代、东风悦达、奇瑞等，国外有通用、福特、宝马、丰田、现代等，主要国际经销商客户覆盖美国、日本、欧洲等地区。2013 年 11 月，公司收购上海达克罗进入达克罗行业，同年 9 月，万丰奥特集团签订对加拿大迈瑞丁（Meridian）的简介收购协议，未来公司或通过收购迈瑞丁进入镁铝汽车零部件行业。
- **公司主营汽轮和摩轮，两者营收占比约为九成。**公司目前主要业务为汽轮和摩轮，其中汽轮包含涂装轮、电镀轮、抛光轮和锻造轮四块，营收占比约为 54%，摩轮营收占比约为 37%，二者之和约为 91%。公司国内与国外营业收入占比基本各为 50%。在毛利率方面，目前涂装轮、摩轮毛利率相近，在 20-25% 左右，涂复加工毛利率高达 53%。

图表1：2014 年上半年公司营业收入分业务构成

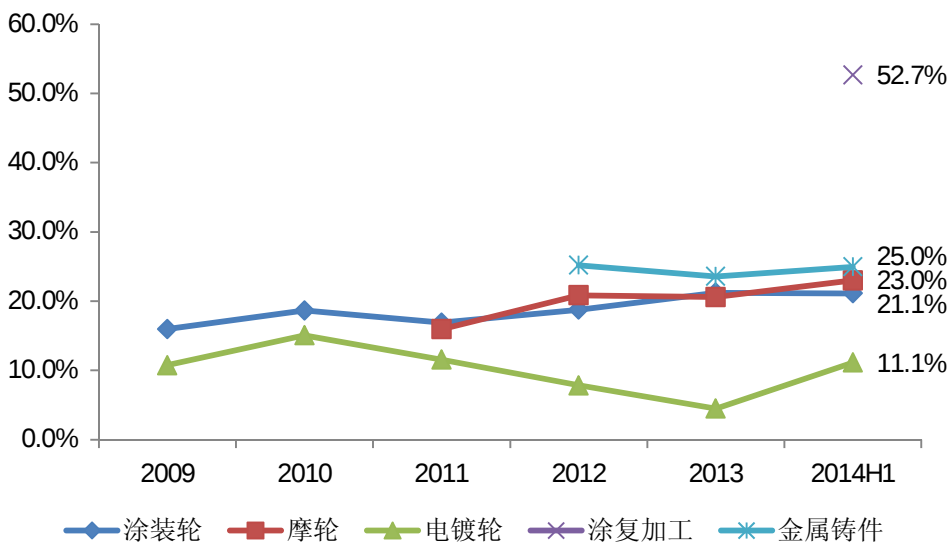


来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：2014 年上半年公司营业收入分地区构成



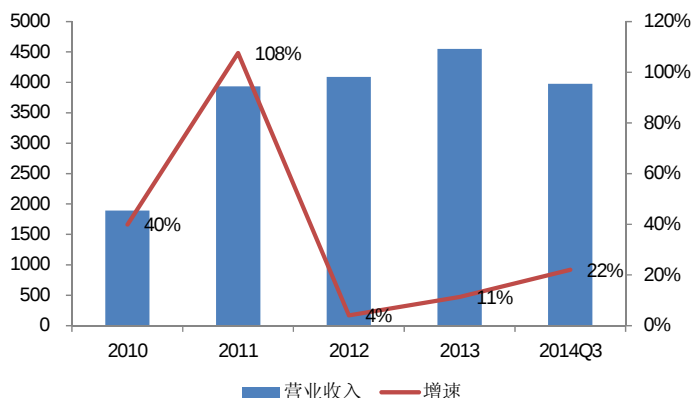
图表3：汽轮业务产能及收入预测



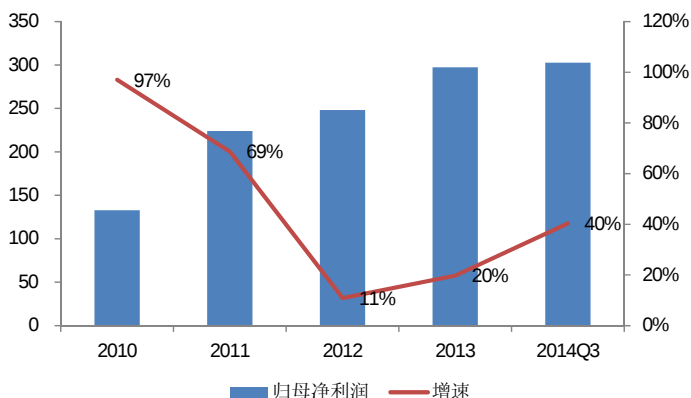
来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司近两年收入和净利润增速快速回升。**公司 2012 年收入和利润增速出现较大下滑，主要原因是汽轮业务受行业增速下滑形势影响，同时摩轮业务受主要出口国印度对铝合金车轮的反倾销调查的负面影响。但 2013 年以来，公司业绩增速逐渐回升，2014 年前三季度收入增速达 22%，净利润增速高达 40%。净利润增速高出营收增速较多，主要原因是 2014 年毛利率较高的达克罗涂复业务开始为公司贡献收入。

图表4：近年公司营业收入及增速（百万元）



图表5：近年公司净利润及增速（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

汽轮业务规模国内第二，依托产能扩张可实现较快增长

- **公司铝汽轮业务规模国内仅次于中信戴卡。**目前国内铝汽轮业务规模行业前三的企业依次为中信戴卡、万丰奥威和今飞机械，其他公司规模与行业前三差距较大，且多数侧重为售后市场配套。公司目前铝汽轮年产能约 1300 万件，与中信戴卡 3500 万件的产能尚有较大差距，中信戴卡技术实力较强，但近年市场份额有下滑趋势，这正好给公司提供了良好的发展空间。公司现有年产能分布为新昌总部 700 万件，威海工厂 350 万件，宁波工厂 150 万件，吉林工厂 100 万件。

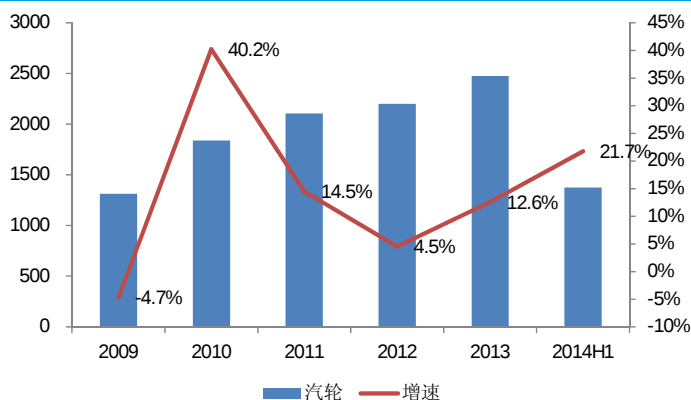
图表6：国内铝车轮行业主要企业介绍

公司	简介	配套客户	铝汽轮产能
中信戴卡轮毂制造股份有限公司	中信集团于1998年组建的大陆第一家铝合金车轮制造企业，2012年并购德国KSM铸造集团，从2008年起铝车轮产量蝉联全球第一。	合资品牌（含国内外）：大众、奥迪、宝马、奔驰、通用、福特、本田、丰田、日产、现代等；自主品牌：一汽、上汽、东风、北汽、奇瑞、吉利、比亚迪、长城等	3500万件/年
万丰奥特控股集团有限公司	成立于2001年，全球最大的铝轮毂生产企业，其中铝车轮业务规模国内第二，铝摩轮业务规模全球第一。	国外：通用、福特、菲亚特、宝马、PSA、丰田、现代及众多国际经销商；国内：神龙、海马、郑州日产、北京现代、东风悦达、奇瑞等	1300万件/年
浙江今飞机械集团有限公司	成立于1959年，原为国家机械部和轻工部重点骨干企业，主要产品为摩托车轮毂、汽车轮毂、电动自行车轮毂等。	国外：本田、铃木、PSA；国内：一汽大众、北京奔驰、一汽轿车、神龙汽车、铃木汽车等	1000万件/年
宁波宝迪汽车部件有限公司	成立于2003年，专业生产汽车铝轮毂的企业，产品主要供应国际售后改装市场，同时具备整车配套能力。	美国、欧洲、日韩等国际经销商	450万件/年
浙江跃岭股份有限公司	成立于1983年，主导产品包括汽车铝合金车轮和摩托车铝合金车轮，铝合金车轮85%以上出口到国际AM市场。	俄罗斯、日本、美国等国际经销商	350万件/年

来源：各公司网站、国金证券研究所

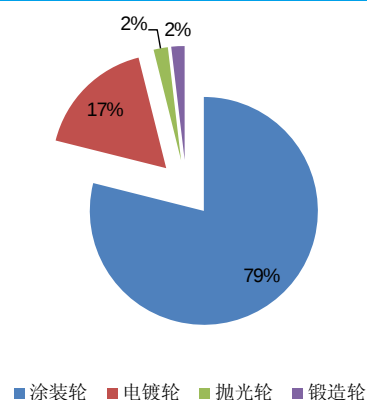
- **公司汽轮客户涵盖国际经销商和国内外主流整车厂。**公司汽轮产品具有较强的国际竞争力，主要客户分为国际经销商（AM 业务）和国内外主流整车厂（OEM 业务）。在 AM 业务上，公司主要的国际经销商客户有美国 Ultra、Panther、Vision、Giovanna、Eagle 公司、日本 Topy、Autobacs 公司、欧洲 Momo 公司等。在 OEM 业务上，公司已经与全球六大车系建立了长期稳定的战略合作关系，国外客户主要有通用、福特、宝马、PSA、菲亚特、丰田、现代等，国内客户主要有一汽丰田、一汽大众、东风神龙、郑州日产、北京现代、东风悦达、奇瑞、长城、江淮等。
- **公司积极加大国内中高端市场的开拓力度。**近年，公司在进一步稳固提升原有国际市场的基础上，积极加大对国内中高端市场的开拓力度。2012 年公司成功进入日本丰田体系，2013 年又取得了一汽丰田的新品计划；2013 年，公司成功成为通用全球战略供应商；同时，中国福特及一汽等主机厂也积极邀请公司作好产业布局并计划成为战略合作伙伴。高端锻造轮上公司也取得突破性进展，公司顺利进入一汽大众配套体系，并成功通过通用的量产考评。
- **近两年公司汽轮业务增速稳步回升。**2010 年公司汽轮业务收入增速达 40%，2011 年和 2012 年受行业增速下滑形势影响，公司业绩增速出现连续的下滑，但 2013 年以来受益公司的客户拓展和产能扩张，汽轮业绩增速稳步回升，2014 年上半年增速约 22%。公司汽轮业务包含涂装轮、电镀轮、抛光轮和锻造轮四块，目前以涂装轮和电镀轮为主，其中电镀轮色泽鲜亮，产品高档，也更受年轻人喜爱，近两年业务收入增长迅速，13 年和 14 年上半年分别为 254%和 131%。

图表7：近年公司汽轮业务营业收入及增速（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表8：2014 年上半年公司汽轮业务收入构成



- **汽轮业务未来依托产能扩张可获得较快增长。**公司目前汽轮业务 50%销往国内，国内市场份额只有约 8%，而目前众多国内客户对公司的产能需求进一步加大，公司汽轮业务产能将逐步扩张。13 年 3 月，公司投资成立全资子公司吉林万丰，项目设计年产能 200 万件，目前达产产能约为 100 万件，预计 15 年产能可再增加 200 万件。14 年 4 月，公司设立控股子公司重庆万丰，项目设计年产能 300 万件，预计一期项目可于 15 年建成，15-16 年产能可分别增加 100 万件和 200 万件。因此初步估计，15-16 年公司年产能可由目前的 1300 万件分别增长至 1600 万件和 1800 万件。同时，鉴于菲亚特、大众等国外客户的产能需求进一步加大，公司未来或将考虑在外国设厂。随着国内外客户对公司产能需求不断加大，未来公司汽轮业务的增长将主要依托产能扩张，预计 14-16 年汽轮业务均可获得 20%左右的较快增长。

图表9：汽轮业务产能及收入预测

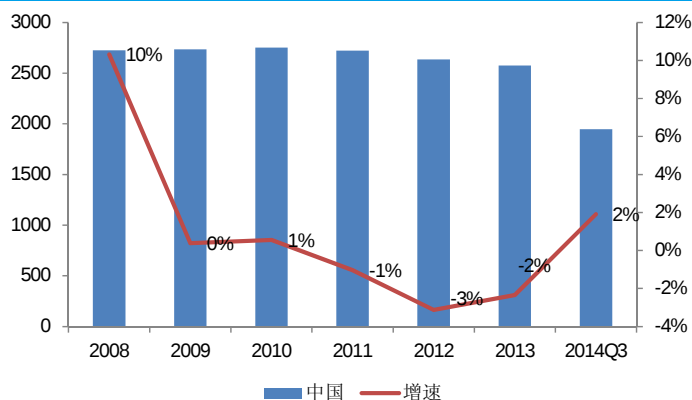
项目	2013	2014E	2015E	2016E
吉林项目新增产能（万件）		100	200	
重庆项目新增产能（万件）			100	200
汽轮业务总产能（万件）	1200	1300	1600	1800
汽轮业务总产量（万件）		1100	1350	1600
汽轮业务收入增速预测		22.0%	22.7%	18.5%
汽轮业务收入（亿元）	24.75	30.20	37.06	43.92

来源：公司公告、国金证券研究所

摩轮业务规模全球第一，印度产能扩张后平稳增长更具保障

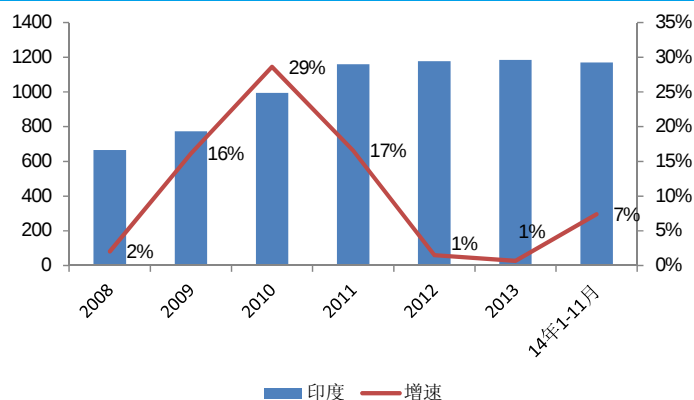
- **公司摩轮业务规模全球第一，客户拓展较快。**公司摩托车铝轮毂业务规模已位列全球第一，现有年产能约 1800 万件。目前公司摩轮业务已形成“本田和雅玛哈为主”的市场战略布局，客户主要位于印度、印尼、越南等市场。近年来，公司客户拓展也取得较好成绩，重要客户印度本田、印尼本田的市场份额均得到 50%以上的提升，印度和印尼雅马哈及印度马恒达已进入配套体系，印度 TVS 继续独家配套，印度 BAJAJ 重新成为战略配套合作伙伴。
- **印度、印尼市场摩托车需求持续增长。**在全球范围内，摩托车市场需求有从成熟经济体向不成熟经济体转移的趋势，与国内摩托车市场的下滑相反，东南亚市场发展良好，空间仍然很大。目前印度、印尼等市场处于较平稳的发展阶段，增速虽有回落，但销量仍持续增长。14 年 1-11 月，印度和印尼摩托车销量增速分别为 7%和 2%。其中，公司第一大客户印度本田近年的销量增速要快于印度市场总体增速，14 年 1-11 月为 10%。

图表10：近年中国市场摩托车销量及增速（万辆）

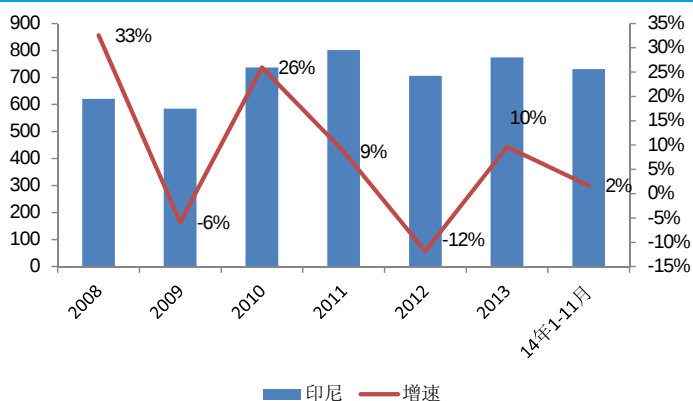


来源：国家统计局、Bloomberg、国金证券研究所

图表11：近年印度市场摩托车销量及增速（万辆）

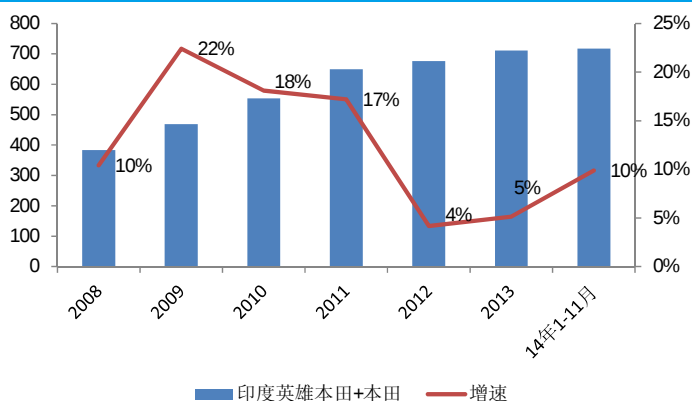


图表12：近年印尼市场摩托车销量及增速（万辆）



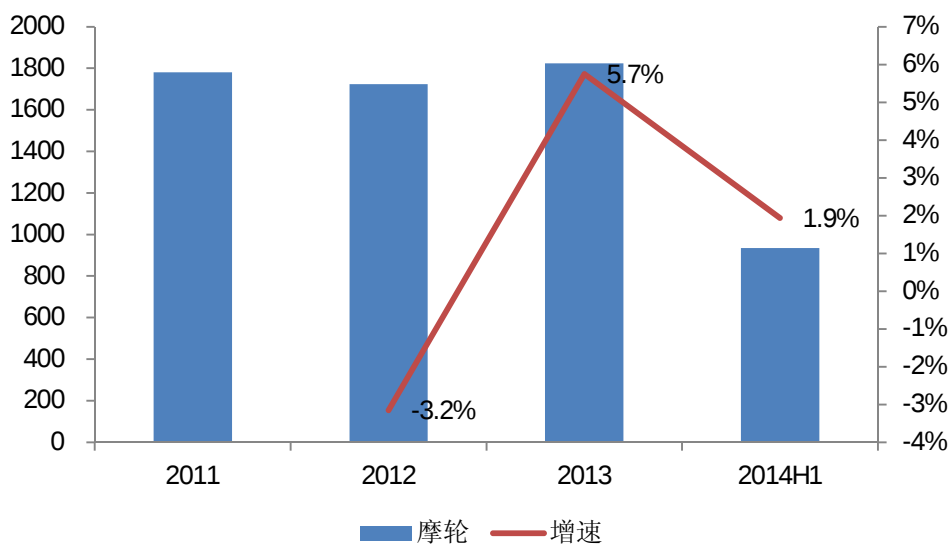
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表13：近年印度本田摩托车销量及增速（万辆）



- **公司摩轮业务增速较为稳健。**公司 11 年进入摩轮市场，12 年营收出现 3% 的负增长，主要原因是同年印度开展了对中国铝合金车轮出口的反倾销调查。13 年和 14 年上半年增速较为稳健，分别约为 6% 和 2%，随着东南亚市场摩托车销量的持续增长和公司客户的进一步拓展，预计未来公司摩轮仍有望保持 5% 以上的业绩增速。

图表14：近年公司摩轮业务营业收入及增速（百万元）



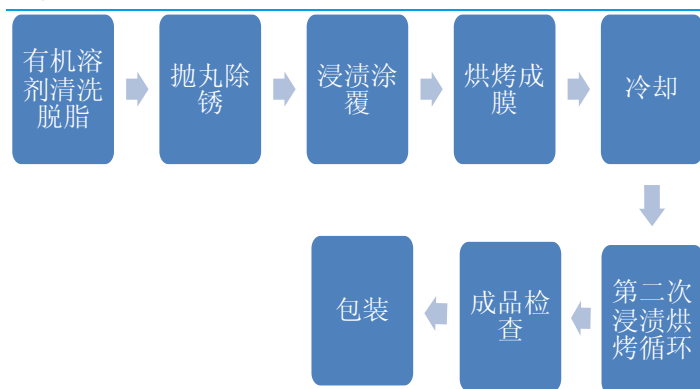
来源：公司公告、国金证券研究所

- **印度万丰产能扩张，摩轮业务平稳增长更具保障。**13 年 4 月，公司公告，将由万丰摩轮在印度设立全资子公司印度万丰，计划年产能为 300 万件摩托车铝轮毂。预计一期项目将于 15 年上半年建成，并可贡献部分产能。目前东南亚摩托车市场仍面临持续旺盛的需求，公司在印度投资建设产能有利于公司摩轮业务的海外战略布局，也有利于规避印度对中国铝车轮出口的反倾销调查风险。公司摩轮业务规模全球领先，产品议价能力强，印度万丰产能扩张将进一步巩固公司领先地位，公司摩轮业绩平稳增长也更具保障。

公司在国内无铬达克罗领域处于垄断地位，未来有望快速增长

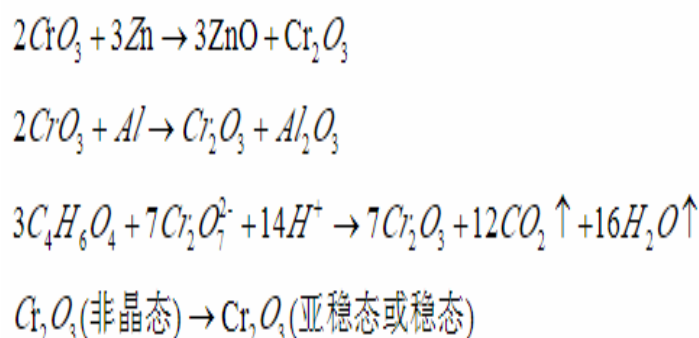
- **达克罗是一种新型的耐腐涂层，性能优越。**达克罗（DACROMET 的音译，国内也命名为锌铬涂层）是一种新型的耐腐涂层，也是当今世界上金属表面处理富有代表性的高新技术。与传统的电镀锌相比，锌铬涂层耐腐蚀性能极强，是镀锌的 7-10 倍，具有无氢脆性、高耐热性（耐热温度可达 300℃），尤其适用于汽车、摩托车发动机的高强度结构件，达克罗还具有高渗透性、高附着性、高减磨性、高耐气候性、高耐化学品稳定性等优点。达克罗的基体材料包括钢铁制品及有色金属如铝、镁、铜、镍、锌等及其合金，广泛应用于汽车、家电、交通设施、标准件等行业。达克罗涂复工艺流程类似油漆喷涂，过程中不经过酸洗，不会给工件带来氢脆，烘烤成膜过程中排出的只有二氧化碳和水汽，无污染无公害。
- **无铬达克罗环保性更好，是涂复行业未来的发展方向。**传统达克罗虽然不排出废气废水，但一定意义上也不是绝对的绿色无公害，因为传统达克罗液中含有的危害较大的六价铬，在配制和使用的过程中难免会接触到。无铬达克罗技术避免了六价铬的危害性，同时保持了达克罗涂层极其卓越的耐蚀性等性能。无铬达克罗涂层主要采用有机硅、无机硅、钼酸盐、钨酸盐、磷酸盐等作为粘结剂，同样采用鳞片状锌/铝微粉作为主要填充成分。目前无铬达克罗国外研究比较成熟，国内研究尚在起步阶段。随着环保政策的趋严，我们认为无铬涂覆替代有铬涂复及传统电镀是大势所趋。

图表15：达克罗涂覆工艺流程



来源：国金证券研究所

图表16：达克罗烘烤成膜过程中的化学反应

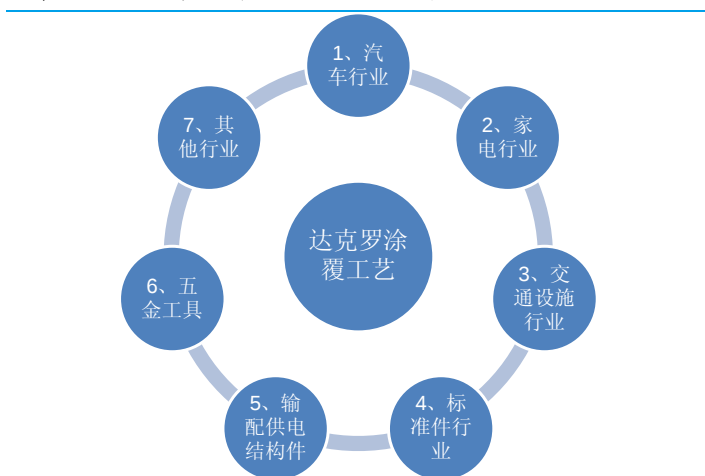


图表17：达克罗涂覆工艺效果图



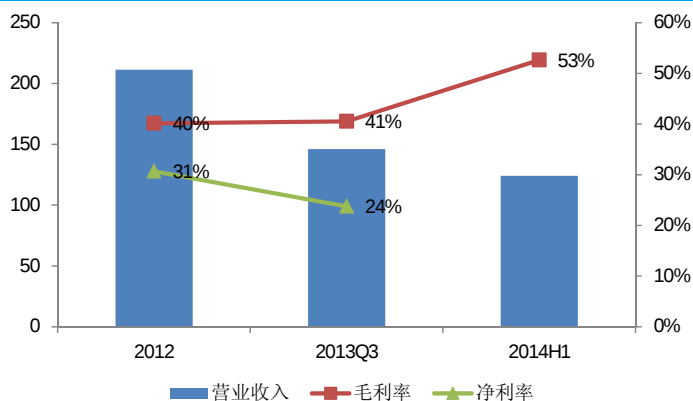
来源：百度图片、国金证券研究所

图表18：达克罗涂覆工艺应用领域



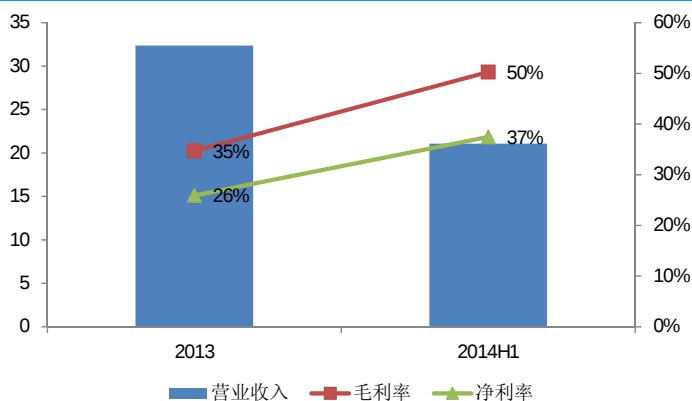
- **汽车行业达克罗市场空间五年内有望达近 50 亿元。**根据中国表面工程特种涂层专业委员会 2010 年的统计数据，2012 年和 2013 年达克罗行业的总产值规模可分别达约 16 亿元和 20 亿元（汽车行业仅统计外资品牌）。在汽车行业，随着自主品牌对环保意识的日益重视，达克罗尤其是无铬达克罗的使用量也大幅增加。数据显示，国际上每台汽车上的涂复零配件约为 70 公斤，而国内目前水平为 20 公斤，未来 5 年内国内每台车涂覆零配件预计将达近 50 公斤。以 2014 年汽车年销量 2350 万辆为基数，按市场平均单价 3000 元/吨来计算，则目前汽车行业达克罗的市场空间约为 14.1 亿元，假设汽车销量平均增速 6%，到 2019 年可达约 47.2 亿元。
- **公司收购上海和宁波达克罗，在国内无铬达克罗领域处于绝对垄断地位。**公司 13 年 11 月以 4.5 亿元现金收购上海达克罗涂复工业有限公司，14 年 11 月又通过上海达克罗以 9600 万元收购宁波经济技术开发区达克罗涂复有限公司。目前欧美国家已普遍采用无铬达克罗技术，国内市场传统达克罗较为普及，无铬达克罗产量尚比较小。上海达克罗在无铬达克罗领域几乎处于垄断地位，宁波达克罗也具备无铬达克罗生产技术，虽然产量较小，但仍处于行业第二。14 年两家公司收入均有所增长，估计全年增速可达约 30%，盈利能力也逐渐增强，14 年上半年毛利率均已高达 50% 左右。

图表19：上海达克罗收入及盈利能力情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表20：宁波达克罗收入及盈利能力情况



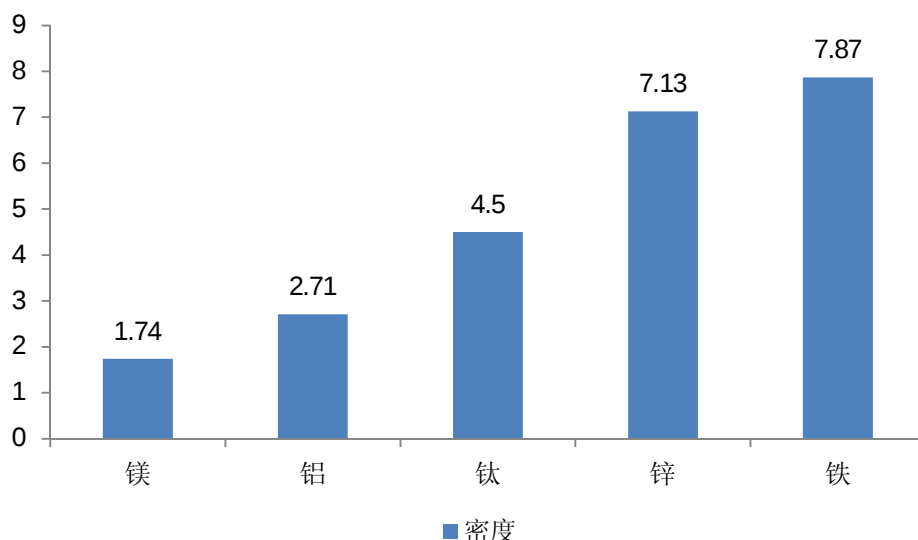
- **未来无铬达克罗业务有望受益环保要求的提升而快速增长。**达克罗行业具有较高的门槛：首先，服务商要通过主机厂的严格考评，考评周期一般为 2-3 年；其次，达克罗工艺要用整车厂指定的溶液，全球汽车行业基本只认可 4 家溶液厂，而溶液厂对其涂复加工厂也有资质认定。无铬达克罗的加工费与传统达克罗相差不大，但盈利能力更好，竞争优势更大。公司无铬达克罗涂复目前主要为国际厂商服务，随着国内汽车行业环保要求的提升，奇瑞、长城等国内厂商也逐步开始使用无铬达克罗工艺。未来公司无铬达克罗涂复业务在国内尤其是长三角地区前景较好，15-16 年有望保持 30% 左右的增速。

有望注入的迈瑞丁是全球镁铝合金龙头，可充分受益行业轻量化发展

- **汽车轻量化是世界汽车发展的潮流。**汽车轻量化，是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车动力性能、减少燃料消耗、降低排气污染。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%。由于环保节能的需要，汽车轻量化已成为世界汽车发展的潮流。为了适应汽车轻量化的要求，一些新材料应运而生并扩大了应用范围，主要有铝、镁、陶瓷、塑料、玻璃纤维或碳纤维复合材料等。

- **镁合金性能优势明显，是汽车轻量化的最新发展方向之一。**在目前的轻量化材料中，铝应用最广泛，而镁密度最小。镁合金相比铝合金等其他轻量化材料，具有比强度高、切削加工性好、减震性好、焊接和铸造性能好等优点，很适合制造汽车零件。近年来，随着镁价格逐渐下降，镁合金在汽车中全面应用逐渐成为可能，世界范围内各主要汽车生产国也不断加大在镁合金开发上的投入，耐蚀镁合金、耐热镁合金、阻燃镁合金、高强高韧镁合金相继问世，较好地克服了镁合金的一些缺点。我国镁资源非常丰富，国内镁合金市场需求很大，目前主要的瓶颈仍是镁合金加工工艺落后带来的产能不足。

图表21：汽车行业常用金属的密度对比 (g/cm³)



来源：国金证券研究所

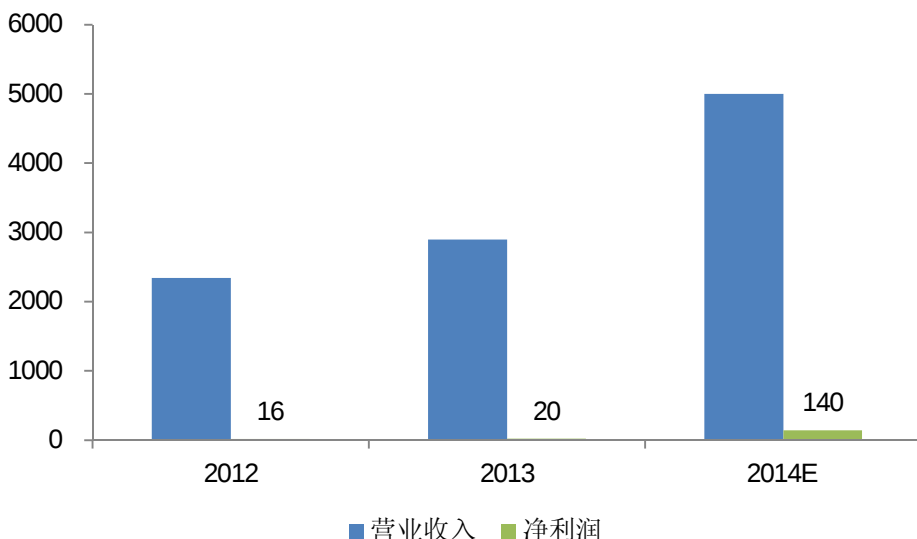
图表22：镁合金的优缺点介绍

特性		说明
优点	密度小	镁的密度是铝的2/3，锌的1/4，不到钢或铸铁的1/4，对于含30%玻璃纤维的聚碳酸酯复合材料来说，镁的密度也不超过它的10%
	比强度高	高于铝合金和钢
	热传导性好	虽然不及铝合金，但比钢高近一倍，比塑料材料高10倍
	切削加工性好	加工时动力消耗量约为铝合金的1/2，铸铁的1/4-1/3，不到软钢的1/6
	减震性好	当受冲击载荷时，吸收的能量是铝的1.5倍
	良好的焊接和铸造性能	熔点、比热容和相变潜热比铝合金低，熔化耗能较少，固化速度快，动力学粘度低，铸造充型性好，压铸件生产周期比铝合金短，生产效率高40%-50%
	其他优点	抗凹陷性能好、易于回收再生等
缺点	易燃性	镁容易与空气中的氧气发生反应，生产的氧化镁导热性差
	室温塑性差	室温下滑移过程中镁晶体容易发生脆性断裂
	耐蚀性差	镁具有很高的化学活泼性，平衡电位很低，与不同类金属接触时易发生电偶腐蚀

来源：《机械研究与应用》、国金证券研究所

- **迈瑞丁注入公司可能性大，有望大幅提升公司业绩和估值。**13年6月，天硕投资与迈瑞丁股东签订收购协议，同年9月，万丰集团与天硕股东签订收购天硕投资95%股权的《股权转让协议》。同时，为有效解决万丰奥威与迈瑞丁之间的潜在同业竞争，万丰集团、天硕股东与万丰奥威签订了《关于担保与反担保等有关事项之协议书》，协议约定，在条件符合的情况下，万丰奥威有权要求收购迈瑞丁，万丰集团及天硕股东将同意或促进万丰奥威的该等收购。由于万丰集团目前已经完成对迈瑞丁的收购，按照以上协议，我们认为未来迈瑞丁注入上市公司具有较大的可能性，时间点也可能已经迫近，注入后则有望明显提升公司的业绩和估值。
- **迈瑞丁镁合金生产技术代表全球最高水平。**迈瑞丁公司是全球最大的镁合金部件制造商，其镁合金产品主要应用于汽车领域。迈瑞丁在加拿大设有全球技术中心，其在材料技术、铸造技术、仿真技术、连接技术和耐腐蚀技术等镁合金加工的核心技术领域均处于全球领先的位置，在薄壁压铸技术和铝合金减震塔的制造领域也取得了突破性的进展。迈瑞丁在研发和模具设计过程中采用了行业中最先进的MAGAMA软件，并掌握了高冷却速度技术、低密度小尺寸铸造气孔技术等生产核心技术。迈瑞丁产品质量稳定，制造工艺也达到业界最高水平。
- **迈瑞丁被收购后业绩大幅提升，未来快速增长有可靠保障。**目前迈瑞丁供应北美80%的镁铝合金结构件，全球市场产销量大幅领先行业第二的麦格纳。迈瑞丁目前客户绝大部分为欧美主机厂，囊括福特、通用、克莱斯勒、捷豹路虎、宝马、奔驰和本田等世界汽车知名品牌企业。据公司公告，12年，迈瑞丁实现营业收入4.38亿加元（折合人民币23.40亿元），归属母公司净利润302.5万加元（折合人民币1617万元）。13年迈瑞丁实现净利润约2000万元人民币，迈瑞丁被万丰集团收购后，业绩有望大幅提升，预计14年净利润可达约1.4亿元。随着汽车轻量化的持续推进，未来性能优势明显的镁合金具有广阔市场空间，迈瑞丁作为全球范围内具有绝对优势的镁合金生产商，未来快速增长有可靠保障。

图表23：近年迈瑞丁营业收入及净利润（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

参股卡耐新能源进入新能源汽车领域，有助公司估值提升

- **三元材料在动力锂电池正极材料中较有优势。**目前动力锂电池正极材料主要分为磷酸铁锂、锰酸锂、三元材料、钴酸锂四种，目前国内主要选择磷酸铁锂，国外则主要选择锰酸锂和三元材料，而钴酸锂则有被淘汰的趋势。

势。其中，三元材料锂电池比容量最高，在日本和韩国应用最为广泛，在国内市场占有率占比也在 20%-30% 左右，且有上升趋势。

图表24：动力锂电池正极材料性能对比

锂电池技术	磷酸铁锂	锰酸锂	三元材料	钴酸锂
比容量 (mAh/g)	110-165	90-120	140-160	140
热稳定性	较好	好	较好	差
循环性能 (次)	>2000	>500	>500	>500
价格	低	低	较低	高
安全性	好	较好	较好	较差
环保	无毒	无毒	污染较低	污染较高
应用车型	比亚迪E6、比亚迪秦、荣威E50、北汽E150EV、之诺1E、江淮iEV4	日产leaf、雪佛兰volt、戴姆勒S400 HEV	Tesla Model S	Tesla Roadster

来源：锂电网、国金证券研究所

- **卡耐新能源主要生产三元锂电池，公司目前参股其 25% 的股份。**2011 年 5 月公司出资 3600 万入股上海卡耐新能源有限公司，占其股比为 15%，后经过一次增资，目前占其股比为 25%，为第二大股东。上海卡耐新能源主要生产以锰、钴、镍为主要材料的三元锂电池，第一大股东中国汽车技术研究中心是经国家科委批准成立的科研院所，具有很强的资源整合能力，另一家股东日本英耐时株式会社是日本最早生产锂电池的企业之一，具有较雄厚的锂电池研发能力。
- **卡耐新能源技术实力较强，未来公司有望提升公司估值。**上海卡耐新能源主要依托中国汽研和日本英耐时，具有较先进的动力锂离子电池研发技术和生产工艺，其三元锂电池产品性能好，定位略高端。目前卡耐新能源产品已开始为众泰等主机厂进行试配，反响较好，预计可在 14 年年底获得一些车型的订单。公司投资上海卡耐新能源是在做好铝车轮主业的基础上，为进入新能源汽车领域的尝试性投资，尽管短期内对公司业绩影响不大，但在新能源汽车仍炙手可热的背景下一样有助于公司估值的提升。

盈利预测与估值

- 我们预测，公司 14-16 年实现收入分别为 55.04、64.20、73.63 亿元，同比分别增长 20.9%、16.6%、14.7%；实现归母净利润分别为 4.32、5.86、7.08 亿元，同比分别增长 45.4%、35.7%、20.8%，对应 EPS 分别为 1.11、1.50、1.82 元。
- **核心假设如下：**
 - **汽轮业务：**公司积极加大国内高端市场的开拓力度，14-16 年吉林工厂与重庆工厂产能也将持续释放，我们预测 14-16 年汽轮业务收入增速分别为 22%、23%、19%。
 - **摩轮业务：**与东南亚摩托车市场同步增长，主要客户印度本田发展情况良好，印度万丰 15 年建设投产后可为公司贡献更多业绩，我们预测 14-16 年摩轮业务收入增速分别为 4%、6%、6%；
 - **涂复加工业务：**收购上海达克罗和宁波达克罗后，公司无铬达克罗领域处于垄断地位，未来在长三角地区的业绩有望增长较快，宁波达克罗业绩也或于 14 年年报中并入公司报表，我们预测 15-16 年涂复加工业务增速分别为 30%、30%。
 - **毛利率：**未来涂复加工业务占比扩大，预计也将拉升公司的综合毛利率。我们预测 14-16 年公司的综合毛利率分别为 21.90%、22.00%、22.26%。

- 公司传统轮毂业务依托产能扩展可实现较快增长；涂复加工领域依托在国内处于垄断地位的无铬达克罗技术获得快速增长；有望注入的迈瑞丁公司则是全球镁合金龙头，若其注入则有望对公司业绩和整体估值均产生较大提振。**总体判断公司综合竞争力突出，估值具备较大提升空间。我们预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.11、1.50 元，当前股价对应 2015 年仅约 21 倍 PE，首次覆盖并给予其“增持”评级，目标价 38-45 元。**

图表25：可比公司估值情况（2015 年 1 月 22 日）

公司	股票代码	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE		
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
跃岭股份	002725.SZ	34.99	34.99	1.37	1.13	-	25.54	30.96	-
日上集团	002593.SZ	15.61	33.09	0.17	0.20	0.30	91.82	78.05	52.03
兴民钢圈	002355.SZ	6.83	35.09	0.14	0.11	0.13	48.79	62.09	52.54
金固股份	002488.SZ	29.80	60.61	0.25	0.43	0.82	119.20	68.82	36.43
均值							71.34	59.98	47.00

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- **国内外汽车行业景气度大幅下降：**公司产品主要供应国际经销商和国内外整车制造企业，受汽车行业整体景气影响较大，若行业整体销量大幅下滑，公司销量和业绩增长必将受到抑制。
- **原材料价格大幅上涨：**公司产品成本结构中，铝材占比较高，若未来原材料价格大幅上涨，公司整体盈利能力也可能下滑。
- **汇率波动风险：**公司产品出口比例达约 50%，汇率波动可能给公司造成较多的汇兑损益。如果人民币持续快速升值，将对公司经营业绩产生直接影响，公司产品海外市场竞争力也会受到一定削弱。
- **涂复加工业务拓展不达预期：**公司看点之一是达克罗业务的扩张，若未来汽车行业无铬达克罗工艺普及缓慢，公司未来成长空间将受到一定影响。
- **迈瑞丁未成功注入上市公司：**公司另一大看点是迈瑞丁的资产注入，若将来迈瑞丁未能成功注入公司，则公司估值可能难以获得提升，甚至存在下行压力。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	3,933	4,091	4,552	5,504	6,420	7,363
增长率		4.0%	11.3%	20.9%	16.6%	14.7%
主营业务成本	-3,288	-3,293	-3,652	-4,299	-5,008	-5,724
% 销售收入	83.6%	80.5%	80.2%	78.1%	78.0%	77.7%
毛利	646	798	900	1,205	1,413	1,639
% 销售收入	16.4%	19.5%	19.8%	21.9%	22.0%	22.3%
营业税金及附加	-16	-18	-20	-25	-29	-33
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-93	-97	-109	-116	-148	-169
% 销售收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.1%	2.3%	2.3%
管理费用	-202	-289	-330	-396	-465	-534
% 销售收入	5.1%	7.1%	7.3%	7.2%	7.3%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	335	394	442	669	771	903
% 销售收入	8.5%	9.6%	9.7%	12.1%	12.0%	12.3%
财务费用	-31	-28	-63	-7	-10	5
% 销售收入	0.8%	0.7%	1.4%	0.1%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	5	-4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	6	-4	34	-86	0	0
投资收益	13	12	17	12	15	17
% 税前利润	3.9%	3.3%	3.7%	2.0%	1.9%	1.8%
营业利润	327	370	424	587	775	925
营业利润率	8.3%	9.0%	9.3%	10.7%	12.1%	12.6%
营业外收支	6	6	20	18	18	20
税前利润	333	376	443	605	793	945
利润率	8.5%	9.2%	9.7%	11.0%	12.4%	12.8%
所得税	-43	-50	-57	-76	-102	-121
所得税率	12.9%	13.3%	12.8%	12.5%	12.9%	12.9%
净利润	290	326	387	529	691	823
少数股东损益	66	78	89	97	105	115
归属于母公司的净利润	224	248	297	432	586	708
净利率	5.7%	6.1%	6.5%	7.9%	9.1%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	290	326	387	529	691	823
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	166	193	202	200	223	250
非经营收益	-4	20	-6	70	-3	-19
营运资金变动	-155	76	-35	-495	-121	-126
经营活动现金净流	297	616	548	305	790	928
资本开支	-173	-284	-487	-396	-245	-183
投资	0	-39	-100	61	0	0
其他	13	12	26	-74	15	17
投资活动现金净流	-160	-310	-560	-409	-230	-166
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	7	100	211	472	-268	-291
其他	-209	-225	-105	-22	-225	-213
筹资活动现金净流	-203	-125	106	450	-493	-504
现金净流量	-66	181	94	346	67	258

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	215	493	554	900	967	1,225
应收款项	883	833	1,106	1,128	1,315	1,508
存货	295	323	342	383	446	510
其他流动资产	78	119	124	88	103	117
流动资产	1,471	1,768	2,125	2,499	2,831	3,360
% 总资产	57.2%	58.4%	50.5%	52.3%	54.9%	59.6%
长期投资	36	39	130	111	111	111
固定资产	908	1,037	1,121	1,112	1,168	1,137
% 总资产	35.3%	34.2%	26.6%	23.3%	22.7%	20.2%
无形资产	142	171	774	957	938	919
非流动资产	1,099	1,262	2,087	2,282	2,323	2,276
% 总资产	42.8%	41.6%	49.5%	47.7%	45.1%	40.4%
资产总计	2,570	3,030	4,213	4,781	5,153	5,636
短期借款	139	84	190	660	392	100
应付款项	451	575	1,190	767	894	1,021
其他流动负债	50	82	124	317	334	352
流动负债	639	741	1,504	1,744	1,620	1,473
长期贷款	130	15	120	120	120	121
其他长期负债	12	378	518	512	512	512
负债	782	1,134	2,142	2,376	2,252	2,106
普通股股东权益	1,476	1,538	1,667	1,905	2,297	2,810
少数股东权益	313	357	403	500	605	720
负债股东权益合计	2,570	3,030	4,213	4,781	5,153	5,636

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.574	0.637	0.762	1.108	1.503	1.816
每股净资产	3.783	3.943	4.274	4.884	5.887	7.203
每股经营现金净流	0.762	1.579	1.405	0.782	2.024	2.378
每股股利	0.150	0.000	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	15.17%	16.14%	17.83%	22.69%	25.54%	25.21%
总资产收益率	8.71%	8.20%	7.06%	9.04%	11.38%	12.57%
投入资本收益率	14.15%	14.56%	13.91%	16.42%	17.71%	19.06%
增长率						
主营业务收入增长率	107.53%	4.00%	11.28%	20.90%	16.65%	14.69%
EBIT增长率	69.76%	17.55%	12.19%	51.41%	15.26%	17.17%
净利润增长率	68.66%	10.89%	19.72%	45.42%	35.66%	20.77%
总资产增长率	65.04%	17.89%	39.04%	13.50%	7.79%	9.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.3	59.7	62.2	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	24.3	34.2	33.2	32.5	32.5	32.5
应付账款周转天数	19.9	26.5	31.8	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	78.2	87.2	80.8	62.3	53.7	43.3
偿债能力						
净负债/股东权益	2.24%	-2.99%	2.85%	9.38%	-3.77%	-18.65%
EBIT利息保障倍数	10.6	14.1	7.0	91.2	75.7	-190.4
资产负债率	30.41%	37.44%	50.85%	49.69%	43.69%	37.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	6
增持	0	0	0	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.29	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD