

业绩符合预期，并购增厚业绩

投资要点

- **业绩总结：**公司2018年前三季度实现营收80.4亿元，同比增长9.9%，实现归母净利润7.9亿元，同比增长10.6%，扣非归母净利润7亿元，同比增长18.2%。其中第三季度实现营收28.3亿元，同比增长20%，实现归母净利润2.3亿元，同比下滑0.2%，扣非归母净利润2.1亿元，同比增长44%。
- **传统业务稳定，并购无锡雄伟增厚业绩：**公司保持传统业务稳定增长的情况下，2018年6月公司完成无锡雄伟95%的股权并表，报告期内增厚了公司业绩，同时无锡雄伟承诺2018年实现净利润不低于1.6亿元。前三季度，公司实现毛利率21.2%，较去年同期下滑0.6个百分点。管理费用率（含研发费用）、销售费用率、财务费用率分别为6.8%、1.8%和0.4%，分别同比变动-0.1%、0%和-0.6%，财务费用率下滑主要受益于美元升值汇兑收益增加。净利率10.4%，较去年同期下滑0.7个百分点。少数股东损益较去年同期大幅减少，致使公司归母净利润增速高于营收增速。公司预计2018年全年实现归母净利润9.5亿元~11.7亿元，同比增长5%~30%。
- **市场稳步开拓，业绩有望保持稳步增长：**公司目前形成了铝合金轮毂、镁合金压铸件、无铬涂覆、模具冲压件四大业务板块。铝合金汽轮业务在深耕现有客户的基础上，进一步拓展了日本主机市场，并启动了丰田、本田、日产在北美市场的开拓。镁合金压铸件业务加大国内市场的开拓，报告期内开发了福特、众泰、小鹏汽车等客户。模具冲压件业务，通过收购无锡雄伟，切入到延峰江森、佛吉亚、博泽、高田、麦格纳等全球知名零部件厂商的供应体系。公司在各业务板块均进行稳健的市场开拓，未来业绩有望保持稳步增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年归母净利润9.7/10.5/11.3亿，对应EPS分别为0.45/0.48/0.52元，对应估值17倍、16倍、15倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**汽车产销不及预期；镁合金渗透率不及预期；并购企业业绩实现或不及承诺；汇率波动等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10177.23	10993.94	12000.96	12863.12
增长率	7.29%	8.02%	9.16%	7.18%
归属母公司净利润（百万元）	900.56	973.94	1055.13	1132.71
增长率	-5.99%	8.15%	8.34%	7.35%
每股收益EPS（元）	0.41	0.45	0.48	0.52
净资产收益率ROE	15.30%	14.53%	13.92%	13.29%
PE	18	17	16	15
PB	2.76	2.44	2.16	1.93

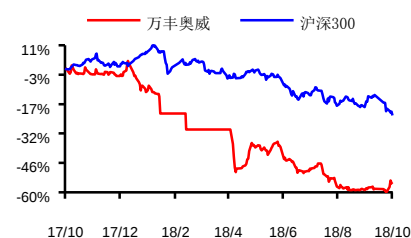
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘洋
 执业证号：S1250518090002
 电话：021-58351909
 邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

联系人：宋伟健
 电话：021-58351812
 邮箱：swj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.87
流通A股(亿股)	21.14
52周内股价区间(元)	6.82-18.3
总市值(亿元)	166.42
总资产(亿元)	121.65
每股净资产(元)	2.80

相关研究

1 内生外延拓展，业绩稳步增长

万丰奥威为国内领先的铝合金轮毂制造商，目前形成了年产 4000 万套铝合金轮毂的能力，其中汽车轮毂产能为 1800 万套，摩托车轮毂 2200 万套产能，其中汽车轮毂业务下游客户覆盖了美系、日系、德系、韩系、自主等全球知名整车厂，摩托车轮毂形成了以本田和雅马哈为主要市场配套体系。

公司在深耕传统业务的同时，先后在轻量化、环保涂覆、冲压件等领域进行了外延拓展：

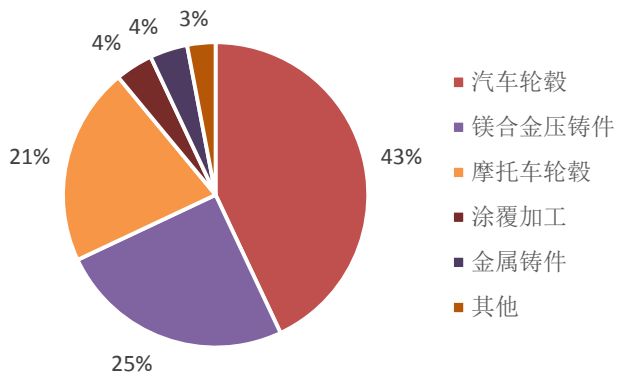
- (1) **轻量化领域：**公司收购了全球镁合金压铸件领域的龙头企业迈瑞丁，北美市场的市占率达到 65%，全球市占率在 40%，为国内外知名整车厂提供仪表盘骨架、动力总成件、前端载体、支架类、后提升门内版等五个类型，此外还涉及方向盘、座椅等其他汽车零部件。
- (2) **环保涂覆：**先后收购上海达克罗和宁波达克罗，成为国内最大的无铬涂覆企业。经过长时间的培育，国内合资整车厂商基本上都是上海达克罗与宁波达克罗的客户。与此同时，上海达克罗还具备了在地铁、高铁、风力发电、航天航空、军工等领域加工及技术能力，是通用电气国内业务的唯一供应商。
- (3) **冲压件：**2018 年公司收购了国内冲压件及设备生产商无锡雄伟 95% 的股权，主要客户为延锋江森、佛吉亚、博泽、高田、麦格纳、奥托立夫等全球知名零部件厂商。

图 1：万丰奥威全球布局

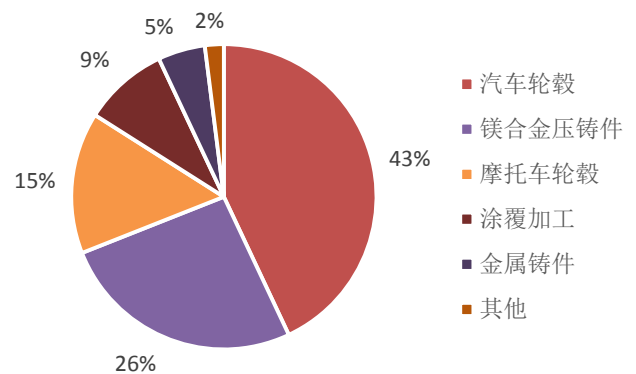


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司目前拥有汽车轮毂、摩托车轮毂、镁合金覆盖件、涂覆加工、金属铸件五大业务板块。截至 2018 年上半年，汽车轮毂、镁合金覆盖件、摩托车轮毂、涂覆加工、金属铸件五大业务营收占比分别为 43%、25%、21%、4%、4%，毛利占比分别为 43%、26%、15%、9%、5%。

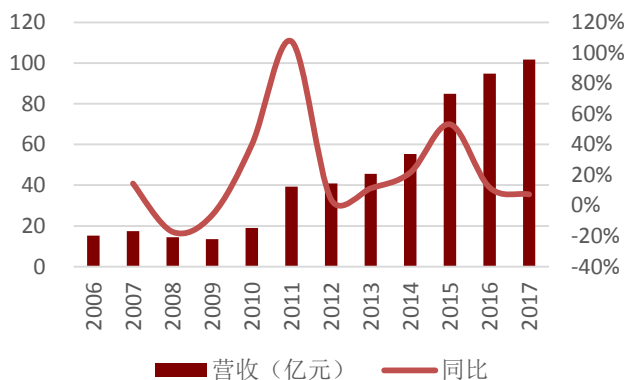
图 2：公司 2018 年上半年主营业务营收情况


数据来源：wind，西南证券整理

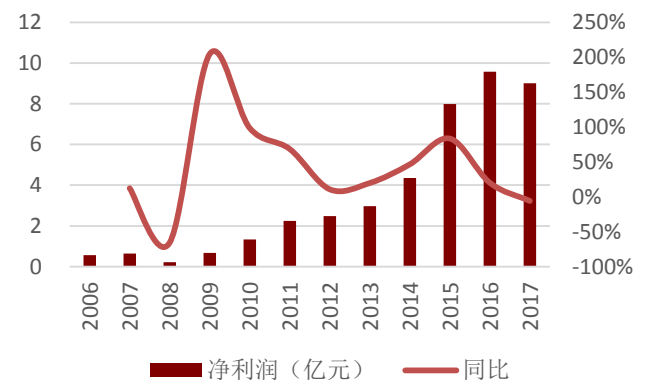
图 3：公司 2018 年上半年主营业务毛利情况


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况：自上市以来公司通过内生外延的方式，保持营收与业绩的稳定增长，逐步成长为全球化的汽车零部件厂商。从 2006 年开始，公司业绩稳定增长，但 2011 年与 2015 年业绩出现异动。其中 2011 年上市公司购买了大股东旗下的摩托车轮胎业务，较大程度上增厚了公司当年的业绩；2015 年上市公司并购全球镁合金压铸领域的龙头企业镁瑞丁，进一步增厚了公司业绩。

图 4：公司 2006 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2006 年以来净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 假设 2018-2020 年汽轮销量增速为 0%、5%、5%，价格保持稳定。
- 2) 假设 2018-2020 年摩轮销量增速为 19%、10%、10%，价格与毛利率保持稳定。
- 3) 假设 2018-2020 年镁瑞丁压铸件销量增速分别为-5%、5%、8%，价格保持稳定，毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
汽车铝合金轮毂	收入	4655.8	4655.8	4888.6	5133.0
	增速	16.7%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.1%	21.5%	21.6%	21.7%
摩托车轮毂	收入	1893.7	2253.5	2478.8	2726.7
	增速	19.4%	19.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
镁合金压铸件	收入	2635.2	2503.4	2628.6	2838.9
	增速	-9.4%	-5.0%	5.0%	8.0%
	毛利率	16.5%	18.5%	18.7%	19.0%
涂覆加工	收入	386.8	398.7	418.6	439.5
	增速	-0.1%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	49.1%	49.5%	49.5%	49.5%
金属铸件	收入	242.9	801.5	1186.2	1304.8
	增速	7.0%	230.0%	48.0%	10.0%
	毛利率	28.9%	28.0%	28.0%	28.0%
合计	收入	10177.2	10993.9	12001.0	12863.1
	增速	7.3%	8.0%	9.2%	7.2%
	毛利率	20.2%	19.9%	20.2%	20.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 9.7/10.5/11.3 亿，对应 EPS 分别为 0.45/0.48/0.52 元，对应估值 17 倍、16 倍、15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况（2018/10/18）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600699.SH	均胜电子	0.42	1.22	1.41	50	17	15
601799.SH	星宇股份	1.70	2.23	2.89	25	19	14
601689.SH	拓普集团	1.06	1.21	1.46	13	12	10
601127.SH	小康股份	0.81	0.74	1.01	20	22	16
平均值					27	17	14
002085.SZ	万丰奥威	0.41	0.45	0.48	18	17	16

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

汽车产销不及预期；镁合金渗透率不及预期；并购企业业绩实现或不及承诺；汇率波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10177.23	10993.94	12000.96	12863.12	净利润	999.82	1081.28	1171.42	1257.55
营业成本	8124.23	8803.82	9579.48	10258.82	折旧与摊销	501.64	349.41	382.47	421.50
营业税金及附加	55.14	55.69	62.58	66.87	财务费用	88.67	85.24	93.21	100.30
销售费用	192.06	186.90	228.02	244.40	资产减值损失	8.11	8.00	8.00	8.00
管理费用	706.67	681.62	756.06	810.38	经营营运资本变动	-621.50	43.17	-251.05	-193.07
财务费用	88.67	85.24	93.21	100.30	其他	-7.20	-19.88	-60.63	-10.27
资产减值损失	8.11	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	969.55	1547.23	1343.42	1584.01
投资收益	7.69	8.00	8.00	8.00	资本支出	-227.31	-1200.00	-1200.00	-1200.00
公允价值变动损益	12.71	4.04	10.09	11.51	其他	-453.66	12.04	18.09	19.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-680.97	-1187.96	-1181.91	-1180.49
营业利润	1192.20	1184.71	1291.71	1393.86	短期借款	381.88	197.84	227.19	-5.98
其他非经营损益	3.99	108.95	109.79	110.68	长期借款	14.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1196.19	1293.66	1401.50	1504.55	股权融资	364.48	0.00	0.00	0.00
所得税	196.37	212.37	230.08	246.99	支付股利	-182.24	-180.11	-194.79	-211.03
净利润	999.82	1081.28	1171.42	1257.55	其他	-838.07	-256.08	-93.21	-100.30
少数股东损益	99.26	107.34	116.29	124.84	筹资活动现金流净额	-259.19	-238.35	-60.80	-317.30
归属母公司股东净利润	900.56	973.94	1055.13	1132.71	现金流量净额	3.77	120.91	100.70	86.22
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	978.48	1099.39	1200.10	1286.31	成长能力				
应收和预付款项	2756.61	2827.89	3113.30	3357.72	销售收入增长率	7.29%	8.02%	9.16%	7.18%
存货	1094.50	1188.93	1331.44	1408.76	营业利润增长率	-6.20%	-0.63%	9.03%	7.91%
其他流动资产	286.64	309.64	338.00	362.29	净利润增长率	-7.63%	8.15%	8.34%	7.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.26%	-9.15%	9.14%	8.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
固定资产和在建工程	3604.64	4358.13	5078.56	5759.96	毛利率	20.17%	19.92%	20.18%	20.25%
无形资产和开发支出	1033.85	1144.33	1254.82	1365.31	三费率	9.70%	8.68%	8.98%	8.98%
其他非流动资产	294.42	281.04	267.65	254.26	净利率	9.82%	9.84%	9.76%	9.78%
资产总计	10049.14	11209.35	12583.87	13794.61	ROE	15.30%	14.53%	13.92%	13.29%
短期借款	557.68	755.52	982.71	976.73	ROA	9.95%	9.65%	9.31%	9.12%
应付和预收款项	1513.37	1705.83	1831.33	1961.95	ROIC	15.08%	13.28%	12.79%	12.26%
长期借款	396.53	396.53	396.53	396.53	EBITDA/销售收入	17.51%	14.73%	14.73%	14.89%
其他负债	1047.98	911.59	956.78	996.35	营运能力				
负债合计	3515.56	3769.47	4167.35	4331.56	总资产周转率	1.05	1.03	1.01	0.98
股本	2186.88	2186.88	2186.88	2186.88	固定资产周转率	3.28	3.13	3.01	2.83
资本公积	114.96	114.96	114.96	114.96	应收账款周转率	5.58	5.51	5.65	5.56
留存收益	3712.47	4506.30	5366.64	6288.32	存货周转率	7.35	7.47	7.49	7.43
归属母公司股东权益	6009.17	6808.14	7668.48	8590.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.75%	—	—	—
少数股东权益	524.41	631.75	748.04	872.89	资本结构				
股东权益合计	6533.57	7439.89	8416.52	9463.05	资产负债率	34.98%	33.63%	33.12%	31.40%
负债和股东权益合计	10049.14	11209.35	12583.87	13794.61	带息债务/总负债	27.14%	30.56%	33.10%	31.70%
					流动比率	1.88	1.82	1.77	1.81
					速动比率	1.48	1.42	1.38	1.42
					股利支付率	20.24%	18.49%	18.46%	18.63%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	1782.52	1619.36	1767.38	1915.65	每股收益	0.41	0.45	0.48	0.52
PE	18.43	17.04	15.73	14.65	每股净资产	2.75	3.11	3.51	3.93
PB	2.76	2.44	2.16	1.93	每股经营现金	0.44	0.71	0.61	0.72
PS	1.63	1.51	1.38	1.29	每股股利	0.08	0.08	0.09	0.10
EV/EBITDA	9.31	10.18	9.40	8.63					
股息率	1.10%	1.09%	1.17%	1.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn