



## 关注欧洲市场开拓与锻造项目推进

——万丰奥威（002085）调研报告

## 事件：

近期，我们调研了万丰奥威（002085），并参观了生产基地。

## 分析与点评：

## 1、对于2010年的汽车市场总体持中性态度

公司对于今年的汽车市场总体持中性态度，表现在：

- ◇ 国际市场上，随着经济形势进一步好转、加上消费刺激政策的作用，海外汽车行业已走出低谷，但伴随美、欧各国刺激政策的退出，销量增长的幅度与持续性仍有待观察；
- ◇ 国内市场上，09年下半年的井喷情况已不可能出现，由于整车厂商大规模产能的释放，预计产销矛盾将会显现，整车厂在销售压力出现的情况下，可能向上游零部件商转嫁成本。对此，需要零部件商在产能、产品结构上做好准备。

## 2、国内铝轮产业正在承接国际产业转移

铝轮行业属于资源、劳动力、资金密集型行业。国际铝轮行业在01、02年步入发展的顶峰后，盈利能力向下、逐步进入衰退期，开始向发展中国家进行产业转移，大致情况是：欧洲向东欧转移、美国向墨西哥转移，韩、日向大陆、台湾转移。

我们估算，全球铝轮产能在2亿件左右，中国约占1/4的份额。

目前国内铝轮行业约有80-90家公司，约半数有向欧洲出口的资质。业内企业呈现金字塔型的分布：第一梯队包括中信戴卡、万丰、昆山六丰等3家，属于龙头公司；第二梯队包括5-8家规模较大的企业，其余为第三梯队。

金融危机对国内铝轮产业冲击较大，09年上半年以前，部分竞争力不强的中小企业经营困难，随着国内市场先于国际市场好转，龙头企业受益明显。我们认为，本轮经济调整有望加速行业的重组整合。

国际铝轮产业转移与市场需求提高（铝轮装车率上升）是国内铝轮行业增长的长期驱动因素。

## 3、公司产品定位于中高端市场

公司计划产能为920万件：本部、威海、宁波分别为600、200、120万件。需要注意的是，由于产品尺寸介于10吋到26吋，因此，产能也随产品结构变化，我们预测实际产能在800-1000万件之间。

请务必阅读正文之后的重要声明

## 汽车零部件

评级： 推荐（首次）

上次评级：

## 目标价格：

上次预测：

当前价格： ¥11.14

基础数据 2010.4.29

总股本/流通A股（亿股）	2.84/1.13
总市值（亿元）	31.68
流通市值（亿元）	12.61
每股净资产（元）	3.05
ROE（%，2010Q1）	3.42%

## 交易数据

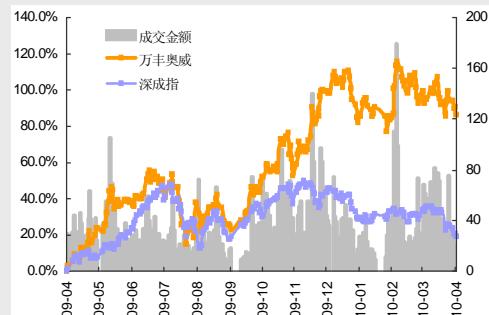
52周内股价区间（元） 5.60~13.28

PE（TTM，倍） 38.4

动态PE（倍） 31.1

PB（倍） 3.65

## 52周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

侯英民

S0820108050369

证书编号：

S0820209040017

电话：

021-32229888\*3507

邮箱：

chuyanhui@ajzq.com

## 相关报告

公司铝轮产品定位于中高端市场，根据盈利能力以及市场情况排产。公司已进入通用、大众、菲亚特、现代等国际知名厂商采购体系。

去年三季度以来，公司进入满产状态，为更好发挥产能，公司实行选择性的接单、主动放弃了一些中端订单。我们判断，未来公司继续以高端为主，逐步升级中端产能；伴随产能利用率的提高，规模效应更加明显，对于固定资产摊销带来积极影响。

我们预测 09 年公司销量在 700 万件左右。

#### 4、锻造有望成为新的利润增长点

铝轮行业以铸造为主，锻造是制造高强度铝轮的最先进工艺。锻造铝轮主要应用于如奔驰 S 级、宝马等部分高端乘用车和豪华商用车市场。

锻造铝轮代表了先进工艺、毛利率高，未来市场空间有望进一步打开，但考虑到先期设备投入与技术要求都较高，且难以快速达到规模效应，只有少量公司具备这一实力。

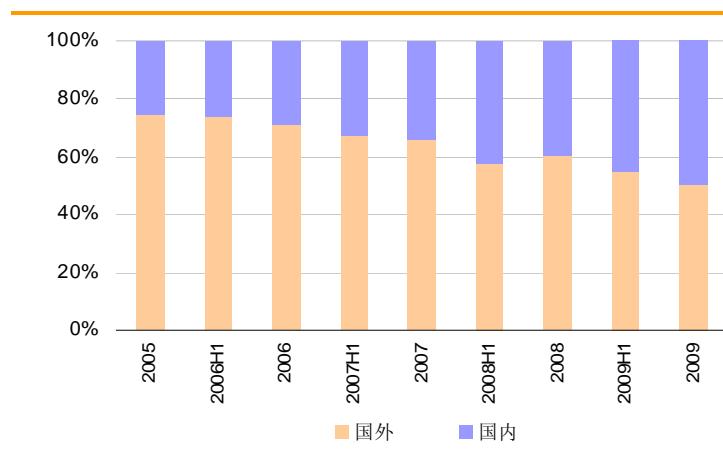
公司募投项目之一的“年产 45 万件半固态锻造铝合金车轮项目”已经完成近 90%的项目建设，技术积累以及前期的市场开拓也已有铺垫，今年又组建了专门团队，加大市场推进，公司将“加强锻造产品的市场推进力度，早日使锻造项目成为公司新的利润增长点”作为今年的一项重点工作，重点针对高端乘用车以及国外零售市场。

我们预计，今年该项目有望实现 20 万件左右的销售，达到盈亏平衡的水平，2011 年以后有望成为一个新的利润增长点。

#### 5、欧洲市场反倾销初步调查结果预计在 5 月公布

公司前期重心一直在出口市场，07 年以前营收占比超过 70%，但国内比重逐年上升。面对国内汽车市场的逐步扩大特别是 09 年的超预期增长，公司及时调整市场布局，09 年国内、国际营收几乎持平，但国内市场贡献了利润的 60.98%。

图 1：国内营收占比不断提升



(数据来源：公司公告 爱建证券)

2009 年欧盟贸易委员会对中国出口欧盟的汽车铝轮发起反倾销调查，涉及到中国出口欧盟的全部汽车铝轮制造企业。一旦中国企业败诉，欧盟将连续 5 年对中国出口到欧盟的铝轮加征最高达 33%的反倾销税，而这一税率是国内任何一家企业都无法承受的，最坏的结果可能是中国汽车铝轮行业全面退出欧洲市场。

欧洲铝轮行业已经步入衰退期，反倾销调查只是延缓其被国外产品替代的一种手段。另一方面，国内生产成本只有欧洲的一半不到，采用昂贵的欧洲产品势必增加整车企业的成本，而这又不是包括欧洲本土在内的整车企业愿意见到的。

欧洲市场占公司营收比重在 10% 左右，我们判断，公司出口欧洲市场存在一定的不确定性。

请务必阅读正文之后的重要声明

预计初步调查结果会在 5 月公布。

## 6、套保平滑铝价波动影响，今年毛利率有望保持稳定

铝锭、燃料动力、人工成本约占铝轮产品总成本的 50%-60%、10%、5%，产品价格与毛利率受铝价波动影响较大。

公司预计今年用铝量在 5.5 万吨左右。

公司采取多项措施平滑铝价波动对成本的影响以控制成本，如：开展套保业务、研发轻量化生产技术、实施产品售价与原材料价格变动的联动机制（必要时提价）等。

综合毛利率在 08 年下半年开始触底回升，我们认为主要来自于四个方面：(1) 铝价回落，套保业务的作用；(2) 产品结构改善；(3) 国内市场占比提升，毛利率高于国际市场；(4) 定价能力增强。

图 2：今年毛利率有望保持稳定

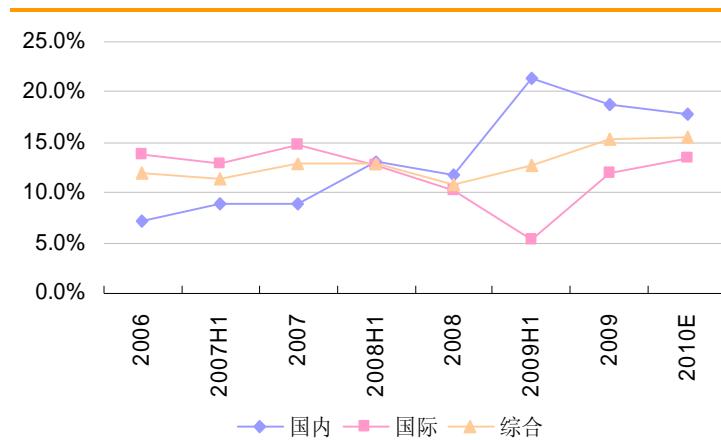


图 3：LME 铝价震荡走高（美元/吨）



(数据来源：公司公告 LME 爱建证券)

长期来看，公司铝轮有望维持 15%-18% 的毛利率水平，主要依据在于套保平滑铝价波动、公司定位高端、开拓欧洲市场的资本高投入期即将过去；但毛利率的进一步提升有一定难度，原因在于相对于整车厂商，铝轮成本比较透明，且铝轮行业竞争比较激烈。

## 7、关注国际高端 OEM 市场和零售市场的开拓进展

公司将“进一步增加在国际高端 OEM 市场的开发与投入力度”作为 2010 年工作目标，其中，高端市场的开拓重点在欧洲，菲亚特、大众已经是公司客户，据此，我们预计，公司的新增客户可能会锁定进入奔驰、宝马的采购体系。

请务必阅读正文之后的重要声明

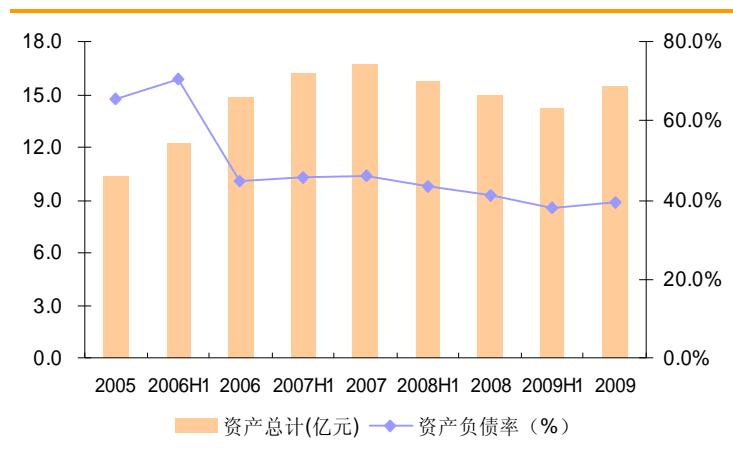
若公司在反倾销调查中胜诉，那么相对于欧洲本土企业而言，公司在品牌、性价比等方面具备较强的竞争力，为后续市场打开创造极佳条件。

公司认为，AM 市场与汽车整车制造业联系较弱，更多依赖于宏观经济、汽车保有量和消费者的个性需求，因此对铝轮制造商的设计能力、快速反应能力和销售渠道提出了较高的要求，只有实力较强的公司才能参与。据估算，09 年，公司出口销量中 AM 比重约占 1/3，未来有望提升。根据我们的了解，AM 市场的毛利率明显高于 OEM 市场，因此，对于利润的贡献度也将提升。

## 8、大规模资本投入期基本过去

随着（1）募投项目“新增 200 万件汽车铝轮毂技术改造项目”和“年产 45 万件半固态锻造汽车铝轮毂固定资产投资项目”建设接近尾声，后续仅有少量锻造设备需要采购；（2）本部、威海、宁波基地产能可以满足中期需求，因此公司大规模资本投入期已经过去，进入在建工程转固阶段。

图 4：资产负债率维持较低水平



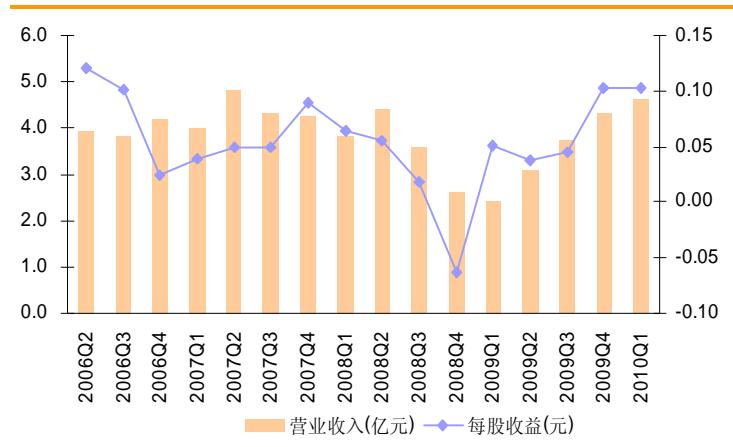
(数据来源：公司公告 爱建证券)

## 9、盈利能力仍有进一步提升空间

尽管公司目前满产运作，单季盈利为近 3 年来最高，但我们预计盈利能力仍有可能提升，原因在于：

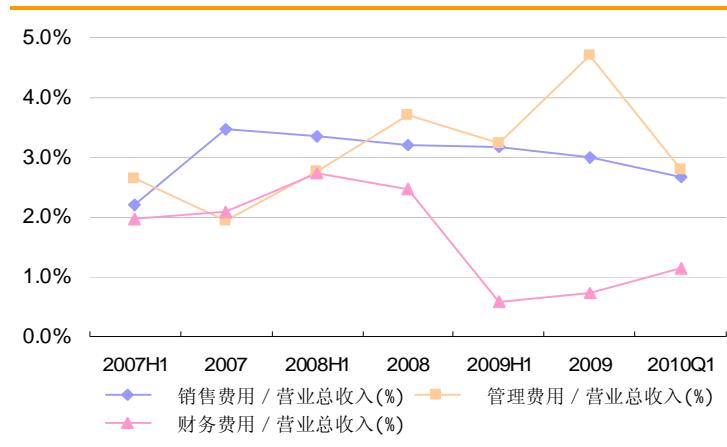
- ◇ 管理效率、生产效率的提升，班产、产成率仍有提升空间，三项费用的控制（最近三年为 7.5%、9.4%、8.4%），这对管理能力提出更高要求；
- ◇ 改善产品结构，提高毛利率；
- ◇ 选择性接单，面向高端与盈利能力更强的产品。

图 5：盈利能力不断好转



请务必阅读正文之后的重要声明

图 6：三项费用仍有下降空间



(数据来源：公司公告 爱建证券)

## 10、风险提示

- ◇ 全球汽车市场增长不及预期
- ◇ 欧洲反倾销调查结果对铝轮行业不利
- ◇ 铸造项目拓展不及预期

## 11、投资建议

公司首次进入我们覆盖范围，我们预计 2010、2011 年 EPS 为 0.36 元、0.45 元，对应动态 PE 为 31.1 倍、24.8 倍，相对于汽车零部件行业 18 倍、16 倍的动态 PE 而言，存在较大的溢价；与中小板 33.3 倍、25.7 倍的动态 PE 相比，有轻微折价；考虑到公司未来盈利仍处景气阶段、公司在铝轮行业的龙头地位以及集团资产整合预期，我们首次给予公司“推荐”的投资评级，但我们同时强调欧洲反倾销调查仍然存在一定的不确定性。

表 1：损益表预测

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1745.6	1444.7	1354.8	1952.0	2349.0
减: 营业成本	1522.4	1285.9	1142.1	1640.0	1975.0
营业税金及附加	4.71	7.65	6.26	8.2	9.9
营业费用	60.56	46.52	40.58	61.0	70.1
管理费用	33.69	53.52	63.87	67.3	81.0
财务费用	36.46	35.73	9.90	21.3	17.7
资产减值损失	-0.76	-0.32	3.73	4.0	5.0
加: 投资收益	1.27	18.97	-7.18	0.0	0.0
公允价值变动损益	1.57	-11.28	7.28	0.0	0.0
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0
营业利润	91.45	23.41	88.42	150.2	190.3
加: 其他非经营损益	2.51	3.72	6.62	0.0	0.0
利润总额	93.96	27.13	95.04	150.2	190.3
减: 所得税	27.23	6.03	8.83	20.5	27.6
净利润	66.73	21.11	86.21	129.7	162.7
减: 少数股东损益	3.09	-0.44	18.81	27.9	35.3
归属母公司股东净利润	63.64	21.54	67.39	101.8	127.4

表 2：成长性预测与估值

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1745.63	1444.69	1354.78	1952.0	2339.0
增长率(%)	14.41%	-17.24%	-6.22%	44.1%	19.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	63.64	21.54	67.39	101.8	127.4
增长率(%)	11.00%	-66.15%	212.83%	51.1%	25.1%
EPS (元)	0.224	0.076	0.237	0.36	0.45
P/E (倍)	49.78	147.04	47.00	31.1	24.8
P/B (倍)	3.88	3.97	3.78	3.52	3.23

注：未考虑欧洲反倾销调查对公司的影响

(数据来源：公司公告 爱建证券)

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。