

## 万丰奥威 (002085.SZ) 汽车零部件行业

评级：买入 维持评级

公司点评

吴文钊

分析师 SAC 执业编号：S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

## 摩轮注入已获批，外延扩张或未结束

## 事件

万丰奥威昨晚公告，公司重大资产重组事项已获得证监会有条件通过。这意味着公司摩轮资产注入已完成了最为关键的审批程序，最终完成已经指日可待。我们简评如下：

## 评论

**摩轮业务是优质业务。**万丰摩轮是全球最大的摩托车轮制造商，2010 年公司产量达到 1800 万只，占据全球市场份额 22% 左右。万丰摩轮定位于中高端市场，主要为本田、铃木、雅马哈、大长江等国内外著名摩托车企业配套。万丰摩轮市场份额稳固，盈利能力强，毛利率和净利率均高于公司汽轮业务。特别需要说明的是，摩轮业务并非没有成长性，我们测算，公司摩轮业务收入仍可保持 10% 左右的复合增长，利润增速则可能更高。

**摩轮注入将显著增厚公司业绩。**按照公司收购预案，公司将增发 10575 万股（相当于当前股本的 37%）收购万丰摩轮 75% 股权，而万丰摩轮 75% 利润规模已相当于万丰奥威当前的 90%。显而易见，摩轮注入后将可明显增厚公司业绩。按照公司增发预案披露的数据测算，注入完成后 2010 年公司 EPS 可增厚 36.1%，我们预测摩轮注入对公司 2011 年 EPS 增厚幅度约为 25%。

**摩轮注入将增强公司两大业务的协同效应。**公司车轮业务和摩轮业务相似性众多，摩轮资产的注入将有效强化这两大业务的协同效应，帮助公司进一步提高经营效益。如：摩轮注入后，公司可搭建统一的原材料采购平台，这将在一定程度上提高公司对上游供应商的溢价能力；摩轮与车轮的下游客户也有不少重叠，如本田、铃木都是横跨汽车、摩托车的产业巨头，摩轮注入后公司在业务拓展方面也可进一步加强协作联系，促进共同发展。

## 投资建议

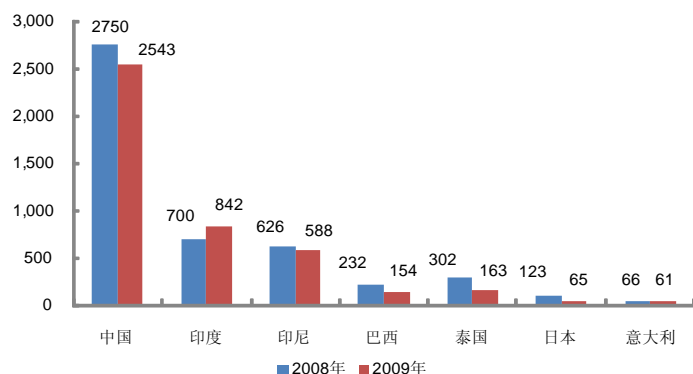
我们从 4 月中旬开始持续推荐万丰奥威，迄今涨幅已达 15%，明显跑赢大盘。5 月 10 日，公司公告入股上海卡耐新能源有限公司，正式涉足新能源汽车锂电池业务，这一动作或许意味着摩轮资产业务的注入并不是公司外延扩张的尾声，公司下一步的扩张方向或已瞄准新能源汽车这一热门领域。我们继续看好公司，维持其“买入”评级，目标价维持为 20.4 元。

## 摩轮业务仍具有长期成长空间

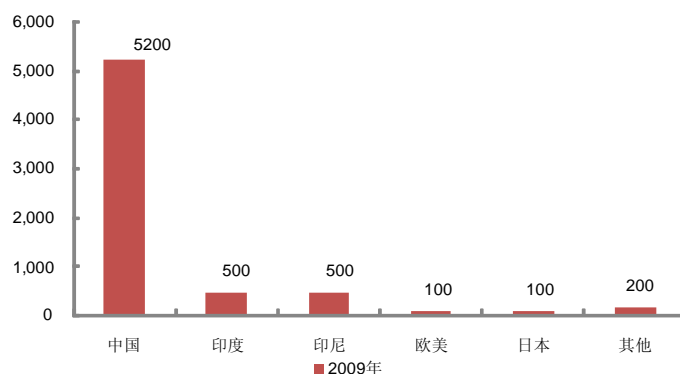
■ **摩轮与汽轮的异同。**与汽车轮毂类似，摩托车轮毂也可分为钢制和铝制，而且铝制摩轮在市场中占有主导地位。与汽轮不同的是，摩托车对铝轮的抗压性与强度等要求较低，重力铸造工艺已足够满足其要求，因此 95%以上摩托车铝轮都采用重力铸造。

■ **全球摩轮绝大部分源自中国。**全球摩托车产量主要集中在以中国为首的发展中国家。09 年中国摩托车产量为 2,750 万辆，占全球 4,500 万辆产量的 57.5%。按每车两轮计算，09 年全球摩轮需求为 9,000 万只，而当年全球铝轮产量为 6,600 万只，推算得知 09 年全球铝制摩轮装备率约为 73.3%。与摩托车整车一样，中国也是摩轮（本文此后摩轮均指铝制摩轮）生产大国，09 产量为 5,200 万只，占全球产量的 78.8%。

图表1: 2008-2009 年全球摩托车产量分布 (万辆)



图表2: 2009 年全球铝制摩轮产量分布 (万只)

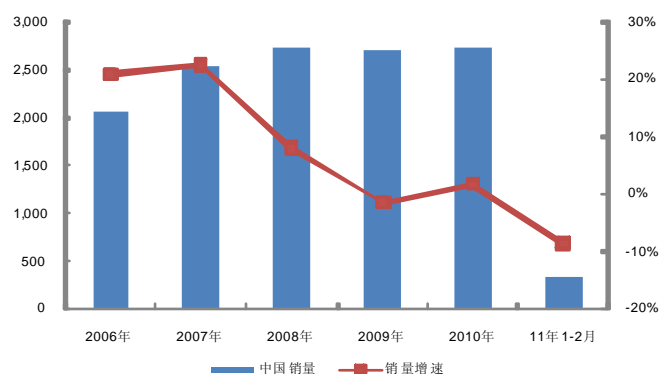


来源: 公司公告、国金证券研究所

■ **预测未来 3 年全球摩轮复合增长率约为 8-11%。**在发达国家，摩托车消费群体已很小。全球摩托车需求主要来自于发展中国家，其中中国是世界第一摩托车产销大国，但近年国内销量已趋于稳定；印度、巴西、印尼等人口众多、经济增长较快的国家则不仅销量基数较大，增长也很快；巴基斯坦、尼日利亚等欠发达国家则是高速增长的新兴摩托车市场。鉴于世界各国经济发展的不平衡状况以及由此引起的摩托车消费梯次转移，我们认为全球摩托车销量仍可保持较快增长，我们测算未来 3 年 CAGR 将在 7.7-10.5% 之间。相应地，摩轮的增长率也将至少达到这一区间。

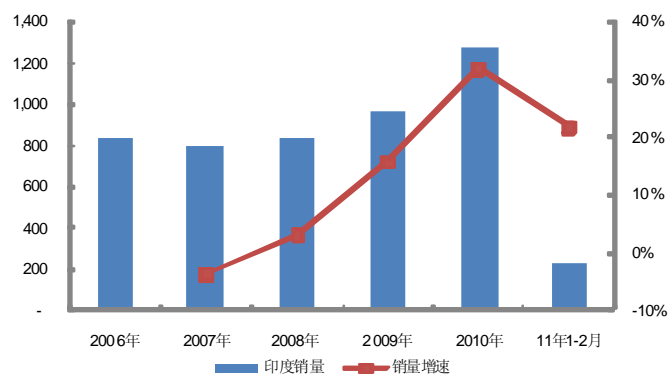
- **中国：年销量将稳定在 2500-3000 万辆之间。**从近几年数据来看，我国摩托车销量已趋于稳定。07 年以来，我国摩托车增速开始迅速下滑，近两年则接近于零增长。2010 年，国内摩托车销量 2,749 万辆，同比增速为仅为 1.5%；2011 年 1-2 月，我国摩托车销量为 347.8 万辆，同比降低-8.9%。我们预计，未来几年我国摩托车年销量将基本稳定在 2500-3000 万辆之间。
- **印度：年销量超过 1200 万辆，增速超过 20%。**印度摩托车销售不仅基数大而且增速高，目前已成为仅次于中国的第二大摩托车消费市场。2010 年印度摩托车销售 1,278 万辆，增速 32.1%；2011 年 1-2 月，销售 228 万辆，增速仍达 21.9%。按年均 20% 的增速计算，2013 年印度摩托车销量即有望达 2,200 万辆。
- **印尼：2013 年销量有望超过 1000 万辆。**印尼号称“千岛之国”，地形复杂，交通较不便利，摩托车在该国交通领域具有天然优势和吸引力。2010 年，印尼摩托车销量达到 736 万辆，增长 25.8%。据预测，受益于国内政局稳定以及经济迅速复苏，未来印尼摩托车销量仍可保持快速增长，2013 年有望超过 1000 万辆。
- **巴西：2013 年有望超过 300 万辆。**巴西是拉美区域的摩托车大国，销量也同样快速增长。2010 年，巴西摩托车销量为 183 万辆，增速 18.9%；2011 年 1-2 月销量 35.2 万辆，增速高达 40.4%。我们预计未来几年巴西摩托车销量将至少保持 20% 左右的符合增长，2013 年摩托车销量即可超过 300 万辆。
- **全球预测：未来复合增长率为 8-11%。**根据以上测算，仅中国、印度、印尼、巴西 4 国 2013 年销量即可达到 6000-6500 万辆，再加其他国家我们预计 2013 年全球摩托车销量将达 6500-7000 万辆之间，对应的复合增长率为 7.7-10.5%。

图表3: 中国近年摩托车销量及增速 (万辆)

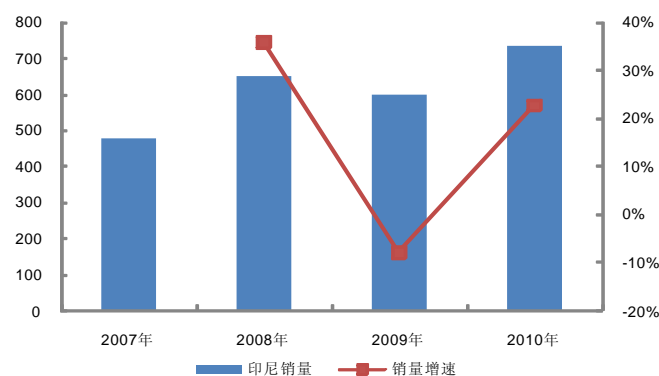


来源: 国金证券研究所

图表4: 印度近年摩托车销量及增速 (万辆)

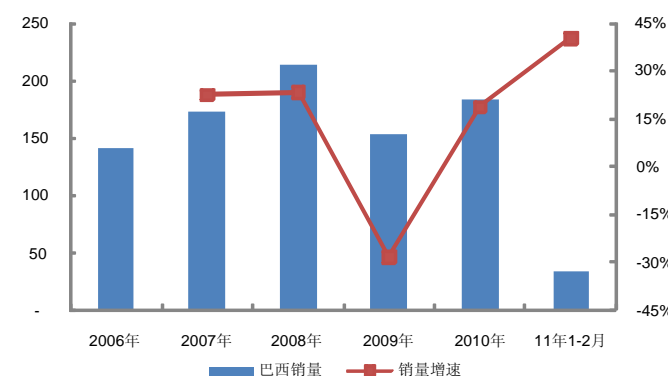


图表5: 印尼近年摩托车销量及增速 (万辆)



来源: CEIC、国金证券研究所

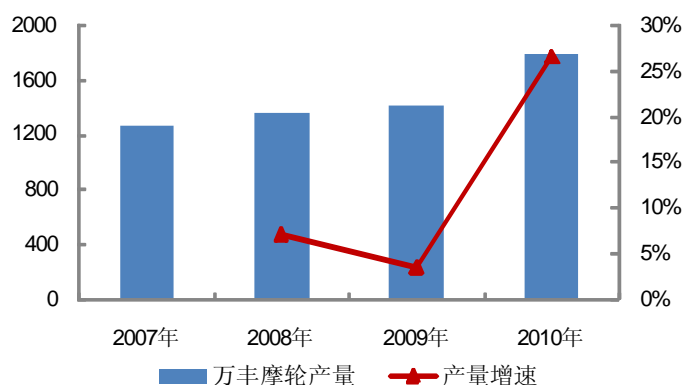
图表6: 巴西近年摩托车销量及增速 (万辆)



### 万丰摩轮优势突出, 盈利能力强

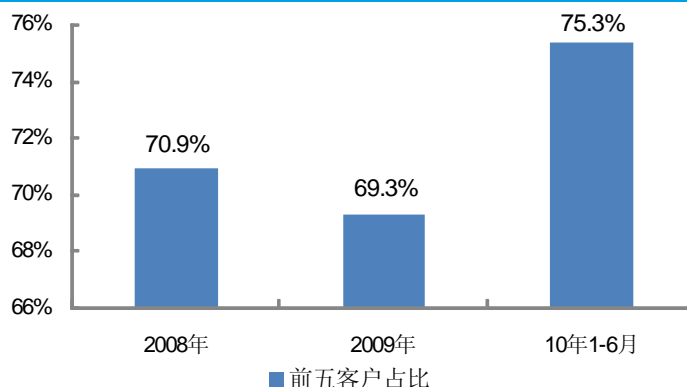
- **产销量位列全球之首, 规模优势极为突出:** 万丰摩轮是全球最大的摩托车轮制造商, 2010 年公司产量达到 1800 万只, 占据全球市场份额 22% 左右。在国内市场, 公司 2009 国内市场占有率为 27.1%, 领先第二名、第三名都近 5 个百分点, 领先第四名近 20 个百分点。在国外市场, 其他摩轮企业产销规模更加难以与万丰匹敌, 印度、印尼等国的领先摩轮企业如: ENKEI、PAKO、ROCKMAN、RICO 等产量都在 100-200 万件之间, 与万丰根本不在一个数量级。
- **客户资源优质而且集中度高。** 万丰摩轮定位于中高档摩托车铝轮市场, 公司国际客户主要为本田、铃木、雅马哈等, 国内主要客户主要为大长江、钱江摩托等。不仅如此, 公司的客户集中度还非常高, 近 3 年来前 5 大客户收入占比都高达 70% 左右, 这也意味着公司客户维护更为简单, 产品批量更大, 从而也可享受更为显著的规模效益和更高的利润空间。

图表7: 万丰摩轮近年产量及增速 (万只)



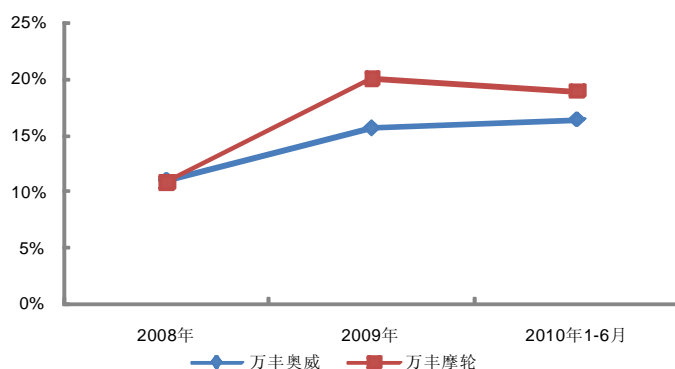
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表8: 万丰摩轮前5大客户收入占比



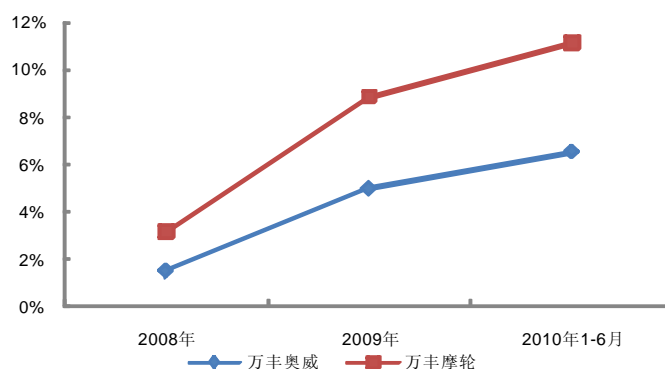
■ **市场份额稳固, 盈利能力强:** 万丰摩轮已稳居全球龙头位置, 近几年其市场份额保持稳中有升态势。公司 2007 年国内市场份额为 26.1%, 2009 年则提高至 27.1%, 增加近 1 个百分点。2010 年公司产量增加 26.6%, 增速快于行业整体水平, 这也说明公司市场份额继续有所提升。无与伦比的规模优势以及优质而且集中的客户资源也造就了公司优秀的盈利能力, 从近三年数据也可看出, 万丰摩轮毛利率及净利率均高于车轮业务水平。

图表9: 万丰摩轮与车轮业务毛利率对比



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表10: 万丰摩轮与车轮业务净利率对比



### 摩轮注入不仅能增厚业绩, 更可强化协同效应

- 首先需要强调的是, 摩轮业务并非没有成长性。根据我们上述分析, 公司摩轮业务收入仍可保持 10%左右的复合增长, 利润增速则有可能更高。公司在增发预案中披露的 2011 年摩轮业务利润稍低于 2010 年的原因是: 一方面, 基于谨慎原则, 公司对摩轮业绩预测较为保守, 同时公司也希望摩轮实际业绩能超预期; 另一方面, 公司对摩轮的业绩预测中使用的是 25%的所得税率, 但公司实际仍享受外商投资企业优惠税率, 这一优惠到期后公司也将申请高新技术企业继续享受优惠税率, 由此公司实际所得税率将远低于 25%, 实际业绩也将好于预测值。
- 我们认为, 摩轮业务属于典型的“现金牛”业务, 尽管未来增速稍低, 但盈利能力很强, 这一资产注入对于公司整体盈利能力的增强以及业绩稳定性的提高无疑大有帮助。
- 按照公司收购预案, 公司将增发 10575 万股 (相当于当前股本的 37%) 收购万丰摩轮 75%股权, 而万丰摩轮 75%利润规模已相当于万丰奥威当前的 90%。显而易见, 摩轮注入后将可明显增厚公司业绩。按照公司增发预案披露的数据测算, 注入完成后 2010 年公司 EPS 可增厚 36.1%, 我们预测摩轮注入对公司 2011 年 EPS 增厚幅度约为 25%。
- 公司车轮业务和摩轮业务相似性众多, 摩轮资产的注入将有效强化这两大业务的协同效应, 帮助公司进一步提高经营效益。如: 摩轮注入后, 公司可搭建统一的原材料采购平台, 这将在一定程度上提高公司对上游供应商

的溢价能力；摩轮与车轮的下游客户也有不少重叠，如本田、铃木都是横跨汽车、摩托车的产业巨头，摩轮注入后公司在业务拓展方面也可进一步加强协作联系，促进共同发展。

**图表11：摩轮资产注入前后公司 EPS 对比**

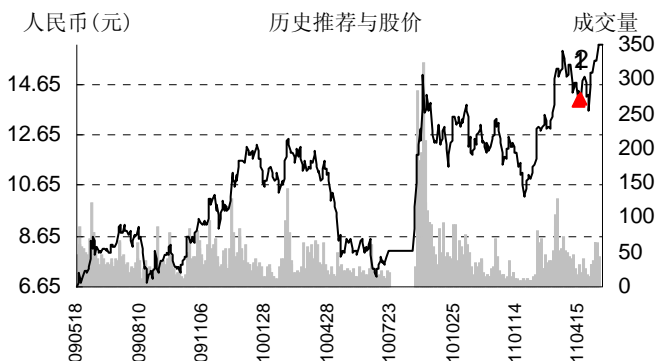
		2009A	2010E	2011E
营业收入（万元）	注入前	135,478	189,536	254,671
	注入后	269,354	334,984	417,573
	增加比例	98.8%	76.7%	64.0%
利润总额	注入前	9,504	18,613	26,735
	注入后	23,397	36,197	47,836
	增加比例	146.2%	94.5%	78.9%
归属母公司净利润（万元）	注入前	6,739	13,276	19,189
	注入后	15,652	24,792	33,008
	增加比例	132.2%	86.7%	72.0%
总股本（万股）	注入前	28435	28435	28435
	注入后	39010	39010	39010
	增加比例	37.2%	37.2%	37.2%
EPS（元）	注入前	0.24	0.47	0.68
	注入后（摊薄）	0.40	0.64	0.85
	增加比例	69.3%	36.1%	25.0%
注：摩轮09、10年数据为公司增发预案预测数，11年为国金预测数				

来源：国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-14	买入	14.02	N/A
2	2011-04-18	买入	14.05	20.40 ~ 20.40

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。



**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室