

万丰奥威：出口需求恢复推动业绩增长

万丰奥威 2009 年中报点评

报告关键点：

- 2009年上半年公司业绩表现符合预期
- 海外市场需求的逐步恢复是公司未来业绩上升的主要动力
- 给予公司“增持-A”的投资评级

报告摘要：

- 公司2009年上半年业绩表现符合预期。**2009年上半年实现营业收入5.52亿元，较上年同期下降32.95%；营业利润0.28亿元，较上年同期下降44.87%；利润总额0.35亿元，较上年同期下降30.53%；归属上市公司股东净利润0.25亿元，较上年同期下降26.04%；折合每股收益0.09元。
- 海外市场需求的逐步恢复是公司未来业绩上升的主要动力。**公司2季度营业收入的环比增幅高达27.62%，呈现明显改善的趋势。尤其是以美国，英国和德国的主要汽车消费国相继出台“旧车换购”补贴计划，全球汽车需求呈现明显的增长势头，从中国汽车零部件出口情况来看，也呈现比较好的环比改善趋势。我们预计随着汽车生产厂商零部件库存的逐渐消化，公司将在三季度末显著受益于全球汽车市场的复苏，预计公司将有较大可能实现调整后的14.5亿元销售计划。此外，公司本期三项费用支出较上年同期减少3394.06万元，各项费用占销售收入的比率均有一定幅度的下降，我们认为这将为公司实现预期业绩提供重要保障。最后，公司年产45万件锻造铝轮生产线和年产200万件出口OEM产品生产线已经建成，这将为潜在的需求释放提供产能保证。
- 有色金属价格可能的上升趋势与产能利用达不到预期将对公司业绩产生影响。**随着全球实体经济逐步走出低谷，有色金属价格开始出现明显的上升势头，这将为公司成本控制带来新的挑战。此外，公司新建成的产能也将是一把双刃剑，在外部需求达不到预期的情况下，空置的过剩产能必将会对公司业绩造成负面影响。
- 预计公司2009、2010、2011年每股收益分别为0.26元、0.33元和0.43元，对应的动态PE分别为33.7倍、26.1倍和20.2倍。考虑到公司未来收入增幅的显著提升，给予公司“增持-A”的投资评级。

评级：**增持-A**

上次评级：

目标价格：**9.2 元**

期限：6 个月 上次预测：

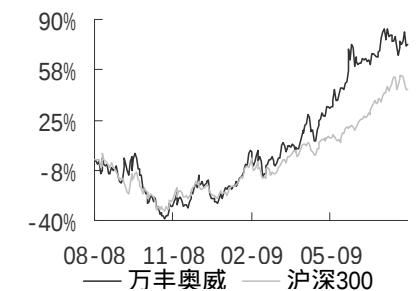
现价：8.76 元

报告日期：**2009-08-11**

市场数据

总市值(百万元)	2,490.91
流通市值(百万元)	990.15
总股本(百万股)	284.35
流通股本(百万股)	113.03
12 个月最高/最低	2.99/9.40 元
十大流通股东(%)	21.14%
股东户数	20,772

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.71)	6.58	29.46
绝对收益	2.59	36.64	73.73

研究员

孙木子 行业分析师

021-68765661 sunmz@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,745.6	1,444.7	1,451.9	1,960.1	2,421.9
Growth(%)	14.4%	-17.2%	0.5%	35.0%	23.6%
净利润	63.6	21.5	73.7	95.1	123.2
Growth(%)	11.0%	-66.1%	241.9%	29.1%	29.5%
毛利率(%)	12.8%	11.0%	12.6%	12.4%	12.4%
净利润率(%)	3.6%	1.5%	5.1%	4.9%	5.1%
每股收益(元)	0.22	0.08	0.26	0.33	0.43
每股净资产(元)	3.17	3.09	3.30	3.57	3.91
市盈率	39.0	115.2	33.7	26.1	20.2
市净率	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
净资产收益率(%)	7.4%	2.4%	7.8%	9.4%	11.0%
ROIC(%)	14.0%	6.6%	7.5%	8.8%	10.9%
EV/EBITDA	13.4	19.0	22.6	17.8	14.7
股息收益率	0.1%	1.7%	0.6%	0.8%	1.0%

前期研究成果

表 1：2009 年第 2 季度公司业绩分析

	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	QoQ	YoY	2008Q1/2	2009Q1/2	YoY	安信评论
主要损益数据											
营业收入	439.47	357.23	264.44	242.45	309.41	27.62%	-29.60%	823.02	551.86	-32.95%	海外市场(尤其是美国)出口形势低迷, OEM市场和零售市场较去年同期出现严重下滑所致
减: 营业成本	395.03	321.78	246.47	209.00	272.40	30.33%	-31.04%	717.62	481.40	-32.92%	
营业税金及附加	2.93	1.73	1.03	2.05	1.11	-45.59%	-62.02%	4.89	3.16	-35.35%	
销售费用	11.71	13.01	6.00	8.37	9.26	10.57%	-20.96%	27.51	17.63	-35.91%	
管理费用	10.28	10.91	19.79	8.32	9.62	15.68%	-6.44%	22.82	17.94	-21.41%	
财务费用	9.91	9.36	3.91	2.59	0.70	-72.94%	-92.94%	22.46	3.29	-85.37%	利润降幅超出收入降幅近12个百分点, 主要在于上年远期结汇实现投资收益1938.70万元, 而本期远期结汇业务产生亏损695.67万元所致
资产减值损失	0.00	0.00	-0.32	0.00	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!	0.00	0.00	#DIV/0!	
加: 公允价值变动收益	3.49	-0.13	-14.65	3.20	3.20	0.00%	-8.41%	3.49	6.40	83.19%	
投资收益	11.47	8.93	-9.34	-3.51	-3.45	-1.71%	-130.06%	19.39	-6.96	-135.88%	
营业利润	24.57	9.24	-36.43	11.82	16.07	35.94%	-34.58%	50.60	27.90	-44.87%	
加: 营业外收入	1.04	0.39	4.67	6.72	0.72	-89.22%	-30.30%	1.48	7.44	402.01%	利润总额降幅小于营业利润, 主要由于本期营业外收入中政府补助款699.38万元
减: 营业外支出	1.60	0.37	0.46	0.23	0.32	38.35%	-80.20%	2.00	0.55	-72.74%	
营业外收支净额	-0.56	0.02	4.22	6.49	0.41	-93.72%	-172.65%	-0.52	6.90	-1427.12%	
利润总额	24.01	9.27	-32.21	18.31	16.48	-10.00%	-31.35%	50.08	34.79	-30.53%	
减: 所得税	7.18	4.71	-12.46	2.00	2.18	9.08%	-69.70%	13.78	4.17	-69.73%	
净利润	16.83	4.56	-19.75	16.32	14.30	-12.34%	-14.99%	36.29	30.62	-15.63%	三项费用率较一季度和上年同期有较大下降
减: 少数股东损益	1.03	-0.68	-1.80	1.68	3.60	114.00%	249.82%	2.04	5.29	158.69%	
归属母公司股东净利润	15.80	5.24	-17.95	14.63	10.70	-26.87%	-32.25%	34.25	25.33	-26.04%	
EPS	0.06	0.02	-0.06	0.05	0.04	-26.87%	-32.25%	0.12	0.09	-26.04%	
主要财务指标											
毛利率	10.11%	9.92%	6.80%	13.80%	11.96%	-1.84%	1.85%	12.81%	12.77%	-0.04%	母公司所得税率调整对提振公司业绩
营业税率	0.67%	0.49%	0.39%	0.84%	0.36%	-0.48%	-0.31%	0.59%	0.57%	-0.02%	
销售费用率	2.66%	3.64%	2.27%	3.45%	2.99%	-0.46%	0.33%	3.34%	3.19%	-0.15%	
管理费用率	2.34%	3.05%	7.48%	3.43%	3.11%	-0.32%	0.77%	2.77%	3.25%	0.48%	
财务费用率	2.26%	2.62%	1.48%	1.07%	0.23%	-0.84%	-2.03%	2.73%	0.60%	-2.13%	
三项费用率	7.26%	9.32%	11.23%	7.95%	6.33%	-1.62%	-0.93%	8.84%	7.04%	-1.80%	母公司所得税率调整对提振公司业绩
营业利润率	5.59%	2.59%	-13.78%	4.88%	5.19%	0.32%	-0.40%	6.15%	5.05%	-1.09%	
有效税率	29.92%	50.77%	38.69%	10.90%	13.21%	2.31%	-16.71%	27.53%	11.99%	-15.53%	
净利润率	3.83%	1.28%	-7.47%	6.73%	4.62%	-2.11%	0.79%	4.41%	5.55%	1.14%	

数据来源：安信证券研究中心；WIND

表 2：2006-2009Q2 公司分地区营业收入及构成

	2006 全年	2007 年中	2007 全年	2008 年中	2008 全年	2009 年中
营业收入						
国内(元)	419,788,900	280,997,500	568,058,789	330,371,500	547,304,100	240,032,400
国外(元)	1,039,005,300	572,431,500	1,121,775,902	453,533,700	845,125,100	289,527,200
收入构成						
国内(%)	28.78%	32.93%	33.62%	42.14%	39.31%	45.33%
国外(%)	71.22%	67.07%	66.38%	57.86%	60.69%	54.67%

数据来源：安信证券研究中心；WIND

表 3：2006-2009Q2 公司分产品营业收入及构成

	2006 全年	2007 年中	2007 全年	2008 年中	2008 全年	2009 年中
营业收入						
涂装轮(元)	478,867,400	492,330,100	1,032,099,228	556,473,600	988,530,100	396,867,100
电镀轮(元)	15,181,500	285,994,900	490,684,593	148,824,000	283,614,300	95,861,600
抛光轮(元)	809,654,000	69,982,000	161,918,933	68,915,500	103,665,000	33,662,500
毛坯轮(元)	155,091,000	5,122,000	5,131,937	9,692,100	16,619,700	3,168,400
收入构成						
涂装轮(%)	32.83	57.69	61.08	70.99	70.99	74.94
电镀轮(%)	1.04	33.51	29.04	18.98	20.37	18.10
抛光轮(%)	55.50	8.20	9.58	8.79	7.44	6.36
毛坯轮(%)	10.63	0.60	0.30	1.24	1.19	0.60

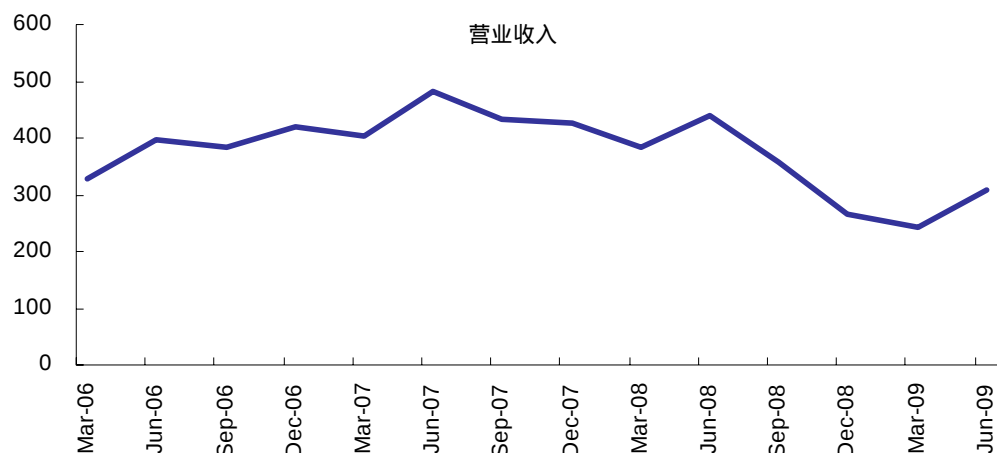
数据来源：安信证券研究中心；WIND

表 4：2006-2009Q2 公司分产品毛利率走势

	2006 全年	2007 年中	2007 全年	2008 年中	2008 全年	2009 年中
涂装轮(%)	13.02	10.64	10.56	11.10	10.55	12.43
电镀轮(%)	21.62	10.21	12.97	13.00	8.92	7.46
抛光轮(%)	9.49	19.73	26.38	19.73	17.45	19.3
毛坯轮(%)	20.62	34.25	33.12	13.72	15.83	5.99

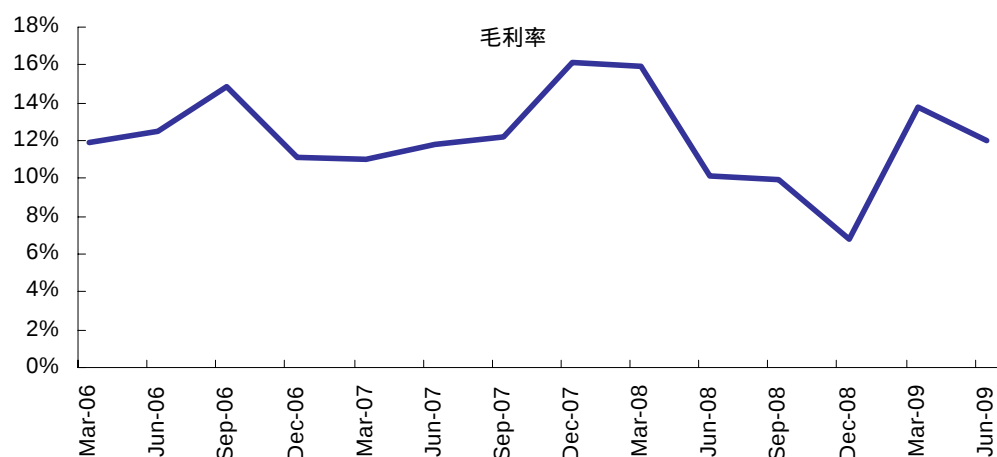
数据来源：安信证券研究中心；WIND

图 1：2006Q1-2009Q2 公司营业收入走势(单位：百万元)



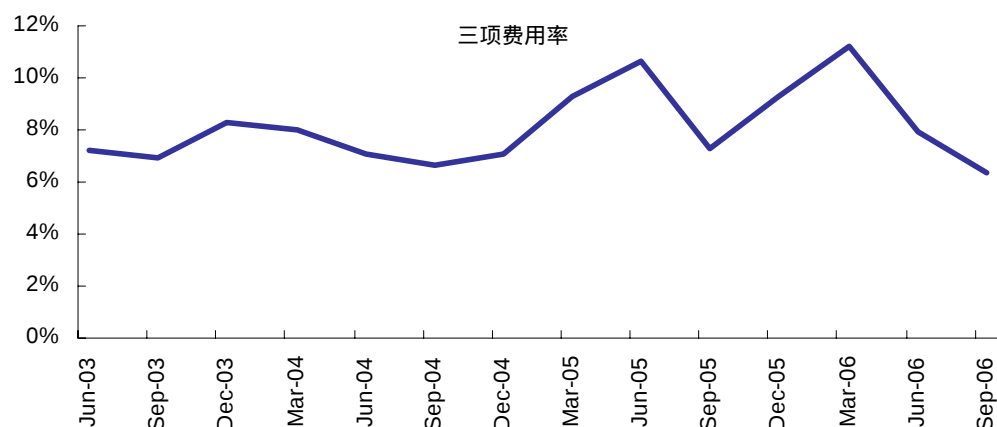
数据来源：安信证券研究中心；WIND

图 2：2006Q1-2009Q2 公司毛利率走势



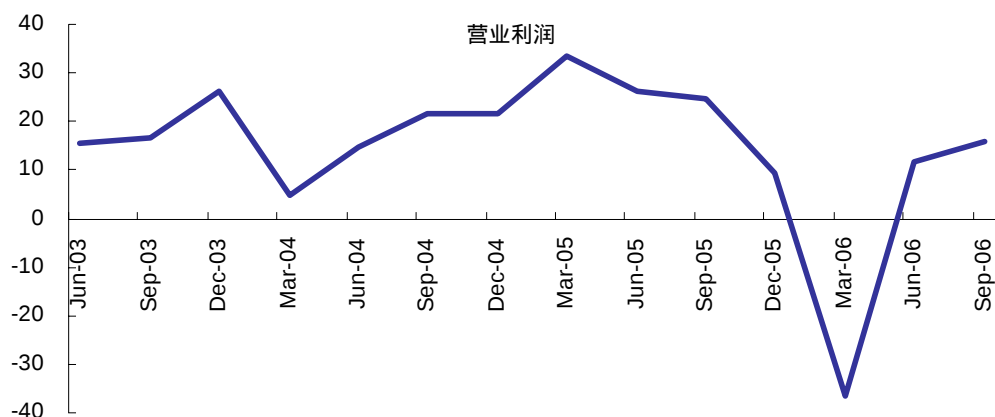
数据来源：安信证券研究中心；WIND

图 3：2006Q1-2009Q2 公司三项费用率走势



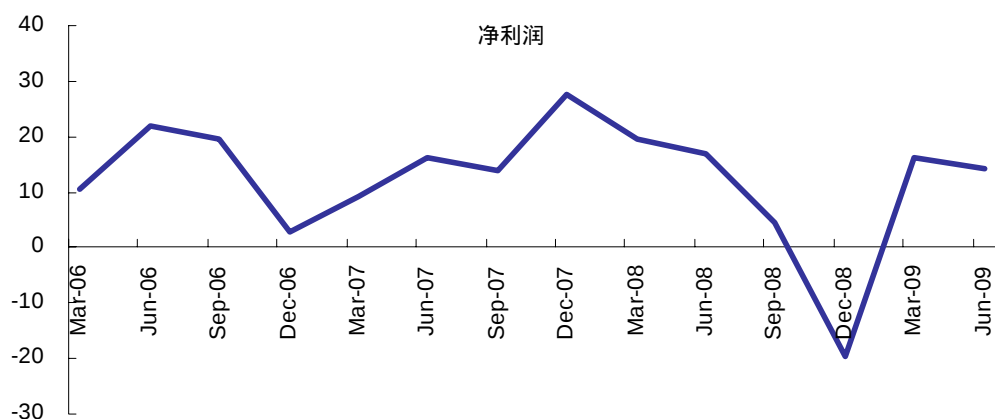
数据来源：安信证券研究中心；WIND

图 4：2006Q1-2009Q2 公司营业利润走势(单位：百万元)



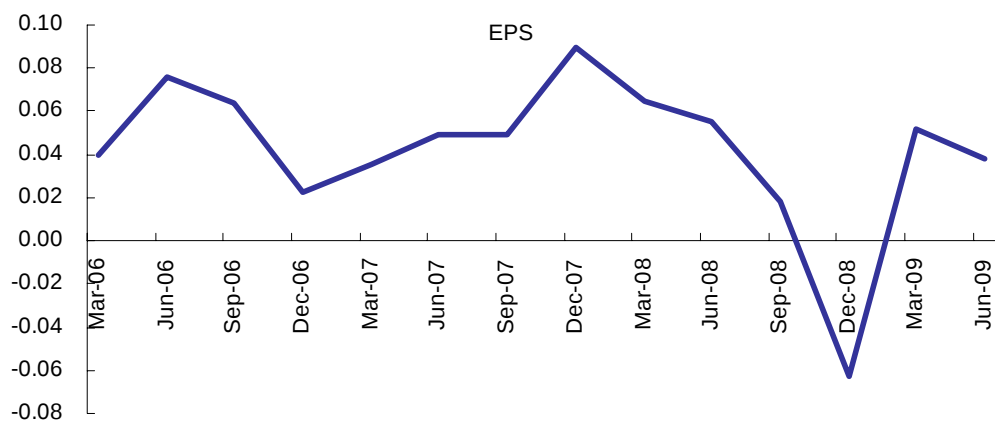
数据来源：安信证券研究中心；WIND

图 5：2006Q1-2009Q2 公司净利润走势(单位：百万元)



数据来源：安信证券研究中心；WIND

图 6：2006Q1-2009Q2 公司 EPS 走势(单位：百万元)



数据来源：安信证券研究中心；WIND

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-8-11		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,745.6	1,444.7	1,451.9	1,960.1	2,421.9	成长性					
减: 营业成本	1,522.4	1,285.9	1,269.0	1,717.0	2,121.6	营业收入增长率	14.4%	-17.2%	0.5%	35.0%	23.6%
营业税费	4.7	7.7	7.3	9.8	12.1	营业利润增长率	45.0%	-74.4%	263.1%	33.6%	25.8%
销售费用	60.6	46.5	43.6	58.8	72.7	净利润增长率	11.0%	-66.1%	241.9%	29.1%	29.5%
管理费用	33.7	53.5	43.6	58.8	72.7	EBITDA 增长率	23.9%	-26.7%	-14.5%	25.3%	19.5%
财务费用	36.5	35.7	-1.9	-1.7	-2.8	EBIT 增长率	29.7%	-53.8%	40.5%	34.6%	25.3%
资产减值损失	-0.8	-0.3	-4.2	3.8	2.8	NOPLAT 增长率	14.4%	-44.9%	25.7%	31.8%	27.3%
加: 公允价值变动收益	1.6	-11.3	-9.7	-	-	投资资本增长率	17.6%	9.5%	12.3%	3.2%	5.9%
投资和汇兑收益	1.3	19.0	-	-	-	净资产增长率	10.2%	-2.3%	6.7%	8.2%	9.6%
营业利润	91.5	23.4	85.0	113.5	142.9	利润率					
加: 营业外净收支	2.5	3.7	1.0	-1.0	1.0	毛利率	12.8%	11.0%	12.6%	12.4%	12.4%
利润总额	94.0	27.1	86.0	112.5	143.9	营业利润率	5.2%	1.6%	5.9%	5.8%	5.9%
减: 所得税	27.2	6.0	12.9	16.9	21.6	净利率	3.6%	1.5%	5.1%	4.9%	5.1%
净利润	63.6	21.5	73.7	95.1	123.2	EBITDA/营业收入	10.9%	9.6%	8.2%	7.6%	7.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	7.3%	4.1%	5.7%	5.7%	5.8%
货币资金	347.5	227.0	116.2	182.0	252.3	运营效率					
交易性金融资产	2.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	95	145	158	116	92
应收帐款	294.5	202.4	251.0	314.7	382.3	流动营业资本周转天数	40	40	61	66	66
应收票据	24.4	56.2	56.5	60.0	74.1	流动资产周转天数	190	197	161	133	138
预付帐款	2.0	8.3	10.2	11.4	16.4	应收帐款周转天数	62	61	55	51	51
存货	239.7	175.1	194.6	255.7	310.0	存货周转天数	48	54	48	43	44
其他流动资产	0.0	-	-0.1	-1.3	-2.8	总资产周转天数	324	393	361	274	246
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	166	226	250	199	168
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	2.4%	7.8%	9.4%	11.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	1.4%	5.2%	6.1%	7.0%
固定资产	526.1	639.0	638.8	627.9	607.6	ROIC	14.0%	6.6%	7.5%	8.8%	10.9%
在建工程	125.3	91.8	55.7	34.0	21.0	费用率					
无形资产	43.9	44.8	41.9	39.2	36.7	销售费用率	3.5%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	59.8	47.9	50.5	45.2	38.9	管理费用率	1.9%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	1,665.4	1,492.5	1,415.4	1,568.8	1,736.4	财务费用率	2.1%	2.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	65.0	239.9	16.1	10.0	10.0	三费/营业收入	7.5%	9.4%	5.9%	5.9%	5.9%
应付帐款	196.1	171.6	177.4	230.1	288.0	偿债能力					
应付票据	205.3	83.3	127.3	171.7	187.5	资产负债率	45.9%	41.1%	33.7%	35.3%	35.9%
其他流动负债	6.2	17.1	-2.5	2.3	0.6	负债权益比	85.0%	69.7%	50.9%	54.6%	56.1%
长期借款	130.0	-	-	-	-	流动比率	1.45	1.09	1.32	1.50	1.68
其他非流动负债	7.9	0.5	0.5	4.3	8.8	速动比率	1.06	0.79	0.90	1.01	1.16
负债总额	765.2	613.1	477.2	554.1	624.0	利息保障倍数	3.51	1.66	-43.24	-64.40	-50.81
少数股东权益	83.0	81.2	80.6	81.2	80.3	分红指标					
股本	284.4	284.4	284.4	284.4	284.4	DPS(元)	0.01	0.15	0.05	0.07	0.09
留存收益	532.9	514.2	573.1	649.2	747.7	分红比率	4.1%	198.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	900.3	879.4	938.1	1,014.8	1,112.4	股息收益率	0.1%	1.7%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	66.7	21.1	73.7	95.1	123.2	EPS(元)	0.22	0.08	0.26	0.33	0.43
加: 折旧和摊销	88.8	104.4	35.7	37.0	37.8	BVPS(元)	3.17	3.09	3.30	3.57	3.91
资产减值准备	-0.8	-0.3	-4.2	3.8	2.8	PE(X)	39.0	115.2	33.7	26.1	20.2
公允价值变动损失	-1.6	11.3	-9.7	-	-	PB(X)	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
财务费用	24.3	18.5	26.9	-1.9	-1.7	P/FCF	-53.7	-35.6	-11.6	66.3	47.6
投资收益	-1.3	-19.0	-	-	-	P/S	1.4	1.7	1.7	1.3	1.0
少数股东损益	3.1	-0.4	-0.6	0.6	-0.9	EV/EBITDA	13.4	19.0	22.6	17.8	14.7
营运资金的变动	-29.4	4.7	-23.1	-21.1	-59.7	CAGR(%)	12.8%	79.6%	26.9%		
经营活动产生现金流量	139.7	161.7	69.9	113.7	100.4	PEG	3.1	1.4	1.3	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-234.7	-116.1	-11.8	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	1.5	0.7	0.8	0.9	1.1
融资活动产生现金流量	6.9	-78.8	-183.3	-40.9	-28.0	REP	2.0	4.1	3.2	2.6	2.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

孙木子，汽车行业分析师，毕业于武汉理工大学，汽车工程专业学士，具有 6 年汽车行业研究咨询经验，曾就职于新华信集团汽车事业部。2007 年 11 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034