

2014年11月11日

万丰奥威 (002085)

——收购宁波达克罗巩固龙头地位 为行业爆发做好准备

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据:	2014年11月10日
收盘价(元)	27.6
一年内最高/最低(元)	29.3/15.43
上证指数/深证成指	2474/8410
市净率	6.1
息率(分红/股价)	1.81
流通A股市值(百万元)	10281

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	4.55
资产负债率%	49.79
总股本/流通A股(百万)	390/373
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《万丰奥威(002085)公告点评：主业扩张有序推进 未来成长值得期待 维持“买入”》 2014/10/24

《万丰奥威(002085)深度报告：战略布局镁合金、新能源汽车领域 重申买入》 2014/08/11

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

向志辉 A0230514080009
xiangzh@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818x7618
wanglu@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	4,552	11	297	20	0.76	19.8	17.8	36	13
14Q1-3	3,979	22	303	40	0.78	22.5	17.0		
2014E	5,477	20.3	463	55.7	1.19	21.8	21.7	23.3	16.0
2015E	6,854	25.2	583	25.9	1.49	21.9	21.5	18.5	13.0
2016E	8,073	17.8	697	19.6	1.79	21.8	20.4	15.4	11.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **事件：**公司11月10日发布《关于收购宁波经济技术开发区达克罗涂复有限公司100%股权的公告》。本次交易金额为9600万元，对应13年收购PE 11.4倍，公司13-15年动态PE分别为36、23和19倍。
- **本次收购系公司完善达克罗国内战略布局、巩固龙头地位的重要部署。**公司13年收购上海达克罗正式进军环保新材料，上海达克罗无铬涂复工艺国内领先，全溶液渠道产业链优势明显。宁波达克罗掌握有铬和无铬达克罗两种工艺，产能不到1万吨居全国第二，远小于上海达克罗6万吨产能。因此，本次整合战略意义更多在于完善公司国内产业布局，巩固龙头地位，**为将来标准出台行业爆发做好前期准备。**宁波达克罗目前已通过北美通用、上汽集团、上海通用、上海大众、长城汽车、长安汽车的涂覆认可并成为其表面环保涂复处理供应商，未来与上海达克罗结合有望发挥协同效应，大大增强公司议价能力。
- **宁波达克罗盈利能力突出且同比提升，未来有望对公司业绩形成积极贡献。**截止14H，该公司资产总额4468万元，上半年实现营业收入2107万元，营业利润1059万元，净利润789万元，营业利润率达到50.2%，比13年高出15.5个百分点，销售净利率37.4%，较13年高出11.5个百分点，体现出宁波达克罗轻资产特性和极强的盈利能力。其中，利润率的提升主要由于其无铬生产线产能占比的增加。根据承诺，宁波达克罗14-16年将实现净利润不低于1350万、1500万和1750万元，有望对公司15年及以后年度业绩产生积极影响。
- **投资评级与估值：**不考虑上海达克罗异地复制，Meridian项目注入，维持公司14-16年盈利预测1.19、1.49和1.79元/股，对应14-15年估值仅23、19倍。本次收购系公司前瞻涂复产业绿色环保发展趋势，率先布局提高市占率并增强议价力的重要举措，未来产能异地扩张仍值得期待。考虑Tesla、镁合金、环保新材料等新兴领域战略布局，我们认为公司股价具备较强的安全边际，15年Meridian有望注入将明显增厚公司业绩，同时公司高分红+高成长的特质也将迎来QFII青睐，**维持“买入”评级。**

表 1：公司营业收入预测表（单位：百万元）

营业收入	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
汽轮	1,392.4	1,314.9	1,848.0	2,108.6	2,199.2	2,475.4	3,015.1	4,522.7	5,555.4
摩轮			1,675.8	1,784.8	1,724.6	1,823.2	1,877.9	2,001.2	2,143.5
金属铸件				109.4	121.1	176.2	200.0	220.0	242.0
其他业务	52.3	39.9	58.1	44.6	45.8	77.5	108.5	130.2	143.2
达克罗							271.5	312.2	359.0
合计	1,444.7	1,354.8	3,581.9	4,047.3	4,090.8	4,552.3	5,476.6	6,854.0	8,072.9

资料来源：公司公告，申万研究

表 2：公司营业成本预测（单位：百万元）

营业成本	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
汽轮	1,242.1	1,113.4	1,508.2	1,757.4	1,799.7	2,002.3	2,426.8	3,640.3	4,471.5
摩轮	-	-	1,367.2	1,500.2	1,365.5	1,447.9	1,475.0	1,579.7	1,692.0
金属铸件	-	-	-	82.7	90.6	134.7	149.0	163.9	180.3
其他业务	43.8	28.8	48.7	33.4	36.9	67.0	93.8	112.6	123.9
达克罗							135.8	146.7	168.7
合计	1,285.9	1,142.1	2,924.1	3,373.7	3,292.8	3,651.9	4,282.5	5,355.2	6,313.2

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：公司盈利预测表（单位：百万元、元/股）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	3,582	4,047	4,091	4,552	5,477	6,854	8,073
二、营业总成本	3,213	3,737	3,729	4,180	4,857	6,054	7,109
其中：营业成本	2,924	3,374	3,293	3,652	4,283	5,355	6,313
营业税金及附加	11	16	18	20	23	29	33
销售费用	89	96	97	109	120	151	170
管理费用	155	221	289	330	361	446	517
财务费用	27	35	28	63	64	68	71
资产减值损失	6	(5)	4	5	5	5	5
加：公允价值变动收益	10	6	(4)	34	5	5	5
投资收益	(0)	13	12	17	10	8	8
三、营业利润	379	329	370	424	635	813	977
加：营业外收入	16	16	16	28	30	28	28
减：营业外支出	7	5	9	8	8	8	8
四、利润总额	389	340	376	443	657	833	997
减：所得税	46	44	50	57	85	109	130
五、净利润	343	296	326	387	571	724	866
少数股东损益	98	69	78	89	109	141	169
归属于母公司所有者的净利润	245	228	248	297	463	583	697
六、基本每股收益	0.47	0.57	0.64	0.76	1.19	1.49	1.79
全面摊薄每股收益	0.47	0.57	0.64	0.76	1.19	1.49	1.79

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。