

审慎推荐-A (维持)

华伍股份 300095.SZ

当前股价: 12.72 元

2017 年 02 月 26 日

盈利低于预期 今年重回增长轨道

基础数据

上证综指	3253
总股本 (万股)	37715
已上市流通股 (万股)	23474
总市值 (亿元)	48
流通市值 (亿元)	30
每股净资产 (MRQ)	3.3
ROE (TTM)	3.7
资产负债率	38.3%
主要股东	聂景华
主要股东持股比例	26.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	2	14
相对表现	-4	-2	3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华伍股份 (300095) —工业制动器龙头寻求新突破》2016-07-25

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn

事件:

2016 华伍股份实现收入 5.94 亿, 同比增长 5.01%; 归属上市公司股东的净利润 4642.8 万元, 同比下降 10.89%; 扣非归母净利 2651.3 万元, 同比下降 42.48%。每股收益 0.13, 略低于预期。

评论:

1、宏观经济下行压力较大 盈利情况低于预期

2016 年宏观经济整体不乐观, 国家产业转型、去过剩传统产能力度不断加大, 公司有一半左右的业务下游为冶金、港口等领域, 由于客户需求快速下降公司传统工业制动器下降较快。同时人工及原材料价格上涨, 公司毛利率下降, 营业成本增长 7 个百分点, 盈利能力下降。而销售费用同比增长 7.86%, 管理费用同比增长 8.49%, 受并购安德科技影响银行贷款增加, 财务费用同比增长 16.49%。成本及费用两端相压, 加之公司年末应收款项 3.6 亿元, 同比增长 23.5%, 计提坏账 622 万, 同比增长 80%, 归母利润同比下降 11%。受到政府补贴 1635 万元计入当期非经常性损益影响较大, 因而扣非归母利润同比下降 42%。

2、传统工业制动器下滑明显 风电或将迎小高峰

华伍股份以工业制动器起家, 主要应用领域为冶金、矿山、港口、风电, 其中风电领域占比 50%, 市占 20%左右, 细分领域第一, 主要竞争对手为河南焦作 (原风电制动器国内主要销售商, 具有国资背景)。2016 年因供给侧改革, 推动过剩产能退出, 严格控制新增产能, 全年在煤炭、冶金等方面的投入直线降低, 公司影响较大。而国内风电 2015 年明显抢装, 去年回复到行业正常水平, 增长平稳。鉴于今年可能会调整补贴政策, 大概率出现抢装, 可能会有小高峰。另外, 公司已经正式进入西门子的全球采购体系, 16 年仅小批量供应 10 几台以继续试验稳定性, 目前进展良好, 今年将明显放量, 从而支持传统业务板块增长。

3、轨交制动器未发力 但空间巨大

轨交制动器 2016 年收入 340 万元, 同比下降 21%。下降原因主要为业主工程进度拖慢, 部分销售收入延至 2017 年确认。上海庞丰轨交制动器目前主要针对有轨电车空白市场, 完成了 IRIS 认证、EN15085 认证的监督审核工作。2016 年主要承接项目有长春轨道交通北湖线 26 列车、长沙低速磁悬浮项目 7 列车; 大连机车厂 6 列地板有轨电车项目以及其它各类试验车制动系统多列。长春有轨电车订单为 156 辆, 16 年仅确认 26 辆, 主要订单将于今年确认。目前各地有轨电车的规划已经超 3000 公里, 按 1 公里 1 列车的配比, 新增量还是比较大。有轨电车一节制动器价格约 20 万, 一列车价格在 40-60 万。“十三五”是城轨发展高峰已是定局, 未来轨交制动器空间巨大, 但受各地配套资金速度影响。

4、军工领域以航空发动机零部件为突破口

公司收购了四川安德科技 100% 股权，于 2016 年 7 月并表，2016~2018 年承诺净利润分别为 2500 万、3250 万和 4225 万元。安德科技主营发动机机匣及反推装置生产和服务，航空装备设计、开发、生产和服务，航空零部件加工和服务。公司近期公告更改非公开发行募投项目，将“工业制动器产业服务化建设项目”变更为“航空发动机零部件小批量生产项目”，投入金额 5447 万元，占项目投资额 85% 左右。项目建设期为二年，项目实施规模为初始达产年度销售收入 5100 万元。安德科技主要为四川成发科技、中航旗下的成飞、西飞等大型军工企业提供配套及服务，虽然航空发动机零部件市场集中度低，竞争较激烈，但空间巨大。根据 ICF SH&E2012 年度报告，发动机价值占整个飞机的价值约 18% 左右，照此换算，2012 年航空发动机市场约 280 亿美元。按此比例粗略计算，预计到 2032 年，新增的民用飞机的航空发动机价值将超过 8700 亿美元。公司在军工领域借助安德科技以航空发动机零部件为突破口，将在 3 年之内成为收入的主力来源之一。

5、维持“审慎推荐-A”评级

公司基于自身深厚的制动器技术积累，确立了“轨交+军工”双翼发展的战略，从传统工业切入有轨电车分享城轨发展的盛宴，收购安德科技迈入军工零部件领域，未来增长可期。根据 2017 年一季度业绩预告，一季度净利变动幅度为 0-20%，一季度历来为公司收入确认淡季，后续增长将继续发力。我们预测公司 17-18 年净利水平为 6700 万元、8600 万元，对应 PE 为 72 倍及 56.1 倍，维持审慎推荐--A”评级。

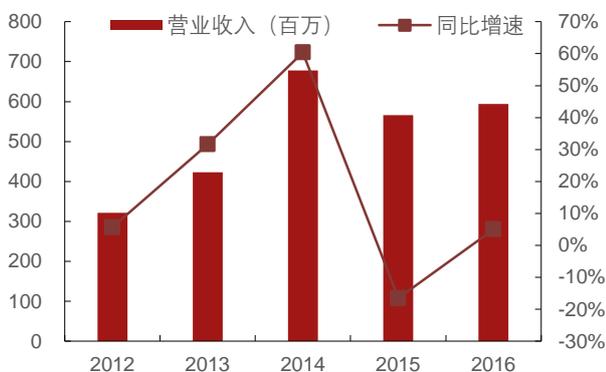
风险因素：风电投资下降；轨交制动器市场开拓不顺。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2018E
主营收入(百万元)	566	594	695	844	1066
同比增长	-17%	5%	17%	21%	26%
营业利润(百万元)	56	46	69	93	123
同比增长	6%	-18%	48%	34%	33%
净利润(百万元)	52	46	67	86	110
同比增长	27%	-11%	43%	28%	29%
每股收益(元)	0.17	0.12	0.18	0.23	0.29
PE	75.2	103.3	72.0	56.1	43.6
PB	4.9	3.9	4.3	4.0	3.8

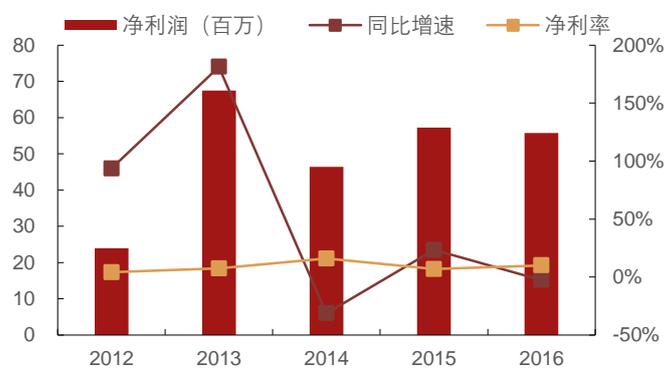
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 华伍股份近年营业收入增长



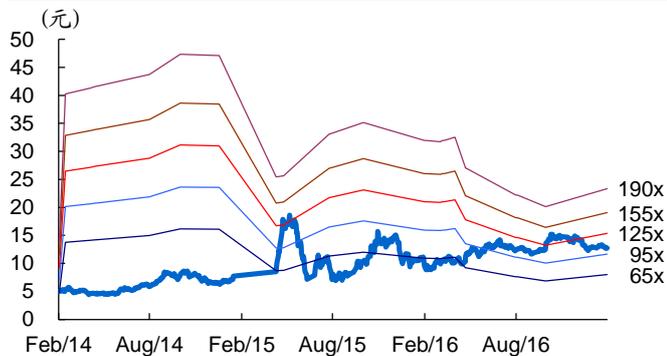
资料来源：公司年报、招商证券

图 2: 华伍股份近年净利润增长



资料来源：公司年报、招商证券

图 3: 华伍股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 华伍股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	760	1270	852	991	1260
现金	161	519	85	63	94
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	70	100	117	142	179
应收款项	292	361	316	384	485
其它应收款	4	8	9	11	14
存货	210	255	293	353	439
其他	24	27	32	39	49
非流动资产	434	850	880	908	932
长期股权投资	6	41	41	41	41
固定资产	283	329	370	407	440
无形资产	71	99	90	81	72
其他	74	381	380	379	378
资产总计	1194	2120	1732	1899	2192
流动负债	323	591	318	409	605
短期借款	204	368	150	210	360
应付账款	64	100	119	143	178
预收账款	14	12	14	17	22
其他	41	111	34	39	45
长期负债	9	221	221	221	221
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	221	221	221	221
负债合计	332	812	539	630	826
股本	308	377	377	377	377
资本公积金	234	573	573	573	573
留存收益	262	293	171	236	321
少数股东权益	58	66	73	82	95
归属于母公司所有者权益	804	1243	1121	1186	1271
负债及权益合计	1194	2120	1732	1899	2192

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	106	27	141	26	1
净利润	52	46	67	86	110
折旧摊销	34	39	46	49	52
财务费用	11	18	11	9	16
投资收益	1	2	0	0	0
营运资金变动	4	(82)	9	(135)	(199)
其它	5	4	8	17	22
投资活动现金流	(86)	(244)	(79)	(79)	(79)
资本支出	(52)	(91)	(79)	(79)	(79)
其他投资	(35)	(153)	0	0	0
筹资活动现金流	(11)	581	(497)	30	109
借款变动	126	130	(297)	60	151
普通股增加	103	69	0	0	0
资本公积增加	(131)	339	0	0	0
股利分配	(103)	(154)	(189)	(20)	(26)
其他	(7)	198	(11)	(9)	(16)
现金净增加额	9	365	(435)	(22)	32

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	566	594	695	844	1066
营业成本	356	376	445	536	668
营业税金及附加	5	6	7	9	11
营业费用	54	58	63	76	96
管理费用	82	89	97	118	149
财务费用	9	11	11	9	16
资产减值损失	3	6	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(2)	0	0	0
营业利润	56	46	69	93	123
营业外收入	11	17	15	15	15
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	66	63	83	107	138
所得税	9	7	9	12	16
净利润	57	56	74	95	122
少数股东损益	5	9	7	10	12
归属于母公司净利润	52	46	67	86	110
EPS (元)	0.17	0.12	0.18	0.23	0.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-17%	5%	17%	21%	26%
营业利润	6%	-18%	48%	34%	33%
净利润	27%	-11%	43%	28%	29%
获利能力					
毛利率	37.0%	36.7%	36.0%	36.5%	37.4%
净利率	9.2%	7.8%	9.6%	10.1%	10.3%
ROE	6.5%	3.7%	5.9%	7.2%	8.7%
ROIC	5.3%	2.9%	5.3%	6.1%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	27.8%	38.3%	31.1%	33.2%	37.7%
净负债比率	17.2%	21.1%	8.7%	11.0%	16.4%
流动比率	2.4	2.1	2.7	2.4	2.1
速动比率	1.7	1.7	1.8	1.6	1.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
应收帐款周转率	2.0	1.8	2.1	2.4	2.5
应付帐款周转率	6.4	4.6	4.1	4.1	4.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	0.12	0.18	0.23	0.29
每股经营现金	0.35	0.07	0.37	0.07	0.00
每股净资产	2.61	3.30	2.97	3.15	3.37
每股股利	0.50	0.50	0.05	0.07	0.09
估值比率					
PE	75.2	103.3	72.0	56.1	43.6
PB	4.9	3.9	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	7.8	8.3	5.9	4.9	3.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。