

审慎推荐-A (维持)

宁波华翔 002048.SZ

当前股价: 22.98 元

2017年03月3日

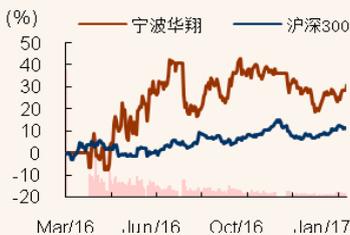
业绩符合预期, 非公开发行投入轻量化领域

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	53005
已上市流通股(万股)	46056
总市值(亿元)	118
流通市值(亿元)	103
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	45.4%
主要股东	周晓峰
主要股东持股比例	16.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-1	29
相对表现	2	-6	17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《宁波华翔(002048)——德国华翔减亏, 中报业绩向好》2016-08-25

汪刘胜  
0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn

唐楠  
021-68407142  
tangnan@cmschina.com.cn

彭琪  
0755-83174724  
pengqi@cmschina.com.cn

研究助理 寸思敏  
cuansimin1@cmschina.com.cn

公司发布业绩预增公告, 2016 年实现盈利收入 123.8 亿元, 同比+26.2%, 实现归母净利润 6.36 亿元, 同比+296.5%。公司 2016.12 发布非公开发行预案, 主要关注点在新材料, 轻量化领域。其中大股东宁波峰梅认购不少于本次发行 10% 的股份, 增加大股东持股比例。公司业绩增长稳定, 估值较低, 未来在德国公司业绩改善以及新领域的延伸值得重点关注, 维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **优质内外饰件企业。**公司是内外饰件大型企业, 主要客户包括: 宝马、奔驰、上海大众、上海汽车、一汽大众、一汽轿车、上海通用、长安福特、天津一汽丰田、东风日产等国内汽车制造商。配套包括宝马 3 系、5 系、X 系, 奔驰 C 级、E 级等国内一线合资品牌中高端车型。
- **国际化战略稳步推进。**国际方面, 公司已建立欧洲、北美、东南亚多个生产基地, 以配合主机厂的全球化供货体系, 长期来看有望增加收入规模, 提升配套体系, 降低配套成本。公司仍在进行跨区域战略布局, 通过布局建厂形成规模效应, 与主机厂保持在较短的生产半径内, 节约管理成本, 提升供货效率。
- **研发中心投入新材料工艺。**公司研发中心投入使用, 主要任务为研发新材料、新工艺等轻量化复合材料领域; 以及新设计和新模块在生产的实际运用, 实现子零件集成到模块化、系统总成等, 将自动化生产、精益化生产应用于产品加工, 实现生产模式标准化, 全面提升公司产品价值, 以配合募投的: 热成型、碳纤维、自然纤维轻量化生产技术改造项目。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**我们认为汽车行业景气度依然能够维持, 公司 2015 年德国公司巨亏, 预计 2016-2018 年能够持续改善。非公开发行价格不低于 21.4 元, 募集资金有望年内到位。预估每股收益 17-18 年 1.46 元、1.97 元, 对应的 PE 分别为: 15.4 倍、11.4 倍, 对比行业零配件公司估值, 存在低估的情况, 维持“审慎推荐-A”投资评级;
- **风险提示: 汽车行业周期下行影响配件企业盈利, 德国企业减亏不达预期。**

财务数据与估值

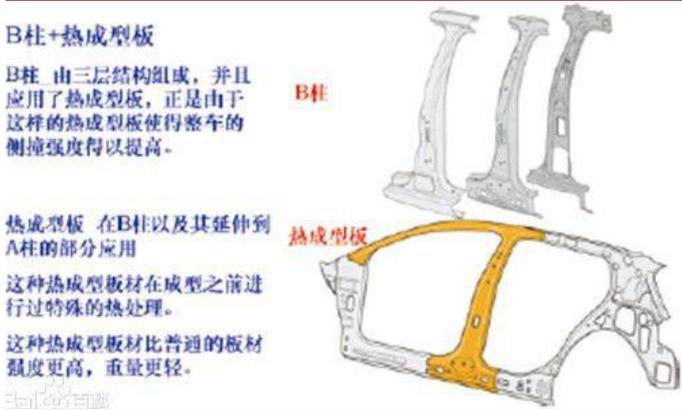
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	8713	9810	12387	15236	19045
同比增长	19%	13%	26%	23%	25%
营业利润(百万元)	835	589	1140	1412	1939
同比增长	53%	-29%	93%	24%	37%
净利润(百万元)	524	161	638	774	1045
同比增长	53%	-69%	298%	21%	35%
每股收益(元)	0.99	0.30	1.20	1.46	1.97
PE	22.7	74.2	18.7	15.4	11.4
PB	3.4	3.3	2.9	2.5	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

### 1、募投热成型，配套整车厂高端产品

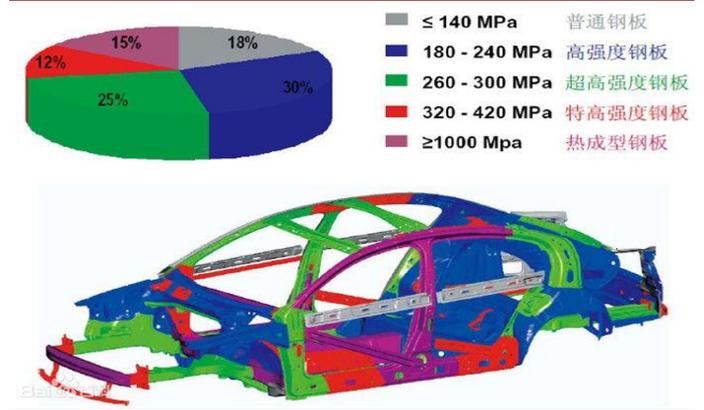
热成型技术的应用使车身重量几乎没有太大变化情况下，承受力提高了 30%，在欧洲 NCAP 碰撞测试中达到五星级标准，目前国内主机厂中高端车型使用广泛。热成型钢板主要应用于前、后保险杠骨架以及 A 柱、B 柱等重点部位，目前在车身骨架上的综合使用率约为 15%，在发生撞击时，尤其在正面和侧面撞击时，可有效减少驾驶舱变形，保护驾乘人员的安全。

图 1：热成型板



资料来源：招商证券

图 2：各种板材在汽车车身的应用以及比例



资料来源：招商证券

### 2、加大自然纤维、碳纤维投入

(1) 自然纤维，指的是自然界中存在的，或者经过人工培育的植物或动物身上直接取得的纺织纤维。木纤维和麻纤维也是目前在汽车轻量化技术中使用较多的两种自然纤维。

目前越来越多的内饰件使用自然纤维用以减重：如大众 XL1，其内饰件，包括通风管道，全部使用木纤维。将其与大众 Polo 对比，在使用木纤维之后，重量从 184 公斤，变为了 80 公斤，减重约 57%。奥迪 A1 的行李箱承重板使用木纤维+蜂窝状结构+木纤维的三明治结构，单个零件减重 2.5 公斤，在承受 220 公斤的重力下，变形不会超过 0.2 毫米。

表 1、自然纤维材料对比

材料		加工工艺	对比塑料
木纤维	80%的木纤维与 20%的复合纤维制成的纤维毡	热固型材料	轻 40%
竹纤维	50%麻纤维与 50%复合纤维制成的纤维毡	热塑型材料	轻 20%

资料来源：招商证券

图 3：大众 XL1 内饰



资料来源：招商证券

图 4：奥迪 A1 后备箱



资料来源：招商证券

(2) 碳纤维复合材料业务有序推进

目前汽车内外装饰中开始大量采用碳纤维材料。碳纤维作为汽车材料，最大的优点是质量轻、强度大，重量仅相当于钢材的 20%到 30%，硬度却是钢材的 10 倍以上。除了应用于汽车内饰件外，碳纤维材料在高端车型上应用于加固车顶横梁结构以及 B 柱和 C 柱、底部侧围、中央通道和后部支撑。由于碳纤维材料成本高，更多应用于军事航空航天领域，国内的碳纤维材料汽车方面的应用还处于起步阶段。

公司 2013 年收购德国的 HIB 公司，碳纤维、金属、石料等为原材料的天然桃木高档轿车内饰件产品，与宁波劳伦斯和戈丹泊形成有效协同，配套高端碳纤维内饰件产品。并与国内的多家主机厂进行接洽合作，随着国内汽车企业向中高端车型推进，碳纤维复合材料将有望在自主品牌高端车型扩大应用，公司在该领域具备先发优势，业务有望快速增长。

3、投资评级与建议

我们预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为：1.46 元、1.97 元，预计随着公司理清下属企业配套体系，德国公司逐渐减亏，公司业绩有望迎来连续增长。维持“审慎推荐-A”的投资评级。非公开发行完成后，大股东持股比例增加有望对公司整体经营业绩以及经营方向带来实质性改善。

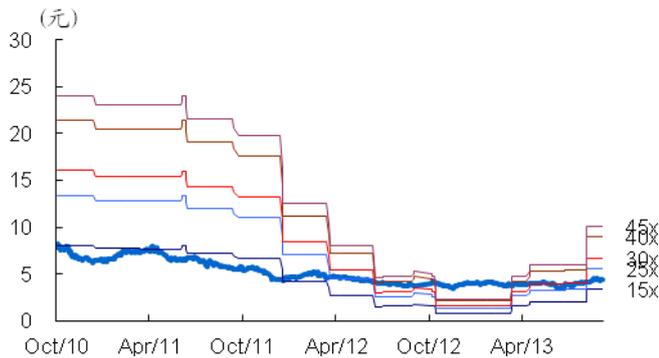
风险提示：汽车行业周期性下行拖累零配件行业业绩，德国公司减亏不达预期等。

表 1：简式盈利预测模型

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	8713	9810	12387	15236	19045
同比增长	19%	13%	26%	23%	25%
营业利润(百万元)	835	589	1140	1412	1939
同比增长	53%	-29%	93%	24%	37%
净利润(百万元)	524	161	638	774	1045
同比增长	53%	-69%	298%	21%	35%
每股收益(元)	0.99	0.30	1.20	1.46	1.97
P/E(倍)	22.7	74.2	18.7	15.4	11.4
P/B(倍)	3.4	3.3	2.9	2.5	2.1

资料来源：招商证券

图 5：宁波华翔历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：宁波华翔历史 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

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4307	5376	6721	8033	10750
现金	1034	1356	1700	1857	3073
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	257	439	372	457	571
应收款项	1411	1808	2258	2777	3472
其它应收款	34	30	38	47	59
存货	1227	1411	1946	2394	2954
其他	344	332	408	501	621
<b>非流动资产</b>	4287	5153	4938	4726	4501
长期股权投资	418	462	462	462	462
固定资产	1566	1887	1649	1492	1314
无形资产	200	222	199	179	161
其他	2103	2583	2628	2592	2564
<b>资产总计</b>	<b>8594</b>	<b>10529</b>	<b>11659</b>	<b>12759</b>	<b>15251</b>
<b>流动负债</b>	2988	4044	4278	4372	5486
短期借款	640	1113	856	300	600
应付账款	1614	1978	2408	2961	3655
预收账款	47	100	121	149	184
其他	687	853	893	961	1047
<b>长期负债</b>	752	805	805	805	805
长期借款	51	50	50	50	50
其他	701	755	755	755	755
<b>负债合计</b>	<b>3740</b>	<b>4848</b>	<b>5083</b>	<b>5176</b>	<b>6290</b>
股本	530	530	530	530	530
资本公积金	663	658	658	658	658
留存收益	2274	2382	2977	3619	4505
少数股东权益	559	1038	1338	1703	2194
归属于母公司所有者权益	3467	3569	4165	4807	5693
<b>负债及权益合计</b>	<b>8594</b>	<b>10529</b>	<b>11659</b>	<b>12759</b>	<b>15251</b>

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	465	600	656	779	936
净利润	524	161	638	774	1045
折旧摊销	356	432	357	313	277
财务费用	36	31	50	23	10
投资收益	(177)	(160)	(190)	(190)	(200)
营运资金变动	(455)	(225)	(505)	(513)	(697)
其它	181	361	306	371	501
<b>投资活动现金流</b>	(570)	(681)	(140)	(100)	(50)
资本支出	(728)	(622)	(140)	(100)	(50)
其他投资	158	(59)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6	414	(172)	(522)	331
借款变动	247	354	(269)	(556)	300
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(417)	(5)	0	0	0
股利分配	(42)	(42)	(42)	(133)	(159)
其他	218	107	140	167	190
<b>现金净增加额</b>	<b>(99)</b>	<b>333</b>	<b>344</b>	<b>157</b>	<b>1217</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	8713	9810	12387	15236	19045
营业成本	6923	8041	9786	12036	14855
营业税金及附加	40	46	62	76	95
营业费用	271	301	372	457	571
管理费用	729	923	1115	1371	1714
财务费用	31	19	50	23	10
资产减值损失	60	51	53	50	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	177	160	190	190	200
<b>营业利润</b>	835	589	1140	1412	1939
营业外收入	37	61	65	60	60
营业外支出	12	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	860	633	1188	1455	1982
所得税	138	217	250	316	446
<b>净利润</b>	722	416	939	1139	1537
少数股东损益	198	256	300	364	492
<b>归属于母公司净利润</b>	524	161	638	774	1045
<b>EPS (元)</b>	0.99	0.30	1.20	1.46	1.97

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	13%	26%	23%	25%
营业利润	53%	-29%	93%	24%	37%
净利润	53%	-69%	298%	21%	35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.5%	18.0%	21.0%	21.0%	22.0%
净利率	6.0%	1.6%	5.2%	5.1%	5.5%
ROE	15.1%	4.5%	15.3%	16.1%	18.4%
ROIC	14.7%	5.7%	13.9%	15.7%	17.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.5%	46.0%	43.6%	40.6%	41.2%
净负债比率	8.1%	11.2%	7.8%	2.7%	4.3%
流动比率	1.4	1.3	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.2
存货周转率	6.1	6.1	5.8	5.5	5.6
应收帐款周转率	6.7	6.1	6.1	6.1	6.1
应付帐款周转率	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.99	0.30	1.20	1.46	1.97
每股经营现金	0.88	1.13	1.24	1.47	1.77
每股净资产	6.54	6.73	7.86	9.07	10.74
每股股利	0.08	0.08	0.25	0.30	0.35
<b>估值比率</b>					
PE	22.7	74.2	18.7	15.4	11.4
PB	3.4	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	18.8	23.3	13.4	11.9	9.3

## 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。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

**唐楠**，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，6年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件、汽车后服务、车联网等领域研究，挖掘行业龙头和强势企业。

## 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。