

审慎推荐-A (维持)

华懋科技 603306.SH

当前股价: 33.51 元  
2017 年 04 月 17 日

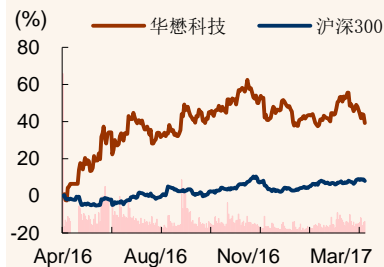
全年业绩靓丽, 未来成长清晰

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	21390
已上市流通股(万股)	7375
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	20.2
资产负债率	17.3%
主要股东	KINGSWAY
主要股东持股比例	59.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-3	40
相对表现	-8	-9	34



资料来源: 贝格数据、招商证券

汪刘胜  
0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠  
S1090511080002

彭琪  
S1090514080003

研究助理  
寸思敏  
cuansimin1@cmschina.com.cn

事件:

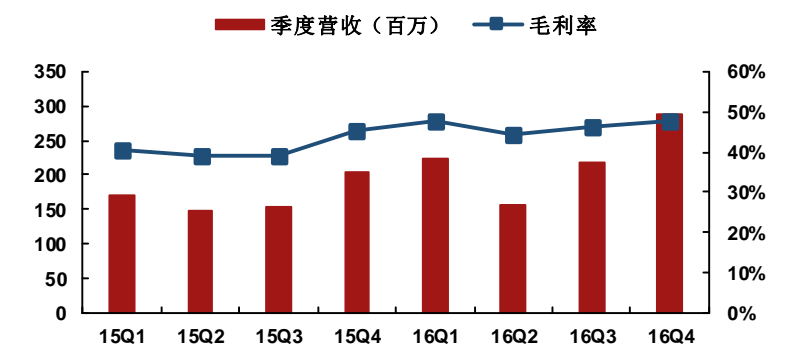
公司公布 16 年年报, 实现营收 8.90 亿 (+31.56%); 归母净利润 2.62 亿 (+50.27%)。其中毛利率为 46.40% (+551pp); 管理费用率 9.3% (+40pp)。高田事件持续发酵支撑公司销量高速增长; 定增募资未来 3 年净增 1160 万产能, 业绩有望持续爆发, 给予“审慎推荐-A”评级, 持续关注公司动态变化。

评论:

1、全年毛利率大幅提升, Q4 净利增速实际上并未放缓

公司 16 年实现营收 8.9 亿 (+31.6%), 净利 2.62 亿 (+50.3%); 其中 Q4 实现营收 2.89 亿 (+41.3%), 净利 0.82 亿 (+20.3%)。受益于产能利用率的不断提升以及原材料锦纶、涤纶价格的下行, 公司全年毛利率达到 46.6%, 较上年提升 5.51 个百分点; 管理费用率为 9.3%, 同比上升 40pp (+2246 万), 主要系研发费用增加 (+1040 万)、职工薪酬增加 (+641 万) 以及股权激励费用摊销 (+614 万) 所致。由于公司于 15 年 10 月重新通过高新技术企业认定, 前三季度分摊 15Q4 税费约 1100 万, 因此 15Q4 实际净利应为 0.57 亿, 由此换算 16Q4 净利增速约 44%, 实际增速并未放缓。

图 1: 公司季度营收以及毛利率一览



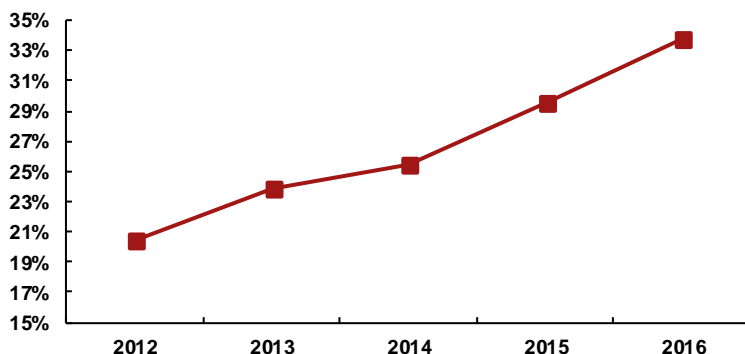
资料来源: 公司数据、招商证券

2、安全气囊布龙头市占率持续提升, 下游需求释放支撑业绩增速

公司是国内安全气囊布龙头企业, 产品线覆盖安全气囊布、安全气囊袋、安全带等, 近年来市占率持续提升, 16 年销售安全气囊布 2083 万米, 市占率约 34%。公司下游前五大客户为奥托立夫、延锋百利得、吉丝特、锦州锦恒、比亚迪, 均为国内知名安全气囊总成商, 合计营收占比达到 87%。高田事件的持续发酵直接利好公司下游客户提升市场份额, 据了解延锋百利得 (KSS) 目前所获订单增长 60% 以上, 有力支撑未来 2-3 年公司销量增速。

风险提示: 公司销量增速不及预期; 毛利率不及预期

图 2：公司市占率逐步提升

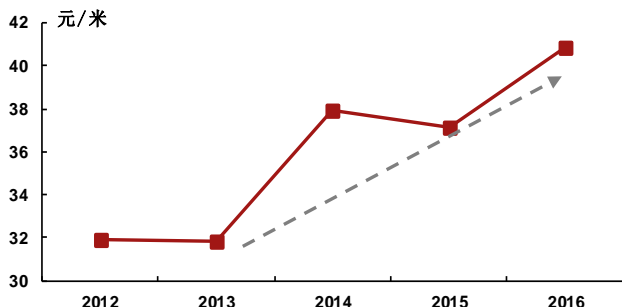


资料来源：公司公告，招商证券

### 3、产品结构调整提升单价，生产工艺优化严控成本

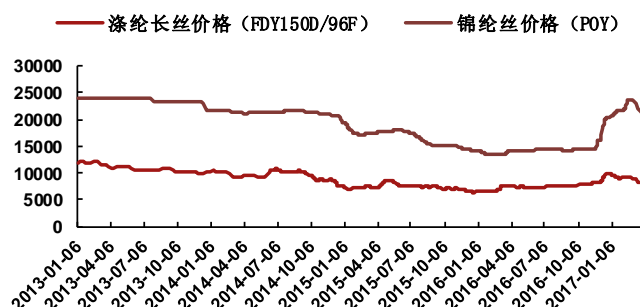
公司主要产品为安全气囊布、安全气囊袋以及安全带，16 年营收占比达到 96.5%。近年来由于下游客户的要求，公司产品中高附加值的安全气囊袋占比迅速提升，公司产品单价也由此逐步走高，16 年达到 40.84 元/米。同时公司持续改进生产工艺，OPW 一次成型技术以及自动花样机的应用大幅降低制造气囊袋的人工费用；使用价格较低的涤纶代替锦纶作为生产原材料借此降低原材料成本。我们认为未来随着原材料中涤纶比例的进一步提升，公司能有效对冲锦纶价格上涨所带来的影响，毛利率有望维持在 48% 的水平。

图 3：公司产品单价逐步提升



资料来源：公司公告，招商证券

图 4：涤纶价格较低且走势平缓

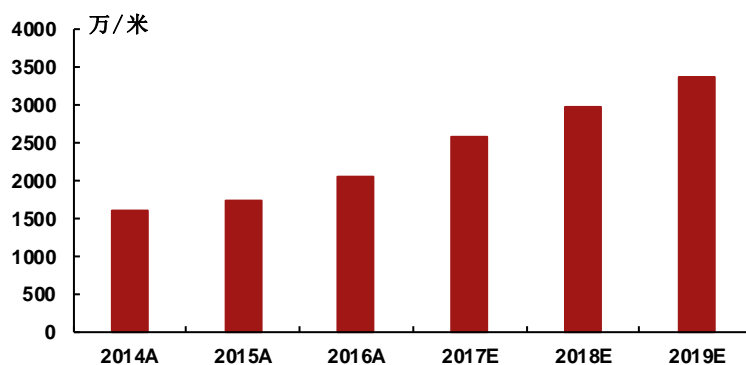


资料来源：隆众化工，招商证券

### 4、定增募资持续扩建产能，未来 2-3 年进入业绩爆发期

公司 14 年 8 月上市募资用于建设 1710 万米/年平织气囊布以及 58 万米/年 OPW 高档气囊布生产线，16 年底已全部达产，但公司产能仍较为紧张，16 年产能利用率达到 103.1%。为进一步扩大市占率，满足下游客户未来三年的需求，公司 16 年发布定增预案拟募资 7.72 亿购买 130 台喷水织机和 25 台喷气织机扩张产能，目前已获证监会审核通过。根据我们测算，155 台织机对应产能为 1800 万米/年，其中 640 万米产能用于替换原有产能，则公司 3 年净增气囊布产能为 1160 万米，每年新增产能约 400 万米，公司未来 2-3 年业绩有望集中兑现。

图 5：公司自上市以来产能持续扩张

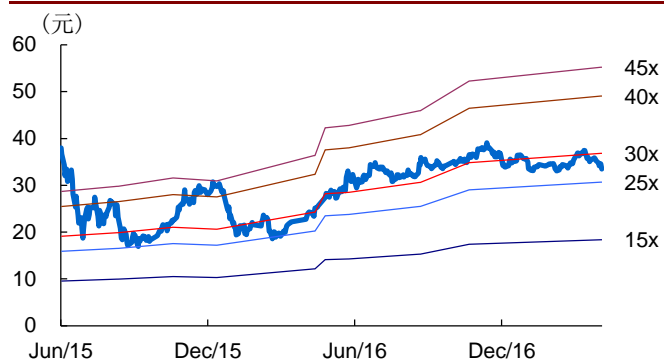


资料来源：公司公告，招商证券

### 盈利预测与评级

公司 16 年业绩靓丽，毛利率大幅提升 5.51 个百分点；16Q4 实际净利增速约 44% 并未放缓。未来 2-3 年高田事件持续发酵间接利好公司销量高增长；产品中气囊袋占比持续升高由此提升产品单价，原材料中涤纶占比进一步提升有效对冲原材料价格上涨。同时定增募资未来 3 年净增 1160 万产能，业绩有望持续爆发。我们预计公司 17-19 年实现净利润 3.36 亿、4.11 亿、4.80 亿，对应 EPS 为 1.57、1.92、2.25 元，给予“审慎推荐-A”评级。

图 6：华懋科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7：华懋科技历史 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
<b>流动资产</b>	923	1102	1309	1557	1810
现金	542	539	626	737	870
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	62	120	149	180	206
应收款项	209	308	374	450	517
其它应收款	1	3	3	4	5
存货	66	91	104	123	140
其他	43	42	52	63	72
<b>非流动资产</b>	352	469	567	654	732
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	289	397	498	589	669
无形资产	27	36	32	29	26
其他	37	36	36	36	36
<b>资产总计</b>	<b>1275</b>	<b>1572</b>	<b>1876</b>	<b>2211</b>	<b>2542</b>
<b>流动负债</b>	197	271	389	420	378
短期借款	29	30	116	115	45
应付账款	78	137	169	200	228
预收账款	1	1	2	2	2
其他	89	103	103	103	103
<b>长期负债</b>	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>197</b>	<b>272</b>	<b>390</b>	<b>421</b>	<b>379</b>
股本	143	214	214	214	214
资本公积金	424	383	383	383	383
留存收益	512	703	889	1193	1567
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1078	1300	1486	1790	2163
<b>负债及权益合计</b>	<b>1275</b>	<b>1572</b>	<b>1876</b>	<b>2211</b>	<b>2542</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	127	221	276	341	430
净利润	175	262	336	411	480
折旧摊销	35	39	47	58	67
财务费用	4	0	(15)	(18)	(20)
投资收益	(2)	(4)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(86)	(78)	(90)	(108)	(96)
其它	2	144	4	5	4
<b>投资活动现金流</b>	38	(153)	(147)	(147)	(147)
资本支出	(76)	(158)	(147)	(147)	(147)
其他投资	114	5	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(14)	(72)	(42)	(84)	(151)
借款变动	(5)	(44)	86	(1)	(70)
普通股增加	3	71	0	0	0
资本公积增加	(0)	(41)	0	0	0
股利分配	(21)	(71)	(150)	(107)	(107)
其他	10	13	21	24	26
<b>现金净增加额</b>	<b>151</b>	<b>(4)</b>	<b>87</b>	<b>111</b>	<b>133</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	676	890	1105	1328	1526
营业成本	397	474	585	695	789
营业税金及附加	5	9	11	13	15
营业费用	18	25	30	36	41
管理费用	60	82	102	122	139
财务费用	(7)	(9)	(15)	(18)	(20)
资产减值损失	6	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	6	6	6
<b>营业利润</b>	200	307	394	481	563
营业外收入	7	4	4	4	4
营业外支出	3	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	204	307	393	481	562
所得税	30	44	57	70	82
<b>净利润</b>	175	262	336	411	480
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	175	262	336	411	480
<b>EPS (元)</b>	1.22	1.23	1.57	1.92	2.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	27%	32%	24%	20%	15%
营业利润	47%	54%	28%	22%	17%
净利润	47%	50%	28%	22%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.4%	46.8%	47.1%	47.7%	48.3%
净利率	25.8%	29.5%	30.4%	30.9%	31.5%
ROE	16.2%	20.2%	22.6%	23.0%	22.2%
ROIC	14.8%	19.2%	20.2%	20.8%	21.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.4%	17.3%	20.8%	19.1%	14.9%
净负债比率	2.3%	1.9%	6.2%	5.2%	1.8%
流动比率	4.7	4.1	3.4	3.7	4.8
速动比率	4.4	3.7	3.1	3.4	4.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	6.5	6.0	6.0	6.1	6.0
应收帐款周转率	3.7	3.4	3.2	3.2	3.2
应付帐款周转率	5.6	4.4	3.8	3.8	3.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.22	1.23	1.57	1.92	2.25
每股经营现金	0.89	1.03	1.29	1.59	2.01
每股净资产	7.56	6.08	6.95	8.37	10.11
每股股利	0.50	0.70	0.50	0.50	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	28.3	28.3	22.1	18.1	15.4
PB	4.6	5.7	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	29.2	19.7	15.5	12.7	10.8

## 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，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

## 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。