

华懋科技 (603306) \ 汽车

——一季报业绩低于预期，全年保持乐观

事件：

公司发布17年一季报：实现营业收入2.38亿元，同比增长5.86%，归母净利润0.72亿元，同比增长5.27%。

投资要点：

➢ 上年同期基数高，17年一季度业绩低于预期

公司业绩低于预期，主要在于：1) 16年一季度设备超负荷运转，产能利用率太高，接近120%，以致16年产生了较高的基数效应，另外，超高的产能利用率也摊低了成本；2) 16年底新增380万平米产能在今年一季度并未得到充分利用，我们测算，一季度综合产能利用率约为113% (580/513)。毛利率方面，综合毛利率同比提升2.87pct，环比提升2.95pct，主要是公司的原材料锦纶丝、涤纶丝自16年底开始涨价并持续到今年一季度所致。三项费用方面，公司总体控制较好，销售费用率略有上升 (+0.3pct)，管理费用率下降0.5pct，财务费用率仍然为负，主要在于公司账上现金充足，资产负债率较低，仅为12%。

➢ 17年新增产能接近50%，对全年业绩保持乐观

目前阶段，制约公司成长的最大因素是产能限制，2106年公司实际产能利用率高达122%，产能进展情况可见一斑，因此公司在16年底新增产能314万平米，且2017年陆续将有946万平米产能投放，17年新增产能增速达46.1%，我们认为新增产能可有效缓解公司产能不足的问题，且可以带动公司营收实现中高速增长。另外，公司控费决心大，公司在16年年报指出“不遗余力的减少无效成本支出，降低材料、能源消耗……”。总体而言，我们对公司全年业绩增长保持乐观态度。

➢ 行业快速发展，公司产品结构升级

传统只有豪华车与部分合资车的高配版才装配有2个以上安全气囊，如以安全著称的沃尔沃部分车型气囊和气帘加起来有20多个，但随着人们对汽车安全需求的提升，多安全气囊逐步向中低端车型渗透，如吉利博越远景SUV、博越以及新哈弗H6等自主品牌的中高配均配置了3个以上（部分车型达到5个）安全气囊。我们认为，多安全气囊配置在乘用车中的渗透率仍在提高，公司作为行业中上游，且作为国内最大的自主品牌安全气囊不供应商，将充分是受益行业的增长。另外，公司正逐步从气囊布供应商向毛利率较高的安全气囊袋升级，随着气囊布占比的提升，公司的综合毛利率有望维持在较高的水平。

➢ 首次覆盖，给予“推荐”评级

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.4、1.68 以及 2.0 元，对应现价，PE

投资建议：

推荐
 首次覆盖

当前价格：

32.12 元

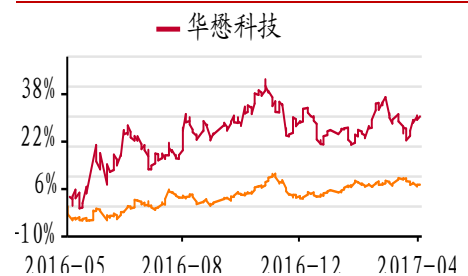
目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	214/74
流通 A 股市值 (百万元)	2,369
每股净资产 (元)	6.42
资产负债率 (%)	12.07
一年内最高/最低 (元)	39.20/26.66

一年内股价相对走势



马松

分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

徐慧雄

联系人

电话：0510-85607670

邮箱：xuhx@glsc.com.cn

相关报告

分别为 23、19 以及 16 倍。我们认为，因短期业绩的不达预期而引起公司股价波动，但公司长期基本面向好的逻辑没有变，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

自主品牌乘用车销量不达预期；锦纶 66 价格持续上涨

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	676.17	889.57	1,047.28	1,275.00	1,526.00
增长率（%）	27.31%	31.56%	17.73%	21.74%	19.69%
EBITDA（百万元）	228.75	336.30	371.72	445.31	529.11
净利润（百万元）	174.67	262.48	299.22	358.75	427.14
增长率（%）	47.40%	50.27%	13.99%	19.90%	19.06%
EPS（元/股）	0.82	1.23	1.40	1.68	2.00
市盈率（P/E）	39.33	26.17	22.96	19.15	16.08
市净率（P/B）	6.37	5.29	4.64	4.05	3.52
EV/EBITDA	18.21	19.35	17.64	14.56	12.28

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	510.61	480.64	419.30	513.67	524.14	营业收入	676.17	889.57	1,047.2	1,275.0	1,526.0
应收账款+票据	271.44	430.57	572.55	648.73	849.05	营业成本	396.55	473.68	570.77	701.25	846.93
预付账款	0.47	1.52	2.28	2.39	3.25	营业税金及附加	5.48	9.50	9.43	11.48	13.73
存货	66.33	90.58	116.97	147.65	184.48	营业费用	18.22	25.13	30.37	38.25	45.78
其他	42.86	40.73	50.00	50.00	50.00	管理费用	59.87	82.32	91.11	108.38	123.61
流动资产合计	891.70	1,044.0	1,161.11	1,362.4	1,610.9	财务费用	-7.40	-8.53	-7.36	-7.95	-8.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.93	5.02	6.00	7.00	8.00
固定资产	289.02	396.99	385.28	444.82	498.37	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	24.70	22.74	100.00	100.00	100.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	26.60	36.04	33.35	30.66	27.97	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.50	4.60	4.53	4.46	4.39	营业利润	197.52	302.45	346.96	416.60	496.57
非流动资产合计	346.82	460.37	523.16	579.95	630.73	营业外净收益	6.91	4.15	3.00	3.00	3.00
资产总计	1,238.5	1,504.4	1,684.2	1,942.4	2,241.6	利润总额	204.42	306.60	349.96	419.60	499.57
短期借款	29.09	29.96	0.00	0.00	0.00	所得税	29.75	44.11	50.74	60.84	72.44
应付账款+票据	78.47	136.54	163.87	195.75	227.72	净利润	174.67	262.48	299.22	358.75	427.14
其他	52.74	38.05	41.00	52.00	63.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	160.30	204.55	204.87	247.75	290.72	归属于母公司净利润	174.67	262.48	299.22	358.75	427.14
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015	2016	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	27.31	31.56	17.73%	21.74%	19.69%
负债合计	160.30	204.55	204.87	247.75	290.72	EBIT	40.03	53.55	14.51%	20.14%	19.26%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	36.28	47.01	10.53%	19.80%	18.82%
股本	142.60	213.90	213.90	213.90	213.90	归属于母公司净利润	33.15	50.27	13.99%	19.90%	19.06%
资本公积	423.77	382.93	382.93	382.93	382.93	获利能力					
留存收益	511.85	703.04	882.57	1,097.8	1,354.1	毛利率	41.35	46.75	45.50%	45.00%	44.50%
股东权益合计	1,078.2	1,299.8	1,479.4	1,694.6	1,950.9	净利率	25.83	29.51	28.57%	28.14%	27.99%
负债和股东权益总	1,238.5	1,504.4	1,684.2	1,942.4	2,241.6	ROE	16.20	20.19	20.23%	21.17%	21.89%
现金流量表						ROIC	24.63	38.37	30.76%	29.81%	31.68%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	174.36	261.60	296.65	356.19	424.57	资产负债率	12.94	13.60	12.16%	12.75%	12.97%
折旧摊销	35.09	38.93	31.21	36.21	41.21	流动比率	5.56	5.10	5.67	5.50	5.54
财务费用	4.34	0.47	-9.45	-10.50	-11.68	速动比率	4.88	4.46	4.85	4.70	4.73
存货减少	-12.10	-23.90	-26.39	-30.68	-36.83	营运能力					
营运资金变动	-79.16	-67.49	-121.73	-33.42	-158.20	应收账款周转率	2.50	2.08	1.84	1.98	1.81
其它	7.73	12.32	6.00	7.00	8.00	存货周转率	5.98	5.23	4.88	4.75	4.59
经营活动现金流	130.25	221.94	176.29	324.81	267.08	总资产周转率	0.55	0.59	0.62	0.66	0.68
资本支出	76.19	158.07	100.00	100.00	100.00	每股指标(元)					
长期投资	289.00	768.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.82	1.23	1.40	1.68	2.00
其他	403.02	772.97	2.56	2.56	2.56	每股经营现金流	0.61	1.04	0.82	1.52	1.25
投资活动现金流	37.83	-153.10	-97.44	-97.44	-97.44	每股净资产	5.04	6.08	6.92	7.92	9.12
债权融资	-57.13	-0.54	-29.96	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	37.99	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	39.33	26.17	22.96	19.15	16.08
其他	5.25	-71.70	-110.24	-133.01	-159.18	市净率	6.37	5.29	4.64	4.05	3.52
筹资活动现金流	-13.90	-72.23	-140.19	-133.01	-159.18	EV/EBITDA	18.21	19.35	17.64	14.56	12.28
现金净增加额	151.64	-2.38	-61.34	94.37	10.46	EV/EBIT	21.51	21.89	19.25	15.85	13.32

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064