

拐点到来，长期成长确定

买入 维持

目标价格：13.20元

投资要点：

☞ 宁波华翔正面临业绩拐点，成长空间巨大

报告摘要：

- **公司长期成长性超越绝大部分汽车公司。**公司自2005年上市以来，股价跑赢了90%以上的汽车公司，包括宇通客车，上汽集团，长安汽车，威孚高科等牛股，更是远超凡帆股份、万向钱潮、福耀玻璃等。
- **配套强势品牌，收入持续增长。**公司配套大约有55%大众，20%宝马，10%丰田，以及15%其他品牌，配套品牌基本都是强势外资品牌，成长超越行业。自上市以来公司营业收入符合增长率达到46.32%，超越乘用车行业的21.46%
- **财务调整政策出尽以及原材料降价带来利润率将触底提升。**2011-2012年公司由于财务政策向保守方向变更以及海外收购并表影响了利润率，随着海外资产实现扭亏，财务政策维持稳定，以及上游原材料价格下降，公司利润率有望触底回升。
- **公司仍有较大的成长空间。**公司2012年营业收入56亿元，但主要业务汽车内饰在国内市占率仍只有1.8%，其他业务更是不到0.5%，未来仍有较大的成长空间。法国佛吉亚同公司产品结构类似，2012年实现收入174亿欧元，约为公司的25倍，对比之下说明公司未来仍有巨大的成长空间。
- **资本市场对公司接受度正在逐步提高。**历史上公司海外并购不达预期有客观原因，对于公司属不可抗力，随着资本市场对公司的关注度和沟通程度加深，我们认为接受度未来将逐步提高。

投资建议-强烈推荐。公司合理的估值区间在18-30倍，取相对保守的估值20倍，预计2013/14/15年eps分别为0.66/0.92/1.2元，2013年目标价13.2元，2014年目标价18.4元，予以强烈推荐评级。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万)	3682.43	5599.70	7500	10000	13000
增长率(%)	10.48	52.07	33.90	33.33	30.00
归母净利润(百万)	284.17	250.67	350	466	5.83
增长率(%)	-32.38	-11.79	40.00	39.39	30.43
每股收益	0.51	0.47	0.66	0.92	1.2
市盈率	17.65	19.15	13.64	9.78	7.5

汽车研究组

分析师：

赵丽明(S1180511010007)

电话：010-88085099

Email: zhaoliming@hysec.com

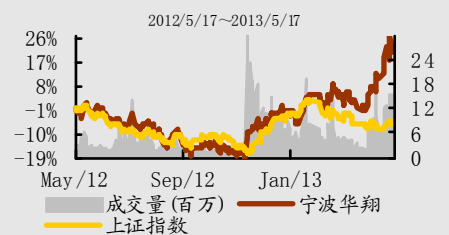
研究助理：

何亚东

电话：010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

市场表现



相关研究

《业绩反转确定，长期增长空间巨大》

2013/4/26

目录

一、公司概况	4
1、公司股权结构.....	4
2、主要产品为汽车内外饰件及金属件	4
二、收入增长空间巨大，利润率有望改善.....	6
1、配套强势品牌，成长性优于行业.....	6
2、公司未来仍有较大成长空间.....	7
3、利润率已经触底，将逐步提升.....	8
三、公司长期竞争力优秀，中期拐点已经到来.....	11
1、公司上市以来股价跑赢绝大部分汽车公司	11
2、市场对公司的关注度及看法正在逐步向好.....	12
3、公司经营拐点已经到来.....	13
四、国内及海外同时推进加速公司成长.....	14
1、国内深耕、海外并购将是公司发展两条主线.....	14
2、投资评级-强烈推荐	15

插图

图 1 公司股权结构.....	4
图 2 公司主要产品展示图.....	5
图 3 2012 年公司主要业务拆分.....	5
图 4 2012 年公司前 5 大客户.....	6
图 5 公司客户估算.....	6
图 6 宁波华翔历年收入及增长率.....	7
图 7 乘用车行业销量及增速.....	7
图 8 整车成本构成.....	8
图 9 公司历年毛利率及净利率.....	9
图 10 原油价格走势.....	9
图 11 塑料价格走势.....	10
图 12 铜价走势.....	10
图 13 公司同其他零部件企业股价走势对比.....	12
图 14 公司同其他整车公司股价走势对比.....	12
图 15 公司历来增发及回购进程.....	13
图 16 欧元区零售销售同比增速.....	15
图 17 欧元区主要国家 PMI.....	15

表格

表格 1 汽车各部件产业规模估算.....	8
表格 2 公司经营性利润估算.....	11

一、公司概况

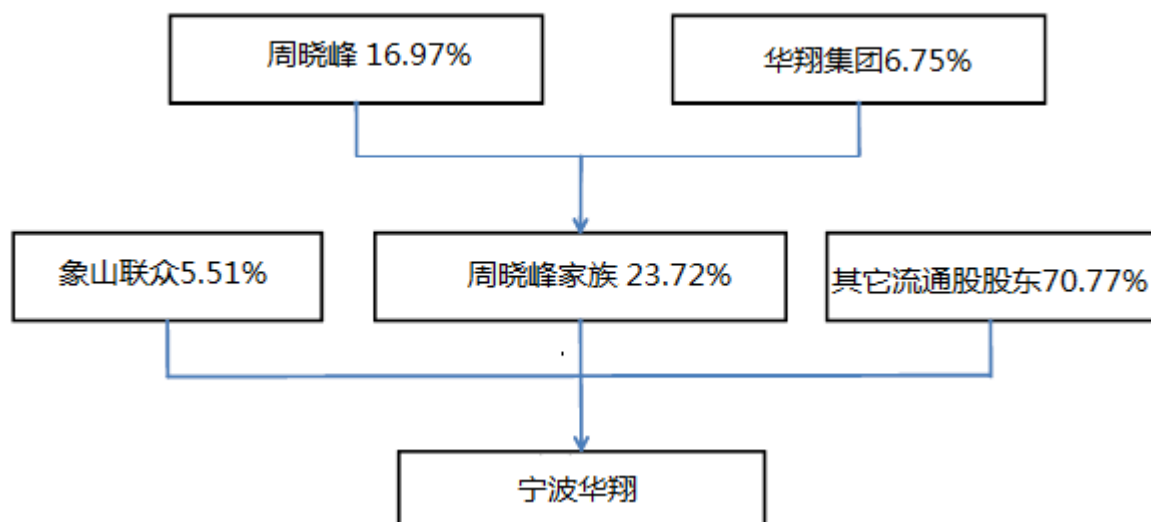
1、公司股权结构

宁波华翔电子股份有限公司是一家专业从事汽车零部件研发、生产、销售及售后服务的公司，成立于2001年。目前公司下属控股子公司15个，主要分布在东北、上海、宁波及江西等区域，员工人数将近5,000人。公司是上海大众、上海汽车、一汽大众、上海通用、天津一汽丰田等国内汽车制造商的主要零部件供应商之一。主要产品包括汽车内外饰件、汽车底盘附件、汽车电器及空调配件、汽车发动机附件、汽车消声器等，主要应用于发动机附件系统、底盘系统、电器及空调系统、内外饰件系统等。主要配套车型包括“帕萨特新领驭”、“途观”、“朗逸”、“奥迪Q5”、“奥迪A6”、“速腾”、“高尔夫A6”、“斯柯达”、“新君威”“荣威”、“皇冠”、“锐志”、“卡罗拉”、“天籁”、“马自达”、“桑塔纳”、“捷达”、“奔腾”等。

2005年5月，公司成功发行了3,000万股票并在深交所挂牌上市，证券代码：002048。2006年12月，经中国证监会核准，公司向特定投资者非公开发行股票5,200万股，募集资金43,508万元；2010年4月，公司再次非公开发行股票7,340万股，募集资金87,199.20万元。

目前公司总股本5.3亿股，周敏峰及其家族目前一共持有公司23.72%的股份，是实际控制人，象山联众持有5.51%的股份，此外70.77%股份为其它流通股股份，约为3.75亿股。

图 1 公司股权结构#



资料来源：宏源证券

2、主要产品为汽车内外饰件及金属件

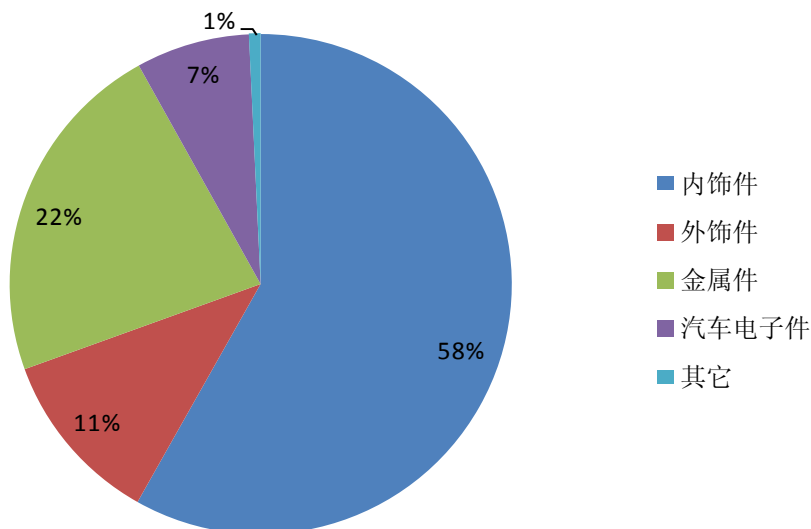
图 2 公司主要产品展示图



资料来源：公司网站

公司主要产品为内外饰件、金属件（主要是排气系统），汽车电子件，从 2012 年情况看，内外饰占到了营业收入的 69%，其余是金属件 22%，电子件 7% 以及其他零件 1%。

图 3 2012 年公司主要业务拆分



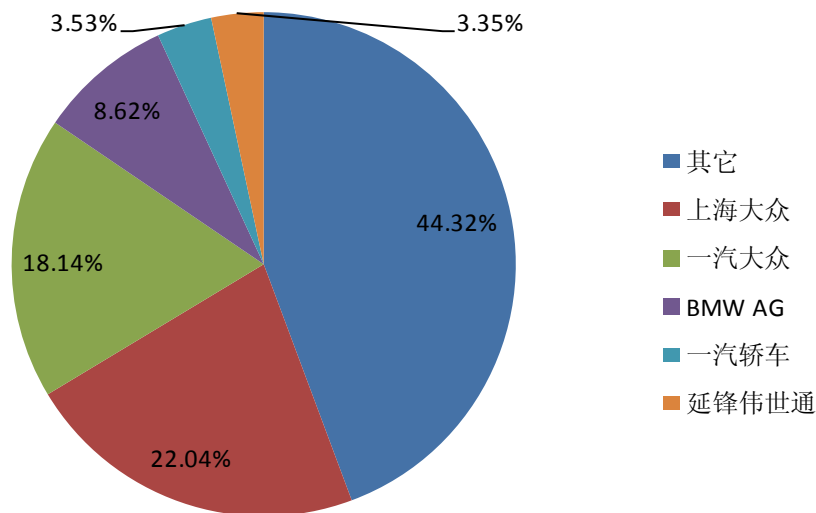
资料来源：公司公告

二、收入增长空间巨大，利润率有望改善

1、配套强势品牌，成长性优于行业

公司主要配套对象为大众、宝马、马自达、丰田等合资品牌，2012 年配套自主品牌占比不到 2%，从公司公告的前五大客户看，直接配套大众的占到约 40%，此外还有部分间接配套（例如通过延锋伟世通配套）。

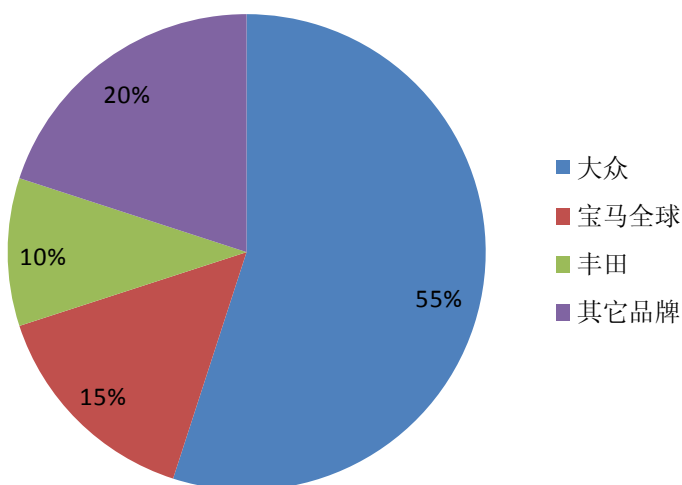
图 4 2012 年公司前 5 大客户



资料来源：公司公告

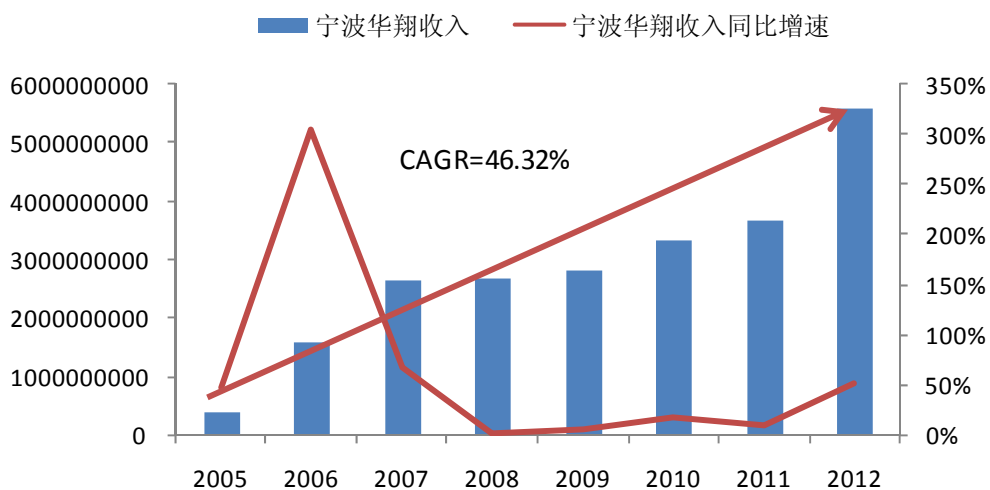
如果将直接配套和间接配套统一计算，公司营业收入约可拆分为大众 55%，宝马全球 15%，丰田 10%，以及其他品牌 20%。公司对配套品牌的选择性较强，主要选择均为强势外资品牌，配套自主品牌的比例低于 2%，这保证了产品销量的稳定性以及利润率，财务上的风险较小。公司自上市以来营业收入复合增长率达到 46.32%，而同期乘用车销量复合增长率为 21.46%，体现了公司优于行业的成长性。

图 5 公司客户估算



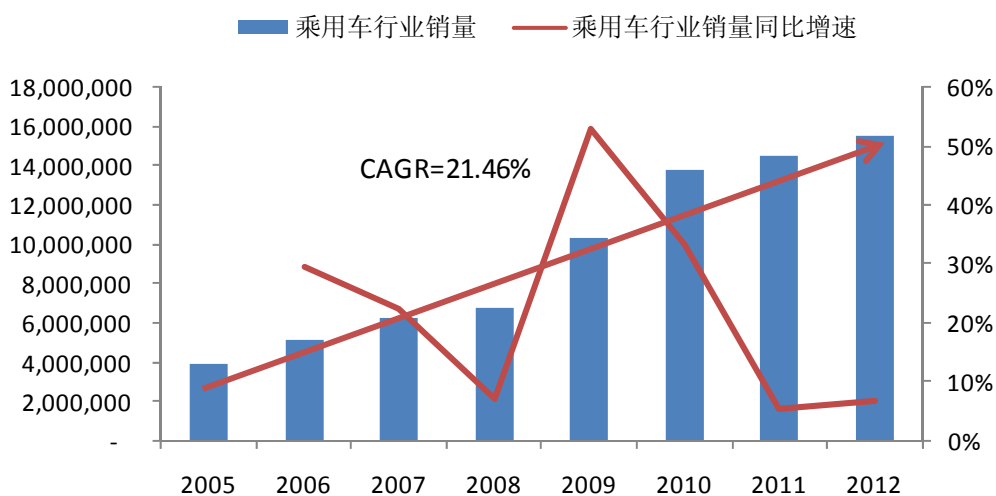
资料来源：宏源证券估算

图 6 宁波华翔历年收入及增长率



资料来源:公司公告

图 7 乘用车行业销量及增速#

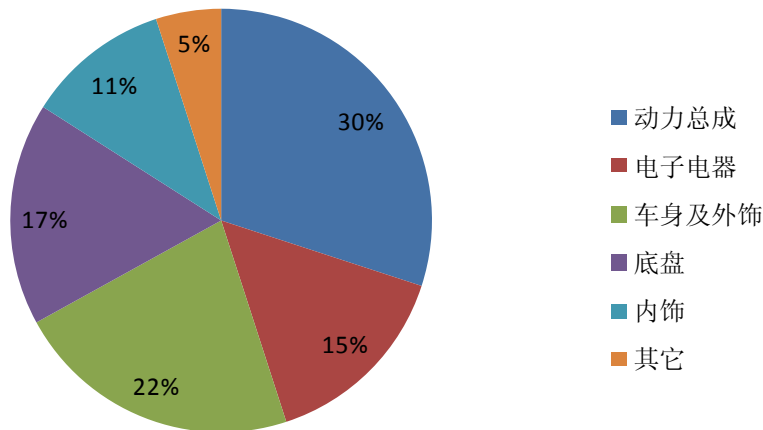


资料来源: CAAM

2、公司未来仍有较大成长空间

以公司 2012 年的各项营业收入看,内外饰的市占率最高,但在国内也只有 1.8%,在全球只有 0.5%,其他业务的占有率几乎可以忽略不计,公司总体营业收入 56 亿元,而国际零部件巨头如佛吉亚和公司业务基本重合,2012 年实现收入 174 亿欧元,约为公司的 25 倍,我们认为公司未来仍有巨大的成长空间。

图 8 整车成本构成



资料来源：宏源证券

表格 1 汽车各部件产业规模估算

	占成本比例	15 万元车各项成本	全球市场规模 亿元)	我国市场规 模 (亿元)	公司 2012 收入(亿元)	我国市占率	全球市占 率
动力总成	30%	3	18000	4500	0	0%	0%
电子电器	15%	1.5	9000	2250	3.9	0.2%	0%
车身及外饰	22%	2.2	13200	3300	6.0	0.2%	0%
底盘	17%	1.7	10200	2550	0	0%	0%
内饰	11%	1.1	6600	1650	30.1	1.8%	0.5%
其它	5%	0.5	3000	750	0.4	0%	

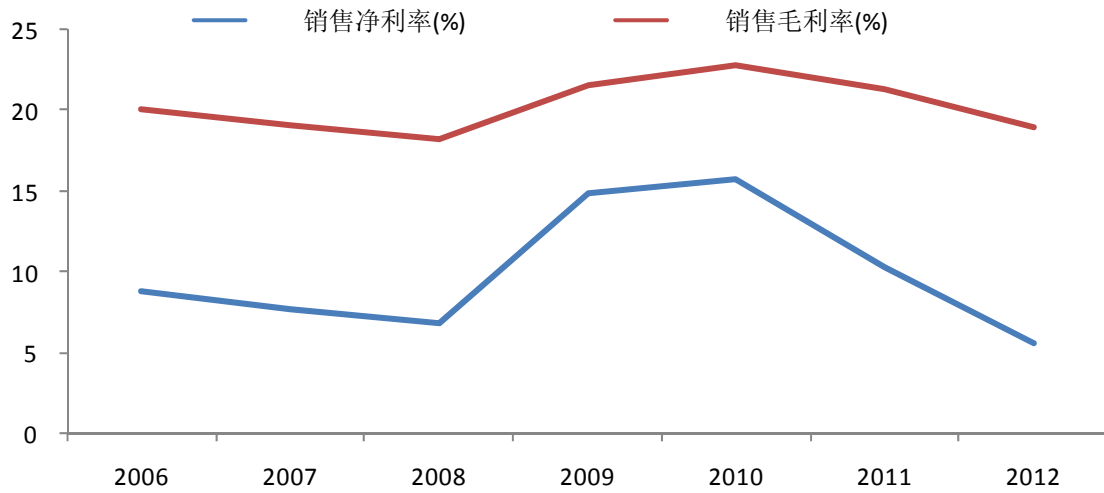
注：1、全球市场规模按照乘用车销量 6000 万台/年估算，中国市场规模按照乘用车销量 1500 万台/年估算

资料来源：宏源证券

3、利润率已经触底，将逐步提升

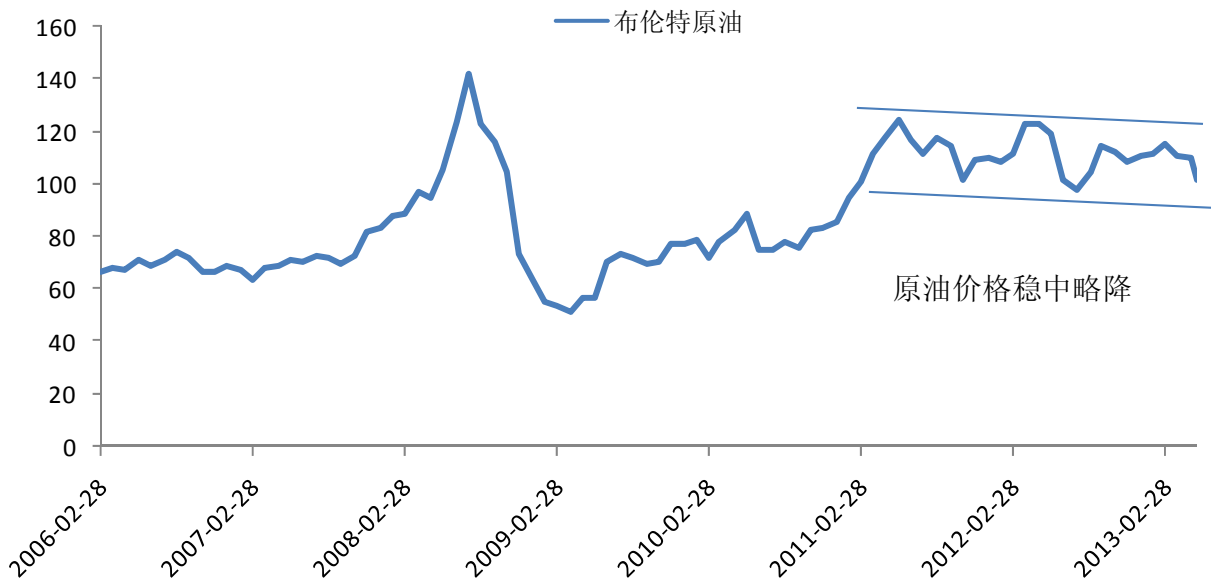
公司的主要原材料是聚丙烯，ABS 塑料颗粒等石油产品，以及金属材料如不锈钢，铜等，随着大宗商品价格进入下跌区间，公司成本端压力预计将较前两年大为减小，未来成本端对毛利率，净利率的影响将偏正面。

图 9 公司历年毛利率及净利率



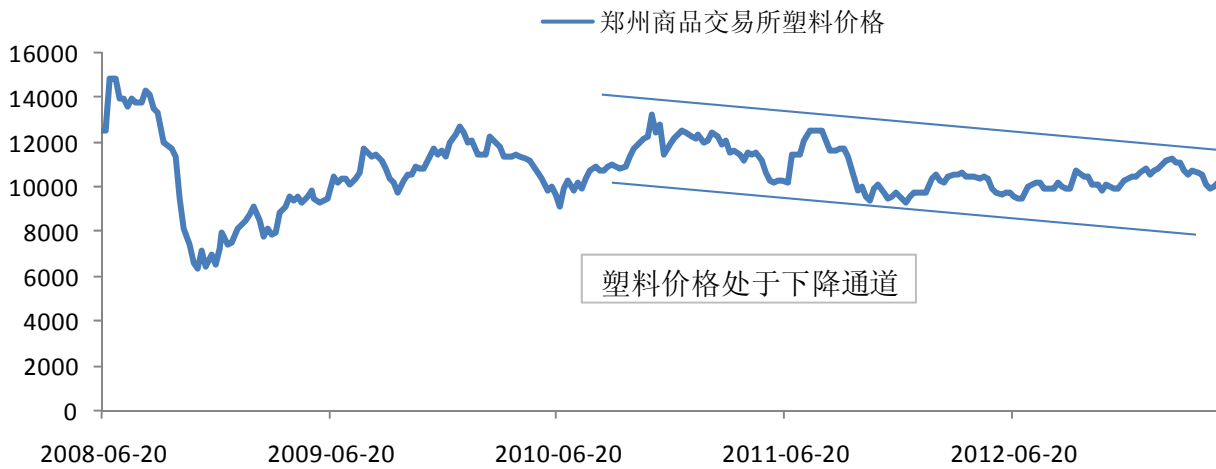
资料来源：公司公告

图 10 原油价格走势



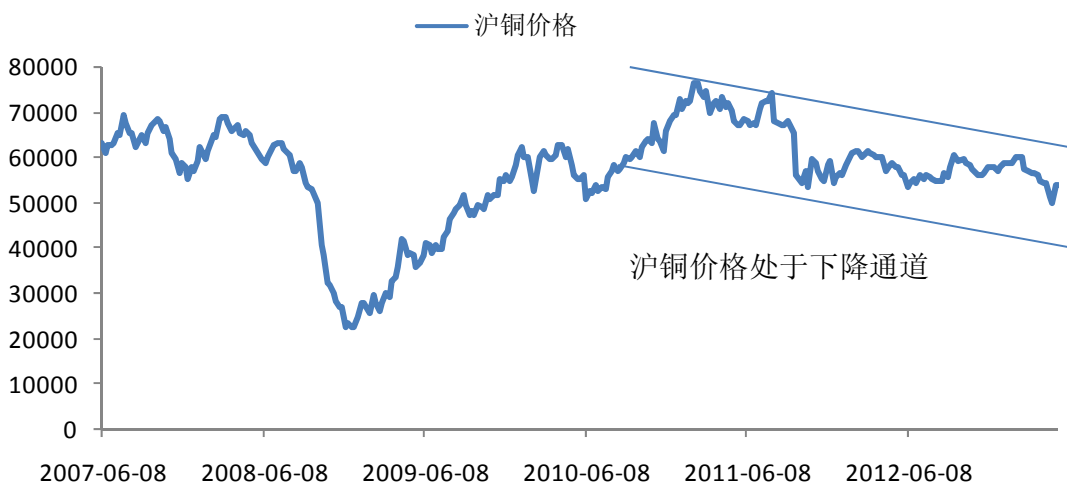
资料来源：wind

图 11 塑料价格走势



资料来源: wind

图 12 铜价走势



资料来源: wind

2011-2012 保守财务政策及非经常性损益带来的利润影响将逐步消除，带动利润率提升。年公司营业收入增速为 10.48%和 51.12%，但利润却下滑 32%和 12%，导致股价跌去 55%，但经我们测算正常经营性利润两年增速为-12%和 33%。，主要原因包括：1、从 2011.4.1 日起富奥投资收益从权益法改成成本法，导致投资收益从 10 年的 1.2 亿下滑到 11、12 年的 0.2 亿、0 亿。2、公司从 2011.7.1 开始减少了设备折旧年限，导致设备折旧大增，2011 年因次多折旧 1200 万，2012 年因此多折旧 2500 万 3、公司 2012 年初收购 sellner，导致全年产生了约 4000 万元亏损 4、公司从 2012.7.1 开始计提 0.5%的质量保证金，影响 2012 年利润约 2000 万。非不能也，乃不为也-我们认为上市公司过紧的财务政策等非经营性因素导致了财务报表数据和真实经营利润大相径庭。

相比于其他上市公司做业绩、做股价等的倾向，公司的利润显得尤其的扎实可信，公司加速折旧的计提，对质量保证金的计提等其实可为可不为，但公司仍按照自己的原则行事，显得难能可贵。随着 2013 年到来，我们估算此类影响相比于 2012 年为 -0.53 亿元，及会计准则等非经营性因素带来的影响在 3 年里首次转正。

表格 2 公司经营性利润估算

	2010	2011	2012	2013
报表净利润(亿元)	4.20	2.86	2.50	
非经营性影响因素	富奥投资收益 1.2 亿	1、从 4.1 起富奥投资收益权益法改成成本法，利润下滑 1 个亿，仅有一季度的 0.2 亿 2、从当年 7.1 开始设备折旧年限从 10 年变更为 6.7 年或 5 年，导致折旧增加 0.12 亿	1、收购 sellner 产生 0.2 亿元商誉减值以及 0.2 亿元亏损 2、因 2011 年折旧政策调整增加 0.27 亿折旧 3、7.1 开始计提质量保证金约 0.2 亿元 4、采用更为保守的资产减值准备，存货提了 0.5 亿，坏账提了 0.3 亿	1、收购 sellner 的后续商誉减值 0.2 亿元计提 2、质量保障金约 0.3 亿 3、存货减值和坏账减值不超过 0.2 亿
扣除富奥的净利润	3	2.86-0.2=2.66	2.5	
再扣除掉折旧政策影响的净利润	3	2.66+0.12=2.78	2.5+0.27=2.77	
再扣除掉质量保证金影响的净利润	3	2.78	2.77+0.2=2.97	
再扣除掉资产减值损失及收购 sellner 一次性影响的净利润	3	2.78	2.97+0.4+0.8=4.17	
报表利润增长率		-32%	-12%	
真实利润增长率		-7%	50%	

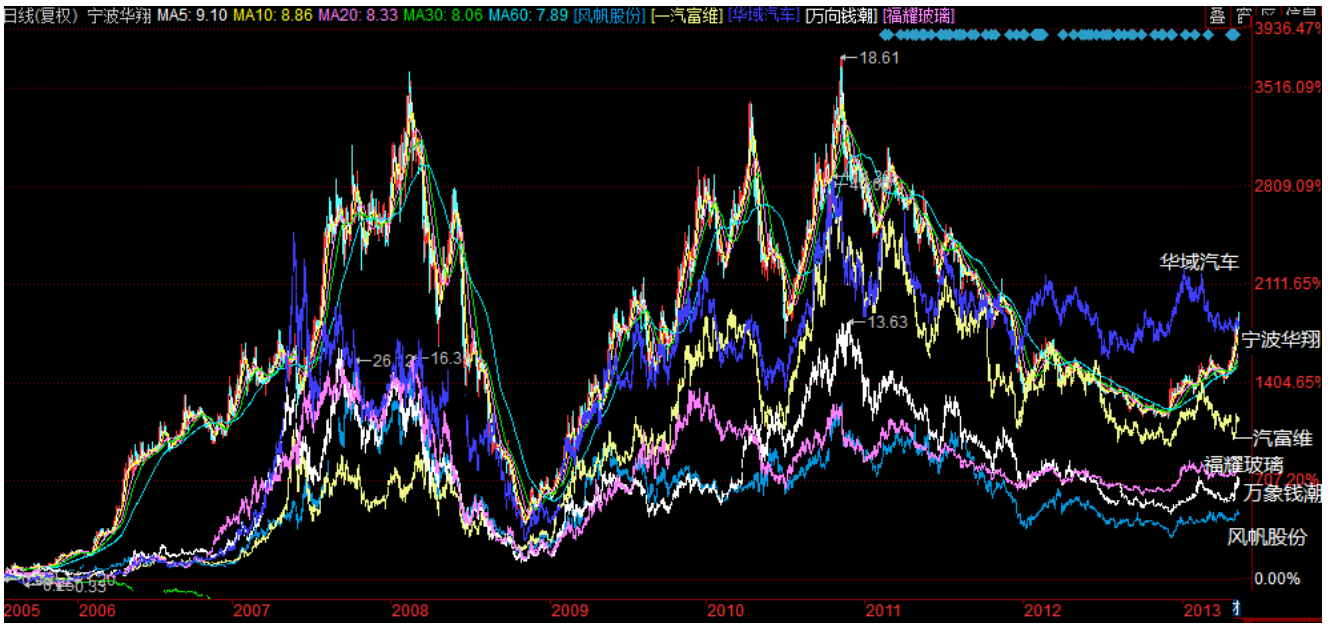
资料来源：宏源证券

三、公司长期竞争力优秀，中期拐点已经到来

1、公司上市以来股价跑赢绝大部分汽车公司

我们将公司同其他主流零部件公司及公司从 2005 年以来的走势进行对比，在和零部件企业对比中，公司涨幅和华域汽车一样，远高于一汽富维，福耀玻璃，万向钱潮以及风帆股份。

图 13 公司同其他零部件企业股价走势对比



资料来源: wind

在整车公司对比中, 公司跑输一汽轿车, 但仍跑赢上汽集团, 宇通客车, 江淮汽车以及长安汽车。说明长期看公司具备优于行业的投资价值, 公司在 2011-2012 年经历两年调整, 目前股价处于历史底部区域, 而公司基本面处于从下降周期到上升周期的拐点, 是极佳的投资时点。

图 14 公司同其他整车公司股价走势对比



资料来源: wind

2、市场对公司的关注度及看法正在逐步向好

公司历史上进行过两次增发, 第一次增发期间股价翻了一倍, 第二次增发期间其实股价并没有让投资者亏损, 但由于当时市场普遍预期公司将收购蒂森克虏伯下属零部件公司, 最后收购失败, 不达市场预期, 因此市场认为公司未能兑现承诺, 从此之后市场对公司的态度转为怀疑和谨慎, 但我们的观点是, 国际并购本身存在

不确定性，这种不确定性不是公司层面能够左右的，公司当年以 3.5 亿元转让陆平机器 73.8% 股权获得 3.5 亿元，以 3.36 亿元出售富奥股份 29% 的股权，就是为了给海外收购提供资金，但 2010 年蒂森克虏伯更换 ceo 使得之前已经进入尾声的收购进程戛然而止。

根据彭博社 2010.5.4 的报道，时任 CEO Ekkehard Schulz 在早些时候向公司提出辞职，并获准在 2010.9.30 正式辞任，西门子高管 Heinrich Hiesinger 将接替 Ekkehard Schulz，Heinrich Hiesinger 在 2010.10.1 以副主席的新身份加入蒂森克虏伯董事会，并在 2011.1.21 公司年会时正式担任新任 ceo，也就是说 2010 年蒂森克虏伯属于更换 ceo 的动荡时代，前任 ceo 实际上已经没有太大的权力和动力，而后任 ceo 还未上任，因此公司的收购业务受此影响也是情理之中的事情。我们认为随着公司基本情况逐步向好，市场对公司的关注度和看法将会逐步向好的方向发展。

2011-2012 年间，公司推出了两次回购，第一次回购条件为不超过 14.5 元情况下，回购 1394 万股或 2 亿元人民币，实施结果是回购完成了 1394 万股，耗资 1.44 亿元。第二次回购条件为在不超过 7 元条件下用 5 亿元人民币进行回购，如果股价低于 6.5 元，则进一步追加 6 亿元进行回购，实施结果是共回购 2315 万股，耗资 1.60 亿元，公司两次回购共回购 3709 万股，占目前总股本的 7%。我们认为公司的回购代表对股价低估的态度，但股价是否就见底取决于公司的基本面接下来是否能够触底反弹，如果公司基本面维持低迷甚至进一步下滑，则股价在短期刺激以后会进一步寻底，如果基本面能够持续改善，则回购价往往就是未来的大底，例如长安汽车，江淮汽车就是很好的例子。而公司恰恰属于后一种情况，目前股价 9 元左右，低于第一次回购价，高于第二次回购价 30%，总体而言仍处于绝对低位，未来上升空间巨大。

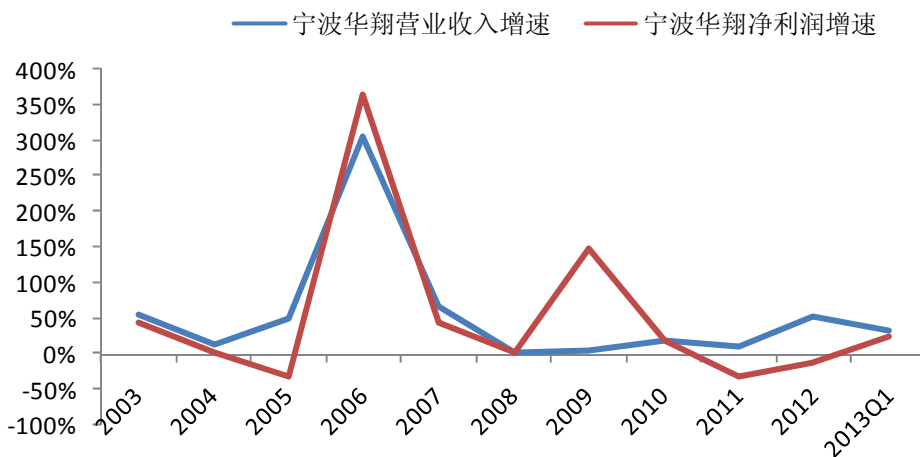
图 15 公司历来增发及回购进程



资料来源: wind

3、公司经营拐点已经到来

公司正常年份利润增速和营业收入增速相匹配，但 2009、2011、2012 年出现偏差，主要原因是 2009 年公司出售陆平机械及富奥股份取得一次性收益，2011-2012 年则是上述的财务政策调整及海外并购费用计提造成，随着财务政策调整结束，我们预计接下来利润增速将会恢复到正常水平。目前公司连续 2 年的利润下滑已经得到扭转，2013 年一季度实现归母净利润同比增长 23%，并预报上半年增速在 25-55%。



四、国内及海外同时推进加速公司成长

1、国内深耕、海外并购将是公司发展两条主线

公司发展的一条主线是国内业务继续大力开拓。公司目前在大众的配套率上已经较高，未来提升空间不大，将主要跟随大众的销量增长，但公司在福特，宝马，奔驰等仍在持续开拓，有望在后续逐步配套。公司已经公告在重庆设厂，将主要配套长安福特，长安铃木等，我们预计未来公司还将持续扩大非大众品牌的配套。

公司发展的另一条主线是海外并购。通过国际并购提高公司的研发能力及影响力，但上次蒂森克虏伯收购业务失败以后，公司的收购进程有所放缓，收购的 Sellner 和 Hib trim 都是营业收入在几亿元人民币的小公司，2012 年公司 56 亿营业收入中有 46 亿为国内收入，仅 10 亿为海外业务的收入，随着 2011-2012 年欧债危机爆发，欧洲有不少优秀的汽车零部件企业也陷入了困难，在这种环境下，公司和这些公司保持了密切的接触，我们预计接下来还会有新的收购的可能，并且体量很可能较之前几家收购对象大。我们认为在欧洲危机时期进行收购具有积极的意义，体现在：

1、收购标的性价比极高。从公司收购 HIB TRIM 的情况可以看到，收购价 3420 万欧元，而被收购标的德国 HIB trim 自身账面现金 2520 万欧元，净资产 3210 万欧元，因此公司实际上按照约 1 倍 PB 收购了这家公司，且净现金支出仅仅 1000 万欧元，成本十分低廉。该公司处于盈利中，2013 年预计 ebita 640 万欧元，净利润约 300 万欧元。

2、增强公司的研发能力。公司对收购标的的要求是处于行业领先地位，一般而言研发能力都处于世界一流，收购以后可以通过人员互动，技术交流，联合开发等方式提升其在国内的研发能力。

3、客户资源共享。公司收购 sellner 和 hib trim 以后，进入了宝马和奔驰的采购体系，未来有望在国内也将加强同奔驰和宝马的配套，公司的战略十分清晰，因为看好国内未来豪华车的发展，公司坚定的拓展豪华车领域的配套，我们认为符合未来的发展方向。之后公司的海外并购也有望取得相应的效果，实现海外开花，国内结果。

从目前欧洲的情况看，欧元区经济仍处于低迷状态，但 pmi 已经从最底部区域开始回升，我们预计随着欧债危机的缓解，欧洲经济有望逐步缓慢恢复，这将在 14-15 年帮助公司海外业务实现较好的盈利水平。

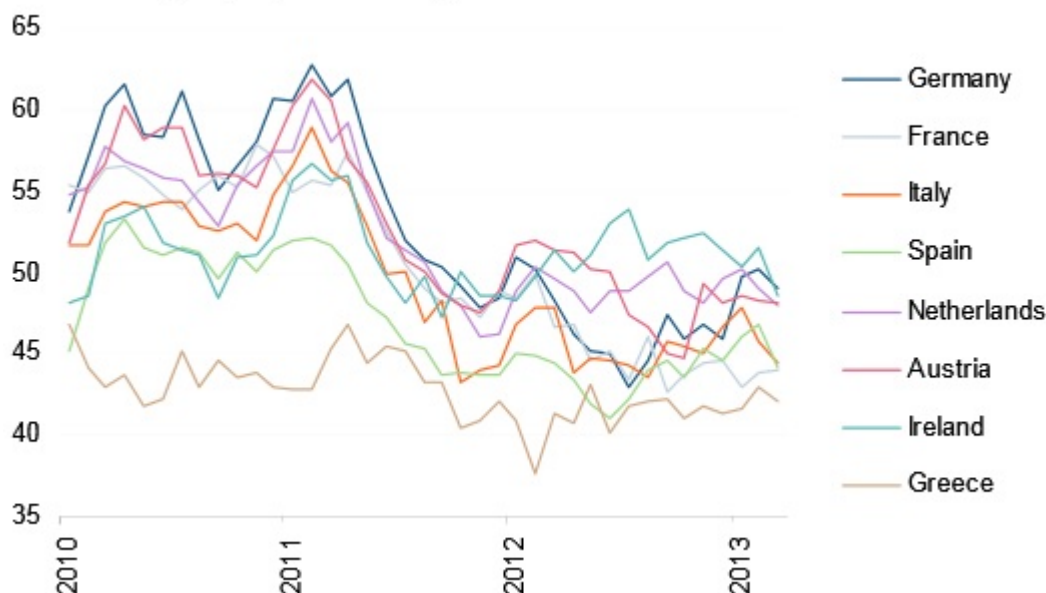
图 16 欧元区零售销售同比增速



资料来源: CEIC

图 17 欧元区主要国家 PMI

Manufacturing PMI, sa, 50 = no change



资料来源: Markit

2、投资评级-强烈推荐

悲观预计下: 到 2015 年, 公司国内收入实现 10%复合增速, 达到 60 亿元, 海外收入达到 40 亿元, 总收入达到 100 亿元, 其中国内分部净利润率维持在 7%, 对应净利润 4.2 亿元, 国外分部净利润率维持在 2%, 对应净利润 0.8 亿元, 总体实现净利润 5 亿元, 对应未来 3 年净利润复合增速 26.0%

乐观预计下: 到 2015 年, 公司国内收入实现 20%复合增速, 达到 80 亿元, 海外收入达到 80 亿元, 总收入达到 160 亿元, 其中国内部分净利润率维持在 9%, 对应净利润 7.2 亿元, 国外部分净利润率维持在 5%, 对应净利润 4 亿元, 总体实现净利润 11.2 亿元, 对应未来 3 年净利润复合增速 64.9%。

悲观和乐观预计下, 未来 3 年的复合增速分别为 26.0%和 64.9%, 我们认为合理的估值区间在 18-30 倍, 取相对保守的估值 20 倍, 预计 2013/14/15 年 eps 分别为 0.66/0.92/1.2 元, 2013 年目标价 13.2 元, 较当前收盘价有 43%的上涨空间, 2014 年目标价 18.4 元, 较当前收盘价有 100%的上涨空间, 予以强烈推荐评级。

相对于其他零部件公司，公司估值明显较低，我们认为主要原因是过去两年公司利润连续下滑，因此 PE 受此影响下降明显，未来随着业绩转正并持续增长，公司估值有望恢复到正常水平。因此，公司股价有望从戴维斯双杀转变成戴维斯双击，向上弹性极大。

	宁波华翔	均胜电子	亚太股份	中鼎股份	威孚高科	一汽富维	天润曲轴	中原内配	双林股份
PE (2013)	14	28	18	18	23	9	34	19	20
PB	1.3	4.3	2.3	4.2	3	1.23	1.22	2	2.4

作者简介:

何亚东: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 清华大学汽车工程系毕业, 广汽 4 年工作经验, 2 年汽车行业证券研究经验。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。