

宁波华翔 (002048)

区域布局日趋完善，汽车电子有望崛起

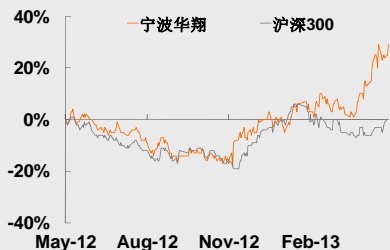
推荐 (首次)

现价: 9.57 元

主要数据

| | |
|---------------|----------------|
| 行业 | 平安汽车和汽车零部件 |
| 公司网址 | www.nbx.com.cn |
| 大股东/持股 | 周晓峰/16.97% |
| 实际控制人/持股 | 周晓峰/16.97% |
| 总股本(百万股) | 530 |
| 流通 A 股(百万股) | 460 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 50.73 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 43.99 |
| 每股净资产(元) | 7.36 |
| 资产负债率(%) | 34.0 |

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

余兵
投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
yubing006@pingan.com.cn

王德安
投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

投资要点:

公司内饰件业务处于市场领先地位，跟随大众汽车等优质客户快速增长。全国布局日趋完善，同时积极向汽车电子等高端领域拓展。国际并购稳健推进，利润贡献后期逐步显现。

1、跟随优质客户快速增长。公司在企业发展过程中坚持走中高端路线，跟随优质客户实现快速增长；同时通过兼并收购加快企业发展步伐。2012 年公司营业收入实现 51%左右的快速增长，得益于主要客户上海大众、一汽大众等整车厂相关车型销售良好带动公司销售收入的增长；国际并购完成，带动整体销售的增长；对福特、奔驰等新客户的拓展，为企业发展增添新动力。

2、区域布局日趋完善。内饰件产品特性要求厂商应靠近主机厂布局以加快开发设计和配套速度，节省运输费用。公司目前已拥有宁波、东北、成都、天津、佛山、南京等生产基地，上海、华南、华中基地也在规划和建设中。公司全国布局战略规划将更加贴近客户，为进一步开拓市场奠定良好基础。

3、国际并购初见成效。公司并购对象是细分领域中处于行业前列的具有技术和客户资源的企业，并且与公司现有业务相近或互为补充，以便发挥协同效应；并购完成后对原有管理层以充分的信任和激励，力图尽快实现并购效果。通过国际并购提高研发水平和管理能力，利用海外现有的销售渠道和客户资源进入奔驰、宝马等高端配套市场。2012 年公司海外收入占比 21%，我们预计 2015 年有望提高到 30%以上。

4、拓展汽车电子业务提升产品结构。公司借助外部力量发展汽车电子业务。2012 年公司参股德国品牌汽车电子企业 HELBAKO，并在中国成立汽车电子合资公司，产品涉及报警器、燃油泵控制模块、无匙进入系统等高科技产品，具有高技术含量，高附加值等特点，为公司未来发展打开局面。预计后期通过自我发展和并购，该业务将成为公司收入增长最快的业务，2015 年收入占比将超过 10%，利润贡献超过 15%。

5、盈利预测与投资评级。公司跟随优势企业快速发展，同时借助国际并购加快发展步伐，公司收入规模将保持较快增长。后期随着汽车电子业务规模的扩大，公司产品结构和盈利水平将逐步提升。预计 2013-2015 年利润增速分别为 37.6%、30.0%、22.4%，每股收益分别为 0.65、0.85、1.04 元。目前 PE 分别为 15、11、9 倍。考虑公司良好的成长性，我们认为其合理价格在 13 元左右，首次覆盖，予以“推荐”评级。

6、风险提示：材料及人力成本上升压力；国际化整合的风险。

| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,705 | 5,600 | 6,763 | 8,038 | 9,503 |
| YoY(%) | 11.2 | 51.1 | 20.8 | 18.9 | 18.2 |
| 净利润(百万元) | 286 | 251 | 345 | 448 | 549 |
| YoY(%) | -32.0 | -12.2 | 37.6 | 30.0 | 22.4 |
| 毛利率(%) | 21.4 | 19.0 | 19.4 | 19.8 | 19.9 |
| 净利率(%) | 7.7 | 4.5 | 5.1 | 5.6 | 5.8 |
| ROE(%) | 10.6 | 9.4 | 11.5 | 13.1 | 13.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.54 | 0.47 | 0.65 | 0.85 | 1.04 |
| P/E(倍) | 18.0 | 20.5 | 14.9 | 11.4 | 9.3 |
| P/B(倍) | 1.9 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |

目 录

| | |
|------------------------|---|
| 一、跟随优质客户快速增长 | 3 |
| 二、国内市场布局加快 | 3 |
| 三、拓展汽车电子业务提升产品结构 | 5 |
| 四、国际并购初见成效 | 5 |
| 五、组织架构不断优化 | 7 |
| 六、盈利预测与投资评级 | 7 |
| 七、风险提示 | 8 |

一、跟随优质客户快速增长

宁波华翔产品为汽车内外饰件，公司是上海大众、一汽大众、宝马等国内外大型汽车制造商的零部件供应商之一，主要配套车型包括“宝马 3 系、5 系、X 系车型”、“奔驰 C 级、E 级系列”、“途观”、“新帕萨特”、“新朗逸”、“奥迪 Q5”、“奥迪 A6L”、“速腾”等。

公司客户结构较好。在公司发展过程中，始终坚持走中高端路线，产品主要为主流品牌的中高端车系提供配套服务，跟随优质客户实现快速增长。公司历史上发展起步于上海大众，目前为南北大众提供配套占公司收入的 40% 左右。在原有客户主要包括上海大众、一汽大众、上海通用、天津一汽丰田、东风日产等基础上，公司还开拓了更多的海外客户，包括宝马、奔驰、美国通用等。利用这些优质的客户资源一方面可以获得持续、稳定的订单，另一方面也有助于公司提高技术和质量水平，促进企业快速成长。

2012 年公司营业收入实现 51% 左右的快速增长，主要原因有：1、公司配套的上海大众、一汽大众、宝马等整车厂相关车型销售良好，带动了公司销售收入的增长；2、公司国际并购完成，业务范围扩大，带动整体销售的增长；3、对福特、奔驰等新客户的拓展，为企业发展增添新动力。

2012 年公司实现主营业务收入 56 亿元，增长 51.12%；实现净利润 2.51 亿元，比上年同期减少了 12.22%，利润下滑的原因主要是公司海外并购刚完成，整合费用较高；参股企业富奥股份从 2011 年 4 月起投资收益从权益法改为成本法，其 2011 年贡献的投资收益为 2626 万元，而 2012 年无投资收益贡献；此外公司年报披露计提了质量准备金 2,567 万元；计提了商誉减值和存货跌价准备。2012 年 08 月 29 日审议通过了《关于坏账准备会计估计变更的议案》，账龄在 1-4 年的应收账款和其他应收款坏账准备计提比例提高。

图表1 宁波华翔主要客户近年销量 单位：辆

| 企业名称 | 2011 年 | 2012 年 | 增幅 |
|------------------|----------|----------|---------|
| 乘用车行业 | 14485326 | 15523658 | 7.17% |
| 一汽-大众汽车有限公司 | 1017802 | 1342884 | 31.94% |
| 上海大众汽车有限公司 | 1178421 | 1281957 | 8.79% |
| 东风日产乘用车公司 | 814123 | 757633 | -6.94% |
| 上海通用汽车有限公司 | 592175 | 565607 | -4.49% |
| 一汽丰田销售公司 | 528270 | 501201 | -5.12% |
| 上海通用东岳汽车有限公司 | 322434 | 461712 | 43.20% |
| 上海通用(沈阳)北盛汽车有限公司 | 292836 | 316126 | 7.95% |
| 一汽轿车股份有限公司 | 239141 | 180958 | -24.33% |
| 华晨宝马汽车有限公司 | 98228 | 150052 | 52.76% |
| 上海汽车股份有限公司 | 94197 | 106703 | 13.28% |
| 北京奔驰汽车有限公司 | 80172 | 96839 | 20.79% |

资料来源：中国汽车工业协会

二、国内市场布局加快

公司主要产品为汽车内饰件，产品特性（非标准件、体积较大、品类多）要求厂商应靠近主机厂以加快开发设计和配套速度，节省运输费用。公司目前已拥有宁波、东北（长春）、成都、天津、佛山、

南京等生产基地，上海生产基地正在建设中，同时华南、华中地区也正在规划之中。公司全国布局战略规划将更加贴近客户，为进一步开拓市场奠定良好的基础。

- 公司持股 50%的宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司在重庆设立“重庆胜维德赫华翔汽车镜有限公司”。“重庆胜维德赫”布局于西南，将为重庆区域的长安福特、长安铃木及成都、武汉相关主机厂提高配套。
- 公司与安通林上海达成意向，同意双方合资企业——公主岭安通林华翔汽车内饰件有限公司收购安通林上海位于沈阳铁西为宝马沈阳工厂提供顶棚产品模块组装的 JIT 车间的资产、业务和人员。沈阳铁西 JIT 顶棚模块组装车间的并入，有利于完整为宝马配套的顶棚业务。
- 公司与佛吉亚(中国)投资有限公司共同在广东佛山成立“佛吉亚排气控制系统(佛山)有限公司”，佛吉亚中国占总出资额的 51%，公司占 49%。该公司的设立及投产将配合一汽集团广东基地的发展。
- 公司出资在辽宁沈阳设立全资子公司，有利于公司获得沈阳通用、华晨和曙光等当地主机厂的新订单。
- 为满足公司为一汽大众佛山工厂提供零部件配套的需要，公司出资在广东佛山设立全资子公司，新公司紧邻一汽大众佛山基地，将加快生产基地与主机厂的反应时间，巩固公司与大众汽车的配套关系。

图表2 宁波华翔主要客户产能规划 单位：万辆

| 公司名称 | 工厂 | 2011年 | 2012年 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 一汽大众 | 长春一厂 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| | 长春二厂 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| | 成都工厂 | 15 | 35 | 45 | 45 | 45 |
| | 广东佛山 | | | 15 | 30 | 30 |
| | 合计 | 85 | 105 | 130 | 145 | 145 |
| 上海大众 | 安亭一厂 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| | 安亭二厂 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| | 安亭三厂 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| | 南京江宁 | 15 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| | 江苏仪征 | | 15 | 30 | 30 | 30 |
| | 宁波工厂 | | | | 30 | 30 |
| 合计 | 97 | 127 | 142 | 172 | 172 | |
| 上海通用 | 金桥北厂 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| | 金桥南厂 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| | 烟台东岳 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| | 烟台东岳三期 | | 24 | 24 | 24 | 24 |
| | 沈阳北盛一期 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | 沈阳北盛二期 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| | 沈阳北盛三期 | | | | 30 | 30 |
| | 武汉基地 | | | | 30 | 30 |
| 合计 | 76 | 100 | 100 | 160 | 160 | |
| 上汽乘用车 | 仪征工厂 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 南京工厂 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | 临港工厂 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| | 合计 | 45 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 北京奔驰 | 亦庄 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| | 合计 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |

| | | | | | | |
|------|-----|----|----|----|----|----|
| 华晨宝马 | 一工厂 | 10 | 10 | 10 | 10 | 15 |
| | 二工厂 | | | 10 | 26 | 30 |
| | 合计 | 10 | 20 | 36 | 36 | 45 |

资料来源：平安证券研究所

三、拓展汽车电子业务提升产品结构

由于传统零部件行业进入壁垒较低，市场竞争日益激烈，导致盈利能力下降，不利于公司的长期发展，企业需要实施产品结构的转型升级，以提升综合竞争力。公司近年来有意识的在汽车电子领域拓展，以增强企业长期发展动力和提高盈利能力。

公司发展汽车电子业务也借助外部力量。2012 年公司参股德国品牌汽车电子企业 HELBAKO，并在中国成立汽车电子合资公司，产品涉及报警器、燃油泵控制模块、无匙进入系统等高科技产品，具有高技术含量，高附加值等特点，为公司未来发展奠定了良好的基础。合资公司的成立标志着宁波华翔正式进入汽车电子行业，为实现企业既定战略迈开了坚实的一步。

德国 HELBAKO 主要从事是轿车电子类产品的研发和生产，产品包括：报警器、燃油泵控制模块、无匙进入系统、敞篷类轿车的顶蓬控制系统等，主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等。该公司 2011 年实现销售收入为 5,240 万欧元，净利润 46.63 万欧元。

2012 年公司汽车电子业务收入 3.9 亿元，增长 33.3%，毛利率 30.2%，高于公司其他产品盈利水平。目前汽车电子占公司收入的 7%左右，我们预计后期通过自我发展和并购，该业务将成为公司收入增长最快的领域，预计 2015 年收入占比将超过 10%，利润贡献超过 15%。

四、国际并购初见成效

公司近年来一直致力于国际市场的收购，在操作过程中较为慎重，经验日趋成熟。

- 公司并购对象是细分领域中处于行业前列的具有技术和客户资源的企业，并且与公司现有业务相近或互为补充，以便发挥协同效应。特别是胡桃木饰件虽然属于高档汽车内饰件、且有较高的技术含量，但从制造工艺上属于劳动密集型产品，国内生产成本优势明显。
- 聘请 PWC（普华永道）、Deloitte（德勤会计事务所）等知名事务所作为并购顾问、财务顾问和法律顾问，进行详尽的尽职调查和实地参观考察，与相关方进行充分沟通；并购价格较为合理。并购完成后对原有管理层以充分的信任和激励，力图尽快实现并购效果。
- 国际并购可以获取国外先进技术，提高企业研发水平和管理能力；利用海外现有的销售渠道和客户资源，有助于公司进入奔驰、宝马等国际一流企业和木制或者仿木制材料高端配套市场，完成全球化布局，以提高在汽车零部件行业的整体竞争力。

在上述原则下，公司近年完成了以下并购项目：

- 2011 年公司出资 1,870 万欧元收购 Sellner GmbH 和 IPG Industrieplast GmbH 的资产和业务，NBHX Trims 出资 260 万欧元收购美国 Sellner Corporation 全部股权，同时出资不超过 600 万欧元收购捷克 Wech CHEB, spol.sr.o 全部股权。该公司 2010 年销售额近 2.2 亿欧元，其中天然桃木汽车内饰件业务，2010 年销售收入为 1.6 亿欧元。通过收购德国 Sellner Holding 公司，在全球木制内饰件市场份额中占据第二的位置，进一步确立了公司核心产品，同时宝马、通用能成为公司重要客户；另一方面通过收购，获得了木制内饰件生产制造方面核心技术、完成在全球主要生产布局。

- 2013年4月公司出资3,420万欧元收购德国HIB Trim Part Group的全部股权。交易价格是包含HIB Group截止2012年12月31日账面现金数2520万欧元。HIB Group主要从事高档轿车用内饰件相关产品的研发和生产，其真木内饰件业务为该领域全球第三大供应商，其主要客户为奔驰、宝马、保时捷。

HIB Trim成立于1875年，该公司是高档轿车内饰件（材料包括真木、金属、石料和碳纤维等）的行业领先者，特别是天然桃木高档轿车内饰件产品，是全球第三大供应商，拥有20%的全球市场份额，与欧洲各知名整车厂都建立了长期供货关系，如宝马、戴姆勒、保时捷、奥迪和大众，在德国拥有研发中心，在罗马尼亚拥有较低成本生产制造基地。依据本次交易财务顾问Deloitte（德勤会计师事务所）的尽职调查报告，该公司2012年收入8060万欧元，EBITDA 760万欧元。

公司测算配置胡桃木饰件的豪华、高档轿车将较快增长，为胡桃木饰件产品提供充足的市场需求，预计未来几年将保持20%以上的增长，2015年市场需求将达10亿元以上。宁波华翔在全球木制内饰件市场份额中占据第二的基础上，通过收购占有率第三的德国HIB Trim公司，进一步确立了公司核心产品，同时“奔驰”能成为公司重要客户；另一方面通过本次收购，大大提升了公司木制内饰件业务的技术研发能力，HIB Trim在罗马尼亚的生产基地，为宁波华翔下一步完善欧洲生产布局，奠定了坚实的基础。

此外，公司还同意授权董事长在出资不超过1,000万美元前提下，在美国设立全资子公司。新子公司将成为宁波华翔在北美的窗口、购并企业和引进国外先进技术的平台。

2012年公司海外收入占比21%，预计2015年有望提高到30%以上。我们认为公司对收购标的公司的选择较为慎重，收购后风险较小，收购后三年左右可实现较为明显的利润贡献。

近期欧洲汽车制造商协会ACEA发布数据称，今年4月欧盟乘用车注册销量130.8万辆，同比略增长1.7%，终止了连续一年半的同比下跌态势。4月份欧洲消费者信心回升，超过一半欧洲国家乘用车销量同比上涨，六成车企销量提升。有分析人士预测欧洲将在今年第三季度摆脱欧债危机困扰，该趋势对车市起到了促进增长作用。

随着欧洲经济和汽车市场的见底复苏，公司在该地区业务也将跟随好转。我们估计2012年公司国际业务因处于收购初期，业务整合费用较高，亏损在5000万元左右。预计德国华翔2013年有望实现盈亏平衡，2014年贡献5000万元左右利润。

图表3 宁波华翔主要子公司收入 单位：万元

| 参控公司 | 持股比例 | 2011 收入 | 2012 收入 | 增幅 |
|----------|--------|---------|---------|--------|
| 收入合计 | | 368,243 | 559,970 | 52.1% |
| 其中：华翔消声器 | 97.60% | 85,649 | 115,589 | 35.0% |
| 德国华翔 | 100% | | 98,751 | |
| 井上华翔 | 50% | 77,323 | 81,863 | 5.9% |
| 宁波安通林华翔 | 50% | 43,376 | 67,460 | 55.5% |
| 宁波华翔特雷姆 | 100% | 39,408 | 57,103 | 44.9% |
| 胜维德赫汽车镜 | 50% | 32,290 | 42,294 | 31.0% |
| 宁波诗兰姆 | 50% | 33,864 | 41,071 | 21.3% |
| 南昌江铃华翔 | 50% | 22,253 | 25,385 | 14.1% |
| 公主岭安通林华翔 | 95% | 14,909 | 22,376 | 50.1% |
| 宁波华翔汽车饰件 | 75% | 23,698 | 20,504 | -13.5% |
| 大众联翔 | 100% | 12,295 | 12,725 | 3.5% |

资料来源：宁波华翔

图表4 宁波华翔净利润构成 单位：万元

| 参控公司 | 参股比例 | 2011年 | 2012年 | 增幅 |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 净利润合计 | | 28,417 | 25,067 | -11.8% |
| 其中：宁波华翔特雷姆 | 100% | 2,636 | 6,675 | 153.2% |
| 华翔消声器 | 97.60% | 15,304 | 17,336 | 13.3% |
| 井上华翔 | 50% | 3,682 | 1,991 | -45.9% |
| 宁波诗兰姆 | 50% | 1,701 | 1,754 | 3.1% |
| 公主岭安通林华翔 | 95% | 285 | 1,161 | 307.9% |
| 宁波安通林华翔 | 50% | 816 | 1,392 | 70.5% |
| 德国华翔 | 100% | | -4,117 | |
| 富奥零部件 | 14% | 2,626 | - | |
| 其他 | | 1,367 | -1,125 | -182.3% |

资料来源：宁波华翔

五、组织架构不断优化

随着宁波华翔生产基地全国布局的开展，公司目前有控参股公司近 20 家。子公司家数的日益增多，对公司经营管理提出更高要求。为加强子公司管理，形成梯级配置，公司对业务体系进行梳理。其业务可以分为内外饰件、金属件、汽车电子、模具等板块，公司也在尝试向事业部管理模式转型。

- 2012 年 10 月公司将宁波华翔饰件有限公司 75% 股权、公主岭华翔汽车零部件有限公司 100% 股权、成都华翔汽车零部件有限公司 100% 股权转让给上海华翔，股权转让完成后，公司不再直接持有上述三家公司的股权。公司向全资子公司——上海华翔转让所持三家公司股权，是公司逐步完善子公司管理模式的一种尝试，将为公司下一步完成国际战略后，向事业部管理模式转变积累相关经验。
- 为减少关联交易，公司受让董事长周晓峰持有的上海智轩 85% 的股份。上海智轩主营汽车售后产品和汽车改装产品的销售。此次收购上海智轩，一方面出于看好未来售后市场的巨大潜力，能完善宁波华翔市场结构；另一方面有利于公司治理，减少此类金额日益增长的关联交易。
- 基于看好金属件类零部件业务良好发展空间及较强的盈利能力，公司加大对现有轿车消声器和金属冲压件业务的投入，受让杨军所持长春华翔轿车消声器有限责任公司 4.48% 的股权。公司目前持有长春华翔消声器公司 97.6% 的股权。

六、盈利预测与投资评级

公司目前已具备客户结构、生产基地布局、成本控制等方面竞争优势。我们预计公司主要客户如上海大众、一汽大众保持较快增长，新开发客户如华晨宝马也增长较快，近年国际并购的企业也发挥更加重要的作用。

2013 年公司面临较好的发展机遇：前期在成都、佛山、东北等地布局的子公司陆续进入投产期；国际并购项目盈利情况将明显改善。预计 2013 年收入增长在 20% 以上。2012 年公司收入增长较快，但因国际并购和业务整合相关费用较高，相关计提较为充分，也为 2013 年发展打好基础。预计 2013 年资产减值损失项目将减少 6000 万元左右，2013 年利润增速接近 40%，业绩弹性较大。

长期看，公司国内市场跟随优势企业快速发展，国际并购加快企业发展步伐，公司收入规模将保持较快增长。后期随着汽车电子业务规模的扩大，公司产品结构和盈利水平将逐步提升。预计 2013-2015 利润增速分别为 37.6%、30.0%、22.4%，每股收益分别为 0.65、0.85、1.04 元。目前

PE 分别为 15、11、9 倍。考虑公司良好的成长性，我们认为其合理价格在 13 元左右，首次覆盖予以“推荐”评级。

此外，公司目前持有富奥汽车零部件股份有限公司（富奥股份，000030.SZ）180,406,275 股，占其总股本的 13.89%，相关市值近 15 亿元，折合每股价值 2.7 元左右。上述股票可流通时间为 2014 年 3 月 21 日。

公司一季报预告：2013 年 1-6 月净利润增长 25%至 55%。

七、风险提示

1) 成本上升压力。公司主要原材料成本变动与石油价格相关性较高；预计未来几年我国劳动力成本会处于一个上升的过程中。

2) 国际化整合的风险。公司陆续收购了德国、美国、捷克的汽车零部件企业，存在业务和管理整合风险。

图表5 宁波华翔季度经营业绩 单位：万元

| | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012Q3 | 2012Q4 | 2013q1 | 同比增长 | 环比增长 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 112651 | 130558 | 146766 | 169994 | 148245 | 31.60% | -12.79% |
| 投资收益 | 2044 | 3409 | 3017 | 2740 | 2474 | 20.99% | -9.71% |
| 净利润 | 6212 | 6849 | 5799 | 6206 | 7642 | 23.03% | 23.14% |
| 每股收益(元) | 0.12 | 0.13 | 0.11 | 0.12 | 0.14 | 23.03% | 23.14% |
| | | | | | | 同比增加 | 环比增加 |
| 毛利率 | 19.81% | 20.26% | 17.37% | 18.85% | 19.66% | -0.14% | 0.82% |
| 营业费率 | 3.69% | 2.98% | 4.75% | 2.70% | 3.62% | -0.08% | 0.92% |
| 管理费率 | 8.49% | 10.32% | 7.95% | 9.41% | 7.89% | -0.60% | -1.51% |
| 财务费率 | -0.84% | 1.35% | -0.52% | 0.38% | 0.50% | 1.34% | 0.12% |
| 三项费率 | 11.35% | 14.65% | 12.18% | 12.49% | 12.01% | 0.67% | -0.47% |
| 净利率 | 5.51% | 5.25% | 3.95% | 3.65% | 5.16% | -0.36% | 1.50% |

资料来源：宁波华翔

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 流动资产 | 2554 | 2952 | 3557 | 3971 | 4877 |
| 现金 | 1111 | 1034 | 1103 | 1081 | 1490 |
| 应收账款 | 348 | 821 | 839 | 1017 | 1227 |
| 其他应收款 | 15 | 23 | 29 | 34 | 40 |
| 预付账款 | 115 | 84 | 151 | 171 | 195 |
| 存货 | 668 | 834 | 1116 | 1300 | 1520 |
| 其他流动资产 | 299 | 156 | 319 | 368 | 406 |
| 非流动资产 | 1828 | 2280 | 2313 | 2338 | 2295 |
| 长期投资 | 655 | 695 | 671 | 676 | 678 |
| 固定资产 | 828 | 1102 | 1249 | 1332 | 1356 |
| 无形资产 | 173 | 190 | 203 | 217 | 229 |
| 其他非流动资产 | 173 | 292 | 191 | 113 | 32 |
| 资产总计 | 4383 | 5232 | 5871 | 6310 | 7172 |
| 流动负债 | 1307 | 2055 | 2297 | 2183 | 2377 |
| 短期借款 | 126 | 609 | 483 | 110 | 0 |
| 应付账款 | 740 | 932 | 1235 | 1444 | 1688 |
| 其他流动负债 | 440 | 515 | 578 | 629 | 688 |
| 非流动负债 | 11 | 96 | 54 | 61 | 64 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 11 | 96 | 54 | 61 | 64 |
| 负债合计 | 1318 | 2152 | 2350 | 2244 | 2441 |
| 少数股东权益 | 372 | 415 | 510 | 633 | 782 |
| 股本 | 553 | 530 | 530 | 530 | 530 |
| 资本公积 | 875 | 663 | 663 | 663 | 663 |
| 留存收益 | 1269 | 1476 | 1821 | 2243 | 2760 |
| 归属母公司股东权益 | 2693 | 2666 | 3011 | 3432 | 3949 |
| 负债和股东权益 | 4383 | 5232 | 5871 | 6310 | 7172 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营活动现金流 | 317 | 163 | 443 | 617 | 728 |
| 净利润 | 381 | 313 | 440 | 572 | 697 |
| 折旧摊销 | 163 | 262 | 236 | 278 | 316 |
| 财务费用 | -4 | 7 | 37 | 18 | -1 |
| 投资损失 | -131 | -112 | -125 | -140 | -155 |
| 营运资金变动 | -125 | -401 | -147 | -143 | -167 |
| 其他经营现金流 | 33 | 94 | 3 | 32 | 37 |
| 投资活动现金流 | -305 | -529 | -212 | -221 | -179 |
| 资本支出 | 383 | 459 | 300 | 270 | 250 |
| 长期投资 | -30 | -107 | -25 | 6 | 1 |
| 其他投资现金流 | 48 | -177 | 64 | 55 | 73 |
| 筹资活动现金流 | -172 | 200 | -163 | -418 | -141 |
| 短期借款 | 64 | 483 | -126 | -373 | -110 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | -14 | -23 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -127 | -213 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -95 | -47 | -37 | -45 | -31 |
| 现金净增加额 | -170 | -156 | 69 | -22 | 408 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 3705 | 5600 | 6763 | 8038 | 9503 |
| 营业成本 | 2914 | 4537 | 5451 | 6445 | 7612 |
| 营业税金及附加 | 17 | 24 | 28 | 34 | 40 |
| 营业费用 | 137 | 196 | 242 | 287 | 339 |
| 管理费用 | 338 | 507 | 601 | 722 | 852 |
| 财务费用 | -4 | 7 | 37 | 18 | -1 |
| 资产减值损失 | 21 | 113 | 50 | 40 | 40 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 131 | 112 | 125 | 140 | 155 |
| 营业利润 | 414 | 328 | 479 | 631 | 776 |
| 营业外收入 | 25 | 47 | 34 | 37 | 37 |
| 营业外支出 | 6 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 433 | 367 | 505 | 660 | 806 |
| 所得税 | 52 | 54 | 65 | 88 | 108 |
| 净利润 | 381 | 313 | 440 | 572 | 697 |
| 少数股东损益 | 95 | 62 | 95 | 123 | 148 |
| 归属母公司净利润 | 286 | 251 | 345 | 448 | 549 |
| EBITDA | 573 | 598 | 752 | 928 | 1092 |
| EPS (元) | 0.52 | 0.47 | 0.65 | 0.85 | 1.04 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 11.2% | 51.1% | 20.8% | 18.9% | 18.2% |
| 营业利润 | -28.2% | -20.7% | 46.0% | 31.7% | 22.9% |
| 归属于母公司净利润 | -32.0% | -12.2% | 37.6% | 30.0% | 22.4% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 21.4% | 19.0% | 19.4% | 19.8% | 19.9% |
| 净利率(%) | 7.7% | 4.5% | 5.1% | 5.6% | 5.8% |
| ROE(%) | 10.6% | 9.4% | 11.5% | 13.1% | 13.9% |
| ROIC(%) | 12.8% | 8.7% | 12.9% | 15.9% | 17.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 30.1% | 41.1% | 40.0% | 35.6% | 34.0% |
| 净负债比率(%) | 9.58% | 28.31% | 20.56% | 4.90% | 0.00% |
| 流动比率 | 1.95 | 1.44 | 1.55 | 1.82 | 2.05 |
| 速动比率 | 1.43 | 1.01 | 1.04 | 1.19 | 1.38 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 应收账款周转率 | 9.4 | 8.9 | 7.6 | 8.1 | 7.9 |
| 应付账款周转率 | 4.3 | 5.4 | 5.0 | 4.8 | 4.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.54 | 0.47 | 0.65 | 0.85 | 1.04 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.60 | 0.31 | 0.84 | 1.16 | 1.37 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.08 | 5.03 | 5.68 | 6.48 | 7.45 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 18.0 | 20.5 | 14.9 | 11.4 | 9.3 |
| P/B | 1.9 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 7.4 | 5.9 | 4.8 | 4.0 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257