

汽车零部件

署名人: 邢卫军

S0960513070005

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

宁波华翔

002048

强烈推荐

海外资产拐点显现，并购协同助力国内增长

公司是国内合资品牌汽车内饰重要供应商之一，上市以来通过合资与并购实现高速增长，12年相比04年（上市前）收入增长20倍，净利增长近10倍；11-12年由于参股公司调整、会计估计变更、海外并购扩大，使得净利润出现大幅下滑（-40%），市场怀疑公司盈利能力无法恢复，市值严重萎缩。

我们认为，公司核心资产盈利能力没有改变，会计变更和海外并购费用等非经常因素影响消除后，业绩将恢复快速增长；合资并购经验丰富，海外资产整合成功是大概率事件，运营正常化和协同效应发挥后，盈利向上弹性巨大。公司还拥有价值10亿的富奥股份股权，扣除后市值对应14年PE仅8倍，明显低于零部件行业15-20倍的平均PE，严重低估，给予“强烈推荐”评级。

投资要点:

- 公司是国内优秀汽车内饰供应商，通过合资与并购实现高速增长。公司与世界知名汽车零部件公司合资，产品质量、市场地位处于国内领先水平；通过并购快速开拓新客户与新产品，营收规模高速提升；下游客户包括南北大众、宝马丰田等主流合资品牌，并通过海外并购进入德国宝马奔驰、美国通用等世界汽车商海外配套体系，成长空间拓展至全球配套市场。
- 核心资产盈利能力强，随下游客户共同成长。11-12年由于参股公司调整等非经常因素影响，净利润出现大幅下滑。但公司核心资产盈利能力优异，随整车客户完成全国布局，通过合资并购开拓新客户与新产品，非经常性因素影响消除后，业绩增速将恢复到20%左右。
- 海外并购拓展公司产品种类和客户资源，为未来发展奠定基础。公司先后收购德国 Sellner 和 HIB 公司，借海外公司技术实力和客户资源提升内饰产品的品质，并进入德国奔驰宝马、美国通用配套体系。同时，公司参股德国 Helbako 30%股权，进军汽车电子领域，并合资在国内设立生产基地，开拓国内汽车电子市场，为未来准备新的增长空间。
- 欧洲车市向好，海外资产有望迎来拐点。公司通过合资收购成长，整合经验丰富，海外资产整合成功是大概率事件。海外资产在木内饰领域竞争力强，12年收入近20亿，亏损4000多万，恢复正常有望贡献1-2亿盈利，弹性巨大。近期欧洲车市现向好迹象，海外资产改善将大幅提升业绩。
- 投资建议：我们预计公司13-15年实现EPS为0.60、0.81和1.11元，扣除10亿富奥股权价值后，对应PE仅10、8、6倍。当前零部件行业平均PE在15-20倍，则公司合理市值在70-80亿，当前仅45亿市值被严重低估，我们给予公司目标价12.00元，“强烈推荐”评级。

风险提示：海外资产整合不达预期，国内汽车限购加剧，原材料成本大幅增加

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5600	7170	8356	9482
收入同比(%)	51%	28%	17%	13%
归属母公司净利润	251	316	428	591
净利润同比(%)	-12%	26%	35%	38%
毛利率(%)	19.0%	18.6%	19.6%	21.2%
ROE(%)	9.4%	10.7%	15.0%	20.3%
每股收益(元)	0.47	0.60	0.81	1.11
P/E	17.42	13.81	10.20	7.40
P/B	1.64	1.48	1.53	1.50
EV/EBITDA	6	6	4	3

资料来源：中投证券研究所

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 8.23元

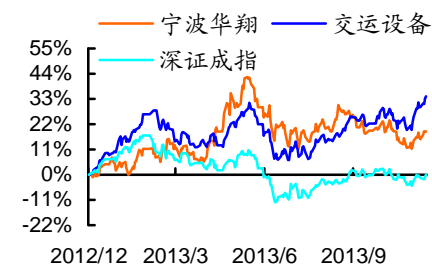
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2219.37
总股本(百万)	530
流通股本(百万)	460
流通市值(亿)	38
EPS	0.46
每股净资产(元)	6.60
资产负债率	44.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宁波华翔	0.00%	-5.95%	-16.22%
交运设备	8.86%	13.53%	4.09%
深证成指	2.54%	3.50%	-9.46%



相关报告

目 录

一、公司简介：专注中高级汽车内饰件配套	3
二、国内业务保持快速稳定发展	5
2.1 国内客户竞争力强，有望保持快速增长	5
2.2 产能布局基本完成，本地配套增加客户粘性	6
2.3 盈利能力稳定，利润率有望保持	7
三、海外收购拓展市场空间，未来弹性巨大	7
3.1 收购 Sellner、HIB，提升内饰业务技术水平和客户结构	7
3.2 参股 Helbako GmbH，进军汽车电子领域	8
3.3 海外业务改善潜力巨大，整合后增大公司发展空间	9
四、投资建议：拐点已现，强烈推荐	10

一、公司简介：专注中高级汽车内饰件配套

宁波华翔电子股份有限公司（简称宁波华翔，股票代码：002048）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，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、内外饰件系统等领域。

图 1 公司主要产品



资料来源：公司网站，中投证券研究所

公司于 2005 年 5 月成功发行了 3,000 万股股票并在深交所挂牌上市，之后在 2006 年 12 月和 2010 年 4 月，公司分别非公开发行 5,200 万股和 7,340 万股。目前公司总股本 5.3 亿股，董事长周晓峰先生及其家族一共持有公司 23.72% 的股份，是实际控制人，象山联众持有 5.51% 的股份，其余 70.77% 股份为其它流通股股份。

公司积极与世界知名汽车零部件商合作，努力提升产品水平及品牌形象，拓展客户范围，目前已与法国佛吉亚（Faurecia）、西班牙安通林（antolin）、日本井上（INOAC）、德国 SMR Automotive Services GmbH 等公司建立合资公司，是上海大众、一汽大众、一汽丰田等国内汽车制造商的主要零部件供应商之一，主要配套车型包括“帕萨特”、“途观”、“朗逸”、“奥迪 Q5”、“奥迪 A6”、“速腾”、“高尔夫 A6”、“新君威”、“皇冠”、“锐志”、“卡罗拉”、“天籁”等。

公司借收购发展历史悠久，上市后收购长春消声器厂、公主岭内饰件公司等，快速扩大产销规模和客户。近两年，公司利用海外汽车行业不景气，迅速开展海外并购，开拓全球市场，增加产品种类，目前已收购德国 Sellner、HIB Trim Part Group，进入海外宝马、奔驰、通用配套体系，并参股德国 Helbako 公司，进入汽车电子领域，为进军新的领域做好准备。公司收购经验丰富，海外资产整合成功概率大，将给公司带来又一次高速扩张。

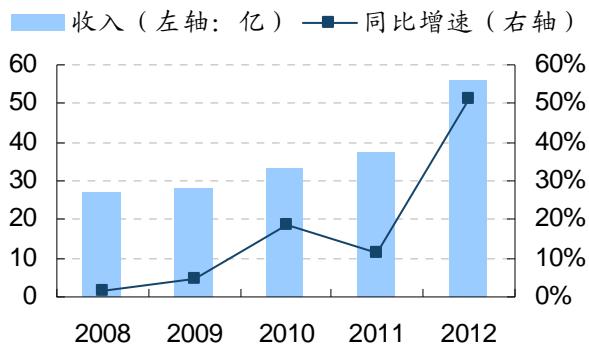
表 1 公司主要子公司基本情况

公司名称	持股比例	业务范围	配套车型	备注
长春华翔	97.6%	轿车消声器、排气系统总成	一汽大众、一汽轿车	
宁波特雷姆	100%	天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件等	帕萨特、奥迪、沃尔沃、宝马	原宁波玛克特
大众联翔	100%	饰柱	桑塔纳、中华、奥迪等	
宁波米勒	100%	注塑模具		
德国华翔	100%	胡桃木内饰	宝马、奔驰、大众等	海外投资并购
宁波安通林华翔	50%	车门内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰等		
宁波井上	50%	门内饰板总成、饰柱	帕萨特、朗逸、花冠、卡罗拉、锐志、RAV4	公司对其运营有重大影响，均合并报表
宁波胜维德赫	50%	汽车镜、外柄、汽车电器及汽车组合仪表等		
宁波诗兰姆	50%	汽车线路保护器		
宁波华翔研发	100%	汽车零部件总成等产品研发	上海大众、上海通用、一汽大众等	
宁波华翔饰件	75%	零部件涂装，格栅、后视镜壳体、导流板、防擦条、后牌照饰板等	帕萨特、荣威、凯迪拉克、明锐、途观、RAV4	
成都华翔	100%		一汽大众成都工厂	
富奥股份	14%	环境控制系统、转向及传动系统等六大体系		
江铃华翔	50%	汽车内、外饰件、冲压件、零部件等		
德国 Helbako	30%	报警器、燃油泵控制模块、无匙进入系统、敞篷类轿车的顶篷控制系统等	宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

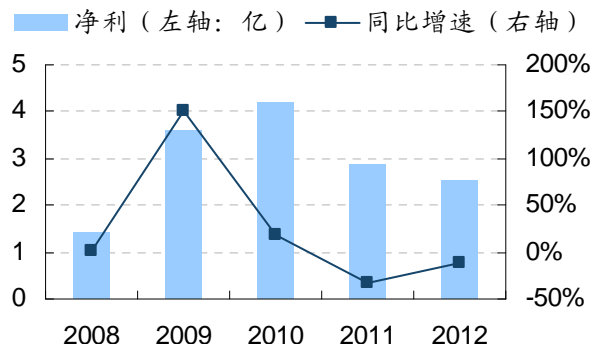
收入持续增长，净利短期有下滑。公司上市以来，随国内汽车行业发展和积极合资并购实现高速增长，收入利润规模增长超过 10 倍，但近 1-2 年净利润由于参股公司变动、会计准则调整、海外并购处于整合期等因素，出现了明显的下滑。

图 2 公司主营业务收入及增速



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 3 公司净利及增速



资料来源：公司资料，中投证券研究所

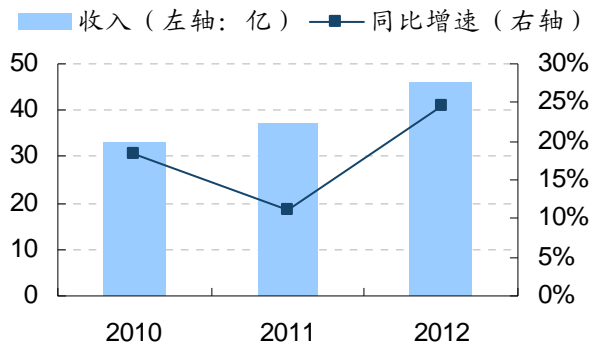
我们认为，公司核心资产质地优良，竞争力较高，未来随下游客户发展仍有较高的持续发展潜力。近两年业绩下滑并非因核心资产盈利能力下滑导致，随着会计调整因素消除、海外公司整合完毕，公司盈利将回归正常的增长状态，特别是海外公司，若整合完成后实现扭亏并发挥协同效应，将给公司提供巨大的业绩弹性和发展空间。

表 2 公司核心资产盈利能力估计

	报表净利润 (亿)	非核心资产盈利变化	核心资产盈利能力估计(亿)
2010	4.20	1、富奥股份贡献投资收益 1.37 亿 2、政府补助 0.10 亿	2.73
2011	2.86	1、富奥股份贡献投资收益 0.26 亿 2、政府补助 0.17 亿 3、折旧变更减少净利 0.12 亿	2.55
2012	2.51	1、富奥股份无贡献 2、政府补助 0.15 亿 3、折旧变更减少净利约 0.09 亿 4、质量保证金 0.26 亿 5、减值计提变更减少净利 0.01 亿 6、收购德国 Sellner 相关资产产生增值 0.17 亿，收到 BMW 援 赠 0.08 亿，商誉计提 0.23 亿，德国华翔共计亏损 0.41 亿	3.16
2013H1	1.68	1、富奥股份无贡献 2、政府补助 0.06 亿 3、德国华翔亏损 0.41 亿	2.05

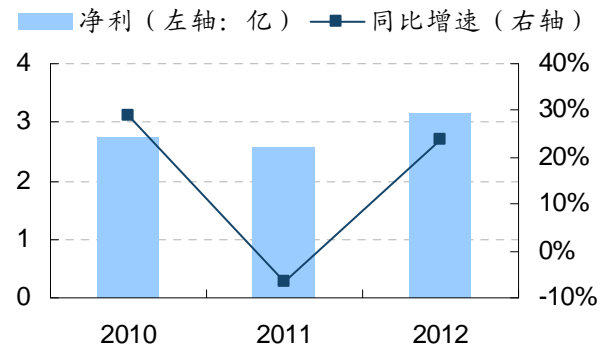
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 4 公司核心资产收入及增速



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 5 公司核心资产净利及增速



资料来源：公司资料，中投证券研究所

二、国内业务保持快速稳定发展

2.1 国内客户竞争力强，有望保持快速增长

公司坚持走高端化路线，主要为世界主流品牌中高端车系提供配套服务，国内客户包括上海大众、一汽大众、上海通用、一汽丰田、东风日产等主流合资品牌，与主流整车厂建立良好的合作关系，为公司长期发展和树立品牌形象奠定了良好的基础。13 年上半年营业收入中，上海大众占 24%，一汽大众占 16%，BMW AG 占 8%，大众系在公司营收中占据重要地位。

表 3 公司营收前五名客户及占比

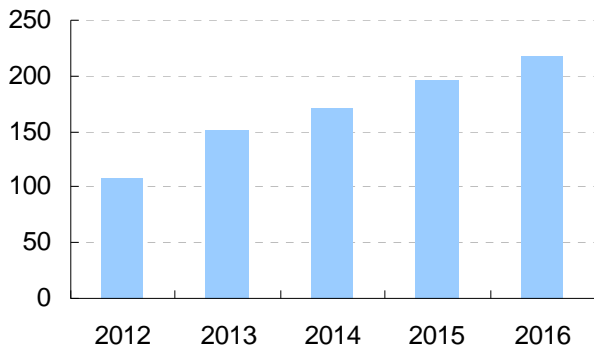
公司名称	2010	2011	2012
1 上海大众	29.27%	27.88%	22.04%
2 一汽-大众	12.67%	16.31%	18.14%
3 长春佛吉亚	6.26%	延锋伟世通 6.40%	BMW AG 8.62%
4 一汽轿车	7.71%	一汽轿车 5.82%	一汽轿车 3.53%
5 延锋伟世通	5.86%	长春佛吉亚 5.29%	延锋伟世通 3.35%
其余	38.23%	38.30%	44.32%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

未来 3 年，一汽大众成都工厂（共 45 万产能）和佛山工厂（共 30 万产能）将逐渐达到设计产能；上海大众仪征工厂（30 万产能）、宁波工厂（30 万产能）、武汉工厂（30 万产能）将陆续达产或投产，产销规模有望上升到新的台阶。公司作为大众重要的零部件供应商，有望分享大众成长，随大众快速发展。

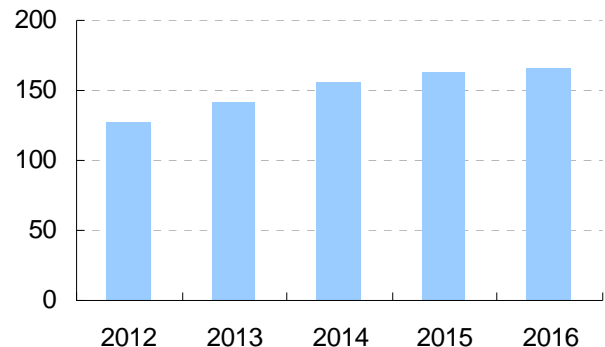
公司重要合资子公司长春佛吉亚是一汽大众车型排气系统的重要供应商，随着一汽大众成都工厂和佛山工厂的陆续投产，公司与佛吉亚设立成都佛吉亚和佛山佛吉亚，实现与一汽大众的同步扩张。考虑到一汽大众成都工厂和佛山工厂产能将超过长春工厂，我们预计全部达产后，成都佛吉亚和佛山佛吉亚合计产销将再造一个长春佛吉亚。长春佛吉亚 12 年净利润 2.2 亿，因此我们预计，成都佛吉亚和佛山佛吉亚全部达产后将为公司新增 1 亿的投资收益。

图 6 上海大众产量规划（万辆）



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 7 一汽大众产量规划（万辆）



资料来源：公司资料，中投证券研究所

同时，公司通过海外并购进入德国宝马、奔驰、美国通用的配套体系，有望通过海外配套渠道打开国内相关公司市场，加快非大众系客户开拓力度，扩大奔驰、宝马、通用、丰田等品牌的配套供货力度，持续优化客户结构。

公司收购 Sellner 后，为华晨宝马供货力度明显上升，13 年上半年华翔特雷姆收入增长 25%，净利增长 50%，华晨宝马贡献了大多数增量。未来宝马奔驰等豪华车国产化进程有望提速，公司借助欧洲配套渠道，进一步提升国内宝马奔驰配套份额。

2.2 产能布局基本完成，本地配套增加客户粘性

公司紧随整车厂建厂步伐，积极实施国内生产基地布局，已拥有宁波、长春、沈阳、成都、天津、佛山、南京、上海等生产基地，并在规划华南和华中地区产能基地。本地化的产能布局使公司更加贴近客户，以提供更好和更及时的服务，增加客户粘性。

表 4 公司主要生产基地布局及配套客户

基地位置	宁波、南京、上海	长春	沈阳	成都	天津	佛山
配套客户	上海大众、上汽乘用车、上海通用	一汽大众 一汽轿车	通用、宝马	一汽大众	一汽丰田	一汽大众

资料来源：公司公告，中投证券研究所

2.3 盈利能力稳定，利润率有望保持

公司旗下子公司众多，主要盈利来源有控股子公司长春消声器、宁波特雷姆，控股合营公司宁波井上、宁波安通林华翔、宁波诗兰姆、宁波胜维德赫等。扣除海外收购公司及参股公司投资收益影响，公司控股子公司近年来盈利基本稳定，综合净利率基本保持在 9-10%。由于公司各子公司为下游客户长期配套供货，相互依赖度高，因此，我们预计公司核心子公司盈利能力有望延续。

表 5 公司主要子公司收入及净利（万元）

公司名称	持股比例	2011		2012		2013H1	
		收入	净利	收入	净利	收入	净利
长春消声器	97.6%	85,649.05	15,303.64	115,588.53	17,762.53	72,487.83	9,891.36
宁波特雷姆	100%	39,408.12	2,636.44	57,103.02	6,675.11	35,061.14	5,552.12
大众联翔	100%	12,294.57	235.32	12,725.28	701.42	6,715.03	533.72
宁波井上	50%	77,322.80	7,364.90	81,862.91	3,982.98	47,012.80	3,017.71
宁波米勒	100%	5,541.16	-113.45	6,431.33	-94.66	1,980.12	-184.80
宁波安通林华翔	50%	43,375.92	1632.5	67,459.59	2,783.26	48,590.29	2,516.09
宁波诗兰姆	50%	33,863.51	3,401.92	41,070.68	3,507.94	24,311.51	2,805.57
宁波胜维德赫	50%	32,289.75	2,145.78	42,294.29	1,564.34	28,373.97	2,331.69
扬州安通林	50%		-230.16	3,242.29	-644.48	4,514.09	472.20
合计		329,744.88	32,376.89	427,777.93	36,238.43	269,046.79	26,935.66

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司在汽车内饰件、消声器等领域地位突出，与下游客户关系密切，并紧跟下游客户完善全国产能布局，提升产品配套能力。根据下游整车企业发展及产能规划，我们预计公司核心资产盈利能力保持稳定，随主要客户大众系增长，以及奔驰、宝马等新客户供货比例提升，业绩将恢复 20% 的快速增长。

表 6 公司国内业务收入及净利预测（万元）

	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入	432,489.86	529,044.44	623,937.82	718,304.03
投资收益	11,211.65	15,000.00	18,000.00	20,000.00
归母净利润	29,220.75	37,464.96	43,928.64	51,501.79
净利润增速	6.79%	28.21%	17.25%	17.24%

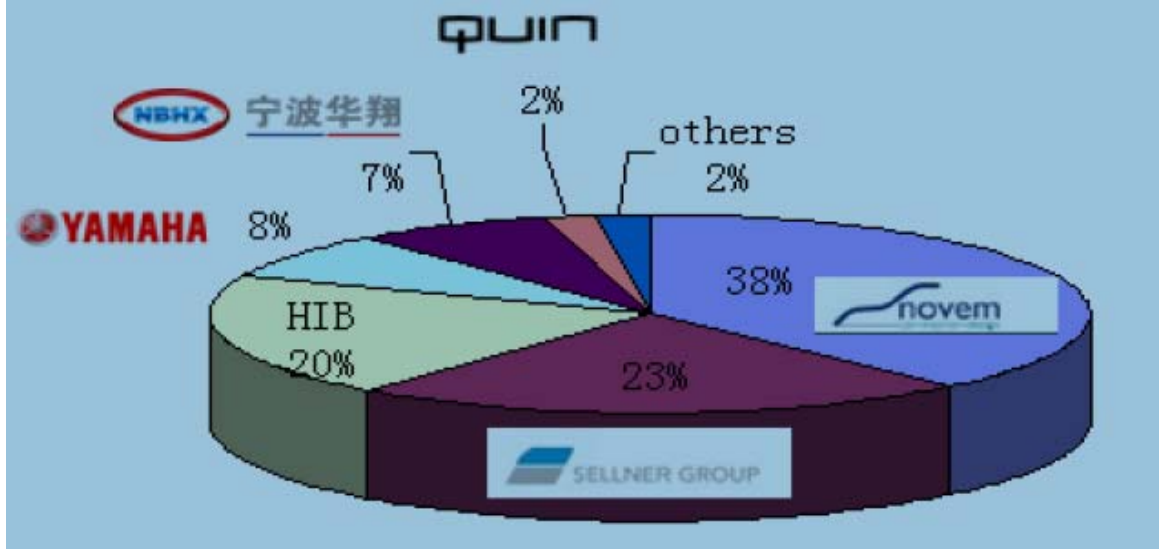
资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、海外收购拓展市场空间，未来弹性巨大

3.1 收购 Sellner、HIB，提升内饰业务技术水平和客户结构

2012-2013 年，公司先后收购了 Sellner GmbH 和 HIB Trim 公司，不但进入了海外宝马、奔驰、通用等整车公司的配套体系，而且获得了木质内饰件生产、研发方面的核心技术，并逐步在全球建立起研发、生产、配套能力。

图 8 全球木质内饰件市场份额



资料来源：公司网站，中投证券研究所

Sellner GmbH 公司在全球木制内饰件市场占据第二的位置，2010 年销售额近 2.2 亿欧元，其中天然桃木汽车内饰件业务销售收入为 1.6 亿欧元。通过收购德国 Sellner Holding 公司，宁波华翔进一步确立了核心产品的竞争力，同时使宝马、通用等能成为公司重要客户。

HIB Group 主要从事高档轿车用内饰件相关产品的研发和生产，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，其真木内饰件业务为该领域全球第三大供应商，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。此项收购为宁波华翔进一步完善全球生产布局，奠定了坚实的基础。

3.2 参股 Helbako GmbH，进军汽车电子领域

2012 年，公司参股德国汽车电子公司 HELBAKO GmbH，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、敞篷类轿车的顶篷控制系统等，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%。

表 7 HELBAKO 公司主要产品概览

产品名称	报警器	燃油泵控制模块	儿童座椅在位检测、面向检测	顶篷控制系统
配套客户	奔驰	BMW、AMG 奔驰	BMW、奔驰	BMW、大众、法拉利
2011 年出货量	180,000	1,300,000	800,000/300,000	510,000

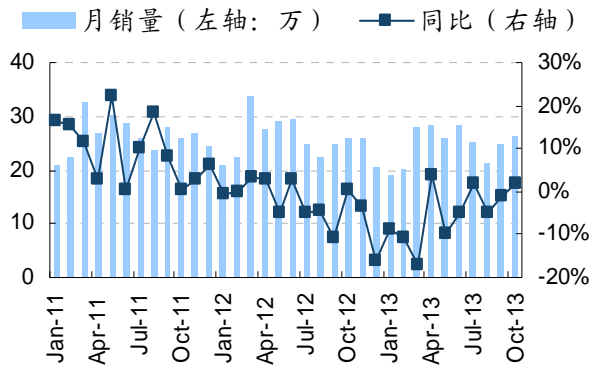
资料来源：公司公告，中投证券研究所

3.3 海外业务改善潜力巨大，整合后增大公司发展空间

欧洲车市下滑放缓，明年有望企稳回升。近两年欧债危机不断冲击欧洲，是欧洲经济持续低迷，汽车消费也受到明显影响。12年-13年上半年，欧洲整体汽车销量持续下滑，德国汽车消费增速也逐渐下滑，汽车零部件企业经营压力很大。最近两个月数据显示，欧洲及德国汽车消费增速有所回升，若欧债危机不再加剧，欧洲经济企稳向好，则欧洲车市在14年有望随之向好。

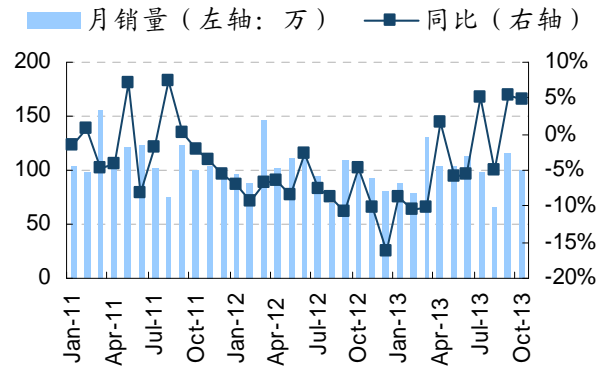
欧洲汽车销量随换车需求释放波动。欧洲汽车市场较为成熟，销量主要随着换车需求的波动而波动，欧债危机以来，欧洲车市已连续下滑两年，平均车龄快速升高，换车需求充分积累。参照美国金融危机两年后，汽车消费需求开始回升，我们认为欧洲14年汽车消费将因换车需求释放而出现恢复性增长。

图 9 德国汽车月销量及同比



资料来源: Wind、中投证券研究所

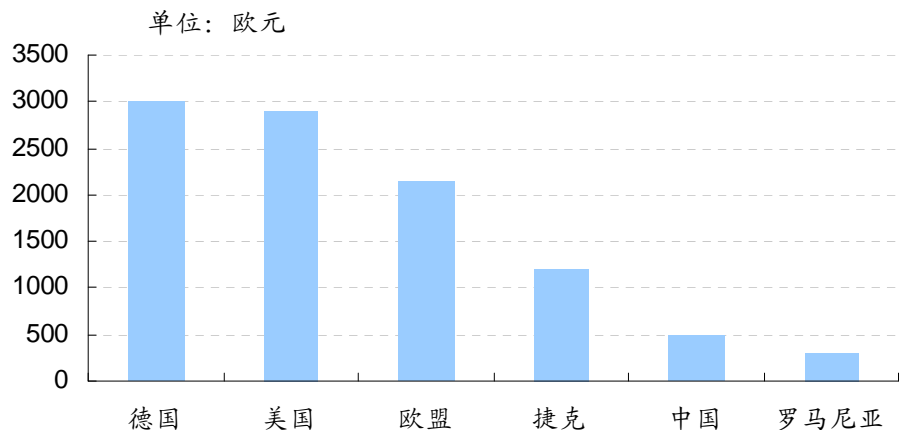
图 10 欧洲汽车月销量及同比



资料来源: Wind、中投证券研究所

公司在欧洲并购的 Sellner 和 HIB 受低迷车市影响，目前盈利压力较大，再加上收购费用及商誉减值等影响，12年亏损约4100万，预计13年亏损5000万左右。公司计划以 HIB 的罗马尼亚工厂作为整合欧洲业务的平台，将 Sellner 相关的德国工厂和捷克工厂搬迁至罗马尼亚，罗马尼亚的人工成本仅为德国的1/10、捷克的1/4，若以10%的人工成本、20%的毛利率计算，搬迁后毛利率可提升8个百分点左右，明显提升 Sellner 资产的盈利能力。

图 11 部分国家人均工资比较



资料来源: 商务部网站等，中投证券研究所

Sellner 和 HIB 公司在木内饰领域竞争力较强，分别以宝马和奔驰作为主要客户，合计收入规模近20亿，若欧洲车市恢复正常，有望贡献1-2亿净利。根据欧洲车市恢复情况和公司整合计划，我们预计公司海外资产有望在14年达到盈亏平衡，并在15年恢复盈利。

表 8 公司海外业务收入及净利预测 (万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入	98,751	158,002	181,702	199,872
归母净利润	-4,154.12	-4,813.55	-887.82	8,307.95
净利率	-4.21%	-3.05%	-0.49%	4.16%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

四、投资建议: 拐点已现, 强烈推荐

通过以上分析可以看出, 公司 11-12 年的业绩下滑主要是由于参股公司调整、会计估计变更、海外并购费用等非经常性因素导致的, 核心资产盈利能力并未改变。随着非经常性因素影响消除, 海外资产整合完成, 我们预计公司在 13-15 年将进入新一轮高速增长期。同时, 公司拥有 10 亿货币资金, 并有价值超 10 亿元的富奥股份股权在 14 年解禁, 充足的资金储备将使公司有可能在未来加快海外扩张步伐, 进一步完善产品线规模和全球市场布局。

我们暂不考虑公司进行新的收购, 仅计算现有国内业务的快速发展与海外资产的整合改善。我们预计公司 13-15 年实现收入 71.7 亿、83.6 亿、94.8 亿, 归属母公司净利润 3.2 亿、4.3 亿、5.9 亿, EPS 为 0.60、0.81 和 1.11 元, 扣除 10 亿富奥股权价值后, 对应 PE 仅 10、8、6 倍。

当前零部件公司分两类: 一类是独立零部件公司, 平均 PE 在 15-20 倍; 另一类是整车厂下属零部件公司, 如华域汽车、一汽富维等, PE 在 8-10 倍左右。公司是国内汽车内饰独立供应商, 并通过收购开拓海外市场, 未来 3 年海外收购协同效应有望加速公司业绩增长, 我们认为公司应享受独立零部件公司 15-20 倍的估值水平, 合理市值在 70-80 亿, 当前仅 45 亿市值被严重低估。

表 9 汽车零部件公司估值比较

		EPS(元)			PE			PEG
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
002085	万丰奥威	0.77	1.16	1.49	28.15	18.73	14.63	0.86
000887	中鼎股份	0.45	0.56	0.69	18.86	15.18	12.39	1.49
300258	精锻科技	0.68	0.83	1.03	19.99	16.37	13.29	1.10
601311	骆驼股份	0.60	0.78	1.00	19.38	14.83	11.53	0.92
600741	华域汽车	1.32	1.65	1.80	8.42	6.75	6.16	0.58
600742	一汽富维	1.88	2.20	2.55	10.08	8.62	7.46	0.90
002048	宁波华翔	0.59	0.82	1.03	14.13	10.14	8.05	0.48
002048	宁波华翔 (扣除富奥股权)	0.59	0.82	1.03	10.86	7.87	5.74	0.33

资料来源: wind, 中投证券研究所

另外, 由于海外资产目前亏损拖累业绩, 我们认为将公司国内资产与海外资产合计估值, 将使公司资产再次被低估。若将国内资产按盈利给予 15-20 倍 PE, 海外资产给予 1.0-1.5 倍 PB, 富奥股权按照市值计算, 则公司合计市值应当在 70-90 亿。

综上, 我们认为公司价值被市场明显低估, 随着公司业绩恢复快速增长, 特别是海外资产整合改善后, 巨大的业绩弹性将使其价值充分体现。按照国内和欧洲车市预期以及公司整合计划, 我们预计 13-15 年将使上述情形逐步兑现, 公司进入新一轮高速增长期。我们按照较保守的整体估值法, 给予公司 14 年

15 倍 PE，加上 10 亿元富奥股权价值后，合理市值至少在 70 亿元左右，目标价 12 元，强烈推荐评级。

风险因素：

- 1) 欧债危机再次加剧，欧洲车市持续低迷，海外资产改善不达预期；
- 2) 国内限购城市增加，压制汽车消费。

表 10 公司业务收入及净利预测（万元）

		2012	2013E	2014E	2015E
国内业务	主营收入	432,489.86	529,044.44	623,937.82	718,304.03
	投资收益	11,211.65	15,000.00	18,000.00	20,000.00
	归母净利润	29220.75	36665.05	43754.33	50909.30
	净利润增速	6.79%	25.48%	19.34%	16.35%
	EPS	0.55	0.69	0.83	0.96
海外业务	主营收入	98,751	158,002	181,702	199,872
	归母净利润	-4154.12	-5039.63	-936.25	8149.69
	EPS	-0.08	-0.10	-0.02	0.15
合计	主营收入	531,240.86	687,046.44	805,639.82	918,176.03
	归母净利润	25066.63	31625.42	42818.08	59058.99
	净利润增速	-12%	26%	35%	38%
	EPS	0.47	0.59	0.81	1.11

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 11 公司未来三年盈利预测（百万元）

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5600	7170	8356	9482
营业成本	4537	5837	6715	7476
营业税金及附加	24	31	36	40
营业费用	196	258	301	341
管理费用	507	649	757	859
财务费用	7	6	5	3
资产减值损失	113	82	92	89
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	112	150	180	200
营业利润	328	458	630	874
营业外收入	47	30	15	23
营业外支出	9	8	7	8
利润总额	367	480	638	888
所得税	54	71	94	131
净利润	313	410	544	758
少数股东损益	62	93	116	167
归属于母公司净利润	251	316	428	591
EBITDA	598	652	849	1101
EPS（元）	0.47	0.60	0.81	1.11

资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2952	3657	4035	4502	营业收入	5600	7170	8356	9482
现金	1034	1059	1051	1160	营业成本	4537	5837	6715	7476
应收账款	821	888	1056	1223	营业税金及附加	24	31	36	40
其它应收款	23	29	34	38	营业费用	196	258	301	341
预付账款	84	149	155	179	管理费用	507	649	757	859
存货	834	1196	1356	1499	财务费用	7	6	5	3
其他	156	336	383	403	资产减值损失	113	82	92	89
非流动资产	2280	2250	2270	2058	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	695	670	676	677	投资净收益	112	150	180	200
固定资产	1102	1196	1260	1159	营业利润	328	458	630	874
无形资产	190	196	202	208	营业外收入	47	30	15	23
其他	292	187	132	14	营业外支出	9	8	7	8
资产总计	5232	5907	6305	6560	利润总额	367	480	638	888
流动负债	2055	2362	2737	2769	所得税	54	71	94	131
短期借款	609	486	611	422	净利润	313	410	544	758
应付账款	932	1291	1494	1680	少数股东损益	62	93	116	167
其他	515	585	632	668	归属母公司净利润	251	316	428	591
非流动负债	96	83	91	87	EBITDA	598	652	849	1101
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.60	0.81	1.11
其他	96	83	91	87					
负债合计	2152	2445	2828	2856					
少数股东权益	415	508	624	791	主要财务比率				
股本	530	530	530	530	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	663	663	663	663	成长能力				
留存收益	1476	1766	1664	1724	营业收入	51.1%	28.1%	16.5%	13.5%
归属母公司股东权益	2666	2954	2853	2913	营业利润	-20.7%	39.5%	37.6%	38.6%
负债和股东权益	5232	5907	6305	6560	归属于母公司净利润	-12.2%	26.2%	35.4%	37.9%
					获利能力				
					毛利率	19.0%	18.6%	19.6%	21.2%
					净利率	4.5%	4.4%	5.1%	6.2%
					ROE	9.4%	10.7%	15.0%	20.3%
					ROIC	14.5%	17.9%	23.8%	34.8%
					偿债能力				
					资产负债率	41.1%	41.4%	44.9%	43.5%
					净负债比率	28.31	19.98%	21.62	14.79%
					流动比率	1.44	1.55	1.47	1.63
					速动比率	1.01	1.02	0.95	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	1.16	1.29	1.37	1.47
					应收账款周转率	9	8	8	8
					应付账款周转率	5.43	5.25	4.82	4.71
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.60	0.81	1.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.48	0.97	1.32
					每股净资产(最新摊薄)	5.03	5.57	5.38	5.50
					估值比率				
					P/E	17.42	13.81	10.20	7.40
					P/B	1.64	1.48	1.53	1.50
					EV/EBITDA	6	6	4	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
- 中性:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在 $\pm 10\%$ 以内
- 回避:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

邢卫军,中投证券研究所汽车行业分析师,2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位,2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434