

宁波华翔 (002048.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

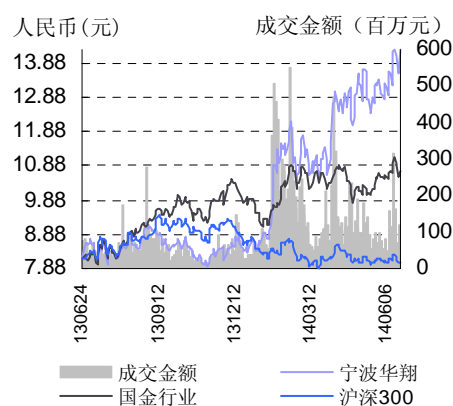
市价(人民币): 14.16元

## 外延并购持续推动转型升级

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	459.64
总市值(百万元)	7,553.17
年内股价最高最低(元)	14.26/7.97
沪深300指数	2134.11
中小板综指	6198.02



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.473	0.647	0.924	1.222	1.565
每股净资产(元)	5.03	6.42	7.26	8.36	9.79
每股经营性现金流(元)	0.31	1.41	1.58	2.00	2.41
市盈率(倍)	29.94	21.89	15.32	11.59	9.05
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	15.90	15.90	15.90
净利润增长率(%)	-11.79%	36.91%	42.76%	32.25%	28.02%
净资产收益率(%)	9.40%	10.09%	12.74%	14.62%	15.98%
总股本(百万股)	530.05	530.05	530.05	530.05	530.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司是国内汽车饰件领先企业, 汽车电子业务已崭露头角:** 公司主营汽车内外饰件、金属件、电子元器件等, 主要客户包括大众、宝马、通用、丰田等。2012-2013年, 公司先后收购了德国内饰件公司 Sellner 的核心资产和 HIB 公司, 由此切入了宝马、奔驰等高端整车品牌的全球供应体系。2012年, 公司参股德国 Helbako, 并与其在国内成立合资公司, 从而成功跨入了汽车电子领域。公司目前业绩主要来源于内外饰件(约60%), 电子元器件毛利占比约11%。
- **海外并购提升综合竞争力, 饰件业务有望维持较快增长:** 公司饰件业务具有突出的客户资源优势, 南北大众是最大客户。近年, 公司通过并购切入宝马等高端品牌供应链, 内饰件已具备全球性竞争优势。随着海外市场改善、商誉减值摊销完毕, 公司海外业务今年有望大幅减亏。而且, 海外并购有助公司打开大众系以外合资品牌市场, 长期成长空间更为广阔。
- **汽车电子是公司未来发展重点, 有望迎来快速增长:** 公司此前已有电子元器件业务(主要是油路保护器)。2012年, 公司与德国 HELBAKO 成立了合资公司(70%), 由此正式跨入了汽车电子行业。公司今年将正式投产汽车电子业务, 初期产品主要为油路控制模块。目前, 公司电子元器件(含传统电子配件和汽车电子)收入约5亿元, 未来有望实现快速增长。
- **依托外延并购, 公司有望迎来持续跨越式发展:** 公司近年通过外延并购逐步实现了做大做强, 具有丰富的并购经验和外延扩张的基因。我们认为, 依托于公司的全球化发展战略、丰富的并购经验和充足的货币资金储备, 公司有望在未来进一步加快海外扩张步伐, 实现持续跨越式发展。
- **规模效应叠加管理改善, 盈利能力有望持续提升:** 我们认为, 受益于公司主营业务较快增长、规模效应提升盈利能力, 以及管理持续改善、经营效率持续提升等因素, 公司未来盈利能力有望稳中略有上升。

## 估值与投资建议

- 我们预测, 公司 14-16 年实现 EPS 分别为 0.92、1.22、1.57 元。我们认为, 公司具有优秀的外延式并购基因, 公司通过收购已经成为具备全球性领先优势的内饰件企业, 且已积极布局汽车电子、新材料等新兴领域。公司未来仍将通过海外并购积极实施全球化布局和转型升级, 未来成长空间将不可限量。公司当前估值对应 14 年仅约 15 倍 PE, 有较大提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)60230232  
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人  
(8621)61038313  
mindongxu@gjzq.com.cn

## 内容目录

宁波华翔：内饰件具备全球性竞争优势，汽车电子已崭露头角 .....	4
饰件及金属件：海外并购提升综合竞争力，有望维持较快增长 .....	6
内饰件具备全球性竞争优势，海外资产有望持续好转 .....	6
依托强势客户，金属件业务有望维持较快增长 .....	9
汽车电子：公司未来发展重点，有望迎来快速增长 .....	10
依托外延并购，公司有望迎来持续跨越式发展 .....	11
盈利能力有望继续改善 .....	12
盈利预测与投资建议 .....	13
盈利预测 .....	13
投资建议 .....	13
附录：三张报表预测摘要 .....	15

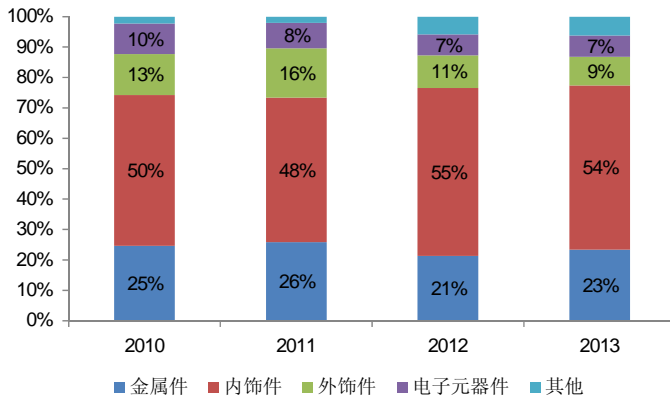
## 图表目录

图表 1: 公司分业务收入构成 .....	4
图表 2: 公司分业务毛利构成 .....	4
图表 3: 公司主要子公司及合资公司情况 (2013 年, 亿元) .....	5
图表 4: 公司近年营收及增速 (百万元) .....	5
图表 5: 公司近年净利润及增速 (百万元) .....	5
图表 6: 公司前五大客户收入构成 (2013) .....	6
图表 7: 公司近年内外饰件收入及增速 (百万元) .....	7
图表 8: 上海大众近年销量及增速 (万辆) .....	7
图表 9: 一汽大众近年销量及增速 (万辆) .....	7
图表 10: 全球木制内饰件市场份额图 (2013) .....	8
图表 11: 宁波特雷姆近年收入及增速 (亿元) .....	9
图表 12: 宁波特雷姆近年净利润及增速 (亿元) .....	9
图表 13: 华晨宝马近年销量及增速 (万辆) .....	9
图表 14: 公司近年金属件收入及增速 (百万元) .....	10
图表 15: 公司电子元器件收入及增速 (百万元) .....	11
图表 16: 公司近年毛利率和净利率 .....	12
图表 17: 汽车电子行业可比公司估值情况 (2014 年 6 月 11 日) .....	13
图表 18: 公司分业务收入及毛利预测 .....	14

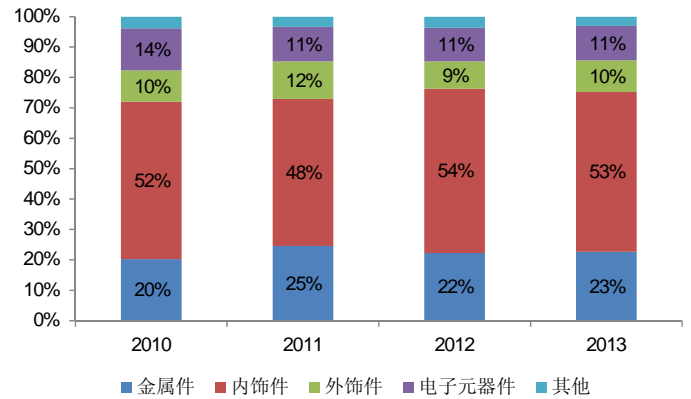
### 宁波华翔：内饰件具备全球性竞争优势，汽车电子已崭露头角

- 宁波华翔主要生产汽车内外饰件、金属冲压件、汽车电子部件等，主要应用于仪表盘总成、门内板总成、桃木和 IMD 饰条、中央通道总成、油门控制系统、电路控制模块等。公司主要客户包括大众、宝马、通用、丰田等主流整车厂。2012-2013 年，公司先后收购了德国内饰件公司 Sellner Holding 的核心资产和 HIB Trim 公司，由此切入了宝马、奔驰等高端整车品牌的全球供应体系。2012 年，公司参股德国汽车电子公司 Helbako GmbH，并与其在国内成立合资公司，从而成功跨入了汽车电子领域。
- 内外饰件业务是公司目前最主要的利润来源：公司目前业务主要是内外饰件、金属件和电子元器件三大业务。其中，内外饰件收入和毛利占比均约 60%，金属件占比约 23%。电子元器件（目前主要是电子配件）收入占比约 7%，毛利占比约 11%。

图表1：公司分业务收入构成



图表2：公司分业务毛利构成



来源：公司公告、国金证券研究所

- 宁波特雷姆、长春消声器和长春佛吉亚贡献了公司净利润的约 88%：从主要子公司及合资公司权益利润贡献度来看，饰件公司宁波特雷姆和金属件公司长春消声器、长春佛吉亚是最主要的利润来源。2013 年，宁波特雷姆总利润为 1.29 亿元，贡献权益利润占公司总体的 27%，两家金属件公司贡献权益净利润分别约 40%和 21%，三家公司合计权益利润占比达约 88%。另外，公司全资子公司德国华翔是公司进行海外投资的重要平台，此前收购了 Sellner 的核心资产和 HIB Group 公司，13 年亏损额约为 1 亿元。

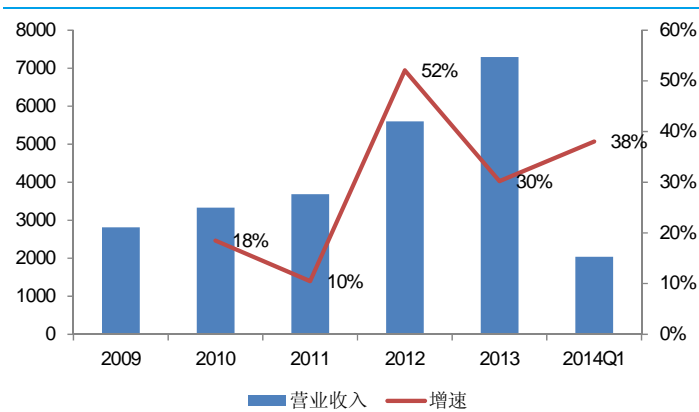
图表3: 公司主要子公司及合资公司情况 (2013年, 亿元)

业务分类	公司名称	持股比例	营业收入	净利润	权益利润占比	主营业务
饰件	宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	100.0%	7.29	1.29	27%	汽车内饰件, 零配件及组合仪表
	宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	50.0%	6.16	0.46	5%	汽车镜、加油小门、车门外手柄、汽车电器及汽车组合仪表
	宁波安通林华翔汽车零部件有限公司	50.0%	10.34	0.70	7%	汽车车门内饰门板, 车门模块系统
	宁波井上华翔汽车零部件有限公司	50.0%	9.08	0.58	6%	内外饰件, 组合仪表
	德国华翔汽车零部件系统公司	100.0%	1.32	-0.98	-21%	收购Sellner资产和HIB公司的平台, 主要从事投资、汽车胡桃木饰件的生产及销售
金属件	长春华翔轿车消声器有限责任公司	97.6%	16.63	1.97	40%	汽车消声器及管件系统, 汽车车身焊接件总成
	长春佛吉亚排气系统有限公司	49.0%	22.54	2.04	21%	汽车排气系统
电子元器件	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50.0%	5.47	0.68	7%	汽车组合仪表, 电器控制系统, 线路保护零件等
	Helbako GmbH	30.0%	5.85	0.09	1%	报警器、燃油泵控制模块、无钥匙进入系统、顶蓬控制系统
	上海华翔哈尔巴克	70.0%	0.02	-0.04	-1%	主要生产油路控制模块

来源: 公司公告、国金证券研究所

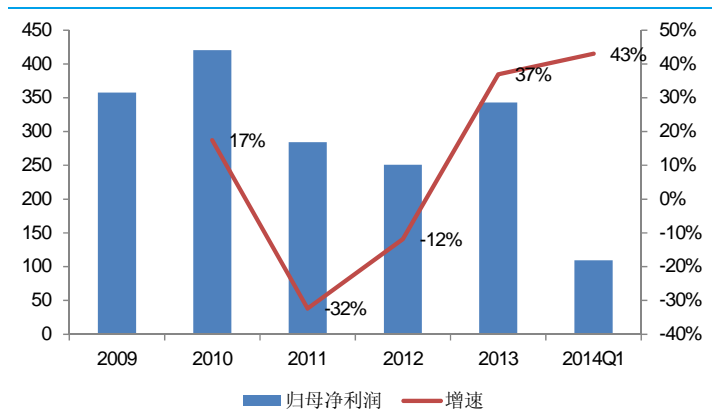
- 新客户加快拓展且海外并购进入收获期, 公司近两年业绩恢复快速增长:** 2009-2010年, 受益于国内汽车行业整体高景气和公司积极参与合资并购, 公司业绩实现较快增长; 2011-2012年, 主要由于会计估计变更、海外并购处于整合期增加较多费用和商誉减值等, 公司业绩出现了明显下滑。2013年, 公司恢复较快增长, 收入和净利润同比增长均达30%以上, 主要是两方面因素: 一是收购德国HIB公司实现并表, 二是配套客户南北大众、宝马等销量增长较快, 且新增客户福特、沃尔沃等贡献了较多增量。今年一季度, 公司延续高增长态势, 收入增长38%, 净利润增长达43%, 主要仍是受益于公司新拓展客户配套量的快速增长和公司经营效率改善、盈利能力提升, 此外, 德国子公司亏损减少也是重要因素。

图表4: 公司近年营收及增速 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表5: 公司近年净利润及增速 (百万元)



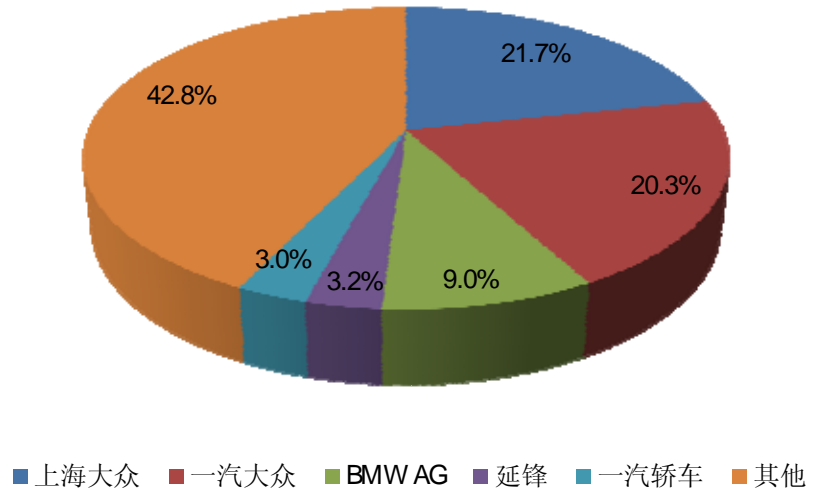
- 继续推进国际化整合战略, 积极向汽车电子和新材料两大领域转型:** 目前公司已完成并购德国、美国、捷克等多家海外零部件厂商, 经过多次并购后, 公司的海外并购经验日趋丰富, 公司的综合实力也得以持续提升。公司未来仍将以并购作为实施全球化布局, 逐渐向汽车电子、新材料等新兴产业转型的重要手段, 使公司真正成为具有核心技术和国际化领先优势的汽车零部件企业。公司目标在未来5年内, 实现轻量化、智能化产品占公司收入比重达到50%左右, 汽车电子业务收入占比力争达到20%-30%。

## 饰件及金属件：海外并购提升综合竞争力，有望维持较快增长

### 内饰件具备全球性竞争优势，海外资产有望持续好转

- **公司饰件业务具有突出的客户资源优势，南北大众是最大客户：**饰件是公司目前收入占比最大的业务，旗下主要公司有宁波特雷姆、宁波胜维德赫、宁波安通林、宁波井上等。公司饰件业务主要客户包括上海大众、一汽大众、上海通用、一汽丰田、东风日产等主流合资品牌，且公司与主流合资品牌均已建立了长期稳定的合作关系。
- 2013年，公司前五大客户中，上海大众收入占比约为22%，一汽大众约占20%，南北大众合计占公司收入的42%左右，是公司最大的收入来源。BMW是公司的第三大客户，主要是通过海外收购实现了对全球整车品牌的配套。

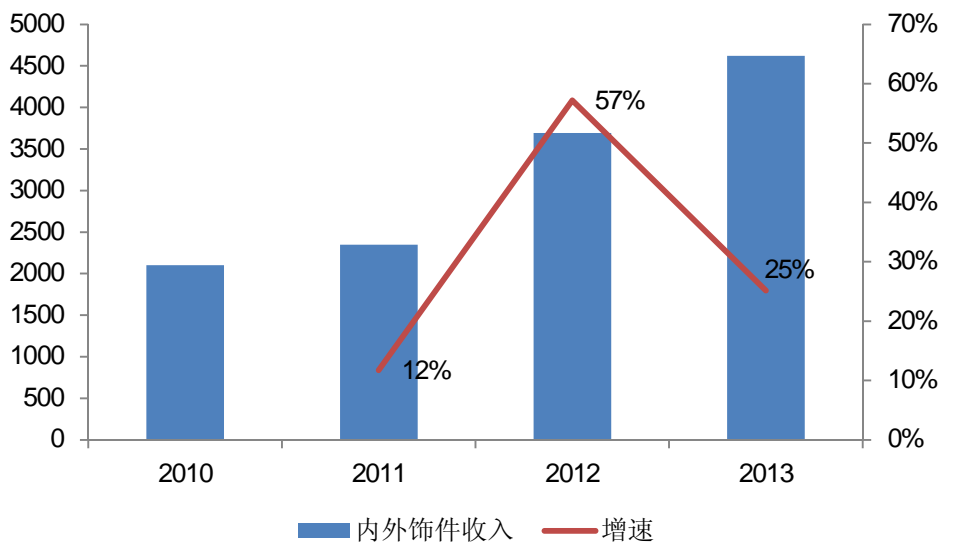
图表6：公司前五大客户收入构成（2013）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司近年传统饰件业务收入增长均较快：**2011年，公司内外饰件收入增速为13%，12-13年收入增速分别达57%和25%，三年内复合增速达30%。这一方面受益于收购德国Sellner Holding核心资产和HIB Trim公司后获得的并表收入，另一方面则是国内主要客户南北大众等增长均较为稳健。

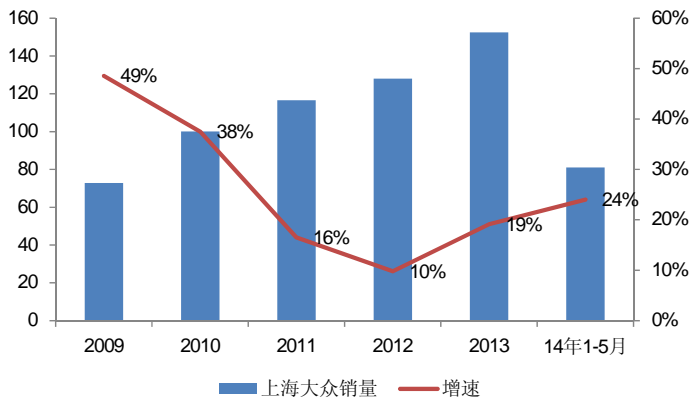
图表7: 公司近年内外饰件收入及增速 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

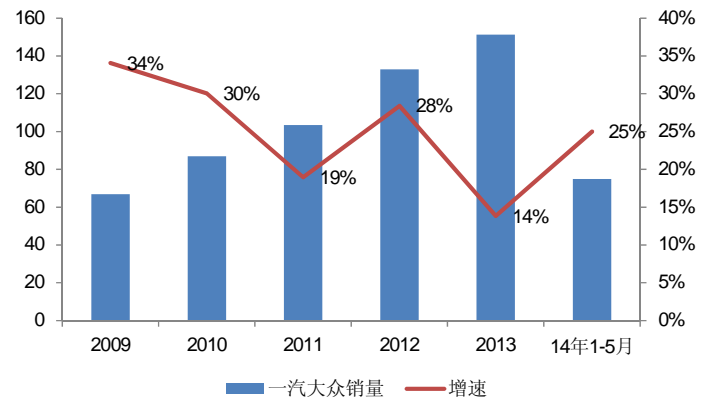
- **依托南北大众, 传统饰件业务有望持续较快增长:** 近年来, 以大众为代表的德系品牌在国内表现较为强势, 南北大众销量均维持快速增长。今年 1-5 月, 上海大众和一汽大众销量增速分别达 24% 和 25%, 大幅超过狭义乘用车行业 15% 左右的增速。依托于最大客户南北大众, 公司传统饰件业务维持较快增长具有可靠保障。

图表8: 上海大众近年销量及增速 (万辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

图表9: 一汽大众近年销量及增速 (万辆)

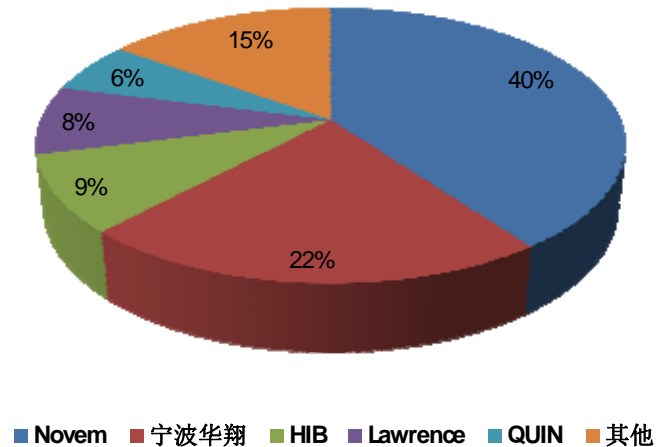


- **通过并购切入宝马等高端品牌供应链, 内饰件具备全球性竞争优势:** 2012 年, 公司收购了在木制内饰件领域具备较强竞争力的德国 Sellner Holding 的核心资产和业务; 2013 年, 公司又全资收购了同样具有全球领先地位的 HIB Trim 公司。通过海外并购, 公司成功切入了宝马、奔驰等高端品牌的全球供应体系。目前, 公司木制饰件业务已完成国内外布局, 并主要依托 HIB 的平台, 国内市场占有率达到 50% (其他主要为进口), 主要客户为宝马、奥迪。
- **Sellner Holding 是高档轿车内饰件和功能件方面的行业领先者,** 特别是天然桃木高档轿车内饰件产品, 主要配套宝马、奔驰、奥迪、通用、福特等品牌。2010 年, Sellner Holding 在全球木制内饰件市场占据约 23% 的份额。2013 年, 公司收购了 Sellner Holding 的核心资产

和业务。同时，公司还收购了 Sellner Holding 的全资子公司美国 Sellner Corporation 及其重要供应商捷克 Wech CHEB 公司。

- HIB Group 同样以高档轿车内饰件业务为主，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，其木制内饰件为该领域目前全球第三大供应商，市场份额约为 10%。HIB 配套客户包括宝马、奔驰、保时捷、奥迪和大众等，在德国拥有研发中心。收购 HIB 后，公司在全球木制内饰件市场中的份额将达到 30% 左右，综合竞争力得到进一步提升。

图表10: 全球木制内饰件市场份额图 (2013)



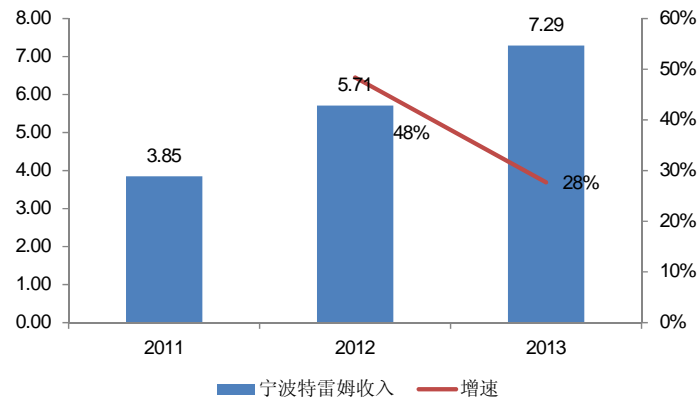
来源：公司公告、国金证券研究所

- **经营改善叠加商誉减值摊销完毕，海外饰件资产今年有望大幅减亏：**公司收购的 Sellner Holding 核心资产和 HIB 公司此前亏损较大，且又有商誉减值的影响，对公司业绩拖累较大。今年以来，海外资产亏损额已有所减少，且根据欧洲汽车市场整体恢复情况和公司整合情况，我们预计，公司海外饰件类资产 14 年有望大幅减亏（可能略有亏损），15 年则有望实现盈利。
  - 2012 年，受收购费用和商誉减值等影响，公司海外资产亏损约 4000 多万元。2013 年，公司海外业务相关的亏损达到 1.2 亿元左右，其中经营亏损约 4000 万元，计提商誉差值等 7000 多万元。
  - 公司 2011 年收购德国 SELLNER 的资产时，根据会计准则，应计提商誉减值约 4200 万元。另外，公司 2013 年收购德国 HIB 公司时，应计提全部商誉减值约 5300 万元。经过两年的摊销，目前账面价值已经摊销结束，今后将不再有商誉的减值。
- **海外并购助公司打开大众系以外合资品牌市场，长期成长空间更为广阔：**公司通过海外并购，进入了宝马、奔驰、通用、福特等品牌的内饰件全球供应体系，并通过海外配套渠道成功切入国内合资品牌如华晨宝马、一汽奥迪等供应链。依赖于对华晨宝马的配套，公司桃木饰件收入增长迅速。此外，公司内饰件业务还将进一步拓展长安福特、北京奔驰、上海通用等其他合资品牌厂商，其中，长安福特和北京奔驰明年均有望贡献较多增量，长期成长空间则更为广阔。
  - 宁波特雷姆是公司重要的子公司之一（占公司 13 年净利润的约 38%），主营汽车复合内饰件，配套客户为南北大众、华晨宝马等，配套车型以中高端品牌为主。公司收购 Sellner 后，子公司宁波特雷姆为华晨宝马供货力度明显提升。2012-13 年，特雷姆收入分别增长 48%、28%，净利润连续两年翻番增长，华晨宝马贡献了绝大多数增

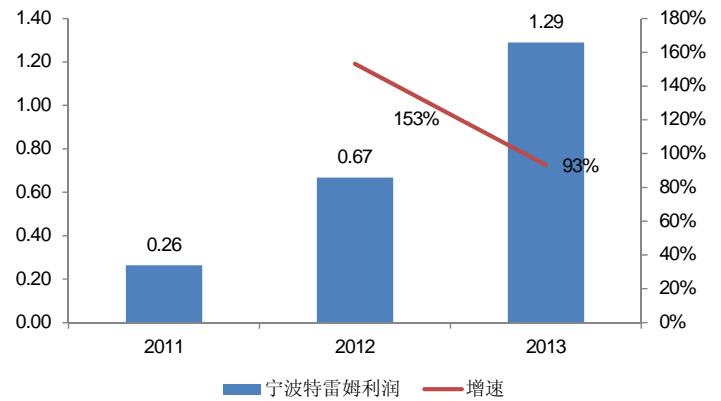


量。依托于对华晨宝马、长安福特、北京奔驰等大众系以外合资品牌的配套，宁波特雷姆未来有望持续高增长。

图表11: 宁波特雷姆近年收入及增速 (亿元)

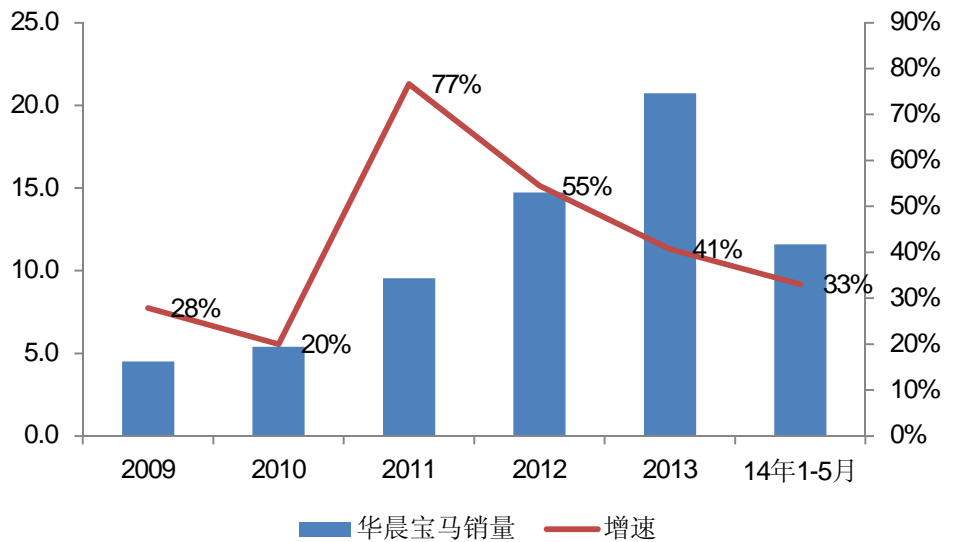


图表12: 宁波特雷姆近年净利润及增速 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表13: 华晨宝马近年销量及增速 (万辆)

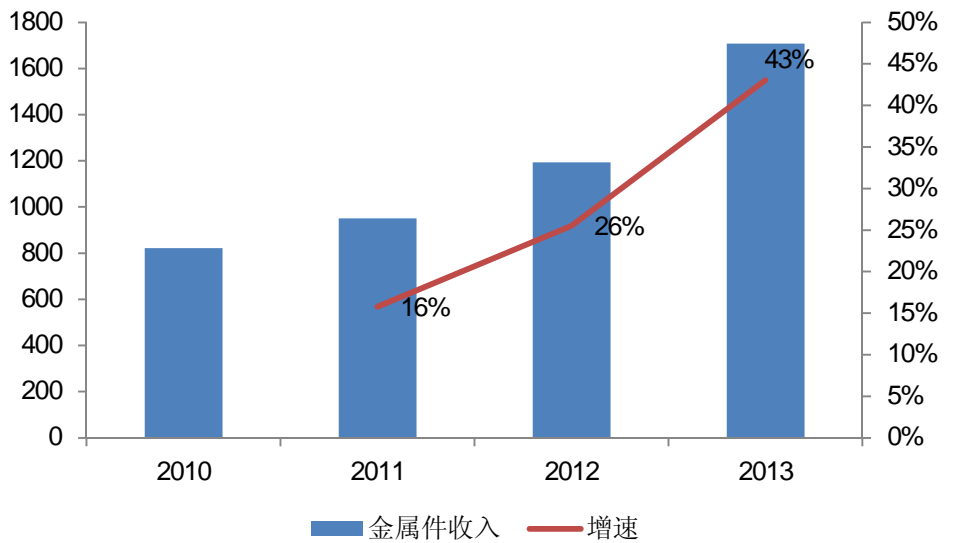


来源: CAAM、国金证券研究所

### 依托强势客户，金属件业务有望维持较快增长

- **公司金属件业务具备传统竞争优势:** 公司金属件业务主要依托于旗下长春消声器 (97.6%) 和长春佛吉亚 (49.0%) 这两家公司，目前主要为一汽大众、华晨宝马和一汽轿车配套，且与主要整车客户均已建立了长期稳定的合作关系。目前，公司金属件业务主要生产基地在长春，背靠一汽大众的长春工厂和华晨宝马的沈阳工厂；此外，公司在成都、佛山的生产基地也已经投产，主要为一汽大众的成都工厂和佛山工厂进行配套。
- **依托于大众、宝马等强势客户，金属件有望维持较快增长:** 与饰件业务情况较为一致，近年公司金属件业务收入增长总体较为快速，2010-2013 年复合增速约为 28%，主要也是依赖于核心客户一汽大众、华晨宝马的较快增长。我们认为，金属件是公司的传统优势业务，依托于一汽大众和华晨宝马等具有稳固配套关系的强势客户，未来几年仍有望实现较快增长。

图表14: 公司近年金属件收入及增速 (百万元)

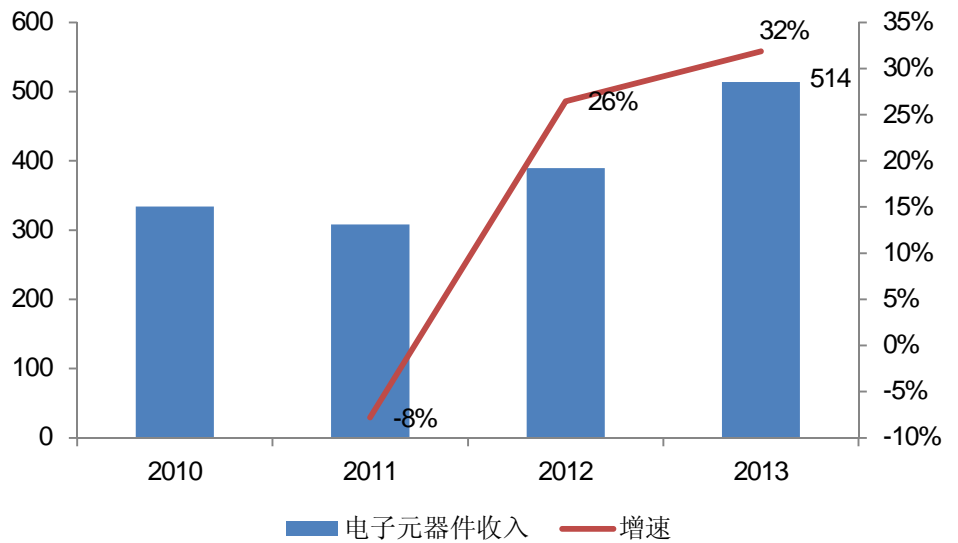


来源: 公司公告、国金证券研究所

### 汽车电子: 公司未来发展重点, 有望迎来快速增长

- **公司在电子元器件领域已有长足积累:** 公司的汽车电子业务, 目前是指线路保护系统的相关附件 (并非真正意义上的汽车电子), 主要依托于合资公司宁波诗兰姆。宁波诗兰姆是德国诗兰姆公司和宁波华翔于 2001 年成立的合资公司 (50:50), 主要生产各类电子配件 (油路保护器、线路保护器等)。德国诗兰姆是全球汽车线路保护器的龙头, 尤其在商用车机械电子件方面具有全球领先的竞争优势。宁波诗兰姆主要通过二次配套向主机厂进行供货, 客户包括上海大众、一汽大众、上海通用、神龙、本田、丰田等主流整车厂。
- **通过外延式并购和合资合作, 公司成功跨入汽车电子领域:** 2012 年, 公司参股德国实力较强的汽车电子公司 HELBAKO GmbH 30% 的股权, 并与 HELBAKO 在中国成立合资公司上海华翔哈尔巴克汽车电子公司 (公司占股 70%), 这标志着公司正式跨入了汽车电子行业。公司今年将正式投产汽车电子业务, 初期的主要产品是油路控制模块。
  - 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, 拥有员工 240 多人, 其中 60 多人为研发人员。2013 年, HELBAKO 收入规模约为 5.8 亿元, 净利润接近 1000 万元。
  - 上海哈尔巴克未来将主要负责 HELBAKO 的亚太区业务, 目前主要生产油路控制模块, 未来还将生产电路控制系统, 预计今年年底能批量供货, 明年将逐渐上量, 初期配套客户主要是大众、宝马。
- **电子元器件业务近年增长快速:** 公司于 2012 年确立了积极发展汽车电子业务的战略目标后, 电子元器件业务也步入了快速增长的轨道。2012-2013 年, 电子元器件收入增速分别达 26% 和 32%。目前, 公司电子元器件收入规模约 5.1 亿元, 约占公司总收入的 7%。

图表15: 公司电子元器件收入及增速 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **汽车电子是公司未来发展重点, 有望迎来快速增长:** 公司未来将把汽车电子业务作为重点发展的方向之一, 汽车电子在公司收入中的占比有望不断提升。更长远来看, 公司汽车电子业务将向核心控制模块和整车电子管理系统等集成产品方向发展, 主要发展路径可能仍将是外延式并购。我们认为, 通过内生增长和外延式并购, 汽车电子将成为公司未来增长最快的业务, 预计未来几年电子元器件 (含传统电子配件和汽车电子) 收入增速将维持在 25%-30% 左右。

### 依托外延并购, 公司有望迎来持续跨越式发展

- **公司通过外延并购逐步实现做大做强:** 公司于 2001 年成立时, 主要从事的是汽车塑料饰件业务, 2005 年在中小板上市后, 通过外延式并购实现了快速发展。2005 年 12 月, 公司收购长春消声器厂并对其进行了重组, 由此进入金属件领域。2012-2013 年, 公司分别收购 Sellner Holding 的核心资产和业务及 HIB Group 公司, 成功切入宝马、奔驰等高端品牌供应链。2013 年, 公司参股德国 HELBAKO GmbH 30% 的股权, 并与其成立了合资公司上海哈尔巴克, 由此跨入了方兴未艾的汽车电子行业。

图表16: 公司通过外延并购实现做大做强的路径



来源: 公司资料、国金证券研究所整理

- **坚持国际化战略和外延式并购发展道路，未来有望实现持续跨越式发展：**目前公司已完成并购德国、美国、捷克等多家海外零部件制造商，经过多次并购后，公司的海外并购经验日趋丰富。公司未来将坚持国际化战略和外延式并购发展道路，而且，公司充足的货币资金储备也将使公司具备持续进行海外收购的能力。我们认为，依托于公司的全球化发展战略、丰富的并购经验和充足的货币资金储备，公司有望在未来进一步加快海外扩张步伐，实现持续跨越式发展。
- 公司在 2013 年年报中披露：“并购仍将是宁波华翔完成全球化布局，促进向汽车电子等产业转型的重要手段，我们将继续积极关注全球汽车零部件行业的并购机会，特别是汽车电子、新材料、新技术方面的企业”。
- 公司货币资金充足，2010 年以来，货币资金余额维持在 10 亿元以上，今年一季度，货币资金余额约为 9 亿元。另需说明的是，公司持有富奥股份约 1.8 亿股（市值约 11 亿元）今年将解禁。充足的资金储备将成为公司实施兼并收购的可靠保障。

图表17：公司近年货币资金余额（百万元）

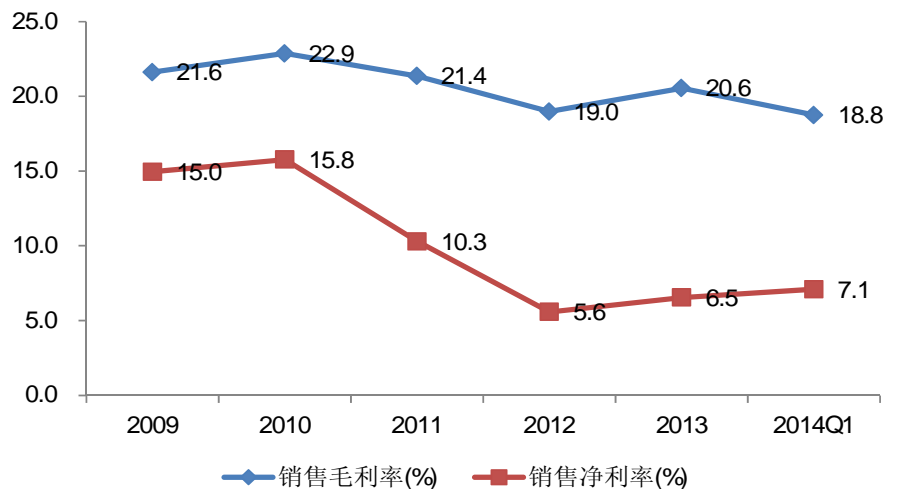
	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1
货币资金	540.28	1,295.53	1,105.63	1,033.83	1,183.55	885.65

来源：公司公告、国金证券研究所

### 盈利能力有望继续改善

- **公司此前受收购整合影响盈利能力下降较大：**2010-2012 年，公司盈利能力大幅下降，主要是公司收购海外资产后增加较多费用、降低了整体利润率；此外，原材料和人工成本的增加对公司毛利率也造成了一定影响。
- **13 年以来公司盈利能力持续改善：**2013 年，公司净利率为 6.5%，相比 2012 年提升 0.9 个百分点；14 年一季度，净利率进一步提升至 7.1%。我们分析，公司近两年净利率持续提升的因素主要有三方面：1、公司主营业务收入增长较快、规模效应提升盈利能力；2、公司管理持续改善，主要体现在公司近年推行的“精益化”生产，在采购、物流、生产节拍、质量管理等诸多方面均进行了改进，公司经营效率得以提升；3、公司近年加大了自动化设备的装备，使公司人工成本得到有效控制。我们认为，未来这三方面因素仍将持续，公司未来盈利能力有望稳中略有上升。

图表18：公司近年毛利率和净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 我们预测，公司 14-16 年实现收入分别为 90.27、107.51、126.29 亿元，同比分别增长 23.8%、19.1%、17.5%；实现归母净利润分别为 4.90、6.48、8.29 亿元，同比分别增长 42.8%、32.3%、28.0%，对应 EPS 分别为 0.92、1.22、1.57 元。
- 核心假设如下：
  - **饰件业务：**内饰件在南北大众、宝马及新增客户福特、沃尔沃的带动下，有望持续较快增长，预计 14-16 年收入增速分别为 25%、20%、18%；外饰件非公司未来发展重点，预计增速低于内饰件，预测 14-16 年收入增速分别为 15%、12%、10%。
  - **金属件业务：**金属件业务主要依托一汽大众和华晨宝马，也有望维持较快增长。预计 14-16 年收入增速分别为 25%、20%、18%。
  - **电子元器件（含传统电子器件和汽车电子）：**汽车电子是公司未来发展重点，有望持续快速增长，预计电子元器件 14-16 年收入增速分别为 30%、25%和 25%。
  - **公司整体盈利能力有望稳中有升：**随着公司主营业务实现较快增长、规模效益提升盈利能力，且毛利更高的电子元器件占比提升、结构改善，预计 14-16 年综合毛利率分别为 20.78%、21.10 和 21.32%。

### 投资建议

- 我们认为，公司具有优秀的外延式并购基因，公司通过收购已经成为具备全球性领先优势的内饰件企业，且已积极布局汽车电子、新材料等新兴领域。公司未来仍将通过海外并购积极实施全球化布局和转型升级，依托于此，公司未来成长空间将不可限量。作为未来三年业绩高增长均较为确定的零部件企业，公司当前估值对应 14 年仅约 15 倍 PE，有较大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表19：汽车电子行业可比公司估值情况（2014年6月23日）

	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
600699.SH 均胜电子	25.92	164.89	0.47	0.65	0.87	55.15	40.17	29.95
002055.SZ 德润电子	9.05	291.00	0.30	0.43	0.58	30.27	21.13	15.50
002214.SZ 大立科技	17.93	141.00	0.17	0.36	0.58	105.47	49.56	30.69
600081.SH 东风科技	13.77	33.79	0.55	0.93	0.95	25.23	14.75	14.51
均值						53.66	28.48	20.23

来源：Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- **欧洲汽车市场改善不达预期：**公司海外业务的复苏较大程度上依赖于欧洲汽车市场的改善，若欧洲汽车市场再度陷入低迷，公司海外业务改善很可能将不达预期。
- **公司内部整合不达预期：**公司近年通过内部整合（包括对海外业务）持续改善管理水平和经营效率，若公司内部整合不达预期，公司盈利能力可能将受到影响。

- **公司对外扩张进展缓慢：**公司未来发展的最大看点在于通过外延式并购加快推进全球化布局和转型升级，若公司对外扩张进展低于预期，对公司业绩增长和估值提升均将造成较大的不利影响。

图表20：公司分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>金属件</b>					
销售收入（百万元）	1,193.89	1,707.69	2,134.61	2,561.54	3,022.61
增长率（YOY）	25.51%	43.04%	25.00%	20.00%	18.00%
毛利率	19.82%	19.89%	20.00%	20.05%	20.10%
销售成本（百万元）	957.21	1,368.10	1,707.69	2,047.95	2,415.07
增长率（YOY）	26.27%	42.93%	24.82%	19.93%	17.93%
毛利（百万元）	236.68	339.59	426.92	513.59	607.54
增长率（YOY）	22.53%	43.48%	25.72%	20.30%	18.29%
<b>内饰件</b>					
销售收入（百万元）	3,093.26	3,936.73	4,920.92	5,905.10	6,968.02
增长率（YOY）	76.55%	27.27%	25.00%	20.00%	18.00%
毛利率	18.57%	20.00%	20.50%	20.80%	21.00%
销售成本（百万元）	2,518.84	3,149.22	3,912.13	4,676.84	5,504.73
增长率（YOY）	83.61%	25.03%	24.23%	19.55%	17.70%
毛利（百万元）	574.42	787.51	1,008.79	1,228.26	1,463.28
增长率（YOY）	51.07%	37.10%	28.10%	21.76%	19.13%
<b>外饰件</b>					
销售收入（百万元）	597.47	682.48	784.85	879.04	966.94
增长率（YOY）	0.31%	14.23%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	15.95%	22.81%	21.00%	21.50%	21.50%
销售成本（百万元）	502.17	526.82	620.03	690.04	759.05
增长率（YOY）	0.74%	4.91%	17.69%	11.29%	10.00%
毛利（百万元）	95.29	155.66	164.82	188.99	207.89
增长率（YOY）	-1.88%	63.35%	5.88%	14.67%	10.00%
<b>电子元器件</b>					
销售收入（百万元）	389.64	513.84	668.00	835.00	1,043.75
增长率（YOY）	26.47%	31.88%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	30.20%	33.21%	33.50%	33.60%	33.60%
销售成本（百万元）	271.95	343.18	444.22	554.44	693.05
增长率（YOY）	24.76%	26.19%	29.44%	24.81%	25.00%
毛利（百万元）	117.68	170.66	223.78	280.56	350.70
增长率（YOY）	30.59%	45.02%	31.12%	25.37%	25.00%
销售总收入（百万元）	5599.70	7291.83	9027.12	10751.28	12628.99
销售总成本（百万元）	4536.70	5793.20	7150.94	8482.82	9936.80
毛利（百万元）	1063.00	1498.63	1876.18	2268.46	2692.19
平均毛利率	18.98%	20.55%	20.78%	21.10%	21.32%

来源：公司公告、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	6
增持	0	1	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.33	1.30	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD