

宁波华翔 (002048.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

业绩大幅超预期, 强烈建议买入!

事件

- 公司上调上半年业绩预告, 预计 14 年上半年实现归母净利润 2.85-3.35 亿元, 同比增长 70%-100% (一季报时预计中报同比增长 40%-70%)。

评论

- 上半年业绩大幅超预期, 新订单快速放量、德国子公司扭亏为盈是主因: 公司上半年业绩预告增长从 40%-70%调整至 70%-100%, 大幅超出预期。公司披露, 业绩大幅超预期的主因有三方面: 一是公司新拓展客户如福特、沃尔沃、通用新订单的快速放量; 二是德国子公司上半年扭亏为盈 (去年同期亏损较多); 三是公司近年推行的“精益化生产”、“机械臂”等自动化设备大量装备, 使公司运营效率得以提升。
- 新客户订单放量带来饰件业务的高增长, 长期成长空间则更为广阔: 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, 公司内饰件通过并购切入了宝马、奔驰等高端品牌供应链, 已具备全球性竞争优势。而且, 通过海外配套渠道, 公司已成功切入了国内大众系以外其他合资品牌如福特、沃尔沃、通用等市场。依托于新增配套客户订单的快速放量, 公司今年上半年业绩得以实现高增长。长期来看, 公司成长空间也将更为广阔。
- 汽车电子是公司未来发展重点, 有望迎来快速增长: 2012 年, 公司参股德国实力较强的汽车电子公司 HELBAKO 30%的股权, 并与 HELBAKO 在国内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, 初期产品主要为油路控制模块, 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。2013 年, 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, 占公司总收入约 7%, 公司目标未来 5 年内, 汽车电子业务收入占比达到 20%-30%。
- 公司具有丰富的并购经验和外延扩张基因, 未来仍有望通过并购实现持续跨越式发展: 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。
- 全年有望延续高增长态势, 上调公司盈利预测: 考虑到公司上半年业绩将大幅增长 70%-100%, 全年来看, 公司无论国内或海外业务, 均有望延续上半年良好态势。因此, 我们上调公司收入和盈利预测, 预计公司 14-16 年实现收入分别为 93.70、111.18 和 129.87 亿元, 实现归属母公司净利润分别为 5.94、7.61、9.35 亿元, 同比分别增长 73.1%、28.2%和 22.8%, 对应 EPS 分别为 1.12、1.44、1.76 元。

投资建议

- 我们认为, 公司是目前最具投资价值的优质零部件公司之一。公司汽车电子业务已经崭露头角, 未来有望快速发展。而且, 公司具有突出的并购基因, 未来仍有望通过对外扩张实现持续转型升级。公司当前估值对应 14 年约 13 倍 PE, 有较大提升空间, 我们维持公司“买入”评级, 上调公司目标价至 23 元, 对应 14 年 20 倍 PE, 继续强烈建议买入!

图表1: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
金属件					
销售收入 (百万元)	1,193.89	1,707.69	2,049.23	2,418.09	2,780.80
增长率 (YOY)	25.51%	43.04%	20.00%	18.00%	15.00%
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	1,639.38	1,933.26	2,221.86
增长率 (YOY)	26.27%	42.93%	19.83%	17.93%	14.93%
毛利 (百万元)	236.68	339.59	409.85	484.83	558.94
增长率 (YOY)	22.53%	43.48%	20.69%	18.30%	15.29%
内饰件					
销售收入 (百万元)	3,093.26	3,936.73	5,314.59	6,377.51	7,525.46
增长率 (YOY)	76.55%	27.27%	35.00%	20.00%	18.00%
毛利率	18.57%	20.00%	20.70%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	2,518.84	3,149.22	4,214.47	5,038.23	5,945.11
增长率 (YOY)	83.61%	25.03%	33.83%	19.55%	18.00%
毛利 (百万元)	574.42	787.51	1,100.12	1,339.28	1,580.35
增长率 (YOY)	51.07%	37.10%	39.70%	21.74%	18.00%
外饰件					
销售收入 (百万元)	597.47	682.48	818.98	917.26	1,008.98
增长率 (YOY)	0.31%	14.23%	20.00%	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	646.99	720.05	792.05
增长率 (YOY)	0.74%	4.91%	22.81%	11.29%	10.00%
毛利 (百万元)	95.29	155.66	171.99	197.21	216.93
增长率 (YOY)	-1.88%	63.35%	10.49%	14.67%	10.00%
电子元器件					
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	9369.53	11118.46	12986.66
销售总成本 (百万元)	4536.70	5793.20	7411.93	8759.53	10216.98
毛利 (百万元)	1063.00	1498.63	1957.60	2358.93	2769.68
平均毛利率	18.98%	20.55%	20.89%	21.22%	21.33%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	3,682	5,600	7,292	9,370	11,118	12,987	货币资金	1,106	1,034	1,184	2,000	3,100	4,200
增长率		52.1%	30.2%	28.5%	18.7%	16.8%	应收款项	656	981	1,372	1,554	1,836	2,145
主营业务成本	-2,896	-4,537	-5,793	-7,412	-8,760	-10,217	存货	664	834	1,051	1,095	1,287	1,501
%销售收入	78.6%	81.0%	79.4%	79.1%	78.8%	78.7%	其他流动资产	119	104	147	235	274	315
毛利	787	1,063	1,499	1,958	2,359	2,770	流动资产	2,544	2,952	3,753	4,884	6,497	8,161
%销售收入	21.4%	19.0%	20.6%	20.9%	21.2%	21.3%	%总资产	58.2%	56.4%	53.1%	59.7%	66.1%	70.5%
营业税金及附加	-17	-24	-31	-40	-48	-56	长期投资	659	708	1,303	1,223	1,133	1,053
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	892	1,234	1,576	1,613	1,710	1,857
营业费用	-137	-196	-230	-290	-339	-390	%总资产	20.4%	23.6%	22.3%	19.7%	17.4%	16.0%
%销售收入	3.7%	3.5%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	无形资产	261	282	330	336	359	377
管理费用	-335	-507	-655	-829	-978	-1,136	非流动资产	1,828	2,280	3,318	3,292	3,326	3,416
%销售收入	9.1%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.8%	%总资产	41.8%	43.6%	46.9%	40.3%	33.9%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	298	336	582	798	994	1,188	资产总计	4,372	5,232	7,071	8,175	9,823	11,578
%销售收入	8.1%	6.0%	8.0%	8.5%	8.9%	9.1%	短期借款	126	609	524	559	766	826
财务费用	4	-7	-21	-17	-13	-8	应付款项	1,029	1,226	1,766	1,982	2,343	2,733
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	其他流动负债	145	220	378	451	533	620
资产减值损失	-21	-113	-133	-128	-113	-92	流动负债	1,300	2,055	2,668	2,992	3,642	4,179
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	20	20	20	21
投资收益	131	112	118	285	339	392	其他长期负债	11	96	490	520	570	620
%税前利润	30.5%	30.6%	20.5%	29.6%	27.6%	26.2%	负债	1,311	2,152	3,178	3,532	4,232	4,820
营业利润	412	328	546	937	1,206	1,479	普通股股东权益	2,690	2,666	3,401	3,951	4,648	5,515
营业利润率	11.2%	5.9%	7.5%	10.0%	10.8%	11.4%	少数股东权益	372	415	493	693	943	1,243
营业外收支	19	38	30	25	20	18	负债股东权益合计	4,372	5,232	7,071	8,175	9,823	11,578
税前利润	431	367	576	962	1,226	1,497	比率分析						
利润率	11.7%	6.5%	7.9%	10.3%	11.0%	11.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-52	-54	-99	-168	-215	-262	每股指标						
所得税率	12.0%	14.7%	17.1%	17.5%	17.5%	17.5%	每股收益	0.514	0.473	0.647	1.121	1.436	1.764
净利润	379	313	477	794	1,011	1,235	每股净资产	4.862	5.030	6.416	7.453	8.770	10.404
少数股东损益	95	62	134	200	250	300	每股经营现金净流	0.561	0.307	1.413	1.609	2.079	2.484
归属于母公司的净利润	284	251	343	594	761	935	每股股利	0.150	0.160	0.080	0.100	0.120	0.130
净利率	7.7%	4.5%	4.7%	6.3%	6.8%	7.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.57%	9.40%	10.09%	15.04%	16.38%	16.96%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.50%	4.79%	4.85%	7.27%	7.75%	8.08%
净利润	379	313	477	794	1,011	1,235	投入资本收益率	8.22%	7.74%	10.44%	12.14%	12.43%	12.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	184	375	430	450	494	527	主营业务收入增长率	10.48%	52.07%	30.22%	28.49%	18.67%	16.80%
非经营收益	-123	-124	-110	-266	-299	-341	EBIT增长率	-19.34%	12.85%	73.11%	37.08%	24.56%	19.56%
营运资金变动	-130	-401	-48	-125	-104	-104	净利润增长率	-32.38%	-11.79%	36.91%	73.08%	28.18%	22.83%
经营活动现金净流	310	163	749	853	1,102	1,317	总资产增长率	8.09%	19.67%	35.14%	15.62%	20.16%	17.86%
资本开支	-378	-455	-423	-340	-480	-582	资产管理能力						
投资	-30	-175	-170	0	0	0	应收账款周转天数	36.4	38.1	50.0	50.0	50.0	50.0
其他	106	102	112	285	339	392	存货周转天数	77.4	60.2	59.4	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-302	-529	-481	-55	-141	-190	应付账款周转天数	84.5	67.1	72.6	70.0	70.0	70.0
股权募资	21	13	5	0	0	0	固定资产周转天数	82.0	71.9	68.1	50.6	40.9	33.5
债权募资	94	483	-51	47	237	91	偿债能力						
其他	-297	-286	-133	-28	-98	-117	净负债/股东权益	-31.99%	-13.79%	-16.42%	-30.61%	-41.39%	-49.62%
筹资活动现金净流	-181	210	-179	19	139	-26	EBIT利息保障倍数	-76.6	46.9	27.9	46.4	75.0	141.5
现金净流量	-173	-156	89	816	1,100	1,100	资产负债率	29.98%	41.13%	44.94%	43.20%	43.08%	41.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-06-24	买入	14.25	18.00 ~ 20.00

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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	北京	深圳
电话：(8621)-61038271	电话：010-6621 6979	电话：0755-83831378
传真：(8621)-61038200	传真：010-6621 6793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net