

宁波华翔 (002048.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

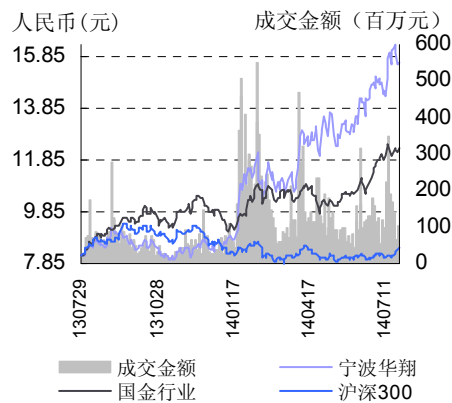
市价(人民币): 15.64元

国内外业务均持续改善, 汽车电子将加快发展

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) | 8,289.94 |
| 年内股价最高最低(元) | 16.34/7.97 |
| 沪深300指数 | 2260.45 |
| 中小板综指 | 6482.34 |



相关报告

1. 《业绩大幅超预期, 强烈建议买入! 》, 2014.7.15
2. 《汽车电子崭露头角, 外延扩张有望持续》, 2014.6.24

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

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

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 | 1.112 | 1.422 | 1.744 |
| 每股净资产(元) | 5.03 | 6.42 | 7.44 | 8.75 | 10.36 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.31 | 1.41 | 1.61 | 2.08 | 2.49 |
| 市盈率(倍) | 33.07 | 24.17 | 14.06 | 9.55 | 8.97 |
| 行业优化市盈率(倍) | 11.27 | 13.42 | 15.90 | 11.00 | 15.90 |
| 净利润增长率(%) | -11.79% | 36.91% | 71.69% | 27.95% | 22.62% |
| 净资产收益率(%) | 9.40% | 10.09% | 14.93% | 16.26% | 16.83% |
| 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

- 7月24日, 我们对宁波华翔进行了调研, 现将调研的相关信息和我们对公司的分析简述如下:

投资逻辑

- **海外业务正在持续好转。**去年公司海外业务亏损约1.2亿元, 经过持续整合, 今年上半年公司已实现扭亏为盈, 一方面是商誉减值已经计提完毕, 另一方面则是海外经营的改善, 这也是公司今年上半年业绩超预期的主要原因之一。全年来看, 公司海外业务有望延续上半年良好态势, 预计总体盈亏平衡。另据了解, 德国HIB公司明年的新订单将逐渐体现(主要是宝马、奔驰), 加之HIB在德国和捷克的生产基地明年将逐步转移到人工成本更低的罗马尼亚, 综合判断, 公司未来海外业务将持续改善。
- **新增客户订单加快放量, 国内饰件业务持续较快增长。**公司饰件业务通过海外并购成功切入了国内大众系以外其他合资品牌的供应体系, 从而拉动了国内饰件业务的快速增长。子公司特雷姆主要生产桃木饰件, 原来主要配套奥迪和沃尔沃, 近几年依托对华晨宝马的配套实现了快速增长。未来, 特雷姆还将进一步拓展北汽奔驰、长安福特、上海通用等其他合资厂商。此外, 公司后视镜业务此前一直处于亏损状态, 去年开始业绩快速提升, 主要也是受益于福特、沃尔沃和通用带来的增量(包括翼虎、翼博、GL8等重要车型), 且后视镜也已进入奥迪和奔驰供应链, 未来有望继续快速增长。
- **汽车电子是公司未来发展重点, 有望迎来快速增长。**据了解, 上海哈尔巴克预计今年9-10月份将投产, 初期产品主要为油路控制模块, 今年年底将批量供货, 明年将逐渐上量, 主要配套客户为大众、宝马。未来, 公司还将生产电路控制系统。此外, 上海哈尔巴克已经在越南建厂, 之后还将在印尼、菲律宾等其他东南亚国家建厂, 主要还是配套德系品牌。我们认为, 汽车电子业务是公司未来的发展重点, 主要发展路径可能仍将是外延式并购。通过内生增长和外延式并购, 汽车电子有望成为公司未来增长最快的业务, 预计未来几年收入增速将维持在20%-30%左右。

- **金属件将朝轻量化方向发展，长期成长空间广阔。**目前，公司金属件产品主要为冲压件，未来将朝着轻量化方向发展。公司金属件轻量化发展主要通过三步走。第一步是热成型，即对钢板进行工艺改进，今年 9 月，公司第一条热车型生产线将在佛山投产，未来在成都也将新建生产线，预计明年能体现收入。第二步是铝材，包括铝冲压和铝压铸。第三步是碳纤维，碳纤维目前主要应用于 Tesla 等跑车，是未来最具前景的轻量化材料，公司目前已实现了碳纤维技术突破。
- **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。公司明确将“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”。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。
- **持续推进内部整合，盈利能力有望进一步提升：**2011-2012 年，公司综合盈利能力下滑较大，主要是公司持续并购后处于整合过程中，各项费用支出和商誉减值计提较多。2013 年开始，随着公司内部整合的推进，公司净利率已逐步回升。目前来看，公司已经基本整合完毕，费用率有望趋于合理，且公司未来折旧费用也将逐渐减少（此前采用加速折旧法），综合判断，公司盈利能力有望进一步提升。

投资建议

- 我们维持公司盈利预测，预计 14-16 年实现 EPS 分别为 1.12、1.44、1.76 元。我们认为，公司是当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 年仅约 14 倍 PE，有较大提升空间，我们维持公司“买入”评级，维持公司目标价为 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 | 564 | 778 | 849 |
| 财务费用 | 4 | -7 | -21 | -17 | -14 | -10 | 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 | 2,997 | 3,654 | 4,202 |
| 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 | 279 | 330 | 380 | 其他长期负债 | 11 | 96 | 490 | 520 | 570 | 620 |
| %税前利润 | 30.5% | 30.6% | 20.5% | 29.2% | 27.1% | 25.6% | 负债 | 1,311 | 2,152 | 3,178 | 3,537 | 4,244 | 4,843 |
| 营业利润 | 412 | 328 | 546 | 932 | 1,197 | 1,466 | 普通股股东权益 | 2,690 | 2,666 | 3,401 | 3,946 | 4,636 | 5,492 |
| 营业利润率 | 11.2% | 5.9% | 7.5% | 9.9% | 10.8% | 11.3% | 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 | 957 | 1,217 | 1,484 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 11.7% | 6.5% | 7.9% | 10.2% | 10.9% | 11.4% | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 所得税 | -52 | -54 | -99 | -167 | -213 | -260 | 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 | 1.112 | 1.422 | 1.744 |
| 净利润 | 379 | 313 | 477 | 789 | 1,004 | 1,224 | 每股净资产 | 4.862 | 5.030 | 6.416 | 7.444 | 8.747 | 10.361 |
| 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 | 1.611 | 2.082 | 2.488 |
| 归属于母公司的净利润 | 284 | 251 | 343 | 589 | 754 | 924 | 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% | 7.1% | 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% | 14.93% | 16.26% | 16.83% |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 总资产收益率 | 6.50% | 4.79% | 4.85% | 7.21% | 7.67% | 7.98% |
| 净利润 | 379 | 313 | 477 | 789 | 1,004 | 1,224 | 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 | -260 | -290 | -328 | 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% | 71.69% | 27.95% | 22.62% |
| 经营活动现金净流 | 310 | 163 | 749 | 854 | 1,104 | 1,319 | 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 | 279 | 330 | 380 | 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 | -60 | -150 | -202 | 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 | 51 | 245 | 102 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -297 | -286 | -133 | -28 | -98 | -118 | 净负债/股东权益 | -31.99% | -13.79% | -16.42% | -30.53% | -41.26% | -49.45% |
| 筹资活动现金净流 | -181 | 210 | -179 | 23 | 146 | -16 | EBIT利息保障倍数 | -76.6 | 46.9 | 27.9 | 45.9 | 72.0 | 124.4 |
| 现金净流量 | -173 | -156 | 89 | 816 | 1,100 | 1,100 | 资产负债率 | 29.98% | 41.13% | 44.94% | 43.26% | 43.21% | 41.83% |

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 | 3 | 6 | 7 | 10 |
| 增持 | 0 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.40 | 1.36 | 1.33 | 1.32 |

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

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 |
| 2 2014-07-15 | 买入 | 15.81 | 23.00 |

来源: 国金证券研究所



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